

2025. 7. 14



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 59,000 원**현재주가 (7.11)** 44,850 원**상승여력** 31.5%

KOSPI 3,175.77pt

시가총액 26,364억원

발행주식수 5,878만주

유동주식비율 55.77%

외국인비중 37.61%

52주 최고/최저가 78,300원/43,350원

평균거래대금 130.4억원

주요주주(%)

김형태 외 7 인 42.60

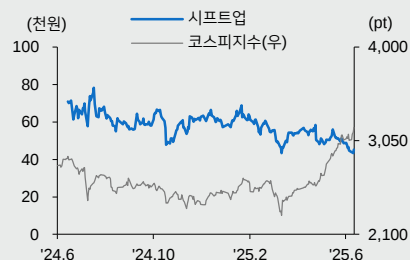
ACEVILLE PTE. LTD. 34.58

국민연금공단 6.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.9 -29.3 -36.8

상대주가 -21.2 -44.0 -42.5

주가그래프**시프트업** 462870**Peer 대비 매력 상승, Buy 상황**

- ✓ 2분기 영업이익은 542억원으로 컨센 하회하나 기존 당사 추정 부합 예상
- ✓ <스텔라 블레이드>는 상향하나 <니케>는 글로벌 두 자릿수 감소 이어지며 하향
- ✓ 지난 2분기 동사 주가는 중국, 플랫폼 다변화 이벤트 소화 과정 겪어
- ✓ 글로벌 성공 경험 갖고 있고, Peer valuation 고려 시 현 주가는 상승여력 확보
- ✓ 적정주가 59,000원으로 하향하나 추정치 추가 하향 가능성 낮아 Buy 상황

실적은 당사 추정에 부합

2분기 시프트업의 매출 및 영업이익은 각각 791억원(+21.2% YoY)과 542억원(+20.4% YoY)으로 컨센서스는 하회하나 당사 기존 추정에는 부합하는 실적을 예상한다. 글로벌 <니케>의 두 자릿수 감소세가 이어지나 <스텔라 블레이드>의 실적이 예상보다 높았다. 중국 <니케> 2분기 성과는 당사 기존 추정에 부합한다.

당사 중국 <니케> 3분기 추정은 글로벌 출시 후 두 번째 분기인 1Q23 성과의 30%를 가정했다. 그러나 동사에 따르면, 이보다 높은 수준의 7월 흐름이 이어지고 있다. PC:모바일 매출 비중이 3:7이며 전체 매출 중 iOS 비중은 20%에 불과해 대표성이 떨어지는 것으로 보인다. <스텔라 블레이드>는 6월 글로벌 매출 순위 10위권 안에 들며 예상보다 높은 결과가 나타났다. 연간 판매량은 기존 추정을 유지한다.

팔 사람은 다 판 주가. Peer valuation 고려하면 상승여력 확보

2분기, 중국 <니케>와 <스텔라 블레이드>의 플랫폼 다변화 이벤트를 소화하며 동사는 이벤트를 소화하는 과정을 겪었다. 7월 11일 1년 락업 물량 해제를 끝으로 수급 이슈도 마무리되었다. 2026년 신작을 가정하지 않는 당사의 2026년 추정치는 시장에서 가장 낮다. 현 중국 <니케> 추이를 고려했을 때 추정치 추가 하향보다는 상향 가능성이 오히려 높다. 보수적 당사 추정 기준으로 2025/2026년 동사의 PER은 각각 14/19배 수준이다. 1) 글로벌 PC/콘솔에서 성공 경험을 갖고 있고 2) 2026년 감익을 감안하더라도 3) 엔씨소프트의 현재 밸류에이션 고려 시 동사의 주가는 상승여력을 보유하고 있다고 판단한다. 4) 상장 1년이 지난 시기로 하반기 주주환원 정책도 발표될 것으로 예상된다. 실적 산정 대상 기간을 4Q25-3Q26(3분기까지 중국 효과 강한 기간을 제거하기 위함)으로 변경하여 적정주가를 59,000원으로 하향하나 상승여력 발생한 주가 수준으로 판단하여 투자 의견을 Buy로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	168.6	111.1	106.7	3,004	-1,518.3	3,568	N/A	N/A	-0.9	86.4	12.6
2024	224.1	152.7	148.0	2,733	-9.0	13,104	23.2	4.8	19.5	31.3	5.2
2025E	265.4	186.9	176.4	3,008	10.0	15,158	14.9	3.0	9.7	21.3	5.1
2026E	212.1	126.8	132.7	2,257	-25.0	17,415	19.9	2.6	13.6	13.9	3.7
2027E	243.8	145.2	151.2	2,573	14.0	19,987	17.4	2.2	11.1	13.8	3.6

