

펄어비스 (263750/KQ)

게임쇼 거치며 기대감 증폭될 것

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 45,000 원(유지)

현재주가: 37,100 원

상승여력: 21.3%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,384 십억원
주요주주	
김대일(와10)	37.34%
서용수	5.23%

Stock Data

주가(25/05/14)	37,100 원
KOSDAQ	739.05 pt
52주 최고가	47,600 원
52주 최저가	27,150 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Review: 영업손실 52 억원(적전)으로 컨센서스 부합

매출액 837 억원(-2.1% YoY, -12.6% QoQ), 영업손실 52 억원(적전), 지배주주순이익 5 억원(-96.1% YoY, -98.9% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 수준을 기록했다. <검은사막> 온라인은 작년 12 월 페스타 이후 북미/유럽 중심으로 반등한 트래픽이 1 분기까지도 유지되며 양호했고, 모바일은 작년 연중으로 반영된 중국 로열티가 제거되며 감소했다. 영업비용(+4.8% YoY, -4.9% QoQ)은 신작 개발 비용과 <붉은사막> 관련 마케팅비가 반영되며 전년 동기대비 증가했다.

<붉은사막> 4 분기 출시 확정

동사는 금번 컨퍼런스 콜을 통해 <붉은사막>의 출시일을 올해 4 분기로 재차 확정했다. 그 동안 여러 차례 게임 출시가 연기되며 투자자들의 신뢰를 잃었지만, 올해부터는 4 분기 출시를 확정적으로 소통하고 있고, 현재 QA 와 보이스오버 등 개발 마무리 단계로 출시일에 대한 변동은 없을 것이다. 4 분기 출시를 앞두고 올해부터는 본격적으로 유저 인지도 강화, 마케팅 확대를 위해 다양한 게임쇼에 참가하고 있다. 작년 게임스컴 출시 이후 올해는 3 월 GDC, 5 월 PaxEast 에 참가해 블랙스페이스 엔진을 활용한 <붉은사막> 시연 및 콘텐츠 공개, B2C 대상 마케팅을 적극적으로 전개하고 있다. 6/6 에는 서머 게임 페스트에 참가해 신규 시연 빌드를 선보일 것으로 기대된다. 작년까지는 개발의 진척도를 공유하는 차원에서 게임쇼에 참가했다면 올해는 다수의 게임쇼 참가를 통해 게이머, 미디어, 크리에이터 등 직접적으로 게임의 흥행으로 이어질 수 있는 마케팅을 진행한다.

출시일 전까지 지속 높아질 기대감

오랫동안 기다려왔던 대작의 출시를 앞두고 있다. 특히 타겟 유저층인 북미/유럽 중심으로 마케팅이 활발하게 진행되고 있어 출시일까지 기대감이 점진적으로 높아질 것이다. 출시 1 년간 판매량을 530 만장으로 추정하고, 향후 공개되는 정보에 따라 기대감을 조정할 가능성은 열려있다. 변동성은 높으나 지금은 출시 기대감을 즐길 구간이다.

영업실적 및 투자지표

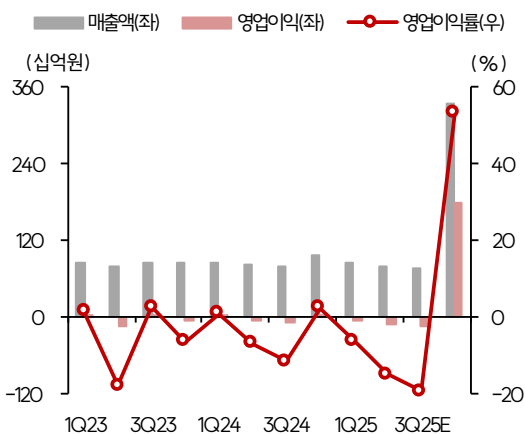
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	386	333	342	574	495	577
영업이익	십억원	16	-16	-12	148	71	100
순이익(지배주주)	십억원	-43	15	60	133	75	89
EPS	원	-669	237	939	2,070	1,161	1,385
PER	배	-62.7	163.7	29.5	17.9	32.0	26.8
PBR	배	3.7	3.3	2.1	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	60.2	229.1	116.9	10.1	19.8	14.6
ROE	%	-6.1	2.1	7.9	15.2	7.6	8.4

