

펄어비스 (263750/KQ)

<붉은사막>의 커튼이 열린다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 60,000 원(유지)

현재주가: 37,300 원

상승여력: 60.9%

1Q24 Review: 비용 절감 효과가 두드러진 분기

매출액 854 억원(+1.2% QoQ, 이하 동일), 영업이익 6 억원(흑전), 순이익 128 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스(-61 억원)를 상회했다. PC 매출은 업데이트 부재로 -10.7% 감소한 것으로 추정, 그러나 모바일 매출(222 억원)이 신규 클래스 출시, 콘텐츠 리뉴얼 효과로 QoQ +131.8% 증가해 예상을 크게 상회했다. 영업비용은 849 억원(-5.6%)으로 마케팅비 감소 외 특이사항은 없었다. 2 분기 PC 는 10 주년 행사 개최, 작년 트래픽 유입에 큰 효과가 있었던 <아침의 나라>의 후속편인 <아침의 나라: 서울>을 선보이며 안정적 트래픽을 유지할 것으로 예상된다. 모바일은 평년 수준으로 회귀할 것으로 가정, 인센티브 반영으로 2 분기는 영업손실 89 억원으로 전망한다. <붉은사막> 출시 전까지는 기존작 매출로 적자가 지속될 것으로 예상된다.

<붉은사막> 마케팅 준비 중

금번 컨퍼런스 콜에서 당사는 <붉은사막>의 개발이 마무리 단계이고, 게임스컴에 참가해 유저 시연을 하는 등 본격적인 마케팅을 시작할 계획이라고 밝혔다. 작년 지스타에서는 B2B 파트너사 시연만 진행했으나 올해 8 월 게임스컴에서는 적극적인 B2C 마케팅을 전개한다. <붉은사막> 개발이 점차 마무리되며 차기작 <도깨비>로 인력 배치가 이뤄지며 개발에 박차를 가하고 있다. 25 년 <붉은사막>, 26 년 <도깨비> 출시로 연속적인 증익이 가능해보인다.



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

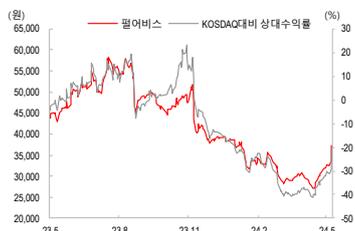
Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,396 십억원
주요주주	
김대일(외13)	44.26%
서용수	5.23%

Stock Data

주가(24/05/10)	37,300 원
KOSDAQ	864.16 pt
52주 최고가	58,200 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



마케팅 전개에 따라 주가 변동성 높아질 것

<붉은사막>의 출시는 기존 추정대로 25 년에 이뤄질 것으로 예상하나 오랫동안 기다려온 대형 신작인 만큼 글로벌 마케팅이 시작된다면 주가에 기대감이 반영될 수 있다. 현 주가는 <붉은사막> 및 <검은사막> 중국 출시에 대한 기대감이 반영되어 있지 않고, 그 동안 업종 내 상대적으로 소외받고 있었기 때문에 마케팅에 대한 관심이 더해지며 우호적인 수급 상황이 형성될 수 있다. 인게임 영상 공개 및 마케팅이 전개되며 신작 모멘텀이 발현될 수 있다. 목표주가 6 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

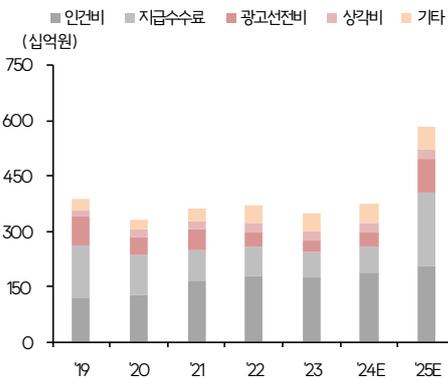
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	404	386	333	359	697	695
영업이익	십억원	43	16	-16	-14	116	128
순이익(지배주주)	십억원	59	-43	15	26	135	139
EPS	원	896	-669	237	405	2,102	2,161
PER	배	154.3	-62.7	163.7	92.2	17.7	17.3
PBR	배	11.7	3.7	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	배	132.9	60.2	229.1	170.8	13.3	11.0
ROE	%	8.8	-6.1	2.1	3.5	16.5	14.5

