시프트업 (462870)

모멘텀은 지나갔고, 퀄리티를 보자

BUY (유지)

목표주가(12M)	86,000원(하향)
현재주가(6.13)	56,100원

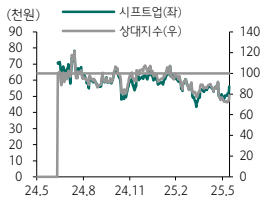
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,894.62
52주 최고/최저(원)	78,300/43,350
시가총액(십억원)	3,297.7
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	58,781.7
60일 평균 거래량(천주)	238.6
60일 평균 거래대금(십억원)	12.6
외국인지분율(%)	37.44
주요주주 지분율(%)	
김형태 외 7 인	42.60
ACEVILLE PTE. LTD.	34.58

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	288.6	261.9
영업이익(십억원)	209.9	176.6
순이익(십억원)	187.2	159.6
EPS(원)	3,191	2,715
BPS(원)	15,766	18,523

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	168.6	224.1	290.6	255.1
영업이익	111.1	152.7	211.2	170.0
세전이익	114.3	178.8	228.3	187.8
순이익	106.7	148.0	188.1	154.0
EPS	2,132	2,717	3,206	2,619
증감율	흑전	27.44	18.00	(18.31)
PER	0.00	23.33	17.50	21.42
PBR	0.00	4.84	3.46	2.98
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	11.55	13.54
ROE	99.16	31.30	21.91	14.96
BPS	3,568	13,104	16,198	18,818
DPS	0	0	0	0

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

상장 1년 후, 시프트업에 남은 것

작년 7월 상장 당시부터 예고되었던 [승리의 여신: 니케]의 중국 진출(5/22), [스텔라 블레이드] PC 출시(6/11)가 모두 이뤄졌다. 이후 기업 가치는 [스텔라 블레이드] PC 성과에 대한 일부 모멘텀 수급이 반영되어 3.3조원 수준으로 형성되어 있다. 다음은 신작은 [스텔라 블레이드] 차기작/[프로젝트 스피릿]이며 출시는 2027년/2028년으로 예상되기에 하반기 관심도의 하락은 불가피해 보인다. 다만 모멘텀과 별개로 시프트업의 현재 위치를 재점검해볼 필요가 있다. 시프트업은 글로벌 IP 파워를 활용한 확장성과 후속 파이프라인들의 높은 성공 가능성을 갖추고 있다. [승리의 여신: 니케]는 중국에서도 앱스토어 매출 순위 7위에 오르며 자리잡았다. 시프트업의 굿즈 매출은 기타 매출에 순매출로 인식되며 1분기 총매출 기준 250억원 이상으로 추정된다. 현재 실적 존재감은 적지만 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]의 중화권 성공과 함께 점차 확대되어 유의미한 수준으로 성장을 기대된다. 이번 양방향 콜라보로 모바일 환경에서의 [스텔라 블레이드] 플레이, 콘솔 환경에서의 [승리의 여신: 니케] 플레이가 확인됐다. 콜라보 외에도 플랫폼 확장 가능성이 있다. 또한 [스텔라 블레이드] PC의 성공으로 시리즈화를 통한 장기 성장 곡선이 뚜렷해졌으며 차기작이 출시되는 2027년의 성과는 보장되었다고 판단한다. 그리고 후속작인 [프로젝트 스피릿]은 김형태 대표의 Hit ratio를 고려했을 때 [승리의 여신: 니케] 대비 높은 매출을 기대할 수 있는 IP이다. 장기적으로 오리지널 IP 3개를 보유하여 다중 콜라보까지 가능한 게임사로 나아가고 있다.

