



BUY (유지)

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(2.10) 63,800원

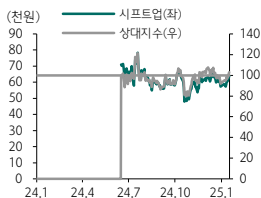
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,521.27
52주 최고/최저(원)	78,300/47,900
시가총액(십억원)	3,721.8
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	58,334.7
60일 평균 거래량(천주)	185.1
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
외국인지분율(%)	2.45
주요주주 지분율(%)	
김영태 외 8 인	42.98
ACEVILLE PTE. LTD.	34.85

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	216.4	308.5
영업이익(십억원)	148.2	229.8
순이익(십억원)	125.2	196.1
EPS(원)	2,298	3,362
BPS(원)	8,580	11,930

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	66.1	168.6	219.9	307.9
영업이익	18.3	111.1	148.6	222.5
세전이익	(3.3)	114.3	168.9	246.3
순이익	(7.1)	106.7	77.7	202.0
EPS	(147)	2,132	2,445	3,462
증감율	적지	폭전	14.68	41.60
PER	0.00	0.00	25.93	18.43
PBR	0.00	0.00	4.86	3.87
EV/EBITDA	1.39	(0.92)	19.75	12.51
ROE	(17.94)	99.16	30.30	23.45
BPS	704	3,568	13,036	16,498
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 2월 11일 | 기업분석_Earnings Review

시프트업 (462870)

기다려왔던 시간이야

4Q24 Re: 컨센서스 부합

시프트업은 4분기 영업수익 593억원(+29.3%YoY, +2.1%QoQ), 영업이익 421억원(+29.9%YoY, +18.2%QoQ, OPM 71.0%)으로 컨센서스에 부합했다. 4분기 모바일 매출은 439억원(-3.3%YoY, +28.2%QoQ)을 기록했다. 11월 [승리의 여신: 니케]의 2주년 업데이트로 지난 1주년 대비 높은 성과를 달성했으나 이벤트 외 10월, 12월 소폭 부진이 반영됐다. 최근 분기 센서타워 집계액과 실제 실적 추이와의 괴리가 확대되고 있는데, 이는 레벨 인피니트 자체 런처 매출 비중 확대에 기인한다고 해석한다. 자체 런처를 통한 매출은 센서타워의 추정치에 집계되지 않으며, 시프트업의 순매출에 보다 높은 Take rate으로 인식되기에 긍정적이다. 4분기 콘솔 매출은 143억원(-36.5%QoQ)이다. [스텔라 블레이드]는 11월 PS5 블랙프라이데이 할인, PS5 Pro 출시로 안정적인 판매량 기록하며 올해 누적 165만장 이상을 달성한 것으로 추정한다. 영업비용은 172억원(+28.0%YoY, -23.4%QoQ)을 기록했다. 2, 3분기 지급됐던 성과급의 부재로 전분기 대비 인건비는 감소(-93억원QoQ)했으나, [스텔라 블레이드] 언리얼 엔진 로열티 정산금, IP 비즈니스 관련 수수료 일시 반영되며 변동비가 증가(+36억원QoQ)했다. 2025년부터 변동비는 분기 안분 인식 예정이다.

지역, 플랫폼 확장 압박

시프트업은 2025년 영업수익 3,079억원(+40.0%YoY), 영업이익 2,225억원(+49.6%YoY, OPM 72.3%)을 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 글로벌 매출액은 1,580억원(+3.2%YoY), 중국 600억원으로 추정했으며 [스텔라 블레이드]의 매출액은 847억원으로 추정했다. [승리의 여신: 니케] 글로벌은 2월 에반게리온 2차 콜라보, 이후 스텔라 블레이드 콜라보 계획되어 있다. 오버 스펙 니케 포함 콘텐츠 및 편의성 지속 개선되고 있어 PU, ARPPU 모두 증가할 전망이다. 중국 출시는 4월로 기존 추정 유지한다. 1월 9일부터 사전 예약 진행 중이며 2/10 기준 286만명 달성했다. 3월 초 내로 본격적인 마케팅 진행 및 출시일 확정 예상하며 사전 예약 목표(800만명)는 무난한 수치라 전망한다. [스텔라 블레이드] PC 확장은 5월로 추정하며 [승리의 여신: 니케]와의 콜라보 동시 진행 가능성 높다. 이미 검증된 IP의 지역, 플랫폼 확장으로 신작 출시보다 높은 성과 달성 가능하다.

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 산업 내 Top Pick 유지한다. [승리의 여신: 니케]. [스텔라 블레이드]의 지역, 플랫폼 확장이 임박한 현시점에서 매수 전략 유효하며 비중 확대 권고한다. 2025년은 국내외 게임사들의 서브컬처 게임들이 다수 출시될 예정이다. 시장의 경쟁 심화에도 높은 콘텐츠 퀄리티와 생산성을 바탕으로 한 IP 파워를 갖추고 있는 시프트업의 위치는 견고할 것으로 전망한다. 후속작 [프로젝트 위치스]는 2027년 출시 목표하고 있으며 2025년 상반기 정보 공개 기대한다. 구체적인 장르 및 정보 공개에 따라 향후 추정치 반영할 예정이다.

