

2023. 11. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 40,000 원**현재주가 (11.9)** 47,550 원**상승여력** -15.9%

KOSDAQ 802.87pt

시가총액 30,550억원

발행주식수 6,425만주

유동주식비율 51.28%

외국인비중 13.72%

52주 최고/최저가 58,200원/39,750원

평균거래대금 159.4억원

주요주주(%)

김대일 외 13 인 44.25

서용수 5.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.9 6.3 9.7

상대주가 5.7 10.6 -2.4

주가그래프

펄어비스 263750

또 다시 틀어진 계획

- ✓ 3분기 연결 영업이익 21억원으로 기대치 크게 하회
- ✓ 7월 가이드 반영 시 <검은사막 PC> 월 매출 100억원 초반까지 하락해 YoY 감소
- ✓ <검은사막> 신규 유저 안착 시키는데 실패했고 <붉은 사막> 출시 일정 또 한번 지연
- ✓ 당분간 적자 행진 불가피하고 차입 만기 도래하며 재무 부담 가중
- ✓ 적극적인 콘텐츠 공개를 통한 어필 지금처럼 없다면 당분간 모멘텀 부재. Hold 하향

3분기 가이드와 엇갈린 <검은사막 PC> 매출

펄어비스의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 849억원(-12.7% YoY, 이하 동일)과 21억원(-82%)으로 기대치를 크게 하회했다. 동사는 2분기 실적발표 당시 <검은사막 PC>의 역주행으로 DAU는 65% 증가했으며 매출 증가세 또한 이와 유사하다고 밝혔다. <검은사막 PC> 매출은 QoQ 28% 증가에 그치며 YoY 감소세가 유지된 것으로 추정된다. 9월 이후 스팀 접속자는 상반기 대비 20% 높은 수준을 기록하는 점을 감안 시 부진한 수익이다. 7월 동사가 제시한 <검은 사막 PC> 수익을 역산할 경우 현재 월 매출은 100억원 초반까지 하락하며 YoY 감소세로 전환했다.

6개 분기 이어질 적자 행진 그리고 높아진 재무 부담

2014년 12월 검은사막 PC를 출시, 2018년 2월 같은 게임의 모바일 버전을 출시한 후 동사의 신작은 전무했다. 8월 컨퍼런스콜을 통해 <붉은 사막>의 2023년 하반기 완료 및 2024년 출시 가능 여부에 대한 수정 사항이 없었고 9월 더빙 중인 것으로 파악되었다. 그러나 3개월만에 완료 시기를 또 한번 늦췄다.

<붉은 사막>의 출시 시기가 2025년 이후로 연기되며 2024년 적자 확대는 불가피해 보인다. 현재 동사의 현금은 2,500억원이며 2024년 7월, 3년 전 저금리(2.52%)로 빌린 1,500억원 규모의 사채 만기가 돌아온다. 이를 포함한 차입금은 3천억원이며 보유 현금을 초과한다. 신작은 6개 분기 이후 출시가 예상되며 재무 구조는 빈약해지고 있다. 높아진 콘솔 보급률과 공개된 콘텐츠가 게이머 기대를 하회한 점 없어 출시 후 성과는 긍정적으로 예상하나 나오지 않는다면 의미가 없다. 높아진 금리는 투자자들이 오래 기다릴 수 없는 환경을 만들고 차입금 롤오버 시 높아질 이자 부담을 의미한다. 회사의 계획은 신뢰를 잃었고 적극적인 콘텐츠 공개를 통한 어필이 없다면 당분간 주가 모멘텀은 부재하다. 투자 의견을 Hold로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	403.8	43.0	59.4	897	-41.9	10,858	154.1	12.7	132.9	8.8	88.7
2022	385.7	16.4	-43.0	-662	적전	10,887	-63.4	3.9	60.2	-6.1	74.8
2023E	337.0	-13.0	-3.5	-55	적지	10,830	-866.1	4.4	412.1	-0.5	60.0
2024E	301.1	-32.7	-1.7	-26	적지	10,803	-1,814.9	4.4	-236.1	-0.2	63.9
2025E	637.1	159.2	126.5	1,969	흑전	12,773	24.1	3.7	15.9	16.7	72.4

표1 펠어비스 3Q23 Review

(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	84.9	97.3	-12.7	78.4	8.4	97.0	-12.5	98.3	-13.6
영업이익	2.1	12.0	-82.1	-14.1	흑전	5.8	-63.1	9.5	-77.6
세전이익	22.9	29.9	-23.5	-5.2	흑전	16.8	36.1	27.7	-17.4
지배순이익	15.0	21.3	-29.9	-4.4	흑전	11.6	28.6	19.8	-24.3