스텔라 블레이드 서프라이즈, 차기작 기대감 상승

시프트업은 2025년 영업수익 2,906억원(+29.7%YoY), 영업이익 2,112억원(+38.3%YoY, OPM 72.7%)를 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 매출액은 글로벌 1,463억원(-3.4%YoY), 중국 519억원으로 추정했다. [승리의 여신: 니케]의 완만한 하향 안정화를 예상하고 있다. 2025년 PC/콘솔 매출액 798억원 전망한다. 2025년말까지 [스텔라 블레이드]의 누적 판매량을 PS5 250만장, PC 170만장으로 상향했으나 달러-원 환율 하락, PC 버전 중국의 낮은 가격(-38% 수준)을 감안하여 조정했다. [스텔라 블레이드]는 출시 20개월만에 누적 판매량 420만장을 달성할 것으로 예상된다. 김형태 대표는 최근 인터뷰를 통해 다음 작품에서 [스텔라 블레이드]의 부족한 스토리텔링을 풍부하게 보완하겠다는 의지를 밝혔다. 2027년 출시 예정인 차기작은 시리즈 1 대비 높은 판매량으로 이어질 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 86,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가를 86,000원으로 하향한다. 단기 모멘텀 부재를 이유로 주가 하락할 경우 장기적 관점에서 시가 총액 5조원을 목표로 비중 늘려갈 수 있는 기회로 판단한다. [승리의 여신: 니케]의 중국 초기 성과가 기대치를 소폭 하회한 영향이다. 목표 주가는 2Q25~1Q26 예상 EPS에 Target Multiple 25배를 적용했다. Target Multiple은 Peer 그룹(카

도카와, 사이버 에이전트, 스퀘어에닉스, 넥슨)의 12MF PER 평균값으로 선정했다. 시프트업은 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드], 기타 IP(굿즈)에서 모든 매출이 발생하고 있으며 국내 비중은 10% 내외다. 향후 [스텔라 블레이드] 차기작, [프로젝트 스피릿] 출시, 굿즈 산업 확대로 글로벌 매출 비중이 더욱 높아질 것으로 예상되기에 글로벌 Peer 밸류에이션 충분히 합리적이다. 또한 2026년의 모멘텀 공백은 2027년 높은 실적 가시성으로 극복할 수 있다고 판단하며, 하반기부터는 [스텔라 블레이드] 차기작, [프로젝트 스피릿] 가시화에 따라 밸류에이션에 반영할 예정이다.

도표 1. 시프트업 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 예상 EPS	3,367	2Q25~1Q26
2. Target PER Multiple	25.7	Peer 그룹 12MF P/E 평균(90일)
3. 적정주가(1*2)	86,431	
4. 목표주가	86,000	목표 시가총액 5조원
5. 현재주가	56,100	현재 시가총액 3.3조원
6. 상승여력	53.3%	

자료: 하나증권

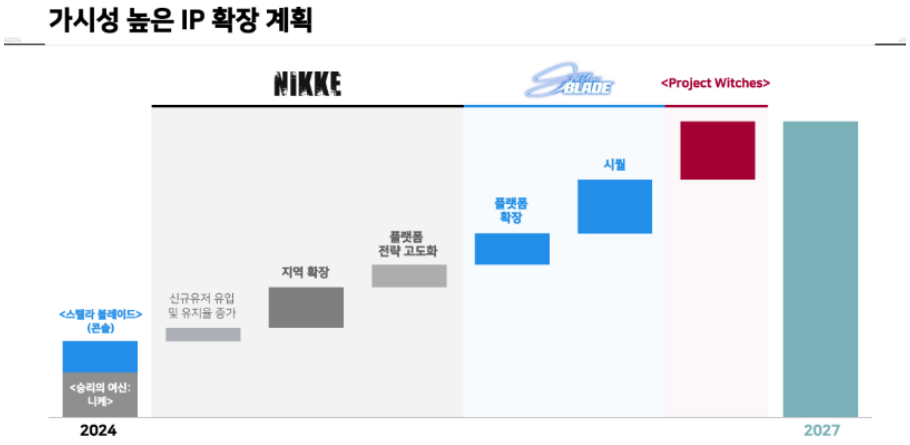
도표 2. 시프트업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
영업수익	**37.4**	**65.2**	**58.0**	**63.5**	**42.2**	**96.7**	**79.1**	**72.5**	**224.1**	**290.6**	**255.1**	**377.4**
YoY(%)	(16.7)	63.9	52.3	38.6	13.0	48.3	36.3	14.3	32.9	29.7	(12.2)	47.9
모바일	**36.5**	**38.5**	**34.2**	**42.4**	**32.3**	**52.5**	**55.0**	**58.4**	**151.5**	**198.2**	**212.9**	**203.1**
YoY(%)	(14.4)	3.5	(10.7)	(6.7)	(11.4)	36.5	60.6	37.9	(7.3)	30.8	7.4	(4.6)
승리의 여신: 니케 (글로벌)	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	37.3	35.6	41.1	151.5	146.3	141.9	137.7
승리의 여신: 니케 (중국)					0.0	15.2	19.4	17.3		51.9	71.0	65.4
PC/콘솔		**25.9**	**22.6**	**19.6**	**7.0**	**41.2**	**20.9**	**10.8**	**68.1**	**79.8**	**26.7**	**155.0**
YoY(%)						59.1	(7.5)	(45.0)		17.3	(66.6)	481.6
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	3.1	3.2	3.4	4.5	12.6	15.6	19.3
YoY(%)	(53.4)	(49.8)	(469.5)	272.3	221.6	250.9	167.1	122.0	317.2	179.1	24.0	24.0
영업비용	**11.4**	**20.2**	**22.4**	**17.3**	**16.0**	**25.4**	**20.7**	**17.4**	**71.4**	**79.5**	**85.2**	**107.6**
YoY(%)	(24.0)	120.5	12.9	29.0	39.7	26.0	(7.9)	0.2	24.1	11.3	7.2	26.3
영업이익	**25.9**	**45.0**	**35.6**	**46.2**	**26.3**	**71.3**	**58.4**	**55.2**	**152.7**	**211.2**	**170.0**	**269.8**
YoY(%)	(13.1)	47.0	95.4	42.5	1.2	58.4	64.2	19.6	37.5	38.3	(19.5)	58.7
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	72.7	62.2	73.7	73.9	76.1	68.1	72.7	66.6	71.5
당기순이익	**24.7**	**40.3**	**23.5**	**59.5**	**26.8**	**61.2**	**50.8**	**49.3**	**148.0**	**188.1**	**154.0**	**238.5**
YoY(%)	(0.4)	58.9	(1.9)	82.5	8.7	51.9	116.3	(17.2)	38.7	27.1	(18.1)	54.9
당기순이익률(%)	66.1	61.7	40.5	93.8	63.6	63.2	64.2	67.9	66.0	64.7	60.3	63.2

