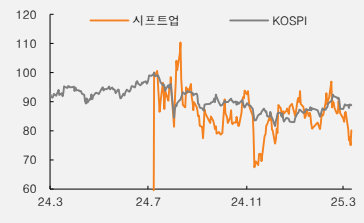


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 98,000원
현재주가(25/3/14)	56,900원
상승여력	72.2%

영업이익(24F,십억원)	149
Consensus 영업이익(24F,십억원)	148
EPS 성장률(24F,%)	22.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.1
P/E(24F,x)	24.2
MKT P/E(24F,x)	10.9
KOSPI	2,566.36
시가총액(십억원)	3,319
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.3
외국인 보유비중(%)	3.3
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.1	-6.7	0.0
상대주가	-11.2	-6.4	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

462870 · 게임

시프트업

매력적인 구간. 매수 타이밍

길고 길었던 에반게리온 콜라보 종료

2월 20일부터 진행된 에반게리온 IP 2차 콜라보 업데이트가 3월 13일 종료되었다. 연이은 에반게리온 IP 콜라보에 대한 유저들의 반응은 냉담했으나 신규 니케 출시에 복각까지 더해진 영향으로 매출 성과는 1차 대비 높았던 것으로 추정된다. 2차 콜라보 기간 일평균 매출은 1차 대비 19% 상승한 것으로 추정(센서타워 기준)된다.

실제로 끝난 작년 IP 콜라보(리제로, 에반게리온)와 달리 25년 콜라보는 큰 성과가 기대된다. 작년 콜라보의 실패 요인은 1) 니케와 어울리지 않는 세계관이거나, 2) 수정 및 변형의 유연성이 과도하게 낮은 IP였다는 점에 있다. 해당 측면에서 강점을 가진 동사의 스텔라블레이드 IP와의 쌍방향 콜라보 성과가 기대되는 이유다.

트래픽은 여전히 고점을 갱신 중

작년 실망스러웠던 IP 콜라보(리제로, 에반게리온)로 유저들의 반응이 좋지 않은 시기도 있었으나 매력적인 메인스토리를 전개하면서 글로벌 MAU는 출시 만 1년차였던 23년보다도 높은 수준을 기록했다. 25년에도 긍정적인 트래픽 흐름이 관찰되고 있다. 국내의 경우 25년 1~2월 MAU가 YoY 40% 이상 증가(코리안클릭)했다.

출시 1년차보다 높게 유지되고 있는 트래픽은 적절한 업데이트가 진행될 경우 매출 반등에 언제든지 성공할 수 있다는 의미다. 상반기(스텔라블레이드), 하반기(미정) 이어질 IP 콜라보 성과를 기대한다. 25년 니케 매출액은 YoY 3% 증가할 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 98,000원으로 상향

견조한 니케 글로벌 매출 트렌드를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 95,000원에서 98,000원(25F 타겟 P/E 24배 유지)으로 상향하며 게임 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 25F P/E 14배에서 거래 중이다. 임원진 소수지분(0.3%) 매각 이슈에 대한 과도한 주가 하락으로 매력적인 멀티플 수준까지 도달했다. 1대 주주(김형태 대표), 2대 주주(텐센트)의 지분 매각 가능성은 희박하다.

