

풀어비스 (263750)

신작 마케팅 본격화

2024년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	60,000 원 (하향)
✓ 상승여력	61.9%	✓ 현재주가 (11월 12일)	37,050 원

신한생각 신작 기대감과 불확실성 공존해 주가 변동성 확대

게임스컴 이후 <붉은사막>에 대한 기대감 이어지고 있으나 출시시기 미확정으로 불확실성도 공존. 연말 행사 참여 과정에서 주가 변동성 커질 전망

3Q24 Review: 마케팅비 증가로 적자 기록

풀어비스는 영업수익 795억원(YoY -6.4%, QoQ -2.8%), 영업적자 92억원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속)을 기록하며 컨센서스 영업적자 122억원을 상회. 게임스컴을 포함한 다양한 행사에 참여하며 마케팅비는 전분기 대비 22.1% 증가, 인건비 통제 기조 지속. <검은사막 중국>은 6월 판호 발급 후 8월 기술 테스트 거쳐 10월 24일 정식 출시. 이브 IP의 모바일 전략 게임 <이브 갤럭시 퀘스트>는 10월 29일 정식 출시

<붉은사막>은 8월 게임스컴 출품 이후 트위치콘, 파리게임위크 참여, 50분 분량 영상 공개 통해 긍정적 평가 이어짐. 연말에 있을 게임 행사에도 참여 예정이며 2025년에도 마케팅 확대하며 비용은 증가할 전망. 11/14부터 시작되는 지스타2024에서는 30분 분량의 시연 빌드 제공 예정. 성과에 대해서는 시장 기대보다 높은 판매량 기록하는 것을 목표. 싱글 플레이 우선 출시 이후 멀티플레이 및 DLC 출시 고민 중

Valuation & Risk: 기대감과 불확실성 공존

투자이전 '매수'를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 조정에 따라 60,000원으로 하향. 목표주가는 12개월 선행 주당순이익에 목표 배수 17배 적용. 글로벌 게임쇼 출품, 자세한 오픈월드 내용을 담은 영상 공개로 호평 및 기대감 이어지고 있으나 출시시기 미확정으로 불확실성 존재. 지스타2024 및 TGA 다가오며 주가 반등 가능성 있으나, 최근 게임 개발사들의 전반적인 멀티플 하락으로 주가에 기대감이 반영되는 강도가 약할 수 있음

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	385.7	16.4	(43.0)	-	(6.1)	3.9	60.2	-
2023	333.5	(16.4)	15.2	163.7	2.1	3.4	229.1	-
2024F	330.6	(18.0)	2.3	1,032.7	0.3	3.2	393.5	-
2025F	716.3	256.3	217.7	10.9	25.7	2.5	6.6	-
2026F	434.3	30.3	56.9	41.9	5.8	2.3	36.5	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

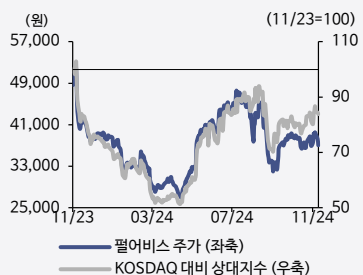
시가총액	2,380.4십억원
발행주식수(유동비율)	64.2백만주(51.4%)
52주 최고가/최저가	47,600원/27,000원
일평균 거래액 (60일)	11,371백만원
외국인 지분율	7.7%

주요주주 (%)

김대일 외 11인	44.1
서용수	5.2

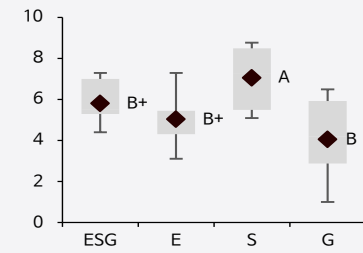
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.3)	(12.8)	(14.9)	(4.0)
상대	5.0	(5.2)	(5.5)	18.7

