

시프트업 (462870)

포트폴리오 관점에서의 시프트업

인터넷/게임

Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.krRA 김수민
sumin_kim@meritz.co.kr

2Q26 Preview: 1분기 흐름이 이어질 2분기

시프트업의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 523억원(-53.5% YoY)과 289억원(-57.7% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 2Q25는 <스텔라 블레이드>의 스팀 출시와 <니케>의 중국 진출이 있었던 시기다. 두 항목 모두 크게 하향 안정화된 1분기와 유사한 흐름이 이어진다. 반면, <니케> 글로벌은 YoY 5.0% 증가, 전체 <니케> 매출은 388억원(-14.0% YoY)을 예상한다.

동분기부터 일본 게임 개발사 '언바운드'가 연결 편입되었다. 언바운드는 캡콤에서 <바이오 하자드> 시리즈를 개발한 미카미 신지 디렉터를 중심으로 설립된 회사다. 현재 인원은 60명 수준이며 연간 120억원의 적자를 기록하고 있다. 연말까지 100여명 수준으로 총원이 예상된다.

극단적으로 비워진 게임 포트폴리오 채우는 과정. 그 이후는?

2027년까지는 2030년을 위한 준비 과정이 이어질 전망이다. <프로젝트 위치스>는 <니케>와 유사하게 텐센트 퍼블리싱이 결정되었다. 다만 <니케> 수준의 성과를 기대하기는 어려울 것으로 전망한다. 숏폼 영향으로 모바일 RPG 장르가 크게 타격을 받았기 때문이다. 2022년 코로나 영향이 긍정적 효과를 미쳤던 <니케> 출시보다는 다소 보수적인 성과를 예상한다. 당사는 2027년 4분기, 동사의 다음 신작인 <프로젝트 위치스> 출시를 전망한다.

지난 6월, 서머 게임 페스트를 통해 <스텔라 블레이드2> 트레일러가 공개되었다. 동 게임부터는 그간 퍼블리싱을 글로벌 기업에 일임하던 방식에서 벗어나 글로벌 유통을 직접 담당한다. 개발과 마케팅 기간을 고려 시 2028년 이후 출시를 예상한다. 언바운드 인수부터 퍼블리싱 팀 구성, 신작 개발 인력 총원까지 2028년 이후부터 총총한 라인업을 위한 준비 기간으로 2027년까지 마진 압박은 지속될 전망이다.

글로벌 성공을 증명한 IP를 보유한 동사는 최근 시가총액이 2조원까지 하락하며 기관의 적극적인 매수세가 이어지고 있다. 지난 1년간 반도체로 집중되었던 수급 일부가 산업으로 회귀하며 코스피이고 상대적으로 수급이 비어있던 동사의 주가 상승세로 이어지는 모양새다. 극단적으로 비워졌던 게임 포트폴리오가 적정 수준까지 올라온 후 추가 상승은 2028년까지 버틸 힘이 되어줄 <니케> 하락이 마무리될 필요가 있어 보인다.

Meritz Research 2026. 7. 9

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (7.8)	36,000원
상승여력	19.4%

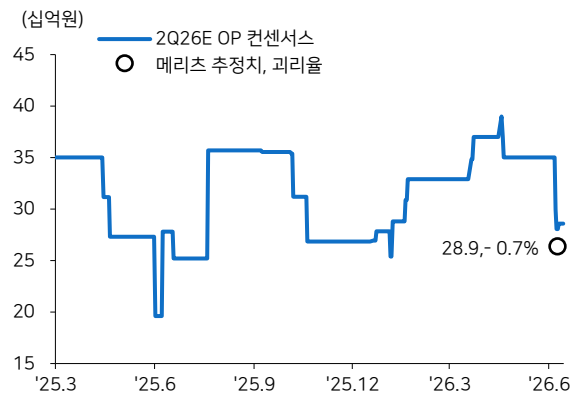
(십억원)	2Q26E	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	52.3	112.4	-53.5	47.3	10.6	42.9	21.9	53.5	-2.2
영업이익	28.9	68.2	-57.7	21.5	34.4	24.6	17.5	29.1	-0.7
세전이익	40.0	62.6	-36.0	47.4	-15.6	38.3	4.5	40.9	-2.2
순이익	32.8	51.3	-36.0	38.5	-14.8	31.4	4.5	26.5	23.8
영업이익률(%)	55.3	60.7		45.5		57.3		54.4	
세전이익률(%)	76.5	55.7		100.2		89.2		76.4	
순이익률(%)	62.7	45.6		81.4		73.1		49.5	

