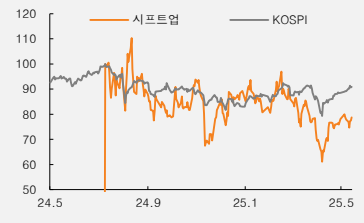


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	98,000원
현재주가(25/5/16)	55,900원
상승여력	75.3%

영업이익(25F, 십억원)	281
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	214
EPS 성장률(25F, %)	50.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.1
P/E(25F, x)	13.7
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSPI	2,626.87
시가총액(십억원)	3,269
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.1
외국인 보유비중(%)	38.1
베타(12M) 일간수익률	0.82
52주 최저가(원)	43,350
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.5	13.3	0.0
상대주가	5.7	4.2	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

462870 · 게임

시프트업

초기 서프라이즈를 기대하는 근거

니케 중국, 컨센서스 상회하는 초기 성과 예상

니케 중국에 대한 컨센서스는 연간 일평균 매출액 8억원 수준으로 추정된다. 이는 iOS 매출 순위 기준으로 볼 때 출시 첫 분기 10위권 중후반을 기록한 이후 20위권 중후반에서 안정화가 될 것으로 추정하고 있는 것으로 보인다.

당사에서는 출시 당일 iOS 매출 순위 7위 이내가 가능할 것으로 보며, ARPDau가 글로벌 수준으로 나온다면 5위 이내의 서프라이즈도 가능할 것으로 판단한다. 중장 기로는 매출 순위 20위 수준에 안착할 것으로 예상한다. 당사 추정치 연간 일평균 매출액 10억원에 부합하기 위해서는 출시 첫주 DAU 70~80만명(iOS 25~30만명), 중장기 DAU 40~50만명(iOS 15~20만명 수준)을 기록할 필요가 있다.

출시 초기 높은 ARPDau, 리텐션 예상

니케 중국은 1) 중국 별도 빌드 운영, 2) 중국 현지화 콘텐츠 제공, 3) 글로벌과 다른 캐릭터 스펙을 제공함에 따라 미래시 영향이 제한적일 전망이다. 니케 글로벌 버전의 ARPDau(일일 활성 유저당 평균 매출액)는 출시 초기 및 주요 업데이트 시기 6,000원 수준을 기록했다. 중국 초기 ARPDau도 유사한 수준을 예상한다.

니케 중국의 사전예약자 수는 900만명 이상을 기록할 전망이다. 출시 전일~당일 iOS 다운로드 수는 100만건, DAU는 50만명 수준까지도 기대된다. ARPDau가 6,000원을 기록한다면 초기 iOS 일매출 30억원 이상이 가능하다고 판단한다. 니케의 1일 리텐션은 53%로 글로벌 주요 서브컬처 게임 중에서도 가장 높은 편이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 98,000원 유지

25F P/E 13.7배(컨센서스 17배)로 니케 중국 성과에 대한 기대감이 높은 수준으로 보기 어렵다. 5/22일 니케 중국 출시 이후 iOS 매출 순위에서 안정적인 초기 성과가 확인될 시 폭발적인 주가 모멘텀을 기대해볼 수 있는 상황이다. 니케 중국이 흥행에 성공할 시 신작이 부재한 26년 실적에 대한 우려도 감소할 것이다.

출시 초기 효과를 고려하더라도 니케 중국 매출액은 26년이 25년 대비 50% 클 전망이다. 중국 내 니케 IP 매출도 가파른 상승세를 보이며 신규 BM이 되어줄 것으로 기대한다. 스텔라블레이드 PC도 기대 이상의 초기 반응을 보여주고 있다. 5/16일 스텔라 사전 주문을 시작했으며 글로벌 매출 순위 2~3위를 기록하고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	363	322	425
영업이익 (십억원)	111	153	281	224	313
영업이익률 (%)	65.7	68.3	77.4	69.6	73.6
순이익 (십억원)	107	148	239	180	250
EPS (원)	2,132	2,717	4,085	3,075	4,276
ROE (%)	86.4	31.3	27.0	16.4	19.1
P/E (배)	-	23.3	13.7	18.2	13.1
P/B (배)	-	4.8	3.3	2.8	2.3
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

컨센서스를 상회하는 초기 성과 예상

니케 중국에 대한 컨센서스는 연간 일평균 매출액 8억원 수준으로 추정된다. 이는 iOS 매출 순위 기준으로 볼 때 출시 첫 분기 10위권 중후반을 기록한 이후 20위권 중후반에서 안정화가 될 것으로 추정하고 있는 것으로 보인다.

