COMPANY UPDATE

2026. 1. 15

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

시프트업 (462870)

기다림의 시간

- 기존 게임 매출 감소와 신작 개발 관련 비용 증가로 4Q25 영업이익은 QoQ 33% 감소하여 컨센서스 29% 하회 예상
- 차기작 출시가 '27년 이후로 예상되는 만큼 올해는 영업이익과 밸류에이션 하락이 불가피. 기존 HOLD 투자의견 유지. 차기작 가시화되는 '27년 투자 추천

▶ 종목 정보

HOLD

목표주가	32,000원	-9.2%
현재주가	35,250원	
시가총액	2.1조원	
주식수 (유동주식 비중)	58,961,440주 (56.2%)	
52주 최저/최고	33,250원/68,800원	
60일-평균거래대금	23.9억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
시프트업 (%)	-9.7	-21.3	-42.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-20.4	-46.7	-69.8

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	32,000	40,000	-20.0%
2025E EPS	2,568	2,560	0.3%
2026E EPS	1,685	1,647	2.3%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	9
목표주가	51,222
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

예상보다 큰 영업이익 감소 추세: 니케와 스텔라블레이드의 매출 감소로 4Q25 매출은 QoQ 18% 감소 예상. 니케의 일본, 한국 등 글로벌 매출은 QoQ 5% 증가에 그쳤으나, 중국 매출이 17% 감소하며 큰 폭의 하락세를 지속. 스텔라블레이드는 연말 할인 프로모션에도 판매량 감소로 매출이 QoQ 34% 감소할 전망. 매출 감소에도 신작 관련 외주용역비와 신규 채용에 따른 인건비 증가로 영업이익은 QoQ 33% 감소한 333억원으로 컨센서스(FnGuide)를 29% 하회할 전망.

길어질 공백기: 니케 글로벌은 컨텐츠 업데이트로 매출 감소 폭을 최소화하고 있으나, 니케 중국과 스텔라블레이드의 매출 감소는 빠르게 나타나고 있음. 차기작 스피릿은 '27년 출시를 목표로 개발 중이나, 개발 상황에 따라 출시일이 '28년으로 지연될 가능성 존재. 스텔라블레이드 2 출시는 스피릿 출시 이후로 전망. '26년은 기존 게임 매출 감소와 스피릿 개발 관련 인건비, 외주용역비 증가가 동시에 나타나는 만큼 영업이익 감소가 불가피.

'27년에 다시 보자: 기존 게임 매출 감소와 비용 증가 추세를 반영하여 '26년 영업이익 추정치를 2.4% 하향하고, 목표주가 역시 기존 40,000원에서 32,000원('26년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 19배 적용)으로 20% 하향. 신작 출시가 가시화되거나, 현재 '26년 기준 21.1배 수준인 P/E가 충분히 내려오기 전까지 기존 HOLD 투자의견을 유지함.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	224	292	221	206
영업이익 (십억원)	153	177	111	85
순이익 (십억원)	148	166	101	82
EPS (adj) (원)	2,400	2,568	1,685	1,346
EPS (adj) growth (%)	12.5	7.0	-34.4	-20.1
EBITDA margin (%)	70.1	62.5	51.3	41.7
ROE (%)	31.3	20.2	10.8	8.0
P/E (adj) (배)	26.4	13.8	20.9	26.2
P/B (배)	4.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (배)	21.8	10.6	15.9	20.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

