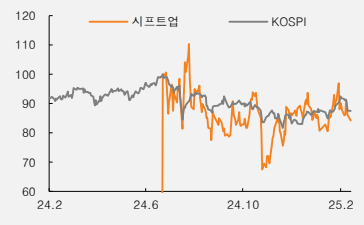


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(25/3/4)	59,800원
상승여력	58.9%

영업이익(24F,십억원)	149
Consensus 영업이익(24F,십억원)	148
EPS 성장률(24F,%)	22.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	24.2
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	3,488
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	2.9
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.5	-1.0	0.0
상대주가	-0.4	1.0	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

도파민 시대에 맞는 기업

게임 체류시간의 감소와 방치형 게임의 약진

숏폼의 유행으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시켜야 하는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

게임에 들일 수 있는 시간과 체력이 감소하면서 방치형 게임의 약진이 나타나고 있다. 모바일에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 관찰된다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임과 궁합이 잘 맞는 서브컬처

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는 데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 니케와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 시간은 하루 30분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

방치형 게임은 동사가 강점을 지닌 서브컬처와 특히 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 플레이할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다.

목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 유지

투자의견 '매수', 업종 내 Top Pick으로 지속 추천한다. 도파민 중독에 따른 유저의 게임 체류 시간 감소라는 트렌드 변화에도 유연한 대응이 가능한 게임사라는 판단이다. 니케의 경우 유저와의 쌍방향 소통을 통해 유저가 피로를 호소하는 항목에 대해 수행 시간을 줄이는 방식 등으로 상시 업데이트를 진행해오고 있다.

단기적으로는 4~5월로 예상되는 니케 중국 출시를 앞두고 신작 모멘텀이 극대화될 전망이다. 출시 시기가 임박함에 따라 텐센트의 온, 오프라인 마케팅 강도가 강화되면서 사전예약자 수 증가세가 가속화될 것이다. 니케 중국 25년 일평균 매출액에 대한 가정치 10억원을 유지한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	220	377	316
영업이익 (십억원)	22	111	149	289	220
영업이익률 (%)	33.8	65.7	67.7	76.7	69.6
순이익 (십억원)	20	107	143	231	176
EPS (원)	421	2,132	2,618	3,960	3,018
ROE (%)	36.7	86.4	30.3	26.4	16.3
P/E (배)	-	-	24.2	15.1	19.8
P/B (배)	-	-	4.9	3.5	3.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

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

표 40. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	59	42	153	90	92	169	220	377	316	410
(% YoY)	-17%	64%	52%	29%	12%	135%	56%	55%	155%	30%	71%	-16%	30%
니케	36	38	34	44	32	71	58	71	164	153	231	261	255
글로벌	36	38	34	44	32	40	36	46	164	153	154	161	162
중국	0	0	0	0	0	31	22	25	0	0	77	100	92
스텔라 블레이드	0	26	23	14	8	81	31	19	0	63	140	49	17
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	5	6	7
영업비용	11	20	22	17	17	24	23	25	58	71	88	96	110
인건비	9	17	19	10	12	15	17	18	49	55	62	71	81
변동비	1	1	1	4	2	6	3	3	5	7	14	11	14
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	4	9	13	14	14
영업이익	26	45	36	42	25	129	67	67	111	149	289	220	300
(% YoY)	-13%	38%	120%	30%	-3%	188%	90%	59%	508%	34%	94%	-24%	36%
영업이익률	69%	69%	61%	71%	60%	85%	75%	73%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	25	40	23	54	20	104	54	53	107	143	231	176	240
순이익률	66%	62%	40%	91%	48%	68%	60%	58%	63%	65%	61%	56%	59%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	231	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,544	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	59,800	
상승여력	58.9%	

