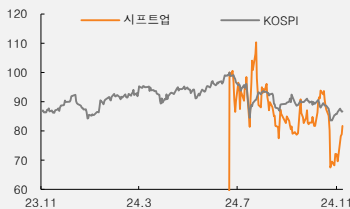


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(24/11/28)	58,000원
상승여력	63.8%

영업이익(24F, 십억원)	147
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	147
EPS 성장률(24F, %)	3.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	73.8
P/E(24F, x)	26.2
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSPI	2,504.67
시가총액(십억원)	3,383
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	17.8
외국인 보유비중(%)	1.7
베타(12M) 일간수익률	0.47
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.4	0.0	0.0
상대주가	-1.3	0.0	0.0



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

시프트업

NDR 후기: 니케에 대한 걱정은 기우다

니케는 여전히 건조하다

동사는 11월 25일~28일 상장 이후 첫 국내 NDR을 진행하였다. 니케 2주년은 1주년보다 양호한 성과를 기록한 것으로 추정된다. 2주년 업데이트가 끝났음에도 여전히 높은 유저 트래픽을 유지하고 있다. 주요 업데이트인 크리스마스와 신년 업데이트를 앞두고 있는 상황이다. 니케는 여전히 PLC 초기 단계에 있으며 10년 이상의 장기적인 서비스를 목표로 하고 있다.

니케 중국의 경우 4월 이후(상반기 중) 출시될 것으로 보인다. 새로운 지역에서 안정적인 성과를 낼 수 있도록 중국 서비스 경험이 풍부한 퍼블리셔와 함께 차별화된 전략과 마케팅을 준비 중에 있다.

25년 이후 기대해볼 부분은?

25년 상반기 프로젝트 위치스에 대해 구체적인 정보를 공개하는 자리가 개최될 것으로 보인다. 크로스 플랫폼(PC, 콘솔, 모바일)으로 개발되고 있는 프로젝트 위치스는 27년 출시를 검토 중이고 니케 이상의 성과를 기대하는 파이프라인이다. 신규 프로젝트를 위한 인력도 지속적으로 채용중이다. 현재 310명대(니케 142명, 스텔라블레이드 100명, 위치스 20명 등) 규모의 인력은 연말 340명, 25년말 420명 수준으로 증가될 예정이다.

니케 중국 출시 외에도 스텔라블레이드 PC 확장을 상반기 목표로 준비 중에 있다. PC에서는 콘솔 이상의 성과가 기대된다. 스텔라블레이드는 신규 IP로서 시장에 확고히 자리매김하였으며 IP의 종적 확장을 통해 장기적인 매출 기여가 가능할 것으로 보인다.

투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

동사에 대한 목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 3분기 니케 매출 부진(-11% YoY)에서 불거진 니케에 대한 우려는 과도하다는 판단이다. 3분기부터 높아진 트래픽과 2주년 업데이트 성과를 고려 시 4분기는 니케 매출의 성장 반전에 성공할 것으로 보인다.

25F P/E 15배에서 거래 중이다. 1) 25년 실적의 성장성, 2) 상반기 예정된 지역 및 플랫폼 확장 모멘텀을 고려 시 업종 내 가장 매력적인 게임사라는 판단이다. 내년 1분기 이후 니케 중국 출시와 관련한 사전 작업 및 지표가 발생하기 시작하면서 모멘텀은 극대화될 전망이다.

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)	-	-	26.2	14.7	18.0
P/B (배)	-	-	4.6	3.5	2.9
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

