

2024. 6. 17

Tech팀

오동환

Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유승민

Research Associate
seungmin.you@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	N/A

시프트업 (비상장)

느슨해진 게임시장 긴장시킬 무서운 신예

- 니케와 스텔라 블레이드 흥행을 기반으로 시프트업 상장 7월 진행 예정
- '24년은 니케의 안정적 실적에 더해 스텔라 블레이드 출시로 매출과 이익 성장 전망 되나, 이후로는 1) 니케 중국, 2) 스텔라 블레이드 PC 및 후속작 성과가 성장의 열쇠

WHAT'S THE STORY?

국내 서브컬처 리더, IPO 예정: 시프트업은 엔씨소프트에서 블레이드 앤 소울의 디자인을 담당한 스타 아트 디렉터 김형태 대표가 2013년 독립하여 설립한 게임 개발사. 김형태 대표 특유의 매력적인 캐릭터 디자인을 바탕으로 2016년 데스티니 차일드, 2022년 승리의 여신: 니케에 이어 2024년 콘솔 게임 스텔라 블레이드까지 연달아 흥행하며 독보적인 디자인 경쟁력을 증명. 시프트업은 6월 27일까지 수요예측을 진행한 후, 7월 2~3일 청약 진행 예정.

니케와 스텔라 블레이드 흥행으로 경쟁력 증명: '22년 니케의 흥행으로 시프트업은 '23년 1,685억원의 매출과 1,110억원의 영업이익을 기록. 니케는 정기적인 업데이트로 매출이 장기화되는 중 있음. 올해는 스텔라 블레이드 출시로 추가 성장이 기대됨. 스텔라 블레이드는 PS5 독점 판매로 출시 3주 만에 1백만장이 판매됨. 판매 속도를 감안하면 올해 1.5~2백만장 판매가 예상됨. 독점 계약 기간이 종료되는 '25년에는 PC 플랫폼으로도 출시될 예정.

니케 중국 성과와 스텔라 블레이드 확장이 성장 열쇠: 니케의 매출이 안정화되고 있고, 스텔라 블레이드의 판매량도 어느정도 가늠이 되는 만큼 '24년 실적의 가시성은 높은 상황. 관건은 차기작 '위치스'가 출시되는 '27년 이전까지 매출과 이익 규모가 유지되느냐 여부. 콘솔 게임 특성상 스텔라 블레이드 판매는 초기에 집중될 것으로 예상되는 만큼 '25년과 '26년의 매출은 1) 니케의 중국 출시, 2) 스텔라 블레이드의 PC 버전 출시, 3) 스텔라 블레이드 후속작 출시 성과에 따라 결정될 전망.

상장 시 오버슈팅에 유의: 시프트업의 희망 공모가 밴드는 47,000원~60,000원으로, 시가 총액으로는 상장 후 기준 2.7~3.5조원 수준. '23년 기준 P/E는 26~33배로 국내 게임사 평균 대비 낮지 않으나, 스텔라 블레이드 출시 효과로 '24년 기준 밸류에이션은 이보다 낮아질 전망. 최근 MMORPG 중심 대형사들의 부진 상황을 감안하면 서브컬처 장르 경쟁력과 일본 및 북미 콘솔 시장 내 성과는 밸류에이션 프리미엄 요소. 공모 규모도 전체 주식 수의 12.5%로 크지 않은 만큼 상장 시 밸류에이션 오버슈팅 가능성이 높음. 다만, 차기작 위치스 출시 전까지는 추가 성장 모멘텀이 약한 만큼 상장 이후 추가 변동에 유의할 필요.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	28	17	66	169
영업이익 (십억원)	(11)	(19)	18	111
순이익 (십억원)	(11)	(19)	(7)	107
EPS (adj) (원)	(266)	(386)	(147)	2,132
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	적지	흑전
EBITDA margin (%)	(36.8)	(103.8)	31.5	67.4
ROE (%)	(25.2)	(34.0)	(17.9)	99.2
P/E (adj) (배)	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (배)	5.6	2.2	1.6	(0.9)
Dividend yield (%)	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 기업명, 삼성증권 추정