당사에서는 출시 당일 iOS 매출 순위 7위 이내가 가능할 것으로 보며, ARPDau가 글로벌 수준으로 나온다면 5위 이내의 서프라이즈도 가능할 것으로 판단한다. 중장기로는 매출 순위 20위 수준에 안착할 것으로 예상한다. 당사 추정치 연간 일평균 매출액 10억원에 부합하기 위해서는 출시 첫주 DAU 70~80만명(iOS 25~30만명), 중장기 DAU 40~50만명(iOS 15~20만명 수준)을 기록할 필요가 있다.

표 1. 중국 iOS 매출 순위별 매출액 추정(최근 90일 평균)

순위	게임	일매출(십억원)
1	왕자영요	9.6
2	화평정영	4.9
3	WOS	2.1
4	던파M	1.9
5	천열화선	1.6
6	금산산지전	1.4
7	몽환서유	1.1
8	러브앤답스페이스	1.1
9	항강시건포	0.9
10	제5인격	0.8
11	와일드드리프트	0.7
12	낙시왕배틀	0.7
13	델타포스	0.6
14	화영난자	0.6
15	영웅몰유섬	0.6
16	붕괴: 스타레일	0.6
17	삼국: 천하제패	0.5
18	개심소소락	0.5
19	삼국지 전략판	0.4
20	JJ두지주	0.4

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

사전예약자 수, DAU, ARPDau 기반 추정

블루아카이브, 에픽세븐 중국 성과 분석

23년 8월 중국에 출시된 블루아카이브(넥슨게임즈 개발, 요스타 중국 퍼블리싱)의 경우 사전예약자 425만명을 달성했으며 출시 전일~당일 iOS 다운로드 80만건 수준을 기록했다. 전체 사전예약자 수의 5분의 1이 출시 초기 iOS를 통해 발생하였다. 출시 초기 DAU는 35만명, ARPDau(일일 활성 유저당 평균 매출액)는 1,300원 수준을 기록한 것으로 추정된다. iOS 매출 순위는1일차 19위를 기록했고 이후 20위 밖으로 빠르게 벗어났다.

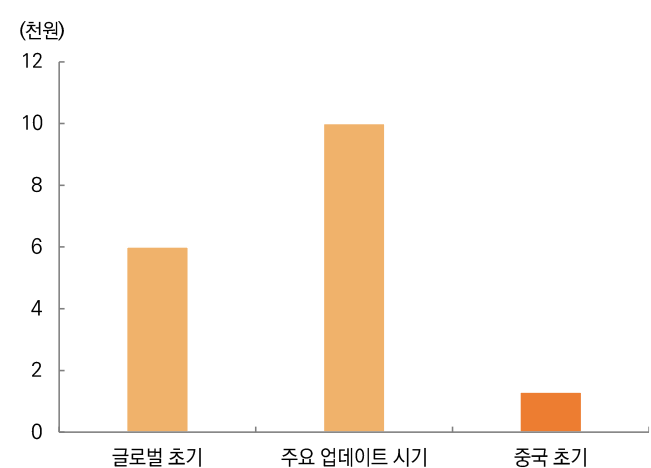
23년 6월 중국에 출시된 에픽세븐(스마일게이트 개발, 즈롱게임즈 퍼블리싱)은 사전예약자 400만명을 달성했으며 출시 전일~당일 iOS 다운로드 30만건 수준을 기록했다. 출시 초기 DAU는 10만명, ARPDau는 10,000원 수준을 기록한 것으로 추정된다. iOS 매출 순위는 1일차 12위, 2일차, 9위를 기록한 후 10위권 밖으로 서서히 밀려났다.

미래시 영향에 따른 ARPDau 차이

블루아카이브, 에픽세븐의 중국 진출 케이스는 현지화 콘텐츠에 따른 미래시의 유무가 초기 ARPDau를 결정짓는 주요 요인임을 보여준다. 블루아카이브는 글로벌 ARPDau가 초기 6,000원, 주요 이벤트 시기에는 10,000원 수준을 기록하였으나 중국 초기 ARPDau는 1,300원 수준으로 급감하였다. 미래시가 초기 매출 부진으로 이어진 케이스다.

