시프트업 (462870)

2027 을 기다리며

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 스텔라 블레이드 견조하나 중국 예상 하회

4분기 시프트업의 매출 및 영업이익은 각각 649억원(+2.2% YoY)과 403억원(-12.8% YoY)로 시장 눈높이를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 2/3분기에 이어 〈스텔라 블레이드〉 판매량이 예상을 상회하나 중국 〈니케〉 매출 순위가 빠르게 하락했다. 당사의 매출 추정은 유지하나 〈니케〉와 연동해 반영한 인센티브를 하향했다. 글로벌 〈니케〉는 상반기 부진 대비 하락폭이 줄었다. 그러나 산업의 매력도가 낮아지며 기존작의 유지가 투자 포인트로 작동하지 못하고 있다.

산업의 매력도, 그리고 개별 기업 매력도

2026 전망 〈Throne war〉에서 밝힌 바와 같이 국내 게임사는 모바일 위주의 한계로 인해 외국인 수급이 구조적으로 유입되지 못하고 있다. 일부 실적이 개선된 기업조차 주가는 반등하지 못하며 밸류에이션 디레이팅으로 이어졌다. 숏폼 영향으로 게임의 여가 시간 내 비중이 눈에 띄게 축소되었으며 특히 이용 기기, 시간 등 숏폼과 유사점이 많고 긴 시간 플레이를 통해 과금을 유도해야하는 모바일 RPG 장르에 집중된 국내 게임사는 직격탄을 맞았다. 이로 인해 국내 게임사의 수급은 기관 BM 수요에 의존하는데 지난 8월말 이후 AI 인프라 주식의 반등이 본격화되며 기관 수요마저 게임 산업을 빠르게 이탈했다. 산업의 낮아진 매력도는 모멘텀이 존재하는 소수로 투자를 집중시켰고 이 관점에서 2026년 신작이 부재한 동사는 우선순위가 되기 어렵다. 〈스텔라 블레이드2〉와 〈프로젝트 스피릿〉은 2027년 이후 출시를 예상한다, 즉, 2026년은 〈니케〉 원툴로 매출을 방어해야하는 시기에 해당한다.

동사의 적정주가를 기존 59,000원에서 43,000원으로 하향하며 20거래일 평균 종가 대비 상승 여력에 근거해 투자의견을 Hold로 하향한다. 1) 중국 〈니케〉 하반기 성과에 기반하여 2026년 영업이익을 9% 하향조정했고 2) 〈니케〉 원툴로 26년을 방어해야 하는 점을 반영하여 밸류에이션 프리미엄을 제거, 24배에서 17배로 하향했다. 산업의 매력도가 낮아지며 바닥콜이 통하지 않고 있다. 상황의 반전을 위해서는 1) 2026년 예상치 못한 신작 등장, 2) 산업 수급 개선이 필요해 보인다.

Meritz Research 2026. 1.12

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (1.9)	33,450원
상승여력	28.6%

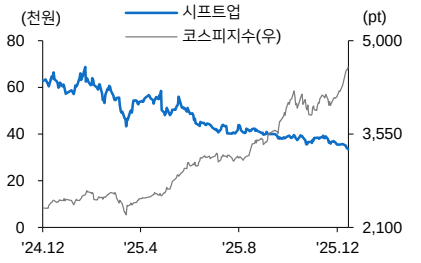
KOSPI	4,586.32pt
시가총액	19,723억원
발행주식수	5,896만주
유동주식비율	56.20%
외국인비중	36.79%
52주 최고/최저가	68,800원/33,450원
평균거래대금	22.4억원

주요주주(%)

김형태 외 7 인	42.18
ACEVILLE PTE. LTD.	34.48
국민연금공단	5.04

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.9	-22.9	-49.7
상대주가	-23.1	-47.3	-72.3

주가그래프



(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	99.2	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	295.0	184.3	181.1	3,084	12.9	15,190	11.5	2.3	7.1	21.8	5.5
2026E	204.9	126.9	147.8	2,506	-18.8	17,696	13.3	1.9	8.5	15.2	3.5
2027E	237.9	161.5	180.4	3,060	22.1	20,756	10.9	1.6	5.7	15.9	3.4

