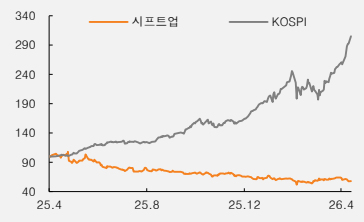


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	48,000원
현재주가(26/5/11)	31,400원
상승여력	52.9%

영업이익(26F,십억원)	113
Consensus 영업이익(26F,십억원)	115
EPS 성장률(26F,%)	-35.2
MKT EPS 성장률(26F,%)	224.0
P/E(26F,x)	15.7
MKT P/E(26F,x)	8.4
KOSPI	7,822.24
시가총액(십억원)	1,842
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.7
외국인 보유비중(%)	37.0
베타(12M) 일간수익률	0.16
52주 최저가(원)	28,200
52주 최고가(원)	58,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.4	-20.5	-43.2
상대주가	-28.4	-58.3	-81.3



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

하반기부터는 달라질 것

1Q26 Review: 매출액 부합, 영업이익 하회

매출액 473억원(+12% YoY), 영업이익 215억원(-18% YoY)으로 컨센서스(매출액 458억원, 영업이익 248억원)에 매출액은 부합, 영업이익은 13% 하회했다. 니케 매출액은 327억원(+1% YoY)으로 예상치를 13% 하회했다. 니케 글로벌 부진은 미진했던 신년 업데이트 효과에 기인한다.

스텔라 블레이드 매출액은 129억원(+84% YoY)으로 예상치를 7% 하회했다. 프로 모션 효과로 매출액은 부진했으나 판매량은 견조한 추세를 보였다. 영업비용은 258억원(+61% YoY)으로 예상치를 7% 상회했다. 인건비는 일회성 인센티브가 반영되어 162억원(+65% YoY)으로 QoQ 20% 상승했다.

니케의 성장 반전과 신작 정보 구체화를 기대

유저 리텐션 관리로 인해 매출이 부진했던 1분기와 달리 2분기 니케 글로벌 매출액은 성장 반전에 성공할 전망이다. 최근 진행된 3.5주년 업데이트가 성공적으로 진행되면서 니케 글로벌은 국내, 일본 등 주요 국가 양대 마켓에서 매출 순위 1위를 기록했다. 4월 이후 현재까지의 매출액은 YoY 30% 이상으로 추정된다.

하반기에는 차기작에 대한 정보 구체화도 이어질 전망이다. 동사는 스텔라 블레이드 차기작부터는 직접 퍼블리싱을 진행할 예정임을 밝혔다. 수준 높은 자체 서비스와 판매 성과 극대화 전략을 통해 전작 이상의 매출액을 올리는 것을 목표로 하고 있다. 하반기 게임에 대한 구체적인 정보가 공개될 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 48,000원 유지

장기적인 관점에서 접근이 필요한 시기다. 26F P/E 15.7배로 밸류에이션 부담이 높지 않으며, 2분기 이후 니케 글로벌의 성장 반전을 피할 수 있는 점은 긍정적이다. 다만 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 출시 초기 매출 효과도 제거됨에 따라 단기적인 모멘텀이 부재한 것은 사실이다.

하반기에는 신작 기대감이 점진적으로 발생할 전망이다. 자체 개발 중인 스텔라 블레이드 차기작과 공동 개발 중인 프로젝트 스피릿에 대한 정보 공개가 있을 예정이다. 또한 최근 인수한 언바운드에서도 하이엔드 타이틀을 포함한 복수의 파이프라인을 개발하고 있어 연내 추가적인 신작 공개 가능성도 높다고 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	224	295	217	259	382
영업이익 (십억원)	153	181	113	143	244
영업이익률 (%)	68.3	61.4	52.1	55.2	63.9
순이익 (십억원)	148	181	117	123	203
EPS (원)	2,717	3,084	1,998	2,094	3,467
ROE (%)	31.3	21.6	12.1	11.3	16.3
P/E (배)	23.3	11.5	15.7	15.0	9.1
P/B (배)	4.8	2.2	1.7	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.0	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	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	42	112	75	64	47	59	54	57	224	295	217	259
(% YoY)	13.0%	72.4%	30.1%	1.5%	12.0%	-47.7%	-28.4%	-12.0%	32.9%	31.4%	-26.4%	19.5%
니케	32	45	44	43	33	44	40	43	152	165	160	152
글로벌	32	35	37	39	29	39	34	39	152	144	141	134
중국	0	10	7	5	4	5	6	5	0	23	19	18
스텔라 블레이드	7	66	28	17	13	12	11	10	68	118	46	36
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IP 수수료 등	3	2	3	4	2	3	3	3	4	12	10	14
영업비용	16	44	26	27	26	23	24	30	71	113	103	116
인건비	10	16	14	14	16	15	16	17	55	54	65	75
변동비	2	25	10	6	5	5	5	5	7	43	19	19
고정비	4	2	2	8	5	3	3	9	9	16	19	21
영업이익	26	68	50	37	22	35	30	26	153	181	113	143
(% YoY)	1.2%	51.6%	39.3%	-19.0%	-18.1%	-48.0%	-39.0%	-29.6%	37.5%	18.8%	-37.4%	26.4%
영업이익률	62.2%	60.7%	65.6%	58.1%	45.5%	60.3%	55.9%	46.4%	68.1%	61.6%	52.3%	55.4%
지배주주순이익	27	51	55	59	38	30	26	23	148	191	117	123
순이익률	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	79.9%	51.7%	48.4%	40.7%	66.0%	65.0%	54.1%	47.4%

