

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

263750 · 게임

# 펄어비스

## 붉은사막 시연 일정 구체화

(유지)

중립

목표주가

39,000원 ▼

상승여력

8.9%

현재주가(24/2/15)

35,800원

KOSDAQ	859.21	시가총액(십억원)	2,300	발행주식수(백만주)	64	외국인 보유비중(%)	13.8
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Review: 컨센서스 부합

매출액 844억원(-18% YoY), 영업손실 55억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 850억원, 영업손실 100억원)에 부합했다. 이브 매출액이 200억원을 기록하며 YoY 13% 증가했다. 이브 매출 호조는 신규 확장팩 업데이트에 따른 신규 및 복귀 유저 트래픽 증가에 기인한다. 영업비용은 900억원으로 YoY 10% 감소했다. 특히 마케팅비가 80억원을 기록하며 YoY 36% 하락했다.

#### 투자의견 '중립' 유지, 목표주가 3% 하향

붉은사막 출시 지연을 반영한 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 40,000원에서 39,000원으로 하향한다. 붉은사막 구체적인 출시 시기에 대한 언급이 없었던 점은 아쉬우나 이번 여름부터 유저 대상 시연을 예고한 부분은 긍정적이다. 유저 시연이 반기 앞으로 다가온 만큼 게임 개발은 마무리 단계에 접어든 것으로 추정된다. 게임쇼 참가 등 붉은사막 시연 일정이 구체화된 이후 모멘텀이 발생할 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.1	-36.5	-17.3
상대주가	-1.0	-33.4	-26.3

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	404	386	333	336	592
영업이익 (십억원)	43	16	-16	-16	144
영업이익률 (%)	10.6	4.1	-4.8	-4.8	24.3
순이익 (십억원)	59	-43	15	3	124
EPS (원)	897	-662	239	54	1,924
ROE (%)	8.8	-6.1	2.2	0.5	15.8
P/E (배)	154.1	-	161.8	668.4	18.6
P/B (배)	11.7	3.7	3.3	3.0	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

## 4Q23 Review: 컨센서스 부합

4분기 매출액 844억원(-18% YoY), 영업손실 55억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 850억원, 영업손실 100억원)에 부합했다. 이브 매출액이 200억원을 기록하며 YoY 13% 증가했다. 이브 매출 호조는 신규 확장팩 업데이트에 따른 신규 및 복귀 유저 트래픽 증가에 기인한다. 11월 동시접속자 수는 최근 5개월 중 최대치를 기록했다.

검은사막 매출은 600억원(-16% YoY)으로 YoY 하락세가 가속화되었다. 3분기 발생했던 경쟁작 유저 이탈에 따른 PC 검은사막 유저 증가 현상은 일단락되었다. 영업비용은 900억원으로 YoY 10% 감소했다. 특히 마케팅비가 80억원을 기록하며 YoY 36% 하락했다. 캐나다 스튜디오 정리, 런던 사무실 위치 변경 등 비용 절감을 위한 노력을 지속하고 있다.

## 신작 출시 일정은?

연내 붉은사막 출시 일정의 구체화가 있을 전망이다. 25년 출시는 가능할 것으로 보인다. 이번 실적 발표에서 그동안 파트너사를 대상으로 해오던 붉은사막 시연을 이번 여름부터 B2C로 확대해 본격적인 마케팅을 시작할 계획임을 발표했다.

자회사 CCP게임즈도 신규 성장 동력 확보를 위한 신작 출시에 서두르는 모양새다. 20주년을 맞은 이브 온라인에서 2개의 새로운 확장팩을 준비 중이다. 4분기 공개되어 플레이 테스트를 진행한 이브 뱅가드는 콘텐츠 보강 작업 중이고 이브 갤럭시 컨퀘스트 출시도 준비 중인 상황이다.