표1 시프트업 4Q25E 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**64.9**	63.5	2.2	75.5	-14.1	65.3	-0.7	69.1	-6.1
영업이익	**40.3**	46.2	-12.8	49.5	-18.7	37.7	6.8	46.9	-14.2
세전이익	**57.3**	70.6	-18.9	68.1	-15.9	51.3	11.7	52.0	10.1
순이익	**48.3**	59.5	-18.9	54.6	-11.6	43.2	11.7	43.4	11.2
영업이익률(%)	**62.1**	72.7		65.6		57.7		67.9	
세전이익률(%)	**88.3**	111.2		90.1		78.5		75.3	
순이익률(%)	**74.4**	93.8		72.4		66.2		62.8	

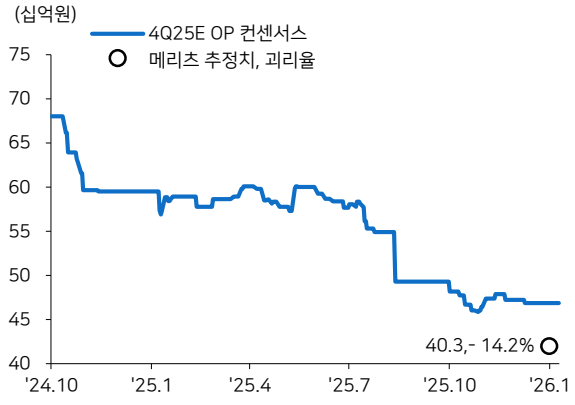
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표2 시프트업 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**295.0**	286.5	3.0	204.9	231.6	-11.5
영업이익	**184.3**	173.8	6.0	126.9	139.2	-8.8
세전이익	**219.6**	192.2	14.2	178.1	175.2	1.6
순이익	**181.1**	158.7	14.0	147.7	144.1	2.6
영업이익률(%)	**62.5**	60.7	+1.8%p	61.9	60.1	+1.8%p
세전이익률(%)	**74.4**	67.1	+7.3%p	86.9	75.7	+11.2%p
순이익률(%)	**61.4**	55.4	+6.0%p	72.1	62.2	+9.9%p

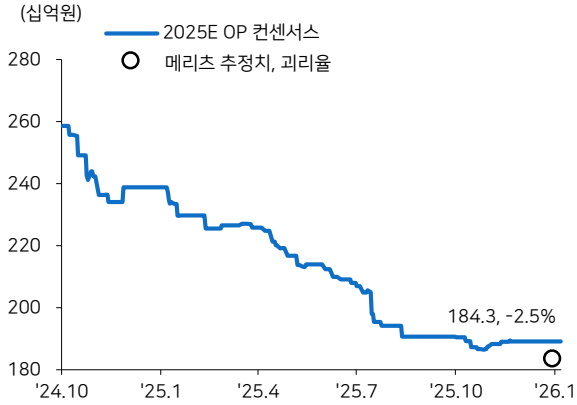
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 분기 영업이익, 컨센서스 14% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 3% 하회 전망



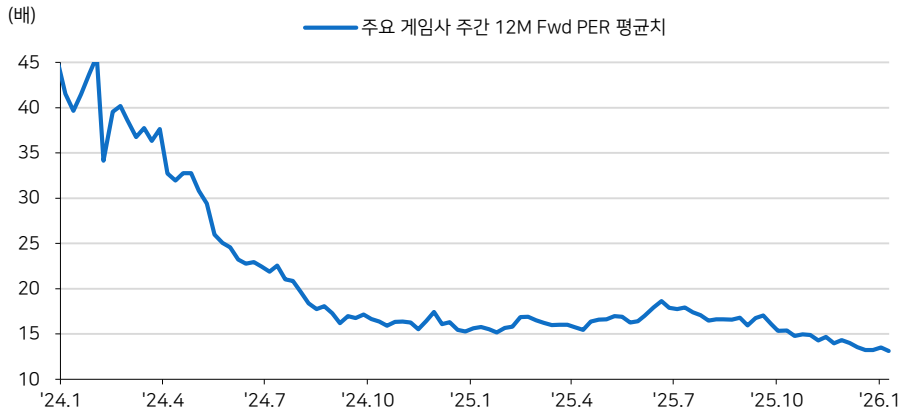
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 시프트업 적정주가 산출