자료: 하나증권

도표 3. 시프트업 IP 확장 계획



자료: 시프트업, 하나증권

도표 4. 승리의 여신: 니케 내 스텔라 블레이드 미니게임

자료: 시프트업, 하나증권

도표 5. 스텔라 블레이드 내 승리의 여신: 니케 미니게임

자료: 시프트업, 하나증권

도표 6. 스텔라 블레이드 PC 최고 동접자 약 19만명

자료: Steam, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**168.6**	**224.1**	**290.6**	**255.1**	**377.4**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	290.6	255.1	377.4
판관비	57.5	71.4	79.5	85.2	107.6
영업이익	**111.1**	**152.7**	**211.2**	**170.0**	**269.8**
금융손익	1.1	18.7	17.6	17.8	21.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	(0.5)	0.0	0.0
세전이익	**114.3**	**178.8**	**228.3**	**187.8**	**290.8**
법인세	7.7	30.8	40.2	33.8	52.4
계속사업이익	106.7	148.0	188.1	154.0	238.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**106.7**	**148.0**	**188.1**	**154.0**	**238.5**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**106.7**	**148.0**	**188.1**	**154.0**	**238.5**
지배주주지분포괄이익	106.6	148.0	188.1	154.0	238.5
NOPAT	103.6	126.4	174.0	139.4	221.2
EBITDA	113.7	157.2	215.0	171.4	270.4
성장성(%)					
매출액증가율	155.07	32.92	29.67	(12.22)	47.94
NOPAT증가율	165.64	22.01	37.66	(19.89)	58.68
EBITDA증가율	446.63	38.26	36.77	(20.28)	57.76
영업이익증가율	507.10	37.44	38.31	(19.51)	58.71
(지배주주)순익증가율	흑전	38.71	27.09	(18.13)	54.87
EPS증가율	흑전	27.44	18.00	(18.31)	54.91
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	67.44	70.15	73.98	67.19	71.65
영업이익률	65.90	68.14	72.68	66.64	71.49
계속사업이익률	63.29	66.04	64.73	60.37	63.20

