

2024. 8. 16

## 시프트업 462870

## 6월 성과 기대 하회. 주요 가정 변화 체크

## 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

## 2분기 영업이익 기대치 소폭 하회

시프트업의 2분기 매출과 영업이익은 각각 652억원(+65.4% YoY)과 451억원(+49.0% YoY)으로 영업이익 기준 당사 기대치(480억원)를 소폭 하회함. 증권신고서를 통해 4월 및 5월 영업 수익(219억원/313억원)과 영업이익(159억원/195억원)이 공개되었던 만큼 사실상 6월 실적(120억원/97억원)에 대한 성과였음

<스텔라 블레이드>는 4월말 출시되어 5월 누적 100만장 이상을 달성한 후 6월 일평균 4천장 판매를 가정했으나 3천장 수준에 그치며 기대치를 하회한 주요인. <승리의 여신: 니케>는 상반기 1.5주년 이벤트 이후 여름 신규 이벤트 전까지 6월 공백기에 해당하며 매출이 쉬어간 시기

매출이 예상을 하회하며 인건비 중심인 영업비용도 예상치를 50억원 하회함. 1분기 대비로는 2분기 인건비가 약 80억원 증가했는데, 니케 영업성과(이전 2개분기) 및 스텔라 런칭 인센티브에 해당됨. 3분기 재차 정상화 전망

## 하반기 가정 변화, 그리고 변하지 않은 가정

최근 <신세기 에반게리온>과 콜라보 계획이 공개된 만큼 3분기 <승리의 여신: 니케> 총매출은 상반기 일평균 40억원대에서 하반기 50억원대로 재차 상승할 것으로 기대. 니케의 매출 절반 이상이 일본에서 발생하는 만큼 일본 내 대형 IP 콜라보 성과 및 여름 콘텐츠 반영되기 때문. 아직 주요 지표가 유지되고 있어 연간 실적 눈높이를 유지함

<스텔라 블레이드>는 4월말 출시 후 6월까지 109만장 판매된 것으로 추정됨. 동사에 따르면 전체 70% 이상이 서구권에서 판매되었음. 당사는 연말 PS 마케팅 참여를 가정하여 연내 200만장 판매를 가정한 바 있으나 타 플랫폼 출시 시기가 당사의 기존 예상(2025년 중순) 대비 빠른 것으로 파악됨. 이로 인해 가정했던 PS 마케팅 참여 가능성이 낮아져 4분기 성과를 2025년으로 이연함. 누적 판매와 유사한 판매 지역 구조 보인다면 스팀 등 타 플랫폼에서도 높은 성과를 기대

### 높아진 변동성, 집중해야 할 요소는?

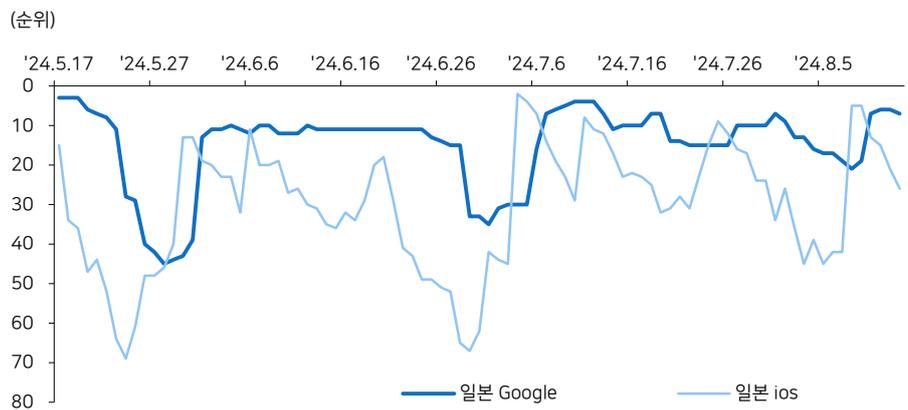
7월 11일 상장 후 동사의 주가는 높은 변동성을 보이고 있음. 신주 725만주가 상장되었는데 8월 14일 기준 외국인 132만주가 누적 매도되었으며 국내 기관 및 기타법인 보유주 중 약 300만주가 시장에서 소화되었음

하반기 <니케>의 반등을 시장이 이미 기대에 반영한 만큼 실적 서프라이즈가 발생할 가능성은 낮음. <스텔라 블레이드> 성과가 반영된 뒤 상장되어 연말까지 이벤트가 부재하다는 면이 모멘텀 측면의 단점으로 지목되고 있음. 당사는 실적 측면에서는 연말까지 중국 판호의 가능성을, 서구권 성과 측면에서는 2025년 스팀 출시(중순 출시를 기존 가정한 바 있으나 시기를 앞당기며 연말 플랫폼 마케팅 불참을 신규 가정)를 염두해 접근할 필요가 있음. 다만 패키지 판매의 경우 단발적 수익에 그친다는 점이 인지된 만큼 신규 플랫폼 진출 성과 후에는 DLC 판매 등 촘촘한 업데이트 일정이 필요

