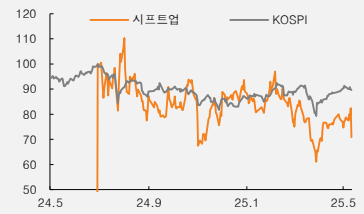


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	98,000원
현재주가(25/5/23)	50,300원
상승여력	94.8%

영업이익(25F,십억원)	281
Consensus 영업이익(25F,십억원)	214
EPS 성장률(25F,%)	50.4
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.5
P/E(25F,x)	12.3
MKT P/E(25F,x)	9.4
KOSPI	2,592.09
시가총액(십억원)	2,942
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	56.8
외국인 보유비중(%)	37.7
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	43,350
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.3	1.8	0.0
상대주가	-7.7	-1.7	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

시프트업

로컬 및 PC 플랫폼 성과 기대 이상

로컬 및 PC 플랫폼 흥행이 만든 지표와 성과의 괴리

5/22일 출시한 니케 중국 일매출은 20억원대 중후반을 유지 중인 것으로 추정된다. 기대 이상의 초기 유저 트래픽 흐름을 보이고 있다. iOS 매출 순위는 10위권 중반을 기록하며 기대치(출시 초기 10위 이내)에 미치지 못하는 모습을 보여주고 있으나 이는 1) 타 플랫폼 매출 비중 증가와 2) 예기치 못한 PC 매출 호조에 기인한다.

니케 중국의 경우 타 게임들 대비 낮은 iOS 매출 비중(35% 미만)을 보이고 있는 것으로 추정된다. 5/25일 기준 로컬 플랫폼 다운로드 수는 탭탭 77만(사전예약 69만), 빌리빌리 51만(사전예약 81만)으로 iOS(50만 추정)를 능가하고 있다. 또한 글로벌과 달리 PC 매출 비중이 초반부터 높은 수준(20%대)을 보이고 있는 것으로 추정된다. 중국 최대 PC 플랫폼으로 꼽히는 WeGame에서 3위를 기록 중이다.

유저 초기 반응에서 보이는 흥행 장기화 가능성

플랫폼 간 초기 보상 차이, 캐릭터 뽑기 실패 등에 따른 불만도 존재하나 게임 플레이 전반(장르의 신선함, 독보적인 캐릭터 모델링, 스토리 몰입도 등)에 대한 호평이 이어지고 있다. 빌리빌리 평점 8.8(주요 게임 중 최상위권), 탭탭 평점 6.8(초기 6.5에서 상승), WeGame 추천율 73%(상위권)를 기록 중이다. 니케 중국 위챗 트렌드는 1,800만(5/24일)으로 출시 이후 신고점을 갱신하고 있다.

출시 전 존재했던 미래시 및 검열에 대한 우려도 기우였음이 증명되고 있다. 글로벌 버전과 캐릭터 성능과 스킨 등에서 차이를 두며 미래시를 성공적으로 제거하고 있다. 검열에 대한 부분도 납득 가능한 수준으로 적용되었다는 평가를 받는 중이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 98,000원 유지

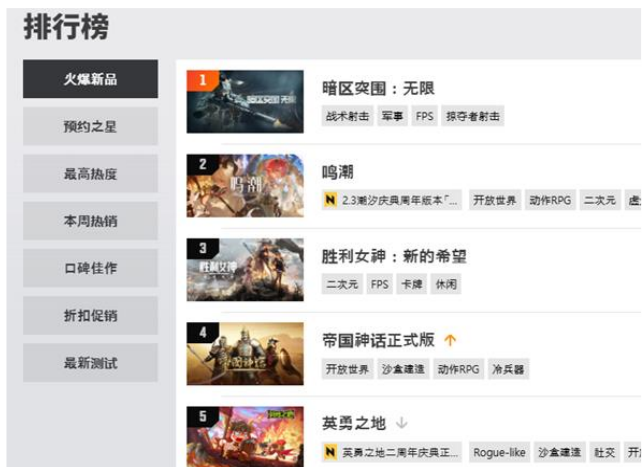
니케 중국 25년 일평균 매출액 가정치 10억원을 유지한다. 니케 중국 흥행 실패에 대한 우려가 과도하게 반영되며 25F P/E 12배까지 하락했다. 중국 로컬 플랫폼과 PC에서의 성과를 고려할 필요가 있는 시기다. PC 매출의 경우 30% 수준의 앱수수요가 발생하지 않기에 개발사가 인식하는 매출 인식률이 높다는 장점이 존재한다.

