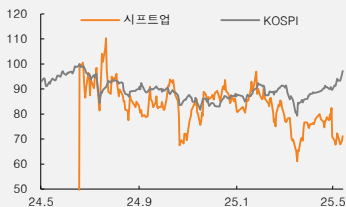


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 80,000원
현재주가(25/6/5)	50,500원
상승여력	58.4%

영업이익(25F,십억원)	246
Consensus 영업이익(25F,십억원)	212
EPS 성장률(25F,%)	32.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	14.0
MKT P/E(25F,x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	2,968
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	56.3
외국인 보유비중(%)	37.4
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	43,350
52주 최고가(원)	78,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-8.8 -11.6 0.0
상대주가	-17.0 -23.2 0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

대규모 업데이트 효과 기대

임박한 3가지 대형 이벤트

6/11일 니케 중국 첫 대규모 업데이트가 시작된다. 이번 업데이트는 글로벌 니케 기준으로는 반주년에 실시된 오버존 스토리 업데이트다. 지금까지 일반 캐릭터 1종(헬름)만 출시되었으나 뽑기 확률이 낮은 필그림 캐릭터 2종(도로시, 모더니아)이 추가될 예정이다. 출시 이후 가파른 매출 순위 상승을 예상된다.

6/12일에는 니케, 스텔라블레이드 쌍방향 콜라보 업데이트와 스텔라블레이드 PC 출시가 예정되어 있다. 이번 콜라보 업데이트로 니케는 니어 오토마타 콜라보 업데이트 당시의 매출을 뛰어넘을 것으로 기대된다. 스텔라블레이드는 사전 구매부터 돌풍을 일으켰기에 6월 내 100만장 판매는 무난하게 달성할 전망이다.

2분기 실적 서프라이즈 예상

매출액 1,050억원, 영업이익 800억원으로 컨센서스(매출액 912억원, 영업이익 669억원)를 각 15%, 20% 상회할 전망이다. 니케 글로벌 매출액이 360억원, 중국 매출액이 160억원(총매출 기준 일매출 14억원 가정)을 기록할 것이다. 스텔라블레이드 매출액은 500억원(PC 판매량 98만장 반영)을 기록할 전망이다.

니케 중국은 동사 및 퍼블리셔의 기대치를 충족시키는 성과를 기록 중인 것으로 추정된다. iOS 매출 순위가 낮아보니 초기 흥행에 실패한 것으로 보일 수 있으나 PC 매출 비중(30% 이상)이 높은 점에 대한 고려가 필요하다. 일반적인 중국 모바일 게임 iOS 매출 비중은 40% 수준이나 니케는 20% 초반에 불과한 상황이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 80,000원으로 하향

투자의견 '매수'를 유지하나 실적 기준 시점(25F→2H25~1H26F) 변경으로 목표주가를 98,000원에서 80,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 하반기 업종 내 차선호주로 제시한다. 25F P/E 14배로 밸류에이션 매력이 충분한 상황이다.

2분기 및 하반기 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다. 니케 중국 흥행의 장기화, 스텔라블레이드 중국 안착에 성공할 경우 중장기 리레이팅도 기대할 수 있다. 중국은 글로벌 최대 게임 시장이 되었으며 성장 잠재력은 여전하기 때문이다. 게임 내 매출 외에도 중국 내 굿즈 판매를 통한 IP 매출도 본격화될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	327	293	402
영업이익 (십억원)	111	153	246	196	289
영업이익률 (%)	65.7	68.3	75.2	66.9	71.9
순이익 (십억원)	107	148	211	157	231
EPS (원)	2,132	2,717	3,609	2,690	3,948
ROE (%)	86.4	31.3	24.3	14.9	18.5
P/E (배)	-	23.3	14.0	18.8	12.8
P/B (배)	-	4.8	3.0	2.6	2.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

