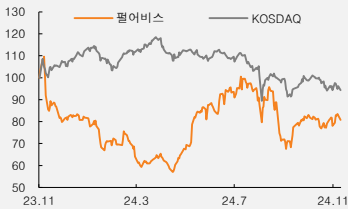


투자 의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 40,000원
현재주가(24/11/11)	38,250원
상승여력	4.6%

영업이익(24F,십억원)	-25
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-26
EPS 성장률(24F,%)	-45.7
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.3
P/E(24F,x)	297.7
MKT P/E(24F,x)	10.4
KOSDAQ	728.84
시가총액(십억원)	2,457
발행주식수(백만주)	64
유동주식비율(%)	51.4
외국인 보유비중(%)	7.8
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	27,000
52주 최고가(원)	47,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.1	2.5	-12.2
상대주가	5.6	21.6	-4.9



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

263750 · 게임

펄어비스

기존작 하향세 지속

3Q24 Review: 기존작 하향세 지속

3분기 매출액 795억원(-6% YoY), 영업손실 92억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 793억원, 영업손실 122억원)에 부합했다. 게임 외 기타수익을 제외할 경우 탑라인, 바텀라인 모두 예상치를 하회한 실적이다.

검은사막 매출액은 540억원(-10% QoQ, -21% YoY)으로 역성장세가 확대되며 예상치를 8% 하회했다. 검은사막 PC와 모바일 모두 매출의 하향안정화가 이뤄지며 QoQ 역성장했다. 이브 매출액은 205억원(-5% QoQ, +28% YoY)을 기록하며 예상치를 10% 하회했다. 영업비용은 887억원(+7% YoY)으로 예상치를 4% 하회했다. 인건비, 마케팅비 등 효율적 비용 집행 기조가 유지되고 있다.

붉은사막 출시 일정은?

붉은사막 출시 일정에 대한 구체화는 이루어지지 않았다. 내러티브를 강화하며 개발 마무리 작업을 진행 중이라고 밝힌 것을 미루어 보아 25년 출시에는 문제가 없어 보인다. 향후 다양한 게임쇼를 참가하며 미디어 및 인플루언서 연계를 강화하고 적극적인 마케팅을 진행할 예정이다.

금주 개최되는 지스타에서는 유저 대상 시연을 준비 중이며 30분 분량의 시연 빌드가 제공될 예정이다. 연말 글로벌 게임 행사에 참여하며 보다 디테일한 소통을 계획 중에 있다. 당사에서는 붉은사막 25년 판매량에 대해 500만장을 가정한다.

투자 의견 '중립' 유지, 목표주가 2% 하향

검은사막, 이브 매출 하향세를 반영한 25F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 41,000원에서 40,000원(25F 타겟 P/E 20배)으로 2% 하향한다. 게임스컴과 도쿄 게임쇼에서 보여준 시연 퀄리티와 글로벌 유저들의 호평을 고려 시 붉은사막은 25년 가장 기대해볼만한 국내 게임사 대작임에는 분명하다.

그러나 수년간 이어져오고 있는 출시 연기는 붉은사막의 Hit Ratio를 떨어트리고 있다는 판단이다. 25년, 26년으로 갈 수록 트리플A급 글로벌 신작과의 경쟁 강도는 높아질 수밖에 없다. 출시 일정의 확정 없이는 리레이팅이 어려운 구간이다. 25F P/E 19배에서 거래 중이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	386	333	322	630	544
영업이익 (십억원)	16	-16	-25	157	101
영업이익률 (%)	4.1	-4.8	-7.8	24.9	18.6
순이익 (십억원)	-43	15	8	127	84
EPS (원)	-662	237	129	1,971	1,315
ROE (%)	-6.1	2.1	1.1	15.9	9.4
P/E (배)	-	163.7	297.7	19.4	29.1
P/B (배)	3.7	3.3	3.2	2.7	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	86	78	85	84	85	82	79	75	386	333	322	630
(% YoY)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.0%	-0.4%	4.3%	-6.4%	-11.0%	-4.5%	-13.5%	-3.5%	95.9%
검은사막	68	57	68	60	67	60	54	53	293	253	234	190
EVE	17	20	16	20	18	22	21	22	73	73	82	82
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	356
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	2	1	4	1	0	5	1	20	8	7	3
영업비용	85	92	83	90	85	88	89	86	369	350	347	473
인건비	44	50	41	41	46	46	43	43	178	175	178	195
지급수수료	19	18	14	17	17	18	17	17	78	69	69	137
마케팅비	6	8	10	8	6	7	9	10	41	32	32	76
D&A	6	7	6	7	6	6	6	6	26	26	25	25
기타	9	10	11	17	10	10	13	10	46	48	43	40
영업이익	1	-14	2	-5	1	-6	-9	-11	16	-16	-25	157
(% YoY)	-78.9%	적지	-82.2%	적전	-46.3%	적지	적전	적지	-61.9%	적전	적지	흑전
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-7.1%	-11.6%	-14.2%	4.2%	-4.9%	-7.8%	24.9%
지배주주순이익	9	-4	15	-5	13	9	-8	-6	-43	15	8	127
순이익률	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.4%	15.0%	11.0%	-9.8%	-7.7%	-11.1%	4.6%	2.6%	20.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	331	633	322	630	-3%	0%	337	635	-4%	-1%	인건비 하향 영업외손익 조정
영업이익	-23	152	-25	157	-	4%	-23	151	-	4%	
지배주주순이익	17	130	8	127	-	-2%	20	148	-	-14%	
영업이익률	-6.8%	24.0%	-7.8%	24.9%	-	-	-6.9%	23.7%	-	-	
순이익률	5.1%	20.5%	2.6%	20.1%	-	-	5.9%	23.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	79.5	82.0	-3%	79.3	0%
영업이익	-9.2	-10.4	-	-12.2	-
지배주주순이익	-7.8	-3.7	-	1.5	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