도표 1. 4Q24 Review

(단위: 십억원, %)

항목	4Q24P	4Q23	3Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	59.3	45.8	58.0	29.3	2.1	55.8	6.2	55.8	6.2
영업이익	42.1	32.4	35.6	29.9	18.2	41.5	1.4	41.3	1.7
당기순이익	54.2	32.6	23.5	66.1	130.7	36.8	47.2	40.1	35.1
영업이익률(%)	71.0	70.7	61.3			74.4		74.1	
당기순이익률(%)	91.4	71.2	40.5			65.9		71.9	

자료: 하나증권

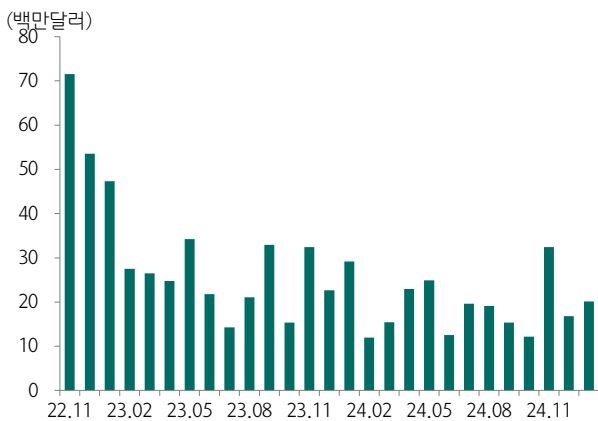
도표 2. 시프트업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
영업수익	37.4	65.2	58.0	59.3	46.1	112.9	68.0	80.9	168.6	219.9	307.9
YoY(%)	(16.7)	63.9	52.3	29.3	23.3	73.1	17.2	36.6	158.1	30.4	40.0
모바일	36.5	38.5	34.2	43.9	37.6	61.6	53.8	65.0	163.5	153.1	218.0
YoY(%)	(14.4)	3.5	(10.7)	(3.3)	3.0	60.1	57.3	48.1	150.4	(6.4)	42.4
승리의 여신: 니케 (글로벌)	36.5	38.5	34.2	43.9	37.6	39.6	35.6	45.2	163.5	153.1	158.0
승리의 여신: 니케 (중국)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	21.9	18.2	19.8			60.0
PC/콘솔		25.9	22.6	14.3	7.4	50.2	12.6	14.6		62.8	84.7
YoY(%)						93.9	(44.2)	1.7			34.9
기타	0.9	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.6	1.3	1.1	4.0	5.2
YoY(%)	(53.4)	(49.8)	(469.5)	147.8	30.0	30.0	30.0	30.0	88.5	270.1	30.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.2	14.7	27.9	25.5	17.3	57.5	71.3	85.4
YoY(%)	(24.0)	120.5	12.9	28.0	28.6	38.2	13.6	0.6	33.4	23.9	19.8
인건비	9.1	17.2	19.1	9.8	10.5	23.1	21.1	11.9	46.7	55.2	66.6
변동비	0.7	0.9	0.8	4.4	1.4	1.9	1.7	2.2	4.8	6.8	7.3
고정비	1.6	2.1	2.5	3.0	2.8	2.9	2.7	3.1	6.1	9.3	11.5
영업이익	25.9	45.0	35.6	42.1	31.4	84.9	42.5	63.6	111.1	148.6	222.5
YoY(%)	(13.1)	47.0	95.4	29.9	21.0	88.7	19.5	51.3	400.7	33.8	49.7
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	71.0	68.1	75.3	62.5	78.6	65.9	67.6	72.3
당기순이익	24.7	40.3	23.5	54.2	29.9	74.5	40.2	57.4	106.7	142.6	202.0
YoY(%)	(0.4)	58.9	(1.9)	66.1	21.2	85.1	71.1	5.9	흑전	33.7	41.6
당기순이익률(%)	66.1	61.7	40.5	91.4	64.9	66.0	59.1	70.9	63.3	64.9	65.6

자료: 하나증권

도표 3. 승리의 여신: 니케 총매출 추이



자료: Sensor Tower, 하나증권

도표 4. 승리의 여신: 니케 중국 사전예약 페이지



자료: Tencent, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	66.1	168.6	219.9	307.9	246.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	66.1	168.6	219.9	307.9	246.2
판매비	47.8	57.5	71.3	85.4	87.2
영업이익	18.3	111.1	148.6	222.5	159.0
금융손익	(19.1)	1.1	9.8	23.8	29.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.5)	2.2	10.5	0.0	0.0
세전이익	(3.3)	114.3	168.9	246.3	188.6
법인세	3.8	7.7	18.5	44.3	34.0
계속사업이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	154.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	154.7
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.1)	106.7	77.7	202.0	154.7
지배주주지분포괄이익	(7.1)	106.6	77.7	202.0	154.7
NOPAT	39.0	103.6	132.3	182.4	130.4
EBITDA	20.8	113.7	149.4	222.5	159.0
성장성(%)					
매출액증가율	284.30	155.07	30.43	40.02	(20.04)
NOPAT증가율	흑전	165.64	27.70	37.87	(28.51)
EBITDA증가율	흑전	446.63	31.40	48.93	(28.54)
영업이익증가율	흑전	507.10	33.75	49.73	(28.54)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(27.18)	159.97	(23.42)
EPS증가율	적지	흑전	14.68	41.60	(23.40)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	31.47	67.44	67.94	72.26	64.58
영업이익률	27.69	65.90	67.58	72.26	64.58
계속사업이익률	(10.74)	63.29	64.85	65.61	62.84