공모 개요

구분	내용
공모주식수	7,250,000주
공모방식	신주발행
공모주식 배정내역	일반청약자 (25~30%) / 기관투자자 (70~75%)
희망 공모가 밴드	47,000원~60,000원
예상 시가총액*	2조 7,272억원~3조 4,815억원
모집 총액	3,408억원~4,350억원

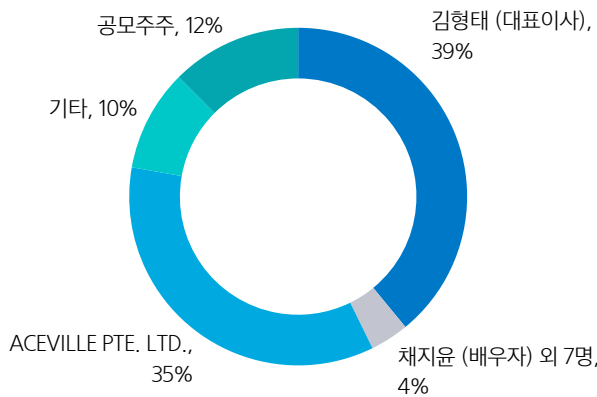
참고: *예상 시가총액은 희망 공모가 밴드 기준
자료: Dart, 삼성증권 정리

상장 일정

구분	일자
증권신고서 제출일	2024년 5월 20일
수요예측일	2024년 6월 3일~27일
공모가액 확정 공고일	2024년 7월 1일
청약기일	2024년 7월 2일~3일
납입기일	2024년 7월 5일
상장일(예정)	2024년 7월 중순

자료: Dart, 삼성증권 정리

시프트업 상장 후 주주구성



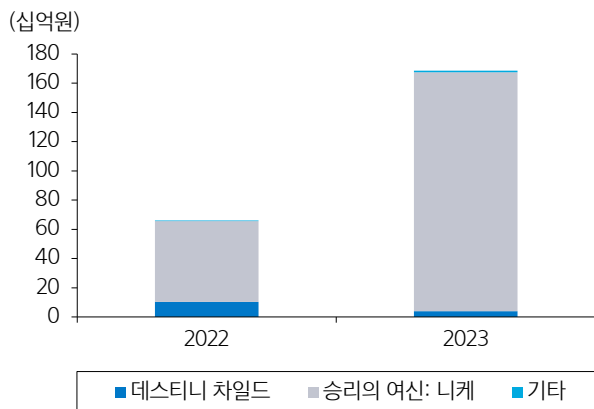
자료: Dart, 삼성증권

공모 자금 사용 계획

구분	금액 (백만원)
시설자금 (개발인력 증가에 따른 사옥 구축)	96,400
운영 자금	240,000
니케 IP 콘텐츠 개발 및 신규 지역 확장	66,000
스텔라 블레이드 IP 확장	66,000
프로젝트 Witches 등 신작 개발 및 IP 매입	101,000
AI 등 자체 개발 역량 강화	7,000
발행제비용	4,350
모집 및 매출총액	340,750

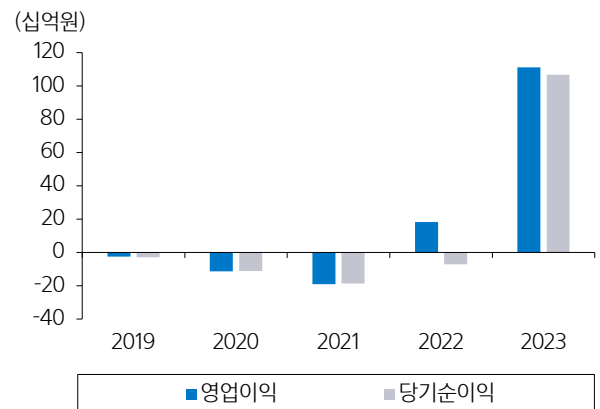
참고: 공모가 허단 (47,000원) 기준
자료: Dart, 삼성증권 정리

