

펄어비스 (263750/KQ)

8 월부터 본 게임

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 60,000 원(유지)

현재주가: 43,250 원

상승여력: 38.7%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com
3773-9288

Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,779 십억원
주요주주	
김대일(외12)	44.11%
서용수	5.23%

Stock Data

주가(24/08/08)	43,250 원
KOSDAQ	745.28 pt
52주 최고가	57,900 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 단기 실적이 중요하진 않다

매출액 818 억원(-4.3% QoQ, 이하 동일), 영업손실 59 억원(적지), 당기순이익 112 억원(+22.7%)을 기록했다. IP 별 매출은 검은사막 -10%, EVE +20%로 2 분기에는 EVE Online 에퀴독스 확장팩 출시 효과가 반영되었다. 전반적인 비용은 효율화 기조를 유지하고 있으나 2 분기 프랑스에서 개최된 하이델 연회 개최 영향으로 마케팅비는 +29.3% 증가했다.

기대 포인트 두가지: 1) 붉은사막 게임스컴 제품, 2) 검은사막 중국 출시

이제부터 연내 가장 중요한 이벤트가 대기하고 있다. 8/21~25 독일에서 개최되는 게임스컴에서 동사는 <붉은사막> 제품, 1시간 분량의 시연 영상과 약 30 분 분량의 유저 시연 빌드를 선보인다. 7 년간의 개발 기간 동안 플랫폼 최적화와 높은 완성도를 위해 전사 리소스를 최우선으로 배치해온 중요한 프로젝트가 글로벌 유저들에게 처음 선보이는 자리이기 때문에 피드백이 매우 중요하게 작용할 것이다.

6/5 <검은사막> PC 는 중국에서 외자판호를 발급받았고, 텐센트가 서비스한다고 공식 발표했다. 두 차례의 CBT 를 거쳐 7 월부터 본격적인 마케팅을 시작했고 4Q24 에는 중국 내 서비스가 가능할 것이다. WeGame 내 기대 신작 주간 랭킹 2 위를 기록하고 있어 유저 반응은 긍정적인 것으로 판단된다.

7년 묵은 장독대, 드디어 오픈

게임스컴 이후로 <붉은사막>의 강도 높은 마케팅이 예상된다. 동사가 직접 퍼블리싱할 것으로 예상되고, PC 와 콘솔 동시 출시함에 따라 예상 출시 시기인 3Q25 에 수익이 극대화될 것이다. 현재 당사 추정치에는 <붉은사막> 판매량 300 만장 반영, 게임스컴 유저 반응 확인해가며 향후 추정치를 조정할 수 있다. 25 년 <붉은사막>, 26 년 <도깨비>를 반영해 내년부터 지속 증익을 전망한다. 출시일 전까지는 적극적인 마케팅으로 실적은 미미할 것으로 예상되나 지금부터 본격적으로 게임에 대한 기대감이 반영될 것이다.

영업실적 및 투자지표

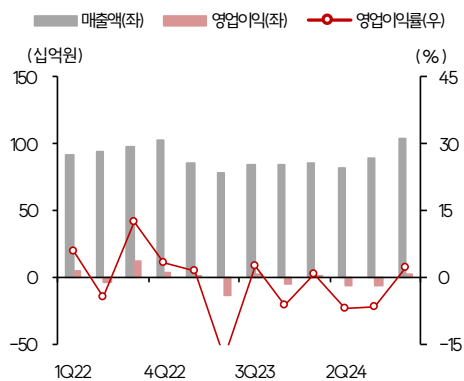
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	404	386	333	359	697	695
영업이익	십억원	43	16	-16	-14	116	128
순이익(지배주주)	십억원	59	-43	15	26	135	139
EPS	원	896	-669	237	405	2,102	2,161
PER	배	154.3	-62.7	163.7	106.9	20.6	20.0
PBR	배	11.7	3.7	3.3	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	배	132.9	60.2	229.1	170.8	13.3	11.0
ROE	%	8.8	-6.1	2.1	3.5	16.5	14.5

