

시프트업 (462870/KS)

이젠 next IP 를 봐야할 때

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 연말연초 중 2027년 신작에 대한 정보 공개 예상**Key:** 니케 트래픽 상승, 꾸준한 스텔라블레이드 판매가 실적 방어**Step:** 차기 신작 흥행 가능성을 가늠해보며 주가 업사이드 고려 필요

매수(신규편입)

목표주가: 49,000 원(신규편입)

현재주가: 36,600 원

상승여력: 33.9%

STOCK DATA

주가(25/11/20)	36,600 원
KOSPI	4,004.85 pt
52주 최고가	68,800 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	5,896 만주
시가총액	2,158 십억원
주요주주	
김형태(외 7)	42.47%
ACEVILLE PTE. LTD.	34.48%
외국인 지분율	36.71%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	298	224	250
영업이익	십억원	187	137	155
순이익(지배주주)	십억원	172	124	140
EPS	원	2,912	2,102	2,373
PER	배	12.2	17.0	15.0
PBR	배	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	배	7.2	8.9	7.6
ROE	%	20.8	13.1	12.9
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

글로벌 성공 경험을 보유한 게임 개발사

시프트업은 2013년 12월 아트디렉터였던 김형태 대표가 설립한 게임 개발사로 2024년 7월 코스피 시장에 상장했다. 주요 게임으로는 <승리의 여신: 니케> (22년 11월 글로벌, 25년 5월 중국 출시)와 <스텔라블레이드> (24년 4월 PS5 출시, 25년 6월 스팀 출시)가 있고 3Q25 누적 기준 매출 비중은 각각 53%, 44%다. 동사는 타 게임사와는 차별화되는 아트와 오리지널 IP를 흥행시켰다는 강점이 있다. <스텔라블레이드>의 누적 판매량은 약 360만 장으로 글로벌 시장에서 성공한 경험을 보유하고 있어 차기작 흥행도 기대해 볼 수 있다. 비용 구조도 심플, 대부분 개발 인력으로만 구성되어 있어 조직이 효율적으로 운영된다. 준비 중인 신작으로는 <프로젝트 스피릿>, <스텔라블레이드 2>가 있고 두 작품 모두 27년 이후 출시 예정이다.

연속 흥행 가능한 IP를 만든다는 것은 쉽지 않은 일

동사는 니케, 스텔라블레이드 오리지널 IP를 흥행에 성공시키며 개발력을 입증했고, 양호한 실적 성장세를 이어가고 있다. 니케는 촘촘한 라이브 서비스를 바탕으로 PLC가 장기화되고 있고, 스텔라블레이드도 작년 PS5, 올해 스팀 출시에 이어 추가적인 플랫폼 확장을 계획하고 있다. 신작 부재에 대한 우려가 존재하나, 니케의 트래픽이 최근 반등세를 보이고 있고, 스텔라블레이드도 꾸준한 판매량을 기록하며 실적을 방어하고 있다. 서브컬처 게임 특성상 적극적인 이용자와의 소통과 콘텐츠 업데이트로 출시 n년 차에도 충분히 매출 반등이 가능하다.

목표주가 4.9만원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

시프트업에 대한 목표주가를 4.9만원으로 제시하고, 커버리지를 개시한다. 목표주가 4.9만원은 26년 순이익에 target P/E 22.8배(글로벌 peer들의 26년 평균 P/E 20% 할인)를 적용해 산출했다. 향후 약 2년 간 신작 공백이 이어지는 점을 고려해 할인을 적용했다. 최근 주가는 스텔라블레이드 PC, 중국 니케 출시 이후 모멘텀 소멸로 지속 하락세를 보이고 있지만 12~1월 중 신작 <프로젝트 스피릿>에 대한 정보가 공개되면 반등을 꾀할 수 있을 것이다. 신작 공백을 고려하면 탄력적인 주가 상승을 기대하기는 쉽지 않겠으나, 현 주가 수준에서는 추가적인 downside를 고려하기보단 next new IP의 흥행 가능성을 가늠하며 upside potential을 고려하는 전략이 알맞아 보인다.

