

# 펄어비스

## 263750

May 23, 2024

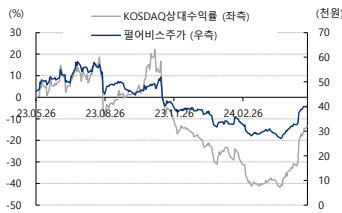
**Trading Buy** 유지

**TP 49,000 원** 하향

**Company Data**

현재가(05/22)	40,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	58,200 원
52 주 최저가(보통주)	27,000 원
KOSPI (05/22)	2,723.46p
KOSDAQ (05/22)	845.72p
자본금	66 억원
시가총액	25,828 억원
발행주식수(보통주)	6,425 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	57.5 만주
평균거래대금(60 일)	212 억원
외국인지분(보통주)	89.0%
주요주주	
김대일 외 12 인	44.11%
서용수	5.23%

**Price & Relative Performance**



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	41.0	-3.9	-12.8
상대주가	40.2	-7.3	-13.3

### 올 여름 실체로서 다가올 붉은사막

**1Q24 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 상회**

펄어비스 1Q24 매출은 854억원(YoY -0.5%, QoQ +1.2%), 영업이익은 6억원(YoY +36.2%, QoQ 흑자전환)을 기록해 시장 예상치(매출 797억원, 영익 -61억원)을 상회. 매출 기대치 상회는 이브 IP 매출이 견조하게 유지(YoY +6.5%, QoQ -9.5%) 가운데, PC 버전 검은사막이 대규모 업데이트 부재로 감소세를 보였으나 모바일 검은사막이 경우 신규 클래스 및 '대사막' 콘텐츠 리뉴얼을 통해 매출이 반등하며 검은사막 IP 매출이 유지(YoY -2.1%, QoQ +4.5%)된 데에 기인. 비용 항목별로 인건비는 인원 증가와 급여 인상으로 460억원(YoY +3.9%, QoQ +13.2%), 광고선전비는 효율적 마케팅 집행으로 56억원(YoY +0.4%, QoQ -30.3%) 기록.

**투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가 49,000원으로 하향**

투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가는 49,000원으로 -15.5% 하향. 목표주가 하향은 1) 중국 외 지역에서의 검은사막 매출 하향과 2) 2Q25 붉은사막 출시를 가정한 2025년 지배주주순이익 추정치 1,602 억원 및 2) 글로벌 게임사 2025년 PER 평균인 19.8배를 적용한 결과. 검은사막(PC)의 중국 내 판호 발급 및 출시가 기대되는 상황이지만 추정치에 반영하지 않았음. 판호 발급시 추정치 상향 가능성 존재.

2024년 동사의 핵심 IP인 '검은사막'의 경우 '아침의 나라: 서울' 등의 업데이트를 통해 트래픽 및 매출을 유지해나갈 것으로 예상되나 현 시점 투자자들의 관심은 오픈월드 액션 어드벤처 게임 '붉은사막'의 예상 성과 및 출시 시기일 것으로 판단. 2024년 8월 게임쇼 게임스컴에 참가해 유저 참여 B2C 시연(2023년 게임스컴 및 지스타 참가는 B2B)을 진행할 계획이며, 이에 따라 '붉은사막'의 개발이 상당 부분 진행되었음을 알 수 있음. 게임쇼 출품 이후 본격적인 마케팅이 진행됨과 함께 계약 형태 및 출시 시기가 구체화됨에 따라 본격적인 모멘텀이 형성될 수 있을 것으로 전망.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	386	333	338	618	527
YoY(%)	-4.5	-13.5	1.5	82.5	-14.7
영업이익(십억원)	16	-16	-16	158	113
OP 마진(%)	4.1	-4.8	-4.7	25.6	21.4
순이익(십억원)	-43	15	36	160	128
EPS(원)	-662	237	562	2,493	1,996
YoY(%)	적전	흑전	137.3	343.8	-19.9
PER(배)	-63.4	163.7	71.7	16.1	20.2
PCR(배)	36.1	74.7	44.0	11.3	14.6
PBR(배)	3.9	3.4	3.4	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	60.1	228.6	320.5	11.8	14.7
ROE(%)	-6.1	2.1	4.9	19.0	13.0