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	79.1	65.2	21.3	42.2	87.4	83.5	-5.3	86.6	-8.7
영업이익	54.2	45.0	20.4	26.3	106.1	54.6	-0.7	61.9	-12.4
세전이익	58.3	47.2	23.5	31.6	84.5	59.5	-2.0	66.3	-12.1
지배주주 순이익	46.1	40.4	14.1	26.8	72.0	46.4	-0.6	54.6	-15.6
영업이익률(%)	68.5	69.0		62.3		65.4		71.4	
세전이익률(%)	73.7	72.4		74.9		71.3		76.5	
순이익률(%)	58.3	62.0		63.5		55.6		63.0	

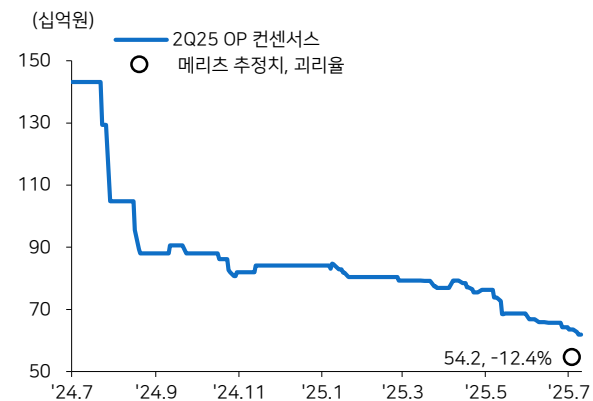
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	265.4	224.1	18.4	275.9	-3.8	284.1	-6.6
영업이익	186.9	152.7	22.4	195.4	-4.4	204.9	-8.8
세전이익	216.1	178.8	20.9	218.7	-1.2	224.6	-3.8
지배주주 순이익	176.4	148.0	19.2	178.0	-0.9	184.6	-4.5
영업이익률(%)	70.4	68.1		70.8		72.1	
세전이익률(%)	81.4	79.8		79.3		79.1	
순이익률(%)	66.5	66.0		64.5		65.0	

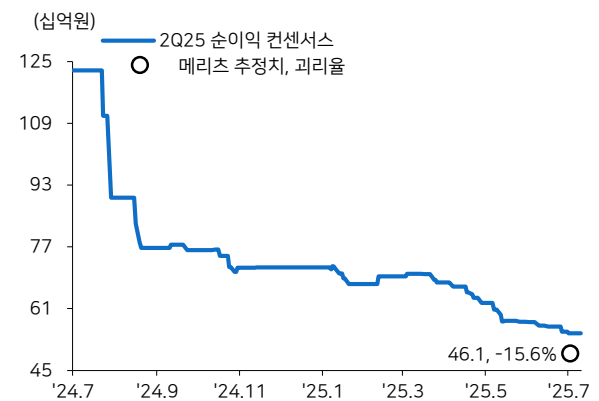
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 12% 하회 전망



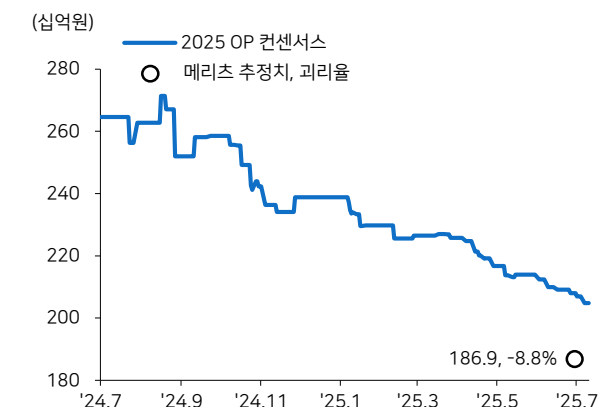
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2Q25E 지배주주 순이익, 컨센서스 16% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2025E 영업이익, 컨센서스 9% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2026E 영업이익, 컨센서스 28% 하회 전망