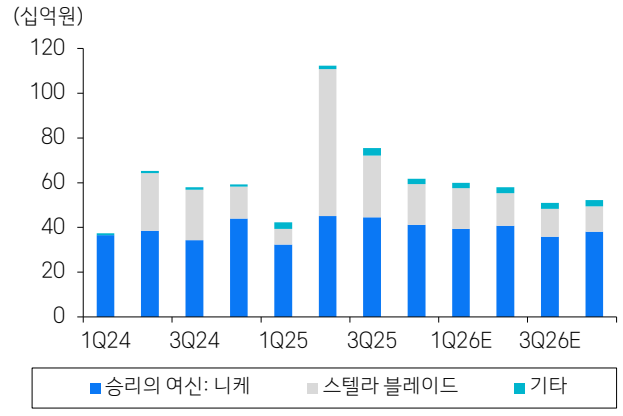
자료: 시프트업, 삼성증권 추정

4Q25 review

(십억원)	4Q25			차이 (%)		4Q24	3Q25	증감 (%)	
	실적	삼성	컨센서스	삼성	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	**61.7**	**71.4**	**69.1**	**-13.6**	**-10.6**	**63.5**	**75.5**	**-2.7**	**-18.2**
승리의 여신: 니케	41.1	49.9		-17.6		43.9	44.5	-6.4	-7.5
스텔라 블레이드	18.3	18.0		1.6		14.3	27.7	27.5	-33.9
기타	2.3	3.5		-34.0		1.0	3.3	131.6	-30.0
영업비용	**28.5**	**29.3**		**-2.9**		**17.3**	**26.0**	**64.3**	**9.7**
인건비 및 복리후생비	14.4	16.1		-10.8		9.8	14.0	46.7	2.8
지급수수료	11.7	9.6		22.0		4.8	9.2	140.7	26.2
기타	2.4	3.7		-33.5		2.7	2.7	-9.6	-10.7
영업이익	**33.3**	**42.1**	**46.9**	**-21.0**	**-29.0**	**46.2**	**49.5**	**-27.9**	**-32.8**
세전이익	41.3	44.1	52.0	-6.5	-20.7	70.6	68.1	-41.6	-39.4
당기순이익	33.1	35.3	45.3	-6.2	-26.8	59.5	54.6	-44.4	-39.4
지배주주순이익	33.1	35.3	43.4	-6.2	-23.7	59.5	54.6	-44.4	-39.4
이익률 (%)									
영업이익률	53.9	59.0	67.9			72.7	65.6		
세전이익률	66.8	61.8	75.3			111.2	90.1		
순이익률	53.6	49.4	65.5			93.8	72.4		
지배주주순이익률	53.6	49.4	62.8			93.8	72.4		