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	202.1	184.7	9.4	209.8	198.3	5.8
영업이익	99.9	103.7	-3.6	88.5	118.3	-25.2
세전이익	159.0	164.1	-3.1	116.0	163.8	-29.2
순이익	130.3	136.1	-4.3	91.2	134.5	-32.2
영업이익률(%)	49.4	56.1	-6.7%p	42.2	59.7	-17.5%p
세전이익률(%)	78.7	88.9	-10.2%p	55.3	82.6	-27.3%p
순이익률(%)	64.5	73.7	-9.2%p	43.5	67.8	-24.4%p

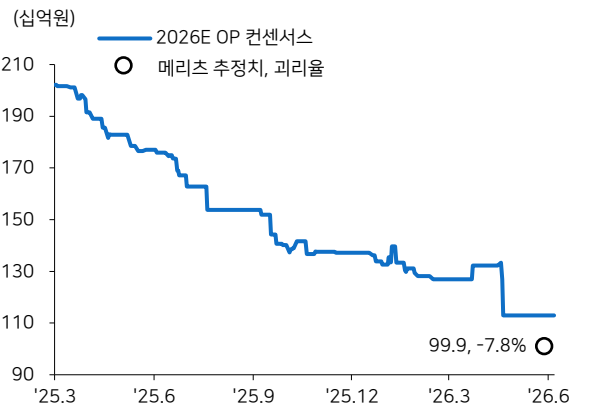
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



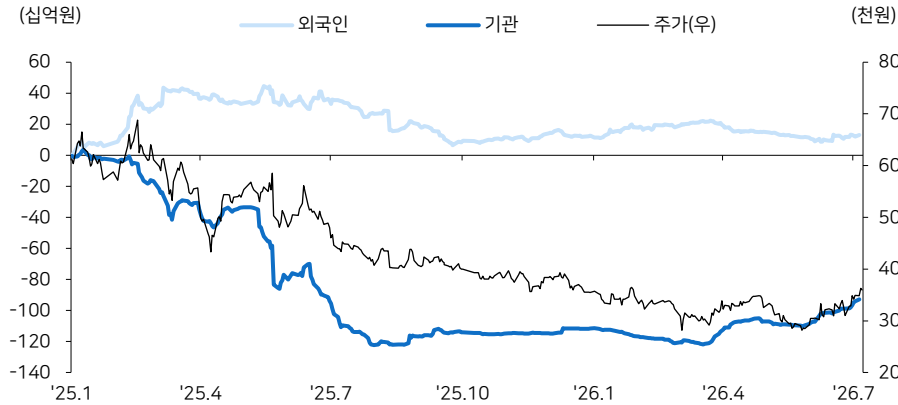
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 8% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시프트업 누적 외국인/기관 투자자 매매동향과 주가 추이