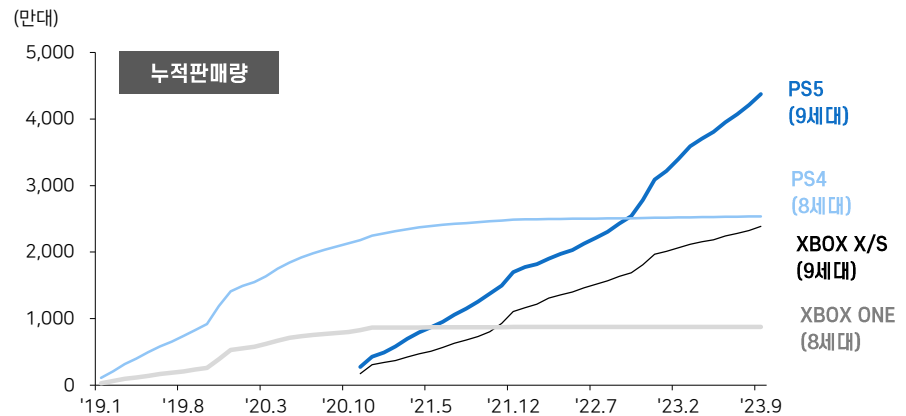
자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 펠어비스 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	1,969 2025년 지배순이익
적정배수(X)	20.4 과거 5년 평균 17배에 신작 발매 전임을 감안하여 20% 할증
적정주가	40,000 40,167원 반올림
현재주가	47,550
상승여력(%)	-15.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 콘솔 판매량: 플스5 중심으로 빠른 보급 보여



자료: VG Chartz, 메리츠증권 리서치센터

표3 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	91.4	94.0	97.3	103.0	85.8	78.4	84.9	88.0	403.8	385.7	337.0	301.1
PC	62.4	66.2	73.9	68.4	62.5	60.6	68.4	59.0	222.9	270.8	250.4	229.6
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	3.8	5.1	4.6	35.6	24.7	18.5	16.2
모바일	21.4	19.3	15.4	14.2	16.9	12.3	11.0	10.0	104.5	70.3	50.2	36.0
기타	2.3	2.1	1.3	14.2	1.4	1.7	0.5	14.4	40.8	19.9	17.9	19.2
% YoY												
매출	-9.4	6.2	0.9	-12.7	-6.2	-16.7	-12.7	-14.5	-17.4	-4.5	-12.6	-10.7
PC	17.1	16.5	32.9	19.5	0.1	-8.4	-7.5	-13.8	6.8	21.5	-7.5	-8.3
콘솔	-51.6	-33.1	-16.8	-9.0	-5.3	-40.4	-24.6	-26.4	-35.0	-30.5	-25.0	-12.3
모바일	-40.9	-8.0	-41.0	-33.5	-21.1	-36.4	-28.6	-29.3	-52.7	-32.8	-28.6	-28.2
기타	490.0	90.0	-81.0	-56.6	-41.7	-22.2	-60.6	2.0	812.8	-51.3	-9.7	7.1
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.5	84.7	92.5	82.8	90.1	360.8	369.3	350.1	333.8
% to sales	94.3	104.5	87.7	96.6	98.7	118.0	97.5	102.4	89.4	95.8	103.9	110.9
% YoY	-1.8	3.9	-1.0	7.8	-1.8	-5.9	-3.0	-9.4	8.8	2.4	-5.2	-4.6
인건비	43.8	50.7	41.0	43.0	44.4	50.0	40.7	43.9	168.1	178.5	178.9	168.4
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.8	19.1	18.1	14.4	14.6	82.5	78.4	66.2	55.8
광고선전비	8.2	10.8	9.4	12.7	5.6	8.0	10.1	13.5	54.3	41.0	37.1	35.7
상각비	6.1	6.2	6.9	6.5	6.3	6.6	6.5	6.4	24.3	25.7	25.8	26.0
기타	7.6	9.1	11.4	17.6	9.2	9.8	11.2	11.8	31.6	45.6	42.0	47.9
이익 추정												
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.5	1.1	-14.1	2.1	-2.1	43.0	16.4	-13.0	-32.7
% YoY	-60.4	적지	16.9	-86.5	-78.9	적지	-82.1	적전	-72.7	-61.9	적전	적지
영업이익률(%)	5.7	-4.5	12.3	3.4	1.3	-18.0	2.5	-2.4	10.6	4.2	-3.9	-10.9
세전이익	6.3	15.7	29.9	-107.8	13.6	-5.1	22.9	-35.9	77.7	-55.8	-4.6	-2.5
% YoY	-74.2	343.1	-9.4	적전	114.4	적전	-23.5	적지	-45.2	적전	적지	적지
지배주주순이익	5.8	32.0	21.3	-102.2	9.4	-4.4	15.0	-23.4	59.4	-43.0	-3.5	-1.7
% YoY	-71.9	1,026.5	-20.4	적전	61.9	적전	-29.9	적지	-41.1	적전	적지	적지