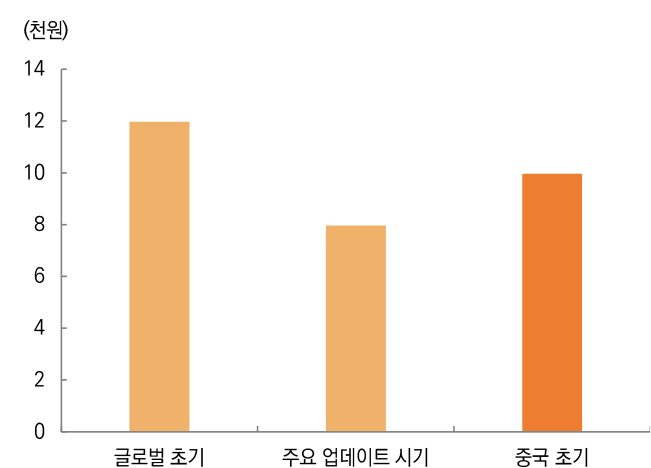
에픽세븐의 경우 중국 오픈 기념 특별 스킨, 펫, 특별 아티팩트 등을 선물로 지급하는 등 중국 현지화에 신경 쓰는 한편 글로벌과의 업데이트 격차를 빠르게 축소시키면서 미래시 영향을 최소화하는 데 성공했다. 에픽세븐은 글로벌 버전의 ARPDau가 초기 12,000원, 주요 이벤트 시기 8,000원을 기록했는데 중국 초기 ARPDau도 10,000원 수준으로 큰 차이가 발생하지 않았다.

그림 1. 블루아카이브 ARPDau 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 에픽세븐 ARPDau 추정



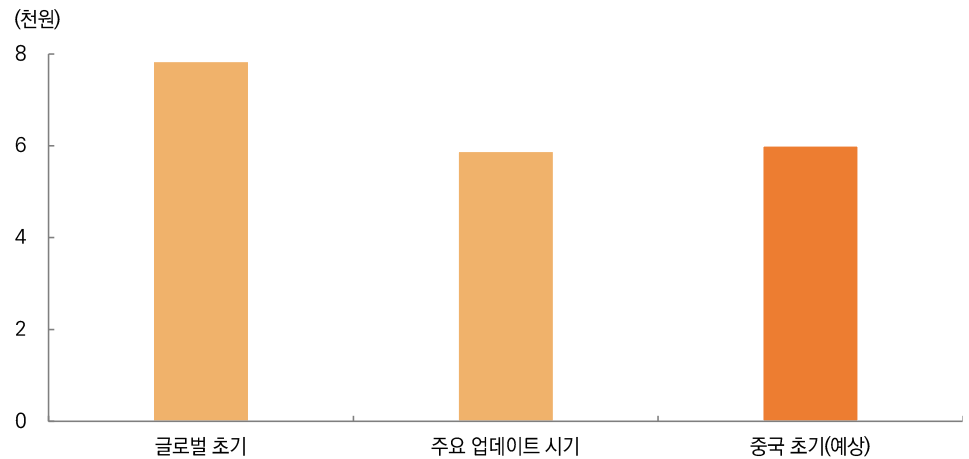
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

니케 중국: 출시 초기 높은 ARPDAU, 리텐션 예상

니케 중국은 1) 중국 별도 빌드 운영, 2) 중국 현지화 콘텐츠 제공, 3) 글로벌과 다른 캐릭터 스펙을 제공함에 따라 미래시 영향이 제한적일 전망이다. 니케 글로벌 버전의 ARPDAU(일일 활성 유저당 평균 매출액)는 출시 초기 및 주요 업데이트 시기 6,000원 수준을 기록했다. 중국 초기 ARPDAU도 유사한 수준을 예상한다.

