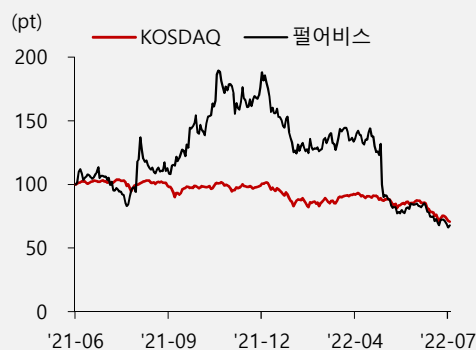


BUY(유지)

목표주가	65,000 원
현재주가	50,500 원
Upside	28.7%
Key Data	2022 년 07 월 04 일
산업분류	코스닥 IT S/W&SVC
KOSPI(pt)	2,300.34
시가총액 (억원)	32,439
발행주식수 (천주)	64,236
외국인 지분율 (%)	12.9
52 주 고가 (원)	141,000
저가 (원)	49,250
60 일 일평균거래대금 (십억원)	62.9
주요주주	(%)
김대일 외 12 명	44.1
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-18.0 -61.3 -39.5
상대주가	1.1 -44.8 -13.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7044

펠어비스(263750)

내년을 바라보자

투자포인트

1. 내년 상반기 붉은사막 출시로 본격적인 실적 모멘텀 기대: 올해 연말까지 출시될 것으로 기대를 모았던 동사의 신작 게임 '붉은사막'의 출시가 내년 상반기로 다소 늦춰질 것으로 전망된다. AAA 급 PC&콘솔 게임이라 완성도를 높이는 차원에서 출시지연으로 고려된다. 올해 중국에서의 모바일 '검은사막'이 기대치보다 아쉬웠던 흥행성적을 기록한 만큼 내년도에 출시되는 새로운 대형 IP 인 '붉은사막'의 성공을 통해 다시 한번 실적과 주가 모든 측면에서 기대감을 가질 수 있다. '이브 온라인 IP' 는 꾸준한 매출을 기록하고 있으며, PLAN8 도 순조롭게 개발과정이 이어지고 있다. 올해 2 분기에는 1 분기보다 다소 높은 마케팅비 지출과 1 회성 인센티브비용(자사주 지급) 반영으로 비용 측면에서 부담이 있는 상황이다.

2. 24 년 상반기 메타버스 게임 '도깨비' 출시 및 자체 엔진의 활용: '붉은사막'이 내년(23 년)출시가 예상되면서, 동사가 신규 게임 IP 를 최소 1 년 단위로 출시하는 것을 고려하면 메타버스 기반의 게임 '도깨비'는 24 년도에 출시될 것으로 예상된다. '도깨비'는 티저 영상에서 매우 호평을 받은 만큼 메타버스 게임 IP 로서 기존 게임들 대비 보다 다양한 User 확보가 기대된다. 동사의 차별화된 포인트 중의 하나인 '자체 개발엔진'은 올해까지는 신작 게임 개발을 위해 관련 인력들은 게임개발에만 집중할 계획이다. 신작 게임 IP 개발이 완료되면 '자체 개발엔진'을 통한 메타버스 관련 사업을 시작할 것이며, 중장기적 관점에서 메타버스 관련 '자체 개발엔진'의 가치가 부각될 것이다.

3. 투자의견 '매수' 유지 및 목표주가 65,000 원으로 하향: 올해는 예상 매출액 3,904 억원(YoY -3.4%), 영업이익 307 억원(YoY -28.8%)를 전망한다. 올해까지는 신작의 출시 지연으로 특별한 모멘텀은 부족한 상황이다. 내년도는 예상 매출액 8,041 억원(YoY +105.9%) & 영업이익 2,982 억원(YoY +870.7%)으로 '붉은사막' 출시에 따른 본격적인 실적 모멘텀을 기대한다. 목표주가는 12 개월 Forward EPS 3,479 원에 Target Multiple 18.6 배를 적용하여 65,000 원으로 하향조정(상승여력 28.7%)하였고, 투자의견 '매수'를 유지한다.

