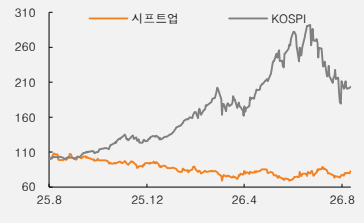


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 45,000원
현재주가(26/8/11)	33,650원
상승여력	33.7%

영업이익(26F,십억원)	97
Consensus 영업이익(26F,십억원)	105
EPS 성장률(26F,%)	-26.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	14.8
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	6,345.53
시가총액(십억원)	1,977
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.5
외국인 보유비중(%)	37.1
베타(12M) 일간수익률	0.03
52주 최저가(원)	28,200
52주 최고가(원)	43,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.3	-1.0	-22.6
상대주가	12.8	-16.5	-60.9



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

중장기 관점에서의 접근이 필요

2Q26 Review: 매출액 상회, 영업이익의 부합

매출액 557억원(-50% YoY), 영업이익 281억원(-59% YoY)으로 매출액은 컨센서스를 5% 상회, 영업이익은 부합했다. 니케 매출액은 433억원(-4% YoY)을 기록했다. 지난 4월 3.5주년 업데이트가 진행된 니케 글로벌 매출액이 YoY 10% 이상의 성장을 한 것으로 추정된다.

하향 안정화가 지속된 스텔라 블레이드 매출액은 88억원(-87% YoY)으로 QoQ 32% 감소했다. 영업비용은 276억원(-37% YoY)으로 예상치를 약 40억원 상회했다. 언바운드 연결 편입에 따른 영업비용이 반영되기 시작했다. 인건비는 일회성 인센티브 지급 효과가 제거되며 QoQ 4% 감소한 156억원(-5% YoY)을 기록했다.

니케, 스텔라 블레이드 IP의 성장 잠재력은 충분

출시 3주년을 지나며 본격적인 하향 안정화를 겪은 글로벌 주요 서브컬처 IP들과 달리 니케 글로벌은 여전히 성장 여력이 있음을 보여주고 있다. 신규 유저가 지속적으로 유입됨에 따라 출시 4년차에도 여전히 출시 첫 해 수준의 MAU가 유지(센서타워 기준)되고 있으며 ARPU 상승 여력은 충분한 상황이다.

스텔라 블레이드는 프로모션이 진행됨에 따라 매출액은 감소되고 있으나 판매량은 견조한 상황이다. 하반기 스위치2 플랫폼 확장이 예정되어 있다. 차기작인 '스텔라 블레이드: 블러드 레인'에 대한 정보도 순차적으로 공개될 예정이다. 6월 인게임 트레일러가 공개된 바 있다. 차기작은 동사가 직접 퍼블리싱할 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 45,000원으로 하향

1) 스텔라 블레이드 매출 하향 및 언바운드 관련 비용을 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준 연도 변경(26년→27년)에 따라 목표주가를 48,000원에서 45,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 26F P/E 15배, 27F P/E 18배 수준에서 거래 중이다. 신작 준비 시기로 단기적인 모멘텀은 부재한 상황이다.