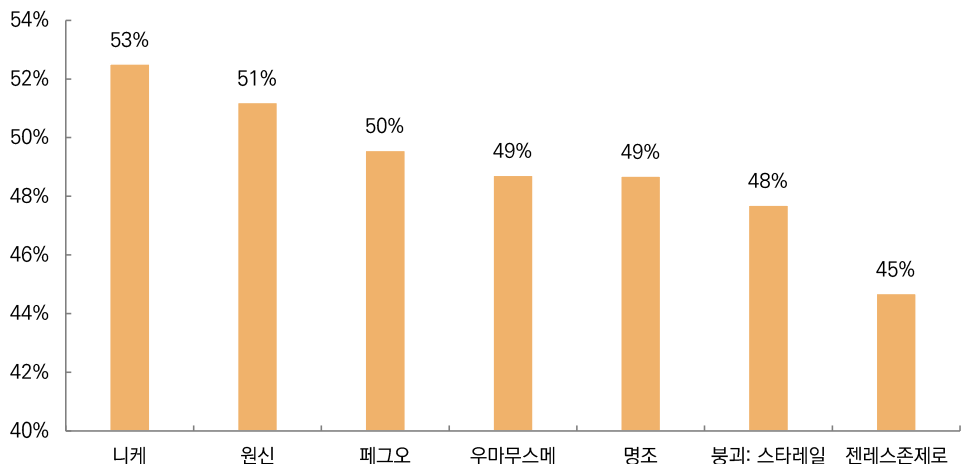
니케 중국의 사전예약자 수는 880만명을 넘어섰으며 출시 전 900만명 이상을 기록할 전망이다. 블루아카이브, 에픽세븐 등의 케이스를 고려한다면 출시 전일~당일 iOS 다운로드 100만건, iOS DAU는 50만명 수준까지도 기대해볼 수 있다. ARPDAU가 6,000원을 기록한다면 초기 iOS 일매출 30억원 이상이 가능하다고 판단한다. 니케의 1일 리텐션은 53%로 원신, 페그오, 우마무스메, 명조, 붕괴: 스타레일 등과 비교해도 가장 높은 수준이다. 높은 수준의 니케 중국 초기 성과를 기대하는 또 하나의 이유다.

그림 3. 니케 ARPDAU 추정



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

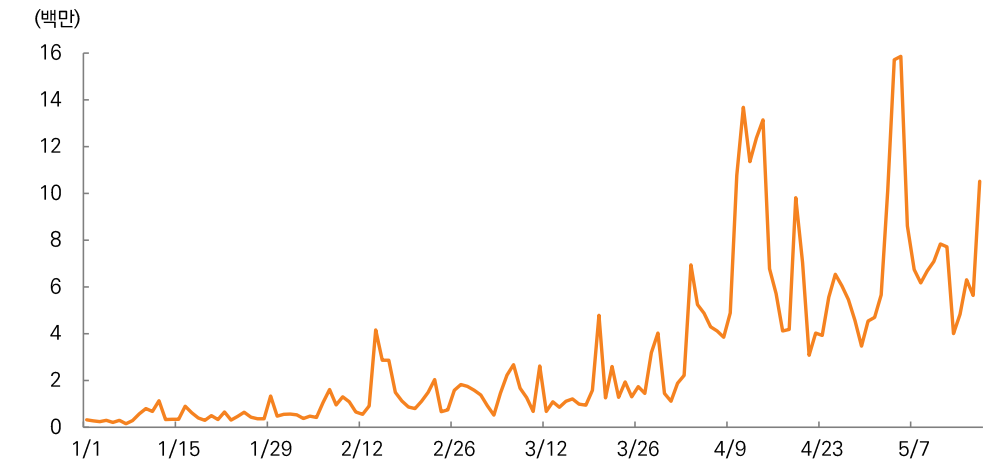
그림 4. 글로벌 주요 서브컬처 게임 1일 리텐션 비교



자료: 센서타워, 미래셋증권 리서치센터

5/22일 니케 중국 출시가 다가오면서 니케에 대한 중국 내 관심도도 폭발적인 상승세를 보이고 있다. 사전예약을 시작했던 1월초 30~40만 수준에 불과했던 니케 중국 키워드에 대한 위챗지수는 현재 500~1,000만 사이를 기록하고 있다. 블루아카이브 중국과 에픽세븐 중국도 400만명 이상의 유의미한 사전예약자수를 기록했지만 출시 전 위챗지수는 50만 미만 수준에 그쳤다. 니케 중국의 사전예약자 수 대비 다운로드 전환율도 높을 것으로 기대하는 이유다.

