Results Comment

펄어비스 (263750)

이지은

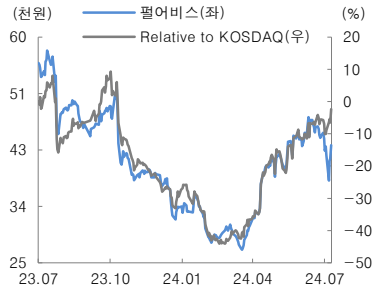
jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	53,000 상향
현재주가 (24.08.08)	43,250

디지털컨텐츠업종

KOSDAQ	745.28
시가총액	2,779십억원
시가총액비중	0.68%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	57,900원 / 27,000원
120일 평균거래대금	142억원
외국인지분율	8.27%
주요주주	김대일 외 12 인 44.11% 서용수 5.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	31.3	31.3	-20.1
상대수익률	10.8	53.7	45.6	-4.3



부진한 실적보다 붉은사막에 집중

- 2분기 검은사막 대형 업데이트 부재로 매출 감소, 컨센 하회하는 실적 기록
- 8월부터 붉은사막 마케팅 시작, 모멘텀 발생 전망. 트레이딩 전략 유효 판단
- 게임스컴 직후 주가 변동 가능성있으나 이후 마케팅에 기대감 지속 반영 전망

투자의견 매수, 목표주가 53,000원으로 기존 대비 6% 상향

2025년 EPS 2,444원에 Target PER은 21.6배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. 8월 게임스컴을 시작으로 신작 붉은사막의 마케팅이 본격화됨에 따라 신작 모멘텀을 반영, Target PER을 2025 글로벌 peer 평균 대비 20% 할증. 단, 글로벌 peer 밸류에이션 하락 영향으로 TP는 6% 상향

검은사막으로는 쉽지 않은 턴어라운드

2Q24 매출 818억원(YoY 4.3%, QoQ -4.2%), 영업손실 -58억원(YoY 적지, QoQ 적전) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회

검은사막 PC는 대형 업데이트 부재로 전분기 대비 3% 감소 추정. 모바일의 경우 1분기 업데이트 효과가 소멸되며 전분기 대비 28% 감소한 것으로 추정. 영업비용은 비용 효율화가 이어지고 있어, 특이 사항 없는 것으로 확인. 기존 게임들로는 턴어라운드가 쉽지 않을 것으로 판단되는 가운데 3분기부터는 2025년 신작인 붉은사막 관련 마케팅이 시작되면서 신작 출시 전까지 영업손실 폭은 증가할 것으로 예상. 3분기 마케팅비는 QoQ 80% 증가 예상

신작 붉은사막 모멘텀 발생 전망, 단기 트레이딩 구간

동사는 2025년 출시 예정인 붉은사막 마케팅에 본격적으로 돌입. 동사는 8월 게임스컴과 11월 지스타 등 게임쇼에 참가 예정. 특히 게임스컴에서는 30분 분량의 시연 행사와 한시간 분량의 영상을 공개할 것으로 언급. 당사는 2025년 붉은사막의 판매량 추정치를 300만장으로 유지하나 게임스컴에서의 반응에 따라 상향 조정 가능성 있음. 곧 다가오는 게임스컴 직후 주가 변동성은 있을 수 있겠으나 향후 지속적인 마케팅이 예정되어 있는 만큼 주가에는 신작 기대감 재차 반영될 수 있을 것으로 판단. 마케팅 시점마다 트레이딩 전략 유효하다고 판단

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24					3Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	78	85	87	82	4.3	-4.2	84	81	-5.1	-1.5
영업이익	-14	1	-5	-6	적지	적전	-5	-12	적전	적지
순이익	-1	14	9	8	흑전	-38.0	2	3	-69.0	-62.1