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



펠어비스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	79.5	84.0	333.5	330.6	716.3
(% YoY)	(6.2)	(16.7)	(12.7)	(18.2)	(0.4)	4.3	(6.4)	(0.5)	(13.6)	(0.9)	116.7
(% QoQ)	(16.9)	(8.6)	8.4	(0.6)	1.2	(4.3)	(2.8)	5.7			
[매출구성]											
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	61.2	56.6	65.0	257.8	241.3	499.9
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	17.1	15.6	15.0	49.7	69.9	36.6
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.3	2.2	3.2	18.0	13.0	176.6
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.2	5.0	0.7	8.0	6.5	3.2
[매출비중]											
PC	72.8	77.3	80.5	78.6	68.5	74.9	71.3	77.3	77.3	73.0	69.8
모바일	19.7	15.7	12.9	11.4	25.8	21.0	19.7	17.9	14.9	21.1	5.1
콘솔	5.9	4.9	6.0	4.7	5.0	4.0	2.8	3.8	5.4	3.9	24.7
기타	1.6	2.1	0.6	5.3	0.7	0.2	6.2	0.9	2.4	2.0	0.5
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.5	88.7	87.5	349.8	348.5	460.0
(% YoY)	(1.8)	(5.9)	(3.0)	(9.7)	0.2	(5.3)	7.1	(2.7)	(5.3)	(0.4)	32.0
(% QoQ)	(15.0)	9.2	(10.5)	8.6	(5.6)	3.2	1.3	(1.4)			
[비용구성]											
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	45.7	43.5	44.7	175.2	179.9	209.9
자급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	18.4	17.0	15.7	69.1	68.2	136.1
마케팅비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	7.3	8.9	10.9	31.8	32.8	46.9
D&A	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.4	6.2	6.3	26.0	25.3	25.9
기타	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	9.7	13.1	9.8	47.8	42.3	41.3
영업이익	1.1	(14.1)	2.1	(5.5)	0.6	(5.8)	(9.2)	(3.5)	(16.3)	(17.9)	256.3
(% YoY)	(78.9)	적지	(82.1)	적전	(46.3)	적지	적전	적지	적전	적지	흑전
(% QoQ)	(70.0)	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			
(% OPM)	1.3	(18.0)	2.5	(6.5)	0.7	(7.1)	(11.6)	(4.1)	(4.9)	(5.4)	35.8
당기순이익	9.4	(4.4)	15.0	(4.4)	12.8	9.1	(7.8)	(11.8)	15.5	2.3	217.7
(% YoY)	61.9	적전	(29.9)	적지	36.3	흑전	적전	적지	흑전	(85.1)	9,344.8
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	(28.7)	적전	적지			
(% NPM)	11.0	(5.7)	17.6	(5.2)	15.0	11.2	(9.8)	(14.1)	4.6	0.7	30.4
지배기업순이익	9.4	(4.4)	14.8	(4.6)	13.1	9.1	(7.8)	(11.8)	15.2	2.3	217.7
(% YoY)	61.9	적전	(30.4)	적지	39.0	흑전	적전	적지	흑전	(84.8)	9,344.8
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	(28.7)	적전	적지			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펄어비스 3Q24P 실적 Review

(십억원)	3Q24P	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	% Gap
매출액	79.5	81.8	(2.8)	84.9	(6.4)	79.3	0.2
영업이익	(9.2)	(5.8)	적지	2.1	적전	(12.2)	적자
순이익	(7.8)	9.1	적전	14.8	적전	1.5	적자
영업이익률	(11.6)	(7.1)		2.5		(15.4)	
순이익률	(9.8)	11.2		17.5		1.9	

