

펄어비스 (263750/KQ)

향후 이벤트에 따라 기대수준 조절 필요

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 45,000 원(하향)

현재주가: 32,500 원

상승여력: 38.5%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,088 십억원
주요주주	
김대일(외11)	44.16%
서용수	5.23%

Stock Data

주가(25/02/11)	32,500 원
KOSDAQ	749.59 pt
52주 최고가	47,600 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Review: 영업이익 24 억원 기록

4 분기 매출액 957 억원(+20.5% QoQ, 이하 동일), 영업이익 24 억원(흑전), 순이익 468 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스(-94 억원)을 상회했다. <검은사막> 온라인의 매출 증가가 주효했다. 10 월 중국 출시 효과가 일부 반영되었고, 12 월 페스타 이후 북미/유럽 지역 중심으로 트래픽이 반등세를 보이며 매출이 증가했다. 1 분기까지도 견조한 트래픽이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 상반기에는 PS5, Xbox XIS 버전 출시를 준비하고 있다. <붉은사막> 출시 전까지 <검은사막> IP 매출이 지속 하락할 것으로 예상했지만 꾸준한 유저 소통과 콘텐츠 업데이트, 지역 및 플랫폼 확장으로 안정적으로 매출이 유지되고 있다. 연말 게임쇼 참가로 마케팅비가 증가(+32.3%)했지만 비용 전반 효율화 기조가 유지되며 영업비용은 전분기대비 5.3% 증가에 그쳤다.

<붉은사막> 출시 1년간 판매량 400 만장 반영

4Q25 출시 예정인 <붉은사막>은 올해도 다수의 게임 행사에 참여하며 출시 전 유저 인지도 확대에 나선다. 올해는 3/17~21 개최 예정인 GDC 를 시작으로 연중 주요 행사에 참석해 B2C 시연을 선보이고, 머지 않은 시점에 출시 일정을 확정 지을 것으로 예상된다. 당사 추정치에는 4 분기 출시, 1년간 400 만장을 판매할 것으로 반영했다.

목표주가 4.5 만원으로 하향.

금번 목표주가 산정 시 기존 타겟 멀티플에 적용한 프리미엄을 제거한 20.8 배를 적용해 목표주가를 4.5 만원으로 기존(5만원)대비 하향한다. 여전히 국내 게임사들 대비 타겟 멀티플을 높게 책정했는데, 그 이유는 긴 시간을 투자해 제작한 Big IP 이고 다수의 게임쇼에서의 긍정적인 유저 피드백을 고려하면 글로벌 흥행 가능성이 열려있기 때문이다. 다만 출시 시점이 연말로 미뤄짐에 따라 추가적인 연기 가능성을 배제할 수 없고 흥행의 상당 부분이 추정치 및 시장 기대치에 반영되어 있기 때문에 새로운 정보가 나오지 않는 이상 현 수준에서 기대치를 상회하기 어렵다고 판단한다. 하반기로 갈수록 게임 행사가 많아지기 때문에 <붉은사막> 관련 뉴스에 주목하며 기대 수준을 조절할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	404	386	333	342	575	566
영업이익	십억원	43	16	-16	-12	120	78
순이익(지배주주)	십억원	59	-43	15	61	134	116
EPS	원	896	-669	237	949	2,084	1,807
PER	배	154.3	-62.7	163.7	29.2	15.6	18.0
PBR	배	11.7	3.7	3.3	2.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	배	132.9	60.2	229.1	104.1	8.7	11.8
ROE	%	8.8	-6.1	2.1	8.0	15.6	11.8