자료: 펄어비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	325	530	430
영업이익	17	-17	-36	118	95
세전순이익	-55	35	29	197	174
총당기순이익	-43	24	23	157	139
지배지분순이익	-43	24	23	157	139
EPS	-655	370	361	2,446	2,163
PER	NA	124.6	120.0	17.7	20.0
BPS	10,413	11,384	12,143	14,987	17,150
PBR	4.4	4.0	3.6	2.9	2.5
ROE	-6.1	3.4	3.1	18.0	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	341	548	325	530	-4.7	-3.2
판매비와 관리비	363	391	361	412	-0.6	5.3
영업이익	-22	156	-36	118	적자유지	-24.5
영업이익률	-6.5	28.5	-11.1	22.3	적자유지	-6.3
영업외손익	68	70	65	79	-4.3	12.8
세전순이익	45	227	29	197	-37.0	-13.0
지배지분순이익	34	169	23	157	-31.5	-6.8
순이익률	9.9	30.8	7.1	29.6	-2.8	-1.1
EPS(지배지분순이익)	527	2,625	361	2,446	-31.5	-6.8

자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

표 1. 펄어비스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2024 지배주주지분 순이익(십억원)	157.0	
Target PER(x)	21.6x	글로벌 Peer 의 2025 PER 평균대비 20% 할증 적용
목표 시총(십억원)	3,392.2	
주식 수(천주)	64,247.0	
적정 주가(원)	52,800	
목표 주가(원)	**53,000**	반올림 적용
현재 주가(원)	43,250	
상승 여력	22.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 펄어비스 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	85.4	81.8	80.6	76.9	71.2	67.1	284.3	107.6	333.5	324.7	530.2
검은사막 PC	46.1	45.0	44.0	40.7	37.7	34.9	32.4	30.0	196.1	175.8	135.0
검은사막 모바일	17.5	12.6	12.2	11.8	11.3	11.0	10.6	10.2	39.4	54.0	43.1
검은사막 콘솔	3.3	2.4	3.2	1.9	2.1	1.5	2.0	1.2	17.0	10.8	6.8
붉은 사막							220.0	44.0			264.0
CCP Games	18.0	21.6	20.8	20.2	19.6	19.2	18.9	18.6	73.0	80.6	76.3
기타	0.6	0.2	0.2	2.2	0.3	0.3	0.3	3.4	8.0	3.2	4.3
영업비용	84.9	87.6	92.8	95.4	86.4	95.1	132.2	98.6	349.8	360.6	412.2
인건비	46.0	45.7	46.2	46.8	48.9	54.9	48.5	49.2	175.2	184.7	201.5
지급수수료	17.1	18.4	16.2	15.2	14.2	13.4	51.6	20.8	69.1	66.8	100.0
마케팅비	5.6	7.3	13.1	10.5	7.4	10.7	14.9	6.0	31.8	36.6	38.9
감가상각비	6.4	6.4	6.4	6.5	6.6	6.6	6.7	6.8	26.0	25.7	26.7
기타 영업비용	9.7	9.8	10.9	16.4	9.4	9.5	10.5	15.8	47.8	46.8	45.1
영업이익	0.5	-5.8	-12.2	-18.5	-15.1	-28.0	152.1	9.0	-16.3	-36.0	118.0
영업이익률	0.6%	-7.1%	-15.2%	-24.0%	-21.2%	-41.7%	53.5%	8.4%	-4.9%	-11.1%	22.3%
순이익	12.8	9.1	3.4	-2.1	2.1	-8.2	138.1	25.0	15.3	23.1	157.0
순이익률	14.9%	11.1%	4.2%	-2.8%	3.0%	-12.3%	48.6%	23.3%	4.6%	7.1%	29.6%

자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	325	530	430
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	325	530	430
판매비와관리비	369	349	361	412	335
영업이익	17	-17	-36	118	95
영업이익률	4.4	-5.0	-11.1	22.3	22.1
EBITDA	48	20	5	162	141
영업외손익	-72	51	65	79	79
관계기업손익	-8	-6	-5	-7	-7
금융수익	52	65	60	66	66
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-53	-28	-18	-17	-17
외환관련손실	6	6	6	6	6
기타	-64	20	28	37	37
법인세비용차감전순손익	-55	35	29	197	174
법인세비용	13	-11	-5	-40	-36
계속사업순손익	-43	24	23	157	139
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	24	23	157	139
당기순이익률	-11.0	7.1	7.1	29.6	32.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-43	24	23	157	139
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	2	2
포괄순이익	-22	45	44	178	160
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-22	45	44	178	160

