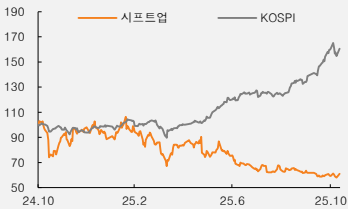


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(하향)	<b>▼ 54,000원</b>
현재주가(25/11/11)	39,500원
상승여력	36.7%

영업이익(25F,십억원)	188
Consensus 영업이익(25F,십억원)	188
EPS 성장률(25F,%)	6.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	13.7
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	4,106.39
시가총액(십억원)	2,329
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.9
외국인 보유비중(%)	36.7
베타(12M) 일간수익률	0.65
52주 최저가(원)	37,450
52주 최고가(원)	68,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-1.3 -28.6 -34.7
상대주가	-13.2 -55.2 -59.7



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

# 시프트업

## 견조한 니케 글로벌 성과

### 3Q25 Review: 컨센서스 상회

매출액 755억원(+30% YoY), 영업이익 495억원(+39% YoY)으로 컨센서스(매출액 729억원, 영업이익 463억원)를 각 4%, 7% 상회했다. 니케 매출액은 445억원으로 YoY 30% 성장했다. 성장세 반전에 성공한 니케 글로벌 매출액이 370억원(+10% YoY) 수준을 기록한 것으로 추정된다.

스텔라 블레이드 매출액은 277억원(+23% YoY)으로 예상치에 부합했다. 영업비용은 260억원(+16% YoY)으로 예상치를 4% 하회했다. 인건비는 전분기 인센티브 지급 효과 제거 및 인센티브 안분인식 영향으로 QoQ 15% 감소한 140억원을 기록했다. 변동비는 스텔라 블레이드 PC 관련 지급수수료 감소로 QoQ 62% 감소했다.

### 니케 글로벌, 스텔라 블레이드의 견조한 성과 기대

스텔라 블레이드는 PC 출시 이후에도 꾸준한 판매 흐름과 긍정적인 유저 평가(스팀 기준)를 유지 중에 있다. 향후에도 각종 계절 및 연휴 프로모션 이벤트 효과가 더해지며 견조한 판매량을 올릴 전망이다. 4분기 스텔라 블레이드 매출액으로 193억원(Flat YoY)을 전망한다.

3분기 성장세 반전에 성공한 니케 글로벌도 26년까지 견조한 매출 흐름을 이어나갈 전망이다. 니케 글로벌은 출시 3년이 지나가고 있는 시점임에도 MAU 규모가 유지되고 있다. 26년 니케 글로벌 매출액은 1,480억원(+3% YoY)을 기록할 전망이다.

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 54,000원으로 하향

니케 중국 매출 하향안정화를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 60,000원에서 54,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 25F 13.7배, 26F 17.6배에서 거래 중이다. 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 신작 공백기에 접어들어 따라 단기적인 모멘텀은 부재하다.

동사는 국내에서 가장 강력한 27년 차기작을 갖춘 게임사다. 스텔라 블레이드가 500만장 이상의 최종 판매량 달성이 유력해짐에 따라 차기작 판매량에 대한 기대치도 높아지고 있다. 스텔라 블레이드 후속작, 프로젝트 스피릿 등 차기 신작에 대한 정보가 구체화되기 시작하면서 다시금 모멘텀이 발생하기 시작할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	298	243	339
영업이익 (십억원)	111	153	188	148	227
영업이익률 (%)	65.7	68.3	63.1	60.9	67.0
순이익 (십억원)	107	148	170	133	190
EPS (원)	2,132	2,717	2,893	2,250	3,218
ROE (%)	86.4	31.3	20.6	14.0	17.1
P/E (배)	-	23.3	13.7	17.6	12.3
P/B (배)	-	4.8	2.5	2.2	1.8
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	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>42</b>	<b>112</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>169</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	72%	30%	7%	155%	33%	33%	-19%	39%
니케	36	38	34	42	32	45	44	46	164	152	168	175	162
글로벌	36	38	34	42	32	35	37	39	164	152	143	148	140
중국	0	0	0	0	0	10	7	8	0	0	25	27	22
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	66	28	19	0	68	120	56	31
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	2	3	3	4	4	10	12	14
<b>영업비용</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>111</b>	<b>94</b>	<b>111</b>
인건비	9	17	19	10	10	16	14	14	49	55	55	63	72
변동비	1	1	1	5	2	25	10	8	5	7	45	22	29
고정비	2	2	3	3	4	2	2	2	4	9	11	9	10
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>68</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>111</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	52%	39%	-5%	508%	37%	23%	-21%	53%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	61%	66%	64%	66%	68%	63%	61%	67%
<b>지배주주순이익</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>37</b>	<b>107</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	46%	72%	54%	63%	66%	57%	55%	56%

