

펄어비스 (263750)

진주는 시간이 흐를수록 빛난다

투자의견	BUY (상향)
목표주가	52,000 원(상향)
현재주가	46,050 원(04/07)
시가총액	2,958 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 944억원(+3.3%yoy), 영업이익 72억원(+38.7% yoy) 컨센서스(64억원) 부합 전망
- PC부문은 전분기 대규모 이벤트로 증가한 유저 트래픽이 1분기에도 지속되며 매출 성장 지속
- 모바일매출은 전분기 대비 소폭 하락. 인건비는 추가적인 인력 총원이 없어 전분기와 유사하고 마케팅비용은 감소
- 글로벌 게임쇼 'E3' 개최 취소로 8월 개최 예정인 독일 '게임스컴'에서 '붉은사막'의 인게임 영상 공개 가능성 높음
- 붉은사막은 패키지 형태로 판매 후 멀티플레이 형태의 라이브 서비스로 전환될 예정. 중장기적인 수익구조 기대
- 하반기 '붉은사막' 개발 완료 후 투입된 개발인력이 '도깨비(DokeV)' 등의 신작에 재배치돼 개발 속도를 높일 예정
- 향후 인게임 영상 공개 등의 신작 출시 기대감이 주가에 더 민감하게 반응할 것으로 전망
- 투자의견 BUY 및 목표주가 52,000원으로 상향

주가(원, 4/7)	46,050
시가총액(십억원)	2,958
발행주식수	64,240천주
52주 최고가	109,900원
최저가	37,350원
52주 일간 Beta	0.98
3개월 일평균거래대금	138억원
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(2023F)	0.0%

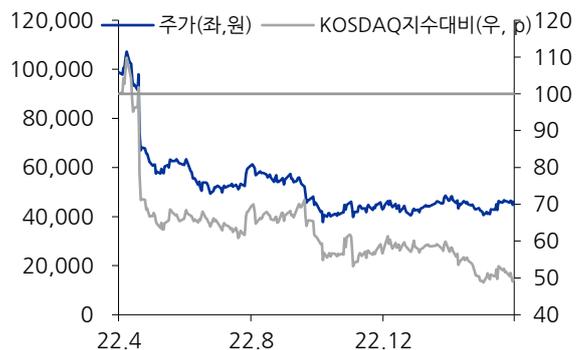
주주구성	
김대일 (외 14인)	44.3%
자사주 (외 1인)	4.6%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0.7%	-23.9%	-50.1%
절대기준	+8.6%	+2.1%	-55.3%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	▲
목표주가	52,000	48,000	▲
영업이익(23)	23	21	▲
영업이익(24)	211	201	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	404	386	390	690
영업이익	43	16	23	211
세전손익	78	-56	41	238
당기순이익	59	-43	32	186
EPS(원)	896	-669	499	2,893
증감률(%)	-41.9	적전	흑전	479.7
PER(배)	154.3	na	92.3	15.9
ROE(%)	8.8	-6.1	4.6	23.4
PBR(배)	12.7	3.9	4.2	3.3
EV/EBITDA(배)	137.9	63.5	80.1	12.3

자료: 유진투자증권



필어비스의 1 분기 실적은 매출액 944 억원 (+3.3%yoy), 영업이익 72 억원 (+38.7%yoy, OPM +7.6%)를 전망한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(64 억원)에 부합하는 전망이다.

PC 부문에서는 지난 4분기 글로벌 오프라인 행사 개최 등의 효과로 반등한 검은사막 유저 트래픽이 1 분기에도 지속되며 매출 성장이 예상된다(+14.5%yoy, +4.8%qoq). 지난달 29 일, PC 검은사막은 대규모 업데이트 (아침의 나라)를 진행해 2 분기에도 유저 트래픽 상승세는 지속될 전망이다. 반면 모바일 매출은 전분기 대비 소폭 하락할 것으로 추정된다(-2.1%qoq). 영업비용에서 인건비는 추가적인 인력 충원이 없어 전분기와 유사하고 마케팅비용은 감소할 전망이다.

현재 동사의 기대 신작인 '붉은사막'은 하반기 개발 완료를 앞두고 있고 글로벌 출시는 내년도 상반기로 전망된다. 올해 6 월 개최 예정이던 글로벌 게임쇼 'E3'가 취소되면서 8월 개최 예정인 독일 '게임스컴'에 붉은사막의 인게임 영상 공개 가능성이 높아졌다. 붉은사막은 출시 후 PC/콘솔 플랫폼에서 패키지 형태로 판매되다가 일정 시간이 경과한 뒤부터는 멀티플레이 형태로 라이브 서비스될 예정이다. 이를 통해 '붉은 사막'으로부터 중장기적인 수익구조를 기대해볼 수 있다. 관계사인 빅게임스튜디오(지분율 38.1%)에서 개발한 '블랙클로버 M'은 수집형 RPG 로 5 월에 출시 예정에 있다. 이는 2 분기부터 지분법으로 반영될 예정이다.

