

# 펄어비스(263750)

## 올해 중순부터 붉은사막 가시화 기대

2023. 02. 15

4Q22 Review

투자의견: **HOLD**(유지)

목표주가: **48,000**원(상향)

현재주가: 46,550원(02/14)

시가총액: 2,990(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

### 4Q22 Review: 영업이익 당사 추정치 부합

펄어비스의 4 분기 실적은 매출액 1,032 억원 (-12.5%yoy), 영업이익 36 억원 (-86.0%yoy, OPM +3.5%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(29 억원)에 부합했지만 시장 컨센서스(59 억원)에는 **하회했다**. 4분기 PC 게임 매출(684 억원)은 검은사막의 3분기 대규모 업데이트 기저로 전분기 대비로는 감소했지만, 콘텐츠 업데이트와 미국, 대만 등 전세계적으로 오프라인 유저 행사 개최를 통해 높은 yoy 성장률은 유지했다. 반면 모바일게임 매출(142 억원)은 신규 클래스 출시 등 업데이트에도 불구하고 qoq, yoy 모두 감소했다.

영업비용에서는 전반의 비용 상승이 있었는데, 12월 진행한 신규 업데이트 및 대규모 유저 행사로 마케팅 비용과 펄어비스캐피탈 금융자산평가손실 반영으로 기타비용이 두드러지게 증가했다. 영업외에서는 원달러 환율 하락에 따른 손실로 발생한 금융비용과 자회사 영업권 상각으로 기타비용이 크게 증가했다.

### 올해 중순부터 붉은사막 가시화 기대

하반기 개발 완료 및 내년 상반기 출시 예정인 '붉은사막'은 사전 마케팅 준비에 들어갔다. **올해 중순부터는 B2B 대상으로 게임 시연 및 글로벌 게임쇼에서 인게임 영상 공개가 진행될 전망이다**. 당사는 실적발표에서 붉은사막은 출시 초기에는 싱글플레이 형태로 서비스되며, BM은 패키지 판매라 밝혔다. 추후에는 멀티플레이를 도입하면서 추가적인 BM을 도입할 예정이다. 다만 붉은사막에 개발 및 마케팅 역량을 집중하고 있는 만큼 '도깨비(DokeV)', 'PLAN8' 등 그외 신작의 출시 일정은 현재로서 불투명한 상황이다.

### 투자의견 HOLD 유지, 목표주가 48,000 원으로 상향

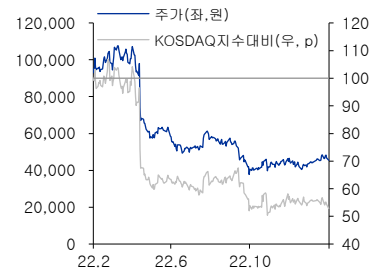
붉은사막에 대한 기대감은 여전히 높은 상황이나, 본격적인 출시 모멘텀이 발생되기 전까지 시간이 소요되는 점을 감안해 투자의견 HOLD를 유지한다. **목표주가는 붉은사막 실적이 반영되는 2024년 추정치에 타겟 PER(17배)를 적용해 48,000 원으로 상향한다.**

발행주식수 (천주)	64,236
52주 최고가 (원)	110,900
최저가 (원)	37,350
52주 일간 Beta	0.97
3개월 일평균거래대금 (억원)	130
외국인 지분율 (%)	14.7
배당수익률(2022F,%)	0.0

주구성 (%)	
김대일 (외 13인)	44.3
서용수 (외 1인)	5.2

	1M	6M	12M
주가상승률	+6.8%	-18.0%	-51.0%

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	48,000	41,000	▲
영업이익(22)	17	16	▲
영업이익(23)	21	4	▲