그림 5. 니케 위챗 지수 추이



자료: 위챗, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	120	105	96	169	224	363	322	425
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	83%	80%	51%	155%	33%	62%	-11%	32%
니케	36	38	34	42	32	56	59	71	164	152	218	251	244
글로벌	36	38	34	42	32	39	36	44	164	152	152	152	154
중국	0	0	0	0	0	17	23	26	0	0	66	98	91
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	61	42	22	0	68	131	54	30
기타	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	13	17	20
영업비용	11	20	22	17	16	26	20	21	58	71	82	98	113
인건비	9	17	19	10	10	18	12	14	49	55	54	70	81
변동비	1	1	1	5	2	5	4	4	5	7	15	15	19
고정비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	9	13	12	13
영업이익	26	45	36	46	26	94	85	75	111	153	281	224	313
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	109%	139%	63%	508%	37%	84%	-20%	40%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	79%	81%	78%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	78	71	63	107	148	239	180	250
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	65%	68%	66%	63%	66%	66%	56%	59%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	363	322	425
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	363	322	425
판매비와관리비	71	82	98	113
조정영업이익	153	281	224	313
영업이익	153	281	224	313
비영업손익	26	16	1	0
금융손익	7	17	22	26
관계기업등 투자손익	0	-2	-22	-28
세전계속사업손익	179	297	225	313
계속사업법인세비용	31	58	45	63
계속사업이익	148	239	180	250
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	239	180	250
지배주주	148	239	180	250
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	239	180	250
지배주주	148	239	180	250
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	284	227	315
FCF	111	275	181	248
EBITDA 마진율 (%)	70.1	78.2	70.5	74.1
영업이익률 (%)	68.3	77.4	69.6	73.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	65.8	55.9	58.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	1,016	1,197	1,448
현금 및 현금성자산	289	383	563	811
매출채권 및 기타채권	113	87	87	90
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	546	547	547
비유동자산	36	35	35	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	2	2	2
무형자산	3	3	3	2
자산총계	804	1,051	1,231	1,482
유동부채	29	38	38	39
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	32	32	33
비유동부채	11	10	10	10
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	2	2	2
부채총계	39	48	48	49
지배주주지분	764	1,003	1,183	1,433
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	527	527	527
이익잉여금	219	458	638	888
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	1,003	1,183	1,433

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	277	183	250
당기순이익	148	239	180	250
비현금수익비용가감	16	43	25	37
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	40	22	34
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	35	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	-58	-45	-63
투자활동으로 인한 현금흐름	-368	-3	-3	-2
유형자산처분(취득)	-3	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	427	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	0	0	0
현금의 증가	173	94	180	248
기초현금	116	289	383	563
기말현금	289	383	563	811

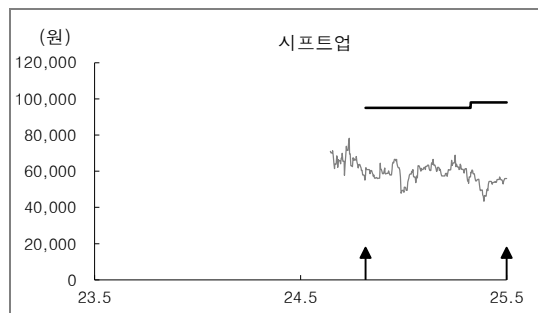
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	13.7	18.2	13.1
P/CF (x)	21.0	11.6	16.0	11.4
P/B (x)	4.8	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	21.8	8.3	9.6	6.1
EPS (원)	2,717	4,085	3,075	4,276
CFPS (원)	3,014	4,825	3,503	4,917
BPS (원)	13,104	17,154	20,228	24,504
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	61.8	-11.3	32.2
EBITDA증가율 (%)	38.2	80.8	-20.0	38.9
조정영업이익증가율 (%)	37.5	83.9	-20.2	39.6
EPS증가율 (%)	27.4	50.4	-24.7	39.1
매출채권 회전율 (회)	2.8	4.0	4.1	5.3
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	25.8	15.8	18.4
ROE (%)	31.3	27.0	16.4	19.1
ROIC (%)	144.3	239.9	235.4	325.3
부채비율 (%)	5.2	4.8	4.1	3.4
유동비율 (%)	2,687.2	2,690.9	3,137.2	3,758.5
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-90.8	-92.2	-93.4
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	265.1	219.2	305.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.03.17	매수	98,000	-	-
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
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 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.