주요 매출 추이



자료: 시프트업, 삼성증권

영업이익 및 당기순이익 추이



자료: 시프트업, 삼성증권

국산 대표 서브컬처 TPS, 니케: 승리의 여신



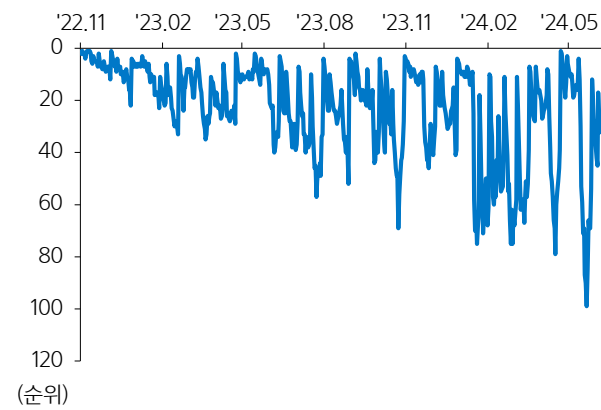
자료: 시프트업

니케 국내 1.5주년 오프라인 이벤트



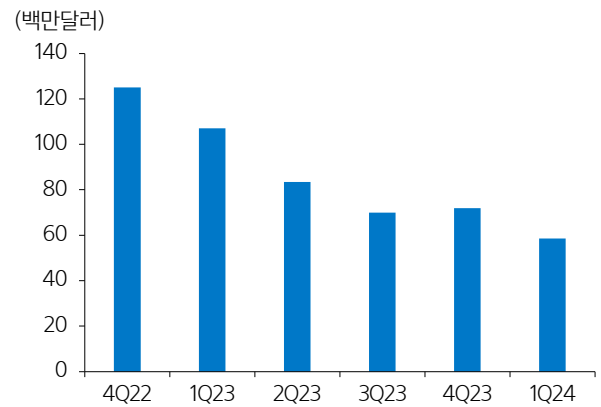
자료: 언론

일본 iOS 니케 게임 매출 순위 추이



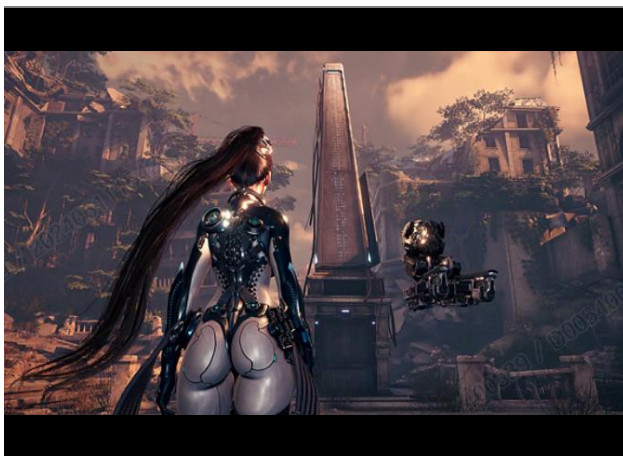
자료: 센서타워

센서타워 니케 매출 추정



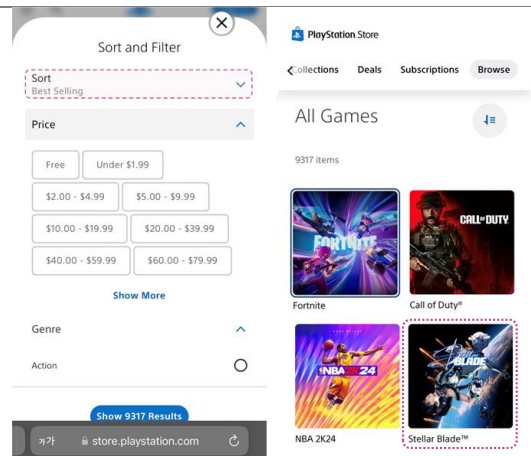
자료: 센서타워

PS5 독점 출시된 액션RPG 스텔라 블레이드



자료: 시프트업

미국 PlayStation 스토어 최고 매출 순위 4위 기록



자료: PlayStation Store

6월에도 중국 외자 판호 신규 발급

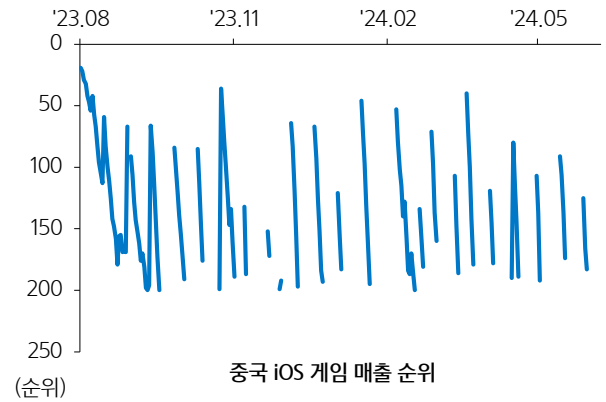
2024年进口网络游戏审批信息

2024.06.06 来源: NPPA

序号	游戏名称	运营单位	进口商	游戏类型	审批日期	审批文号
1	勇者斗恶龙11	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
2	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
3	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
4	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