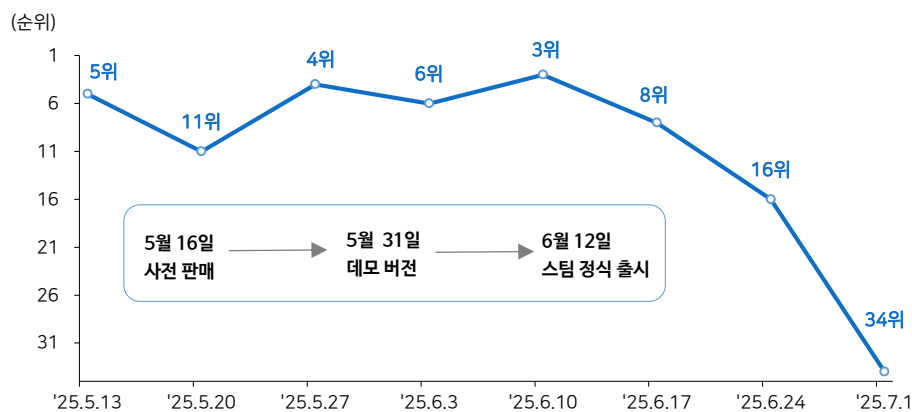
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 시프트업 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	2,445	12M Fwd EPS(4Q25-3Q26)
적정배수(X)	24.0	기존 동일
적정주가	59,000	58,670원, 천원 단위 반올림
현재주가	44,850	7월 11일 종가 기준
상승여력(%)	31.5	

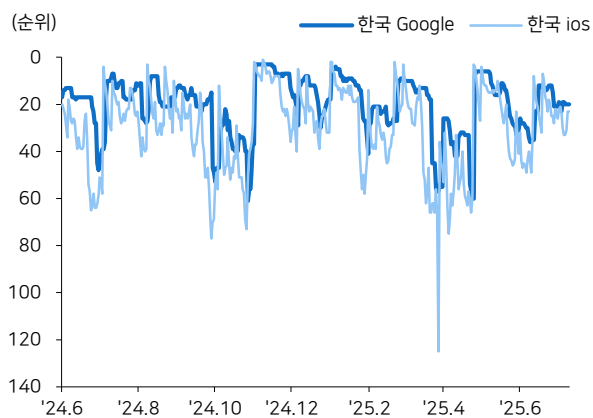
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 <스텔라 블레이드> 스팀 주간 매출 순위(글로벌)



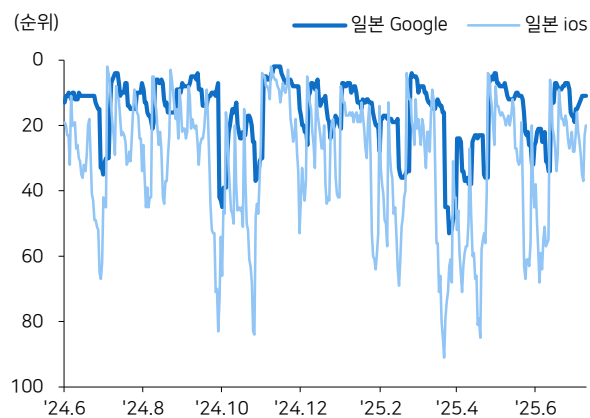
자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 <승리의 여신: 니케> 한국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림7 <승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 시프트업 실적 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	79.1	74.8	69.3	224.1	265.4	212.1
니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	44.1	45.9	47.4	151.5	169.7	176.7
스텔라 블레이드	0.0	25.9	22.6	19.6	7.0	33.8	27.5	20.1	68.1	88.4	28.1
기타	0.9	0.9	1.2	1.6	2.9	1.2	1.4	1.8	4.5	7.4	7.4
% YoY											
매출	-16.8	64.0	52.3	38.6	13.0	21.2	28.9	9.2	32.9	18.5	-20.1
니케	-15.1	1.1	-10.9	-6.7	-11.4	14.6	34.0	11.9	-7.3	12.0	4.1
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.5	21.6	2.7	N/A	29.9	-68.3
기타	흑전	-76.4	흑전	282.1	221.8	37.8	19.9	16.9	317.1	64.1	0.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	24.9	15.5	22.2	71.4	78.5	85.3
% to sales	30.6	31.0	38.7	27.3	37.8	31.4	20.7	32.0	31.9	29.6	40.2
% YoY	-24.0	184.8	2.2	29.0	39.7	23.2	-31.1	28.1	24.1	10.0	8.6
인건비	5.3	20.3	19.1	10.5	9.9	20.5	11.1	13.8	55.2	55.2	65.5
지급수수료	0.5	0.6	0.2	4.6	0.5	0.8	0.7	5.3	6.6	7.4	5.7
마케팅비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
상각비	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	4.5	5.6	6.1
기타	0.7	-1.9	1.9	0.8	4.2	2.2	2.2	1.6	-23.7	10.1	7.8
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	54.2	59.3	47.1	152.7	186.9	126.8
% YoY	-13.1	37.8	120.4	42.5	1.2	20.4	66.7	2.1	37.5	22.4	-32.1
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	72.7	62.2	68.6	79.3	68.0	68.1	70.4	59.8
세전이익	29.2	47.2	31.8	70.6	31.6	58.3	66.2	59.9	178.8	216.1	162.4
% YoY	-8.9	42.7	75.7	127.5	8.3	23.5	108.1	-15.1	56.4	20.9	-24.9
지배주주순이익	24.7	40.4	23.5	59.5	26.8	46.1	53.0	50.5	148.0	176.4	132.7
% YoY	-0.4	59.3	-1.9	82.5	8.7	14.1	125.6	-15.1	38.7	19.2	-24.8

