

시프트업 (462870)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

80,000

유지

현재주가

66,500

(25.01.09)

디지털콘텐츠업종

4분기 호실적과 중국 신작 모멘텀 기대

- 4Q 영업이익은 컨센 소폭 상회 전망. '승리의 여신: 니케'의 2주년 업데이트 영향
- 4Q 호실적에 이어 '승리의 여신: 니케'의 중국 출시 기대감이 주가에 반영될 전망
- 단, 출시 후 흥행 성과에 따라 주가 변동성 확대 가능성 높음. 트레이딩 전략 추천

투자의견 매수, 목표주가 80,000원 유지

12MF EPS 2,971원에 Target PER 26.8배 적용. Target PER은 당사의 높은 hit ratio, 중국 신작 출시 모멘텀 등을 반영하여 peer 대비 30% 할증 적용

4분기, '승리의 여신: 니케'가 이끈 호실적 전망

4Q24 매출 565억원(YoY 23%, QoQ -3%), 영업이익 423억원(YoY 31%, QoQ 19%) 추정. 컨센서스 대비 매출 부합, 영업이익은 컨센 상회하는 실적 전망

1) 승리의 여신: 니케 매출 479억원(YoY 6%, QoQ 40%) 추정. 2주년 업데이트 효과와 함께 강달러 영향으로 전분기대비 매출은 크게 증가하는 것으로 판단. 2) 스텔라 블레이드 매출 74억원(QoQ -67%) 추정. 니어 오토마타 IP 콜라보, 블랙프라이데이 할인 등의 영향으로 기존 추정치인 약 150만장에 부합하는 판매량을 기록할 것으로 예상하지만, 가격 할인이 들어가면서 실적 기여는 미미할 것으로 판단. 비용은 특이사항 없는 것으로 파악. 인건비는 3분기에 반영되었던 스텔라블레이드 성과 관련 인센티브가 제거되면서 QoQ -45% 추정

1분기 주가 우상향 전망: 4Q24 호실적에 이어 2종의 신작 모멘텀

1/9 중국에서 승리의 여신: 니케의 사전 예약이 시작됨. 승리의 여신: 니케의 출시일은 2Q25로 예상. 출시 이후 2025년 일 평균 매출은 약 8억원으로 추정. 매출 감소 추이는 글로벌 버전 출시 이후 감소 속도 반영. 이후 스텔라블레이드의 스팀 출시 역시 2분기로 예상. 4분기 호실적에 이어 향후 주가에는 2분기 2종의 신작 기대감이 주가에 반영될 것으로 전망. 단, 출시 전 기대감이 주가에 선반영된 만큼 출시 후 기대치에 미치지 못하는 흥행 성적 가시화 시 주가 변동성은 확대될 가능성이 높음. 트레이딩 전략 추천. 한편, 그 다음 신작인 스텔라블레이드 후속작 및 프로젝트 위치스의 출시 일정은 2027년으로 예상하며, 게임 정보는 쇼케이스 등을 통해 1H25부터 점차 공개할 것으로 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)					1Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	46	58	51	56	23.3	46	58	51	56	23.3
영업이익	32	36	37	42	30.7	32	36	37	42	30.7
순이익	33	29	31	35	8.1	33	29	31	35	8.1

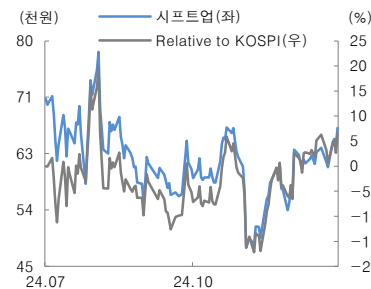
자료: 시프트업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	66	169	217	280	210
영업이익	18	111	149	190	132
세전순이익	-3	114	153	202	145
총당기순이익	-7	107	126	166	119
자배분순이익	-7	107	126	166	119
EPS	-147	2,132	2,311	2,857	2,047
PER	NA	0.0	28.8	23.3	32.5
BPS	704	3,618	5,673	8,159	10,237
PBR	0.0	0.0	11.7	8.2	6.5
ROE	-17.9	99.2	51.3	42.4	22.3