5	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
6	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
7	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
8	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
9	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息
10	勇者斗恶龙11 终极版	史克威尔艾尼克斯	上海盛大网络发展有限公司	角色扮演	2024.05.21	2024年进口网络游戏审批信息

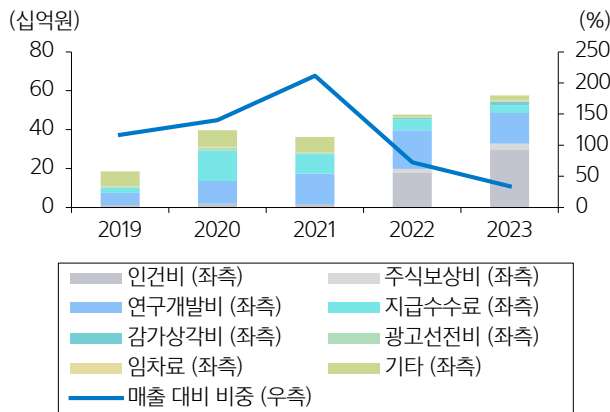
자료: NPPA

중국 성과 부진했던 넥슨게임즈의 블루 아카이브



자료: 센서타워

인건비 중심 비용 구조, 24년 성과급 증가 예정



참고: 2019-2021년 매출원가 항목을 기타로 분류
자료: 시프트업, 삼성증권

국내외 주요 게임사 P/E 밸류에이션

(배)	2023	2024E
엔씨소프트	23.0	22.3
크래프톤	15.1	16.8
넷마블	n/a	57.5
카카오게임즈	62.7	27.8
펄어비스	156.3	130.8
더블유게임즈	5.3	5.8
네오위즈	11.2	12.6
컴투스	86.7	17.7
웹젠	8.4	7.7
닌텐도	13.8	22.0
반다이남코	20.8	25.0
넥슨	31.0	22.1
스퀘어에닉스	15.5	16.5
사이버에이전트	76.6	31.9
카도카와	31.0	51.9

