

풀어비스
(263750)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

50,000

하향

현재주가

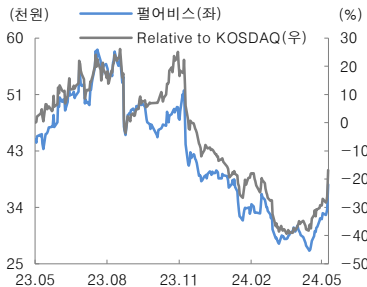
37,300

(24.05.10)

디지털콘텐츠업종

KOSDAQ	864.16
시가총액	2,396십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	58,200원 / 27,000원
120일 평균거래대금	100억원
외국인지분율	8.94%
주요주주	김대일 외 13 인 44.26% 사용수 5.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.1	13.2	-14.4	-17.3
상대수익률	28.3	8.3	-21.8	-20.6



주가는 다시 붉은사막에 집중

- 1분기 어닝 서프는 검은사막모바일의 업데이트에 따른 매출 반등이 견인
- 2분기부터 인건비, 마케팅비 증가에 적자 전환 전망
- 8월 붉은사막 마케팅 시작, 모멘텀 발생 전망. 트레이딩 전략 유효 판단

투자의견 매수, 목표주가 50,000원으로 기존 대비 15% 하향

2025년 EPS 2,623원에 Target PER은 19배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. 붉은사막 판매량 추정치는 300만장으로 유지하나, 기존 게임들의 매출 하향세 및 인건비 증가 등을 반영하여 목표주가를 기존대비 15% 하향

검은사막 모바일의 매출 반등이 1Q 서프 견인

1Q24 매출 854억원(YoY -0.5%, QoQ 1.2%), 영업이익 5억원(YoY -52%, QoQ -흑자전환) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 상회. 검은사막 모바일의 콘텐츠 업데이트 효과가 모바일 매출 반등을 견인, 영업이익 컨센 상회 요인으로 판단

동사 매출 비중의 약 60%(2023년 기준)를 차지하는 검은사막PC는 QoQ -7% 감소 추정. 반면 모바일은 콘텐츠 리뉴얼에 따라 QoQ 2배 이상의 매출 반등을 보인 것으로 파악, 동사 전체 실적을 견인. 2분기는 검은사막PC의 아침의나라서울 업데이트 등이 예정되어 있으나, 인센티브에 따른 인건비 증가, 3분기부터는 2025년 신작 붉은사막 관련 마케팅비 증가로 적자가 예상됨

신작 붉은사막 모멘텀 발생 전망, 단기 트레이딩 전략 유효

당사는 붉은사막(2025년 출시 예상)의 판매량을 300만장으로 가정. 최근 국내에서 출시한 콘솔 게임들은 높은 기대감에도 200만장 이상 판매량을 넘기지 못한 것으로 파악. 뿐만 아니라 글로벌 게임사들의 콘솔 신작 역시 시리즈물이 아닌 신규 IP인 경우에는 높은 판매량을 기록하지 못했다는 점을 고려했을 때 300만장의 판매량 추정치는 보수적인 추정은 아니라고 판단(표 4참고). 그럼에도 그동안 AAA급의 신작으로 홍보되어온 게임인 만큼 게임 행사 참가, 인게임 영사 공개 등에 따라 주가 모멘텀 발생 전망. 회사는 8월 게임스컴을 시작으로 붉은사막의 본격적인 B2C 마케팅을 시작할 것으로 발표. 마케팅 시점마다 트레이딩 전략 유효하다고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	작년추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	86	84	81	85	-0.5	2.1	80	87	11.0	1.9
영업이익	1	-6	-6	1	-51.9	흑전	-6	-5	적지	적전
순이익	10	5	14	13	35.2	170.3	0	9	흑전	-31.8

