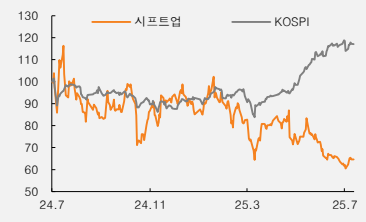


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 60,000원
현재주가(25/8/11)	43,500원
상승여력	37.9%

영업이익(25F,십억원)	206
Consensus 영업이익(25F,십억원)	194
EPS 성장률(25F,%)	6.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.9
P/E(25F,x)	15.0
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,206.77

시가총액(십억원)	2,557
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.8
외국인 보유비중(%)	37.5
베타(12M) 일간수익률	1.07
52주 최저가(원)	40,750
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.0	-34.1	-39.2
상대주가	-3.9	-47.8	-51.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

462870 · 게임

시프트업

기대 이상의 스텔라블레이드 성과

2Q25 Review: 컨센서스 상회

매출액 1,124억원(+72% YoY), 영업이익 682억원(+52% YoY)으로 컨센서스(매출액 837억원, 영업이익 589억원)를 각 34%, 16% 상회했다. 실적 호조는 6월 출시한 스텔라 블레이드 PC 흥행 성공에 기인한다. 스텔라 블레이드 매출액은 657억원(+154% YoY)으로 예상치를 30% 상회했다.

니케 매출액은 451억원(+17% YoY)으로 예상치를 13% 하회했다. 이는 기대를 모았던 니케와 스텔라 블레이드 IP의 쌍방향 콜라보 성과 부진에 기인한다. 영업비용은 442억원(+119% YoY)으로 예상치를 200억원 가량 상회했는데 이는 스텔라 블레이드 PC 일부 지역은 총매출로 인식한 데 따른 결과다.

단일 IP 리스크에서의 탈피

스텔라 블레이드가 보여주고 있는 깜짝 성과에 힘입어 동사는 니케 단일 IP 게임사라는 약점을 극복하고 있다. 24년~25년 스텔라 블레이드 매출 비중은 30%를 넘어서었다. PC, 콘솔 플랫폼 모두에서 입증한 개발 성과와 스텔라 블레이드에 대해 형성된 글로벌 팬층을 고려 시 후속작의 대규모 흥행 가능성도 높아진 상황이다.

상반기 고전했던 니케는 하반기 분위기 반전이 기대된다. 지난 7월 여름 업데이트 이후 급격한 트래픽 반등이 나타나고 있다. 니케 글로벌 MAU는 YoY 10% 이상 증가한 것으로 추정(센서타워 기준)된다. 작년 부진했던 에반게리온 콜라보 성과를 고려 시 하반기 YoY 성장 반전에는 무리가 없을 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 60,000원으로 하향

1) 스텔라 블레이드 및 니케 매출 조정, 2) 실적 기준연도 변경(2H25~1H26F→26F)으로 목표주가를 기존 80,000원에서 60,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 25F 15배, 26F 17배에서 거래 중이다. 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 신작 공백기에 접어들어 따라 단기적인 모멘텀은 부재하다.

다만 하반기 실적 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단한다. 니케 글로벌은 작년 하반기 부진했던 IP 콜라보에 대한 기저효과가 존재하며, 중국은 대대적인 반주년 업데이트가 예정되어 있다. 연말을 지나면서는 스텔라 블레이드 후속작, 프로젝트 스피릿 등 차기 대작에 대한 신작 기대감도 점진적으로 형성될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	319	275	373
영업이익 (십억원)	111	153	206	176	256
영업이익률 (%)	65.7	68.3	64.6	64.0	68.6
순이익 (십억원)	107	148	170	147	205
EPS (원)	2,132	2,717	2,903	2,501	3,485
ROE (%)	86.4	31.3	20.6	15.3	18.1
P/E (배)	-	23.3	15.0	17.4	12.5
P/B (배)	-	4.8	2.7	2.4	2.0
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	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	112	81	83	169	224	319	275	373
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	72%	40%	31%	155%	33%	42%	-14%	35%
니케	36	38	34	42	32	45	51	62	164	152	191	209	190
글로벌	36	38	34	42	32	35	36	44	164	152	146	148	140
중국	0	0	0	0	0	10	16	18	0	0	44	62	50
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	66	28	19	0	68	120	55	39
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	2	2	2	4	4	8	10	13
영업비용	11	20	22	17	16	44	27	25	58	71	113	99	117
인건비	9	17	19	10	10	16	13	14	49	55	54	62	72
변동비	1	1	1	5	2	25	12	9	5	7	48	27	35
고정비	2	2	3	3	4	2	2	2	4	9	11	10	10
영업이익	26	45	36	46	26	68	54	57	111	153	206	176	256
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	52%	53%	25%	508%	37%	35%	-15%	45%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	61%	67%	69%	66%	68%	65%	64%	69%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	51	45	47	107	148	170	147	205
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	46%	55%	57%	63%	66%	53%	53%	55%