인터넷게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



**KYOBOS** 교보증권

필어비스 [263750]

을 여름 실체로서 다가올 붉은사막

[도표 1] 필어비스 분기별 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	76.7	86.3	90.0	386.0	333.5	338.4	617.5
성장률(YoY %)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.2%	-0.4%	-2.1%	1.6%	6.6%	-4.4%	-13.6%	1.5%	82.5%
검은사막 IP	68.9	58.2	68.9	64.5	67.4	57.6	63.1	62.7	298.7	260.5	250.9	237.4
EVE IP	16.9	20.2	16.0	19.9	18.0	18.6	22.7	26.9	72.5	73.0	86.2	96.7
붉은사막	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	281.8
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	92.2	88.0	89.5	369.4	349.8	354.6	459.3
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	51.9	44.4	43.7	178.1	175.2	185.9	199.0
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	15.4	16.7	16.6	78.5	69.1	65.8	120.4
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	8.3	9.7	11.7	41.0	31.8	35.4	63.9
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	15.4	1.7	0.4	16.6	16.4	16.1	158.2
성장률(YoY %)	-78.9%	적지	-82.2%	적전	-46.4%	적지	적전	흑전	-61.5%	적전	적지	흑전
OPM(%)	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-20.1%	-2.0%	0.5%	4.3%	-4.9%	-4.8%	25.6%
순이익	9.4	4.4	14.8	4.4	12.8	4.5	13.1	14.6	43.0	15.4	36.1	160.2
NPM(%)	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.2%	15.0%	-5.9%	15.2%	16.3%	-11.1%	4.6%	10.7%	25.9%

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 필어비스 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024	EVE Galaxy Conquest	전략	글로벌	모바일	자체
	EVE Vanguard	1인칭 PvPvE 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	엑소스트 MMO 슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 필어비스 Valuation Table

항목	가치산정	비교
25F 지배주주순이익	160.2	25F 순이익 추정치
target PER	19.8	Electronic Arts, Take Two Interactive, Nexon, Konami, Capcom 25F PER 평균
적정시가총액	3,172	
발행주식수	64,248	
적정주가	49,371	
목표주가	49,000	
현재주가	40,000	
상승여력	23%	

자료: 교보증권 리서치센터.

**필어비스 [263750]**

을 여름 실체로서 다가올 붉은사막

**[필어비스 263750]**

**포괄손익계산서**

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	386	333	338	618	527
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	338	618	527
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	369	350	355	459	413
영업이익	16	-16	-16	158	113
영업이익률 (%)	4.2	-4.9	-4.8	25.6	21.5
EBITDA	42	10	7	179	133
EBITDA Margin (%)	10.9	2.9	2.1	29.0	25.2
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	51	225	180
법인세비용	-13	7	15	65	52
계속사업순이익	-43	15	36	160	128
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	36	160	128
당기순이익률 (%)	-11.1	4.6	10.7	25.9	24.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-43	15	36	160	128
지배순이익률 (%)	-11.1	4.6	10.7	25.9	24.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	3	3	3	3
포괄순이익	-24	18	39	163	131
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-24	18	39	163	131

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	56	146	155
당기순이익	-43	15	36	160	128
비현금항목의 가감	118	18	22	66	47
감가상각비	16	17	15	14	13
외환손익	15	4	-6	-6	-6
자본법평가손익	8	6	8	8	8
기타	79	-9	6	51	34
자산부채의 증감	-15	8	6	-26	18
기타현금흐름	-13	-9	-9	-55	-38
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	-50	132	142
기초 현금	244	160	236	186	318
기말 현금	160	236	186	318	460
NOPLAT	13	-11	-11	113	81
FCF	-71	14	18	108	117