(원)		비고
EPS(원)	2,506	2026년 EPS 추정치
적정배수(X)	17	엔씨소프트와 동일
적정주가(원)	**43,000**	42,599원 천원 단위 반올림
현재주가(원)	33,450	
상승여력(%)	28.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

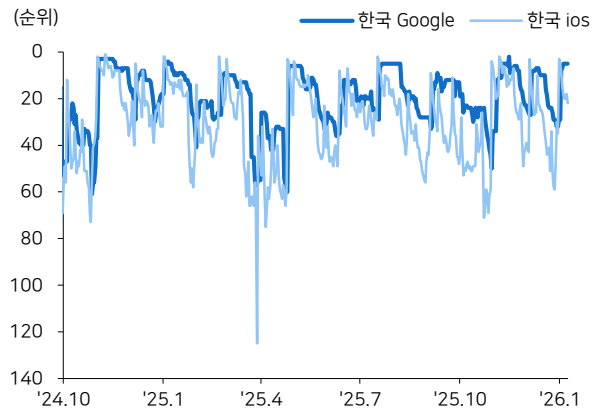
그림3 주요 게임사 주간 12M Fwd PER 평균치



주: 주요 게임사는 엔씨소프트, 네오위즈, 넥슨게임즈, 넷마블, 크래프톤, 펄어비스, 시프트업, NHN. 적자인 넥슨게임즈와 카카오게임즈 제외한 값

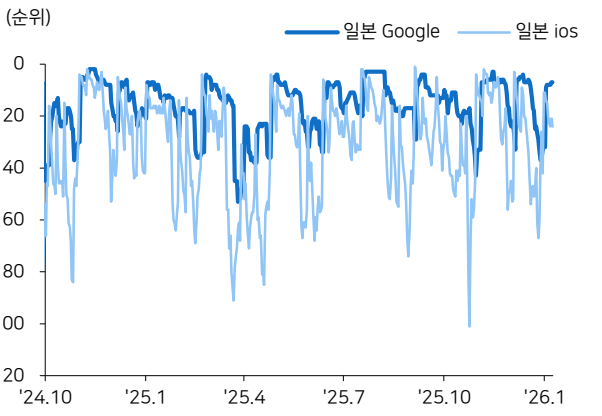
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 〈승리의 여신: 니케〉 한국 매출 순위



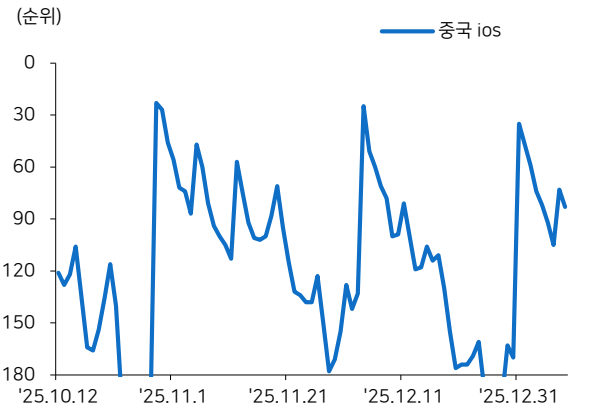
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 〈승리의 여신: 니케〉 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 〈승리의 여신: 니케〉 중국 매출 순위



주: 애플 앱스토어 180위권 밖 이탈 후 재진입
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림7 텐센트와 퍼블리싱 계약 맺은 신작 〈프로젝트 스피릿〉