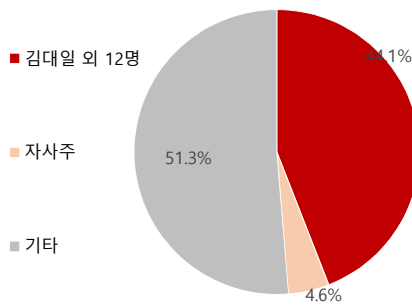
구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (억원)	5,359	4,888	4,038	3,904	8,041
영업이익 (억원)	1,506	1,573	430	307	2,982
영업이익률 (%)	28.1	32.2	10.6	7.9	37.1
지배순이익 (억원)	1,577	1,009	594	323	2,801
PER (배)	17.1	23.9	57.4	100.3	11.6
PBR (배)	4.6	3.8	4.7	4.1	3.0
ROE (%)	31.6	16.5	8.8	4.3	30.0
EPS (원)	2,497	1,551	909	489	4,302

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

내년 상반기 붉은사막 출시로 본격적인 실적 모멘텀 기대

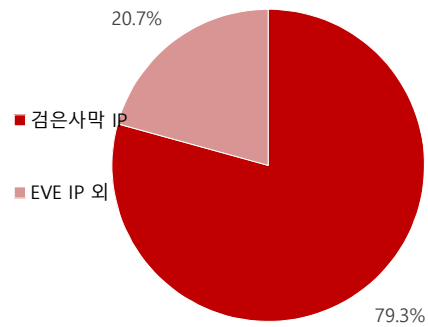
올해 연말까지 출시될 것으로 기대를 모았던 동사의 신작 게임 '붉은사막'의 출시가 내년 상반기로 다소 늦춰질 것으로 전망된다. AAA 급 PC&콘솔 게임이라 완성도를 높이는 차원에서의 출시지연으로 고려된다. 올해 중국에서의 모바일 '검은사막'이 기대치보다 아쉬웠던 흥행성적을 기록한만큼 내년도에 출시되는 새로운 대형 IP 인 '붉은사막'의 성공을 통해 다시 한번 실적과 주가 모든 측면에서 기대감을 가질 수 있다. '이브 온라인 IP'는 꾸준한 매출을 기록하고 있으며, PLAN8 도 순조롭게 개발과정이 이어지고 있다. 올해 2 분기에는 1 분기보다 다소 높은 마케팅비 지출과 1 회성 인센티브비용(자사주 지급) 반영으로 비용 측면에서 부담이 있는 상황이다.

그림 1. 주요주주 구성



자료: 펄어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출비중(2021년 상반기 기준)



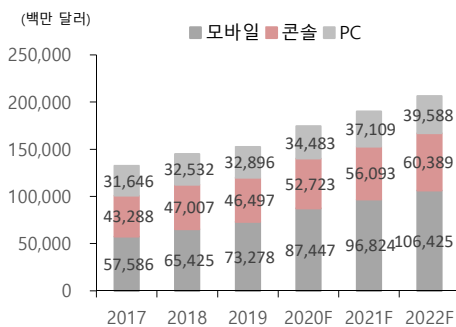
자료: 펄어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. '붉은사막'



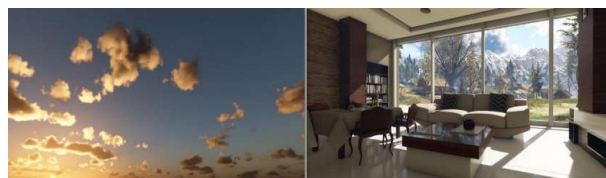
자료: 펄어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 게임 플랫폼 비중 추이



자료: 펄어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 펄어비스의 AI 기반 자체 엔진(그래픽)



자료: 펄어비스, 리딩투자증권 리서치센터

24년 상반기 메타버스 게임 '도깨비' 출시 및 자체 엔진의 활용

'붉은사막'이 내년(23년) 출시가 예상되면서, 동사가 신규 게임 IP를 최소 1년 단위로 출시하는 것을 고려하면 메타버스 기반의 게임 '도깨비'는 24년도에 출시될 것으로 예상된다. '도깨비'는 티저 영상에서 매우 호평을 받은 만큼 메타버스 게임 IP로서 기존 게임들 대비 보다 다양한 User 확보가 기대된다. 동사의 차별화된 포인트 중의 하나인 '자체 개발엔진'은 올해까지는 신작 게임 개발을 위해 관련 인력들은 게임개발에만 집중할 계획이다. 신작 게임 IP 개발이 완료되면 '자체 개발엔진'을 통한 메타버스 관련 사업을 시작할 것이며, 중장기적 관점에서 메타버스 관련 '자체 개발엔진'의 가치가 부각될 것이다.

