EARNINGS REVIEW

13 May. 2025

김혜영
인터넷·게임·엔터·레저 I hyyy@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

시프트업 (462870)

1Q25 Review: 뛰을 위한 숨 고르기

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	78,000	78,000	유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (5/12)	54,600원
예상 주가상승률	42.9%
시가총액	31,933억원
비중(KOSPI내)	0.15%
발행주식수	58,485천주
52주 최저가 / 최고가	43,350 - 78,300원
3개월 일평균거래대금	114억원
외국인 지분율	37.8%
주요주주지분율(%)	
김형태 (외 8인)	42.8
ACEVILLE PTE. LTD. (외 1인)	34.8
국민연금공단 (외 1인)	7.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	25.0	13.1	16.2
PBR(배)	4.9	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	21.8	16.7	8.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	18.2	(4.0)	n/a	(13.9)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	11.0	(9.1)	n/a	(22.5)

Issue

1Q25P 실적 Review

Pitch

1Q25P 매출액과 영업이익은 컨센서스에 부합

Rationale

- 1Q25P 연결 매출액은 422억원(+13.0% YoY, -33.5% QoQ), 영업이익은 263억원(+1.2% YoY, -43.1% QoQ) 시현. 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스에 부합
- **[승리의 여신: 니케]** 323억원(-11.4% YoY, -23.7% QoQ) 기록. 1분기는 주요 이벤트가 부재했기 때문에 전분기 대비 하락. 다만 2분기에 2.5주년 이벤트와 스텔라 블레이드 콜라보가 예정되어 있으므로 매출 반등 전망
- **[스텔라 블레이드]** 43억원(-78.1% QoQ) 기록. 콘솔 버전은 출시된 지 약 1년이 경과하였고 6월에 PC 버전 출시도 앞두고 있기 때문에 전분기 대비 매출이 큰 폭으로 하락. PC 버전 또한 소니가 퍼블리싱을 담당하며 패키지로 판매 예정. 다만 콘솔 버전과 달리 별도의 리쿱(Recoup) 기간이 없기 때문에 매출이 판매량에 비례하여 즉각적으로 반영될 전망
- <니케> 중국 버전은 5월 22일에 출시될 전망이며 목표 사전 예약자 수 800만 명을 달성. 사전 예약자 수가 흥행을 담보하지는 않으나 니케 특유의 작화와 전투 요소를 고려해 보았을 때 중국에서 유의미한 매출 기대
- 2Q25에 <니케> 상여금이 일시에 반영될 예정이며 <스텔라 블레이드> PC 버전에 대한 상여금은 흥행 결과에 따라 2026년에 반영 예정. 따라서 2025년 인건비는 추가 인력 채용(1Q25 말 326명 -> 연말까지 400명 이내)을 고려하더라도 2024년 552억원 대비 감소한 512억원으로 전망
- **<스텔라 블레이드>는 현재 스팀 위시리스트에서 36위, 팔로워 수 3.7만 명. 본격적인 마케팅 전임에도 불구하고 유저들의 유의미한 관심도를 보유하고 있으므로 흥행 가능성 높다고 판단**

1Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.03(P)	2025.03(E)	vs Chg	2025.03(E)	vs Con	2024.03(A)	YoY	2024.12(A)	QoQ
매출액	42.2	41.5	1.7	41.6	1.4	37.4	13.0	63.5	(33.5)
영업이익	26.3	23.5	11.8	26.1	0.8	25.9	1.2	46.2	(43.1)
당기순이익	26.8	25.2	6.4	24.3	10.3	24.7	8.5	59.5	(55.0)
OPM	62.3	56.7	5.6%p	62.7	-0.4%p	69.3	-7.0%p	72.8	-10.4%p
NIM	63.6	60.7	2.8%p	58.4	5.1%p	66.0	-2.5%p	93.7	-30.2%p