필어비스 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	85.7	85.5	102.8	333.5	359.5	697.2
PC	63.0	60.5	68.0	66.0	59.0	66.7	68.8	73.7	257.5	268.1	336.1
모바일	16.7	12.2	11.3	9.6	22.2	13.8	12.6	12.0	49.8	60.6	44.1
콘솔	4.7	4.0	5.2	4.3	4.3	3.4	3.3	2.9	18.2	14.0	299.1
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	94.6	94.9	99.4	349.8	373.8	581.5
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	50.7	45.1	45.6	175.2	187.4	207.6
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	16.4	17.1	20.3	69.1	70.8	197.7
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	7.4	13.8	11.2	31.8	38.1	89.6
상각비	6.3	6.5	6.4	6.7	6.4	6.5	6.6	6.7	25.9	26.3	27.2
기타	9.3	10.2	11.3	17.1	9.7	13.5	12.4	15.6	47.9	51.2	59.4
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-8.9	-9.4	3.4	-16.4	-14.4	115.7
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-10.4%	-11.0%	3.3%	-4.9%	-4.0%	16.6%
순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.4	12.8	3.8	6.6	2.8	15.4	26.0	135.1
YoY growth rate											
매출액	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.0%	-0.4%	9.4%	0.7%	21.8%	-13.5%	7.8%	94.0%
PC	0.8%	-8.4%	-8.1%	-2.8%	-6.4%	10.2%	1.2%	11.6%	-4.8%	4.1%	25.4%
모바일	-22.4%	-37.8%	-24.4%	-32.6%	32.7%	13.1%	11.5%	25.0%	-29.2%	21.6%	-27.2%
콘솔	-12.0%	-37.6%	-27.9%	-31.8%	-9.4%	-14.3%	-35.9%	-32.1%	-28.0%	-23.4%	204.2%
영업비용	-1.8%	-5.9%	-3.0%	-9.6%	0.2%	2.3%	14.6%	10.6%	-5.3%	6.9%	55.6%
인건비	1.3%	-2.0%	-0.5%	-5.2%	3.9%	2.3%	10.8%	12.3%	-1.6%	7.0%	10.8%
지급수수료	-7.0%	-15.3%	-13.6%	-11.9%	-10.8%	-9.3%	18.7%	16.3%	-11.9%	2.6%	179.1%
광고선전비	-31.4%	-26.0%	7.3%	-36.2%	0.4%	-7.0%	37.0%	39.1%	-22.6%	20.0%	135.3%
상각비	4.5%	4.4%	-7.5%	3.4%	1.5%	-0.1%	3.6%	0.1%	0.9%	1.3%	3.5%
기타	20.3%	11.7%	-1.6%	-3.5%	4.4%	32.3%	9.5%	-8.6%	4.0%	6.9%	16.0%
영업이익	-78.9%	적지	-82.2%	적전	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-4.4%p	-13.5%p	-9.8%p	-9.8%p	-0.6%p	7.6%p	-13.5%p	9.8%p	-9.1%p	0.9%p	20.6%p
순이익	61.9%	적전	-30.4%	적지	36.3%	흑전	-55.3%	흑전	흑전	68.9%	419.7%

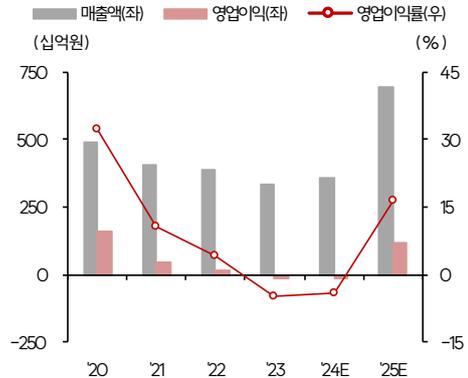
자료: 필어비스, SK 증권

영업비용 추이



자료: 필어비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 필어비스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	557	583	652	889	1,141
현금및현금성자산	160	236	234	377	544
매출채권 및 기타채권	52	51	63	77	90
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	655	658	641
장기금융자산	119	119	120	120	120
유형자산	210	194	226	226	206
무형자산	231	227	218	210	203
자산총계	1,223	1,213	1,307	1,546	1,782
유동부채	236	316	365	447	522
단기금융부채	94	163	181	222	260
매입채무 및 기타채무	18	17	55	68	79
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	172	190	213	235
장기금융부채	235	85	85	85	85
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	1	1	1	1	2
부채총계	523	488	556	660	757
지배주주지분	699	725	751	886	1,025
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
기타자본구성요소	-35	-32	-32	-32	-32
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	483	498	524	659	798
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	751	886	1,025
부채외자본총계	1,223	1,213	1,307	1,546	1,782

