

펄어비스 263750

Jul 23, 2024

2025년 두 사막의 쌍끝이 성장을 기대

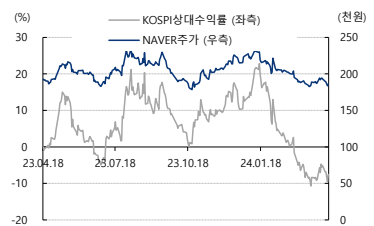
Buy 상향

TP 56,000 원 상향

Company Data

현재가(07/22)	46,150 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	58,200 원
52 주 최저가(보통주)	27,000 원
KOSPI (07/22)	2,763.51p
KOSDAQ (07/22)	809.96p
자본금	66 억원
시가총액	29,650 억원
발행주식수(보통주)	6,425 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	28.3 만주
평균거래대금(60 일)	129 억원
외국인지분(보통주)	8.02%
주요주주	
김대일 외 12 인	44.11%
서용수	5.23%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	43.0	-18.6
상대주가	14.9	45.4	-9.3



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

2Q24 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

펄어비스 2Q24 매출은 829억원(YoY +5.8%, QoQ -2.9%), 영업이익은 -45억원(YoY 적자지속, QoQ 적자전환)을 기록해 시장 예상치(매출 839억원, 이익 -60억원)에 대체로 부합 예상. PC 버전 검은사막 매출이 견조하게 유지되는 가운데 모바일 및 콘솔 매출이 하향되며 검은사막 IP 매출은 644억원(YoY +10.7%, QoQ -4.5%), 이브 IP 매출은 전 분기와 유사한 181억원(YoY -10.6%, QoQ flat)을 기록 했을 것으로 추정. 비용 항목별로 인건비는 2024년 연간 인센티브를 집행하지 않음에 따라 475억원(YoY -4.3%, QoQ +3.2%), 광고선전비는 효율적 마케팅 비 집행으로 60억원 (YoY -25.3%, QoQ +5.9%) 기록 예상.

투자의견 Buy & 목표주가 56,000원으로 상향

투자의견 Buy로 상향, 목표주가도 56,000원으로 +14.2% 상향. 목표주가 상향은 주로 24년 6월 외자 판호를 발급받은 검은사막 PC 버전의 중국 출시(텐센트 퍼블리싱) 시기를 4Q24로 가정함에 따라, 2025년 당기순이익 추정치를 종전 대비 +13.4% 상향함에 따름.

붉은사막(AAA 오픈월드 액션 어드벤처) 출시 시기는 종전과 동일하게 2Q25로 유지하며, 예상 성과는 8~9세대 콘솔 기기의 보급 확대와 국산 신규 IP였던 'P의 거짓'(소울라이크 액션) 및 '스텔라 블레이드'(서브컬처 액션 어드벤처)의 성과와 글로벌 인지도를 감안시 충분히 달성 가능한 수준이라고 판단.

특히 붉은사막은 게임스컴 2023 Opening Night Live에서의 영상 공개를 통해 존재감을 각인시킨 바 있으며, 게임스컴 2024에서는 20~30분의 유저 시연을 통해 게이머들이 퀄리티를 직접 체감할 수 있을 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	386	333	345	652	557
YoY(%)	-4.5	-13.5	3.5	89.1	-14.7
영업이익(십억원)	16	-16	-17	185	136
OP 마진(%)	4.1	-4.8	-4.9	28.4	24.4
순이익(십억원)	-43	15	35	182	146
EPS(원)	-662	237	541	2,827	2,275
YoY(%)	적전	흑전	128.5	422.7	-19.5
PER(배)	-63.4	163.7	85.1	16.3	20.2
PCR(배)	36.1	74.7	44.9	10.1	13.0
PBR(배)	3.9	3.4	3.9	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	60.1	228.6	457.0	11.9	14.7
ROE(%)	-6.1	2.1	4.7	21.4	14.4

[도표 46] 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	82.9	87.3	89.3	386.0	333.5	343.5	652.4
성장률(YoY %)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.2%	-0.4%	5.8%	2.8%	5.8%	-4.4%	-13.6%	3.0%	89.9%
검은사막 IP	68.9	58.2	68.9	64.5	67.4	64.4	68.4	69.9	298.7	260.5	270.2	296.5
EVE IP	16.9	20.2	16.0	19.9	18.0	18.1	18.4	19.0	72.5	73.0	73.4	72.5
붉은사막	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	281.8
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.4	94.6	95.5	369.4	349.8	362.4	467.0
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	47.5	46.1	45.3	178.1	175.2	184.8	197.6
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	17.4	18.3	18.3	78.5	69.1	71.1	126.2
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	6.0	13.1	14.3	41.0	31.8	39.0	67.2
주식보상비용	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D&A	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.6	6.8	7.0	25.7	26.0	26.9	30.3
기타비용	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	10.0	10.3	10.6	46.0	47.8	40.6	45.7
영업이익	1.1	14.1	2.1	5.5	0.6	4.5	7.3	6.2	16.6	16.4	18.9	185.4
성장률(YoY %)	-78.9%	적지	-82.2%	적전	-46.4%	적지	적전	적지	-61.5%	적전	적지	후전
OPM(%)	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-5.4%	-8.4%	-6.9%	4.3%	-4.9%	-5.5%	28.4%
순이익	9.4	4.4	14.8	4.4	12.8	3.1	9.3	10.0	43.0	15.4	33.7	181.6
NPM(%)	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.2%	15.0%	3.7%	10.6%	11.2%	-11.1%	4.6%	9.8%	27.8%