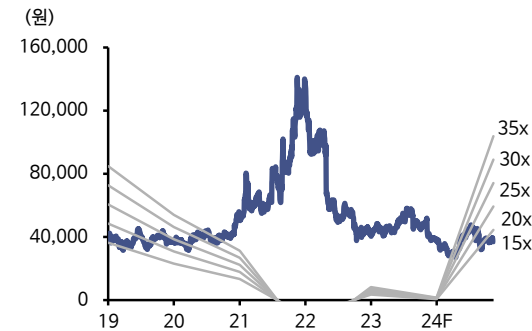
자료: 회사 자료, 신한투자증권

펄어비스 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	331.8	330.6	(0.4)	634.3	716.3	12.9
영업이익	(26.2)	(17.9)	(31.7)	162.6	256.3	57.6
순이익	17.3	2.3	(86.7)	153.5	217.7	41.8

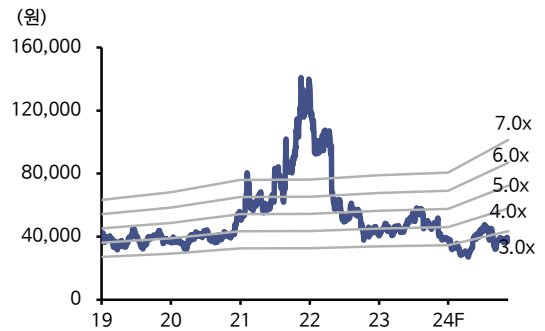
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펄어비스 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

펄어비스 12개월 선행 PBR band



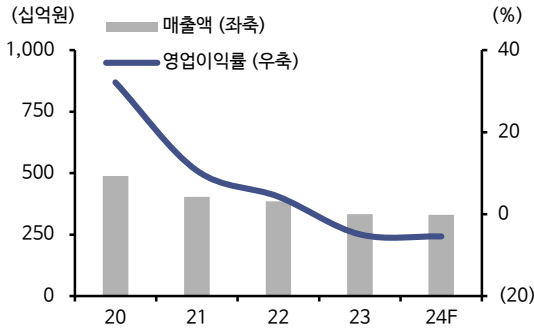
자료: QuantiWise, 신한투자증권

펄어비스 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익		217.7	자기주식수 차감
주식 수 (만주)		6,142	
EPS		3,545	
12M Fwd EPS (A)		3,545	시가총액 기준 3.9조원
목표 PER (B)		17.0	
(A) * (B)		60,258	
목표 주가		60,000	
현재 주가 (11/12)		37,050	
상승여력 (%)		61.9	

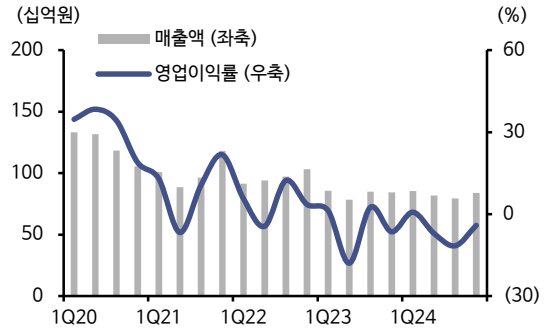
자료: 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



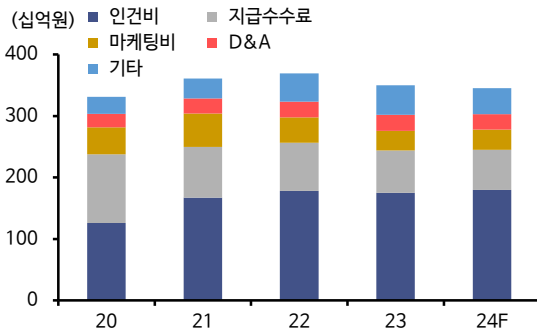
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



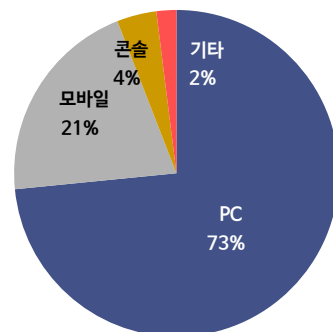
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



