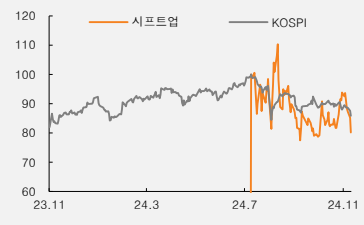


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(24/11/12)	56,900원
상승여력	67.0%

영업이익(24F, 십억원)	147
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	147
EPS 성장률(24F, %)	3.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.3
P/E(24F, x)	25.7
MKT P/E(24F, x)	10.4
KOSPI	2,482.57
시가총액(십억원)	3,319
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	17.8
외국인 보유비중(%)	2.0
베타(12M) 일간수익률	-0.45
52주 최저가(원)	55,000
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.1	0.0	0.0
상대주가	1.4	0.0	0.0



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

## 시프트업

## 기대 이상의 스텔라 블레이드 성과

## 3Q24 Review: 탐라인 상회, 바텀라인 하회

3분기 매출액 580억원(+52% YoY), 영업이익 356억원(+120% YoY)으로 컨센서스(매출액 534억원, 영업이익 393억원)를 매출액은 9% 상회, 영업이익은 9% 하회했다. 니케 매출액은 342억원(-11% YoY)으로 예상치를 6% 하회했다. 3분기 니케 부진은 8월 대대적으로 진행한 에반게리온 콜라보 업데이트 실패에 기인한다.

스텔라 블레이드 매출액은 224억원으로 예상치를 80% 상회했다. 7월 실시된 여름 업데이트 흥행이 주효했던 것으로 추정된다. 영업비용은 224억원(+2% YoY)로 예상치를 69% 상회했는데 이는 2분기 출시된 스텔라 블레이드 성과급이 당분기에 지급되었기 때문이다.

## 니케 4분기 현황과 실적 전망

부진했던 3분기 에반게리온 콜라보 업데이트와 달리 니케 2주년 업데이트(10월 31일~11월 28일)는 성공적으로 진행되고 있다. 1) 출시 2년이 지났음에도 견조하게 유지되고 있는 유저 트래픽과, 2) 크리스마스, 신년 업데이트로 이어지는 구간임을 고려 시 4분기 니케 매출은 성장 전환할 것으로 보인다.

동사 4분기 매출액은 543억원(+19% YoY)으로 컨센서스를 5% 하회, 영업이익은 400억원(+23% YoY)으로 8% 상회할 전망이다. 니케 매출액은 477억원(+5% YoY), 스텔라 블레이드 매출액은 54억원을 예상한다. 4분기 특이사항이 없는 인건비의 경우 110억원(+1% YoY)을 기록할 전망이다.

## 목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 유지

투자 의견 '매수', 업종 내 Top Pick으로 지속 추천한다. 기존작 지역 확대와 플랫폼 확장을 통해 25년에도 큰 폭의 탐라인, 바텀라인 동반 성장을 이어갈 수 있는 유일한 국내 게임사다. 25F 매출액은 3,650억원으로 YoY 70%, 영업이익은 2,890억원으로 YoY 97% 성장할 전망이다. 25F P/E 14배에서 거래 중이다.

