

2024. 8. 8



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 40,000 원

현재주가 (8.7) 41,150 원

상승여력 -2.8%

KOSDAQ 748.54pt

시가총액 26,438억원

발행주식수 6,425만주

유동주식비율 51.42%

외국인비중 8.28%

52주 최고/최저가 57,900원/27,000원

평균거래대금 158.2억원

주요주주(%)

김대일 외 12 인 44.11

서용수 5.23

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -8.9 25.1 -24.8

상대주가 3.2 35.7 -9.7

주가그래프



풀어비스 263750

다가오는 모멘텀 vs. 펀더멘털 고민

- ✓ 2분기 예상된 부진한 실적. 원화 약세/확장팩 고려하면 당사 기대 소폭 하회
- ✓ 컨솔 통해 <붉은 사막> 글로벌 퍼블리셔 통하지 않는 직접 서비스 계획 밝혀
- ✓ 타사 대비 낮은 개발자 비율, <P의 거짓>에서와 확인한 바와 같은 패키지 매출의 비 연속성으로 PER 적용 부담 및 next에 대한 고민 커져
- ✓ 모멘텀 진입 구간이나 당사 적정주가는 <붉은 사막> 1천만장 판매를 반영한 수치
- ✓ 적정주가 상향 위해서는 중국의 의미 있는 실적 기여, 판매량 추정 상향이 필요

2분기 원화 약세 고려하면 아쉬웠던 기존 IP 성과

2분기 풀어비스의 연결 매출 및 영업이익은 각각 818억원(+4% YoY)과 -58억원으로 적자를 기록했다. 원화 약세와 확장팩 '에퀴노스' 출시로 이브 IP 매출은 200억 원대로 올라섰으나 효과는 당사 기대치를 소폭 하회했다. 비용 특이사항은 없었고 관계기업 주식 처분 이익 63억원이 반영되며 지배순이익은 91억원으로 양호했다.

<붉은 사막> 모멘텀 높아지나 펀더멘털 고민은 깊어져

동사는 <붉은 사막> 직접 서비스 계획을 밝혔다. 이 경우 유통 마진을 가져와 성공 시 높은 레버리지를 기대할 수 있으나 콘솔/PC 내 핵심적인 서구권 네트워킹이 부재해 마케팅 실패 위험이 존재한다. 하반기 마케팅을 통해 출시 일정 및 게임스컴 B2C 시연/영상 공개를 예고했다. 오랜 제작으로 내부적으로는 만족할 만한 퀄리티를 확보하는 데는 성공한 것으로 보이나 그 시간 동안 트렌드 또한 변해왔다. 자유도 측면에서 <발더스 게이트3>와 같은 게임 대비 후발주자이며 최근 한국 게임 내 서구권 주목도를 이끄는 '그래픽'적 요소가 반영되는지 지켜볼 사안이다.

모멘텀이 다가오는 점은 긍정적이나 펀더멘털에 대한 고민은 깊어간다. 잦은 개발자 퇴사로 인해 동사의 개발자 인력 비중은 57%(759명)까지 하락했다. 타사 비중인 70~90% 대비 크게 낮은 수치다. PER의 적용은 실적의 연속성을 전제한다. 반면 패키지 게임은 단발적 매출 발생으로 지속적 확장팩 출시가 없다면 2024년 실적으로 회귀할 가능성이 높다. 우리는 이미 <P의 거짓>을 통해 확인한 바 있다. 당사는 25/26년 1천만장을 가정, 상당한 성공을 이미 반영해 두었다. 추후 멀티플레이 요소를 준비 중이나 동사의 제작 속도 감안 시 2027년 이후로 예상한다. 모멘텀 다가오며 등락 커지는 구간이나 현 적정주가 상향을 위해서는 중국의 의미 있는 실적 기여, 예상을 뛰어넘는 판매량에 대한 추가 근거가 필요하다.