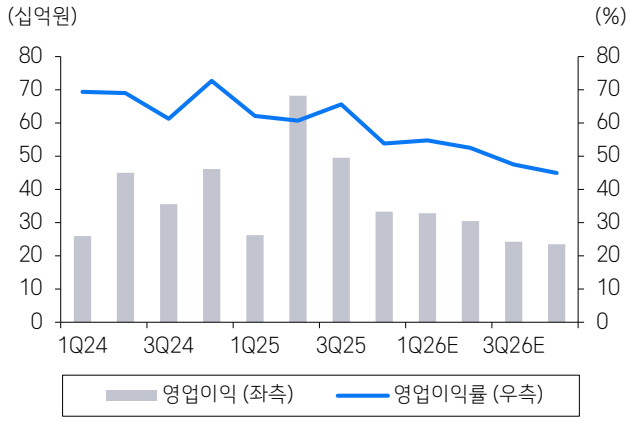
자료: 시프트업, FnGuide, 삼성증권 추정

주요 게임별 매출 추이



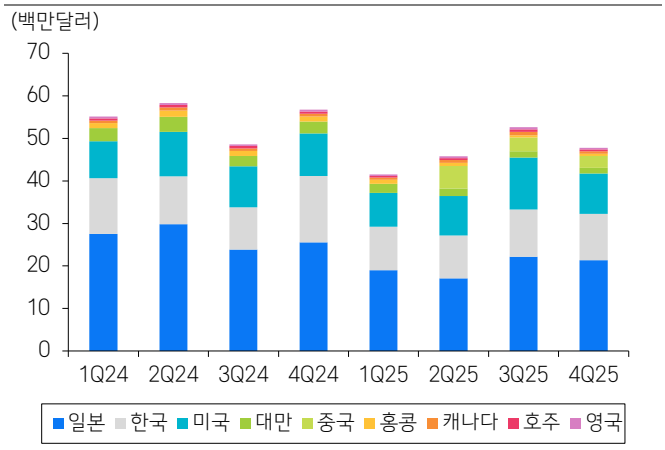
자료: 시프트업, 삼성증권 추정

분기 영업이익 추이



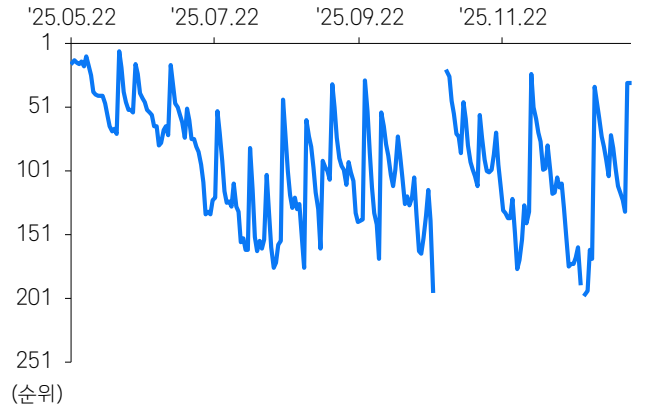
자료: 시프트업, 삼성증권 추정

센서타워 니케 매출 추정



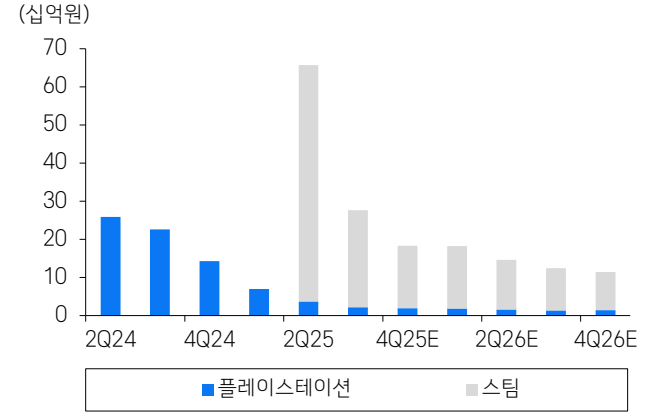
자료: 센서타워

니케 중국 iOS 매출 순위 추이



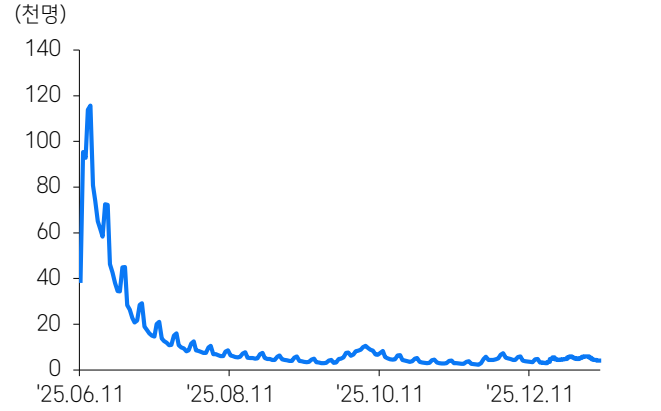
자료: 센서타워

스텔라블레이드 매출 추정



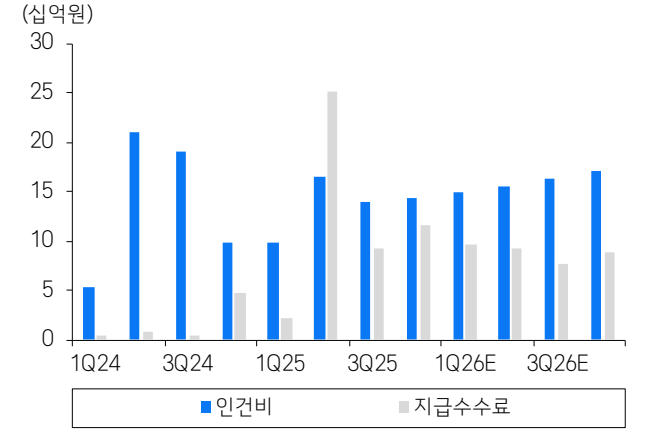
자료: 삼성증권 추정

스텔라블레이드 스팀 동접자 추이



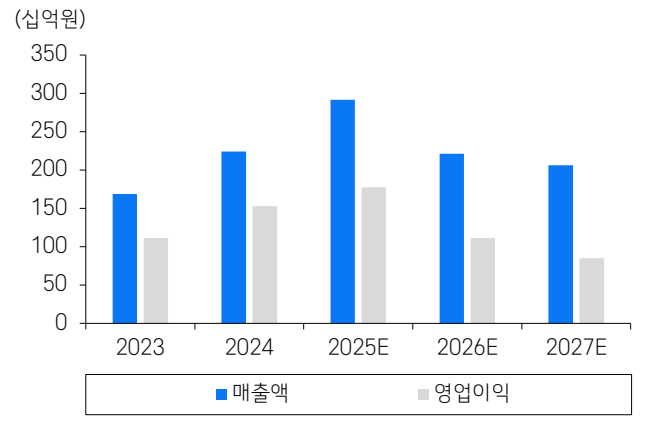
자료: SteamDB

주요 비용 추이



자료: 시프트업, 삼성증권 추정

연간 매출 및 영업이익 추이



자료: 시프트업, 삼성증권 추정

시프트업 P/E 밸류에이션

	(원)
2026년 예상 EPS	1,685
목표 P/E (배) *	19.0
적정 주가	31,966
목표 주가	**32,000**
현재 주가	35,250
상승 여력 (%)	(9.2)