필터비스 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	81.5	80.1	77.1	336.8	333.5	342.4	575.5
PC	58.7	61.1	56.7	72.8	62.2	62.0	59.9	213.2	257.5	249.3	397.3
모바일	21.8	17.1	15.4	19.1	12.3	12.1	11.9	11.5	49.8	73.4	47.9
콘솔	4.3	3.3	2.4	3.8	2.6	2.2	2.0	108.5	18.2	13.8	115.3
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.4	86.7	90.4	90.5	187.4	349.8	354.5	455.0
인건비	46.0	45.7	43.5	46.2	46.3	48.5	46.2	50.0	175.2	181.4	191.0
자급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	16.7	15.8	16.8	69.1	69.1	71.0	118.4
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.0	9.2	10.7	40.5	31.8	33.6	67.3
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.4	6.4	6.4	6.5	25.9	25.2	25.8
기타	9.7	9.8	13.1	10.8	10.4	10.5	10.3	21.3	47.9	43.4	52.6
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.4	-5.3	-10.4	-13.4	149.5	-16.4	-12.1	120.5
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.5%	-6.4%	-12.9%	-17.4%	44.4%	-4.9%	-3.5%	20.9%
순이익	12.8	9.1	-7.8	46.8	5.3	2.7	-11.5	137.4	15.4	61.0	133.9
YoY growth rate											
매출액	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-4.6%	-2.1%	-3.0%	251.9%	-13.5%	2.7%	68.1%
PC	-6.8%	1.0%	-16.6%	10.2%	6.0%	1.6%	5.6%	193.0%	-4.8%	-3.2%	59.4%
모바일	30.0%	40.3%	36.4%	99.8%	-43.2%	-29.3%	-22.9%	-39.8%	-29.2%	47.4%	-34.8%
콘솔	-9.5%	-17.3%	-54.1%	-11.6%	-40.0%	-32.9%	-15.6%	2733.6%	-28.0%	-24.4%	737.0%
영업비용	0.2%	-5.3%	7.1%	3.8%	2.2%	3.2%	2.0%	100.7%	-5.3%	1.3%	28.3%
인건비	3.9%	-7.8%	6.9%	13.6%	0.6%	6.0%	6.4%	8.4%	-1.6%	3.5%	5.3%
자급수수료	-10.8%	1.5%	18.6%	5.8%	-2.5%	-14.0%	-1.3%	274.5%	-11.9%	2.8%	66.8%
광고선전비	0.4%	-8.8%	-11.5%	45.6%	23.5%	26.0%	19.7%	243.4%	-22.6%	5.9%	100.1%
상각비	1.5%	-2.2%	-3.6%	-7.2%	-0.1%	0.7%	4.2%	4.7%	0.9%	-2.9%	2.3%
기타	4.4%	-4.0%	15.9%	-36.9%	7.3%	7.1%	-21.1%	97.7%	4.0%	-9.4%	21.1%
영업이익	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	6250.0%	적전	적지	흑전
영업이익률	-0.6%p	10.9%p	-14.1%p	8.9%p	-7.1%p	-5.8%p	-5.8%p	41.9%p	-9.1%p	1.4%p	24.5%p
순이익	36.3%	흑전	적전	흑전	-58.4%	-70.4%	적지	193.3%	흑전	296.2%	119.7%

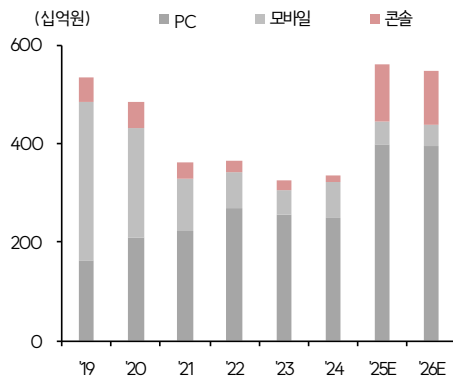
자료: 필터비스, SK 증권

필터비스 목표주가 산출

구분	내용
2025 지배주주지분 순이익(십억원)	133.9
Target P/E	20.8x
목표 시총(십억원)	2,784.9
주식 수(천 주)	61,419.4
적정 주가(원)	45,342
목표 주가(원)	45,000
현재 주가(원)	32,500
상승 여력	38.5%

