

# 펄어비스 (263750/KQ)

또 다시 온 기다림의 시간

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 60,000 원(하향)  
현재주가: 47,550 원  
상승여력: 26.2%



Analyst  
남효지

hjinam@sk.com.kr  
3773-9288

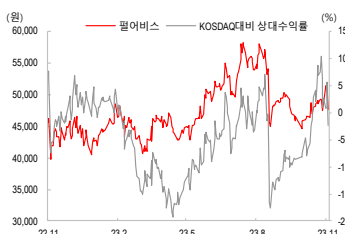
### Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	3,055 십억원
주요주주	
김대일(외13)	44.25%
서용수	5.23%

### Stock Data

주가(23/11/09)	47,550 원
KOSDAQ	802.87pt
52주 최고가	58,200 원
52주 최저가	39,750 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 3Q23 Review: 아쉬운 <검은사막> 성과

매출액 849 억원(+8.4% QoQ), 영업이익 21 억원(흑전), 순이익 150 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 58 억원을 하회했다. 7 월 <검은사막> 페스타, '아침의 나라' 업데이트 진행, 경쟁 게임 반사 수혜로 매출이 크게 반등했을 것으로 추정했으나 3 분기 <검은사막> IP 매출은 684 억원으로 전분기대비 21.1% 증가에 그쳤다. 3Q PC MAU 는 전분기대비 36% 증가했으나 매출 전환과 잔존율이 높지 않았던 것으로 예상된다. EVE IP 는 160 억원(-20.8% QoQ)을 기록했다. 마케팅비는 EVE 팬페스타, 검은사막 오프라인 이벤트 등으로 전분기대비 21.9% 증가했다.

## 당분간 실적은 기존 IP 업데이트에 기대는 수 밖에

4 분기 <검은사막> PC 대규모 PvP, 12 월 신규 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있고 EVE 도 'Havoc' 확장팩 출시, Vanguard 등 기존 IP 확장을 통한 유저 engagement 강화 노력이 지속된다.

## <붉은사막> 출시 지연 가능성 언급

동사는 금번 컨퍼런스 콜에서 <붉은사막>의 퀄리티 개선을 위해 출시 시기를 기존(24년 여름 시즌)대비 지연될 가능성을 언급했다. 현재 동사의 실적을 구성하고 있는 <검은사막>과 <EVE>는 각각 9년, 12년 된 IP로 비교적 안정적인 실적을 내고 있지만 큰 성장을 내긴 어렵다. 당사는 기존 <붉은사막> 출시 전 본격적인 마케팅 활동이 전개되며 추가 영상 공개 시점부터 본격적으로 출시 기대감이 반영될 것을 기대했으나 출시 시점에 대한 불확실성이 높아진 현재 시점에서 기대감이 반영되기는 어렵다고 판단한다. <붉은사막> 실적 반영 시점을 기존 2Q24-> 4Q24 로 수정하여 24년 연간 영업이익을 기존대비 10.9% 하향, 목표주가를 6.6 만원에서 6 만원으로 하향한다. <붉은사막> 출시에 대한 가닥이 잡히면 주가는 이를 빠르게 반영하며 과거 밸류에이션 고점까지 노력할 수 있겠지만 당분간은 One IP 에 대한 리스크 부각될 수 밖에 없다. <붉은사막> 관련 소식에 촉각을 기울여보자

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	489	404	386	329	610	620
영업이익	십억원	157	43	16	-18	121	92
순이익(지배주주)	십억원	101	59	-43	16	142	112
EPS	원	1,542	896	-669	252	2,208	1,742
PER	배	33.8	154.3	-62.7	188.8	21.5	27.3
PBR	배	4.9	11.7	3.7	4.0	3.4	3.0
EV/EBITDA	배	17.3	132.9	60.2	413.4	18.3	22.5
ROE	%	16.5	8.8	-6.1	2.3	17.8	12.1

목표주가 산출

구분	내용
2024 지배주주지분 순이익(십억원)	141.9
Target P/E	27.1x
목표 시총(십억원)	3,845.0
주식 수(천 주)	64,247.9
적정 주가(원)	59,846
목표 주가(원)	60,000
현재 주가(원)	47,550
상승 여력	26.2%