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**177.2**	**768.2**	**962.7**	**1,116.6**	**1,359.8**
금융자산	117.0	647.4	824.8	987.9	1,207.0
현금성자산	116.1	289.3	286.5	449.6	668.7
매출채권	59.9	102.3	116.9	109.1	129.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.3	18.5	21.0	19.6	23.3
비유동자산	**26.7**	**35.7**	**33.1**	**31.5**	**31.3**
투자자산	1.8	15.9	16.2	16.0	16.5
금융자산	1.8	15.9	16.2	16.0	16.5
유형자산	0.9	2.7	1.0	0.3	0.1
무형자산	**0.6**	**3.0**	**1.8**	**1.1**	**0.7**
기타비유동자산	**23.4**	**14.1**	**14.1**	**14.1**	**14.0**
자산총계	**203.9**	**803.8**	**995.9**	**1,148.1**	**1,391.1**
유동부채	**11.2**	**28.6**	**33.1**	**31.6**	**35.6**
금융부채	2.8	2.8	3.2	3.0	3.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.4	25.8	29.9	28.6	32.0
비유동부채	**11.7**	**10.8**	**10.6**	**10.4**	**10.9**
금융부채	**9.9**	**8.3**	**7.7**	**7.7**	**7.7**
기타비유동부채	1.8	2.5	2.9	2.7	3.2
부채총계	**22.9**	**39.4**	**43.7**	**42.0**	**46.5**
지배주주지분	**181.1**	**764.4**	**952.2**	**1,106.1**	**1,344.6**
자본금	**9.9**	**11.7**	**11.7**	**11.7**	**11.7**
자본잉여금	95.9	527.4	529.6	529.6	529.6
자본조정	4.2	6.3	3.8	3.8	3.8
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	71.1	219.1	407.1	561.1	799.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**181.1**	**764.4**	**952.2**	**1,106.1**	**1,344.6**
순금융부채	(104.3)	(636.3)	(813.8)	(977.1)	(1,195.7)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,132	2,717	3,206	2,619	4,057
BPS	3,568	13,104	16,198	18,818	22,875
CFPS	2,416	3,014	3,661	2,941	4,625
EBITDAPS	2,272	2,886	3,665	2,916	4,600
SPS	3,369	4,114	4,955	4,341	6,420
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	23.33	17.50	21.42	13.83
PBR	0.00	4.84	3.46	2.98	2.45
PCFR	0.00	21.04	15.32	19.08	12.13
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	11.55	13.54	7.77
PSR	0.00	15.41	11.32	12.92	8.74
재무비율(%)					
ROE	99.16	31.30	21.91	14.96	19.46
ROA	72.13	29.37	20.90	14.36	18.78
ROIC	2,711.86	1,091.16	1,063.91	1,009.79	1,723.92
부채비율	12.63	5.16	4.59	3.80	3.46
순부채비율	(57.63)	(83.24)	(85.47)	(88.34)	(88.92)
이자보상배율(배)	126.64	130.49	195.17	157.16	218.23

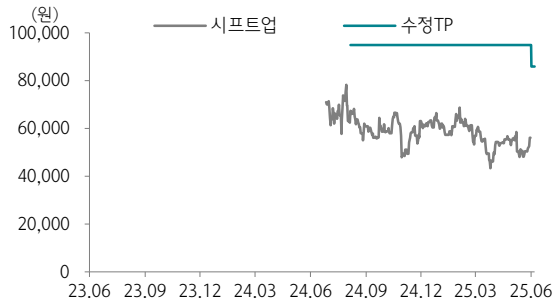
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**100.4**	**114.1**	**212.8**	**155.3**	**239.4**
당기순이익	106.7	148.0	188.1	154.0	238.5
조정	4.0	10.5	1.0	1.4	0.6
감가상각비	2.6	4.5	3.8	1.4	0.6
외환거래손익	1.3	(5.7)	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	11.7	(1.9)	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(10.3)	(44.4)	23.7	(0.1)	0.3
투자활동 현금흐름	**3.9**	**(368.3)**	**(178.5)**	**0.2**	**(0.5)**
투자자산감소(증가)	0.5	(14.1)	(0.3)	0.2	(0.5)
자본증가(감소)	(0.3)	(2.7)	(0.3)	0.0	0.0
기타	3.7	(351.5)	(177.9)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**6.7**	**426.9**	**(0.0)**	**(0.2)**	**0.6**
금융부채증가(감소)	(33.7)	(1.5)	(0.2)	(0.2)	0.6
자본증가(감소)	44.4	433.3	2.2	0.0	0.0
기타재무활동	(4.0)	(4.9)	(2.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**111.0**	**173.1**	**263.7**	**163.1**	**219.1**
Unlevered CFO	120.9	164.2	214.7	172.9	271.9
Free Cash Flow	100.1	111.5	212.5	155.3	239.4

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

시프트업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.16	BUY	86,000		
24.8.20	BUY	95,000	-39.09%	-27.58%

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 6월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 6월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 06월 13일