

시프트업 462870

기다림의 시간 필요

2Q25 Review: 역대 최고분기 실적 달성

시프트업 2Q25 실적은 매출액 1,124억원(QoQ+166.1%), 영업이익 682억원(QoQ+159.9%)으로 역대 분기 최고실적 거두는 동시에 컨센서스를 상회했다. 특히 매출액이 큰 폭으로 컨센서스(911억원)를 상회했다. 이는 PC스텔라블레이드 일부 지역 판매량이 순매출이 아닌 총매출로 반영된 데에 기인한다. 이로 인해 PC 스팀수수료(25~30%)가 반영되면서 변동비는 전분기 대비 약 11배 증가한 254억원을 시현했다. 그 외 비용은 인센티브 반영으로 인건비 164억원(QoQ+67%)을 기록한 것이 특이사항이다. 니케는 5/22 중국 출시에 힘입어 451억원(QoQ+39.6%) 시현하며 출시 이후 낮아진 최근 컨센서스에 부합했다. 글로벌 니케 351억원, 중국 니케 100억원 수준 순매출로 추정된다.

이제부터는 니케 매출이 중요

스텔라블레이드는 누적 300만장 판매하며 국내 AAA 패키지 역대 최대 성과를 거두었다. 부연설명이 필요 없을 정도로 성공한 IP다. 물론 라이브서비스 게임이 아닌 탓에 매출은 2Q25가 역대 PEAK일 것이다. 게임이 제공하는 플레이타임이 3~40시간 수준이기 때문에 스팀 동시접속자도 지속 하향될 것이다. 그러나 IP의 파워는 판매량으로 입증했고 후속작 출시 시 더 높은 매출로 보답할 가능성이 유력하다. 반면 라이브 서비스 게임인 니케는 앞으로 성장성을 지속 증명해야 한다. '26년까지 신작이 없기 때문에 주가를 움직이는 트리거가 니케로 작용할 가능성이 크다. '26년 중국포함 니케 매출은 1,532억원(YoY-8%)을 예상한다. 변수는 중국 반등이다. 현재 주요 업데이트 없을 시 IOS 매출 100위권 아웃되며 유지력이 좋지는 못한 상황이다. 추후 반등 시 상향조정 가능하다.

기존 레퍼런스 고려 시 차기작 빅히트 예상되나, 아직 논하기는 이름

TP 6만원 → 5.3만원으로 하향조정한다. '26년~ 신작공백은 인력규모(340명) 상 불가피한 일이다. 대형사들은 타석에 여러 번 들어가 단 한번의 홈런을 노린다. 반면 시프트업은 업계 최고수준의 인력풀로 단 한번의 타석에서 홈런을 노리고 있고 2연타석 홈런(니케-스텔라)을 기록한 바 있다. 차기작 스피릿은 분명 장외 홈런의 잠재력을 가지고 있다. 그러나 공개정보가 적어 아직 논하기 이르다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	65	169	224	291	204
영업이익	22	111	153	181	120
영업이익률(%)	34.0	65.9	68.1	62.1	58.7
세전이익	20	114	179	185	39
지배주주지분순이익	20	107	148	154	101
EPS(원)	605	2,747	2,537	2,627	559
증감률(%)	흑전	354.1	-7.7	3.6	-78.7
ROE(%)	36.7	86.4	31.3	18.3	3.5
PER(배)	n/a	n/a	17.1	16.6	77.8
PBR(배)	n/a	n/a	3.3	2.8	2.7
EV/EBITDA(배)	-0.7	-0.9	14.5	12.3	18.3

자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.08.12

매수(유지)

목표주가(하향)	53,000원
현재주가(08/11)	43,500원
상승여력	21.8%

Stock Data

KOSPI	3,206.8pt
시가총액(보통주)	2,557십억원
발행주식수	58,782천주
액면가	200원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	237천주
60일 평균거래대금	11,902백만원
외국인 지분율	37.5%
52주 최고가	81,000원
52주 최저가	40,300원
주요주주	
김형태(외 8인)	42.6%
ACEVLEPTE LTD.(외 1인)	34.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.0	-4.0
3M	-21.3	-45.8
6M	-34.1	-60.4