시프트업 목표주가 산정

구분	내용
2026E 순이익(십억원)	124.0
Target P/E	22.8x
목표 시총(십억원)	2,826.3
주식 수(천 주)	57,823.8
적정 주가(원)	48,879
목표 주가(원)	49,000
현재 주가(원)	36,600
상승 여력	33.9%

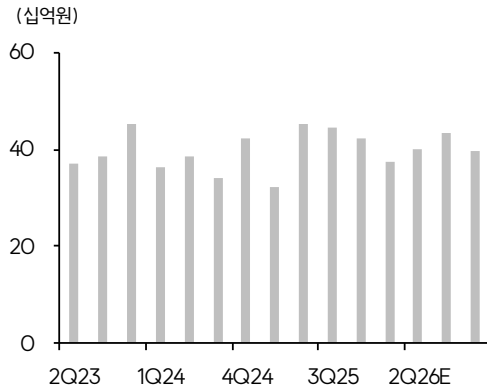
자료: SK 증권

시프트업 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	112.4	75.5	67.8	224.1	297.9	223.9
승리의 여신: 니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	45.1	44.5	42.3	151.5	164.1	160.9
스텔라블레이드	0.0	25.9	22.6	19.6	7.0	65.7	27.7	23.5	68.1	123.9	50.1
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	1.6	3.3	2.0	4.5	9.8	12.9
영업비용	11.4	20.1	22.4	17.3	16.0	44.2	26.0	24.5	71.3	110.6	86.7
인건비	9.1	17.2	19.1	9.8	9.8	16.4	14.0	14.6	55.2	54.9	58.9
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	25.4	9.6	7.8	7.4	45.1	19.5
고정비	1.6	2.1	2.5	2.5	3.8	2.3	2.3	2.1	8.8	10.6	8.3
영업이익	25.9	45.1	35.6	46.2	26.3	68.2	49.5	43.3	152.8	187.3	137.2
OPM	69.4%	69.2%	61.3%	72.7%	62.2%	60.7%	65.6%	63.9%	68.2%	62.9%	61.3%
당기순이익	24.7	40.4	23.5	59.5	26.8	51.3	54.6	38.9	148.1	171.7	124.0
YoY growth rate											
매출액	-16.8%	65.4%	50.9%	38.6%	13.0%	72.4%	30.1%	6.8%	32.9%	32.9%	-24.8%
승리의 여신: 니케	-14.4%	3.5%	-10.7%	-6.7%	-11.4%	17.3%	29.9%	-0.2%	-7.3%	8.3%	-20%
스텔라블레이드	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	154.1%	22.6%	19.9%	0.0%	82.1%	-59.6%
기타	-60.5%	-61.5%	1184.5%	272.3%	221.9%	78.1%	178.1%	32.9%	317.1%	118.5%	31.4%
영업비용	-24.0%	119.4%	12.9%	29.0%	39.7%	119.8%	15.6%	41.3%	23.9%	55.1%	-21.6%
영업이익	-13.1%	49.0%	91.6%	42.5%	1.2%	51.2%	39.3%	-6.2%	37.6%	22.6%	-26.7%
당기순이익	-0.4%	5.1%	116.2%	82.5%	8.7%	27.1%	132.6%	-34.6%	38.8%	16.0%	-27.8%