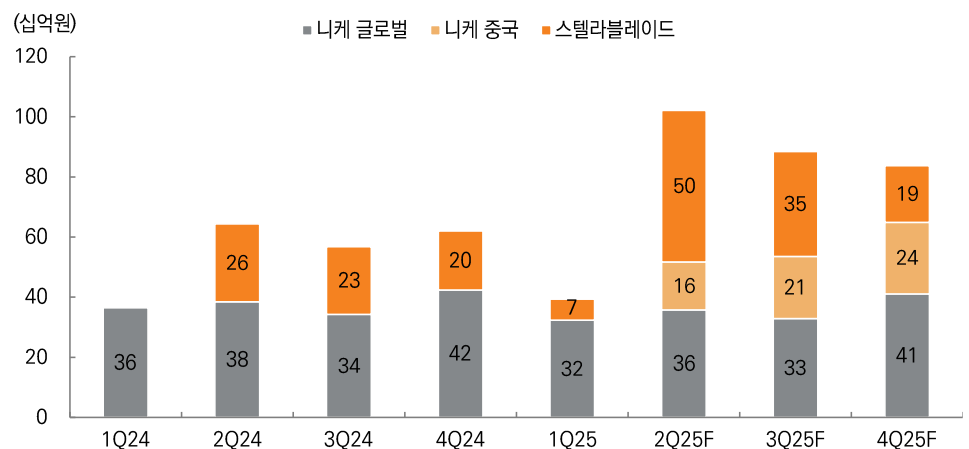
표 27. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	105	92	87	169	224	327	293	402
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	61%	58%	38%	155%	33%	46%	-10%	37%
니케	36	38	34	42	32	52	54	65	164	152	202	224	214
글로벌	36	38	34	42	32	36	33	41	164	152	142	138	135
중국	0	0	0	0	0	16	21	24	0	0	60	86	79
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	50	35	19	0	68	111	51	33
프로젝트 스피릿	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	13	19	23
영업비용	11	20	22	17	16	25	19	21	58	71	81	98	113
인건비	9	17	19	10	10	18	12	14	49	55	54	70	81
변동비	1	1	1	5	2	4	4	4	5	7	14	15	19
고정비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	9	13	12	13
영업이익	26	45	36	46	26	80	73	67	111	153	246	196	289
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	78%	104%	45%	508%	37%	61%	-20%	47%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	76%	79%	76%	66%	68%	75%	67%	72%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	67	61	56	107	148	211	157	231
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	64%	66%	64%	63%	66%	65%	54%	57%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 주요 게임 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 밸류에이션

구분	내용	비고
2H25~1H26F 지배주주순이익 (십억원)	196	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	4,703	
주식 수 (천주)	58,782	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	50,500	
상승여력	58.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	327	293	402
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	327	293	402
판매비와관리비	71	81	98	113
조정영업이익	153	246	196	289
영업이익	153	246	196	289
비영업손익	26	16	1	0
금융손익	7	16	21	25
관계기업등 투자손익	0	-2	-21	-27
세전계속사업손익	179	262	197	289
계속사업법인세비용	31	51	39	58
계속사업이익	148	211	157	231
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	211	157	231
지배주주	148	211	157	231
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	211	157	231
지배주주	148	211	157	231
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	249	199	291
FCF	111	248	159	229
EBITDA 마진율 (%)	70.1	76.1	67.9	72.4
영업이익률 (%)	68.3	75.2	66.9	71.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	64.5	53.6	57.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	988	1,146	1,378
현금 및 현금성자산	289	356	514	742
매출채권 및 기타채권	113	86	86	90
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	546	546	546
비유동자산	36	35	35	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	2	2	2
무형자산	3	3	3	2
자산총계	804	1,023	1,181	1,412
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	975	1,133	1,364
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	527	527	527
이익잉여금	219	430	587	818
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	975	1,133	1,364

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	250	161	231
당기순이익	148	211	157	231
비현금수익비용가감	16	37	20	34
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	34	17	31
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	-51	-39	-58
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	67	158	229
기초현금	116	289	356	514
기말현금	289	356	514	742

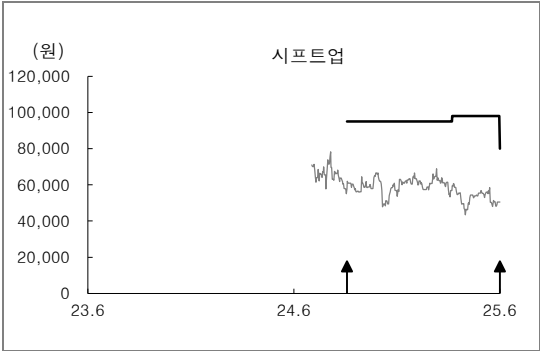
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	14.0	18.8	12.8
P/CF (x)	21.0	11.9	16.6	11.2
P/B (x)	4.8	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	21.8	8.4	9.7	5.8
EPS (원)	2,717	3,609	2,690	3,948
CFPS (원)	3,014	4,235	3,036	4,529
BPS (원)	13,104	16,678	19,367	23,315
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	45.8	-10.2	37.0
EBITDA증가율 (%)	38.2	58.6	-20.2	46.4
조정영업이익증가율 (%)	37.5	61.1	-20.4	47.4
EPS증가율 (%)	27.4	32.9	-25.5	46.8
매출채권 회전율 (회)	2.8	3.6	3.7	5.0
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	23.1	14.3	17.8
ROE (%)	31.3	24.3	14.9	18.5
ROIC (%)	144.3	211.3	207.8	302.7
부채비율 (%)	5.2	4.9	4.3	3.6
유동비율 (%)	2,687.2	2,617.2	3,005.2	3,577.9
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-90.6	-91.9	-93.1
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	232.3	191.6	281.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.06.09	매수	80,000	-	-
2025.03.17	매수	98,000	-46.02	-38.06
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(◆), 추가(—), 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.