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출 / 자료: 시프트업, 대신증권 Research Center



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	212	264	217	280	2.5	6.1
판매비와 관리비	68	75	68	90	-0.2	19.4
영업이익	144	189	149	190	3.7	0.8
영업이익률	67.8	71.6	68.6	68.0	0.8	-3.6
영업외손익	5	12	5	12	0.0	0.0
세전순이익	148	201	153	202	3.6	0.8
지배지분순이익	121	164	126	166	3.6	0.8
순이익률	57.2	62.4	57.8	59.2	0.6	-3.1
EPS(지배지분순이익)	2,230	2,835	2,311	2,857	3.6	0.8

자료: 시프트업 대신증권 Research Center

표 1. 시프트업 목표주가 산출 PER Valuation (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	172.4	글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 30% 할증 적용
Target PER(x)	26.8x	
목표 시총(십억원)	4,617.2	
주식 수(천주)	58,025.7	
적정 주가(원)	79,571	
목표 주가(원)	80,000	반올림 적용
현재 주가(원)	66,500	
상승 여력	20.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 시프트업 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	37.4	65.2	58.0	56.5	38.1	121.3	59.7	60.8	168.6	217.1	279.9
YoY	-17%	65%	51%	23%	2%	86%	3%	8%	155%	29%	29%
QoQ	-18%	74%	-11%	-3%	-33%	219%	-51%	2%			
게임 매출액	36.5	64.3	56.8	55.3	36.9	120.2	58.6	59.7	163.5	212.9	275.3
승리의여신: 니케	36.5	38.5	34.2	47.9	35.2	64.1	51.7	57.4	163.5	157.1	208.4
모바일	28.9	30.3	27.6	38.6	28.3	56.5	44.4	48.6	141.4	125.3	177.8
– 글로벌	28.9	30.3	27.6	38.6	28.3	31.5	30.2	36.3	141.4	125.3	126.4
– 중국						25.0	14.1	12.3			51.5
PC	7.6	8.2	6.7	9.3	6.8	7.6	7.3	8.8	22.2	31.8	30.6
스텔라 블레이드		25.9	22.6	7.4	1.8	56.1	6.9	2.3	–	55.8	66.9
– 콘솔		25.9	22.6	7.4	1.8	1.1				55.8	2.8
– PC						55.0	6.9	2.3			64.1
기타	0.9	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	5.1	4.2	4.6
영업비용	11.4	20.2	22.4	14.1	15.4	29.7	17.9	26.7	57.5	68.2	89.6
인건비	9.1	17.1	19.1	10.8	12.6	25.7	14.7	23.5	46.7	56.1	76.5
고정비	1.6	2.2	2.5	2.5	2.2	2.3	2.3	2.3	6.5	8.9	9.1
변동비	0.7	0.9	0.8	0.8	0.5	1.7	0.9	0.9	4.4	3.2	4.0
영업이익	25.9	45.0	35.6	42.3	22.7	91.6	41.9	34.1	111.1	148.9	190.3
영업이익률	69.4%	69.0%	61.3%	75.0%	59.6%	75.5%	70.1%	56.1%	65.9%	68.6%	68.0%
지배주주 순이익	24.7	40.3	23.5	37.1	21.0	77.5	36.8	30.4	106.7	125.5	165.8
순이익률	66.1%	61.7%	40.5%	65.7%	55.2%	63.9%	61.6%	50.1%	63.3%	57.8%	59.2%

