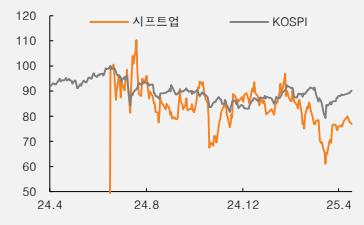


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	98,000원
현재주가(25/5/12)	54,600원
상승여력	79.5%

영업이익(25F, 십억원)	281
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	213
EPS 성장률(25F, %)	50.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.2
P/E(25F, x)	13.4
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,607.33
시가총액(십억원)	3,193
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.2
외국인 보유비중(%)	37.8
베타(12M) 일간수익률	0.81
52주 최저가(원)	43,350
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	18.2	-4.0	0.0
상대주가	10.3	-8.6	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

462870 · 게임

시프트업

기대 이상의 IP 부문 고성장

1Q25 Review: 컨센서스 부합

1분기 매출액 422억원(+13% YoY), 영업이익 263억원(+1% YoY)으로 컨센서스(매출액 416억원, 영업이익 261억원)에 부합했다. 니케 매출액은 323억원(-11% YoY)으로 예상치를 하회했으나 IP 매출 호조가 이를 상쇄했다. IP 매출액은 29억원(+222% YoY)으로 QoQ 92% 성장했다.

영업비용은 160억원(+40% YoY)으로 예상치를 11% 하회했다. 인건비는 20억원 규모의 상여가 있었음에도 전분기와 유사한 98억원(+8% YoY)을 기록했다. 예상과 달리 더딘 인력 충원 속도를 보이고 있다. 변동비는 전분기 지급수수료(엔진 사용료, IP 수수료) 일시 인식 효과가 제거되면서 QoQ 54% 감소한 23억원을 기록했다.

니케 중국, 스텔라블레이드 PC 출시 임박

5/22일 니케 중국 출시를 앞두고 있다. 퍼블리셔의 초기 목표치였던 사전예약자 800만명은 이미 넘어섰다. CBT에서 보여준 니케 중국 빌드가 글로벌 버전과 차이가 있었던 점을 고려할 시 미래시로 인한 매출 감소 효과는 제한적일 것으로 판단한다. 당사에서는 니케 중국 25년 일평균 매출액에 대한 가정치 10억원을 유지한다.

스텔라블레이드 PC는 6월 중 출시될 예정이다. PC 버전은 콘솔 이상의 판매량을 올릴 것으로 예상된다. 작년 4월 출시한 콘솔 버전은 200만장 이상 판매된 것으로 추정된다. 당사에서는 스텔라블레이드 PC 25년 판매량으로 180만장을 가정한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 98,000원 유지

현재 니케 중국 출시가 임박한 상황으로 출시 이후 초기 지표를 확인하면서 접근해볼 시기다. 25F P/E 13.4배(컨센서스 17배)에 불과해 니케 중국에 대해 반영된 기대감이 높다고 보기는 어렵다. 니케 중국의 안정적인 초기 성과가 확인될 시 폭발적인 주가 모멘텀을 기대해볼 수 있는 상황이다. 니케가 중국에서도 인기 IP로 자리매김할 경우 굿즈/MD 판매를 통한 폭발적인 IP 매출 성장도 기대해볼 수 있다.

