

# 시프트업

462870

Apr 22, 2025

**Buy** 유지

**TP 80,000 원** 유지

### Company Data

현재가(04/21)	54,400 원
액면가(원)	200 원
52 주 최고가(보통주)	78,300 원
52 주 최저가(보통주)	43,350 원
KOSPI (04/21)	2,488.42p
KOSDAQ (04/21)	715.45p
자본금	99 억원
시가총액	31,816 억원
발행주식수(보통주)	5,848 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	16.0 만주
평균거래대금(60 일)	82 억원
외국인지분(보통주)	3.08%
주요주주	
김형태 외 7 인	42.82%
ACEVILLE PTE. LTD.	34.76%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-7.5	0.0
상대주가	-1.6	-3.2	0.0

## 결전이 벌어질 2분기

### 1Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

시프트업 1Q25 매출은 431억원(YoY +15.4%, QoQ -32.1%), 영업이익은 260억원(YoY flat, QoQ -43.6%)로 시장 예상치(매출 415억원, 영익 255억원)에 부합하였을 것으로 추정. '니케' 매출은 유저 트래픽 견조하게 유지되는 가운데 2분기 2.5주년 업데이트를 앞두고 제한적인 과금 정책으로 330억원(YoY -9.6%, QoQ -22.2%) 기록 예상. '스텔라 블레이드'는 4분기에도 꾸준한 판매고를 올리며 83억원 매출 발생 추정.

영업비용(171억원) 중 인건비는 차기작 개발을 위한 인력 충원 및 연초 상여 지급(약 20억원 추정)에 따라 YoY +31.6%, QoQ +22.6% 증가한 120억원 집행 예상. 변동비는 스텔라 블레이드 관련 엔진 수수료 등 반영되며 25억원 기록 전망.

### 투자의견 Buy & 목표주가 80,000원 유지

투자의견 Buy & 목표주가 80,000원 유지. 동사의 2개 IP(니케, 스텔라 블레이드)는 2Q25 각각 지역과 플랫폼 확장 계획. 1) 4월 24일부터 이루어지는 니케 2.5주년 업데이트와 니케 x스텔라 블레이드 콜라보레이션, 2) 니케 중국 버전 출시(당사 추정치는 5월 20일 출시 가정), 3) 스텔라 블레이드 Steam 출시(6월 중순 출시 가정, 니케 콜라보 DLC와 유사 시기) 초기 성과에 따라 큰 폭의 매출 및 이익 추정치 변화가 이루어질 수 있음. '니케'는 25년 3월 28일~4월 7일 중국 출시를 위한 마케팅 차원의 CBT를 진행하였으며, 4월 21일 기준 중국 사전 예약자수는 671만 명을 돌파. 5월 중순으로 예상되는 정식 출시 시기까지 목표치인 800만 명을 달성할 수 있을 것으로 전망하며, CBT에서는 중국 로컬라이제이션 콘텐츠 및 최적화에 대한 긍정적 반응 확인. 따라서 텐센트의 퍼블리싱 역량을 감안시 2025년 675억원의 매출 기여가 가능할 것으로 추정. 한편 '스텔라블레이드'는 25년 6월 '니케' DLC와 Steam 버전을 출시해 Steam 출시 효과를 극대화할 것으로 예상. 2Q24 출시 이후에도 라이브서비스에 버금가는 업데이트를 진행한 동 출시 당시보다 잠재적 팬층의 확장을 이루어, 2025년 6월 출시 후 약 7개월 간 666억원의 매출을 기록할 것으로 전망.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	169	224	307	270	350
YoY(%)	158.1	32.9	36.9	-12.0	29.5
영업이익(십억원)	111	153	225	183	258
OP 마진(%)	65.7	68.3	73.3	67.8	73.7
순이익(십억원)	107	148	197	163	225
EPS(원)	3,003	2,914	3,883	3,205	4,428
YoY(%)	-83.5	-3.0	33.2	-17.5	38.2
PER(배)	0.0	21.8	14.0	17.0	12.3
PCR(배)	0.0	18.1	13.7	16.8	12.2
PBR(배)	0.0	9.8	5.2	4.0	3.0
EV/EBITDA(배)	0.0	22.6	12.3	14.2	9.3
ROE(%)	86.4	58.0	46.1	26.8	28.1



인터넷게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com

시프트업 [462870]