자료: 풀어비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	341	548	289
영업이익	17	-17	-22	156	-20
세전순이익	-55	35	45	227	51
총당기순이익	-43	24	34	169	38
지배지분순이익	-43	24	34	169	38
EPS	-655	370	527	2,625	586
PER	NA	124.6	94.9	19.0	85.3
BPS	10,413	11,384	12,309	15,332	15,919
PBR	4.4	4.0	3.0	2.4	2.3
ROE	-6.1	3.4	4.4	19.0	3.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 풀어비스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	593	487	341	548	-42.6	12.4
판매비와 관리비	407	380	363	391	-11.0	3.0
영업이익	186	107	-22	156	적자조정	45.5
영업이익률	31.3	22.0	-6.5	28.5	적자조정	6.5
영업외손익	97	97	68	70	-30.7	-27.7
세전순이익	283	205	45	227	-84.0	10.7
지배지분순이익	213	153	34	169	-84.1	9.9
순이익률	35.8	31.5	9.9	30.8	-25.9	-0.7
EPS(지배지분순이익)	3,309	2,389	527	2,625	-84.1	9.9

자료: 필어비스, 대신증권 Research Center

표 1. 필어비스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2024 지배주주지분 순이익(십억원)	168.6	
Target PER(x)	19.0x	글로벌 Peer 의 2025 PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	3,202.5	
주식 수(천주)	64,247.0	
적정 주가(원)	49,847	
목표 주가(원)	50,000	반올림 적용
현재 주가(원)	37,300	
상승 여력	34.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 필어비스 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	87.0	84.1	84.2	333.5	340.6	547.9
검은사막 PC	47.2	43.6	55.6	49.7	46.1	48.7	46.3	42.8	196.1	183.9	142.1
검은사막 모바일	15.4	9.1	7.8	7.2	17.5	16.7	16.1	15.5	39.4	65.8	57.0
검은사막 콘솔	5.1	3.8	5.1	3.0	3.3	2.6	3.4	2.0	17.0	11.4	7.5
붉은 사막											264.0
CCP Games	16.9	20.2	16.0	19.9	18.0	18.2	17.5	16.9	73.0	70.6	63.5
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.6	0.6	6.7	8.0	8.6	13.1
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	92.0	91.1	94.7	349.8	362.7	391.5
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	51.2	45.6	46.2	175.2	189.1	193.0
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	18.0	17.1	16.0	69.1	68.3	94.6
마케팅비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	5.6	10.0	8.0	31.8	29.3	24.6
감가상각비	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.5	6.6	6.6	26.0	26.1	27.2
기타 영업비용	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	10.6	11.8	17.8	47.8	49.9	52.1
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.5	-5.0	-7.0	-10.6	-16.3	-22.0	156.4
영업이익률	1.3%	-17.9%	2.5%	-6.5%	0.6%	-5.7%	-8.4%	-12.5%	-4.9%	-6.5%	28.5%
순이익	9.4	-4.4	14.9	-4.7	12.8	8.8	7.4	4.9	15.3	33.8	168.6
순이익률	11.0%	-5.6%	17.6%	-5.6%	14.9%	10.1%	8.8%	5.8%	4.6%	9.9%	30.8%