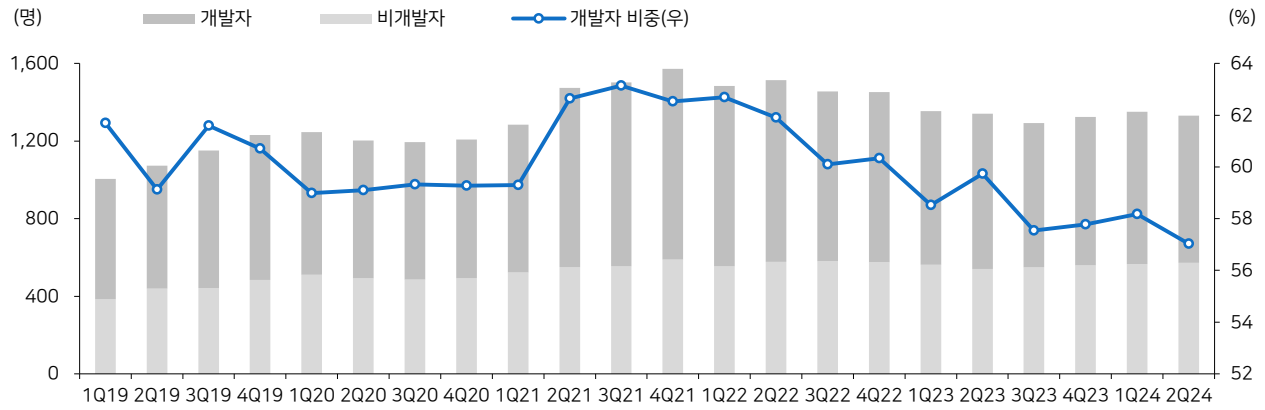
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	385.7	16.4	-43.0	-662	적전	10,887	-63.4	3.9	60.2	-6.1	74.8
2023	333.5	-16.4	15.2	237	흑전	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024E	324.3	-45.1	-3.9	-61	적전	11,223	-673.5	3.7	-100.1	-0.5	40.8
2025E	732.9	177.9	149.7	2,330	흑전	13,553	17.7	3.0	11.7	18.8	34.5
2026E	518.3	42.3	60.6	943	-59.5	14,496	43.6	2.8	34.7	6.7	32.4

표1 펠어비스 2Q24 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	81.8	78.4	4.3	85.4	-4.3	84.4	-3.1	84.5	-3.3
영업이익	-5.8	-14.1	적지	0.6	적전	-5.1	N/A	-3.0	N/A
세전이익	10.1	-5.2	흑전	17.2	-41.4	3.8	165.2	-3.8	N/A
지배순이익	9.1	-4.4	흑전	12.8	-28.7	1.9	393.6	-2.9	N/A

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 펠어비스 개발자 인력 추이



자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	79.9	77.2	333.5	324.3	732.9	518.3
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	61.2	61.3	57.4	257.8	238.4	351.3	209.4
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.3	3.8	3.6	18.0	14.9	268.4	103.8
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	17.1	14.3	12.4	49.7	65.9	108.2	200.2
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.2	0.5	3.8	8.0	5.1	5.0	5.0
% YoY												
매출	-6.2	-16.7	-12.7	-18.0	-0.4	4.3	-5.9	-8.6	-13.5	-2.7	126.0	-29.3
PC	0.1	-8.4	-7.5	-2.9	-6.3	1.0	-10.3	-13.6	-4.8	-7.5	47.4	-40.4
콘솔	-5.3	-40.4	-24.6	-35.6	-16.3	-14.9	-24.2	-11.1	-27.3	-17.0	1,700.9	-61.3
모바일	-21.1	-36.4	-28.6	-32.4	30.6	39.6	29.9	29.4	-29.2	32.5	64.2	85.1
기타	-41.7	-22.2	-58.6	-68.6	-52.8	-90.3	-7.6	-13.8	-59.8	-35.9	-3.2	0.0
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.6	99.6	97.4	349.8	369.4	555.0	476.0
% to sales	98.7	118.0	97.5	106.5	99.3	107.1	124.6	126.1	104.9	113.9	75.7	91.8
% YoY	-1.8	-5.9	-3.0	-9.6	0.2	-5.3	20.3	8.3	-5.3	5.6	50.2	-14.2
인건비	44.4	50.0	41.6	41.6	46.7	46.6	46.1	46.3	177.6	185.6	222.6	229.5
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	18.4	19.1	17.4	69.1	71.9	80.1	103.7
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	7.3	19.1	11.3	31.8	43.4	155.8	70.3
상각비	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.4	6.3	6.3	26.0	25.4	26.2	27.1
기타	9.2	9.8	10.3	16.1	9.0	8.9	9.0	16.1	45.4	43.0	70.2	45.4
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-5.8	-19.7	-20.2	-16.4	-45.1	177.9	42.3
% YoY	-78.9	적지	-82.2	적전	-46.3	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	-76.2
영업이익률(%)	1.3	-18.0	2.5	-6.5	0.7	-7.1	-24.6	-26.1	-4.9	-13.9	24.3	8.2
세전이익	13.6	-5.1	22.8	-9.1	17.2	10.1	-11.8	-18.2	22.1	-2.7	203.7	80.8
% YoY	114.4	적전	-23.9	적지	26.7	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	-60.4
지배주주순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-7.7	-18.2	15.2	-3.9	149.7	60.6
% YoY	61.9	적전	-30.4	적지	36.3	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	-59.5