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

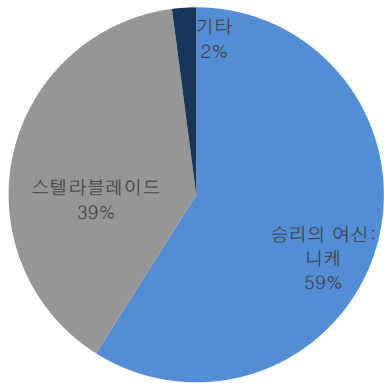
- 시프트업 대표이사는 김형태
- 3Q24 말 기준 주식 소유 현황은 김형태 외 8인 43%, ACEVILLE PTD, LTD 35% 등으로 구성
- 동사의 주된 사업은 모바일, 콘솔 게임 개발 및 서비스 사업 영위
- 주요 게임: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비 등 비용 집행 규모

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

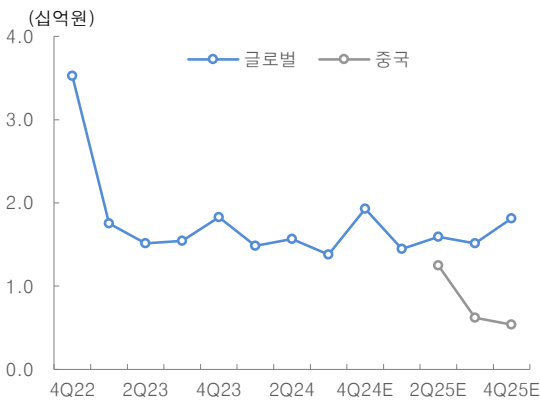
게임별 매출 비중(3Q24 기준)



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

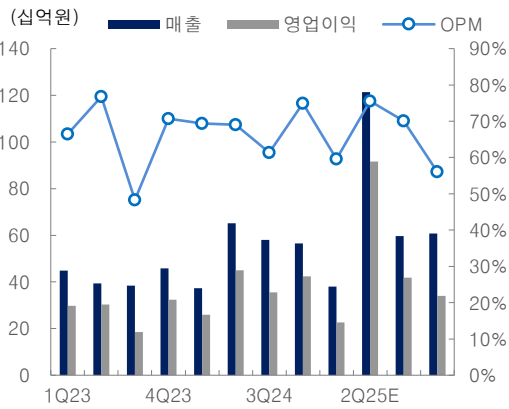
1. Earnings Driver

승리의 여신: 니케 일 평균 매출 추이 및 전망



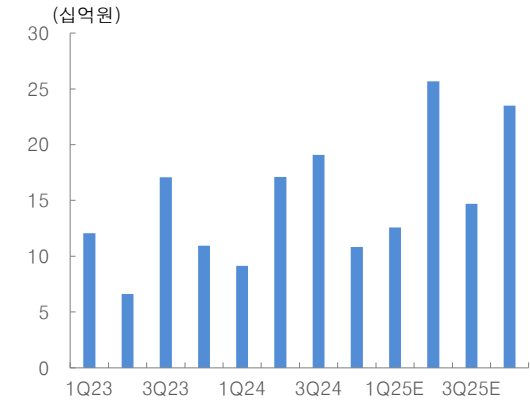
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

매출, 영업이익의 추이 및 전망



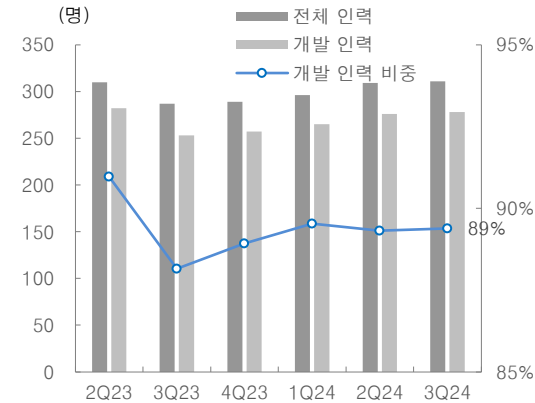
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