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(147)	2,132	2,445	3,462	2,652
BPS	704	3,568	13,036	16,498	19,150
CFPS	531	2,416	2,607	3,814	2,725
EBITDAPS	429	2,272	2,561	3,814	2,725
SPS	1,363	3,369	3,769	5,278	4,221
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	25.93	18.43	24.06
PBR	0.00	0.00	4.86	3.87	3.33
PCFR	0.00	0.00	24.32	16.73	23.41
EV/EBITDA	1.39	(0.92)	19.75	12.51	16.40
PSR	0.00	0.00	16.82	12.09	15.11
재무비율(%)					
ROE	(17.94)	99.16	30.30	23.45	14.88
ROA	(10.26)	72.13	28.44	22.35	14.28
ROIC	1,363.75	2,711.86	1,590.39	1,744.67	1,296.39
부채비율	169.35	12.63	5.06	4.78	3.68
순부채비율	84.89	(57.63)	(84.45)	(84.16)	(88.35)
이자보상배율(배)	20.16	126.64	126.99	190.68	133.88

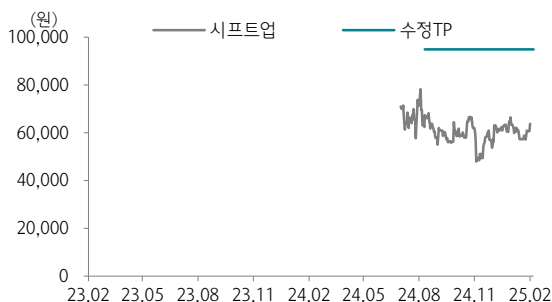
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	69.2	177.2	763.1	972.0	1,122.2
금융자산	17.3	117.0	655.9	825.6	1,001.3
현금성자산	12.4	116.1	297.0	466.4	642.3
매출채권	51.7	59.9	100.0	136.6	112.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.2	0.3	7.2	9.8	8.2
비유동자산	22.7	26.7	35.8	36.4	36.0
투자자산	2.3	1.8	15.2	15.7	15.4
금융자산	2.3	1.8	15.2	15.7	15.4
유형자산	1.3	0.9	2.8	2.8	2.8
무형자산	0.5	0.6	3.3	3.3	3.3
기타비유동자산	18.6	23.4	14.5	14.6	14.5
자산총계	91.9	203.9	798.9	1,008.4	1,158.2
유동부채	40.3	11.2	28.2	35.1	30.6
금융부채	31.1	2.8	5.3	7.2	5.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	9.2	8.4	22.9	27.9	24.7
비유동부채	17.5	11.7	10.2	10.9	10.5
금융부채	15.2	9.9	8.5	8.5	8.5
기타비유동부채	2.3	1.8	1.7	2.4	2.0
부채총계	57.8	22.9	38.5	46.0	41.1
지배주주지분	34.1	181.1	760.4	962.4	1,117.1
자본금	0.7	9.9	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	60.6	95.9	529.7	529.7	529.7
자본조정	8.3	4.2	5.4	5.4	5.4
기타포괄이익누계액	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	(35.6)	71.1	213.7	415.7	570.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	34.1	181.1	760.4	962.4	1,117.1
순금융부채	29.0	(104.3)	(642.2)	(810.0)	(987.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(21.3)	100.4	65.8	181.1	123.1
당기순이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	154.7
조정	32.2	4.0	(64.8)	(23.9)	(29.7)
감가상각비	2.5	2.6	0.8	0.0	0.0
외환거래손익	1.6	1.3	(1.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	28.0	0.1	(64.2)	(23.9)	(29.7)
영업활동 자산부채변동	(46.4)	(10.3)	(12.0)	3.0	(1.9)
투자활동 현금흐름	28.5	3.9	(7.5)	24.1	31.4
투자자산감소(증가)	(0.3)	0.5	(13.4)	(0.6)	0.4
자본증가(감소)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
기타	29.2	3.7	5.9	24.7	31.0
재무활동 현금흐름	(0.9)	6.7	1.5	0.8	(2.4)
금융부채증가(감소)	46.3	(33.7)	1.1	1.9	(1.3)
자본증가(감소)	(11.2)	44.4	435.5	0.0	0.0
기타재무활동	(36.0)	(4.0)	(435.1)	(1.1)	(1.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	6.0	111.0	304.5	169.4	175.9
Unlevered CFO	25.7	120.9	152.1	222.5	159.0
Free Cash Flow	(21.7)	100.1	65.7	181.1	123.1

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 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 2월 11일 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 08일