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	48	32	91	213	212
당기순이익(손실)	-43	15	26	135	139
비현금성항목등	118	18	25	59	54
유형자산감가상각비	16	17	18	20	20
무형자산상각비	10	9	9	8	7
기타	93	-8	-1	30	27
운전자본감소(증가)	-15	8	39	49	46
매출채권및기타채권의감소(증가)	5	1	-11	-14	-13
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	10	13	12
기타	-20	-18	-8	-77	-74
법인세납부	-7	-9	-9	-46	-48
투자활동현금흐름	-108	134	-111	-107	-80
금융자산의감소(증가)	-30	71	-59	-75	-70
유형자산의감소(증가)	-93	-9	-50	-20	0
무형자산의감소(증가)	12	36	0	0	0
기타	4	37	-1	-11	-11
재무활동현금흐름	-23	-90	18	41	38
단기금융부채의증가(감소)	-28	-90	18	41	38
장기금융부채의증가(감소)	5	0	0	0	0
자본의증가(감소)	4	4	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	-4	0	0	0
현금의 증가(감소)	-84	76	-2	144	166
기초현금	244	160	236	234	377
기말현금	160	236	234	377	544
FCF	-46	23	41	193	212

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	386	333	359	697	695
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	359	697	695
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	350	374	582	567
영업이익	16	-16	-14	116	128
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-4.0	16.6	18.4
비영업손익	-72	38	49	66	59
순금융손익	-3	2	10	16	21
외환관련손익	12	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	-5	-11	-10
세전계속사업이익	-56	22	35	181	186
세전계속사업이익률(%)	-14.5	6.6	9.7	26.0	26.8
계속사업법인세	-13	7	9	46	48
계속사업이익	-43	15	26	135	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	26	135	139
순이익률(%)	-11.1	4.6	7.2	19.4	20.0
지배주주	-43	15	26	135	139
지배주주귀속 순이익률(%)	-11.1	4.6	7.2	19.4	20.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-24	18	26	135	139
지배주주	-24	18	26	135	139
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	10	12	144	155

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-4.5	-13.5	7.8	94.0	-0.3
영업이익	-61.9	적전	적지	흑전	10.6
세전계속사업이익	적전	흑전	57.7	419.7	2.8
EBITDA	-37.5	-76.9	26.1	1,078.2	7.7
EPS	적전	흑전	70.9	419.7	2.8
수익성 (%)					
ROA	-3.3	1.2	2.1	9.5	8.3
ROE	-6.1	2.1	3.5	16.5	14.5
EBITDA마진	10.9	2.9	3.4	20.7	22.3
안정성 (%)					
유동비율	235.6	184.5	178.4	198.8	218.3
부채비율	74.8	67.3	74.0	74.5	73.9
순차입금/자기자본	-23.1	-37.0	-41.0	-54.8	-66.7
EBITDA/이자비용(배)	4.5	0.8	1.8	18.8	18.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-669	237	405	2,102	2,161
BPS	11,453	11,826	12,230	14,332	16,493
CFPS	-269	642	818	2,544	2,584
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-62.7	163.7	92.2	17.7	17.3
PBR	3.7	3.3	3.0	2.6	2.3
PCR	-155.7	60.3	45.6	14.7	14.4
EV/EBITDA	60.2	229.1	170.8	13.3	11.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.10	매수	60,000원	6개월		
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.68%	-21.36%
2022.11.28	중립	43,000원	6개월	10.37%	35.35%
2022.06.21	매수	69,000원	6개월	-27.48%	-11.16%
2021.05.13	매수	82,000원	6개월	9.67%	71.95%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 13일 기준)

매수	96.47%	중립	3.53%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------