결전이 벌어질 2분기

[도표 1] 시프트업 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	374	652	580	635	431	949	853	834	1,686	2,241	3,067
yoy	-16.8%	65.4%	50.9%	38.6%	15.4%	45.6%	47.0%	31.4%	158.1%	32.9%	36.9%
니케(중국 외)	365	385	342	424	330	352	363	404	1,635	1,515	1,448
니케(중국)	-	-	-	-	-	160	248	267	-	-	675
스텔라블레이드(Playstation)	-	259	226	196	83	52	42	36	-	681	213
스텔라블레이드(PC)	-	-	-	-	-	370	185	111	-	-	666
기타	9	9	12	15	18	15	15	16	51	45	65
영업비용	114	202	224	173	171	266	188	193	575	714	819
인건비	91	172	191	98	120	190	122	129	467	552	562
변동비	7	9	8	50	25	49	38	35	48	74	147
고정비	16	21	25	25	26	27	28	29	61	88	110
영업이익	259	450	356	462	260	683	664	641	1,111	1,527	2,249
OPM	69.4%	69.0%	61.3%	72.7%	60.4%	71.9%	77.9%	76.9%	65.9%	68.1%	73.3%
당기순이익	247	403	235	595	251	579	560	582	1,067	1,480	1,972
NPM	66.1%	61.7%	40.5%	93.8%	58.1%	61.0%	65.7%	69.8%	63.3%	66.0%	64.3%

자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 스텔라 블레이드 출시 이후 주요 업데이트 및 계획

시기	내용
24년 5월	-뉴 보스 챌린지 모드 + 무료 코스튬/스킨 5종
24년 6월	-무료 코스튬/스킨 2종
24년 7월	-여름 시즌 업데이트 (무료 코스튬/스킨 2종)
24년 9월	-PS5 Pro 모드 추가
24년 11월	-니어 오토마타 DLC + 포토 모드 추가 + 무료 코스튬/스킨 4종
24년 12월	-크리스마스 업데이트 (무료 코스튬 3종 포함)
25년 6월	-니케 DLC, PC(Steam) 버전 출시

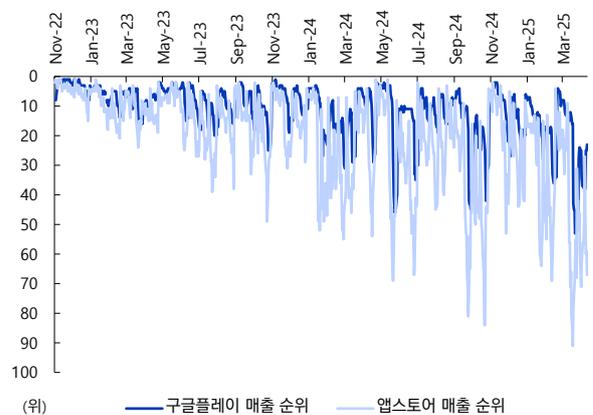
자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 니케(중국) 사전예약: 671 만 명 달성 (25년 4월 21일)



자료: 텐센트, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 니케 일본 구글플레이 & 앱스토어 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[시프트업 462870]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	169	224	307	270	350
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	169	224	307	270	350
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	58	71	82	87	91
영업이익	111	153	225	183	258
영업이익률 (%)	65.9	68.1	73.3	67.9	73.9
EBITDA	114	154	225	183	258
EBITDA Margin (%)	67.4	68.5	73.4	67.9	73.9
영업외손익	3	26	13	13	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	21	12	12	12
금융비용	-1	-2	-2	-2	-2
기타	2	7	3	3	3
법인세비용차감전순이익	114	179	238	197	272
법인세비용	8	31	41	34	47
계속사업순이익	107	148	197	163	225
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	107	148	197	163	225
당기순이익률 (%)	63.3	66.0	64.3	60.3	64.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	107	148	197	163	225
지배순이익률 (%)	63.3	66.0	64.3	60.3	64.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	107	148	197	163	225
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	107	148	197	163	225

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100	129	168	175	196
당기순이익	107	148	197	163	225
비현금항목의 가감	14	31	39	30	41
감가상각비	2	1	0	0	0
외환손익	1	-3	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	11	33	42	33	44
자산부채의 증감	-10	-21	-31	11	-30
기타현금흐름	-10	-29	-38	-29	-40
투자활동 현금흐름	4	0	0	0	-1
투자자산	5	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-1	0	0	0	-1
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	104	130	168	176	197
기초 현금	0	116	246	414	590
기말 현금	104	246	414	590	787
NOPLAT	104	126	186	152	214
FCF	96	106	155	163	184