## 투자의견 '중립' 유지, 목표주가 3% 하향

붉은사막 출시 지연을 반영한 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 40,000원에서 39,000원으로 하향한다. 실적 기준 연도를 24년에서 25년으로 변경하며, 타겟 P/E 20배를 유지한다. 25F P/E 19배에서 거래 중이다.

붉은사막 구체적인 출시 시기에 대한 언급이 없었던 점은 아쉬우나 이번 여름부터 유저 대상 시연을 예고한 부분은 긍정적이다. 유저 시연이 반기 앞으로 다가온 만큼 게임 개발은 마무리 단계에 접어든 것으로 추정된다. 게임쇼 참가 등 붉은사막 시연 일정이 구체화된 이후 모멘텀이 발생할 전망이다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	86	78	85	84	84	84	84	84	386	333	336	592
(% YoY)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.0%	-2.4%	7.3%	-1.1%	-0.4%	-4.5%	-13.5%	0.7%	76.3%
검은사막	68	57	68	60	61	62	63	64	293	253	250	225
EVE	17	20	16	20	21	20	19	18	73	73	78	79
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	280
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	2	1	4	2	2	2	2	20	8	8	9
영업비용	85	92	83	90	87	87	89	89	369	350	351	448
인건비	44	50	41	41	41	41	41	41	178	175	165	176
지급수수료	19	18	14	17	18	18	18	18	78	69	72	142
마케팅비	6	8	10	8	8	8	10	9	41	32	36	47
D&A	6	7	6	7	7	7	7	7	26	26	27	29
기타	9	10	11	17	13	13	13	13	46	48	51	53
영업이익	1	-14	2	-5	-3	-3	-5	-4	16	-16	-16	144
(% YoY)	-78.9%	적지	-82.2%	적전	적전	적지	적전	적지	-61.9%	적전	적지	흑전
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	-3.4%	-3.6%	-6.4%	-5.3%	4.2%	-4.9%	-4.7%	24.4%
지배주주순이익	9	-4	15	-4	2	2	0	0	-43	15	3	124
순이익률	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.2%	2.0%	1.8%	-0.3%	0.5%	-11.1%	4.6%	1.0%	20.9%

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	565	476	336	592	-41%	24%	447	574	-25%	3%	붉은사막 지연 반영
영업이익	135	77	-16	144	-	88%	62	120	-	-	
지배주주순이익	127	84	3	124	-	47%	87	130	-	-	
영업이익률	24.0%	16.1%	-4.7%	24.4%	-	-	13.8%	20.9%	-	-	
순이익률	22.4%	17.7%	1.0%	20.9%	-	-	19.4%	22.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	84	78	8%	85	-1%
영업이익	-5	-10	-	-10	-
지배주주순이익	-4	-1	-	0	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	124	
Target P/E (배)	20	동사 2H19-1H20 P/E 평균. 신작 출시 기대감, 연기 우려 상존
목표 시가총액 (십억원)	2,509	
주식 수 (천주)	64,248	
목표주가 (원)	39,000	
현재주가 (원)	35,800	
상승여력	8.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 필터비스 (263750)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>386</b>	<b>333</b>	<b>336</b>	<b>592</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>386</b>	<b>333</b>	<b>336</b>	<b>592</b>
판매비와관리비	369	350	351	448
<b>조정영업이익</b>	<b>16</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>144</b>
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>144</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-72</b>	<b>38</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
금융손익	-3	-2	0	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	0	0
세전계속사업손익	-56	22	5	165
계속사업법인세비용	-13	7	1	41
계속사업이익	-43	15	3	124
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-43</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>124</b>
지배주주	-43	15	3	124
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-24</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>124</b>
지배주주	-24	15	3	124
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	42	10	9	167
FCF	-46	79	26	136
EBITDA 마진율 (%)	10.9	3.0	2.7	28.2
영업이익률 (%)	4.1	-4.8	-4.8	24.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.1	4.5	0.9	20.9