<승리의 여신: 니케>는 글로벌 퍼블리셔가 텐센트로 판호 발급을 위한 준비도 동일 업체와 진행되고 있을 것으로 추정함. 최근 판호 확보 자체의 어려움은 상당히 낮아졌으며 연간 외자 판호가 약 2~3회 발급되고 있음을 감안, 판호 확보 1개 분기 후 중국 정부 규격에 맞는 출시가 가능하도록 준비되었다고 보여짐

차주 게임스컴 마케팅 성과가 발생하고 이로 인해 서구권에 집중한 게임 투자가 본격화된다면 이미 증명된 업체인 동사가 포함될 가능성이 가장 높다는 기존 의견을 유지함

그림1 <승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표1 시프트업 실적 전망												
(십억원)	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>37.4</b>	<b>65.2</b>	<b>66.3</b>	<b>72.9</b>	<b>96.0</b>	<b>98.1</b>	<b>99.5</b>	<b>99.9</b>	<b>168.6</b>	<b>241.9</b>	<b>393.5</b>	<b>299.4</b>
니케	36.5	38.5	50.0	54.6	51.9	49.3	74.6	74.4	163.5	179.5	250.1	266.3
스텔라 블레이드		25.9	15.5	17.0	43.2	48.0	24.0	24.3		58.4	139.5	29.2
데스티니 차일드									4.0			
기타	0.9	0.9	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9	1.3	1.1	4.0	4.0	4.0
<b>% YoY</b>												
매출	-16.8	65.4	72.5	59.1	156.8	50.4	50.0	37.1	155.2	43.5	62.7	-23.9
니케	-14.4	3.5	30.4	20.2	42.2	28.1	49.2	36.2	196.1	9.8	39.3	6.5
스텔라 블레이드						85.3	55.3	42.6			139.0	-79.1
데스티니 차일드									-61.3			
기타	흑전	-60.3	흑전	220.6	0.0	0.0	0.0	0.0	88.5	267.0	0.0	0.0
<b>영업비용</b>	<b>11.4</b>	<b>20.1</b>	<b>12.7</b>	<b>17.4</b>	<b>18.0</b>	<b>19.1</b>	<b>20.3</b>	<b>20.9</b>	<b>57.5</b>	<b>61.6</b>	<b>78.3</b>	<b>97.2</b>
% to sales	30.6	30.8	19.1	23.8	18.8	19.5	20.4	20.9	34.1	25.5	19.9	32.5
% YoY	-24.0	119.4	-36.2	29.2	57.3	-4.9	60.0	20.3	20.3	7.0	27.1	24.1
인건비	5.3	13.6	5.7	10.2	6.2	11.1	4.4	11.5	32.8	34.9	33.2	32.8
R&D	4.1	4.1	4.3	4.5	4.3	4.3	4.5	4.7	15.8	16.9	17.9	18.9
지급수수료	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	4.0	2.7	2.9	3.1
마케팅비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
상각비	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	2.2	4.0	5.1	5.9
기타	0.7	0.6	0.7	0.7	5.5	1.5	9.2	2.5	2.6	2.7	18.7	35.8
<b>영업이익</b>	<b>25.9</b>	<b>45.1</b>	<b>53.6</b>	<b>55.6</b>	<b>78.0</b>	<b>79.0</b>	<b>79.2</b>	<b>79.1</b>	<b>111.1</b>	<b>180.3</b>	<b>315.2</b>	<b>202.2</b>
% YoY	-13.1	49.0	188.9	71.5	200.7	75.1	47.6	42.3	508.1	62.3	74.9	-35.8
영업이익률(%)	69.4	69.2	80.9	76.2	81.2	80.5	79.6	79.1	65.9	74.5	80.1	67.5
<b>세전이익</b>	<b>29.2</b>	<b>47.2</b>	<b>54.8</b>	<b>56.0</b>	<b>81.1</b>	<b>81.4</b>	<b>80.8</b>	<b>80.0</b>	<b>114.3</b>	<b>187.3</b>	<b>323.3</b>	<b>213.3</b>
% YoY	-8.9	51.8	172.8	80.2	177.6	72.4	47.4	42.9	흑전	63.8	72.7	-34.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>24.7</b>	<b>40.4</b>	<b>46.3</b>	<b>44.8</b>	<b>68.6</b>	<b>69.6</b>	<b>68.3</b>	<b>64.0</b>	<b>106.7</b>	<b>156.2</b>	<b>270.4</b>	<b>178.0</b>
% YoY	-0.4	5.1	326.4	37.3	177.6	72.4	47.4	42.9	흑전	46.4	73.2	-34.2

주: 데스티니차일드는 2023년 9월 서비스 종료

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

**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.