자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	177	326	524	686	911
현금및현금성자산	116	246	414	590	787
매출채권 및 기타채권	60	80	109	96	124
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	0	0	0	0
비유동자산	27	26	26	25	25
유형자산	1	0	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	24	24	24	24	24
자산총계	204	352	549	712	937
유동부채	11	11	11	11	11
매입채무 및 기타채무	5	5	5	5	5
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	6	6	6	6
비유동부채	12	12	12	12	12
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	12	12	12	12
부채총계	23	23	23	23	23
지배지분	181	329	526	689	914
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	96	96	96	96	96
이익잉여금	71	219	416	579	804
기타자본변동	4	4	4	4	4
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	181	329	526	689	914
총차입금	10	10	10	10	10

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,003	2,914	3,883	3,205	4,428
PER	0.0	21.8	14.0	17.0	12.3
BPS	3,568	6,480	10,363	13,568	17,997
PBR	0.0	9.8	5.2	4.0	3.0
EBITDAPS	2,272	3,024	4,435	3,612	5,089
EV/EBITDA	0.0	22.6	12.3	14.2	9.3
SPS	4,746	4,413	6,041	5,316	6,884
PSR	0.0	14.4	9.0	10.2	7.9
CFPS	1,911	2,085	3,061	3,215	3,623
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

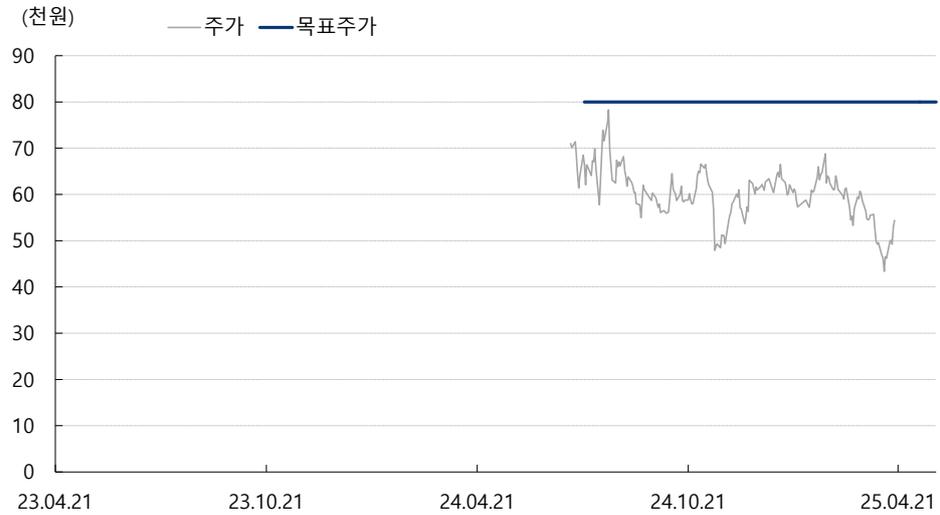
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	158.1	32.9	36.9	-12.0	29.5
영업이익 증가율	400.7	37.5	47.3	-18.5	41.0
순이익 증가율	423.2	38.7	33.2	-17.5	38.2
수익성					
ROIC	205.1	201.4	214.6	160.3	209.4
ROA	76.8	53.2	43.8	25.8	27.3
ROE	86.4	58.0	46.1	26.8	28.1
안정성					
부채비율	12.6	6.9	4.3	3.3	2.5
순차입금비율	4.8	2.8	1.8	1.4	1.1
이자보상배율	126.6	174.1	256.4	209.0	294.6

시프트업 [462870]

결전이 벌어질 2분기

시프트업 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.07.23	매수	80,000	(18.43)	(2.17)					
2024.08.19	매수	80,000	(31.92)	(17.30)					
2024.10.24	매수	80,000	(34.87)	(20.12)					
2025.01.16	매수	80,000	(33.14)	(25.39)					
2025.02.11	매수	80,000	(40.92)	(16.28)					
2025.04.17	매수	80,000							

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 수정주가 기준

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하