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표4 시프트업 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출	**42.2**	**112.4**	**75.5**	**64.9**	**43.7**	**45.2**	**46.8**	**69.2**	**224.1**	**295.0**	**204.9**	**237.9**
니케	32.3	45.1	44.5	47.1	36.5	39.3	39.5	47.2	151.5	169.0	162.5	153.1
스텔라 블레이드	7.0	65.7	27.7	15.9	4.3	4.3	3.9	20.2	68.1	116.3	32.8	26.6
기타	2.9	1.6	3.3	1.8	2.9	1.6	3.3	1.8	4.5	9.7	9.6	58.1
% YoY												
매출	*13.0*	*72.3*	*30.1*	*2.2*	*3.5*	*-59.8*	*-38.0*	*6.7*	*32.9*	*31.6*	*-30.5*	*16.1*
니케	*-11.4*	*17.1*	*29.9*	*11.3*	*12.8*	*-12.8*	*-11.1*	*0.1*	*-7.3*	*11.5*	*-3.8*	*-5.8*
스텔라 블레이드	*N/A*	*153.7*	*22.6*	*-18.7*	*-38.2*	*-93.4*	*-85.9*	*26.9*	*N/A*	*70.9*	*-71.8*	*-18.7*
기타	*221.8*	*83.8*	*178.0*	*16.9*	*0.0*	*-3.1*	*0.0*	*0.0*	*317.1*	*115.2*	*-0.5*	*503.5*
영업비용	**16.0**	**44.2**	**26.0**	**24.6**	**17.4**	**18.1**	**17.8**	**24.6**	**71.4**	**110.7**	**78.0**	**76.4**
% to sales	*37.8*	*39.3*	*34.4*	*37.9*	*39.9*	*40.1*	*38.1*	*35.5*	*31.9*	*37.5*	*38.1*	*32.1*
% YoY	*39.7*	*118.7*	*15.6*	*42.0*	*9.1*	*-59.0*	*-31.3*	*-0.1*	*24.1*	*55.0*	*-29.6*	*-2.1*
인건비	9.9	16.4	14.0	15.1	13.9	14.4	14.4	16.1	55.2	55.3	58.8	57.4
지급수수료	0.5	24.0	7.1	5.4	1.3	1.3	0.9	4.2	6.6	37.1	7.7	6.6
마케팅비	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.5	0.5
상각비	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	4.5	5.3	5.6	6.1
기타	4.2	2.2	3.2	2.8	0.8	0.8	0.8	2.9	-23.7	12.4	5.3	5.7
영업이익	**26.3**	**68.2**	**49.5**	**40.3**	**26.3**	**27.1**	**29.0**	**44.6**	**152.7**	**184.3**	**126.9**	**161.5**
% YoY	*1.2*	*51.4*	*39.3*	*-12.8*	*0.1*	*-60.3*	*-41.5*	*10.9*	*37.5*	*20.7*	*-31.1*	*27.2*
영업이익률(%)	*62.2*	*60.7*	*65.6*	*62.1*	*60.1*	*59.9*	*61.9*	*64.5*	*68.1*	*62.5*	*61.9*	*67.9*
세전이익	31.6	62.6	68.1	57.3	37.3	36.1	42.9	61.7	178.8	219.6	178.1	220.2
% YoY	*8.3*	*32.5*	*113.9*	*-18.9*	*17.9*	*-42.2*	*-37.0*	*7.8*	*56.4*	*22.8*	*-18.9*	*23.6*
지배주주순이익	26.8	51.3	54.6	48.3	31.7	29.6	34.4	52.0	148.0	181.1	147.7	180.4
% YoY	*8.7*	*27.1*	*132.6*	*-18.9*	*17.9*	*-42.2*	*-37.0*	*7.8*	*38.7*	*22.4*	*-18.4*	*22.1*