필터비스 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	83.7	78.9	75.0	336.2	342.4	573.8	494.7
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.5	88.9	91.0	89.6	156.7	354.7	426.2	423.3
인건비	46.0	45.7	43.5	46.3	48.3	50.3	47.6	51.7	181.5	197.9	215.1
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	16.1	16.6	68.9	71.0	119.0	101.6
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	9.1	10.4	18.1	33.6	44.8	40.4
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4	25.1	25.5	26.3
기타	9.7	9.8	13.1	10.8	9.7	9.1	8.6	11.6	43.4	39.1	39.9
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-5.2	-12.1	-14.6	179.5	-12.3	147.5	71.4
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-15.3%	-19.5%	53.4%	-3.6%	25.7%	14.4%
순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	0.5	1.1	-11.5	142.9	60.3	133.0	74.6
YoY growth rate											
매출액	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-3.5%	-5.6%	251.2%	2.7%	67.6%	-13.8%
PC	-6.8%	1.0%	-16.6%	4.9%	15.2%	2.7%	4.1%	207.9%	-4.6%	63.8%	-12.0%
모바일	30.0%	40.3%	36.4%	90.1%	-42.0%	-28.4%	-22.7%	-36.6%	45.5%	-33.3%	-12.0%
콘솔	-9.5%	-17.3%	-54.1%	-14.7%	-23.9%	-26.8%	-5.4%	2844.9%	-25.1%	755.7%	-24.1%
영업비용	0.2%	-5.3%	7.1%	4.0%	4.8%	3.8%	1.0%	67.6%	1.4%	20.2%	-0.7%
인건비	3.9%	-7.8%	6.9%	14.0%	5.0%	9.9%	9.6%	11.6%	3.6%	9.0%	8.7%
지급수수료	-10.8%	1.5%	18.6%	5.8%	1.4%	-12.2%	-2.4%	273.5%	2.8%	67.7%	-14.6%
광고선전비	0.4%	-8.8%	-11.5%	45.6%	29.3%	24.1%	16.4%	53.8%	5.9%	33.4%	-10.0%
상각비	1.5%	-2.2%	-3.6%	-7.9%	-1.9%	0.1%	3.3%	4.4%	-3.1%	1.4%	3.2%
기타	4.4%	-4.0%	15.9%	-36.6%	0.2%	-7.0%	-34.4%	7.1%	-9.3%	-10.1%	2.2%
영업이익	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	8096.1%	적지	적지	흑전	-51.6%
영업이익률	-0.6%p	10.9%p	-14.1%p	8.8%p	-7.0%p	-8.1%p	-7.9%p	51.1%p	1.3%p	29.3%p	-11.3%p
순이익	36.3%	흑전	적전	흑전	-96.1%	-88.2%	적지	209.3%	292.2%	120.4%	-43.9%

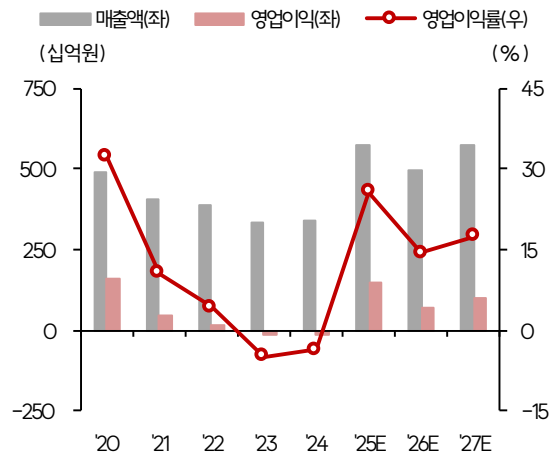
자료: 필터비스, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



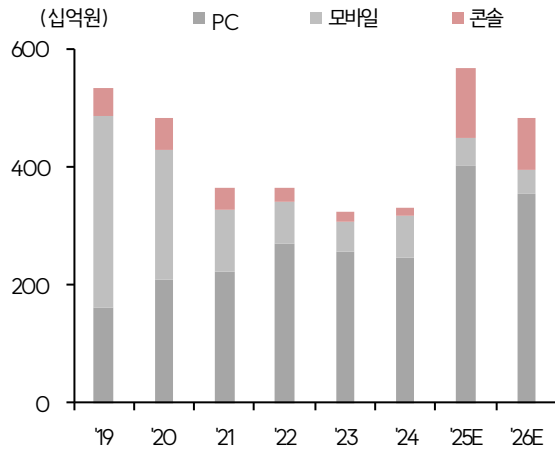
자료: 필터비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



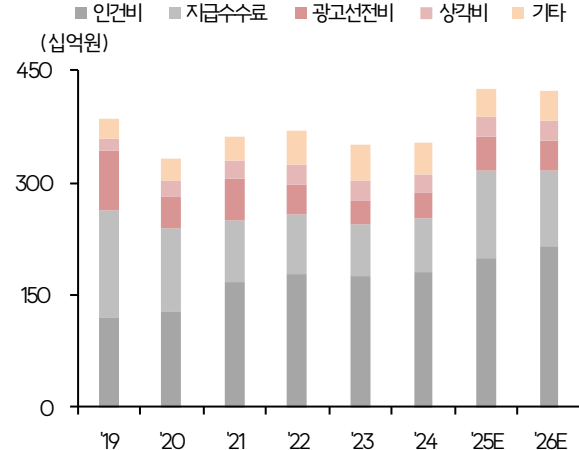
자료: 필터비스, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 펠어비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 펠어비스, SK 증권