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

**재무상태표**

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	557	583	549	730	878
현금및현금성자산	160	236	186	318	460
매출채권 및 기타채권	52	51	54	88	79
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	1,157	1,319	1,449
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	761	921	1,049
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	534	694	823
기타자본변동	-35	-32	-32	-32	-32
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	761	921	1,049
총차입금	325	243	150	150	149

**주요 투자지표**

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-662	237	562	2,493	1,996
PER	-63.4	163.7	71.7	16.1	20.2
BPS	10,887	11,284	11,846	14,339	16,335
PBR	3.9	3.4	3.4	2.8	2.5
EBITDAPS	648	151	110	2,792	2,065
EV/EBITDA	60.1	228.6	320.5	11.8	14.7
SPS	5,939	5,191	5,267	9,612	8,199
PSR	7.1	7.5	7.6	4.2	4.9
CFPS	-1,089	218	279	1,676	1,829
DPS	0	0	0	0	0

**재무비율**

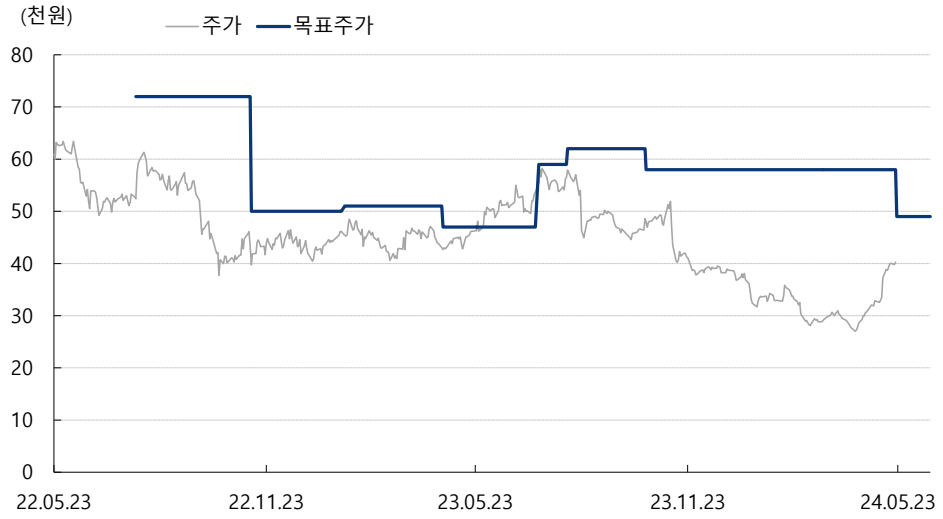
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-4.5	-13.5	1.5	82.5	-14.7
영업이익 증가율	-61.9	적전	적지	흑전	-28.3
순이익 증가율	적전	흑전	137.3	343.8	-19.9
수익성					
ROIC	3.4	-3.2	-3.5	35.0	25.7
ROA	-3.3	1.2	3.0	12.9	9.3
ROE	-6.1	2.1	4.9	19.0	13.0
안정성					
부채비율	74.8	67.3	52.0	43.1	38.1
순차입금비율	26.6	20.0	12.9	11.3	10.3
이자보상배율	1.8	-1.3	-2.1	20.5	14.8

**필어비스 [263750]**

을 여름 실체로서 다가올 붉은사막

필어비스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	72,000	(22.22)	(17.46)					
2022.08.12	매수	72,000	(46.20)	(23.29)					
2022.11.10	매수	50,000	(14.44)	(7.53)					
2023.01.30	매수	51,000	(9.22)	(5.15)					
2023.02.15	Trading Buy	51,000	(12.90)	(7.65)					
2023.04.25	Trading Buy	47,000	(3.48)	(1702)					
2023.07.17	Trading Buy	59,000	(5.85)	(1.37)					
2023.08.11	Trading Buy	62,000	(26.45)	(7.08)					
2023.10.18	Trading Buy	58,000	(20.05)	(17.65)					
2023.11.06	Trading Buy	58,000	(66.50)	(11.75)					
2024.05.23	Trading Buy	49,000							

자료: 교보증권 리서치센터

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	0.0%

#### [ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하