



풀어비스 (263750)

NDR 후기: 매월 이벤트 대기

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (상향)

목표주가(상향): 52,000원

현재 주가(5/31)	41,450 원
상승여력	▲25.5%
시가총액	26,631 억원
발행주식수	64,248 천주
52 주 최고가 / 최저가	58,200 / 27,000 원
90 일 일평균 거래대금	147.95 억원
외국인 지분율	8.5%
주주 구성	
김대일 (외 13 인)	44.1%
서용수 (외 1 인)	5.2%
자사주 (외 1 인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	29.3	36.6	9.7	-16.9
상대수익률(KOSDAQ)	32.7	39.2	8.7	-15.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	386	333	350	613
영업이익	16	-16	-1	148
EBITDA	42	10	33	185
지배주주순이익	-43	15	17	139
EPS	-727	257	280	2,341
순차입금	-22	-261	-251	-352
PER	-57.7	150.8	148.1	17.7
PBR	3.9	3.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	63.5	229.8	73.0	12.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-6.1	2.1	2.3	17.5

주가 추이



국내 NDR 에서 기관투자자들의 관심은 기대 신작인 붉은사막 출시 관련 마케팅 및 일정에 집중되었습니다. 이외에도 실적 전망치를 상향조정하거나 주가 모멘텀이 될만한 요인들이 다수 존재합니다.

붉은사막, 게임스컴과 지스타에서 B2C 마케팅 시작

동사는 8월 게임스컴에서 AAA급 신작으로 홍보되어온 붉은사막에 대해 B2C 마케팅을 시작한다고 밝혔다. 개인유저들이 일정시간 빌드를 직접 플레이하는 부스를 운영하고 신규 트레일러(2~3분)도 공개될 것으로 예상된다. 다만 출시 일정은 4분기에 공개되면서 사전판매를 진행할 것으로 예상하며, 우리는 내년 2분기 말 출시와 예상 판매량을 300만장으로 가정한다. 동사는 콘솔과 PC 동시 출시를 계획하고 있으며 아직 퍼블리셔 여부는 미정이다. 퍼블리셔가 선정된다면 게임스컴 관련 비용(약 60억 추정), QA 및 번역 작업 등 마케팅비 집행 부담은 크게 줄어들게 된다.

2분기 영업이익 컨센서스 상회 전망

얼마전 텐센트는 자사쇼에서 검은사막PC 중국서비스를 공식발표했다. 아직 판호 발급 전임에도 텐센트의 마케팅과 사전예약이 시작됐기에 조만간 판호가 발급될 가능성이 매우 높다고 본다. 7월 차이나조이 마케팅 이후 수순대로라면 4Q 출시를 예상한다. 또한 검은사막 매출 하향 우려가 늘 존재하지만 안정화된 저점 수준을 확인했고, 강도높은 비용 통제 기조도 유지된다. 2분기 인건비도 QoQ 감소를 전망하는데, 매년 2분기 지급되던 자사주 인센티브가 올해는 미지급될 것으로 예상한다. 우리는 2분기 영업이익으로 11억원을(컨센서스 -82억원) 전망한다.

목표주가 5만 2천 원으로 상향하고 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가를 5만 2천 원('25년 EPS에 목표배수 P/E 22배)으로 올려 제시한다. 수년간 기다려왔던 붉은사막에 대한 본격적인 마케팅이 시작되는 시점이 밸류에이션 멀티플을 상향시킬 수 있는 확실한 구간이라고 판단한다. 최근 주가가 저점 대비 약 40% 상승해 변동성이 나타날 수 있지만, 거의 매월 대기 중인 모멘텀들을 고려하면 주가는 우상향 추세를 그릴 것으로 예상한다. 7월 검사PC 텐센트 마케팅, 8월 게임스컴, 3Q 검사 판호발급, 4Q 검사중국 출시, 11월 지스타까지 이벤트 모멘텀(변경 가능성 有)이 업종 내 가장 풍부하다.