4~5월로 예상되는 니케 중국 출시가 임박함에 따라 사전 예약자 수 급증에 따른 강력한 단기 모멘텀이 예상되는 시점이다. 텐센트의 니케 마케팅이 본격화되고 있다. 지난 주말을 기점으로 일간 사전예약 수는 10만명을 넘어섰다. 사전예약 목표치 800만명은 무난하게 달성할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	220	383	318
영업이익 (십억원)	22	111	149	295	223
영업이익률 (%)	33.8	65.7	67.7	77.0	70.1
순이익 (십억원)	20	107	143	238	179
EPS (원)	421	2,132	2,618	4,083	3,066
ROE (%)	36.7	86.4	30.3	27.1	16.4
P/E (배)	-	-	24.2	13.9	18.6
P/B (배)	-	-	4.9	3.3	2.8
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	59	45	155	91	91	169	220	383	318	412
(% YoY)	-17%	64%	52%	29%	19%	138%	57%	54%	155%	30%	74%	-17%	29%
니케	36	38	34	44	35	71	57	70	164	153	233	264	257
글로벌	36	38	34	44	35	40	36	46	164	153	157	160	162
중국	0	0	0	0	0	31	21	24	0	0	76	103	95
스텔라 블레이드	0	26	23	14	8	83	33	20	0	63	144	49	17
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	5	6	7
영업비용	11	20	22	17	18	28	20	22	58	71	88	96	110
인건비	9	17	19	10	13	19	14	15	49	55	62	71	82
변동비	1	1	1	4	2	6	3	3	5	7	14	12	15
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	4	9	12	12	13
영업이익	26	45	36	42	27	127	71	70	111	149	295	223	302
(% YoY)	-13%	38%	120%	30%	3%	183%	100%	66%	508%	34%	99%	-24%	36%
영업이익률	69%	69%	61%	71%	60%	82%	78%	76%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	25	40	23	54	22	103	57	56	107	143	238	179	242
순이익률	66%	62%	40%	91%	49%	66%	63%	62%	63%	65%	62%	56%	59%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	377	316	383	318	2%	1%	308	291	24%	10%	니케 글로벌(중국 제외) 매출 상향
영업이익	289	220	295	223	2%	1%	227	200	30%	11%	
순이익	231	176	238	179	3%	2%	203	184	17%	-3%	
영업이익률	76.6%	69.7%	77.1%	69.9%	-	-	73.7%	68.9%	-	-	
순이익률	61.3%	55.7%	62.3%	56.2%	-	-	66.0%	63.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 추정치 변경

(십억원)

	신규	기존	변경률	컨센서스	과리율
매출액	44.7	41.7	7%	43.0	4%
영업이익	26.8	25.1	7%	26.7	0%
지배주주순이익	22.0	20.0	10%	24.9	-12%

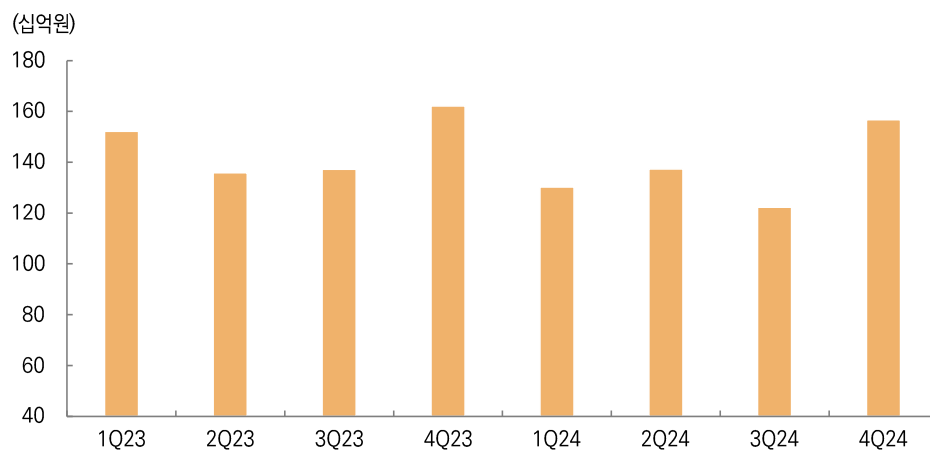
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	238	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,717	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	98,000	
현재주가 (원)	56,900	
상승여력	72.2%	

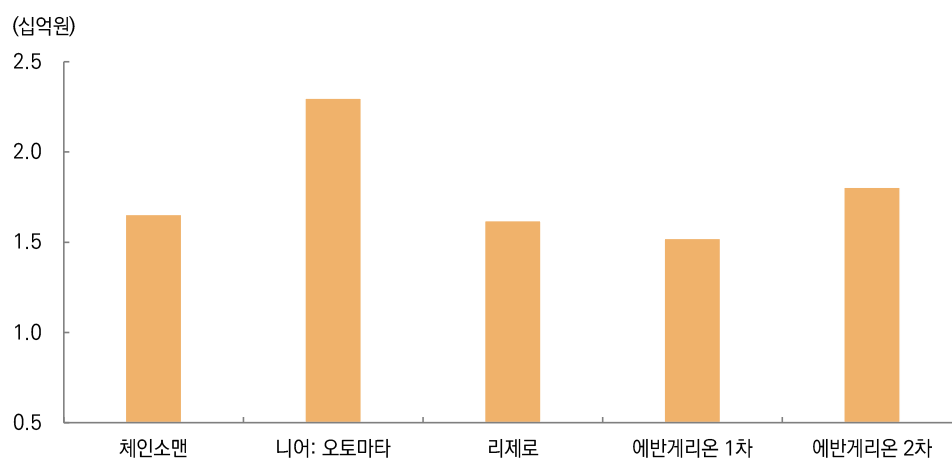
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 니케 글로벌 분기 매출 추이(총매출 기준)