자료: SK 증권

필터비스 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	85.8	78.4	84.9	79.7	82.0	82.3	78.5	367.5	385.7	328.7	610.2
PC	63.0	60.5	68.8	62.5	67.2	67.9	64.7	89.6	270.5	254.7	289.4
모바일	16.7	12.2	11.0	10.4	9.5	9.3	9.1	8.9	70.3	50.4	36.8
콘솔	4.7	4.0	5.1	4.4	3.6	3.3	3.2	256.4	25.3	18.2	266.4
영업비용	84.7	92.5	82.8	86.7	83.3	92.2	85.6	227.8	369.3	346.6	488.9
인건비	44.3	49.6	40.7	43.5	43.9	48.3	44.2	50.1	178.1	178.0	186.6
지급수수료	19.1	18.1	14.4	13.9	15.7	17.6	15.9	115.7	78.4	65.5	165.0
광고선전비	5.6	8.0	10.1	12.3	6.4	8.9	8.4	40.7	41.0	35.9	64.4
상각비	6.3	6.5	6.4	6.6	6.5	6.5	6.6	6.7	25.7	25.8	26.2
기타	9.3	10.2	11.3	10.5	10.9	10.9	10.4	14.6	46.1	41.3	46.7
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-7.0	-1.3	-9.9	-7.1	139.7	16.4	-17.9	121.4
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-8.8%	-1.6%	-12.1%	-9.0%	38.0%	4.2%	-5.5%	19.9%
순이익	9.4	-4.4	15.0	-3.7	7.5	3.0	8.3	123.1	-43.0	16.2	141.9
YoY growth rate											
매출액	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-22.6%	-4.4%	5.0%	-7.6%	361.3%	-4.5%	-14.8%	85.7%
PC	0.8%	-8.4%	-7.1%	-8.1%	6.8%	12.2%	-6.0%	43.5%	21.5%	-5.8%	13.6%
모바일	-22.4%	-37.8%	-26.1%	-26.7%	-43.3%	-23.6%	-17.2%	-14.8%	-33.0%	-28.3%	-26.9%
콘솔	-12.0%	-37.6%	-28.9%	-30.3%	-24.1%	-18.2%	-37.8%	5693.4%	-29.4%	-27.9%	1360.9%
영업비용	-1.8%	-5.9%	-3.0%	-12.9%	-1.6%	-0.3%	3.3%	162.7%	2.4%	-6.1%	41.0%
인건비	1.3%	-2.0%	-0.5%	1.4%	-0.8%	-2.6%	8.7%	15.2%	6.3%	0.0%	4.8%
지급수수료	-7.0%	-15.3%	-13.6%	-29.7%	-17.9%	-2.8%	11.0%	732.0%	-5.0%	-16.4%	151.8%
광고선전비	-31.4%	-26.0%	7.3%	-3.2%	13.2%	11.6%	-16.2%	232.1%	-24.4%	-12.4%	79.3%
상각비	4.5%	4.4%	-7.5%	1.4%	1.9%	-0.5%	3.1%	1.5%	5.5%	0.4%	1.5%
기타	20.3%	11.7%	-1.7%	-40.6%	16.9%	6.3%	-8.4%	39.0%	43.6%	-10.3%	13.0%
영업이익	-78.9%	적지	-82.1%	적전	적전	적지	적전	흑전	-61.9%	적전	흑전
영업이익률	-4.4%p	-13.5%p	-9.8%p	-12.2%p	-2.9%p	5.9%p	-11.5%p	46.9%p	-6.4%p	-9.7%p	25.3%p
순이익	61.9%	적전	-29.9%	적지	-20.6%	흑전	-44.5%	흑전	적전	흑전	77.6%

자료: 필터비스, SK 증권

## 분기 실적 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E
매출액	97.0	93.9	84.2	367.9	84.9	79.7	82.0	82.3	-12.4%	-15.2%	-2.6%	-77.6%
영업이익	4.7	1.5	-6.7	129.8	2.1	-7.0	-1.3	-9.9	-54.3%	적전	적지	적전
당기순이익	15.3	2.5	3.1	124.9	15.0	-3.7	7.5	3.0	-2.0%	적전	143.0%	-97.6%

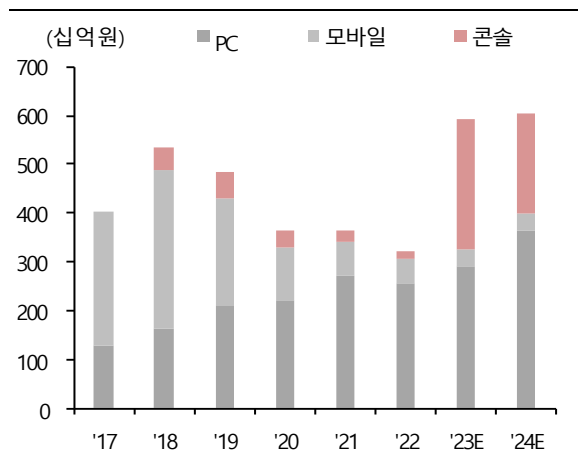
자료: SK 증권

## 연간 실적 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출액	355.0	700.1	688.7	328.7	610.2	619.8	-7.4%	-12.8%	-10.0%
영업이익	-6.9	136.2	123.5	-17.9	121.4	91.5	적지	-10.9%	-25.9%
당기순이익	22.8	148.7	126.2	16.2	141.9	111.9	-28.9%	-4.6%	-11.3%