자료: 필어비스, 대신증권 Research Center

표 3. 2023년 글로벌 콘솔 판매 성적

게임	개발사	장르	콘솔 플랫폼	게임패스	출시일	판매량
호그와트 레거시	아발란체 소프트웨어	오픈월드 액션 RPG	PS4, PS5, XB1, XSX, NSW	X	02.10	- 발매 2주 약 1200만장 - 발매 3개월 약 1,500만장
와일드 하츠	코에이 테크모	헌팅 액션	PS5, XSX	△	02.17	- 발매 2일 약 27,000장 (PS5 기준)
아토믹 하트	문드파쉬	FPS	PS4, PS5, XB1, XSX	O	02.21	- 발매 2개월 약 60만장
와룡: 풀른 다이너스티	닌자. 코에이 테크모	액션 RPG, 소울라이크	PS4, PS5, XB1, XSX	O	03.03	- 발매 50일 약 100만장
바이오하자드 Re:4	캡콤	액션 어드벤처 서바이벌 호러	PS4, PS5, XSX	X	03.24	- 발매 2일 약 300만장 - 발매 2주 약 400만장
데드 아일랜드 2	Dambuster Studios	오픈월드 액션 서바이벌	PS4, PS5, XB1, XSX	X	04.21	- 발매 1개월 약 200만장
스타워즈 제다이: 서바이버	리스폰 엔터테인먼트	액션 어드벤처	PS5, XSX	X	04.28	- 발매 3일 약 100만장
젤다의 전설 티어스 오브 더 킹덤	닌텐도	오픈 액션 어드벤처	NSW	X	05.12	- 발매 3일 약 1,000만장
스트리트파이터6	캡콤	대전 격투	PS4, PS5, XB1, XSX	X	06.02	- 발매 4일 약 100만장
디아블로4	블리자드	액션 MMORPG	PS4, PS5, XB1, XSX	X	06.06	- 발매 5일 약 900만장
파이널판타지16	스퀘어 에닉스	액션 어드벤처	PS5	X	06.22	- 발매 7일 약 300만장

자료: 대신증권 Research Center
주: △는 게임패스에서 10시간 데모 버전 플레이 가능

표 4. 최근 게임스컴에서 기대를 받았던 신규 IP의 판매량

게임	메타크리틱/오픈크리틱	출시일	장르	판매량	비고
The Last Case of Benedict Fox	58점	2023.04	액션 어드벤처	판매량 정보 없음	- 베스트 액션 어드벤처 게임 상 후보 - 가장 기대되는 Xbox 게임 상 수상
Metal Hellsinger	79점	2022.09	FPS	출시 후 약 두 달 동안 100만 장	- 베스트 액션 게임 상 수상 - 가장 기대되는 Xbox 게임 상 후보 - PC에서 가장 기대되는 게임상 수상
The Dark Pictures, the Devil in me	70점	2022.11	서바이벌 호러	판매량 정보 없음	- 가장 기대되는 PS 게임 상 후보 - 가장 기대되는 Xbox 게임 상 후보
The Hearts	81점	2023.05	카드 게임	판매량 정보 없음	- 가장 기대되는 NS 게임 상 수상
One Piece Odyssey	74점	2023.01	액션 어드벤처	출시 후 2주 동안 460만장	- 가장 기대되는 PS 게임 상 후보
Airhead	46점	2024.02	액션 어드벤처, 퍼즐	판매량 정보 없음	- 가장 기대되는 NS 게임 상 후보

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	341	548	289
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	341	548	289
판매비와관리비	369	349	363	391	309
영업이익	17	-17	-22	156	-20
영업외수익	44	-5.0	-6.5	28.5	-6.8
EBITDA	48	20	19	200	26
영업외손익	-72	51	68	70	70
관계기업손익	-8	-6	-3	-3	-3
금융수익	52	65	88	92	92
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-53	-28	-22	-23	-23
외환평가손실	6	6	6	6	6
기타	-64	20	4	4	4
법인세비용차감전순이익	-55	35	45	227	51
법인세비용	13	-11	-12	-58	-13
계속사업순이익	-43	24	34	169	38
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	24	34	169	38
당기순이익	-11.0	7.1	9.9	30.8	13.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	-43	24	34	169	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	2	2
포괄순이익	-22	45	55	189	58
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-22	45	55	189	58

