

풀어비스 (263750)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

61,000

유지

현재주가

47,550

(23.11.09)

디지털콘텐츠업종

KOSDAQ	802.87
시가총액	3,055십억원
시가총액비중	0.77%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	58,200원 / 39,750원
120일 평균거래대금	174억원
외국인지분율	13.72%
주요주주	김대일 외 13 인 44.25% 사용수 5.23%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	-15.4	6.3	9.7
상대수익률	5.7	-4.2	10.6	-2.4



바닥난 신뢰

- 예상대비 부진한 PC게임의 업데이트 효과로 3분기 실적은 컨센 크게 하회
- 3분기는 일시적 흑자로 신작의 실적 반영 전까지 동사는 적자 지속 전망
- 신작 지연 가능성 또 한번 예고, 출시 일정 가시화 전까지 보수적 접근 추천

투자 의견 매수, 목표주가 61,000원 유지

2024년 EPS 3,307원에 Target PER은 18.5배 적용. Target PER은 글로벌 Peer 대비 10% 할인. 신작 출시 전 기존 게임만으로는 실적 부진 및 밸류에이션 부담 지속이 예상되어 멀티플 할인 적용

3분기 일시적 흑자

3Q23 매출 849억원(YoY -12.7%, QoQ 8.3%), 영업이익 21억원(YoY -83%, QoQ 흑자전환) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 큰 폭으로 하회. PC 게임 콘텐츠 업데이트의 예상 대비 부진한 효과가 컨센 하회 요인으로 판단

동사 매출 비중의 약 80%를 차지하는 검은사막PC는 6월 대규모 업데이트를 진행. 업데이트의 긍정적 반응과 일시적 트래픽 증가 확인에도 불구하고 동사는 예상대비 부진한 실적 기록. 9월부터 트래픽이 크게 감소하기 시작한 것으로 파악. 4분기 부터는 업데이트 효과 소멸과 신작 관련 마케팅비 증가에 따라 다시 적자로 돌아설 것으로 전망. 신작의 실적이 반영되기 전까지 동사는 적자 지속 전망

바닥난 신뢰

이번 실적 발표를 통해 풀어비스는 또 한 번의 신작 붉은사막의 출시 지연 가능성을 예고. 기존 회사의 목표는 신작의 2023년 하반기 개발 완료를 목표로 하고 2024년 상반기 출시 예정이었으나 개발이 아직 완료되지 않은 상황으로 파악. 뿐만 아니라 8월 게임스컴에 이어 11월 지스타에서 여전히 일반 유저 대상으로 공개 가능한 콘텐츠들이 준비되지 않은 것으로 확인. 이번 리포트에서는 신작의 출시 일정을 기존 상반기에서 하반기로 변경. 목표주가 산출연도 변경이 없기 때문에 목표 주가는 유지하지만 출시 일정은 2024년보다 더 지연될 가능성도 충분할 것으로 예상. 출시 일정 가시화전까지는 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23				4Q23			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	97	78	94	85	-12.7	8.3	97	84	-18.8	-1.5
영업이익	12	-14	7	2	-83.0	흑전	6	-6	작전	작전
순이익	-28	1	12	12	흑전	1,368.1	12	6	흑전	-45.7

자료: 풀어비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	404	386	333	593	487
영업이익	43	17	-17	186	107
세전순이익	78	-55	44	283	205
총당기순이익	59	-43	30	213	153
지배지분순이익	59	-43	30	213	153
EPS	897	-655	462	3,309	2,389
PER	154.1	NA	102.9	14.4	19.9
BPS	10,867	10,413	10,990	14,298	16,687
PBR	12.7	4.4	4.3	3.3	2.8
ROE	8.8	-6.1	4.3	26.2	15.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	349	615	333	593	-4.7	-3.5
판매비와 관리비	355	398	349	407	-1.7	2.5
영업이익	-6	217	-17	186	적자유지	-14.4
영업이익률	-1.8	35.3	-5.0	31.3	적자유지	-4.0
영업외손익	40	54	61	97	53.7	80.0
세전순이익	33	271	44	283	32.6	4.5
지배지분순이익	24	212	30	213	21.3	0.4
순이익률	7.0	34.4	8.9	35.8	1.9	1.4
EPS(지배지분순이익)	381	3,294	462	3,309	21.3	0.4

자료: 필어비스, 대신증권 Research Center

표 1. 필어비스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2024 지배주주지분 순이익(십억원)	212.5	
Target PER(x)	18.5x	글로벌 Peer 의 2024 PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	3,930.7	
주식 수(천주)	64,247.0	
적정 주가(원)	61,181	
목표 주가(원)	61,000	반올림 적용
현재 주가(원)	47,550	
상승 여력	28.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 펠어비스 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	91.4	94.0	97.3	103.0	85.8	78.4	84.9	83.7	385.7	332.8	593.3
검은사막 PC	47.0	51.1	56.2	51.3	47.2	43.6	55.6	45.7	205.6	192.1	198.7
검은사막 모바일	18.6	16.6	13.7	12.6	15.4	9.1	7.8	7.4	61.5	39.6	28.4
검은사막 콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	3.8	5.1	5.1	24.7	19.1	19.5
붉은 사막										0.0	274.0
CCP Games	18.2	17.6	19.4	17.6	16.9	20.2	16.0	15.0	72.8	68.1	62.6
기타	2.3	2.3	1.3	14.2	1.4	1.7	1.7	10.3	20.1	15.1	9.4
영업비용	86.3	98.2	84.9	99.5	84.7	92.5	82.8	89.5	368.8	349.4	407.4
인건비	43.7	50.6	40.9	42.9	44.3	49.6	40.7	41.1	178.1	175.6	169.4
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.8	19.1	18.1	14.4	15.6	78.4	67.2	108.4
마케팅비	8.2	10.8	9.4	12.7	5.6	8.0	10.1	15.1	41.0	38.7	58.6
감가상각비	6.1	6.2	6.5	6.5	6.3	6.6	6.4	6.3	25.2	25.7	24.3
기타 영업비용	7.7	9.2	11.5	17.7	9.3	10.2	11.3	11.4	46.1	42.1	46.7
영업이익	5.2	-4.2	12.4	3.5	1.1	-14.1	2.1	-5.8	16.9	-16.6	185.9
영업이익률	5.7%	-4.5%	12.8%	3.4%	1.3%	-17.9%	2.5%	-7.0%	4.4%	-5.0%	31.3%
순이익	5.8	32.0	21.3	-102.1	9.4	-4.4	14.9	9.7	-43.0	29.6	212.5
순이익률	6.3%	34.1%	21.9%	-99.2%	11.0%	-5.6%	17.6%	11.6%	-11.1%	8.9%	35.8%