자료: Bloomberg

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	16	28	17	66	169
매출원가	7	8	8	0	0
매출총이익	8	20	10	66	169
(매출총이익률, %)	53.3	70.7	56.2	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	11	31	29	48	58
영업이익	(3)	(11)	(19)	18	111
(영업이익률, %)	(16.3)	(40.0)	(111.3)	27.6	65.9
영업외손익	0	0	1	(22)	3
금융수익	0	0	0	1	2
금융비용	0	0	0	20	1
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타	0	0	(0)	(2)	2
세전이익	(2)	(11)	(19)	(3)	114
법인세	1	0	0	4	8
(법인세율, %)	(33.0)	(1.0)	(0.0)	(113.5)	6.7
계속사업이익	(3)	(11)	(19)	(7)	107
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(3)	(11)	(19)	(7)	107
(순이익률, %)	(18.0)	(39.7)	(108.4)	(10.8)	63.3
지배주주순이익	(3)	(11)	(19)	(7)	107
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	(2)	(10)	(18)	21	114
(EBITDA 이익률, %)	(11.8)	(36.8)	(103.8)	31.5	67.4
EPS (지배주주)	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132
EPS (연결기준)	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132
수정 EPS (원)*	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동에서의 현금흐름	1	(11)	(17)	(21)	100
당기순이익	(3)	(11)	(19)	(7)	107
현금유출입이없는 비용 및 수익	1	1	1	33	14
유형자산 감가상각비	1	1	1	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	0	0	(0)	30	12
영업활동 자산부채 변동	3	(1)	1	(46)	(10)
투자활동에서의 현금흐름	(1)	(43)	15	28	4
유형자산 증감	(2)	(1)	(1)	(0)	(0)
장단기금융자산의 증감	1	(41)	17	32	(0)
기타	(0)	(1)	(0)	(4)	4
재무활동에서의 현금흐름	(2)	50	0	(1)	(0)
차입금의 증가(감소)	(2)	0	0	46	(34)
자본금의 증가(감소)	0	50	0	(11)	44
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	(0)	(36)	(11)
현금증감	(2)	(4)	(2)	6	104
기초현금	13	12	8	6	12
기말현금	12	8	6	12	116
Gross cash flow	(2)	(10)	(18)	26	121
Free cash flow	(1)	(12)	(18)	(22)	100

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 시프트업, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	24	61	41	69	177
현금 및 현금등가물	12	8	6	12	116
매출채권	3	3	1	52	60
재고자산	0	0	0	0	0
기타	10	50	33	5	1
비유동자산	4	5	7	23	27
투자자산	0	1	2	2	2
유형자산	2	2	2	1	1
무형자산	0	0	0	0	1
기타	2	2	3	19	23
자산총계	28	67	47	92	204
유동부채	3	3	2	40	11
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	3	3	2	40	11
비유동부채	0	0	0	18	12
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	0	0	18	12
부채총계	3	3	2	58	23
지배주주지분	25	64	45	34	181
자본금	1	1	1	1	10
자본잉여금	22	72	72	61	96
이익잉여금	3	(9)	(27)	(36)	71
기타	(0)	(0)	0	8	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	25	64	45	34	181
순부채	(22)	(58)	(39)	34	(104)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022	2023
증감률 (%)					
매출액	14.2	77.7	(39.4)	284.6	155.2
영업이익	적전	적지	적지	흑전	508.1
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
수정 EPS**	적전	적지	적지	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132
EPS (연결기준)	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132
수정 EPS**	(73)	(266)	(386)	(147)	2,132
BPS	641	1,326	938	704	3,568
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	11.5	5.6	2.2	1.6	(0.9)
비율					
ROE (%)	(10.8)	(25.2)	(34.0)	(17.9)	99.2
ROA (%)	(9.9)	(23.7)	(32.7)	(10.3)	72.1
ROIC (%)	(80.5)	(273.1)	(413.0)	138.6	180.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순부채비율 (%)	(85.4)	(90.7)	(85.9)	99.0	(57.6)
이자보상배율 (배)	(58.2)	(28,339,990.7)	n/a	20.2	126.6