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 시프트업 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	267.3	2Q25~1Q25
보통주	(천 주)	58,335	
EPS	(원)	4,581	2Q25~1Q25
적정 P/E	(배)	17.0	글로벌 게임사 평균 P/E 적용
적정 주가	(원)	78,000	반올림 적용
현재 주가 (5/12)	(원)	54,600	
상승 여력	(%)	42.9%	

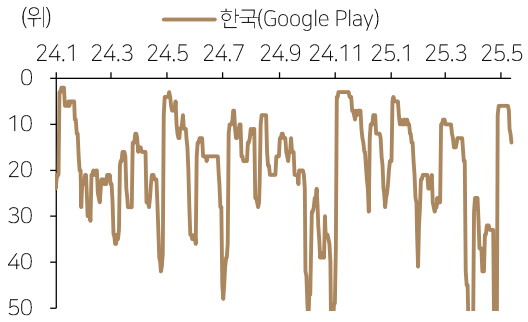
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 시프트업 게임 일정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
니케	프로모션	5/22 출시		
스텔라 블레이드		6 월 PC 버전 출시		
프로젝트 위치스		내용 공개		

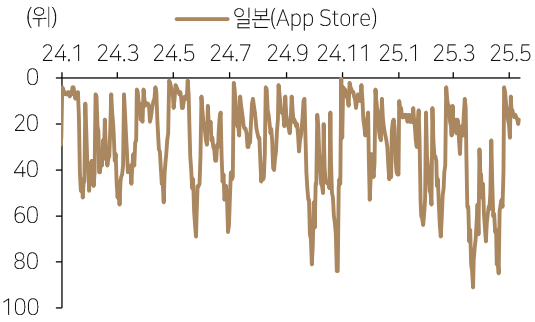
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 니케 한국(Google Play) 매출 순위



Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 4: 니케 일본(App Store) 매출 순위

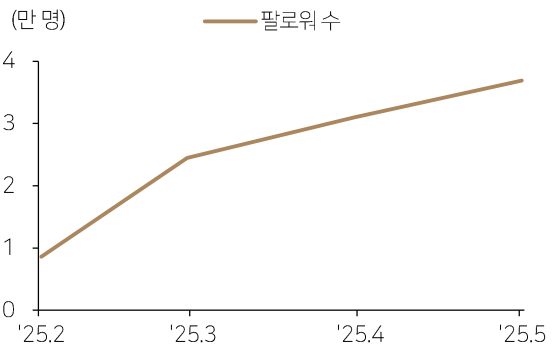


Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 5: 니케 사전 예약자 수

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 스텔라 블레이드 스팀 위시리스트 팔로워 수



Source: 다올투자증권

Fig. 7: 시프트업 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	126.7	93.3	87.7	224.1	349.9	306.6
니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	71.7	68.8	74.6	151.5	247.4	273.9
스텔라블레이드	-	25.9	22.6	19.6	4.3	51.8	20.9	9.2	-	86.2	16.4
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	3.2	3.5	3.9	4.5	13.5	16.3
매출 y/y growth	*-16.8%*	*65.4%*	*50.9%*	*38.6%*	*13.0%*	*94.3%*	*60.8%*	*38.1%*	*32.9%*	*56.1%*	*-12.4%*
니케	*-14.4%*	*3.5%*	*-10.7%*	*-6.7%*	*-11.4%*	*86.4%*	*101.1%*	*76.0%*	*-7.3%*	*63.3%*	*10.7%*
스텔라블레이드	-	-	-	-	-	*100.3%*	*-7.3%*	*-53.0%*	-	*n/a*	*-81.0%*
기타	*-60.5%*	*-61.5%*	*1184.5%*	*272.3%*	*221.9%*	*267.6%*	*193.1%*	*155.3%*	*-11.1%*	*200.6%*	*20.6%*
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	27.0	17.4	18.2	71.4	78.6	89.8
인건비	9.1	17.2	19.1	9.8	9.8	19.3	10.6	11.5	55.2	51.2	63.1
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	3.8	2.8	2.6	7.4	11.5	9.2
고정비	1.6	2.1	2.5	2.5	3.8	3.9	4.0	4.1	8.8	15.8	17.5
% of Revenue	*31%*	*31%*	*39%*	*27%*	*38%*	*21%*	*19%*	*21%*	*32%*	*22%*	*29%*
y/y growth (%)	*-24.0%*	*120.5%*	*12.9%*	*29.0%*	*39.7%*	*33.6%*	*-22.4%*	*4.9%*	*24%*	*10.0%*	*14.3%*
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	99.7	75.9	69.5	152.7	271.3	216.8
OPM (%)	*69.4%*	*69.0%*	*61.3%*	*72.7%*	*62.2%*	*78.7%*	*81.3%*	*79.3%*	*68.1%*	*77.5%*	*70.7%*
y/y growth (%)	*-13.1%*	*48.7%*	*91.6%*	*42.5%*	*1.2%*	*121.6%*	*113.2%*	*50.5%*	*45.6%*	*77.7%*	*-20.1%*
영업외손익	3	2	-4	24	5	6	6	7	26	25	27
세전이익	29	47	32	71	32	106	82	76	179	296	243
당기순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	86.7	67.5	62.7	148.0	243.7	197.2
NIM (%)	*66.1%*	*61.7%*	*40.5%*	*93.8%*	*63.6%*	*68.4%*	*72.4%*	*71.5%*	*66.0%*	*69.6%*	*64.3%*

Source: 다올투자증권

Fig. 8: 시프트업 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03
매출액	68.6	94.4	92.7	79.9	126.7	93.3	87.7	73.4	84.8	(1.2)	(5.5)	(8.1)
영업이익	49.3	73.8	72.9	59.0	99.7	75.9	69.5	55.4	102.3	2.8	(4.7)	(6.0)
OPM(%)	71.9	78.2	78.6	73.8	78.7	81.3	79.3	75.5	6.8	3.2	0.7	1.7
지배주주순이익	47.6	67.3	67.4	54.6	86.7	67.5	62.7	50.4	82.3	0.2	(7.0)	(7.6)
NIM(%)	69.4	71.4	72.6	68.3	68.4	72.4	71.5	68.7	(0.9)	1.0	(1.2)	0.4

Source: 다올투자증권

시프트업 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	768.2	1,005.7	1,195.6	1,488.9
현금성자산	117.0	289.4	578.2	767.4	1,043.8
매출채권	59.9	113.6	58.6	55.6	68.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	35.7	46.2	53.1	57.7
투자자산	25.2	30.0	30.6	31.3	32.1
유형자산	0.9	2.7	3.5	3.8	4.1
무형자산	0.6	3.0	12.1	17.9	21.6
자산총계	203.9	803.8	1,051.9	1,248.7	1,546.6
유동부채	11.2	28.6	33.3	32.8	35.3
매입채무	4.8	6.0	10.5	9.8	12.2
유동성이자부채	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
비유동부채	11.7	10.8	10.9	11.1	11.2
비유동이자부채	9.9	8.3	8.3	8.3	8.3
부채총계	22.9	39.4	44.2	43.9	46.5
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.4	527.4	527.4
이익잉여금	71.1	219.1	462.3	659.5	954.8
자본조정	4.1	6.2	6.2	6.2	6.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	1,007.7	1,204.8	1,500.1
투하자본	76.5	472.6	427.0	434.9	453.8
순차입금	(104.3)	(278.2)	(567.1)	(756.3)	(1,032.7)
ROA	76.8	29.4	26.2	17.1	21.1
ROE	86.4	31.3	27.5	17.8	21.8
ROIC	165.8	46.0	49.6	40.7	61.7