니케의 메인 BM인 픽업 캐릭터 출시는 아직 하지도 않은 상황이다. 임박한 픽업 업데이트들에 따른 매출 급증과 그에 따른 모멘텀을 기대해볼 구간이다. 글로벌 버전도 출시 극초반보다 픽업 캐릭터의 출시 이후가 매출이 높았던 바 있다.

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	12.3	16.4	11.8
P/B (배)	-	4.8	2.9	2.5	2.1
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

그림 1. WeGame(PC) 인기 순위 3위(5/25)



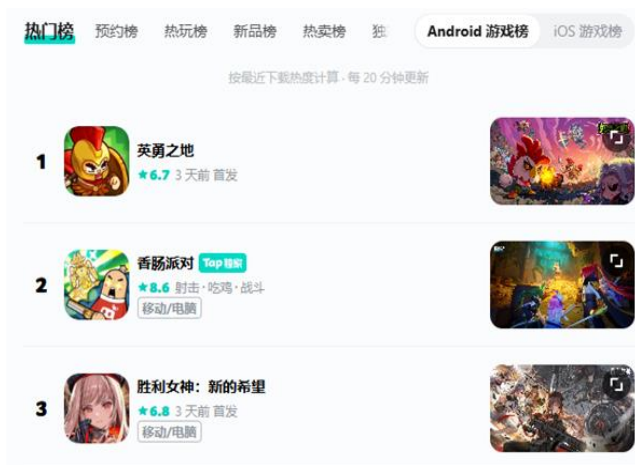
자료: WeGame, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. iOS 매출 순위 14위(5/25)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 탭탭 인기 순위 3위(5/25)



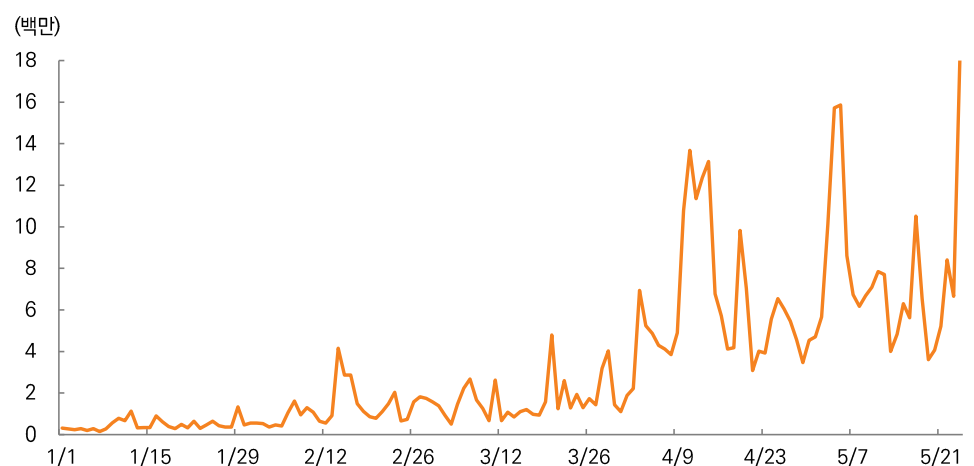
자료: 탭탭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 빌리빌리 인기 순위 1위(5/25)



자료: 빌리빌리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 니케 중국 위챗 지수



자료: 위챗, 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

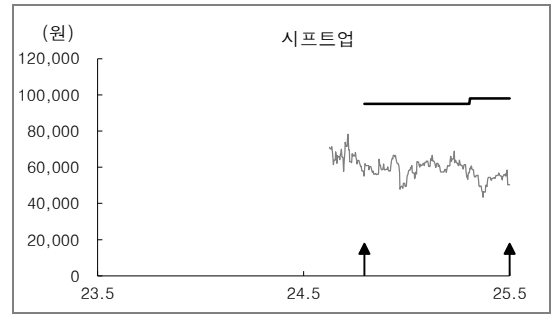
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	12.3	16.4	11.8
P/CF (x)	21.0	10.4	14.4	10.2
P/B (x)	4.8	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	21.8	7.1	8.1	5.1
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.