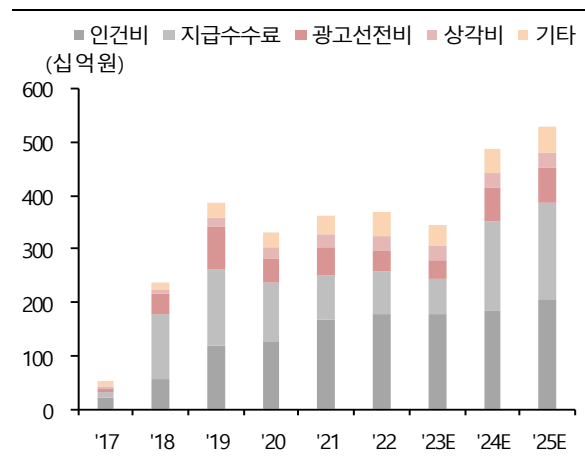
자료: SK 증권

## 플랫폼별 매출 추이 및 전망



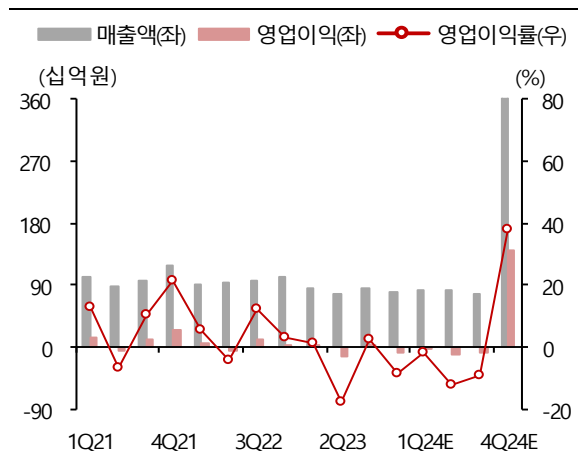
자료: 펠어비스, SK 증권

## 영업비용 추이 및 전망



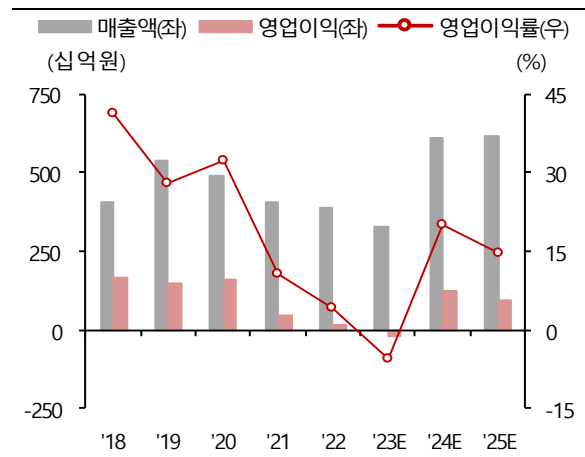
자료: 펠어비스, SK 증권

## 분기별 실적 추정



자료: 펠어비스, SK 증권

## 연간 실적 추정



자료: 펠어비스, SK 증권

재무상태표

06월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	722	557	631	1,409	1,329
현금및현금성자산	244	160	400	468	603
매출채권 및 기타채권	58	52	40	184	141
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	635	666	639	686	663
장기금융자산	109	119	126	131	130
유형자산	137	210	189	223	224
무형자산	302	231	234	225	217
<b>자산총계</b>	1,357	1,223	1,270	2,095	1,992
<b>유동부채</b>	274	236	192	743	568
단기금융부채	40	94	73	204	155
매입채무 및 기타채무	21	18	45	208	159
단기충당부채	1	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	363	287	352	483	444
장기금융부채	304	235	310	310	310
장기매입채무 및 기타채무	6	5	5	5	5
장기충당부채	0	1	1	3	2
<b>부채총계</b>	638	523	543	1,226	1,012
<b>지배주주지분</b>	719	699	727	869	980
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	211	216	220	220	220
기타자본구성요소	-60	-35	-33	-33	-33
자기주식	-62	-36	-35	-35	-35
이익잉여금	549	483	499	641	752
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	719	699	727	869	980
<b>부채와자본총계</b>	1,357	1,223	1,270	2,095	1,992