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

펼어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	385.7	333.5	324.3	732.9	518.3
매출액증가율(%)	-4.5	-13.5	-2.7	126.0	-29.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	324.3	732.9	518.3
판매관리비	369.3	349.8	369.4	555.0	476.0
영업이익	16.4	-16.4	-45.1	177.9	42.3
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-13.9	24.3	8.2
금융손익	-0.7	24.7	33.4	17.3	24.7
종속/관계기업손익	-8.0	-6.4	-5.6	-6.0	-6.4
기타영업외손익	-63.5	20.2	14.6	14.6	20.2
세전계속사업이익	-55.8	22.1	-2.7	203.8	80.8
법인세비용	-12.8	6.9	1.2	54.1	3.4
당기순이익	-43.0	15.2	-3.9	149.7	60.6
지배주주지분 순이익	-43.0	15.2	-3.9	149.7	60.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	47.6	32.4	-17.6	95.0	128.8
당기순이익(손실)	-43.0	15.2	-3.9	149.7	60.6
유형자산상각비	16.2	16.9	16.2	16.9	16.9
무형자산상각비	9.6	9.1	4.7	4.9	5.1
운전자본의 증감	-15.1	8.3	-34.6	-76.5	46.2
투자활동 현금흐름	-108.0	134.3	58.9	-11.4	-87.6
유형자산의증가(CAPEX)	-94.0	-9.1	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	4.9	-1.7	0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-22.6	-89.6	-158.1	0.0	-1.4
차입금의 증감	-110.5	-81.3	-158.1	0.0	-1.4
자본의 증가	4.5	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-84.3	76.1	-116.8	83.6	39.8
기초현금	243.9	159.6	235.7	118.8	202.5
기말현금	159.6	235.7	118.8	202.5	242.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	556.5	582.8	383.0	549.8	603.2
현금및현금성자산	159.6	235.7	118.8	202.5	242.2
매출채권	40.8	39.3	38.2	86.3	61.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	666.1	630.1	632.1	621.7	630.1
유형자산	209.8	194.4	198.2	201.4	204.5
무형자산	231.3	227.0	232.3	237.4	242.2
투자자산	179.1	167.8	169.5	169.2	169.5
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,015.1	1,171.5	1,233.3
유동부채	236.2	315.9	149.3	151.4	151.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	84.0	158.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	287.0	172.0	144.8	149.4	150.5
사채	146.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.6	70.0	70.0	70.0	70.0
부채총계	523.3	487.9	294.1	300.7	301.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	29.6	32.1	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	482.5	498.2	494.3	644.0	704.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	721.1	870.8	931.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	5,939	5,191	5,048	11,407	8,068
EPS(지배주주)	-662	237	-61	2,330	943
CFPS	1,161	519	203	3,402	1,449
EBITDAPS	648	151	-376	3,108	1,001
BPS	10,887	11,284	11,223	13,553	14,496
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-63.4	163.7	-673.5	17.7	43.6
PCR	36.1	74.7	202.9	12.1	28.4
PSR	7.1	7.5	8.2	3.6	5.1
PBR	3.9	3.4	3.7	3.0	2.8
EBITDA(십억원)	42.1	9.7	-24.1	199.7	64.3
EV/EBITDA	60.2	229.0	-100.1	11.7	34.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.1	2.1	-0.5	18.8	6.7
EBITDA 이익률	10.9	2.9	-7.4	27.2	12.4
부채비율	74.8	67.3	40.8	34.5	32.4
금융비용부담률	2.4	3.8	2.3	0.5	0.8
이자보상배율(x)	1.8	-1.3	-6.0	45.0	10.8
매출채권회전율(x)	9.0	8.3	8.4	11.8	7.0
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