[표1] 필어비스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	86.9	87.3	89.9	385.7	333.5	349.5	612.8
YoY (%)	(6.2)	(16.7)	(12.7)	(18.0)	(0.4)	10.8	2.8	6.5	(4.5)	(13.5)	4.8	75.3
PC	45.6	40.4	52.4	46.5	40.5	41.6	43.3	46.0	198.1	184.8	171.4	175.4
모바일	13.8	12.3	11.0	9.6	22.0	21.0	19.7	17.7	70.2	49.7	80.4	58.8
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	4.3	4.4	4.2	24.7	18.0	17.2	16.4
불은사막												269.4
EVE IP 및 기타	16.9	20.2	16.0	19.9	18.0	18.4	18.7	17.8	72.5	73.0	72.9	66.0
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	85.7	91.0	88.9	369.3	349.8	350.5	465.1
YoY (%)	(1.8)	(5.9)	(3.0)	(9.6)	0.2	(7.3)	9.9	(1.1)	2.4	(5.3)	0.2	32.7
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	44.5	44.3	43.3	178.1	175.2	178.1	185.7
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	19.2	19.2	19.0	78.4	69.1	74.5	152.6
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	5.6	10.5	9.0	41.0	31.8	30.8	49.7
D&A	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.6	6.8	7.0	25.7	26.0	26.9	30.3
기타비용	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	9.8	10.2	10.6	46.1	47.8	40.3	46.8
영업이익	1.1	(14.1)	2.1	(5.5)	0.6	1.1	(3.7)	1.0	16.4	(16.4)	(1.0)	147.6
YoY (%)	(78.9)	흑전	(82.2)	적전	(46.3)	흑전	적전	흑전	(61.9)	적전	적지	흑전
영업이익률 (%)	1.3	(18.0)	2.5	(6.5)	0.7	1.3	(4.2)	1.1	4.2	(4.9)	(0.3)	24.1
당기순이익	9.4	(4.4)	14.8	(4.6)	12.8	4.0	(1.5)	1.7	(41.4)	25.3	16.6	138.6
YoY (%)	61.9	(113.8)	(30.4)	적지	36.3	흑전	적지	흑전	(169.7)	흑전	(34.4)	736.6
순이익률 (%)	11.0	(5.7)	17.5	(5.4)	15.0	4.5	(1.7)	1.9	(10.7)	7.6	4.7	22.6

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	404	386	333	350	613
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	43	16	-16	-1	148
EBITDA	67	42	10	33	185
순이자손익	-2	-3	2	-4	-3
외화관련손익	14	12	3	0	0
지분법손익	-3	6	-6	0	0
세전계속사업손익	78	-56	11	21	173
당기순이익	59	-43	4	17	139
지배주주순이익	59	-43	15	17	139
증가율(%)					
매출액	-17.4	-4.5	-13.5	4.8	75.3
영업이익	-72.7	-61.9	적전	적지	흑전
EBITDA	-62.4	-37.5	-76.9	240.7	460.6
순이익	-41.1	적전	흑전	332.2	736.6
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	10.6	4.2	-4.9	-0.3	24.1
EBITDA 이익률	16.7	10.9	2.9	9.5	30.2
세전이익률	19.3	-14.5	3.2	5.9	28.3
순이익률	14.7	-11.1	1.1	4.7	22.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	64	48	57	33	175
당기순이익	59	-43	15	17	139
자산상각비	24	26	26	34	38
운전자본증감	25	-15	0	-1	-5
매출채권 감소(증가)	1	5	1	-8	-49
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	4	41
투자활동 현금	-238	-108	99	-54	-85
유형자산처분(취득)	-47	-93	-18	-41	-72
무형자산 감소(증가)	-1	12	36	0	0
투자자산 감소(증가)	-110	-30	70	-11	-12
재무현금흐름	211	-23	-81	0	0
차입금의 증가(감소)	210	-23	-90	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	9	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	63	75	57	33	180
(-)운전자본증가(감소)	287	-204	-142	1	5
(-)설비투자	47	94	18	41	72
(+)자산매각	-1	12	36	0	0
Free Cash Flow	-272	198	216	-8	103
(-)기타투자	-233	215	130	2	2
잉여현금	-40	-18	87	-10	101
NOPLAT	33	12	-6	-1	118
(+) Dep	24	26	26	34	38
(-)운전자본투자	287	-204	-142	1	5
(-)Capex	47	94	18	41	72
OpFCF	-277	148	143	-8	79