적극적인 주주환원 움직임을 보이고 있는 점도 긍정적이다. 동사는 실적 발표와 함께 500억원 규모의 자사주 매입 계획을 발표했다. 자사주 매입 이후에도 하반기 중 중장기 주주환원 정책을 수립하여 소통할 예정이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	363	322	425
영업이익 (십억원)	111	153	281	224	313
영업이익률 (%)	65.7	68.3	77.4	69.6	73.6
순이익 (십억원)	107	148	239	180	250
EPS (원)	2,132	2,717	4,085	3,075	4,276
ROE (%)	86.4	31.3	27.0	16.4	19.1
P/E (배)	-	23.3	13.4	17.8	12.8
P/B (배)	-	4.8	3.2	2.7	2.2
배당수익률 (%)	-	0.0	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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	120	105	96	169	224	363	322	425
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	83%	80%	51%	155%	33%	62%	-11%	32%
니케	36	38	34	42	32	56	59	71	164	152	218	251	244
글로벌	36	38	34	42	32	39	36	44	164	152	152	152	154
중국	0	0	0	0	0	17	23	26	0	0	66	98	91
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	61	42	22	0	68	131	54	30
기타	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	13	17	20
영업비용	11	20	22	17	16	26	20	21	58	71	82	98	113
인건비	9	17	19	10	10	18	12	14	49	55	54	70	81
변동비	1	1	1	5	2	5	4	4	5	7	15	15	19
고정비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	9	13	12	13
영업이익	26	45	36	46	26	94	85	75	111	153	281	224	313
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	109%	139%	63%	508%	37%	84%	-20%	40%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	79%	81%	78%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	78	71	63	107	148	239	180	250
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	65%	68%	66%	63%	66%	66%	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	383	318	363	322	-5%	1%	294	265	23%	21%	니케 중국(5/22) 출시 일정 반영 스텔라블레이드(6월) 출시 일정 반영 굿즈 판매 증가에 따른 IP 매출액 상향
영업이익	295	223	281	224	-5%	1%	213	182	32%	23%	
순이익	238	179	239	180	0%	1%	187	162	28%	11%	
영업이익률	77.1%	69.9%	77.4%	69.6%	-	-	72.5%	68.5%	-	-	
순이익률	62.3%	56.2%	65.9%	55.9%	-	-	63.6%	61.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	42	45	-5%	42	2%
영업이익	26	27	-2%	26	1%
지배주주순이익	27	22	22%	24	10%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	239	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,732	
주식 수 (천주)	58,485	
목표주가 (원)	98,000	
현재주가 (원)	54,600	
상승여력	79.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	363	322	425
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	363	322	425
판매비와관리비	71	82	98	113
조정영업이익	153	281	224	313
영업이익	153	281	224	313
비영업손익	26	16	1	0
금융손익	7	17	22	26
관계기업등 투자손익	0	-2	-22	-28
세전계속사업손익	179	297	225	313
계속사업법인세비용	31	58	45	63
계속사업이익	148	239	180	250
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	239	180	250
지배주주	148	239	180	250
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	239	180	250
지배주주	148	239	180	250
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	284	227	315
FCF	111	275	181	248
EBITDA 마진율 (%)	70.1	78.2	70.5	74.1
영업이익률 (%)	68.3	77.4	69.6	73.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	65.8	55.9	58.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	1,016	1,197	1,448
현금 및 현금성자산	289	383	563	811
매출채권 및 기타채권	113	87	87	90
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	546	547	547
비유동자산	36	35	35	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	2	2	2
무형자산	3	3	3	2
자산총계	804	1,051	1,231	1,482
유동부채	29	38	38	39
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	32	32	33
비유동부채	11	10	10	10
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	2	2	2
부채총계	39	48	48	49
지배주주지분	764	1,003	1,183	1,433
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	527	527	527
이익잉여금	219	458	638	888
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	1,003	1,183	1,433

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	277	183	250
당기순이익	148	239	180	250
비현금수익비용가감	16	43	25	37
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	40	22	34
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	35	0	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	24	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-14	-58	-45	-63
투자활동으로 인한 현금흐름	-368	-3	-3	-2
유형자산처분(취득)	-3	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	427	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	0	0	0
현금의 증가	173	94	180	248
기초현금	116	289	383	563
기말현금	289	383	563	811

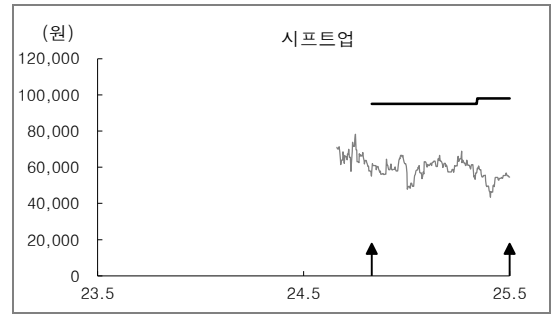
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	13.4	17.8	12.8
P/CF (x)	21.0	11.3	15.6	11.1
P/B (x)	4.8	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	21.8	8.0	9.3	5.9
EPS (원)	2,717	4,085	3,075	4,276
CFPS (원)	3,014	4,825	3,503	4,917
BPS (원)	13,104	17,154	20,228	24,504
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 (%)	32.9	61.8	-11.3	32.2
EBITDA증가율 (%)	38.2	80.8	-20.0	38.9
조정영업이익증가율 (%)	37.5	83.9	-20.2	39.6
EPS증가율 (%)	27.4	50.4	-24.7	39.1
매출채권 회전율 (회)	2.8	4.0	4.1	5.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	29.4	25.8	15.8	18.4
ROE (%)	31.3	27.0	16.4	19.1
ROIC (%)	144.3	239.9	235.4	325.3
부채비율 (%)	5.2	4.8	4.1	3.4
유동비율 (%)	2,687.2	2,690.9	3,137.2	3,758.5
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-90.8	-92.2	-93.4
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	265.1	219.2	305.1

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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.