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	824	1,029	1,231	1,570	1,868
현금및현금성자산	377	575	734	967	1,126
매출채권 및 기타채권	60	60	66	98	100
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	386	394	431	505	641
비유동자산	706	772	835	894	952
유형자산	162	180	194	204	212
관계기업투자금	115	172	228	285	341
기타비유동자산	429	421	413	406	399
자산총계	1,530	1,801	2,066	2,465	2,820
유동부채	309	344	379	414	449
매입채무 및 기타채무	49	49	49	49	49
차입금	70	105	140	175	210
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	190	190	190	190	190
비유동부채	545	726	907	1,088	1,269
차입금	471	653	834	1,015	1,196
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	73	73	73	73	73
부채총계	854	1,070	1,286	1,502	1,718
지배지분	676	731	780	963	1,102
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	211	243	268	294	294
이익잉여금	507	531	554	711	850
기타자본변동	-48	-48	-48	-48	-48
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	676	731	780	963	1,102
순차입금	-78	-43	20	5	62

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-655	370	361	2,446	2,163
PER	NA	124.6	127.9	18.8	21.3
BPS	10,413	11,384	12,143	14,987	17,150
PBR	4.4	4.0	3.6	2.9	2.5
EBITDAPS	744	315	77	2,519	2,196
EV/EBITDA	59.7	144.1	568.3	17.2	20.1
SPS	5,939	5,180	5,054	8,254	6,699
PSR	7.8	8.9	8.6	5.2	6.5
CFPS	-1,230	240	210	2,880	2,557
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-41	35	34	147	164
당기순이익	-43	24	23	157	139
비현금항목의 가감	-37	-8	-10	28	25
감가상각비	31	37	41	44	46
외환손익	-13	-13	-13	-13	-13
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-55	-32	-37	-3	-7
자산부채의 증감	27	30	25	2	36
기타현금흐름	13	-11	-5	-40	-35
투자활동 현금흐름	-80	-110	-121	-125	-126
투자자산	-56	-56	-56	-56	-56
유형자산	-47	-47	-47	-47	-47
기타	24	-7	-17	-21	-23
재무활동 현금흐름	207	238	232	232	207
단기차입금	35	35	35	35	35
사채	147	147	147	147	147
장기차입금	34	34	34	34	34
유상증자	0	31	26	26	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-9	-9	-9	-9
현금의 증감	134	198	159	232	160
기초 현금	244	377	575	734	967
기말 현금	377	575	734	967	1,126
NOPLAT	13	-11	-29	94	76
FCF	-3	-22	-36	90	74

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-4.5	-13.7	-2.4	63.3	-18.8
영업이익 증가율	-60.7	적전	적지	흑전	-19.4
순이익 증가율	적전	흑전	-2.5	578.3	-11.6
수익성					
ROIC	3.1	-2.5	-5.9	16.6	11.1
ROA	1.2	-1.0	-1.9	5.2	3.6
ROE	-6.1	3.4	3.1	18.0	13.5
안정성					
부채비율	126.2	146.3	164.8	156.0	155.9
순차입금비율	-11.5	-5.9	2.5	0.6	5.7
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 팔어비스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

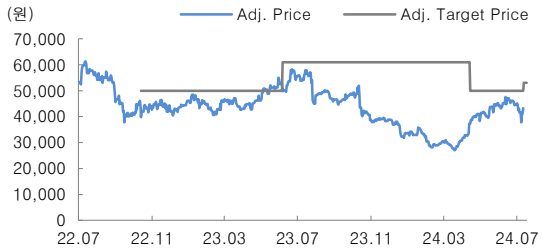
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

펄어비스(263750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.09	24.05.29	24.05.12	24.01.04	23.12.02	23.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	53,000	50,000	50,000	61,000	61,000	61,000
괴리율(평균,%)		(14.25)	(20.28)	(47.96)	(22.44)	(19.55)
괴리율(최대/최소,%)		(4.80)	(18.00)	(37.54)	(4.59)	(4.59)
제시일자	23.08.28	23.07.04	23.05.16	23.05.12	23.05.11	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	61,000	61,000	50,000	50,000	50,000	50,000
괴리율(평균,%)	(16.92)	(11.51)	(1.07)	(12.10)		(11.38)
괴리율(최대/최소,%)	(4.59)	(4.59)	10.00	(9.80)		(3.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상