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>29</b>	<b>142</b>
당기순이익	-43	15	3	124
비현금수익비용가감	118	34	25	63
유형자산감가상각비	16	18	16	15
무형자산상각비	10	9	8	8
기타	92	7	1	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	37	2	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-7	-7	-1	-41
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-108</b>	<b>-75</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>
유형자산처분(취득)	-93	3	-3	-6
무형자산감소(증가)	12	-5	-7	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-119	-73	-3	-4
기타투자활동	92	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-23</b>	<b>-70</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-15	-74	-11	0
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-12	4	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-84</b>	<b>77</b>	<b>5</b>	<b>123</b>
기초현금	244	160	237	242
기말현금	160	237	242	365

자료: 필터비스, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

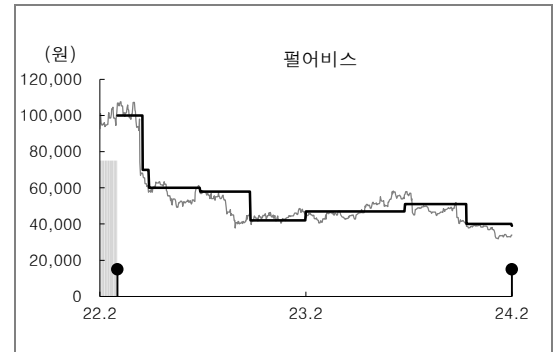
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>557</b>	<b>574</b>	<b>583</b>	<b>715</b>
현금 및 현금성자산	160	237	242	365
매출채권 및 기타채권	49	50	50	57
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	348	287	291	293
<b>비유동자산</b>	<b>666</b>	<b>630</b>	<b>617</b>	<b>611</b>
관계기업투자등	60	48	49	49
유형자산	210	189	176	167
무형자산	231	227	226	228
<b>자산총계</b>	<b>1,223</b>	<b>1,205</b>	<b>1,200</b>	<b>1,326</b>
<b>유동부채</b>	<b>236</b>	<b>314</b>	<b>305</b>	<b>306</b>
매입채무 및 기타채무	18	19	19	19
단기금융부채	94	167	156	156
기타유동부채	124	128	130	131
<b>비유동부채</b>	<b>287</b>	<b>172</b>	<b>173</b>	<b>174</b>
장기금융부채	235	88	88	88
기타비유동부채	52	84	85	86
<b>부채총계</b>	<b>523</b>	<b>486</b>	<b>478</b>	<b>481</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>699</b>	<b>718</b>	<b>722</b>	<b>846</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	216	216	216	216
이익잉여금	483	498	501	625
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>699</b>	<b>718</b>	<b>722</b>	<b>846</b>

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	161.8	668.4	18.6
P/CF (x)	36.1	50.1	80.2	12.3
P/B (x)	3.7	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA (x)	63.5	219.0	235.0	11.4
EPS (원)	-662	239	54	1,924
CFPS (원)	1,160	774	447	2,900
BPS (원)	11,453	11,749	11,803	13,727
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 (%)	-4.5	-13.5	0.7	76.3
EBITDA증가율 (%)	-37.5	-75.7	-15.5	1,831.6
조정영업이익증가율 (%)	-61.9	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-77.6	3,492.0
매출채권 회전율 (회)	9.0	8.1	8.1	14.1
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.3	1.3	0.3	9.8
ROE (%)	-6.1	2.2	0.5	15.8
ROIC (%)	3.4	-3.1	-3.4	33.5
부채비율 (%)	74.8	67.7	66.2	56.9
유동비율 (%)	235.6	182.7	191.2	233.4
순차입금/자기자본 (%)	-3.2	-35.3	-37.7	-47.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	-2.3	-2.6	24.5

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
필어비스 (263750)				
2024.02.15	중립	39,000	-	-
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
2022.08.12	중립	58,000	-15.14	0.69
2022.05.13	중립	60,000	-6.65	5.67
2022.05.02	중립	70,000	-11.41	-6.14
2022.03.18	중립	100,000	-1.67	7.60



\* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 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.