

벨로프

331520

상기 종목은 당사가 상장주관사로서 작성한 자료입니다.

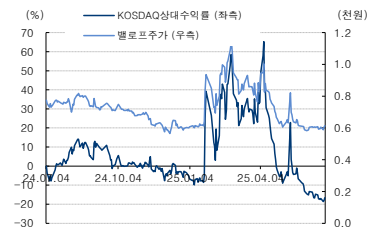
Jun 27, 2025

Not Rated

Company Data

현재가(06/26)	608 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	1,125 원
52 주 최저가(보통주)	565 원
KOSPI (06/26)	3,079.56p
KOSDAQ (06/26)	787.95p
자본금	51 억원
시가총액	309 억원
발행주식수(보통주)	5,086 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	46.0 만주
평균거래대금(60 일)	3 억원
외국인지분(보통주)	221%
주요주주	
신재명 외 5 인	28.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	1.5	-25.2
상대주가	0.0	1.5	-25.2



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

계속될 사업 모델 확장 시도

1H25는 수익 모델 다변화의 과도기

동사는 PC 온라인 및 모바일 게임의 퍼블리싱과 리퍼블리싱 사업을 영위하고 있음. 과거 흥행했지만 1) 수익성이 저조하거나 2) 해외 진출이 부진한 게임, 3) 지속 개발 지원이 어려운 게임의 개발 리소스 및 글로벌 판권을 저비용으로 확보해 리빌드 후 글로벌 퍼블리싱 해 수익을 창출. 퍼블리싱/리퍼블리싱 사업 외에도 수익 모델 다변화를 위해 2023년 크리티카(액션 MORPG), 2024년 라스트 오리진(서브컬처 수집형 RPG) 등 자체 게임 IP를 확보하고 있음. 장르별 매출 비중은 2024년 기준 RPG 55.9%, 캐주얼액션 35.6%, FPS 6.7%, 기타 1.9% 등으로 다변화. 동기간 해외 매출 비중은 73.6%으로 2022년(65.7%), 2023년(75.5%)에 이어 높은 수치를 보임.

25년 1분기 연결 매출액 85.8억원(YoY -1.7%), 영업이익 -4.1억원(YoY 적자전환) 기록. 일부 퍼블리싱 게임 계약 종료와 계획 대비 낮은 신작 성과로 매출은 YoY flat 수준을 기록, 영업이익은 게임 IP 인수 비용 발생과 신작 마케팅 비용 증가, 라인업 증가에 따른 인프라 비용 발생으로 전년동기비 적자로 전환.

중장기 성장 전략: 리퍼블리싱 지역 확장과 자체 IP 확보/활용 확대

동사는 중장기 성장 동력 확보를 위해 유망 게임 개발사에 대한 선제적 투자와 파트너십 확대를 통해 추진중. 2025년 3월 개발사 NAKSOFT에 대한 전략적 투자를 통해 '프로젝트 N'과 '프로젝트 A' 퍼블리싱 라인업 확보, 벨로프의 자체 IP를 접목한 '프로젝트 K'(액션 장르) 개발 협업을 시행. 이를 포함해 지속적인 글로벌 IP 인수 및 신작 개발, 퍼블리싱 파트너십 확대로 지속적인 라인업 확장을 시도하고 있음. 2H25 자체 IP(크리티카 등) 및 기존 퍼블리싱 게임의 신규 지역 확장과 신규 IP 출시, NAKSOFT 개발작을 포함해 다수의 서비스 런칭이 준비되어 있어 하반기 라인업 고려시 2025년은 상저하의 실적 추이를 보일 것으로 전망. 2026년 매출은 2H25 출시작들의 매출 온기 반영과 상반기부터 예정된 신작 출시, 기존작의 지역 확장을 통해 유의미한 성장을 재개할 것으로 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (억원)	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12
매출액 (억원)	180	196	300	360	356
YoY(%)	27.0	8.6	53.2	19.8	-1.1
영업이익 (억원)	19	17	30	2	-2
OP 마진(%)	10.6	8.7	10.0	0.6	-0.6
순이익 (억원)	12	23	16	9	17
EPS(원)	1,883	2,718	33	18	34
YoY(%)	흑전	44.4	-98.8	-45.0	84.9
PER(배)	1.1	0.8	32.3	54.8	17.9
PCR(배)	25.4	57.2	10.9	33.3	12.4
PBR(배)	0.3	0.2	2.1	1.7	1.0
EV/EBITDA(배)	0.5	-1.3	8.8	30.5	13.7
ROE(%)	66.4	27.7	8.7	3.4	5.7