니케 관련

Q. 니케 2주년 성과?

- 2주년에 트래픽 반등. 올라온 지표가 지금까지 유지되고 있음
- 연중 가장 큰 이벤트로서의 성과를 달성

Q. 니케 지역별 매출 비중?

- 일본 60%, 국내, 북미/유럽은 각 10~15% 정도

Q. 2주년 이후 최근 플로라 업데이트 성과?

- 1주년 직후 픽업 업데이트보다 상대적으로 매출 성과 괜찮음

Q. 니케 모바일, PC 결제 수수료 차이?

- 구체적으로는 말씀드릴 수 없으나 PC 결제는 텐센트 런처를 사용하기 때문에 상대적으로 낮음

Q. 니케 PC 비중?

- 최근 PC DAU 기준으로는 32%
- 초기 20% 비중에서 지속적으로 올라왔음

Q. 중국 니케 일정 관련?

- 내년 4월 이후 출시 검토 중
- 새로운 지역에서 안정적인 성과를 낼 수 있도록 차별화된 전략과 마케팅을 준비 중

스텔라블레이드 관련

Q. 스텔라블레이드 주요 매출 지역?

- 스텔라블레이드는 70% 북미 유럽

Q. 스텔라블레이드 판매량 추이?

- 9월까지 140만장 판매
- 올해 150만장 예상

Q. 모바일, 콘솔 분배비 차이?

- 모바일은 분배비율이 퍼블리셔가 높지만 콘솔은 반대로 우리가 높음

Q. 스텔라블레이드 PC 출시 시점?

- 25년 상반기 목표로 준비 중
- 콘솔 이상의 성과를 기대 중

신작 관련

Q. 위치스 타임라인?

- 상반기 중 구체적인 사항들로 유저 및 시장과 소통하는 것을 검토 중
- 출시 시점은 27년 이후로 보고 있음
- 개발 일정에 관한 부분은 회사에서 컨트롤 가능

Q. 위치스 출시 전 공백기는 어떻게해야할지?

- 니케가 아직 성장 여력이 충분히 남아있다고 내부 판단 중

Q. 위치스 플랫폼?

- PC, 콘솔, 모바일 다 플레이 되는 크로스 플랫폼 방식

기타 사항**Q. 인력 계획?**

- 현재 인력은 310명대(니케 142명, 스텔라블레이드 100명, 위치스 20명 등)
- 올해 말 기준 340명 전후 예상
- 내년 말 기준 420명 전후 예상
- 분기별로 고르게 충원할 예정

Q. AI 방향성?

- 개발 효율화, 개발 기간 단축에 사용

Q. 신사옥?

- 지금은 임차해서 사용 중
- 당장은 사옥 구매 계획은 없는 상황

Q. 해외에서의 반응?

- 높은 마진율에 대해서 긍정적인 피드백
- 텐센트와 같이 간다는 것에 대한 기대감

Q. 현재 현금과 활용 방안?

- 총 6천억 정도 있음
- 매년 천억원 이상 들어오고 있는 중
- 증권신고서에 있는 자금 활용 계획대로 모색 중

Q. IPO 비용은 다 반영 끝난 것인지?

- 3분기까지 다 반영되어 끝났음

Q. 내년 콜라보 계획?

- 내년 콜라보 계획은 다 정해져있음
- 23년과, 24년에 진행한 콜라보에 대한 피드백을 잘 반영할 것

Q. 앱수수료 인하가 현실화 될 경우 수혜는?

- 아직은 개발사로서 구체적으로 언급드릴 수는 없음
- 다만 해당 트렌드가 확산된다고 한다면 장기적으로는 퍼블리셔와 개발사 모두에게 수혜가 될 긍정적인 변화로 봄
- 게임사와 퍼블리셔와의 계약은 각기 다르기에 수혜 양상은 차이가 있을 수 있을 것

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
지배주주귀속 순이익률 (%)	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
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-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

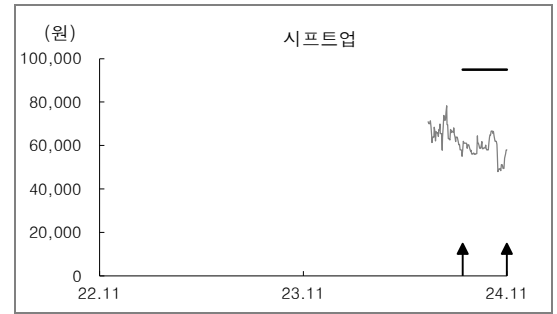
자료: 시프트업, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	26.2	14.7	18.0
P/CF (x)	-	21.4	11.9	14.9
P/B (x)	-	4.6	3.5	2.9
EV/EBITDA (x)	-	20.6	9.8	11.2
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.