개발 인력 비율



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	66	169	217	280	210
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	66	169	217	280	210
판매비와관리비	48	58	68	90	77
영업이익	18	111	149	190	132
영업외수익	27.6	65.9	68.6	68.0	63.1
EBITDA	21	114	150	191	133
영업외손익	-22	3	5	12	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	6	5	6
외환평가이익	0	5	5	5	5
금융비용	-20	-1	-1	-1	-1
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-2	2	0	8	8
법인세비용차감전순이익	-3	114	153	202	145
법인세비용	-4	-8	-28	-36	-26
계속사업순이익	-7	107	126	166	119
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	107	126	166	119
당기순이익률	-10.8	63.3	57.8	59.2	56.6
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	-7	107	126	166	119
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-7	107	126	166	122
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	-7	107	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-147	2,132	2,311	2,857	2,047
PER	NA	0.0	30.1	24.4	34.0
BPS	704	3,618	5,673	8,159	10,237
PBR	0.0	0.0	11.7	8.2	6.5
EBITDAPS	429	2,272	2,756	3,289	2,291
EV/EBITDA	1.4	NA	24.4	18.3	25.4
SPS	1,363	3,369	3,995	4,823	3,618
PSR	0.0	0.0	16.6	13.8	18.4
CFPS	531	2,416	2,859	3,511	2,522
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	2846	155.2	28.8	28.9	-25.0
영업이익 증/감	흑전	508.1	34.1	27.7	-30.4
순이익 증/감	적전	흑전	17.7	32.0	-28.3
수익성					
ROIC	145.4	191.3	211.3	273.9	192.6
ROA	26.3	75.1	56.0	46.3	23.9
ROE	-17.9	99.2	51.3	42.4	22.3
안정성					
부채비율	169.4	12.6	6.6	4.2	3.4
순차입금비율	84.9	-57.6	-74.3	-82.4	-85.1
이자보상비율	20.2	126.6	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	69	177	299	460	575
현금및현금성자산	12	116	238	399	514
매출채권 및 기타채권	52	60	60	60	60
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	1	1	1	1
비유동자산	23	27	29	33	39
유형자산	1	1	1	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	21	26	29	33	38
자산총계	92	204	329	493	614
유동부채	40	11	9	9	9
매입채무 및 기타채무	6	5	5	5	5
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	35	6	4	4	5
비유동부채	18	12	11	11	11
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	18	12	11	11	11
부채총계	58	23	20	20	20
자비자분	34	181	308	473	594
자본금	1	10	11	11	11
자본잉여금	61	96	96	96	96
이익잉여금	-36	71	197	362	481
기타자비자분	8	4	4	4	6
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	34	181	308	473	594
순차입금	29	-104	-229	-390	-505

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-21	100	126	166	119
당기순이익	-7	107	126	166	119
비현금항목의가감	33	14	30	38	28
감가상각비	3	3	1	1	0
외환손익	2	1	-3	-3	-3
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	10	32	40	30
자산부채의증감	-46	-10	-2	-2	-2
기타현금흐름	-1	-10	-28	-36	-26
투자활동 현금흐름	28	4	1	1	0
투자자산	29	5	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	-1	1	1	1
재무활동 현금흐름	-1	0	-43	-45	-45
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-11	44	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	10	-45	-45	-45	-45
현금의증감	6	104	122	161	115
기초 현금	0	0	116	238	399
기말 현금	6	104	238	399	514
NOPLAT	39	104	122	156	109
FCF	41	105	122	156	109

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

시프트업(462870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.01.110	24.12.02	24.11.12	24.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000	80,000
과다율(평균%)			(25.70)	(23.62)
과다율(최대/최소%)			(14.75)	(14.75)

제시일자

투자의견

목표주가

과다율(평균%)

과다율(최대/최소%)

제시일자

투자의견

목표주가

과다율(평균%)

과다율(최대/최소%)

제시일자

투자의견

목표주가

과다율(평균%)

과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

6