장기간 개발이 지연된 '붉은사막'의 개발 완료 시점이 현재 하반기로 가시화되면서 추가적인 출시 지연 가능성도 낮다고 판단한다. 또한 하반기 '붉은사막' 개발이 완료될 경우 투입된 개발인력들이 '도깨비(DokeV)' 등의 신작으로 재배치돼 차기 신작 개발도 속도를 낼 것으로 보인다. 동사의 기존 게임들이 안정적으로 서비스되고 있으며, 동사의 주가를 억눌러온 신작 개발 지연 리스크보다 인게임 영상 공개 등을 통한 신작 출시 기대감이 주가에 더 민감하게 반응할 것으로 전망한다. 동사에 대한 투자 의견을 기존 HOLD 에서 BUY 로 상향하고 목표주가 또한 기존 48,000 원에서 52,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2024 년 EPS 에 국내 대형 게임사 평균 PER 을 할인한 18.0 배를 적용했다.

도표 1. 1Q23 Preview

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q23E			시장 전망치	2Q23E			2022A	2023E		2024E	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	94	-8.3	3.3	94	97	2.8	3.3	386	390	1.2	690	76.7
영업이익	7	107.8	38.7	7	9	30.0	흑전	16	23	38.7	211	827.4
세전이익	10	흑전	57.6	8	15	52.2	-3.3	-56	41	흑전	238	486.9
순이익	8	흑전	35.9	7	12	52.2	-62.6	-43	32	흑전	186	479.4
OP Margin	7.6	4.2	1.9	7.1	9.6	2.0	14.1	4.2	5.8	1.6	30.5	24.7
NP Margin	8.3	107.6	2.0	7.4	12.4	4.0	-21.7	-11.1	8.2	19.4	26.9	18.7
EPS(원)	491	흑전	40.0	436	747	52.2	-62.6	-669	499	흑전	2,893	479.7
BPS(원)	10,549	-3.1	-4.3	10,995	10,736	1.8	-12.0	10,887	10,925	0.4	13,818	26.5
ROE(%)	4.7	63.1	1.5	4.0	7.0	2.3	-9.4	-6.1	4.6	10.6	23.4	18.8
PER(X)	93.9	-	-	105.6	61.7	-	-	na	92.3	-	15.9	-
PBR(X)	4.4	-	-	4.2	4.3	-	-	3.9	4.2	-	3.3	-

자료: 필어비스, 유진투자증권
 주: EPS는 annualized 기준

실적전망 및 밸류에이션

도표 2. 필어비스 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	91.4	94.0	97.3	103.2	94.4	97.1	96.2	102.5	385.9	390.3
(%yoy)	-9.4%	6.2%	0.9%	-12.5%	3.3%	3.3%	-1.1%	-0.7%	-4.4%	1.1%
게임부문	89.4	91.9	96.0	88.8	91.6	94.9	94.9	89.9	366.1	371.3
PC 게임	62.6	66.2	73.9	68.4	71.7	73.8	73.1	69.1	271.1	287.7
모바일게임	21.5	19.3	15.4	14.2	13.9	15.1	15.5	15.1	70.3	59.6
콘솔	5.4	6.4	6.7	6.2	6.0	6.1	6.2	5.7	24.7	24.0
기타부문	2.0	2.1	1.3	14.4	2.8	2.2	1.3	12.6	19.8	18.9
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.6	87.3	87.8	94.1	98.4	369.4	367.5
(%yoy)	-1.8%	3.9%	-1.0%	7.9%	1.2%	-10.6%	10.3%	-1.2%	2.4%	-0.5%
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.6	7.2	9.3	2.1	4.1	16.5	22.7
(%yoy)	-60.4%	적자지속	17.0%	-86.0%	38.7%	흑자전환	-82.7%	15.0%	-61.6%	37.5%
OPM(%)	5.7%	-4.5%	12.3%	3.5%	7.6%	9.6%	2.2%	4.0%	4.3%	5.8%
영업외손익	1.2	19.9	18.0	-107.5	2.800	5.9	5.9	3.4	-68.4	17.9
세전이익	6.3	15.7	29.9	-103.9	10.0	15.2	7.9	7.5	-51.9	40.6
법인세	0.5	-16.3	8.6	-3.5	2.1	3.2	1.7	1.6	-10.7	8.5
당기순이익	5.8	32.0	21.3	-100.4	7.9	12.0	6.3	5.9	-41.2	32.1
(%yoy)	-71.9%	1028%	-20.4%	적자전환	35.8%	-62.6%	-70.6%	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