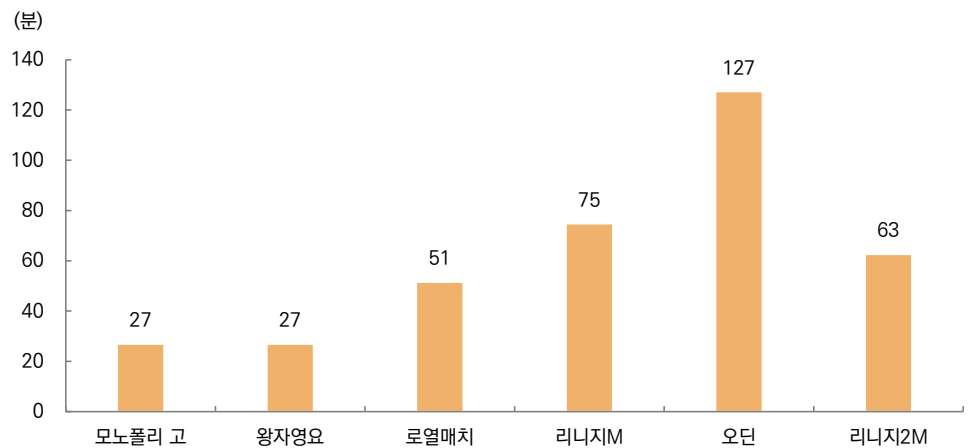
자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 게임 체류시간 감소 트렌드 관찰

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간이 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

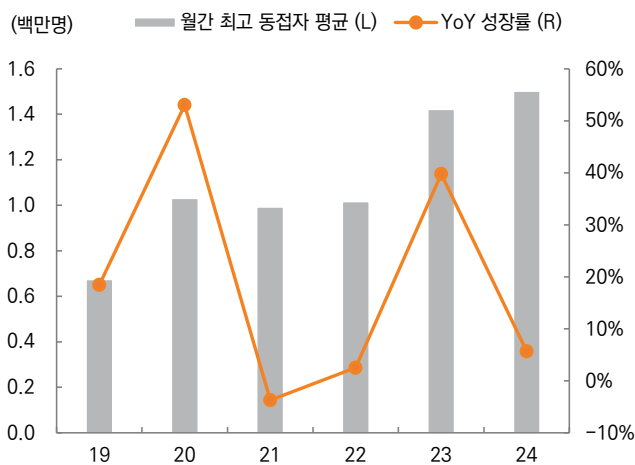
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던大作들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 141. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



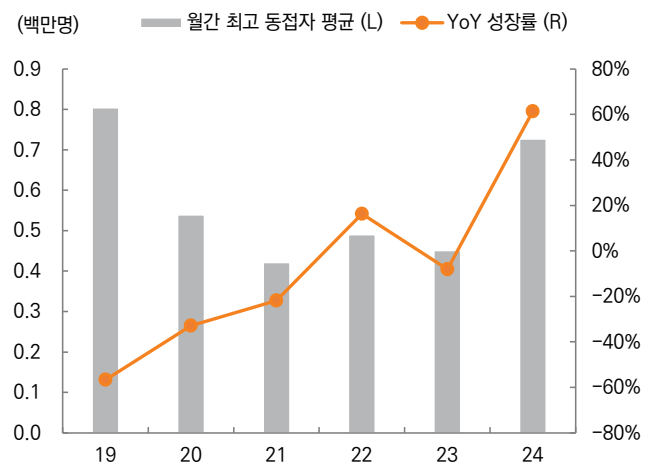
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



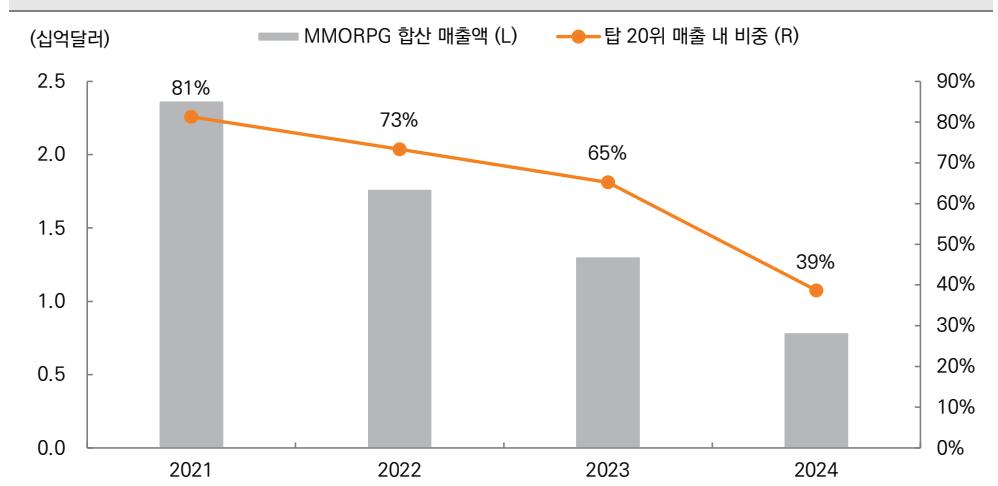
자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

트렌드 변화. 쇠퇴하는 MMORPG

게이머들의 성향 변화는 MMORPG의 몰락을 이끌고 있다. 도파민에 중독된 유저들은 이전처럼 MMORPG 게임에 1시간 이상 접속하는 것 자체를 부담스럽게 느끼고 있다. 게임을 하는 양상이 더욱 개인적으로 변화함에 따라 게임 내 유저들과 긴밀한 관계를 쌓아야 하는 게임에 대한 기피 현상도 나타나고 있다.