주가차트

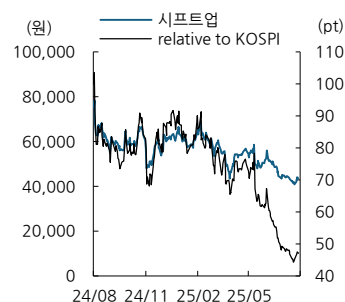


표1 시프트업 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	112.3	75.3	60.9	224.1	290.7	203.5
글로벌 니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	35.1	35.9	39.6	151.6	142.9	133.2
중국 니케						10.0	9.1	4.5	0.0	23.6	20.0
스텔라블레이드		25.9	22.6	19.6	7.0	65.7	27.7	14.6	68.1	115.0	33.5
영업비용	11.4	20.1	22.4	17.3	16.0	44.2	27.7	22.4	71.3	110.2	84.0
인건비	9.1	17.1	19.1	9.8	9.8	16.4	14.0	14.5	55.1	54.8	60.0
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	25.4	9.7	4.9	7.4	42.3	10.8
고정비	1.6	2.1	2.5	2.5	3.8	2.3	4.0	3.0	8.8	13.1	13.2
영업이익	26.0	45.1	35.6	46.2	26.3	68.2	47.6	38.5	152.8	180.5	119.5
OPM	69%	69%	61%	73%	62%	61%	63%	63%	68%	62%	59%
지배순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	51.3	37.8	37.7	148.0	153.6	101.3
NPM	66%	62%	41%	94%	64%	46%	50%	62%	66%	53%	50%

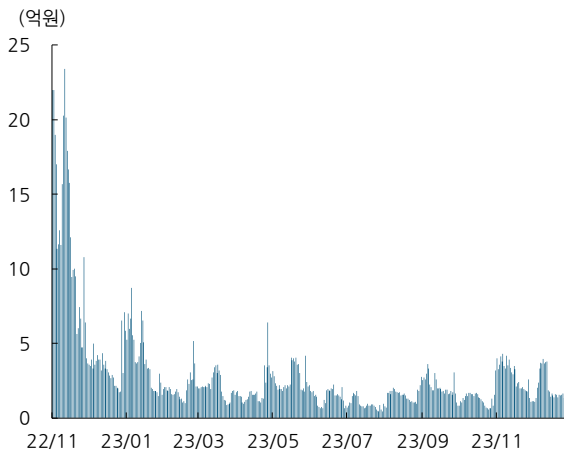
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 시프트업 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	153	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	2,627	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	20	게임주 Historical 3개년 PER 상단 적용
목표주가	(원)	53,000	적정주가 52,540원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	43,500	8/11 종가 기준
Upside	(%)	21.8	8/11 종가 기준

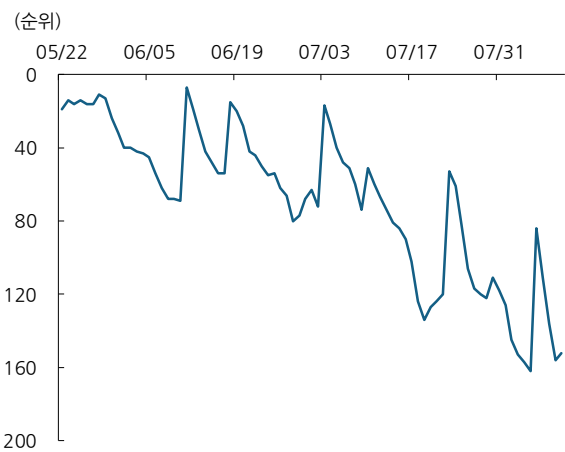
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 니케 초기 1년 국내 매출 추이(22~23)



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림2 니케 중국 IOS 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터 추정