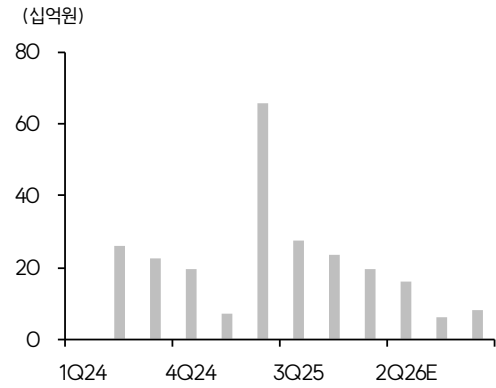
자료: 시프트업, SK 증권

〈승리의 여신: 니케〉 매출 추이 및 전망



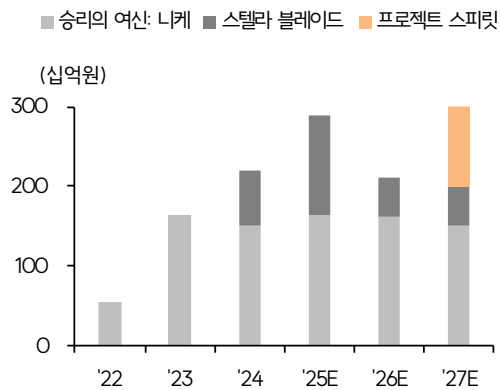
자료: 시프트업, SK 증권

〈스텔라블레이드〉 매출 추이 및 전망



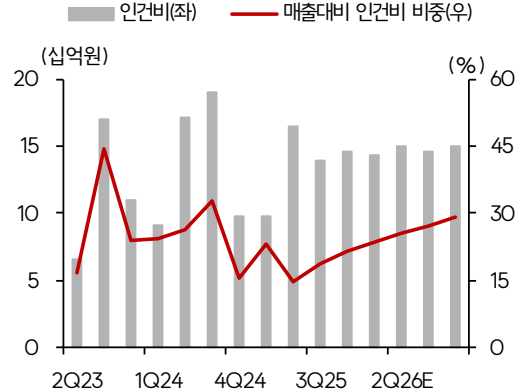
자료: 시프트업, SK 증권

주요 게임별 매출 추이



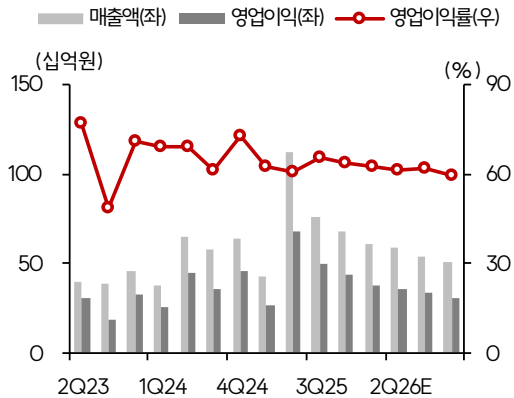
자료: 시프트업, SK 증권

인건비 추이 및 전망



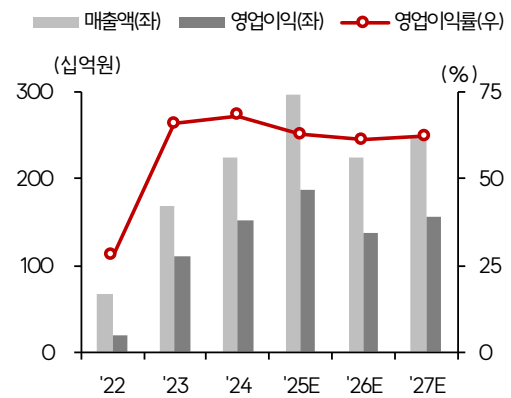
자료: 시프트업, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 시프트업, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 시프트업, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177	768	851	973	1,131
현금및현금성자산	116	289	168	322	372
매출채권 및 기타채권	60	114	121	92	191
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	27	36	88	85	86
장기금융자산	2	16	67	66	68
유형자산	1	3	2	1	0
무형자산	1	3	2	1	0
자산총계	204	804	939	1,057	1,217
유동부채	11	29	43	38	55
단기금융부채	3	3	3	2	5
매입채무 및 기타채무	1	3	6	5	10
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	11	9	9	11
장기금융부채	10	8	7	7	7
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	1
부채총계	23	39	52	46	66
지배주주지분	181	764	887	1,011	1,151
자본금	10	12	12	12	12
자본잉여금	96	527	532	532	532
기타자본구성요소	4	6	-48	-48	-48
자기주식	0	0	-50	-50	-50
이익잉여금	71	219	391	515	655
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	181	764	887	1,011	1,151
부채와자본총계	204	804	939	1,057	1,217