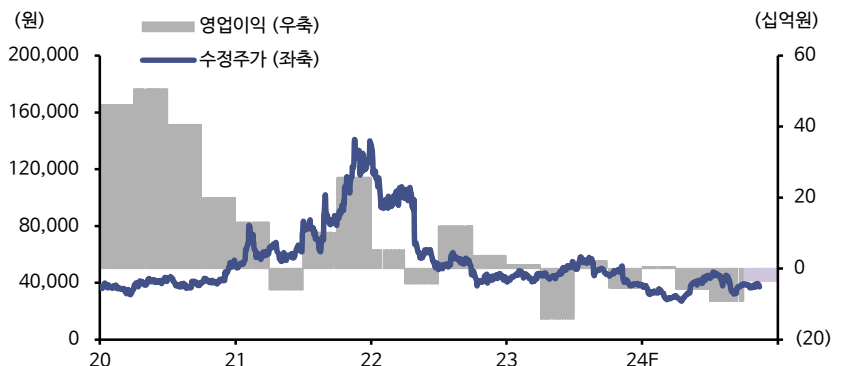
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펠어비스 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

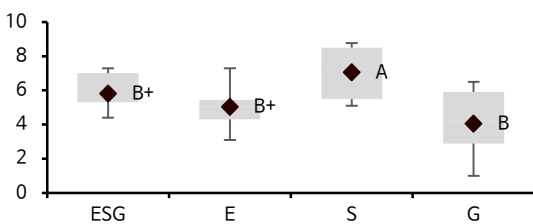
ESG Insight 펄어비스

Analyst Comment

- ◆ 환경: 2030년까지 ISO14001 인증 획득을 목표로 환경경영 목표 수립 및 4대 환경경영 추진 과제 도출
- ◆ 사회: 다양성과 포용성을 바탕으로 '존중'과 '공감'의 가치를 나누며 서로 존중하는 조직문화 추구
- ◆ 지배구조: 주주친화 경영 및 주주환원 정책 시행으로 지배구조 선진화

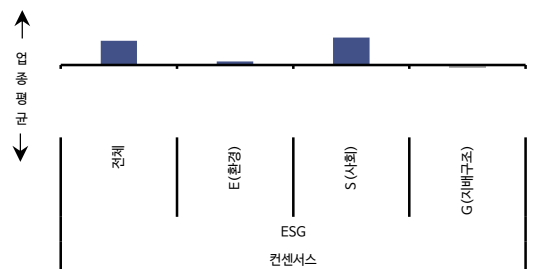
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

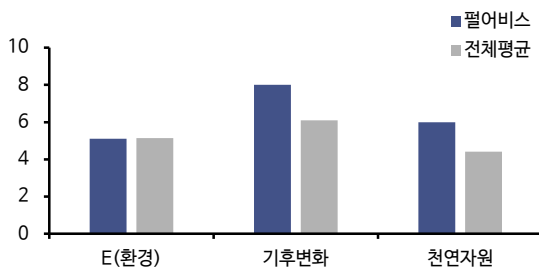
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

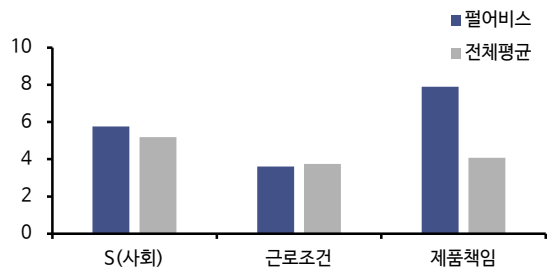
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



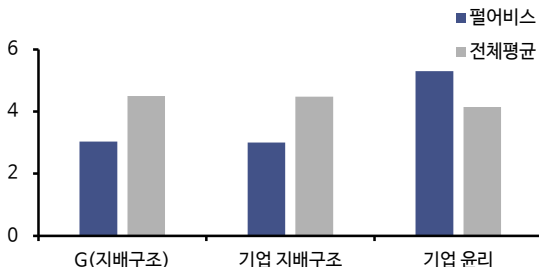
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