도표 3. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	403.8	385.9	390.3	689.8
영업이익	43.0	16.5	22.7	210.7
세전이익	77.7	-51.9	40.6	238.2
지배순이익	59.4	-41.1	32.1	185.8
EPS(원)	924	-640	499	2,893
PER(배)	49.8	-	92.3	15.9
OPM(%)	10.6%	4.3%	5.8%	30.5%
NPM(%)	14.7%	-10.7%	8.2%	26.9%

자료: 유진투자증권

도표 4. 필어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	2,892	2024년 추정 EPS
적용 PER(배)	18.0	국내 대형 게임사 PER 할인 적용
목표주가(원)	52,000	기존 4.8만원 대비 8.3% 상향

자료: 유진투자증권

펼어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	897	1,357	1,223	1,225	1,445
유동자산	482	722	557	564	786
현금성자산	410	316	351	352	535
매출채권	53	58	52	56	94
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	415	635	666	662	658
투자자산	49	195	225	234	244
유형자산	97	137	210	205	201
기타	270	302	231	222	214
부채총계	260	638	523	524	557
유동부채	182	274	236	235	266
매입채무	40	49	47	44	75
유동성이자부채	90	135	94	94	94
기타	52	90	96	97	98
비유동부채	79	363	287	289	291
비유동이자부채	33	304	235	235	235
기타	45	59	52	54	56
자본총계	637	719	699	702	888
지배지분	637	719	699	702	888
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	202	211	216	216	216
이익잉여금	490	549	483	515	700
기타	(62)	(48)	(6)	(35)	(35)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	637	719	699	702	888
총차입금	123	440	329	329	329
순차입금	(287)	123	(22)	(23)	(206)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	157	64	48	6	187
당기순이익	101	59	(43)	32	186
자산상각비	22	24	26	14	13
기타비현금성손익	56	(21)	93	(90)	(72)
운전자본증감	23	25	(15)	(8)	(9)
매출채권감소(증가)	18	1	5	(5)	(38)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	(2)	30
기타	5	25	(20)	(1)	(1)
투자현금	(70)	(238)	(108)	(13)	(12)
단기투자자산감소	(38)	(110)	(30)	(8)	(8)
장기투자증권감소	(3)	(56)	1	(3)	(1)
설비투자	27	47	94	0	0
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(2)	(1)	12	(0)	(0)
재무현금	(56)	211	(23)	0	0
차입금증가	(15)	210	(23)	0	0
자본증가	(41)	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	26	42	(84)	(7)	175
기초현금	176	202	244	160	153
기말현금	202	244	160	153	328
Gross Cash flow	179	63	75	14	195
Gross Investment	10	102	93	13	12
Free Cash Flow	169	(40)	(18)	1	183

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	489	404	386	390	690
증가율(%)	0.0	(17.4)	(4.5)	1.2	76.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	489	404	386	390	690
판매 및 일반관리비	331	361	369	368	479
기타영업손익	0	9	2	(0)	30
영업이익	157	43	16	23	211
증가율(%)	0.0	(72.7)	(61.9)	38.7	827.4
EBITDA	179	67	42	37	224
증가율(%)	0.0	(62.4)	(37.5)	(13.0)	511.8
영업외손익	(15)	35	(72)	18	28
이자수익	5	3	7	10	3
이자비용	3	4	9	13	4
지분법손익	0	(3)	6	4	6
기타영업외손익	(17)	39	(76)	16	23
세전순이익	142	78	(56)	41	238
증가율(%)	0.0	(45.2)	적전	흑전	486.9
법인세비용	41	18	(13)	9	52
당기순이익	101	59	(43)	32	186
증가율(%)	0.0	(41.1)	적전	흑전	479.4
지배주주지분	101	59	(43)	32	186
증가율(%)	0.0	(41.1)	적전	흑전	479.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,542	896	(669)	499	2,893
증가율(%)	0.0	(41.9)	적전	흑전	479.7
수정EPS(원)	1,542	896	(669)	499	2,893
증가율(%)	0.0	(41.9)	적전	흑전	479.7

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,542	896	(669)	499	2,893
BPS	48,694	10,857	10,887	10,925	13,818
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	33.8	154.3	n/a	92.3	15.9
PBR	1.1	12.7	4.2	4.2	3.3
EV/ EBITDA	17.4	137.9	69.8	80.1	12.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	19.1	145.8	39.3	212.7	15.2
수익성(%)					
영업이익율	32.2	10.6	4.2	5.8	30.5
EBITDA이익율	36.7	16.7	10.9	9.4	32.5
순이익율	20.6	14.7	(11.1)	8.2	26.9
ROE	16.5	8.8	(6.1)	4.6	23.4
ROIC	32.0	6.5	2.0	3.6	33.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(45.0)	17.2	(3.2)	(3.3)	(23.2)
유동비율	265.2	263.2	235.6	240.2	295.6
이자보상배율	45.3	10.0	1.8	1.8	48.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5
매출채권회전율	8.0	7.3	7.0	7.2	9.2
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	11.3	9.1	8.0	8.5	11.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.03.31 기준)