현금흐름표

06월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	66	53	-21	574	16
당기순이익(손실)	59	-43	16	142	112
비현금성항목등	3	118	33	49	41
유형자산감가상각비	15	16	16	16	19
무형자산상각비	9	10	9	8	8
기타	-21	93	7	24	14
운전자본감소(증가)	25	-15	-56	408	-123
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	5	15	-144	44
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	1	163	-49
기타	25	-20	-72	389	-118
법인세납부	-22	-7	-14	-25	-20
<b>투자활동현금흐름</b>	-234	-103	221	-607	158
금융자산의감소(증가)	-110	-30	178	-536	162
유형자산의감소(증가)	-47	-93	-7	-50	-20
무형자산의감소(증가)	-1	12	-11	0	0
기타	-76	8	60	-22	17
<b>재무활동현금흐름</b>	205	-3	39	131	-48
단기금융부채의증가(감소)	35	-28	-22	131	-48
장기금융부채의증가(감소)	175	35	68	0	0
자본의증가(감소)	9	4	4	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-14	-15	-11	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	42	-84	241	68	135
기초현금	202	244	160	400	468
기말현금	244	160	400	468	603
FCF	19	-40	-27	524	-4

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

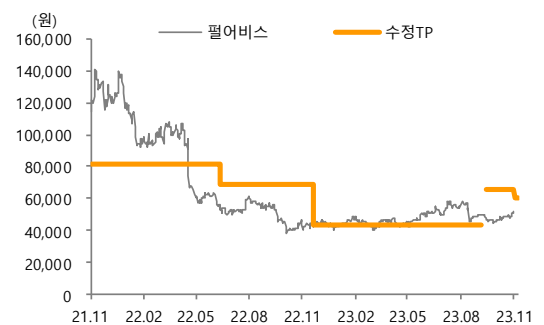
포괄손익계산서

06월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	404	386	329	610	620
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	404	386	329	610	620
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	361	369	347	489	528
<b>영업이익</b>	43	16	-18	121	92
영업이익률(%)	10.6	4.2	-5.5	19.9	14.8
<b>비영업손익</b>	35	-72	45	46	40
순금융손익	-2	-3	-2	0	5
외환관련손익	14	12	6	0	0
관계기업등 투자손익	-3	-8	-9	-10	-15
<b>세전계속사업이익</b>	78	-56	27	167	132
세전계속사업이익률(%)	19.3	-14.5	8.2	27.3	21.2
<b>계속사업법인세</b>	18	-13	11	25	20
<b>계속사업이익</b>	59	-43	16	142	112
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	59	-43	16	142	112
순이익률(%)	14.7	-11.1	4.9	23.2	18.1
<b>지배주주</b>	59	-43	16	142	112
지배주주귀속 순이익률(%)	14.7	-11.1	4.9	23.2	18.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	80	-24	22	142	112
지배주주	80	-24	22	142	112
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	67	42	8	146	118

주요투자지표

06월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.4	-4.5	-14.8	85.7	1.6
영업이익	-72.7	-61.9	적전	흑전	-24.6
세전계속사업이익	-45.2	적전	흑전	520.0	-21.1
EBITDA	-62.4	-37.5	-81.9	1,816.0	-19.1
EPS	-41.9	적전	흑전	776.9	-21.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	5.3	-3.3	1.3	8.4	5.5
ROE	8.8	-6.1	2.3	17.8	12.1
EBITDA마진	16.7	10.9	2.3	24.0	19.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	263.2	235.6	329.1	189.6	234.0
부채비율	88.7	74.8	74.8	141.2	103.2
순차입금/자기자본	-28.8	-23.1	-24.6	-75.0	-68.6
EBITDA/이자비용(배)	15.6	4.5	0.5	8.7	6.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	896	-669	252	2,208	1,742
BPS	11,798	11,453	11,852	14,060	15,802
CFPS	1,264	-269	650	2,595	2,159
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	154.3	-62.7	188.8	21.5	27.3
PBR	11.7	3.7	4.0	3.4	3.0
PCR	109.4	-155.7	73.2	18.3	22.0
EV/EBITDA	132.9	60.2	413.4	18.3	22.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.10	매수	60,000원	6개월		
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.67%	-21.36%
2022.11.28	중립	43,000원	6개월	10.37%	35.35%
2022.06.21	매수	69,000원	6개월	-27.48%	-11.16%
2021.04.22	매수	82,000원	6개월	7.76%	71.95%



### 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 (2023년 11월 10일 기준)

매수	94.05%	중립	5.95%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------