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	722	557	583	582	733
현금성자산	316	351	508	498	600
매출채권	58	52	51	60	109
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	635	666	630	639	675
투자자산	195	225	209	210	212
유형자산	137	210	194	208	249
무형자산	302	231	227	220	214
자산총계	1,357	1,223	1,213	1,221	1,409
유동부채	274	236	316	325	370
매입채무	49	47	45	50	91
유동성이자부채	135	94	163	163	163
비유동부채	363	287	172	175	179
비유동이자부채	304	235	85	85	85
부채총계	638	523	488	500	549
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	211	216	220	220	220
이익잉여금	549	483	498	515	653
자본조정	-48	-6	0	-20	-20
자기주식	-62	-36	-35	-35	-35
자본총계	719	699	725	721	859

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	896	-727	257	280	2,341
BPS	10,857	10,887	11,284	11,221	13,377
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	948	1,173	894	519	2,796
ROA(%)	5.3	-3.3	1.2	1.4	10.5
ROE(%)	8.8	-6.1	2.1	2.3	17.5
ROIC(%)	6.5	2.0	-1.5	-0.3	36.7
Multiples(x, %)					
PER	154.3	-57.7	150.8	148.1	17.7
PBR	12.7	3.9	3.4	3.7	3.1
PSR	22.7	7.0	7.5	7.6	4.3
PCR	145.8	35.8	43.4	79.9	14.8
EV/EBITDA	137.9	63.5	229.8	73.0	12.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	88.7	74.8	67.3	69.4	63.9
Net debt/Equity	17.2	-3.2	-36.0	-34.8	-41.0
Net debt/EBITDA	183.3	-52.5	-2,688.4	-758.9	-190.1
유동비율	263.2	235.6	184.5	179.3	198.2
이자보상배율	10.0	1.8	n/a	n/a	17.1
자산구조(%)					
투자자본	57.0	46.5	29.3	30.0	29.5
현금+투자자산	43.0	53.5	70.7	70.0	70.5
자본구조(%)					
차입금	37.9	32.0	25.5	25.6	22.4
자기자본	62.1	68.0	74.5	74.4	77.6

[Compliance Notice]

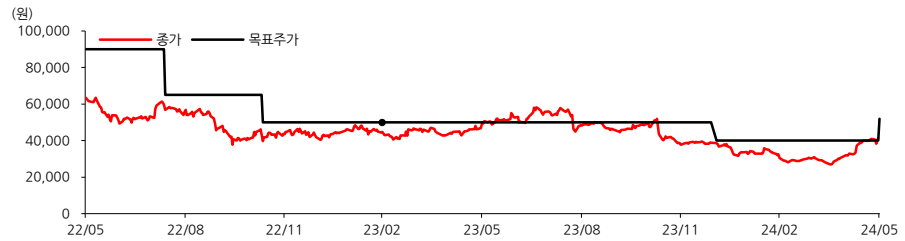
(공표일: 2024년 6월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[펠어비스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.12	2022.08.25	2022.11.10	2022.11.17	2023.02.15	2023.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	65,000	65,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2023.07.13	2024.01.02	2024.06.03			
투자의견	Hold	Hold	Buy			
목표가격	50,000	40,000	52,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.12	Buy	65,000	-24.23	-10.15
2022.11.10	Buy	50,000	-5.49	16.40
2024.01.02	Hold	40,000	-17.54	3.75
2024.06.03	Buy	52,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%