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 니케 주요 IP 콜라보 일평균 매출 성과 비교



자료: 센서타워, 미래셋증권 리서치센터 추정

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	220	383	318
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	220	383	318
판매비와관리비	58	71	88	96
조정영업이익	111	149	295	223
영업이익	111	149	295	223
비영업손익	3	24	3	1
금융손익	0	2	7	10
관계기업등 투자손익	0	21	-4	-9
세전계속사업손익	114	173	298	224
계속사업법인세비용	8	30	60	45
계속사업이익	107	143	238	179
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	143	238	179
지배주주	107	143	238	179
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	143	238	179
지배주주	107	143	238	179
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	151	297	225
FCF	100	-183	235	175
EBITDA 마진율 (%)	67.5	68.6	77.5	70.8
영업이익률 (%)	65.7	67.7	77.0	70.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	65.0	62.1	56.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	765	1,003	1,181
현금 및 현금성자산	116	289	523	698
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	415	419	421
비유동자산	27	36	36	37
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	3	3	4
무형자산	1	3	3	3
자산총계	204	801	1,039	1,218
유동부채	11	29	30	30
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	5	5	5
기타유동부채	7	22	23	23
비유동부채	12	11	11	11
장기금융부채	10	9	9	9
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	23	40	41	41
지배주주지분	181	760	999	1,178
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	214	452	631
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	760	999	1,178

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	-180	237	177
당기순이익	107	143	238	179
비현금수익비용가감	14	29	55	37
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	27	53	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-324	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-11	-30	-60	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-11	-3	-3
유형자산처분(취득)	0	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	-5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	438	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	13	1	0	0
자본의 증가(감소)	33	436	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	1	0	0
현금의 증가	104	173	234	174
기초현금	12	116	289	523
기말현금	116	289	523	698

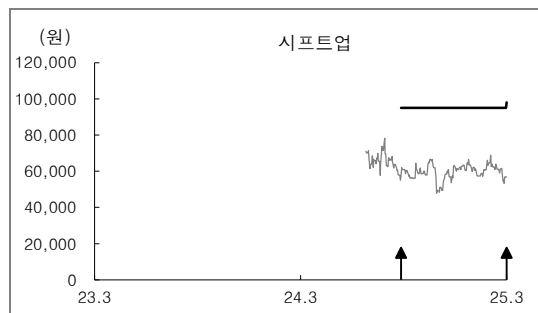
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	24.2	13.9	18.6
P/CF (x)	-	20.1	11.3	15.4
P/B (x)	-	4.9	3.3	2.8
EV/EBITDA (x)	-	22.2	9.2	11.4
EPS (원)	2,132	2,618	4,083	3,066
CFPS (원)	2,416	3,159	5,027	3,696
BPS (원)	3,568	13,036	17,120	20,186
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	158.1	30.4	74.0	-16.8
EBITDA증가율 (%)	386.2	32.4	97.3	-24.2
조정영업이익증가율 (%)	400.7	33.8	98.5	-24.5
EPS증가율 (%)	406.7	22.8	56.0	-24.9
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.7	6.3	5.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	76.8	28.4	25.9	15.8
ROE (%)	86.4	30.3	27.1	16.4
ROIC (%)	183.0	56.8	57.6	43.0
부채비율 (%)	12.6	5.3	4.1	3.5
유동비율 (%)	1,582.3	2,602.5	3,379.2	3,941.3
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-46.0	-58.5	-64.4
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	80.4	151.7	114.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.03.17	매수	98,000	-	-
2024.09.11	매수	95,000	-37.11	-27.58



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.