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	327	293	319	275	-2%	-6%	273	246	17%	12%	스텔라블레이드 PC 판매량 조정 니케 글로벌 매출 조정
영업이익	246	196	206	176	-16%	-10%	194	163	6%	8%	
순이익	211	157	170	147	-19%	-7%	176	150	-3%	-2%	
영업이익률	75.3%	66.7%	64.7%	64.0%	-	-	71.0%	66.1%	-	-	
순이익률	64.6%	53.6%	53.4%	53.4%	-	-	64.5%	60.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	112	105	7%	84	34%
영업이익	68	80	-15%	59	16%
지배주주순이익	51	67	-23%	52	-1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	147	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 빈등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	3,528	
주식 수 (천주)	58,782	
목표주가 (원)	60,000	
현재주가 (원)	43,500	
상승여력	37.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	319	275	373
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	319	275	373
판매비와관리비	71	113	99	117
조정영업이익	153	206	176	256
영업이익	153	206	176	256
비영업손익	26	2	5	0
금융손익	7	15	17	21
관계기업등 투자손익	0	-14	-14	-23
세전계속사업손익	179	208	181	256
계속사업법인세비용	31	38	34	51
계속사업이익	148	170	147	205
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	170	147	205
지배주주	148	170	147	205
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	170	147	205
지배주주	148	170	147	205
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	210	180	259
FCF	111	173	149	203
EBITDA 마진율 (%)	70.1	65.8	65.5	69.4
영업이익률 (%)	68.3	64.6	64.0	68.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	53.3	53.5	55.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	176	151	205
당기순이익	148	170	147	205
비현금수익비용가감	16	26	19	32
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	22	15	29
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	1	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	-38	-34	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	-368	-12	-3	-2
유형자산처분(취득)	-3	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	-8	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	-67	148	203
기초현금	116	289	222	370
기말현금	289	222	370	573

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

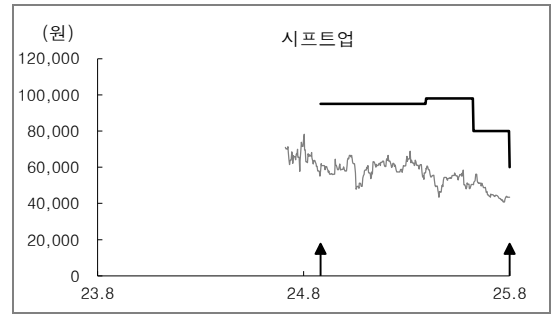
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	916	1,064	1,271
현금 및 현금성자산	289	222	370	573
매출채권 및 기타채권	113	133	134	137
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	561	560	561
비유동자산	36	62	62	61
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	3	2	2
무형자산	3	3	3	2
자산총계	804	978	1,126	1,332
유동부채	29	81	82	83
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	75	76	77
비유동부채	11	12	12	12
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	4	4	4
부채총계	39	93	94	94
지배주주지분	764	885	1,032	1,237
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	531	531	531
이익잉여금	219	389	536	741
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	885	1,032	1,237

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	15.0	17.4	12.5
P/CF (x)	21.0	13.0	15.4	10.8
P/B (x)	4.8	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	21.8	8.7	9.3	5.7
EPS (원)	2,717	2,903	2,501	3,485
CFPS (원)	3,014	3,346	2,829	4,022
BPS (원)	13,104	15,962	18,462	21,948
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	42.3	-13.6	35.4
EBITDA증가율 (%)	38.2	33.9	-14.6	44.1
조정영업이익증가율 (%)	37.5	35.1	-14.5	45.3
EPS증가율 (%)	27.4	6.9	-13.9	39.4
매출채권 회전율 (회)	2.8	2.8	2.2	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 (%)	29.4	19.1	14.0	16.7
ROE (%)	31.3	20.6	15.3	18.1
ROIC (%)	144.3	145.9	119.8	170.8
부채비율 (%)	5.2	10.5	9.1	7.6
유동비율 (%)	2,687.2	1,129.3	1,299.2	1,536.2
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-82.7	-85.2	-87.5
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	194.8	172.5	249.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.08.12	매수	60,000	-	-
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 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
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.