(십억원)

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	127	
Target P/E (배)	20	동사 2H19~1H20 P/E 평균. 신작 출시 기대감, 연기 우려 상존
목표 시가총액 (십억원)	2,570	
주식 수 (천주)	64,248	
목표주가 (원)	40,000	
현재주가 (원)	38,250	
상승여력	4.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

필어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	333	322	630	544
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	333	322	630	544
판매비와관리비	350	347	473	444
조정영업이익	-16	-25	157	101
영업이익	-16	-25	157	101
비영업손익	38	38	12	12
금융손익	2	6	9	12
관계기업등 투자손익	-6	32	3	-1
세전계속사업손익	22	13	169	113
계속사업법인세비용	7	5	42	28
계속사업이익	15	8	127	84
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	15	8	127	84
지배주주	15	8	127	84
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	8	127	84
지배주주	18	8	127	84
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	-1	180	123
FCF	23	26	137	101
EBITDA 마진율 (%)	3.0	-0.3	28.6	22.6
영업이익률 (%)	-4.8	-7.8	24.9	18.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	2.5	20.2	15.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	583	425	563	653
현금 및 현금성자산	236	192	321	411
매출채권 및 기타채권	48	44	52	50
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	299	189	190	192
비유동자산	630	633	624	620
관계기업투자등	48	41	42	42
유형자산	194	185	176	171
무형자산	227	225	224	226
자산총계	1,213	1,058	1,187	1,274
유동부채	316	147	149	150
매입채무 및 기타채무	17	17	17	18
단기금융부채	163	5	5	5
기타유동부채	136	125	127	127
비유동부채	172	177	178	179
장기금융부채	85	85	85	85
기타비유동부채	87	92	93	94
부채총계	488	325	327	329
지배주주지분	725	733	860	944
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220
이익잉여금	498	506	633	718
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	725	733	860	944

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	32	33	143	110
당기순이익	15	8	127	84
비현금수익비용가감	18	23	56	37
유형자산감가상각비	17	16	15	14
무형자산상각비	9	8	8	7
기타	-8	-1	33	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	1	-6	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	4	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-9	-5	-42	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	134	91	-15	-20
유형자산처분(취득)	-9	-7	-6	-9
무형자산감소(증가)	36	-6	-7	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-80	104	-2	-2
기타투자활동	187	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-90	-158	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-81	-158	0	0
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-13	0	0	0
현금의 증가	76	-43	128	90
기초현금	160	236	192	321
기말현금	236	192	321	411

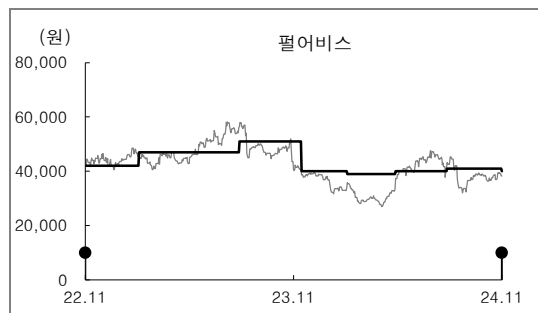
자료: 필어비스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	163.7	297.7	19.4	29.1
P/CF (x)	74.7	78.4	13.5	20.2
P/B (x)	3.3	3.2	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	229.8	-	11.4	16.0
EPS (원)	237	129	1,971	1,315
CFPS (원)	519	488	2,841	1,897
BPS (원)	11,826	11,954	13,925	15,240
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-13.5	-3.5	95.9	-13.6
EBITDA증가율 (%)	-76.9	적전	흑전	-32.0
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	-35.9
EPS증가율 (%)	흑전	-45.7	1,433.7	-33.3
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.6	17.7	15.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.2	0.7	11.3	6.9
ROE (%)	2.1	1.1	15.9	9.4
ROIC (%)	-3.2	-4.7	35.6	23.2
부채비율 (%)	67.3	44.3	38.0	34.9
유동비율 (%)	184.5	288.6	378.9	435.2
순차입금/자기자본 (%)	-36.0	-37.4	-47.0	-52.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.3	-3.4	39.7	25.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
필어비스 (263750)				
2024.11.12	중립	40,000	-	-
2024.08.08	중립	41,000	-7.49	10.61
2024.05.10	중립	40,000	7.18	19.00
2024.02.15	중립	39,000	-22.17	-9.23
2023.11.27	중립	40,000	-9.02	-1.25
2023.08.10	중립	51,000	-6.34	13.53
2023.02.15	중립	47,000	2.22	23.83
2022.11.09	중립	42,000	5.32	15.48



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.