참고: * 국내외 게임 기업 2026년 P/E 평균 적용; 1월 14일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025E	2026E
엔씨소프트	18.8	17.1
넷마블	13.8	13.6
펄어비스	n/a	17.4
넥슨	30.1	26.4
EA	31.1	23.6
넷이즈	16.6	15.7
평균	**22.1**	**19.0**

참고: 1월 14일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출	**37.4**	**65.2**	**58.0**	**63.5**	**42.2**	**112.4**	**75.5**	**61.7**	**60.0**	**58.0**	**51.0**	**52.2**
승리의 여신: 니케	36.5	38.5	34.2	43.9	32.3	45.1	44.5	41.1	39.3	40.7	35.9	38.0
스텔라 블레이드	0.0	25.9	22.6	14.3	7.0	65.7	27.7	18.3	18.2	14.7	12.5	11.4
스피릿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	0.9	1.2	1.0	2.9	1.6	3.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7
영업비용	**11.4**	**20.2**	**22.4**	**17.3**	**16.0**	**44.2**	**26.0**	**28.5**	**27.1**	**27.5**	**26.8**	**28.7**
인건비 및 복리후생비	5.3	21.0	19.1	9.8	9.8	16.4	14.0	14.4	15.0	15.6	16.4	17.0
지급수수료	0.5	0.8	0.5	4.8	2.2	25.2	9.2	11.7	9.6	9.3	7.7	8.9
기타	5.6	-1.6	2.8	2.7	3.9	2.5	2.7	2.4	2.5	2.6	2.7	2.7
영업이익	**25.9**	**45.0**	**35.6**	**46.2**	**26.3**	**68.2**	**49.5**	**33.3**	**32.8**	**30.5**	**24.2**	**23.5**
세전이익	29.2	47.1	31.8	70.6	31.6	62.6	68.1	41.3	34.9	34.8	28.7	27.3
당기순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	51.3	54.6	33.1	27.9	27.8	23.0	21.8
지배주주순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	51.3	54.6	33.1	27.9	27.8	23.0	21.8
수정 EPS (원)	435	764	510	691	416	1,012	663	477	491	456	373	365
이익률 (%)												
영업이익률	69.4	69.0	61.3	72.7	62.2	60.7	65.6	53.9	54.8	52.6	47.5	45.0
세전이익률	78.2	72.3	54.9	111.2	74.9	55.7	90.1	66.8	58.2	60.0	56.3	52.3
순이익률	66.1	61.7	40.5	93.8	63.6	45.7	72.4	53.6	46.6	48.0	45.0	41.9
지배주주순이익률	66.1	61.7	40.5	93.8	63.6	45.7	72.4	53.6	46.6	48.0	45.0	41.9

자료: 시프트업, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2025E			2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**280**	**292**	**4.3**	**208**	**221**	**6.4**	**310**	**206**	**(33.6)**
승리의 여신: 니케	171	163	(4.4)	162	154	(5.1)	148	148	0.1
스텔라 블레이드	102	119	16.9	38	57	50.4	137	30	(77.8)
프로젝트 스피릿	0	0	n/a	0	0	n/a	16	16	0.0
기타	8	10	30.3	8	10	32.7	10	12	17.1
영업비용	**110**	**115**	**4.3**	**94**	**110**	**17.0**	**111**	**121**	**9.4**
인건비 및 복리후생비	57	55	(4.6)	62	64	3.9	78	74	(4.7)
지급수수료	38	48	26.8	17	36	115.2	15	35	139.9
기타	14	12	(20.0)	16	10	(34.4)	18	12	(35.5)
영업이익	**170**	**177**	**4.2**	**114**	**111**	**(2.4)**	**200**	**85**	**(57.5)**
세전이익	179	204	14.0	134	126	(6.5)	222	102	(53.9)
당기순이익	146	166	13.9	102	101	(1.6)	169	82	(51.5)
지배주주순이익	146	166	13.9	102	101	(1.6)	169	82	(51.5)
수정 EPS (원)	2,560	2,568	0.3	1,647	1,685	2.3	2,779	1,346	(51.6)
이익률 (%)									
영업이익률	60.8	60.7		54.7	50.2		64.3	41.2	
세전이익률	63.8	69.7		64.7	56.8		71.6	49.7	
순이익률	52.0	56.8		49.2	45.5		54.4	39.8	
지배주주순이익률	52.0	56.8		49.2	45.5		54.4	39.8	