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-655	370	527	2,625	586
PER	NA	1246	87.5	17.6	78.6
BPS	10,413	11,384	12,309	15,332	15,919
PBR	4.4	4.0	3.0	2.4	2.3
EBITDAPS	744	315	294	3,116	409
EV/EBITDA	59.7	144.1	127.6	11.9	96.0
SPS	5,939	5,180	5,303	8,529	4,505
PSR	7.8	8.9	7.0	4.4	8.3
CFPS	-1,230	240	472	3,337	630
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	-4.5	-13.7	2.4	60.8	-47.2
영업이익 증/감	-60.7	작전	작지	흑전	작전
순이익 증/감	작전	흑전	42.3	398.4	-77.7
수익성					
ROIC	3.1	-2.5	-3.3	20.4	-2.2
ROA	1.2	-1.0	-1.1	6.9	-0.8
ROE	-6.1	3.4	4.4	19.0	3.8
안정성					
부채비율	126.2	146.3	162.6	152.5	168.0
순차입금비율	-11.5	-5.9	1.4	-1.5	12.3
이자보상비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 필어비스 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	824	1,029	1,242	1,592	1,789
현금및현금성자산	377	575	743	987	1,063
매출채권 및 기타채권	60	60	68	100	84
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	386	394	431	505	641
비유동자산	706	772	835	894	952
유형자산	162	180	194	204	212
관계기업투자금	115	172	228	285	341
기타비유동자산	429	421	413	406	399
자산총계	1,530	1,801	2,076	2,487	2,740
유동부채	309	344	379	414	449
매입채무 및 기타채무	49	49	49	49	49
차입금	70	105	140	175	210
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	190	190	190	190	190
비유동부채	545	726	907	1,088	1,269
차입금	471	653	834	1,015	1,196
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	73	73	73	73	73
부채총계	854	1,070	1,286	1,502	1,718
자본부분	676	731	791	985	1,023
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	211	243	268	294	294
이익잉여금	507	531	564	733	771
기타자본변동	-48	-48	-48	-48	-48
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	676	731	791	985	1,023
순차입금	-78	-43	11	-15	126

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-41	35	42	158	81
당기순이익	-43	24	34	169	38
비현금항목의가감	-37	-8	-4	46	3
감가상각비	31	37	41	44	46
외환손익	-13	-13	-13	-13	-13
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-55	-32	-31	15	-30
자산부채의증감	27	30	24	2	53
기타현금흐름	13	-11	-11	-58	-13
투자활동 현금흐름	-80	-110	-121	-125	-126
투자자산	-56	-56	-56	-56	-56
유형자산	-47	-47	-47	-47	-47
기타	24	-7	-17	-21	-23
재무활동 현금흐름	207	238	232	232	207
단기차입금	35	35	35	35	35
사채	147	147	147	147	147
장기차입금	34	34	34	34	34
유상증자	0	31	26	26	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-9	-9	-9	-9
현금의증감	134	198	168	244	76
기초 현금	244	377	575	743	987
기말 현금	377	575	743	987	1,063
NOPLAT	13	-11	-16	116	-15
FCF	-3	-22	-23	113	-16

[Compliance Notice]

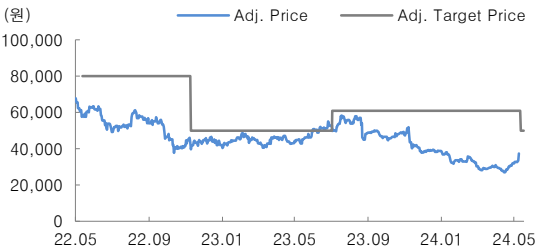
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

펄어비스(263750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.13	24.01.04	23.12.02	23.11.10	23.08.28	23.07.04
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
과다율(평균%)		(47.96)	(22.44)	(19.55)	(16.92)	(11.51)
과다율(최대/최소%)		(37.54)	(4.59)	(4.59)	(4.59)	(4.59)
제시일자	23.05.16	23.05.12	23.05.11	22.11.10	22.05.13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	80,000	
과다율(평균%)	(1.07)	(12.10)		(11.38)	(34.11)	
과다율(최대/최소%)	10.00	(9.80)		(3.00)	(20.75)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240509)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.0%	5.0%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상