수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	89.2	103.8	333.5	360.2	625.2
PC	63.0	60.5	68.0	66.0	58.7	61.3	65.0	66.2	257.5	251.2	299.5
모바일	16.7	12.2	11.3	9.6	21.8	17.2	20.1	19.1	49.8	78.1	40.7
콘솔	4.7	4.0	5.2	4.3	4.3	3.3	3.3	2.9	18.2	13.8	235.7
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.6	95.1	101.4	349.8	369.0	538.8
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	45.7	45.1	45.1	175.2	181.9	206.1
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	18.4	20.6	22.7	69.1	78.8	176.5
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	7.3	14.4	17.0	31.8	44.3	86.4
상각비	6.3	6.5	6.4	6.7	6.4	6.4	6.6	6.7	25.9	26.1	27.0
기타	9.3	10.2	11.3	17.1	9.7	9.8	8.3	10.0	47.9	37.8	42.8
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-5.8	-5.9	2.3	-16.4	-8.8	86.4
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-7.1%	-6.6%	2.3%	-4.9%	-2.4%	13.8%
순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.4	12.8	9.1	11.2	2.3	15.4	35.5	136.2
YoY growth rate											
매출액	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.0%	-0.4%	4.3%	5.0%	22.9%	-13.5%	8.0%	73.6%
PC	0.8%	-8.4%	-8.1%	-2.8%	-6.8%	1.4%	-4.4%	0.3%	-4.8%	-2.4%	19.2%
모바일	-22.4%	-37.8%	-24.4%	-32.6%	30.0%	40.7%	78.0%	99.4%	-29.2%	56.8%	-47.9%
콘솔	-12.0%	-37.6%	-27.9%	-31.8%	-9.5%	-18.3%	-35.9%	-32.1%	-28.0%	-24.3%	1608.8%
영업비용	-1.8%	-5.9%	-3.0%	-9.6%	0.2%	-5.3%	14.8%	12.8%	-5.3%	5.5%	46.0%
인건비	1.3%	-2.0%	-0.5%	-5.2%	3.9%	-7.8%	11.0%	10.9%	-1.6%	3.8%	13.3%
지급수수료	-7.0%	-15.3%	-13.6%	-11.9%	-10.8%	1.5%	43.8%	30.3%	-11.9%	14.2%	123.8%
광고선전비	-31.4%	-26.0%	7.3%	-36.2%	0.4%	-8.8%	42.9%	110.6%	-22.6%	39.6%	95.0%
상각비	4.5%	4.4%	-7.5%	3.4%	1.5%	-2.2%	3.1%	-0.5%	0.9%	0.5%	3.5%
기타	20.3%	11.7%	-1.6%	-3.5%	4.4%	-4.0%	-26.3%	-41.6%	4.0%	-21.0%	13.2%
영업이익	-78.9%	적지	-82.2%	적전	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-4.4%p	-13.5%p	-9.8%p	-9.8%p	-0.6%p	10.9%p	-9.1%p	8.7%p	-9.1%p	2.5%p	16.3%p
순이익	61.9%	적전	-30.4%	적지	36.3%	흑전	-24.5%	흑전	흑전	130.4%	284.2%

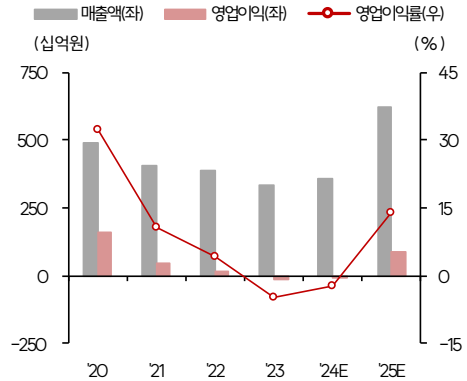
자료: 펠어비스, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 펠어비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 펠어비스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	557	583	652	889	1,141
현금및현금성자산	160	236	234	377	544
매출채권 및 기타채권	52	51	63	77	90
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	655	658	641
장기금융자산	119	119	120	120	120
유형자산	210	194	226	226	206
무형자산	231	227	218	210	203
자산총계	1,223	1,213	1,307	1,546	1,782
유동부채	236	316	365	447	522
단기금융부채	94	163	181	222	260
매입채무 및 기타채무	18	17	55	68	79
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	172	190	213	235
장기금융부채	235	85	85	85	85
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	1	1	1	1	2
부채총계	523	488	556	660	757
지배주주지분	699	725	751	886	1,025
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
기타자본구성요소	-35	-32	-32	-32	-32
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	483	498	524	659	798
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	751	886	1,025
부채와자본총계	1,223	1,213	1,307	1,546	1,782