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	319	275	298	243	-6%	-12%	296	224	1%	9%	니케 중국 매출 하향
영업이익	206	176	188	148	-9%	-16%	188	142	0%	5%	
순이익	170	147	170	133	0%	-10%	162	129	5%	3%	
영업이익률	64.7%	64.0%	62.9%	61.1%	-	-	63.5%	63.3%	-	-	
순이익률	53.4%	53.4%	56.9%	54.7%	-	-	54.8%	57.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	75	81	-7%	73	4%
영업이익	50	54	-9%	46	7%
지배주주순이익	55	45	22%	40	38%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	133	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 빈등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	3,185	
주식 수 (천주)	58,961	
목표주가 (원)	54,000	
현재주가 (원)	39,500	
상승여력	36.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
판매비와관리비	71	111	94	111
<b>조정영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>비영업손익</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>10</b>
금융손익	7	14	17	20
관계기업등 투자손익	0	5	-1	-12
세전계속사업손익	179	208	165	237
계속사업법인세비용	31	39	33	47
계속사업이익	148	170	133	190
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	192	152	230
FCF	111	191	135	188
EBITDA 마진율 (%)	70.1	64.4	62.6	67.8
영업이익률 (%)	68.3	63.1	60.9	67.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	57.0	54.7	56.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>768</b>	<b>893</b>	<b>1,027</b>	<b>1,219</b>
현금 및 현금성자산	289	170	304	491
매출채권 및 기타채권	113	133	133	136
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	590	590	592
<b>비유동자산</b>	<b>36</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>101</b>
관계기업투자등	0	9	9	9
유형자산	3	3	2	2
무형자산	3	3	3	2
<b>자산총계</b>	<b>804</b>	<b>995</b>	<b>1,129</b>	<b>1,320</b>
<b>유동부채</b>	<b>29</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>102</b>
매입채무 및 기타채무	3	17	17	17
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	80	81	82
<b>비유동부채</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	3	3	3
<b>부채총계</b>	<b>39</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>112</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	531	531	531
이익잉여금	219	389	522	711
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>114</b>	<b>194</b>	<b>137</b>	<b>190</b>
당기순이익	148	170	133	190
비현금수익비용가감	16	27	18	29
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	23	14	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	19	1	-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	-39	-33	-47
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-368</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	-3	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	-8	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>427</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>173</b>	<b>-119</b>	<b>134</b>	<b>188</b>
기초현금	116	289	170	304
기말현금	289	170	304	491

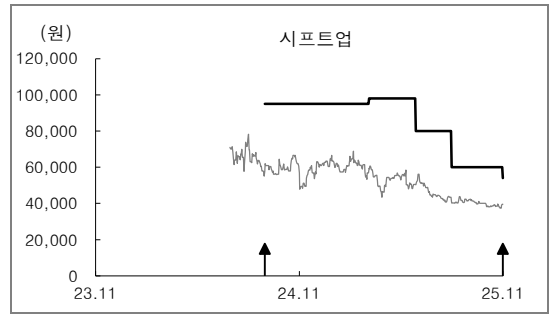
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	13.7	17.6	12.3
P/CF (x)	21.0	11.8	15.4	10.7
P/B (x)	4.8	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA (x)	21.8	8.4	9.8	5.6
EPS (원)	2,717	2,893	2,250	3,218
CFPS (원)	3,014	3,356	2,558	3,706
BPS (원)	13,104	15,905	18,156	21,374
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	33.1	-18.6	39.5
EBITDA증가율 (%)	38.2	22.1	-20.8	51.5
조정영업이익증가율 (%)	37.5	22.9	-20.9	53.1
EPS증가율 (%)	27.4	6.5	-22.2	43.0
매출채권 회전율 (회)	2.8	2.6	1.9	2.7
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	18.9	12.5	15.5
ROE (%)	31.3	20.6	14.0	17.1
ROIC (%)	144.3	143.9	119.2	181.2
부채비율 (%)	5.2	12.5	10.9	9.3
유동비율 (%)	2,687.2	895.7	1,020.0	1,198.4
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-80.2	-82.9	-85.4
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	177.2	145.2	221.7

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.11.12	매수	54,000	-	-
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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

\* 2025년 09월 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.