신작에 대한 정보가 구체화되기 시작하면서 모멘텀은 점진적으로 확대될 전망이다. 하반기 스텔라 블레이드 차기작 외에도 AAA급 신작 스피릿에 대한 정보도 공개할 계획이다. 또한 신규 개발 인력을 충원하며 기존에 공개된 IP 외에도 신규 IP 신작도 개발 중에 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	224	295	211	236	385
영업이익 (십억원)	153	181	97	104	219
영업이익률 (%)	68.3	61.4	46.0	44.1	56.9
순이익 (십억원)	148	181	133	110	203
EPS (원)	2,717	3,084	2,272	1,878	3,468
ROE (%)	31.3	21.6	13.7	10.0	16.2
P/E (배)	23.3	11.5	14.8	17.9	9.7
P/B (배)	4.8	2.2	1.8	1.6	1.4
배당수익률 (%)	0.0	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)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	42	112	75	64	47	56	54	54	224	295	211	236
(% YoY)	13.0%	72.4%	30.1%	1.5%	12.0%	-50.4%	-28.8%	-15.6%	32.9%	31.4%	-28.3%	11.6%
니케	32	45	44	43	33	43	42	43	152	165	161	158
글로벌	32	35	37	39	29	39	36	38	152	144	142	141
중국	0	10	7	5	4	5	6	5	0	23	19	17
스텔라 블레이드	7	66	28	17	13	9	9	8	68	118	38	27
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IP 수수료 등	3	2	3	4	2	4	3	3	4	12	12	16
영업비용	16	44	26	27	26	28	27	33	71	113	114	131
인건비	10	16	14	14	16	16	16	17	55	54	64	73
변동비	2	25	10	6	5	6	6	6	7	43	22	23
고정비	4	2	2	8	5	6	6	11	9	16	28	35
영업이익	26	68	50	37	22	28	26	21	153	181	97	104
(% YoY)	1.2%	51.6%	39.3%	-19.0%	-18.1%	-58.8%	-46.9%	-43.7%	37.5%	18.8%	-46.5%	7.6%
영업이익률	62.2%	60.7%	65.6%	58.1%	45.5%	50.5%	48.9%	38.7%	68.1%	61.6%	45.9%	44.3%
지배주주순이익	27	51	55	59	38	42	29	25	148	191	133	110
순이익률	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	79.9%	74.9%	54.0%	45.7%	66.0%	65.0%	63.2%	46.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	217	259	211	236	-3%	-9%	214	220	-1%	7%	스텔라 블레이드 매출 하향
영업이익	113	143	97	104	-15%	-27%	107	104	-9%	1%	
순이익	117	123	133	110	14%	-10%	131	122	2%	-10%	
영업이익률	52.3%	55.4%	45.9%	44.3%	-	-	49.9%	47.2%	-	-	
순이익률	54.1%	47.4%	63.2%	46.7%	-	-	61.1%	55.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q26 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	56	59	-5%	53	5%
영업이익	28	35	-21%	28	0%
지배주주순이익	42	30	37%	29	42%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	110	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 빈등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	2,644	
주식 수 (천주)	58,742	
목표주가 (원)	45,000	
현재주가 (원)	33,650	
상승여력	33.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	295	211	236	385
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	295	211	236	385
판매비와관리비	113	114	131	165
조정영업이익	181	97	104	219
영업이익	181	97	104	219
비영업손익	38	71	34	35
금융손익	10	9	10	13
관계기업등 투자손익	0	59	20	20
세전계속사업손익	219	168	138	254
계속사업법인세비용	38	34	28	51
계속사업이익	181	133	110	203
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	181	133	110	203
지배주주	181	133	110	203
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	195	133	110	203
지배주주	195	133	110	203
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	187	110	122	241
FCF	154	123	114	209
EBITDA 마진율 (%)	63.4	52.1	51.7	62.6
영업이익률 (%)	61.4	46.0	44.1	56.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	61.4	63.0	46.6	52.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	759	813	919	1,132
현금 및 현금성자산	110	181	283	475
매출채권 및 기타채권	178	153	156	172
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	471	479	480	485
비유동자산	312	357	361	370
관계기업투자등	162	153	153	153
유형자산	4	10	10	11
무형자산	2	5	9	13
자산총계	1,071	1,169	1,280	1,503
유동부채	95	58	58	73
매입채무 및 기타채무	31	19	19	31
단기금융부채	4	4	4	7
기타유동부채	60	35	35	35
비유동부채	65	69	69	73
장기금융부채	59	60	60	60
기타비유동부채	6	9	9	13
부채총계	160	126	127	146
지배주주지분	911	1,043	1,153	1,357
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	532	533	533	533
이익잉여금	400	534	644	847
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	911	1,043	1,153	1,357

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	157	138	124	220
당기순이익	181	133	110	203
비현금수익비용가감	6	38	34	59
유형자산감가상각비	4	9	10	11
무형자산상각비	1	4	8	11
기타	1	25	16	37
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-13	-9	-3	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-57	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	0	0	0
법인세납부	-25	-34	-28	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	-283	-20	-22	-30
유형자산처분(취득)	-3	-15	-10	-12
무형자산감소(증가)	0	-8	-12	-14
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	0	0	-5
기타투자활동	-275	3	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-52	0	0	3
장단기금융부채의 증가(감소)	52	1	0	3
자본의 증가(감소)	5	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-109	-2	0	0
현금의 증가	-179	71	102	192
기초현금	289	110	181	283
기말현금	110	181	283	475

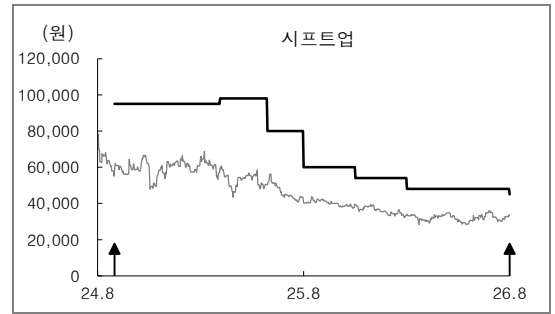
자료: 시프트업, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	11.5	14.8	17.9	9.7
P/CF (x)	11.1	11.5	13.7	7.5
P/B (x)	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	10.9	12.6	10.6	4.6
EPS (원)	3,084	2,272	1,878	3,468
CFPS (원)	3,185	2,923	2,458	4,470
BPS (원)	16,295	18,672	20,550	24,018
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 (%)	31.4	-28.3	11.6	63.3
EBITDA증가율 (%)	19.1	-41.0	10.3	97.7
조정영업이익증가율 (%)	18.8	-46.5	7.6	110.1
EPS증가율 (%)	13.5	-26.3	-17.3	84.7
매출채권 회전율 (회)	2.5	1.6	1.8	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 (%)	19.3	11.9	9.0	14.6
ROE (%)	21.6	13.7	10.0	16.2
ROIC (%)	105.4	44.0	42.7	86.0
부채비율 (%)	17.6	12.1	11.0	10.8
유동비율 (%)	795.3	1,413.4	1,582.1	1,548.7
순차입금/자기자본 (%)	-5.1	-56.4	-59.9	-64.9
조정영업이익/금융비용 (x)	138.2	43.2	46.2	95.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2026.08.12	매수	45,000	-	-
2026.02.11	매수	48,000	-33.30	-24.48
2025.11.12	매수	54,000	-33.45	-27.22
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 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.