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	48	32	91	213	212
당기순이익(손실)	-43	15	26	135	139
비현금성항목등	118	18	25	59	54
유형자산감가상각비	16	17	18	20	20
무형자산상각비	10	9	9	8	7
기타	93	-8	-1	30	27
운전자본감소(증가)	-15	8	39	49	46
매출채권및기타채권의감소(증가)	5	1	-11	-14	-13
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	10	13	12
기타	-20	-18	-8	-77	-74
법인세납부	-7	-9	-9	-46	-48
투자활동현금흐름	-108	134	-111	-107	-80
금융자산의감소(증가)	-30	71	-59	-75	-70
유형자산의감소(증가)	-93	-9	-50	-20	0
무형자산의감소(증가)	12	36	0	0	0
기타	4	37	-1	-11	-11
재무활동현금흐름	-23	-90	18	41	38
단기금융부채의증가(감소)	-28	-90	18	41	38
장기금융부채의증가(감소)	5	0	0	0	0
자본의증가(감소)	4	4	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	-4	0	0	0
현금의 증가(감소)	-84	76	-2	144	166
기초현금	244	160	236	234	377
기말현금	160	236	234	377	544
FCF	-46	23	41	193	212

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

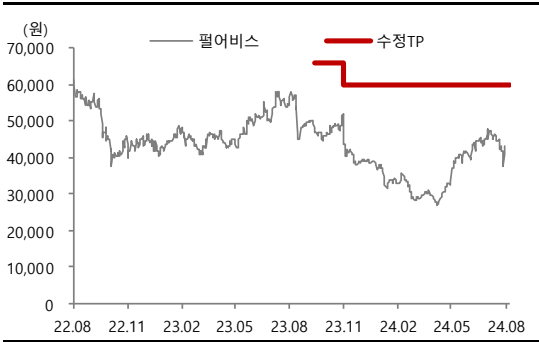
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	386	333	359	697	695
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	359	697	695
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	350	374	582	567
영업이익	16	-16	-14	116	128
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-4.0	16.6	18.4
비영업손익	-72	38	49	66	59
순금융손익	-3	2	10	16	21
외환관련손익	12	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	-5	-11	-10
세전계속사업이익	-56	22	35	181	186
세전계속사업이익률(%)	-14.5	6.6	9.7	26.0	26.8
계속사업법인세	-13	7	9	46	48
계속사업이익	-43	15	26	135	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	26	135	139
순이익률(%)	-11.1	4.6	7.2	19.4	20.0
지배주주	-43	15	26	135	139
지배주주귀속 순이익률(%)	-11.1	4.6	7.2	19.4	20.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-24	18	26	135	139
지배주주	-24	18	26	135	139
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	10	12	144	155

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-4.5	-13.5	7.8	94.0	-0.3
영업이익	-61.9	적전	적지	흑전	10.6
세전계속사업이익	적전	흑전	57.7	419.7	2.8
EBITDA	-37.5	-76.9	26.1	1,078.2	7.7
EPS	적전	흑전	70.9	419.7	2.8
수익성 (%)					
ROA	-3.3	1.2	2.1	9.5	8.3
ROE	-6.1	2.1	3.5	16.5	14.5
EBITDA마진	10.9	2.9	3.4	20.7	22.3
안정성 (%)					
유동비율	235.6	184.5	178.4	198.8	218.3
부채비율	74.8	67.3	74.0	74.5	73.9
순차입금/자기자본	-23.1	-37.0	-41.0	-54.8	-66.7
EBITDA/이자비용(배)	4.5	0.8	1.8	18.8	18.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-669	237	405	2,102	2,161
BPS	11,453	11,826	12,230	14,332	16,493
CFPS	-269	642	818	2,544	2,584
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-62.7	163.7	106.9	20.6	20.0
PBR	3.7	3.3	3.5	3.0	2.6
PCR	-155.7	60.3	52.9	17.0	16.7
EV/EBITDA	60.2	229.1	170.8	13.3	11.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.10	매수	60,000원	6개월		
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.68%	-21.36%
2022.11.28	중립	43,000원	6개월	10.37%	35.35%
2022.06.21	매수	69,000원	6개월	-27.48%	-11.16%



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 (2024년 08월 09일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------