그림 6. 도깨비



자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. PLAN 8



자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 8. '검은사막 M' 중국



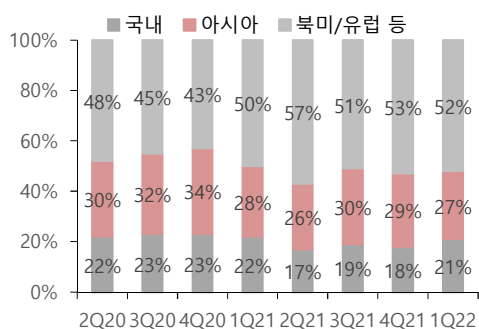
자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. EVE 온라인



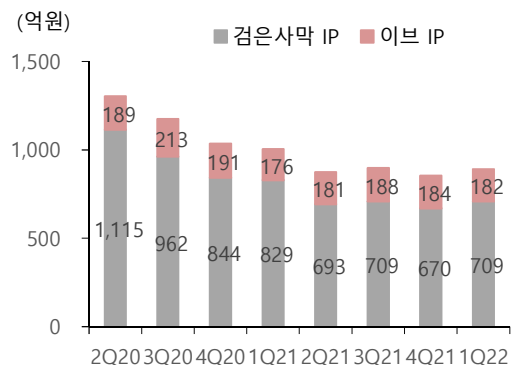
자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 10. 펠어비스 지역별 영업수익 비중



자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 11. 펠어비스 IP 별 영업수익 추이



자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

투자의견 '매수' 유지 및 목표주가 65,000 원으로 하향

올해는 예상 매출액 3,904 억원(YoY -3.4%), 영업이익 307 억원(YoY -28.8%)를 전망한다. 올해까지는 신작의 출시 지연으로 특별한 모멘텀은 부족한 상황이다. 내년도는 예상 매출액 8,041 억원(YoY +105.9%) & 영업이익 2,982 억원(YoY +870.7%)으로 '붉은사막' 출시에 따른 본격적인 실적 모멘텀을 기대한다. 목표주가는 12 개월 Forward EPS 3,479 원에 Target Multiple 18.6 배를 적용하여 65,000 원으로 하향조정(상승여력 28.7%)하였고, 투자의견 '매수'를 유지한다.

표 1. 펠어비스의 실적 추정

(단위:억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,009	885	966	1,180	914	871	868	1,251	4,040	3,904	8,041
게임	1,005	879	921	854	891	846	840	1,219	3,659	3,796	7,889
PC	532	570	558	567	624	589	581	857	2,227	2,651	4,951
콘솔	115	93	83	73	53	52	52	105	364	262	1,156
모바일	358	216	280	214	214	205	207	257	1,068	883	1,782
기타	3	6	45	326	23	25	28	32	380	108	152
영업이익	131	-60	104	257	51	-3	-4	263	432	307	2,982
OPM	12.9%	-6.8%	10.8%	21.8%	5.6%	-0.3%	-0.5%	21.0%	10.7%	7.9%	37.1%
지배순이익	206	28	270	91	58	8	7	251	595	323	2,801
NPM	20.5%	3.2%	27.9%	7.7%	6.3%	0.9%	0.8%	20.1%	14.7%	8.3%	34.5%

자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 펠어비스의 Valuation

항목	추정치	비고
2022 년 연결 지배순이익(억원)	3,23.4	12M Foward EPS
주당순이익(원)	3,479	
Target P/E(배)	18.6	
적정주가(원)	64,709	
목표주가(원)	65,000	
현재주가(원)	50,500	
상승여력(%)	28.7%	

자료: 펠어비스, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
자산총계	8,674	8,972	13,566	10,557	8,931
유동자산	4,501	4,818	7,217	5,214	4,411
현금및현금성자산	1,764	2,021	2,439	1,790	1,515
단기금융자산	1,946	2,175	4,030	2,870	2,428
매출채권및기타채권	689	527	578	405	343
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,173	4,154	6,349	5,343	4,520
장기금융자산	107	189	1,091	947	801
관계기업등투자자산	8	38	589	457	387
유형자산	781	968	1,374	1,218	1,030
무형자산	2,934	2,701	3,024	2,486	2,104
부채총계	2,784	2,603	6,376	2,737	-1,893
유동부채	1,233	1,817	2,742	720	609
단기차입부채	339	898	401	318	269
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	468	398	491	345	292
비유동부채	1,551	786	3,634	1,901	-2,619
장기차입부채	1,162	332	3,042	2,490	2,107
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	5,890	6,369	7,190	7,819	10,825
지배주주지분*	5,890	6,369	7,190	7,819	10,825
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	5,359	4,888	4,038	3,904	8,041
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,359	4,888	4,038	3,904	8,041
판매비와관리비	3,853	3,315	3,608	3,597	5,059
영업이익	1,506	1,573	430	307	2,982
EBITDA	1,680	1,792	673	521	3,163
비영업손익	307	-153	348	46	74
이자수익	59	48	26	18	29
이자비용	63	35	43	65	105
배당수익	0	0	1	0	0
외환손익	22	-246	140	91	147
관계기업등관련손익	1	0	-26	-65	-106
기타비영업손익	288	79	250	67	109
세전계속사업이익	1,813	1,420	777	353	3,056
법인세비용	236	411	184	30	256
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	1,577	1,009	594	323	2,801
지배주주순이익*	1,577	1,009	594	323	2,801
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	81	-142	208	205	205
총포괄손익	1,658	866	801	528	3,005