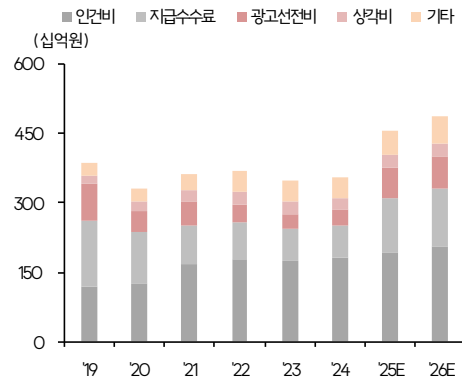
자료: SK 증권

플랫폼별 매출



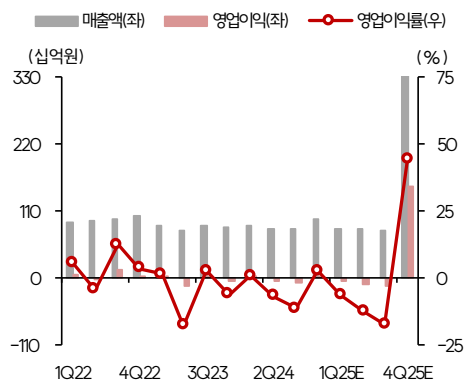
자료: 필터비스, SK 증권

항목별 영업비용 추이



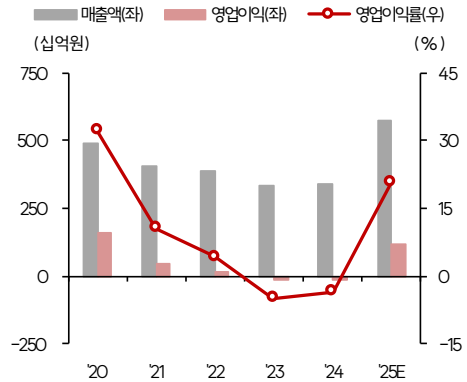
자료: 필터비스, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 필터비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 필터비스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	557	583	638	1,749	1,631
현금및현금성자산	160	236	252	403	543
매출채권 및 기타채권	52	51	58	205	166
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	685	803	742
장기금융자산	119	119	138	141	140
유형자산	210	194	230	231	212
무형자산	231	227	223	215	207
자산총계	1,223	1,213	1,323	2,553	2,373
유동부채	236	316	347	1,204	973
단기금융부채	94	163	174	611	493
매입채무 및 기타채무	18	17	52	182	147
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	172	183	422	358
장기금융부채	235	85	82	82	82
장기매입채무 및 기타채무	5	4	7	7	7
장기충당부채	1	1	1	4	3
부채총계	523	488	530	1,626	1,330
지배주주지분	699	725	793	926	1,043
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
기타자본구성요소	-35	-32	-30	-30	-30
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	483	498	559	693	809
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	793	926	1,043
부채와자본총계	1,223	1,213	1,323	2,553	2,373

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	48	32	92	674	5
당기순이익(손실)	-43	15	61	134	116
비현금성항목등	118	18	26	48	37
유형자산감가상각비	16	17	17	19	19
무형자산감각비	10	9	9	9	8
기타	93	-8	-1	21	10
운전자본감소(증가)	-15	8	16	512	-138
매출채권및기타채권의감소(증가)	5	1	-0	-147	40
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	9	130	-35
기타	-20	-18	-32	-52	-37
법인세납부	-7	-9	-21	-31	-27
투자활동현금흐름	-108	134	-86	-925	244
금융자산의감소(증가)	-30	71	-38	-779	210
유형자산의감소(증가)	-93	-9	-51	-20	0
무형자산의감소(증가)	12	36	-6	0	0
기타	4	37	9	-126	34
재무활동현금흐름	-23	-90	7	438	-118
단기금융부채의증가(감소)	-28	-90	157	438	-118
장기금융부채의증가(감소)	5	0	-151	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	16	151	140
기초현금	244	160	236	252	403
기말현금	160	236	252	403	543
FCF	-46	23	40	654	5

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	386	333	342	575	566
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	342	575	566
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	350	355	455	488
영업이익	16	-16	-12	120	78
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-3.5	20.9	13.8
비영업손익	-72	38	91	45	65
순금융손익	-3	2	9	11	17
외환관련손익	12	3	9	0	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	-4	-6	-6
세전계속사업이익	-56	22	78	165	143
세전계속사업이익률(%)	-14.5	6.6	22.9	28.7	25.3
계속사업법인세	-13	7	17	31	27
계속사업이익	-43	15	61	134	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	61	134	116
순이익률(%)	-11.1	4.6	17.8	23.3	20.5
지배주주	-43	15	61	134	116
지배주주귀속 순이익률(%)	-11.1	4.6	17.8	23.3	20.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-24	18	65	134	116
지배주주	-24	18	65	134	116
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	10	14	148	105

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-4.5	-13.5	2.7	68.1	-1.7
영업이익	-61.9	적전	적지	흑전	-35.3
세전계속사업이익	적전	흑전	254.0	110.7	-13.3
EBITDA	-37.5	-76.9	45.8	949.4	-29.4
EPS	적전	흑전	300.8	119.7	-13.3
수익성 (%)					
ROA	-3.3	1.2	4.8	6.9	4.7
ROE	-6.1	2.1	8.0	15.6	11.8
EBITDA마진	10.9	2.9	4.1	25.8	18.5
안정성 (%)					
유동비율	235.6	184.5	183.9	145.3	167.6
부채비율	74.8	67.3	66.9	175.5	127.6
순차입금/자기자본	-23.1	-37.0	-38.8	-86.4	-81.4
EBITDA/이자비용(배)	4.5	0.8	2.0	18.8	10.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-669	237	949	2,084	1,807
BPS	11,453	11,826	12,877	14,961	16,768
CFPS	-269	642	1,358	2,519	2,224
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-62.7	163.7	29.2	15.6	18.0
PBR	3.7	3.3	2.2	2.2	1.9
PCR	-155.7	60.3	20.4	12.9	14.6
EV/EBITDA	60.2	229.1	104.1	8.7	11.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.12	매수	45,000원	6개월		
2024.11.29	매수	50,000원	6개월	-39.62%	-22.00%
2023.11.10	매수	60,000원	6개월	-37.84%	-20.67%
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.68%	-21.36%
2023.02.15	중립	43,000원	6개월	12.85%	-5.58%



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 기관투자자 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 (2025년 02월 12일 기준)

매수	97.45%	중립	2.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------