자료: 시프트업, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**169**	**224**	**292**	**221**	**206**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**169**	**224**	**292**	**221**	**206**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	58	71	115	110	121
영업이익	**111**	**153**	**177**	**111**	**85**
(영업이익률, %)	65.9	68.1	60.7	50.2	41.2
영업외손익	**3**	**26**	**26**	**15**	**18**
금융수익	2	21	36	23	26
금융비용	1	2	8	11	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	7	-2	2	2
세전이익	**114**	**179**	**204**	**126**	**102**
법인세	8	31	38	25	20
(법인세율, %)	6.7	17.2	18.5	20.0	20.0
계속사업이익	107	148	166	101	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**107**	**148**	**166**	**101**	**82**
(순이익률, %)	63.3	66.0	56.8	45.5	39.8
지배주주순이익	107	148	166	101	82
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	114	157	182	113	86
(EBITDA 이익률, %)	67.4	70.1	62.5	51.3	41.7
EPS (지배주주)	2,132	2,717	2,826	1,705	1,390
EPS (연결기준)	2,132	2,717	2,826	1,705	1,390
수정 EPS (원)*	2,132	2,400	2,568	1,685	1,346

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**177**	**768**	**831**	**929**	**1,018**
현금 및 현금등가물	116	289	164	280	346
매출채권	60	102	99	84	103
재고자산	0	0	0	0	0
기타	1	377	568	565	568
비유동자산	**27**	**36**	**87**	**85**	**84**
투자자산	2	16	66	66	66
유형자산	1	3	2	1	0
무형자산	1	3	2	1	0
기타	23	14	17	17	17
자산총계	**204**	**804**	**918**	**1,014**	**1,102**
유동부채	**11**	**29**	**28**	**23**	**29**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	11	29	28	23	29
비유동부채	**12**	**11**	**9**	**9**	**9**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	12	11	9	9	9
부채총계	**23**	**39**	**37**	**32**	**38**
지배주주지분	**181**	**764**	**881**	**982**	**1,064**
자본금	10	12	12	12	12
자본잉여금	96	527	532	532	532
이익잉여금	71	219	385	486	567
기타	4	6	-48	-48	-48
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**181**	**764**	**881**	**982**	**1,064**
순부채	-104	-278	-154	-272	-337

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**100**	**114**	**153**	**117**	**66**
당기순이익	107	148	166	101	82
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	16	18	14	7
유형자산 감가상각비	2	3	4	2	1
무형자산 상각비	0	1	1	1	0
기타	12	12	12	12	6
영업활동 자산부채 변동	-10	-44	-13	14	-18
투자활동에서의 현금흐름	**4**	**-368**	**-239**	**0**	**-1**
유형자산 증감	-0	-3	-1	0	0
장단기금융자산의 증감	-0	-0	0	0	-0
기타	4	-366	-238	-0	-0
재무활동에서의 현금흐름	**-0**	**427**	**-52**	**-0**	**1**
차입금의 증가(감소)	-34	-1	-2	-0	1
자본금의 증가(감소)	44	433	5	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-11	-5	-55	0	0
현금증감	104	173	-126	117	66
기초현금	12	116	289	164	280
기말현금	116	289	164	280	346
Gross cash flow	**121**	**164**	**183**	**115**	**89**
Free cash flow	**100**	**111**	**152**	**117**	**66**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	155.2	32.9	30.2	-24.2	-6.8
영업이익	508.1	37.5	16.1	-37.4	-23.6
순이익	흑전	38.7	12.1	-39.4	-18.5
수정 EPS**	흑전	12.5	7.0	-34.4	-20.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,132	2,717	2,826	1,705	1,390
EPS (연결기준)	2,132	2,717	2,826	1,705	1,390
수정 EPS**	2,132	2,400	2,568	1,685	1,346
BPS	3,568	13,104	15,196	16,929	18,342
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	26.4	13.8	20.9	26.2
P/B***	n/a	4.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	-0.9-	21.8	10.6	15.9	20.3
비율					
ROE (%)	99.2	31.3	20.2	10.8	8.0
ROA (%)	72.1	29.4	19.3	10.4	7.7
ROIC (%)	180.1	144.3	130.5	87.8	67.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-57.6	-36.4	-17.5	-27.7	-31.6
이자보상배율 (배)	126.6	130.5	170.5	121.6	96.4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 시프트업, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 1월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 1월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2025/5/7	5/26	7/11	8/12	2026/1/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	66000	58000	54000	40000	32000
괴리율 (평균)	-16.62	-15.05	-19.98	-3.15	
괴리율 (최대or최소)	-11.36	-3.28	-17.04	-16.88	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA