



BUY (유지)

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(4.04) 49,600원

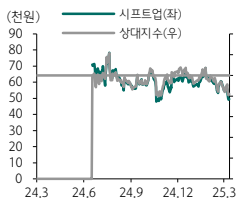
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,465.42
52주 최고/최저(원)	78,300/47,900
시가총액(십억원)	2,900.8
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	58,484.7
60일 평균 거래량(천주)	226.8
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
외국인지분율(%)	3.16
주요주주 지분율(%)	
김명태 외 7 인	42.82
ACEVILLE PTE. LTD.	34.76

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	307.2	290.4
영업이익(십억원)	225.8	201.7
순이익(십억원)	200.4	181.5
EPS(원)	3,427	3,103
BPS(원)	13,932	17,034

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	168.6	224.1	294.8	256.8
영업이익	111.1	152.7	210.2	165.7
세전이익	114.3	178.8	229.9	189.9
순이익	106.7	148.0	188.5	155.8
EPS	2,132	2,717	3,225	2,663
증감율	흑전	27.44	18.70	(17.43)
PER	0.00	23.33	15.27	18.49
PBR	0.00	4.84	3.02	2.60
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	9.90	11.63
ROE	99.16	31.30	21.96	15.11
BPS	3,568	13,104	16,294	18,957
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 4월 7일 | 기업분석_Earnings Preview

시프트업 (462870)

중국에 쏠린 눈

1Q25 Pre: 컨센서스 하회 전망

시프트업은 1분기 영업수익 413억원(+10.5%YoY, -30.3%QoQ), 영업이익 244억원(-5.9%YoY, -42.0%QoQ, OPM 59.1%)으로 컨센서스를 하회하는 실적 기록할 전망이다. 1분기 모바일 매출은 325억원(-11.0%YoY, -26.1%QoQ)으로 추정한다. [승리의 여신: 니케]는 1월 신년 이벤트, 2월 에반게리온 2차 콜라보 진행했으나 전년 대비 큰 호응을 얻지 못한 것으로 파악된다. MAU의 소폭 감소를 반영했다. 1분기 콘솔 매출은 77억원(-46.5%QoQ)로 추정한다. [스텔라 블레이드]는 지난 2월 누적 판매량 200만장을 발표했다. 출시 1년이 가까워지고 있음에도 업데이트를 통해 지속적으로 매출 발생 중이다. 영업비용은 169억원(+47.7%YoY, -1.7%QoQ)로 예상한다. 인력 추가 채용, 1분기 상여금을 반영한 영향이다.

중국 성과가 중요하다

시프트업은 2025년 영업수익 2,948억원(+34.1%YoY), 영업이익 2,102억원(+41.5%YoY, OPM 71.3%)을 기록할 전망이다. 2분기 중국에서의 성과가 큰 분수령이다. 2025년 [승리의 여신: 니케] 글로벌 매출액은 1,497억원(-0.1%YoY)으로 추정한다. 글로벌은 지난 3개 분기 연속 하향 안정화 추이를 반영했다. 향후 [스텔라 블레이드] 콜라보, 외부 IP 콜라보 1종 계획되어 있다. 반등에 성공한다면 상향 조정 가능하다. [승리의 여신: 니케] 중국은 출시일을 5월 중순으로 조정하여 555억원으로 하향했다. 3/28~4/8 중국 CBT 진행하고 있으며 CBT 종료 후 4월 내로 시일 확정 예상한다. 중국 현지화 확인됐으며 미래시 문제를 해결하기 위해 1) 글로벌 버전 0.5주년 스토리인 '오버존' 부터 출시하고 2) 캐릭터 별 성능을 글로벌 버전과 상이하게 구성한 모습이다. 초기 성과 확인에 따라 추정치 변경 예정이다. [스텔라 블레이드]의 매출액은 844억원으로 전망한다. 2025년말까지 누적 판매량 PS5 약 250만장, PC 약 140만장으로 추정한다. 1) [승리의 여신: 니케] 콜라보 등 콘텐츠 업데이트, 2) [검은 신화: 오공] 이후 액션 RPG에 대한 수요 증가, 3) 핸드 헬드 기기 보급 확대에 달성 가능할 것이라 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 산업 대형주 Top Pick 유지하며 비중 확대 권고한다. 현재 주가는 12MF PER 15배 수준으로 5, 6월 기존 게임의 지역, 플랫폼 확장을 앞두고 있음에도 저조한 양상을 보이고 있다. [승리의 여신: 니케] 글로벌이 하향 안정화되고 있다는 점은 분명 장기적인 실적 리스크로 부각될 수 있으나 중국 니케, [스텔라 블레이드] PC로 성장성 확보 가능하다. 6월 자체 IP 2종의 양방향 콜라보 성과 기대한다. 2분기 이후에는 IP 확장 계획에 따라 현재 개발 중인 [스텔라 블레이드] 시퀄, [프로젝트 위치스]에 대한 정보 점차 가시화될 가능성이 높다.

도표 1. 1Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	1Q25F	1Q24	4Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	41.3	37.4	59.3	10.5	(30.3)	42.5	(2.8)
영업이익	24.4	25.9	42.1	(5.9)	(42.0)	26.6	(8.2)
당기순이익	23.3	24.7	59.5	(5.8)	(60.9)	24.4	(4.6)
영업이익률(%)	59.1	69.4	71.0			62.6	
당기순이익률(%)	56.3	66.1	100.5			57.4	

자료: 하나증권

도표 2. 시프트업 실적 추이

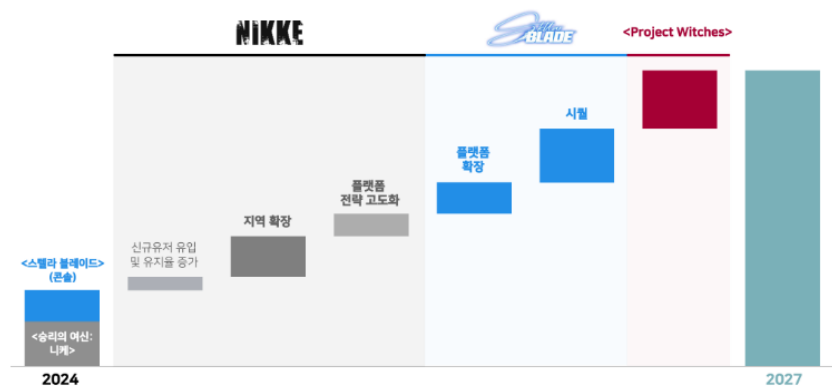
(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	37.4	65.2	58.0	59.3	41.3	94.8	80.9	77.8	219.9	294.8	256.8
YoY(%)	(16.7)	63.9	52.3	29.3	10.5	45.4	39.4	31.2	30.4	34.1	(12.9)
모바일	36.5	38.5	34.2	43.9	32.5	55.3	53.8	63.6	153.1	205.2	218.7
YoY(%)	(14.4)	3.5	(10.7)	(3.3)	(11.0)	43.8	57.3	44.8	(6.4)	34.0	6.6
승리의 여신: 니케 (글로벌)	36.5	38.5	34.2	43.9	32.5	37.3	35.6	44.3	153.1	149.7	145.2
승리의 여신: 니케 (중국)						18.0	18.2	19.2		55.5	73.5
PC/콘솔		25.9	22.6	14.3	7.7	38.4	25.5	12.9	62.8	84.4	31.3
YoY(%)						48.3	12.8	(10.3)		34.4	(62.9)
기타	0.9	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.6	1.3	4.0	5.2	6.7
YoY(%)	(53.4)	(49.8)	(469.5)	147.8	30.0	30.0	30.0	30.0	270.1	30.0	30.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.2	16.9	23.1	27.3	17.3	71.3	84.6	91.1
YoY(%)	(24.0)	120.5	12.9	28.0	47.7	14.3	21.6	0.6	23.9	18.7	7.7
인건비	9.1	17.2	19.1	9.8	12.7	18.3	22.9	11.9	55.2	65.8	73.2
변동비	0.7	0.9	0.8	4.4	1.4	1.9	1.7	2.2	6.8	7.3	5.8
고정비	1.6	2.1	2.5	3.0	2.8	2.9	2.7	3.1	9.3	11.5	12.1
영업이익	25.9	45.0	35.6	42.1	24.4	71.7	53.6	60.5	148.6	210.2	165.7
YoY(%)	(13.1)	47.0	95.4	29.9	(5.9)	59.4	50.7	43.8	33.8	41.5	(21.2)
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	71.0	59.1	75.6	66.3	77.8	67.6	71.3	64.5
당기순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	23.3	62.6	48.0	54.7	148.0	188.5	155.8
YoY(%)	(0.4)	58.9	(1.9)	82.5	(5.8)	55.4	104.3	(8.1)	38.7	27.4	(17.4)
당기순이익률(%)	66.1	61.7	40.5	100.5	56.3	66.0	59.3	70.4	67.3	64.0	60.6

자료: 하나증권

도표 3. 시프트업 IP 확장 계획

가시성 높은 IP 확장 계획



자료: 시프트업, 하나증권

도표 4. 승리의 여신: 니케 4월 캘린더(25일 표시)



자료: TapTap, 하나증권

도표 5. 스텔라 블레이드 X 승리의 여신: 니케 6월 출시 확정



자료: Sony, 하나증권

도표 6. 승리의 여신: 니케 중국 오버존(도로시 메인)



자료: Tencent, 하나증권

도표 7. 스텔라 블레이드 PC 트레일러



자료: Sony, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	168.6	224.1	294.8	256.8	398.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	294.8	256.8	398.0
판매비	57.5	71.4	84.6	91.1	106.2
영업이익	111.1	152.7	210.2	165.7	291.8
금융손익	1.1	18.7	19.7	24.2	29.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	0.0	0.0	0.0
세전이익	114.3	178.8	229.9	189.9	320.8
법인세	7.7	30.8	41.4	34.2	57.7
계속사업이익	106.7	148.0	188.5	155.8	263.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.7	148.0	188.5	155.8	263.1
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	106.7	148.0	188.5	155.8	263.1
지배주주지분포괄이익	106.6	148.0	188.5	155.8	263.1
NOPAT	103.6	126.4	172.4	135.9	239.3
EBITDA	113.7	157.2	213.2	167.0	292.4
성장성(%)					
매출액증가율	155.07	32.92	31.55	(12.89)	54.98
NOPAT증가율	165.64	22.01	36.39	(21.17)	76.09
EBITDA증가율	446.63	38.26	35.62	(21.67)	75.09
영업이익증가율	507.10	37.44	37.66	(21.17)	76.10
(지배주주)순이익증가율	흑전	38.71	27.36	(17.35)	68.87
EPS증가율	흑전	27.44	18.70	(17.43)	68.91
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	67.44	70.15	72.32	65.03	73.47
영업이익률	65.90	68.14	71.30	64.52	73.32
계속사업이익률	63.29	66.04	63.94	60.67	66.11

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,132	2,717	3,225	2,663	4,498
BPS	3,568	13,104	16,294	18,957	23,455
CFPS	2,416	3,014	3,672	2,879	5,025
EBITDAPS	2,272	2,886	3,647	2,855	5,000
SPS	3,369	4,114	5,043	4,391	6,805
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	0.00	23.33	15.27	18.49	10.95
PBR	0.00	4.84	3.02	2.60	2.10
PCFR	0.00	21.04	13.41	17.11	9.80
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	9.90	11.63	5.80
PSR	0.00	15.41	9.77	11.22	7.24
재무비율(%)					
ROE	99.16	31.30	21.96	15.11	21.21
ROA	72.13	29.37	20.93	14.50	20.49
ROIC	2,711.86	1,091.16	1,028.56	924.58	1,732.63
부채비율	12.63	5.16	4.67	3.79	3.34
순부채비율	(57.63)	(83.24)	(84.44)	(87.78)	(88.88)
이자보상배율(배)	126.64	130.49	186.55	146.22	227.05

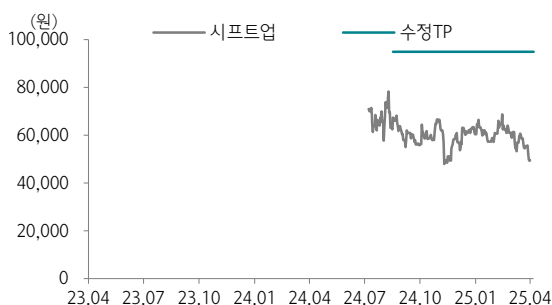
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	177.2	768.2	964.3	1,119.0	1,386.2
금융자산	117.0	647.4	816.4	984.7	1,231.2
현금성자산	116.1	289.3	458.2	626.5	873.0
매출채권	59.9	102.3	125.3	113.8	131.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.3	18.5	22.6	20.5	23.7
비유동자산	26.7	35.7	33.2	31.7	31.5
투자자산	1.8	15.9	16.4	16.1	16.5
금융자산	1.8	15.9	16.4	16.1	16.5
유형자산	0.9	2.7	0.8	0.2	0.1
무형자산	0.6	3.0	1.9	1.2	0.8
기타비유동자산	23.4	14.1	14.1	14.2	14.1
자산총계	203.9	803.8	997.5	1,150.7	1,417.6
유동부채	11.2	28.6	33.1	30.8	34.3
금융부채	2.8	2.8	3.5	3.2	3.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.4	25.8	29.6	27.6	30.6
비유동부채	11.7	10.8	11.4	11.1	11.6
금융부채	9.9	8.3	8.3	8.3	8.3
기타비유동부채	1.8	2.5	3.1	2.8	3.3
부채총계	22.9	39.4	44.5	42.0	45.8
지배주주지분	181.1	764.4	952.9	1,108.7	1,371.8
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.4	527.4	527.4
자본조정	4.2	6.3	6.3	6.3	6.3
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	71.1	219.1	407.6	563.4	826.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	952.9	1,108.7	1,371.8
순금융부채	(104.3)	(636.3)	(804.6)	(973.2)	(1,219.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100.4	114.1	191.9	156.8	263.9
당기순이익	106.7	148.0	188.5	155.8	263.1
조정	4.0	10.5	3.1	1.2	0.6
감가상각비	2.6	4.5	3.0	1.2	0.6
외환거래손익	1.3	(5.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	11.7	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(10.3)	(44.4)	0.3	(0.2)	0.2
투자활동 현금흐름	3.9	(368.3)	(0.5)	0.3	(0.4)
투자자산감소(증가)	0.5	(14.1)	(0.5)	0.3	(0.4)
자본증가(감소)	(0.3)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
기타	3.7	(351.5)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	6.7	426.9	0.6	(0.3)	0.5
금융부채증가(감소)	(33.7)	(1.5)	0.6	(0.3)	0.5
자본증가(감소)	44.4	433.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.0)	(4.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	111.0	173.1	435.3	168.4	246.5
Unlevered CFO	120.9	164.2	214.6	168.4	293.9
Free Cash Flow	100.1	111.5	191.9	156.8	263.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

시프트업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

24.8.20 BUY 95,000

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 4월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 4월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.04%	5.96%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 04일