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	224.1	265.4	212.1	243.8
매출액증가율(%)	155.2	32.9	18.5	-20.1	14.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	265.4	212.1	243.8
판매관리비	57.5	71.4	78.5	85.3	98.6
영업이익	111.1	152.7	186.9	126.8	145.2
영업이익률(%)	65.9	68.1	70.4	59.8	59.6
금융손익	1.1	18.7	24.5	30.6	37.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	4.7	4.9	3.3
세전계속사업이익	114.4	178.8	216.1	162.4	185.6
법인세비용	7.7	30.8	39.7	29.7	34.4
당기순이익	106.7	148.0	176.4	132.7	151.2
지배주주지분 순이익	106.7	148.0	176.4	132.7	151.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	100.4	114.2	166.4	162.2	144.5
당기순이익(손실)	106.7	148.0	176.4	132.7	151.2
유형자산상각비	2.2	3.4	5.6	6.1	6.1
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	0.3
운전자본의 증감	-10.4	-44.4	-17.1	22.0	-13.1
투자활동 현금흐름	3.9	-368.3	-0.4	-99.4	-0.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-2.7	0.0	-100.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-14.1	-0.4	0.5	-0.3
재무활동 현금흐름	-0.5	426.9	-49.3	-0.7	0.4
차입금의 증감	12.6	-1.5	0.5	-0.7	0.4
자본의 증가	33.3	433.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	173.1	116.6	62.1	144.6
기초현금	12.4	116.1	289.3	405.9	467.9
기말현금	116.1	289.3	405.9	467.9	612.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	768.2	907.1	940.4	1,102.0
현금및현금성자산	116.1	289.3	405.9	467.9	612.5
매출채권	59.9	102.3	121.2	96.8	111.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	35.7	29.1	121.0	115.0
유형자산	0.9	2.7	-2.9	91.0	85.0
무형자산	0.6	3.0	1.6	0.1	-0.1
투자자산	1.8	15.9	16.3	15.8	16.1
자산총계	203.9	803.8	936.2	1,061.4	1,217.0
유동부채	11.2	28.6	33.9	27.1	31.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.7	10.8	11.3	10.7	11.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	22.9	39.4	45.2	37.8	42.2
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.6	527.6	527.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	71.1	219.1	395.5	528.1	679.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	891.0	1,023.7	1,174.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,139	4,526	3,608	4,147
EPS(지배주주)	3,004	2,733	3,008	2,257	2,573
CFPS	3,404	3,032	3,529	2,581	2,918
EBITDAPS	3,201	2,903	3,306	2,285	2,578
BPS	3,568	13,104	15,158	17,415	19,987
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	23.2	14.9	19.9	17.4
PCR	N/A	20.9	12.7	17.4	15.4
PSR	N/A	15.3	9.9	12.4	10.8
PBR	N/A	4.8	3.0	2.6	2.2
EBITDA(십억원)	113.7	157.2	193.9	134.3	151.5
EV/EBITDA	-0.9	19.5	9.7	13.6	11.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	86.4	31.3	21.3	13.9	13.8
EBITDA 이익률	67.4	70.1	73.1	63.3	62.2
부채비율	12.6	5.2	5.1	3.7	3.6
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	126.6	130.5	166.4	113.7	131.8
매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.4	1.9	2.3
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