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	224.1	349.9	306.6	437.4
증가율 (Y-Y,%)	881.5	32.9	56.1	(12.4)	42.7
영업이익	111.1	152.7	270.9	216.8	338.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	37.5	77.4	(20.0)	56.2
EBITDA	113.7	157.2	285.9	236.0	360.7
영업외손익	3.3	26.1	24.8	26.7	26.0
순이자수익	0.3	8.8	16.3	19.2	22.1
외화관련손익	1.5	9.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	114.3	178.8	295.6	243.4	364.6
당기순이익	106.7	148.0	243.2	197.2	295.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	38.7	64.4	(18.9)	49.8
NOPLAT	103.6	126.4	222.9	175.6	274.2
(+) Dep	2.6	4.5	15.1	19.3	22.1
(-) 운전자본투자	5.8	401.3	(56.0)	1.2	14.3
(-) Capex	0.3	2.7	12.2	13.2	14.3
OpFCF	100.2	(273.1)	281.7	180.4	267.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	81.2	135.4	75.0	22.1	25.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	130.3	25.0	30.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	130.4	27.6	31.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	128.5	22.7	25.9
매출총이익율 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	65.9	68.1	77.4	70.7	77.4
EBITDA마진(%)	67.4	70.1	81.7	77.0	82.5
순이익률 (%)	63.3	66.0	69.5	64.3	67.5

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	100.4	114.1	314.4	215.3	303.2
당기순이익	106.7	148.0	243.2	197.2	295.3
자산상각비	2.6	4.5	15.1	19.3	22.1
운전자본증감	(10.3)	(44.4)	56.0	(1.2)	(14.3)
매출채권감소(증가)	(9.3)	(40.1)	55.0	3.0	(13.1)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.6	1.3	4.5	(0.7)	2.3
투자현금	3.9	(368.3)	(25.6)	(26.1)	(26.8)
단기투자자산감소	4.9	(361.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.3)	(2.7)	(12.2)	(13.2)	(14.3)
유무형자산감소	(0.6)	(3.4)	(12.7)	(12.2)	(11.7)
재무현금	(0.5)	426.9	0.0	0.0	0.0
차입금증가	(0.8)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.4	435.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	103.7	173.1	288.9	189.2	276.4
총현금흐름(Gross CF)	120.9	164.2	258.4	216.5	317.5
(-) 운전자본증가(감소)	5.8	401.3	(56.0)	1.2	14.3
(-) 설비투자	0.3	2.7	12.2	13.2	14.3
(+) 자산매각	(0.6)	(3.4)	(12.7)	(12.2)	(11.7)
Free Cash Flow	114.5	(248.5)	288.9	189.2	276.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	114.5	(248.5)	288.9	189.2	276.4

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,747	2,537	4,170	3,380	5,062
BPS	3,557	13,053	17,066	20,346	25,346
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	25.0	13.1	16.2	10.8
PBR	n/a	4.9	3.2	2.7	2.2
EV/ EBITDA	n/a	21.8	9.2	10.3	6.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	22.5	12.3	14.7	10.0
PSR	n/a	16.5	9.1	10.4	7.3
재무건전성 (%)					
부채비율	12.6	5.2	4.4	3.6	3.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,582.3	2,687.2	3,020.8	3,643.9	4,215.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3
자산구조					
투하자본(%)	35.0	59.7	41.2	35.3	29.7
현금+투자자산(%)	65.0	40.3	58.8	64.7	70.3
자본구조					
차입금(%)	6.5	1.4	1.1	0.9	0.7
자기자본(%)	93.5	98.6	98.9	99.1	99.3

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 87.8%	HOLD : 12.2%	SELL : 0.0%

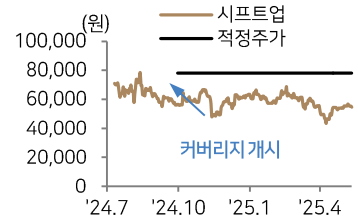
투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

시프트업 (462870)



일자	커버리지 개시	2024.10.08
투자의견		BUY
적정주가		78,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.08	78,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 5월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.