1Q25부터는 중국 모멘텀이 본격화될 전망이다. 텐센트의 본격적인 프로모션과 함께 흥행 우려를 불식시키는 수준의 사전 지표(사전 예약자 수, 트래픽)가 발생할 것이다. 당사에서는 니케 중국에 대해 매출 순위 20위 전후의 성과(일매출 10억원)를 예상하며 2Q25부터 매출액을 온기 반영하고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	215	365	321
영업이익 (십억원)	22	111	147	289	235
영업이익률 (%)	33.8	65.7	68.4	79.2	73.2
순이익 (십억원)	20	107	121	231	188
EPS (원)	421	2,132	2,213	3,957	3,227
ROE (%)	36.7	86.4	26.2	27.0	17.7
P/E (배)	-	-	25.7	14.4	17.6
P/B (배)	-	-	4.5	3.4	2.9
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	54	45	134	86	101	66	169	215	365	321	401
(% YoY)	-17%	64%	52%	19%	19%	105%	48%	85%	285%	155%	27%	70%	-12%	25%
니케	36	38	34	48	38	71	57	75	55	164	157	242	277	263
글로벌	36	38	34	48	38	40	36	50	55	164	157	165	175	176
중국	0	0	0	0	0	31	22	25	0	0	0	77	102	87
스텔라 블레이드	0	26	22	5	5	61	27	25	0	0	54	118	40	25
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	11	4	4	5	4	3
영업비용	11	20	22	14	15	19	17	25	48	58	68	76	85	97
인건비	9	17	19	11	12	15	13	21	0	49	56	61	70	80
변동비	1	1	1	1	1	2	1	1	0	5	3	5	5	5
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	0	4	9	10	11	12
영업이익	26	45	36	40	30	115	69	76	18	111	147	289	235	304
(% YoY)	-13%	38%	120%	23%	14%	154%	93%	90%	흑전	508%	32%	97%	-18%	29%
영업이익률	69%	69%	61%	74%	66%	86%	80%	75%	28%	66%	68%	79%	73%	76%
지배주주순이익	25	40	23	32	24	92	55	61	-7	107	121	231	188	243
순이익률	66%	62%	40%	59%	53%	68%	64%	60%	-11%	63%	56%	63%	59%	61%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	214	362	215	365	0%	1%	213	317	1%	15%	성과급 반영
영업이익	151	289	147	289	-3%	0%	147	236	-1%	22%	
순이익	126	231	121	231	-5%	0%	132	208	-9%	11%	
영업이익률	70.4%	79.8%	68.2%	79.1%	-	-	69.1%	74.7%	-	-	
순이익률	59.0%	63.8%	56.1%	63.3%	-	-	62.0%	65.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	58	50	16%	53	9%
영업이익	36	37	-3%	39	-9%
지배주주순이익	23	27	-13%	35	-33%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	231	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,540	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	56,900	
상승여력	67.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 시프트업 (462870)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	215	365	321
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	215	365	321
판매비와관리비	58	68	76	85
조정영업이익	111	147	289	235
영업이익	111	147	289	235
비영업손익	3	1	0	0
금융손익	0	2	6	10
관계기업등 투자손익	0	-1	-6	-10
세전계속사업손익	114	148	289	235
계속사업법인세비용	8	28	58	47
계속사업이익	107	121	231	188
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	121	231	188
지배주주	107	121	231	188
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	121	231	188
지배주주	107	121	231	188
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	149	291	238
FCF	100	-216	228	185
EBITDA 마진율 (%)	67.5	69.3	79.7	74.1
영업이익률 (%)	65.7	68.4	79.2	73.2
당기순이익률 (%)	63.3	56.3	63.3	58.6

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	731	962	1,149
현금 및 현금성자산	116	330	556	740
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	340	345	347
비유동자산	27	33	33	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	3	3	4
무형자산	1	3	3	3
자산총계	204	764	995	1,183
유동부채	11	16	16	16
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	7	11	11	11
비유동부채	12	10	10	10
장기금융부채	10	8	8	8
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	23	26	26	26
지배주주지분	181	738	969	1,157
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	192	422	611
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	738	969	1,157

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	-213	229	187
당기순이익	107	121	231	188
비현금수익비용가감	14	27	53	39
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	25	51	37
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-336	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-11	-28	-58	-47
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-8	-3	-3
유형자산처분(취득)	0	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	435	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	13	-2	0	0
자본의 증가(감소)	33	436	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	1	0	0
현금의 증가	104	214	227	184
기초현금	12	116	330	556
기말현금	116	330	556	740

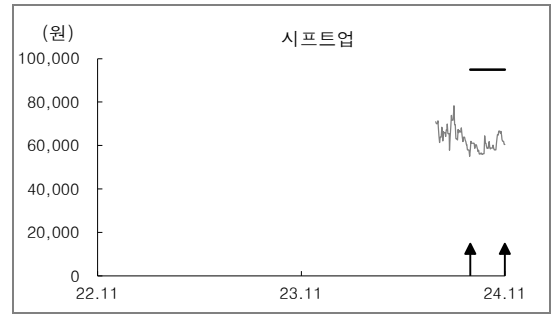
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	25.7	14.4	17.6
P/CF (x)	-	21.0	11.7	14.6
P/B (x)	-	4.5	3.4	2.9
EV/EBITDA (x)	-	20.2	9.5	10.9
EPS (원)	2,132	2,213	3,957	3,227
CFPS (원)	2,416	2,715	4,872	3,901
BPS (원)	3,568	12,658	16,615	19,841
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 (%)	158.1	27.5	69.8	-12.1
EBITDA증가율 (%)	386.2	30.7	95.6	-18.2
조정영업이익증가율 (%)	400.7	32.0	96.8	-18.4
EPS증가율 (%)	406.7	3.8	78.8	-18.4
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.6	6.0	5.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	76.8	24.9	26.2	17.3
ROE (%)	86.4	26.2	27.0	17.7
ROIC (%)	183.0	50.9	56.7	45.7
부채비율 (%)	12.6	3.5	2.7	2.2
유동비율 (%)	1,582.3	4,641.9	6,045.5	7,154.2
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-43.3	-56.4	-63.1
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	90.1	192.2	156.4

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2024.09.11	매수	95,000	-	-



\* 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
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 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.