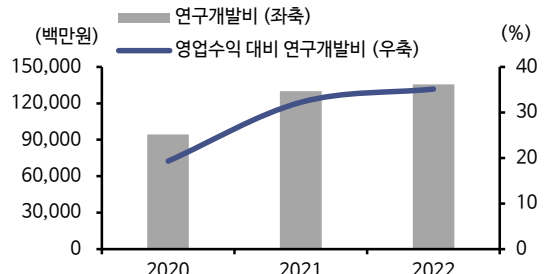
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

펄어비스 연구개발비



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,224.6	1,533.6	1,514.7
유동자산	556.5	582.8	573.3	883.9	876.0
현금및현금성자산	159.6	235.7	212.8	396.7	493.9
매출채권	40.8	39.3	39.1	53.7	41.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	666.1	630.1	651.3	649.7	638.7
유형자산	209.8	194.4	190.8	175.3	170.5
무형자산	231.3	227.0	243.0	238.4	247.5
투자자산	179.1	167.8	177.6	196.0	180.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	523.3	487.9	485.0	576.3	500.5
유동부채	236.2	315.9	315.1	373.9	325.0
단기차입금	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	84.0	158.1	158.2	158.2	158.2
비유동부채	287.0	172.0	170.0	202.5	175.5
사채	146.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	88.5	84.8	83.3	83.3	83.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	739.6	957.3	1,014.1
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타자본	(35.2)	(31.7)	(30.3)	(30.3)	(30.3)
기타포괄이익누계액	29.6	32.1	43.0	43.0	43.0
이익잉여금	482.5	498.2	500.5	718.2	775.1
지배주주지분	699.3	725.0	739.6	957.3	1,014.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	329.0	247.7	246.2	248.0	246.5
*순차입금(순현금)	(161.8)	(267.9)	(260.4)	(544.2)	(558.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	47.6	32.4	5.0	302.3	23.0
당기순이익	(43.0)	15.2	2.3	217.7	56.9
유형자산상각비	16.1	16.9	16.4	15.4	14.8
무형자산상각비	9.5	9.1	7.0	4.6	4.9
외환환손실(이익)	15.5	3.5	(6.9)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.4)	(11.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.1)	6.4	(3.2)	0.0	0.0
운전자본변동	(15.1)	8.3	(7.6)	64.5	(53.5)
(법인세납부)	(7.2)	(8.9)	(7.8)	(77.3)	(12.3)
기타	78.3	(6.8)	4.8	77.4	12.2
투자활동으로인한현금흐름	(108.0)	134.3	(28.3)	(120.1)	75.7
유형자산의증가(CAPEX)	(93.9)	(9.1)	(10.9)	0.0	(10.0)
유형자산의감소	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0
무형자산의증가(증거)	11.8	35.8	(6.4)	0.0	(14.0)
투자자산의감소(증거)	92.1	156.1	(15.9)	(18.4)	15.3
기타	(118.6)	(48.6)	4.8	(101.7)	84.4
FCF	(42.1)	14.8	4.3	238.7	6.4
재무활동으로인한현금흐름	(22.6)	(89.6)	(3.0)	1.8	(1.5)
차입금의증가(감소)	(17.4)	(85.3)	(0.6)	1.8	(1.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.2)	(4.3)	(2.4)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.3)	(1.0)	3.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(84.3)	76.1	(22.9)	184.0	97.2
기초현금	243.9	159.6	235.7	212.8	396.7
기말현금	159.6	235.7	212.8	396.7	493.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