[시프트업 462870]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	70	177	768	934	968	매출액	65	169	224	291	204
현금 및 현금성자산	12	116	289	278	321	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	52	60	114	93	62	매출총이익	65	169	224	291	204
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	43	58	71	110	84
기타	5	1	365	563	585	영업이익	22	111	153	181	120
비유동자산	5	27	36	34	33	(EBITDA)	23	114	157	187	123
관계기업투자등	0	0	14	14	14	금융손익	-2	2	19	8	7
유형자산	1	1	3	1	1	이자비용	0	1	1	2	3
무형자산	0	1	3	2	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	74	204	804	967	1,002	기타영업외손익	0	1	8	-3	-87
유동부채	6	11	29	39	41	세전계속사업이익	20	114	179	185	39
매입채무 및 기타채무	5	5	6	14	9	계속사업법인세비용	0	8	31	32	7
단기금융부채	0	3	3	3	8	계속사업이익	20	107	148	154	33
기타유동부채	1	4	20	23	24	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2	12	11	10	10	당기순이익	20	107	148	154	101
장기금융부채	0	10	8	8	8	지배주주	20	107	148	154	101
기타비유동부채	2	2	3	3	3	총포괄이익	20	107	148	154	33
부채총계	8	23	39	50	51	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	66	181	764	918	950	영업이익률 (%)	34.0	65.9	68.1	62.1	58.7
자본금	1	10	12	12	12	EBITDA마진률 (%)	35.8	67.4	70.1	64.3	60.5
자본잉여금	72	96	527	530	530	당기순이익률 (%)	31.2	63.3	66.0	52.8	16.1
이익잉여금	-7	71	219	373	405	ROA (%)	33.6	76.8	29.4	17.3	3.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	36.7	86.4	31.3	18.3	3.5
자본총계	66	181	764	918	950	ROIC (%)	60.5	165.8	46.0	27.0	15.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-22	100	114	170	42	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	20	107	148	154	33	P/E	n/a	n/a	17.1	16.6	77.8
비현금수익비용가감	3	14	16	4	4	P/B	n/a	n/a	3.3	2.8	2.7
유형자산감가상각비	1	2	3	5	3	P/S	n/a	n/a	11.3	8.8	12.5
무형자산상각비	0	0	1	1	1	EV/EBITDA	-0.7	-0.9	14.5	12.3	18.3
기타현금수익비용	2	12	12	-4	0	P/CF	n/a	n/a	15.5	16.1	69.9
영업활동 자산부채변동	-46	-10	-44	13	5	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-52	-9	-40	21	32	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	280.3	158.1	32.9	29.7	-30.0
매입채무 증가(감소)	-1	1	1	6	-5	영업이익	흑전	400.7	37.5	18.2	-33.8
기타자산 부채변동	6	-2	-6	-14	-22	세전이익	흑전	460.7	56.4	3.7	-78.8
투자활동 현금	28	4	-368	-182	-3	당기순이익	흑전	423.2	38.7	3.8	-78.7
유형자산처분(취득)	-1	0	-3	-3	-2	EPS	흑전	354.1	-7.7	3.6	-78.7
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	28	5	-361	-178	0	부채비율	12.6	12.6	5.2	5.4	5.4
기타투자활동	1	0	-1	0	-1	유동비율	1,108.3	1,582.3	2,687.2	2,369.1	2,367.1
재무활동 현금	0	0	427	0	5	순차입금/자기자본(x)	-26.2	-57.6	-36.4	-29.1	-32.2
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	-1	5	영업이익/금융비용(x)	n/a	126.6	130.5	97.0	39.7
자본의 증가(감소)	0	0	435	0	0	총차입금 (십억원)	0	13	11	11	16
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-17	-104	-278	-267	-306
기타재무활동	0	0	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	6	104	173	-12	44	EPS	605	2,747	2,537	2,627	559
기초현금	6	12	116	289	278	BPS	40,713	3,568	13,104	15,692	16,251
기말현금	12	116	289	278	321	SPS	1,347	3,323	3,841	4,971	3,480
NOPLAT	16	104	126	150	99	CFPS	481	2,383	2,814	2,699	622
FCF	6	114	-249	-11	38	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

시프트업 (462870) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-28	담당자변경				
2025-04-28	매수	70,000	-23.2	-16.4	
2025-06-02	매수	60,000	-22.3	-6.5	
2025-08-12	매수	53,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.