주: 2025.1.2 시작으로 일일 매매대금 누적 기준
 자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 시프트업 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26	2025	2026E	2027E
매출	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	52.3	48.5	54.0	294.5	202.1	209.8
니케	32.3	45.1	44.5	44.9	32.7	38.8	36.9	42.1	166.8	150.5	144.0
스텔라 블레이드	7.0	65.7	27.7	15.4	12.9	11.9	8.3	10.1	115.8	43.2	18.7
기타	2.9	1.6	3.3	4.1	1.7	1.6	3.3	1.8	11.9	8.4	47.1
% YoY											
매출	13.0	72.3	30.1	1.5	12.0	-53.5	-35.7	-16.2	31.4	-31.4	3.8
니케	-11.4	17.1	29.9	6.1	1.2	-14.0	-16.9	-6.4	10.1	-9.8	-4.3
스텔라 블레이드	N/A	153.7	22.6	-21.3	84.0	-81.8	-70.1	-34.4	70.2	-62.7	-56.6
기타	221.8	83.8	178.0	161.7	-41.1	-3.1	0.0	-55.3	163.0	-29.3	458.4
영업비용	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	23.4	24.9	28.2	113.1	102.3	121.4
% to sales	37.8	39.3	34.4	41.9	54.5	44.8	51.3	52.1	38.4	50.6	57.8
% YoY	39.7	118.7	15.6	55.9	61.4	-47.0	-4.1	4.2	58.4	-9.6	18.7
인건비	9.9	16.4	14.0	13.6	16.2	14.3	17.0	14.8	53.9	62.4	70.4
지급수수료	0.5	24.0	7.1	4.4	3.8	3.6	2.2	3.1	36.1	12.6	16.2
마케팅비	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.8	1.1	7.8
상각비	1.4	1.3	1.3	1.8	2.8	2.9	2.9	2.9	5.8	11.7	12.2
기타	4.2	2.2	3.2	6.9	2.6	2.4	2.4	7.0	16.5	14.4	14.8
영업이익	26.3	68.2	49.5	37.4	21.5	28.9	23.6	25.9	181.4	99.9	88.5
% YoY	1.2	51.4	39.3	-19.0	-18.1	-57.7	-52.3	-30.9	18.8	-44.9	-11.4
영업이익률(%)	62.2	60.7	65.6	58.1	45.5	55.2	48.7	47.9	61.6	49.4	42.2
세전이익	31.6	62.6	68.1	56.7	47.4	40.0	39.4	32.1	219.0	159.0	116.0
% YoY	8.3	32.5	113.9	-19.7	49.7	-36.0	-42.0	-43.3	22.5	-27.4	-27.0
지배주주순이익	26.8	51.3	54.6	48.2	38.5	32.8	31.7	27.3	181.0	130.3	91.2
% YoY	8.7	27.1	132.6	-19.0	43.5	-36.0	-42.0	-43.3	22.3	-28.0	-30.0

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

시프트업 (462870)

KOSPI	7,246.79pt
시가총액	21,116억원
발행주식수	5,865만주
유동주식비율	55.41%
외국인비중	37.06%
52주 최고/최저가	45,250원/28,200원
평균거래대금	36.1억원

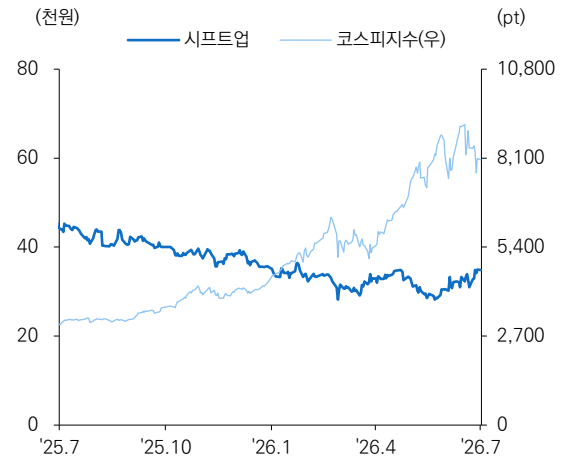
주요주주(%)

김형태 외 8 인	42.46
ACEVILLE PTE. LTD.	34.66
국민연금공단	5.07

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.2	6.4	-18.1
상대주가	23.1	-33.2	-64.8

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	224.1	152.7	148.0	2,733	-9.0	13,104	23.2	4.84	19.5	31.3	5.2
2025	294.6	181.4	181.0	3,084	12.8	15,447	11.5	2.30	8.5	21.6	17.6
2026E	202.1	99.9	130.3	2,219	-28.0	17,750	16.2	2.03	13.1	13.4	12.4
2027E	209.9	88.5	91.2	1,555	-29.9	19,306	23.1	1.86	13.8	8.4	11.6
2028E	635.1	372.5	274.9	4,687	201.3	23,992	7.7	1.50	3.8	21.6	19.7