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	100	114	162	155	63
당기순이익(손실)	107	148	172	124	140
비현금성항목등	14	16	22	23	24
유형자산감가상각비	2	3	4	2	1
무형자산감각비	0	1	1	1	0
기타	12	12	17	21	23
운전자본감소(증가)	-10	-44	-13	25	-82
매출채권및기타채권의감소(증가)	-9	-40	-1	30	-99
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	1	-38	-2	5
기타	-21	-19	-46	-47	-53
법인세납부	-11	-14	-27	-30	-34
투자활동현금흐름	4	-368	-231	-3	-6
금융자산의감소(증가)	4	-362	-226	0	-0
유형자산의감소(증가)	-0	-3	-1	0	0
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-0	0	0
기타	0	-1	-3	-3	-6
재무활동현금흐름	-0	427	-51	-1	2
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	-1	2
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	-2	0	0
자본의증가(감소)	44	433	5	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-44	-5	-55	0	0
현금의 증가(감소)	104	173	-121	154	50
기초현금	12	116	289	168	322
기말현금	116	289	168	322	372
FCF	100	111	161	155	63

자료 : 시프트업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	169	224	298	224	250
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	169	224	298	224	250
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	58	71	111	87	95
영업이익	111	153	187	137	155
영업이익률(%)	65.9	68.1	62.9	61.3	62.1
비영업손익	1	19	23	17	19
순금융손익	0	7	10	12	14
외환관련손익	2	10	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	112	171	211	154	174
세전계속사업이익률(%)	66.5	76.5	70.8	69.0	69.8
계속사업법인세	8	31	39	30	34
계속사업이익	107	148	172	124	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	107	148	172	124	140
순이익률(%)	63.3	66.0	57.6	55.4	56.1
지배주주	107	148	172	124	140
지배주주귀속 순이익률(%)	63.3	66.0	57.6	55.4	56.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	107	148	172	124	140
지배주주	107	148	172	124	140
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	114	157	192	140	156

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	155.2	32.9	32.9	-24.8	11.5
영업이익	508.1	37.5	22.7	-26.7	13.1
세전계속사업이익	흑전	52.8	23.0	-26.7	12.9
EBITDA	446.9	38.2	22.4	-27.4	11.8
EPS	흑전	20.6	14.8	-27.8	12.9
수익성 (%)					
ROA	72.1	29.4	19.7	12.4	12.3
ROE	99.2	31.3	20.8	13.1	12.9
EBITDA마진	67.4	70.1	64.6	62.4	62.5
안정성 (%)					
유동비율	1,582.3	2,687.2	1,985.2	2,584.8	2,050.4
부채비율	12.6	5.2	5.9	4.6	5.7
순차입금/자기자본	-57.6	-83.2	-79.9	-85.4	-79.1
EBITDA/이자비용(배)	129.7	134.3	184.3	151.9	172.5
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,103	2,537	2,912	2,102	2,373
BPS	3,568	13,104	15,895	17,998	20,371
CFPS	2,155	2,614	2,998	2,144	2,390
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	25.0	12.2	17.0	15.0
PBR	0.0	4.8	2.2	2.0	1.8
PCR	0.0	24.3	11.9	16.6	14.9
EV/EBITDA	-0.9	19.5	7.2	8.9	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025.11.21	매수	49,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 21 일 기준)	매수	93.17%	중립	6.83%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------