자료: 펠어비스, 대신증권 Research Center

표 3. 2023년 상반기 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	문드피쉬	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

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	404	386	333	593	487
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	404	386	333	593	487
판매비와관리비	361	369	349	407	380
영업이익	43	17	-17	186	107
영업외수익	106	44	-5.0	31.3	22.0
EBITDA	67	48	20	227	151
영업외손익	35	-72	61	97	97
관계기업손익	-3	-8	-9	2	1
금융수익	50	52	65	58	58
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-13	-53	-28	-20	-20
외환포괄손실	7	6	6	6	6
기타	1	-64	32	58	58
법인세비용차감전순이익	78	-55	44	283	205
법인세비용	-18	13	-15	-71	-51
계속사업순이익	59	-43	30	213	153
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	59	-43	30	213	153
당기순이익	14.7	-11.0	8.9	35.8	31.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	59	-43	30	213	153
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	2	2
포괄순이익	80	-22	50	233	174
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	80	-22	50	233	174

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	897	-655	462	3,309	2,389
PER	1541	NA	998	139	193
BPS	10,867	10,413	10,990	14,298	16,687
PBR	127	44	43	33	28
EBITDAPS	1,018	744	315	3,531	2,355
EV/EBITDA	1329	597	1500	131	195
SPS	6,103	5,939	5,180	9,237	7,589
PSR	227	78	92	51	63
CFPS	949	-1,230	392	4,175	2,995
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	-17.4	-45	-13.7	78.3	-17.8
영업이익 증/감	-72.7	-60.7	작전	흑전	-42.2
순이익 증/감	-41.1	작전	흑전	616.0	-27.8
수익성					
ROIC	8.4	3.1	-2.5	27.5	13.9
ROA	3.8	1.2	-1.0	9.3	4.5
ROE	8.8	-6.1	4.3	26.2	15.4
안정성					
부채비율	88.7	126.2	151.5	140.0	140.1
순차입금비율	-28.8	-11.5	-2.5	-9.7	-10.1
이자보상비율	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 필어비스 대안증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	722	824	1,003	1,370	1,680
현금및현금성자산	244	377	550	843	1,081
매출채권 및 기타채권	58	60	60	96	94
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	420	386	394	431	505
비유동자산	635	706	772	835	894
유형자산	137	162	180	194	204
관계기업투자지급	59	115	172	228	285
기타비유동자산	439	429	421	413	406
자산총계	1,357	1,530	1,776	2,204	2,574
유동부채	274	309	344	379	414
매입채무 및 기타채무	49	49	49	49	49
차입금	35	70	105	140	175
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	190	190	190	190	190
비유동부채	363	545	726	907	1,088
차입금	290	471	653	834	1,015
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	73	73	73	73	73
부채총계	638	854	1,070	1,286	1,502
자본부분	719	676	706	918	1,072
자본금	7	6	6	6	6
자본잉여금	211	211	211	211	211
이익잉여금	549	507	537	749	903
기타보전비	-48	-48	-48	-48	-48
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	719	676	706	918	1,072
순차입금	-207	-78	-18	-89	-108

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	64	-41	41	193	178
당기순이익	59	-43	30	213	153
비현금항목의 기입	3	-37	-5	56	39
감가상각비	24	31	37	41	44
외환손익	-1	-13	-13	-13	-13
지분법평가손익	3	0	0	0	0
기타	-23	-55	-28	28	8
자산부채의 증감	25	27	30	-4	36
기타현금흐름	-24	13	-14	-71	-51
투자활동 현금흐름	-238	-80	-110	-121	-125
투자자산	-302	-56	-56	-56	-56
유형자산	-47	-47	-47	-47	-47
기타	111	24	-7	-17	-21
재무활동 현금흐름	211	207	207	207	207
단기차입금	35	35	35	35	35
사채	147	147	147	147	147
장기차입금	34	34	34	34	34
유상증자	4	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-9	-9	-9	-9
현금의 증감	42	134	172	293	238
기초 현금	202	244	377	550	843
기말 현금	244	377	550	843	1,081
NOPLAT	33	13	-11	139	81
FCF	9	-3	-22	133	77

[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]

필어비스(263750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.10	23.08.28	23.07.04	23.05.16	23.05.12	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	61,000	61,000	61,000	50,000	50,000	50,000
과다율(평균%)		(16.92)	(11.76)	(1.05)	(11.30)	(14.40)
과다율(최대/최소%)		(4.59)	(4.59)	10.00	(9.70)	(14.40)
제시일자	22.11.10	22.05.13	22.02.16	22.02.04		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	50,000	80,000	110,000	130,000		
과다율(평균%)	(11.38)	(34.11)	(15.05)	(26.66)		
과다율(최대/최소%)	(3.00)	(20.75)	(2.18)	(24.08)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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