5월 Pax East 참가, 하반기에도 게임쇼 참가 통해 마케팅 활동 전개



자료: 언론 보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	453	1,058	699	788
현금및현금성자산	236	143	457	364	489
매출채권 및 기타채권	51	63	223	67	60
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	790	665	639
장기금융자산	119	172	174	172	172
유형자산	194	189	194	179	165
무형자산	227	248	239	231	223
자산총계	1,213	1,143	1,848	1,364	1,427
유동부채	316	133	455	141	126
단기금융부채	163	5	19	6	5
매입채무 및 기타채무	17	17	151	45	41
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	455	209	198
장기금융부채	85	97	97	97	97
장기매입채무 및 기타채무	4	7	7	7	7
장기충당부채	1	1	3	1	1
부채총계	488	337	909	350	324
지배주주지분	725	806	939	1,014	1,103
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
기타자본구성요소	-32	-29	-29	-29	-29
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	498	559	692	766	855
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	939	1,014	1,103
부채와자본총계	1,213	1,143	1,848	1,364	1,427

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	32	-5	556	-292	92
당기순이익(손실)	15	60	133	75	89
비현금성항목등	18	-26	54	27	27
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14
무형자산상각비	9	9	9	8	8
기타	-8	-51	31	4	6
운전자본감소(증가)	8	-34	399	-390	-18
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	-3	-159	156	7
재고자산의감소(증가)	0	-0	-0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	108	-106	-5
기타	-18	-19	-73	-29	-36
법인세납부	-9	-14	-42	-25	-30
투자활동현금흐름	134	56	-207	168	31
금융자산의감소(증가)	71	48	-82	65	27
유형자산의감소(증가)	-9	-3	-20	0	0
무형자산의감소(증가)	36	-1	0	0	0
기타	37	12	-105	102	5
재무활동현금흐름	-90	-152	14	-13	-1
단기금융부채의증가(감소)	-90	-11	14	-13	-1
장기금융부채의증가(감소)	0	-141	0	0	0
자본의증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	76	-93	314	-93	125
기초현금	160	236	143	457	364
기말현금	236	143	457	364	489
FCF	23	-8	536	-292	92

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	333	342	574	495	577
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	574	495	577
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	350	355	426	423	477
영업이익	-16	-12	148	71	100
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	25.7	14.4	17.4
비영업손익	38	90	28	28	18
순금융손익	2	10	12	21	24
외환관련손익	3	30	0	0	0
관계기업등 투자손익	-6	-4	-5	-5	-9
세전계속사업이익	22	78	175	99	119
세전계속사업이익률(%)	6.6	22.7	30.5	20.1	20.6
계속사업법인세	7	17	42	25	30
계속사업이익	15	60	133	75	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15	60	133	75	89
순이익률(%)	4.6	17.6	23.2	15.1	15.4
지배주주	15	60	133	75	89
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	17.6	23.2	15.1	15.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	78	133	75	89
지배주주	18	78	133	75	89
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	10	13	171	95	122

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-13.5	2.7	67.6	-13.8	16.6
영업이익	적전	적지	흑전	-51.6	40.6
세전계속사업이익	흑전	250.7	125.6	-43.2	19.3
EBITDA	-76.9	33.0	1,229.5	-44.8	28.5
EPS	흑전	296.8	120.4	-43.9	19.3
수익성 (%)					
ROA	1.2	5.1	8.9	4.6	6.4
ROE	2.1	7.9	15.2	7.6	8.4
EBITDA마진	2.9	3.8	29.9	19.1	21.1
안정성 (%)					
유동비율	184.5	340.4	232.7	497.0	625.4
부채비율	67.3	41.8	96.8	34.5	29.4
순차입금/자기자본	-37.0	-33.7	-69.7	-50.2	-55.1
EBITDA/이자비용(배)	0.8	1.9	18.7	7.4	8.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	237	939	2,070	1,161	1,385
BPS	11,826	13,086	15,156	16,317	17,702
CFPS	642	1,331	2,442	1,522	1,715
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	163.7	29.5	17.9	32.0	26.8
PBR	3.3	2.1	2.4	2.3	2.1
PCR	60.3	20.8	15.2	24.4	21.6
EV/EBITDA	229.1	116.9	10.1	19.8	14.6
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%



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 05월 15일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------