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	1,684	1,574	644	-1,284	-1,137
당기순이익	1,577	1,009	594	323	2,801
현금유입(유출)이없는수익	295	777	34	265	471
자산상각비	174	219	243	214	181
영업자산부채변동	245	225	254	-1,796	-4,078
매출채권및기타채권	-196	177	8	74	62
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	0	0	0	-63	-53
투자활동현금흐름	-1,801	-704	-2,377	-3,427	-4,127
투자활동현금유입액	2,739	4,434	6,050	6,724	7,572
유형자산	0	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	4,540	5,138	8,427	8,542	9,091
유형자산	370	267	474	524	554
무형자산	57	19	12	13	21
재무활동현금흐름	-418	-557	2,110	-306	-228
재무활동현금유입액	7	205	2,170	205	205
단기차입부채	0	0	350	350	350
장기차입부채	0	200	1,811	1,813	1,834
재무활동현금유출액	425	762	60	511	432
단기차입부채	400	300	0	0	0
장기차입부채	25	46	60	65	67
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	9	-56	40	31	-25
현금변동	-526	258	417	-326	-276
기초현금	2,290	1,764	2,021	2,439	1,790
기말현금	1,764	2,021	2,439	2,113	1,515

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원 배 %)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,497	1,551	909	489	4,302
BPS*	9,328	9,793	11,003	11,819	16,852
CFPS	2,666	2,421	986	-1,940	-1,747
SPS	8,487	7,515	6,179	5,901	12,350
EBITDAPS	2,660	2,756	1,030	788	4,859
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	17.1	23.9	57.4	100.3	11.6
PBR*	4.6	3.8	4.7	4.1	3.0
PCFR	16.0	15.3	52.8	-	-
PSR	5.0	4.9	8.4	8.3	4.0
EV/EBITDA	16.0	13.5	51.0	62.2	10.3
재무비율					
매출액증가율	32.4	-8.8	-17.4	-3.3	106.0
영업이익증가율	-10.4	4.4	-72.7	-28.5	870.7
지배주주순이익증가율*	7.7	-36.0	-41.1	-45.5	766.0
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	28.1	32.2	10.6	7.9	37.1
EBITDA이익률	31.3	36.7	16.7	13.4	39.3
지배주주순이익률*	29.4	20.6	14.7	8.3	34.8
ROA	19.1	17.8	3.8	2.5	30.6
ROE	31.6	16.5	8.8	4.3	30.0
ROIC	36.6	28.8	8.0	6.2	42.5
부채비율	47.3	40.9	88.7	35.0	-17.5
차입금비율	25.5	19.3	47.9	35.9	21.9
순차입금비율	-35.8	-45.0	3.9	-6.7	-4.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

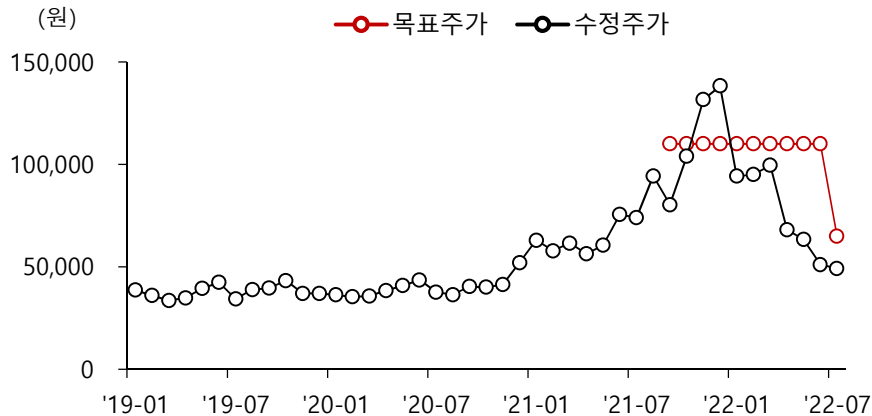
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

필터비스(263750)

일자	2021-09-23	2022-07-05
투자의견	BUY	BUY
목표주가	110,000 원	65,000 원
과리율(%)		
평균주가대비		
최고(최저)주가대비		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%