자료: 펠어비스, 교보증권

[도표 47] 펠어비스 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024	EVE Galaxy Conquest	전략	글로벌	모바일	자체
	EVE Vanguard	1인칭 PvPE 슈터	글로벌	PC/콘솔	자체
2025	붉은사막	오픈월드 액션 어드벤처	글로벌	PC/콘솔	자체
2026	도깨비	수집형 오픈월드 MMO	글로벌	PC/콘솔	자체
2027	플랜8	엑소슈트 MMO 슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체

자료: 펠어비스, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 펠어비스 Valuation Table

항목	가치산정	비교
25F 지배주주순이익	181.6	25F 순이익 추정치
target PER	19.8	Electronic Arts, Take Two Interactive, Nexon, Konami, Capcom 25F PER 평균
적정시가총액	3,596	
발행주식수	64,248	
적정주가	55,966	
목표주가	56,000	
현재주가	46,150	
상승여력	21%	

자료: 교보증권 리서치센터.

[필어비스 263750]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	345	652	557
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	345	652	557
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	369	350	362	467	420
영업이익	16	-16	-17	185	136
영업이익률 (%)	4.2	-4.9	-5.1	28.4	24.5
EBITDA	42	10	6	207	156
EBITDA Margin (%)	10.9	2.9	1.7	31.7	27.9
영업외손익	-72	38	67	67	67
관계기업손익	-8	-6	-8	-8	-8
금융수익	52	57	68	68	68
금융비용	-53	-32	-25	-25	-25
기타	-64	20	31	31	31
법인세비용차감전순이익	-56	22	49	252	203
법인세비용	-13	7	15	71	57
계속사업순이익	-43	15	35	182	146
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	35	182	146
당기순이익률 (%)	-11.1	4.6	10.1	27.8	26.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-43	15	35	182	146
지배순이익률 (%)	-11.1	4.6	10.1	27.8	26.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	3	3	3	3
포괄순이익	-24	18	37	184	149
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-24	18	37	184	149

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	32	54	164	174
당기순이익	-43	15	35	182	146
비현금항목의 가감	118	18	22	72	51
감가상각비	16	17	15	14	13
외환손익	15	4	-6	-6	-6
지분법평가손익	8	6	8	8	8
기타	79	-9	6	57	37
자산부채의 증감	-15	8	5	-29	18
기타현금흐름	-13	-9	-9	-60	-42
투자활동 현금흐름	-108	134	22	21	21
투자자산	92	156	5	5	5
유형자산	-94	-9	0	0	0
기타	-106	-13	17	16	15
재무활동 현금흐름	-23	-90	-98	-6	-6
단기차입금	-28	-6	-6	-6	-6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-5	-88	-97	-4	-4
현금의 증감	-84	76	-52	151	160
기초 현금	244	160	236	184	335
기말 현금	160	236	184	335	495
NOPLAT	13	-11	-12	133	98
FCF	-71	14	16	125	135

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	557	583	548	750	917
현금및현금성자산	160	236	184	335	495
매출채권 및 기타채권	52	51	54	92	83
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	345	296	309	324	339
비유동자산	666	630	608	588	570
유형자산	210	194	179	165	153
관계기업투자금	60	48	50	51	52
기타금융자산	119	119	119	119	119
기타비유동자산	277	268	260	253	246
자산총계	1,223	1,213	1,156	1,339	1,487
유동부채	236	316	218	214	210
매입채무 및 기타채무	47	45	45	45	45
차입금	6	0	-6	-12	-18
유동성채무	84	158	65	65	65
기타유동부채	99	112	114	115	117
비유동부채	287	172	178	183	189
차입금	75	70	75	79	84
사채	147	0	0	0	0
기타비유동부채	66	102	103	104	105
부채총계	523	488	396	397	399
지배지분	699	725	760	941	1,088
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	533	715	861
기타자본변동	-35	-32	-32	-32	-32
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	760	941	1,088
총차입금	325	243	150	150	149

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-662	237	541	2,827	2,275
PER	-63.4	163.7	85.1	16.3	20.2
BPS	10,887	11,284	11,825	14,652	16,928
PBR	3.9	3.4	3.9	3.1	2.7
EBITDAPS	648	151	90	3,215	2,421
EV/EBITDA	60.1	228.6	457.0	11.9	14.7
SPS	5,939	5,191	5,370	10,155	8,662
PSR	7.1	7.5	8.6	4.5	5.3
CFPS	-1,089	218	255	1,950	2,109
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-4.5	-13.5	3.5	89.1	-14.7
영업이익 증가율	-61.9	적전	적지	흑전	-26.5
순이익 증가율	적전	흑전	128.5	422.7	-19.5
수익성					
ROIC	3.4	-3.2	-3.8	41.2	30.9
ROA	-3.3	1.2	2.9	14.6	10.3
ROE	-6.1	2.1	4.7	21.4	14.4
안정성					
부채비율	74.8	67.3	52.1	42.2	36.7
순차입금비율	26.6	20.0	13.0	11.2	10.0
이자보상배율	1.8	-1.3	-2.2	24.0	17.8