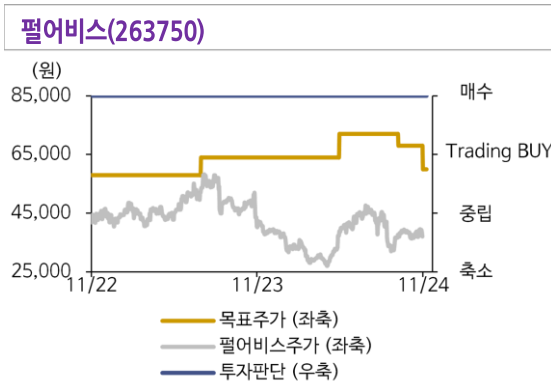
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	330.6	716.3	434.3
증감률 (%)	(4.5)	(13.5)	(0.9)	116.7	(39.4)
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	330.6	716.3	434.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	369.3	349.8	348.6	460.0	404.0
영업이익	16.4	(16.4)	(18.0)	256.3	30.3
증감률 (%)	(61.9)	적전	적지	흑전	(88.2)
영업이익률 (%)	4.2	(4.9)	(5.4)	35.8	7.0
영업외손익	(72.2)	38.5	25.6	28.5	23.2
금융손익	(0.7)	24.7	29.6	18.8	20.3
기타영업외손익	(63.5)	20.2	(1.8)	9.7	2.9
종속 및 관계기업관련손익	(8.0)	(6.4)	(2.2)	0.0	0.0
세전계속사업이익	(55.8)	22.1	7.6	284.8	53.5
법인세비용	(12.8)	6.9	4.3	77.3	12.3
계속사업이익	(43.0)	15.2	3.3	207.5	41.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(43.0)	15.2	2.3	217.7	56.9
증감률 (%)	적전	흑전	(84.8)	9,344.8	(73.9)
순이익률 (%)	(11.1)	4.6	0.7	30.4	13.1
(지배주주)당기순이익	(43.0)	15.2	2.3	217.7	56.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(24.4)	17.8	13.2	217.7	56.9
(지배주주)총포괄이익	(24.4)	17.8	13.2	217.7	56.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	42.1	9.7	5.4	276.3	50.0
증감률 (%)	(37.5)	(76.9)	(44.5)	5,029.2	(81.9)
EBITDA 이익률 (%)	10.9	2.9	1.6	38.6	11.5

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(662)	237	36	3,389	885
EPS (지배순이익, 원)	(662)	237	36	3,389	885
BPS (자본총계, 원)	10,887	11,284	11,511	14,900	15,785
BPS (지배지분, 원)	10,887	11,284	11,511	14,900	15,785
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(63.4)	163.7	1,032.7	10.9	41.9
PER (지배순이익, 배)	(63.4)	163.7	1,032.7	10.9	41.9
PBR (자본총계, 배)	3.9	3.4	3.2	2.5	2.3
PBR (지배지분, 배)	3.9	3.4	3.2	2.5	2.3
EV/EBITDA (배)	60.2	229.1	393.5	6.6	36.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	10.9	2.9	1.6	38.6	11.5
영업이익률 (%)	4.2	(4.9)	(5.4)	35.8	7.0
순이익률 (%)	(11.1)	4.6	0.7	30.4	13.1
ROA (%)	(3.3)	1.2	0.2	15.8	3.7
ROE (지배순이익, %)	(6.1)	2.1	0.3	25.7	5.8
ROIC (%)	1.5	(4.4)	(1.9)	60.8	5.0
안정성					
부채비율 (%)	74.8	67.3	65.6	60.2	49.4
순차입금비율 (%)	(23.1)	(37.0)	(35.2)	(56.9)	(55.1)
현금비율 (%)	67.5	74.6	67.5	106.1	152.0
이자보상배율 (배)	1.8	(1.3)	(2.1)	28.5	3.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.5)	(4.1)	(3.9)	(7.1)	(4.2)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	40.5	43.8	43.2	23.6	40.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 10일	매수	58,000	(23.6)	(16.4)
2023년 05월 11일		6개월경과	(14.6)	(5.2)
2023년 07월 13일	매수	64,000	(27.2)	(9.1)
2024년 01월 14일		6개월경과	(51.1)	(41.7)
2024년 05월 13일	매수	72,000	(42.5)	(33.9)
2024년 09월 20일	매수	68,000	(43.9)	(41.8)
2024년 11월 13일	매수	60,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 11일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------