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

펼어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	403.8	385.7	337.0	301.1	637.1
매출액증가율(%)	-17.4	-4.5	-12.6	-10.7	111.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	403.8	385.7	337.0	301.1	637.1
판매관리비	360.8	369.3	350.1	333.8	478.0
영업이익	43.0	16.4	-13.0	-32.7	159.2
영업이익률(%)	10.6	4.2	-3.9	-10.9	25.0
금융손익	36.8	-0.7	1.9	18.0	10.5
종속/관계기업손익	-2.6	-8.0	-7.6	-7.6	-7.6
기타영업외손익	0.6	-63.5	14.2	19.8	19.8
세전계속사업이익	77.7	-55.8	-4.6	-2.5	181.9
법인세비용	18.4	-12.8	-1.0	-0.8	55.3
당기순이익	59.4	-43.0	-3.5	-1.7	126.5
지배주주지분 순이익	59.4	-43.0	-3.5	-1.7	126.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	64.4	47.6	-15.4	20.7	82.4
당기순이익(손실)	59.4	-43.0	-3.5	-1.7	126.5
유형자산상각비	15.2	16.2	16.4	16.8	17.6
무형자산상각비	9.2	9.6	3.7	3.6	3.4
운전자본의 증감	25.4	-15.1	-4.6	2.1	-65.2
투자활동 현금흐름	-237.7	-108.0	-80.2	212.3	-27.4
유형자산의증가(CAPEX)	-47.4	-94.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-147.9	-19.0	-0.6	-2.5	0.3
재무활동 현금흐름	211.0	-22.6	-84.0	13.0	150.0
차입금의 증감	316.5	-110.5	-84.0	13.0	150.0
자본의 증가	9.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.8	-84.3	-179.6	246.0	204.9
기초현금	202.1	243.9	159.6	-20.0	226.0
기말현금	243.9	159.6	-20.0	226.0	430.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	721.7	556.5	435.0	447.3	716.2
현금및현금성자산	243.9	159.6	-20.0	226.0	430.9
매출채권	44.7	40.8	35.7	31.9	67.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	634.9	666.1	678.1	690.2	698.9
유형자산	137.4	209.8	223.4	236.6	249.0
무형자산	302.4	231.3	227.6	224.1	220.6
투자자산	168.0	179.1	179.7	182.2	181.8
자산총계	1,356.6	1,222.6	1,113.1	1,137.5	1,415.1
유동부채	274.2	236.2	133.9	144.7	143.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	35.0	6.0	6.0	6.0	6.0
유동성장기부채	0.0	84.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	363.4	287.0	283.4	298.7	450.9
사채	146.7	146.8	146.8	-0.2	-0.2
장기차입금	143.7	74.6	74.6	234.6	384.6
부채총계	637.6	523.3	417.3	443.4	594.5
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	211.3	215.8	215.8	215.8	215.8
기타포괄이익누계액	11.5	29.6	29.6	29.6	29.6
이익잉여금	549.5	482.5	479.0	477.3	603.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	719.0	699.3	695.8	694.1	820.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	6,103	5,939	5,246	4,686	9,917
EPS(지배주주)	897	-662	-55	-26	1,969
CFPS	949	1,161	-157	301	3,194
EBITDAPS	1,018	648	110	-193	2,805
BPS	10,858	10,887	10,830	10,803	12,773
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	154.1	-63.4	-866.1	-1,814.9	24.1
PCR	145.7	36.1	-303.6	157.8	14.9
PSR	22.7	7.1	9.1	10.1	4.8
PBR	12.7	3.9	4.4	4.4	3.7
EBITDA(십억원)	67.3	42.1	7.1	-12.4	180.2
EV/EBITDA	132.9	60.2	412.1	-236.1	15.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	-6.1	-0.5	-0.2	16.7
EBITDA 이익률	16.7	10.9	2.1	-4.1	28.3
부채비율	88.7	74.8	60.0	63.9	72.4
금융비용부담률	1.1	2.4	2.1	2.0	1.3
이자보상배율(x)	10.0	1.8	-1.9	-5.4	19.8
매출채권회전율(x)	9.2	9.0	8.8	8.9	12.8
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.11	Indepth	Buy	78,000	이효진	-43.8	-37.8	(원)
2023.04.12	산업브리프	Buy	68,000	이효진	-27.2	-14.4	
2023.11.10	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-	-	