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**168.6**	**224.1**	**295.0**	**204.9**	**237.9**
매출액증가율(%)	155.2	32.9	31.6	-30.5	16.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	295.0	204.9	237.9
판매관리비	57.5	71.4	110.7	78.0	76.4
영업이익	**111.1**	**152.7**	**184.3**	**126.9**	**161.5**
영업이익률(%)	65.9	68.1	62.5	61.9	67.9
금융손익	1.1	18.7	34.3	44.3	53.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	1.0	6.9	4.9
세전계속사업이익	114.4	178.8	219.6	178.1	220.2
법인세비용	7.7	30.8	38.5	30.3	39.8
당기순이익	**106.7**	**148.0**	**181.1**	**147.8**	**180.4**
지배주주지분 순이익	106.7	148.0	181.1	147.8	180.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**100.4**	**114.2**	**158.5**	**191.9**	**172.9**
당기순이익(손실)	106.7	148.0	181.1	147.8	180.4
유형자산상각비	2.2	3.4	5.3	5.6	5.6
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	0.4
운전자본의 증감	-10.4	-44.4	-29.3	37.2	-13.6
투자활동 현금흐름	**3.9**	**-368.3**	**-0.8**	**-99.1**	**-0.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-2.7	0.0	-100.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.6	-14.1	-0.7	0.9	-0.3
재무활동 현금흐름	**-0.5**	**426.9**	**-48.9**	**-1.1**	**0.4**
차입금의 증감	-33.7	-1.5	0.9	-1.1	0.4
자본의 증가	44.5	433.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	173.1	108.8	91.7	172.9
기초현금	12.4	116.1	289.3	398.1	489.8
기말현금	116.1	289.3	398.1	489.8	662.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	768.2	915.3	958.4	1,149.1
현금및현금성자산	116.1	289.3	398.1	489.8	662.8
매출채권	59.9	102.3	134.7	93.6	108.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	35.7	29.7	121.8	116.0
유형자산	0.9	2.7	-2.6	91.7	86.1
무형자산	0.6	3.0	1.6	0.2	-0.2
투자자산	1.8	15.9	16.6	15.7	16.0
자산총계	**203.9**	**803.8**	**944.9**	**1,080.2**	**1,265.1**
유동부채	11.2	28.6	37.6	26.1	30.3
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	11.6	10.6	11.0
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**	**49.3**	**36.8**	**41.3**
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	400.1	547.9	728.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**181.1**	**764.4**	**895.6**	**1,043.4**	**1,223.8**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,139	5,025	3,475	4,034
EPS(지배주주)	3,004	2,733	3,084	2,506	3,060
CFPS	3,404	3,032	3,582	2,829	3,476
EBITDAPS	3,201	2,903	3,254	2,271	2,842
BPS	3,568	13,104	15,190	17,696	20,756
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	23.2	11.5	13.3	10.9
PCR	N/A	20.9	9.9	11.8	9.6
PSR	N/A	15.3	7.1	9.6	8.3
PBR	N/A	4.8	2.3	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	113.7	157.2	191.0	133.9	167.6
EV/EBITDA	-0.9	19.5	7.1	8.5	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	99.2	31.3	21.8	15.2	15.9
EBITDA 이익률	67.4	70.1	64.7	65.4	70.5
부채비율	12.6	5.2	5.5	3.5	3.4
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5
이자보상배율(x)	126.6	130.5	161.4	112.4	147.6
매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.5	1.8	2.4
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 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

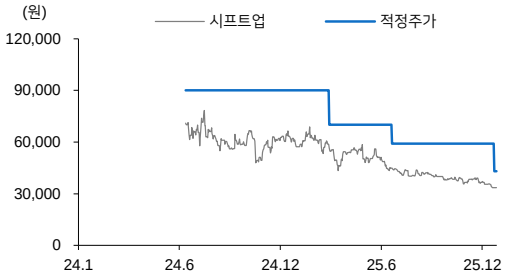
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.07.11		Buy	90,000	이효진	-31.9	-13.0
2025.03.24	기업브리프	Hold	70,000	이효진	-26.8	-16.4
2025.07.14	기업브리프	Buy	59,000	이효진	-32.8	-24.1
2026.01.12	기업브리프	Hold	43,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이