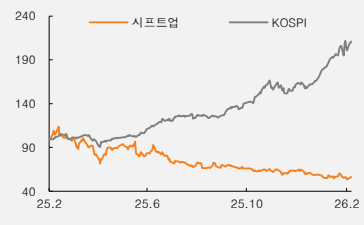


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 48,000원
현재주가(26/2/11)	34,000원
상승여력	41.2%

영업이익(25F,십억원)	181
Consensus 영업이익(25F,십억원)	186
EPS 성장률(25F,%)	19.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	10.9
MKT P/E(25F,x)	18.2
KOSPI	5,354.49
시가총액(십억원)	2,005
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	56.2
외국인 보유비중(%)	36.9
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	32,250
52주 최고가(원)	68,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.6	-21.8	-48.5
상대주가	-12.9	-53.2	-75.6



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

시프트업

모멘텀의 저점을 지나는 중

4Q25 Review: 컨센서스 하회

매출액 641억원(+1% YoY), 영업이익 371억원(-20% YoY)으로 컨센서스(매출액 665억원, 영업이익 422억원)를 하회했다. 니케 매출액은 449억원(+6% YoY)으로 예상치에 부합했다. 니케 글로벌 매출액은 3주년 업데이트(신규 캐릭터 2종 추가) 효과가 반영되며 QoQ 반등을 이어나갔다.

스텔라 블레이드 매출액은 154억원(-21% YoY)으로 예상치를 20% 하회했다. 프로모션 효과로 매출액은 부진했으나 판매량은 이전 분기와 유사한 수준으로 견조한 추세를 보였다. 영업비용은 270억원(+56% YoY)으로 예상치를 10% 상회했다. 이는 니케 라이브 서비스 고도화 관련 외주 비용 증가(약 50억원)에 기인한다.

여전히 견조한 니케와 스텔라 블레이드

니케 글로벌은 3주년을 지난 시점이지만 여전히 출시 첫 해와 크게 다르지 않은 트래픽을 유지 중이다. 메인 스토리 진척도를 고려 시 올해도 전년도 수준의 매출을 유지하는 데 무리가 없을 전망이다. 출시 이후 가파른 하향 안정화가 지속된 니케 중국은 4분기부터 트래픽 및 매출 수준이 유지되고 있는 상황이다.

프로모션 강도가 높아지면서 스텔라 블레이드 매출액은 하향 안정화가 지속되고 있으나 판매량은 견조한 점이 긍정적이다. 판매량 500만장 달성이 확실시됨에 따라 스텔라 블레이드 후속작 흥행 가능성도 높게 점쳐볼 수 있는 상황이다. 26년 중 후속작에 대한 추가 정보가 공개될 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 48,000원으로 하향

스텔라 블레이드 프로모션 강도를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 54,000원에서 48,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 26F 17.0배, 27F 14.2배에서 거래 중이다. 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 출시 초기 매출 효과도 제거됨에 따라 단기적인 모멘텀이 부재한 것은 사실이다.