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	224.1	294.6	202.1	209.9	635.1
매출액증가율(%)	32.9	31.4	-31.4	3.8	202.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	224.1	294.6	202.1	209.9	635.1
판매관리비	71.4	113.1	102.3	121.4	262.6
영업이익	152.7	181.4	99.9	88.5	372.5
영업이익률(%)	68.1	61.6	49.4	42.1	58.6
금융손익	18.7	39.5	44.6	15.5	13.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.4	-2.0	14.6	12.1	14.6
세전계속사업이익	178.8	219.0	159.0	116.0	400.7
법인세비용	30.8	38.0	28.7	24.8	91.6
당기순이익	148.0	181.0	130.3	91.2	274.9
지배주주지분 순이익	148.0	181.0	130.3	91.2	274.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	114.2	156.9	171.0	100.8	159.0
당기순이익(손실)	148.0	181.0	130.3	91.2	274.9
유형자산상각비	3.4	4.4	11.7	11.7	11.7
무형자산상각비	1.1	1.4	1.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-44.4	-13.2	27.8	-2.3	-127.7
투자활동 현금흐름	-368.3	-283.0	-47.0	-4.4	-243.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2.7	-2.6	-100.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-215.2	52.9	-4.4	-243.6
재무활동 현금흐름	426.9	-51.6	-1.2	0.1	5.7
차입금의 증감	-1.5	52.1	-1.2	0.1	5.7
자본의 증가	433.3	4.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	173.1	-179.4	122.7	96.4	-79.1
기초현금	116.1	289.3	109.9	232.6	329.0
기말현금	289.3	109.9	232.6	329.0	249.9

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	768.2	759.4	823.8	925.1	1,114.2
현금및현금성자산	289.3	109.9	232.6	329.0	249.9
매출채권	102.3	130.3	89.4	92.8	280.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	35.7	311.9	346.0	338.6	570.4
유형자산	2.7	4.1	92.4	80.7	69.1
무형자산	3.0	1.7	0.4	0.2	0.1
투자자산	15.9	231.1	178.2	182.6	426.1
자산총계	803.8	1,071.3	1,169.9	1,263.7	1,684.6
유동부채	28.6	95.5	65.5	68.0	205.9
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	10.8	65.0	63.2	63.4	71.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.4	160.5	128.7	131.4	277.4
자본금	11.7	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	527.4	532.2	532.2	532.2	532.2
기타포괄이익누계액	-0.1	13.7	13.7	13.7	13.7
이익잉여금	219.1	400.1	530.4	621.7	896.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	764.4	910.8	1,041.1	1,132.4	1,407.2

Key Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	4,139	5,018	3,442	3,578	10,827
EPS(지배주주)	2,733	3,084	2,219	1,555	4,687
CFPS	3,032	3,185	2,729	1,948	6,216
EBITDAPS	2,903	3,190	1,920	1,710	6,551
BPS	13,104	15,447	17,750	19,306	23,992
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	11.5	16.2	23.1	7.7
PCR	20.9	11.1	13.2	18.5	5.8
PSR	15.3	7.1	10.5	10.1	3.3
PBR	4.84	2.30	2.03	1.86	1.50
EBITDA(십억원)	157.2	187.2	112.8	100.3	384.2
EV/EBITDA	19.5	8.5	13.1	13.8	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	21.6	13.4	8.4	21.6
EBITDA 이익률	70.1	63.6	55.8	47.8	60.5
부채비율	5.2	17.6	12.4	11.6	19.7
금융비용부담률	0.5	0.4	1.1	1.0	0.4
이자보상배율(x)	130.5	138.2	45.2	40.4	162.5
매출채권회전율(x)	2.8	2.5	1.8	2.3	3.4
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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