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	229	269	217	259	-5%	-4%	205	250	6%	3%	니케 매출액 하향
영업이익	130	161	113	143	-13%	-11%	114	144	0%	0%	
순이익	118	142	117	123	0%	-13%	128	152	-9%	-19%	
영업이익률	57.0%	59.8%	52.3%	55.4%	-	-	55.3%	57.5%	-	-	
순이익률	51.5%	52.6%	54.1%	47.4%	-	-	62.5%	60.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q26 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	47	55	-14%	46	3%
영업이익	22	31	-30%	25	-13%
지배주주순이익	38	28	35%	28	33%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	117	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 bind+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	2,817	
주식 수 (천주)	58,654	
목표주가 (원)	48,000	
현재주가 (원)	31,400	
상승여력	52.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	295	217	259	382
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	295	217	259	382
판매비와관리비	113	103	116	138
조정영업이익	181	113	143	244
영업이익	181	113	143	244
비영업손익	38	33	10	10
금융손익	10	9	11	13
관계기업등 투자손익	0	21	-4	-6
세전계속사업손익	219	146	153	254
계속사업법인세비용	38	28	31	51
계속사업이익	181	117	123	203
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	181	117	123	203
지배주주	181	117	123	203
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	195	117	123	203
지배주주	195	117	123	203
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	187	121	151	253
FCF	154	120	118	204
EBITDA 마진율 (%)	63.4	55.8	58.3	66.2
영업이익률 (%)	61.4	52.1	55.2	63.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	61.4	53.9	47.5	53.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	157	127	126	213
당기순이익	181	117	123	203
비현금수익비용가감	6	26	27	45
유형자산감가상각비	4	6	7	8
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	1	19	19	37
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	3	-5	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-57	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	0	0	0
법인세납부	-25	-28	-31	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	-283	-8	-8	-12
유형자산처분(취득)	-3	-7	-8	-9
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	0	0	-3
기타투자활동	-275	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-52	-3	0	2
장단기금융부채의 증가(감소)	52	0	0	2
자본의 증가(감소)	5	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-109	-4	0	0
현금의 증가	-179	117	116	129
기초현금	289	110	227	343
기말현금	110	227	343	472

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

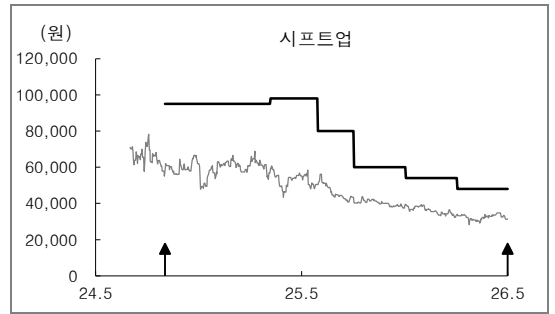
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	759	859	981	1,128
현금 및 현금성자산	110	227	343	472
매출채권 및 기타채권	178	153	159	172
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	471	479	479	484
비유동자산	312	304	306	383
관계기업투자등	162	153	155	228
유형자산	4	5	6	7
무형자산	2	1	1	0
자산총계	1,071	1,164	1,287	1,511
유동부채	95	70	71	88
매입채무 및 기타채무	31	31	32	47
단기금융부채	4	4	4	6
기타유동부채	60	35	35	35
비유동부채	65	68	68	71
장기금융부채	59	59	59	59
기타비유동부채	6	9	9	12
부채총계	160	138	139	160
지배주주지분	911	1,025	1,148	1,351
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	532	533	533	533
이익잉여금	400	517	640	844
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	911	1,025	1,148	1,351

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	11.5	15.7	15.0	9.1
P/CF (x)	11.1	12.9	12.3	7.4
P/B (x)	2.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	10.9	10.0	7.2	3.8
EPS (원)	3,084	1,998	2,094	3,467
CFPS (원)	3,185	2,440	2,548	4,242
BPS (원)	16,295	18,398	20,492	23,959
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 (%)	31.4	-26.4	19.5	47.6
EBITDA증가율 (%)	19.1	-35.6	25.4	67.1
조정영업이익증가율 (%)	18.8	-37.4	26.4	70.2
EPS증가율 (%)	13.5	-35.2	4.8	65.6
매출채권 회전율 (회)	2.5	1.7	2.0	2.9
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	19.3	10.5	10.0	14.5
ROE (%)	21.6	12.1	11.3	16.3
ROIC (%)	105.4	54.5	65.2	109.4
부채비율 (%)	17.6	13.5	12.1	11.8
유동비율 (%)	795.3	1,221.0	1,380.2	1,275.5
순차입금/자기자본 (%)	-5.1	-62.0	-65.5	-65.0
조정영업이익/금융비용 (x)	138.2	50.8	64.2	107.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	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

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 약화

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
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 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.