다만 하반기 이후에는 모멘텀이 점진적으로 발생할 전망이다. 하반기 스텔라 블레이드의 신규 플랫폼 확장이 있을 것으로 예상한다. 또한 기대작 프로젝트 스피릿과 스텔라 블레이드 후속작에 대한 정보 공개도 본격화될 것이다. 글로벌 파트너사와 공동 개발 중인 스피릿의 개발이 상대적으로 빠를 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	294	229	269
영업이익 (십억원)	111	153	181	130	161
영업이익률 (%)	65.7	68.3	61.6	56.8	59.9
순이익 (십억원)	107	148	191	118	142
EPS (원)	2,132	2,717	3,256	2,000	2,400
ROE (%)	99.2	31.3	22.9	12.2	12.9
P/E (배)	-	23.3	10.9	17.0	14.2
P/B (배)	-	4.8	2.2	1.9	1.6
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)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	42	112	75	64	55	58	58	58	224	294	229	269
(% YoY)	13.0%	72.4%	30.1%	1.0%	29.7%	-48.7%	-22.8%	-9.2%	32.9%	31.3%	-22.2%	17.7%
니케	32	45	44	45	38	41	43	43	152	167	165	156
글로벌	32	35	37	39	31	34	36	38	152	144	140	133
중국	0	10	7	5	6	8	6	5	0	23	25	23
스텔라 블레이드	7	66	28	15	14	13	12	11	68	116	50	39
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IP 수수료 등	3	2	3	4	3	3	4	4	4	12	14	18
영업비용	16	44	26	27	24	23	23	29	71	113	98	108
인건비	10	16	14	14	14	15	15	15	55	54	59	67
변동비	2	25	10	6	5	5	5	5	7	43	21	21
고정비	4	2	2	8	4	3	3	8	9	16	18	20
영업이익	26	68	50	37	31	35	35	29	153	181	130	161
(% YoY)	1.2%	51.6%	39.3%	-19.6%	17.1%	-48.8%	-28.5%	-20.8%	37.5%	18.6%	-28.0%	23.3%
영업이익률	62.2%	60.7%	65.6%	57.9%	56.1%	60.6%	60.8%	50.5%	68.1%	61.6%	57.0%	59.8%
지배주주순이익	27	51	55	58	28	31	32	27	148	191	118	142
순이익률	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	51.1%	54.4%	54.4%	46.2%	66.0%	65.0%	51.5%	52.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	243	339	229	269	-6%	-20%	223	258	2%	4%	니케 매출액 하향
영업이익	148	227	130	161	-12%	-29%	133	157	-2%	2%	
순이익	133	190	118	142	-11%	-25%	125	148	-6%	-4%	
영업이익률	61.1%	67.1%	57.0%	59.8%	-	-	59.7%	60.8%	-	-	
순이익률	54.7%	56.0%	51.5%	52.6%	-	-	55.9%	57.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	64	68	-6%	66	-2%
영업이익	37	44	-15%	42	-12%
지배주주순이익	58	37	58%	42	40%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	118	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 빈등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	2,830	
주식 수 (천주)	58,961	
목표주가 (원)	48,000	
현재주가 (원)	34,000	
상승여력	41.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	294	229	269
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	294	229	269
판매비와관리비	71	113	98	108
조정영업이익	153	181	130	161
영업이익	153	181	130	161
비영업손익	26	52	17	16
금융손익	7	13	14	17
관계기업등 투자손익	0	37	2	-2
세전계속사업손익	179	233	147	177
계속사업법인세비용	31	42	29	35
계속사업이익	148	191	118	142
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	191	118	142
지배주주	148	191	118	142
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	191	118	142
지배주주	148	191	118	142
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	187	137	169
FCF	111	263	119	140
EBITDA 마진율 (%)	70.1	63.6	59.8	62.8
영업이익률 (%)	68.3	61.6	56.8	59.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	65.0	51.5	52.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	770	887	1,028
현금 및 현금성자산	289	110	227	365
매출채권 및 기타채권	113	139	139	141
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	521	521	522
비유동자산	36	301	303	305
관계기업투자등	0	92	93	94
유형자산	3	4	5	6
무형자산	3	2	2	2
자산총계	804	1,071	1,190	1,333
유동부채	29	98	99	100
매입채무 및 기타채무	3	17	17	17
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	78	79	80
비유동부채	11	67	67	68
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	59	59	60
부채총계	39	164	166	168
지배주주지분	764	906	1,024	1,166
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	531	531	531
이익잉여금	219	410	528	670
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	906	1,024	1,166

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	269	126	148
당기순이익	148	191	118	142
비현금수익비용가감	16	33	21	25
유형자산감가상각비	3	5	6	7
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	27	14	17
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	73	1	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-30	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-14	-42	-29	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-368	-115	-9	-9
유형자산처분(취득)	-3	-6	-7	-8
무형자산감소(증가)	-3	0	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-51	-1	-1
기타투자활동	-362	-58	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	427	-50	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	4	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	-53	0	0
현금의 증가	173	-180	117	139
기초현금	116	289	110	227
기말현금	289	110	227	365

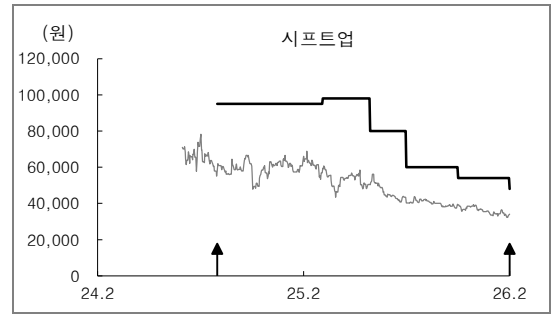
자료: 시프트업, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	10.9	17.0	14.2
P/CF (x)	21.0	9.3	14.4	12.0
P/B (x)	4.8	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	21.8	8.1	9.5	6.9
EPS (원)	2,717	3,256	2,000	2,400
CFPS (원)	3,014	3,817	2,361	2,827
BPS (원)	13,104	16,266	18,266	20,666
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	31.3	-22.2	17.7
EBITDA증가율 (%)	38.2	18.8	-26.5	22.8
조정영업이익증가율 (%)	37.5	18.6	-28.0	23.3
EPS증가율 (%)	27.4	19.9	-38.6	20.0
매출채권 회전율 (회)	2.8	2.5	1.7	2.0
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	20.4	10.4	11.2
ROE (%)	31.3	22.9	12.2	12.9
ROIC (%)	144.3	111.5	67.3	82.4
부채비율 (%)	5.2	18.2	16.2	14.4
유동비율 (%)	2,687.2	786.5	897.0	1,029.7
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-64.6	-68.6	-72.2
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	171.1	127.7	157.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2026.02.11	매수	48,000	-	-
2025.11.12	매수	54,000	-33.45	-27.22
2025.08.12	매수	60,000	-33.01	-27.00
2025.06.09	매수	80,000	-42.16	-29.88
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 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.