MMORPG에 대한 선호도가 압도적으로 높았던 국내 시장도 MMORPG에 대한 기피 현상이 여실히 드러나고 있다. 21년 연간 매출 상위 20위 모바일 게임 내 MMORPG 비중은 81%에 달했으나 24년에는 39%까지 하락했다. 불과 3년 사이의 일이다.

그림 144. 국내 매출 상위 20위 게임 내 MMORPG 합산 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 21~24년 국내 연간 매출 상위 20위 모바일 게임

	2021	2022	2023	2024
1	리니지2M	리니지W	리니지M	리니지M
2	리니지M	리니지M	오딘	라스트워
3	오딘	오딘	나이트 크로우	WOS
4	리니지W	리니지2M	리니지W	오딘
5	기적의 검	던파M	리니지2M	버섯커기우기
6	쿠키런킹덤	히어로즈테일즈	EA FC Mobile Soccer	로열매치
7	제2의나라	EA FC Online M	아키에이지 워	리니지W
8	원신	원신	원신	리니지2M
9	세븐나이츠2	히트2	EA FC Online M	브롤스타즈
10	라이즈오브킹덤즈	로블록스	WOS	EA FC Mobile Soccer
11	바람의나라: 연	우마무스메	붕괴: 스타레일	니케
12	블소 레볼루션	라이즈오브킹덤즈	데블M	로블록스
13	V4	블소 레볼루션	Roblox	EA FC Online M
14	그랑사가	기적의 검	니케	운빨존많겜
15	리니지2 레볼루션	EA FC Mobile Soccer	세븐나이츠 키우기	붕괴: 스타레일
16	EA FC Online M	탕탕특공대	히트2	로드나인
17	삼국지전략판	블레이드&소울2	탕탕특공대	나혼렘
18	카러플	뮤오리진3	로열매치	원신
19	뮤 아크엔젤	쿠키런킹덤	프라시아 전기	나이트 크로우
20	메이플스토리M	리니지2 레볼루션	블소 레볼루션	아키에이지 워

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

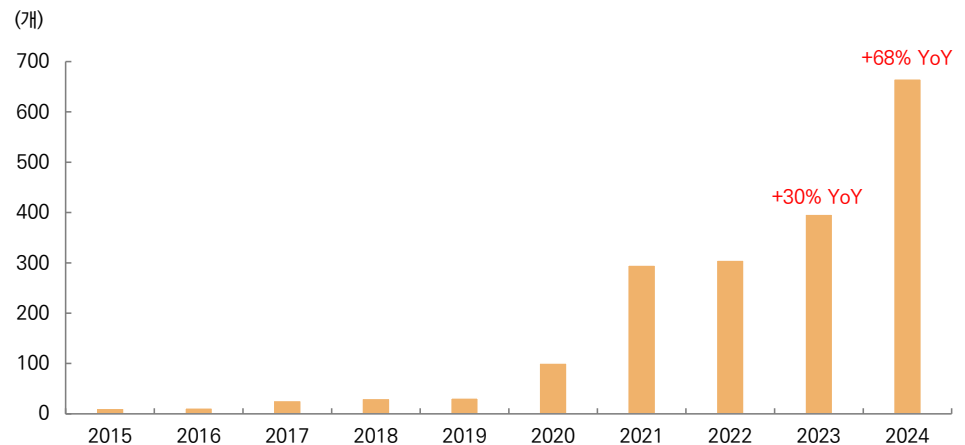
서브컬처와 궁합이 좋은 방치형 게임의 약진

현대인들이 스마트폰에 중독되며 눈과 뇌가 피로해지면서 나타나고 있는 결과가 방치형 게임의 약진이라는 판단이다. 모바일 플랫폼에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 심상찮다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 블루아카이브, 니케와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 1일 플레이 시간은 30분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