벨로프 [331520]

계속될 사업 모델 확장 시도

[벨로프 331520]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산 (억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	180	196	300	360	356
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	180	196	300	360	356
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	161	179	270	357	358
영업이익	19	17	30	2	-2
영업이익률 (%)	10.5	8.5	10.0	0.6	-0.5
EBITDA	23	21	34	11	11
EBITDA Margin (%)	12.5	10.8	11.4	3.0	3.0
영업외손익	-7	4	-14	5	27
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	3	11	13	21
금융비용	-6	0	-7	-7	-5
기타	-2	1	-18	-1	12
법인세비용차감전순이익	12	20	16	8	26
법인세비용	0	-3	3	0	8
계속사업순이익	12	23	13	8	17
중단사업순이익	0	0	3	1	0
당기순이익	12	23	16	9	17
당기순이익률 (%)	6.6	11.9	5.3	2.5	4.8
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	23	16	9	17
지배순이익률 (%)	6.6	11.9	5.3	2.5	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	0	-6	2
포괄순이익	11	24	16	3	19
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	11	24	16	3	19

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 억원

12 결산 (억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	23	-3	15	59	11
당기순이익	12	23	16	9	17
비현금항목의 가감	15	-7	31	6	8
감가상각비	4	4	4	7	9
외환손익	1	-3	4	-2	-6
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	-8	23	1	4
자산부채의 증감	-4	-18	-30	50	-16
기타현금흐름	0	-1	-2	-6	2
투자활동 현금흐름	-1	-21	-45	-129	40
투자자산	0	0	0	10	2
유형자산	1	1	1	10	0
기타	-2	-21	-47	-149	37
재무활동 현금흐름	37	39	18	90	-5
단기차입금	0	0	0	56	-2
사채	0	0	0	0	30
장기차입금	0	-1	0	6	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	37	40	18	28	-32
현금의 증감	58	19	-15	19	48
기초 현금	15	72	91	76	95
기말 현금	72	91	76	95	143
NOPLAT	18	19	24	2	-1
FCF	19	6	0	71	-4

자료: 벨로프, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산 (억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	93	158	302	349	349
현금및현금성자산	72	91	76	95	143
매출채권 및 기타채권	18	41	69	73	87
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	26	158	182	119
비유동자산	7	9	13	89	105
유형자산	6	5	5	24	18
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	0	0	11	11
기타비유동자산	0	4	8	55	76
자산총계	100	167	316	439	455
유동부채	39	46	53	135	117
매입채무 및 기타채무	21	28	29	48	42
차입금	0	0	0	53	53
유동성채무	2	2	2	7	6
기타유동부채	16	17	21	27	17
비유동부채	11	3	15	11	33
차입금	1	0	0	4	3
사채	0	0	14	0	21
기타비유동부채	10	3	2	7	9
부채총계	50	49	68	146	150
지배지분	50	118	248	292	305
자본금	4	4	48	51	51
자본잉여금	33	76	144	179	183
이익잉여금	14	37	52	62	79
기타자본변동	0	0	2	6	-5
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	50	118	248	292	305
총차입금	4	3	18	78	90

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	1,883	2,718	33	18	34
PER	1.1	0.8	32.3	54.8	17.9
BPS	6,352	13,196	517	575	599
PBR	0.3	0.2	2.1	1.7	1.0
EBITDAPS	2,730	1,945	63	5	-4
EV/EBITDA	0.5	-1.3	8.8	30.5	13.7
SPS	540	435	631	721	700
PSR	3.8	4.9	1.7	1.4	0.9
CFPS	2,785	669	-1	142	-8
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
성장성					
매출액 증가율	27.0	8.6	53.2	19.8	-1.1
영업이익 증가율	흑 전	-11.8	80.3	-92.4	적 전
순이익 증가율	흑 전	95.1	-32.2	-42.4	88.4
수익성					
ROIC	54.6	24.1	23.4	1.6	-0.6
ROA	16.9	17.5	6.5	2.4	3.8
ROE	66.4	27.7	8.7	3.4	5.7
안정성					
부채비율	98.9	41.8	27.5	50.1	49.3
순차입금비율	4.4	1.6	5.6	17.9	19.8
이자보상배율	131.3	157.5	53.8	0.9	-0.7

벨로프 [331520]

계속될 사업 모델 확장 시도

벨로프 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2025.06.27	Not Rated						

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 상시종목은 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 상시종목은 당사가 상장주관사로서 작성한 자료입니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하