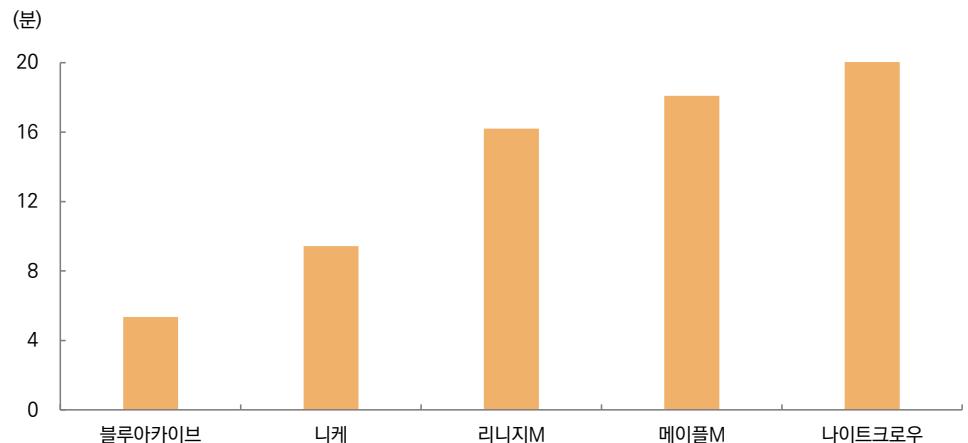
방치형 게임은 서브컬처와 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 분재 게임으로 불리기도 하는데 이는 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다. 그리고 사람들의 성향 변화에 따라 분재 게임들의 1일 필요 플레이 시간도 매년 줄어드는 추세에 있다.

그림 145. 스팀 연도별 방치형 게임 신작 수



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 국내 주요 모바일 게임 실행당 평균 이용시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	220	377	316
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	220	377	316
판매비와관리비	58	71	88	96
조정영업이익	111	149	289	220
영업이익	111	149	289	220
비영업손익	3	24	0	0
금융손익	0	2	7	10
관계기업등 투자손익	0	21	-7	-10
세전계속사업손익	114	173	289	220
계속사업법인세비용	8	30	58	44
계속사업이익	107	143	231	176
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	143	231	176
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	143	231	176
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	151	291	222
FCF	100	-183	228	173
EBITDA 마진율 (%)	67.5	68.6	77.2	70.3
영업이익률 (%)	65.7	67.7	76.7	69.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	65.0	61.3	55.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	765	996	1,171
현금 및 현금성자산	116	289	516	688
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	1,032	1,208
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	991	1,168
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	214	445	621
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	760	991	1,168

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	-180	229	175
당기순이익	107	143	231	176
비현금수익비용가감	14	29	53	36
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	27	51	34
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-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	-58	-44
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	227	172
기초현금	12	116	289	516
기말현금	116	289	516	688

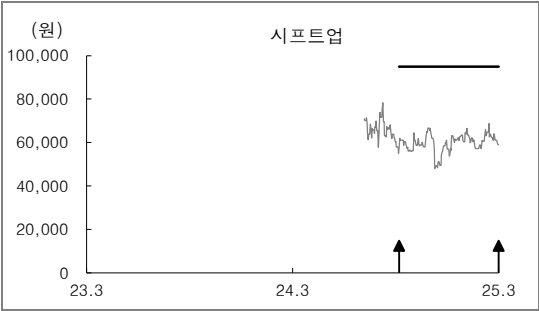
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	24.2	15.1	19.8
P/CF (x)	-	20.1	12.3	16.4
P/B (x)	-	4.9	3.5	3.0
EV/EBITDA (x)	-	22.2	10.0	12.3
EPS (원)	2,132	2,618	3,960	3,018
CFPS (원)	2,416	3,159	4,874	3,640
BPS (원)	3,568	13,036	16,996	20,015
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	71.5	-16.2
EBITDA증가율 (%)	386.2	32.4	93.2	-23.5
조정영업이익증가율 (%)	400.7	33.8	94.3	-23.8
EPS증가율 (%)	406.7	22.8	51.2	-23.8
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.7	6.2	5.1
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	25.2	15.7
ROE (%)	86.4	30.3	26.4	16.3
ROIC (%)	183.0	56.8	56.4	42.5
부채비율 (%)	12.6	5.3	4.1	3.5
유동비율 (%)	1,582.3	2,602.5	3,354.9	3,908.0
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-46.0	-58.2	-64.1
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	80.4	148.5	112.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

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



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