(단위: 십억원, %, %p)	4Q22P					1Q23E			2021		2022		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy	2021	예상치	yoy	예상치	yoy	
매출액	103	93	10.9	94	9.8	93	-10.2	1.3	404	386	-4.4	385	-0.4	
영업이익	4	3	23.7	5	-32.1	8	113.3	48.4	43	17	-61.6	21	28.0	
세전이익	-104	-0	적지	-0	적지	10	흑전	64.6	78	-52	적전	29	흑전	
지배순이익	-100	-0	적지	2	적전	8	흑전	41.8	59	-41	적전	23	흑전	
영업이익률	3.5	3.1	0.4	5.6	-2.1	8.3	4.8	2.6	10.6	4.3	-6.4	5.5	1.2	
순이익률	-97.2	-0.2	-97.0	4.3	-101.5	8.9	106.1	2.5	14.7	-10.7	-25.4	5.9	16.6	
EPS(원)	-6,059	-13	적지	118	적전	497	흑전	41.8	896	-640	적전	354	흑전	
BPS(원)	9,295	10,807	-14.0	9,977	-6.8	9,420	1.3	-5.8	10,857	9,295	-14.4	9,639	3.7	
ROE(%)	-65.2	-0.1	-65.1	1.2	-66.4	5.3	70.5	1.8	8.8	-6.2	-14.9	3.6	9.8	
PER(X)	na	na	-	393.4	-	93.6	-	-	154.3	na	-	124.3	-	
PBR(X)	5.0	4.3	-	4.7	-	4.9	-	-	12.7	5.0	-	4.8	-	

자료: 펄어비스, 유진투자증권  
주: EPS는 annualized 기준

### 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 필어비스 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	91.4	94.0	97.3	103.2	92.6	95.8	93.6	102.5	385.9	384.5
(%yoy)	-9.4%	6.2%	0.9%	-12.5%	1.3%	1.9%	-3.8%	-0.7%	-4.4%	-0.4%
게임사업	89.4	91.9	96.0	88.8	89.8	93.6	92.2	89.9	366.1	365.6
PC	62.6	66.2	73.9	68.4	64.6	68.5	69.9	69.1	271.1	272.1
모바일	21.5	19.3	15.4	14.2	19.7	19.2	16.2	15.1	70.3	70.2
콘솔	5.4	6.4	6.7	6.2	5.5	5.9	6.2	5.7	24.7	23.3
기타	2.0	2.1	1.3	14.4	2.8	2.2	1.3	12.6	19.8	18.9
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.6	85.0	87.5	90.5	100.4	369.4	363.3
(%yoy)	-1.8%	3.9%	-1.0%	7.9%	-1.5%	-10.9%	6.1%	0.8%	2.4%	-1.6%
인건비	43.7	50.6	40.9	42.9	42.5	43.2	45.1	46.7	178.1	177.5
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.9	19.8	20.6	21.2	20.7	78.5	82.2
마케팅비	8.2	10.8	9.4	12.7	8.2	9.0	9.0	17.0	41.0	43.2
D&A	6.1	6.2	6.9	6.5	6.5	6.0	6.7	7.0	25.7	26.2
기타	7.7	9.2	11.5	17.7	8.0	8.7	8.5	9.0	46.0	34.2
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.6	7.7	8.3	3.1	2.1	16.5	21.2
(%yoy)	-60.4%	적자지속	17.0%	-86.0%	48.4%	흑자전환	-74.5%	-40.5%	-61.6%	28.0%
OPM(%)	5.7%	-4.5%	12.3%	3.5%	8.3%	8.7%	3.3%	2.1%	4.3%	5.5%
영업외손익	1.2	19.9	18.0	-107.5	2.7	3.1	2.1	-0.3	-68.4	7.6
세전이익	6.3	15.7	29.9	-103.9	10.4	11.4	5.2	1.8	-51.9	28.8
당기순이익	5.8	32.0	21.3	-100.4	8.2	9.0	4.1	1.4	-41.2	22.7
(%yoy)	-71.9%	1028.1%	-20.4%	적자전환	41.9%	-71.9%	-80.9%	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	488.8	403.8	385.9	384.5	726.7
영업이익	157.3	43.0	16.5	21.2	201.1
세전이익	142.0	77.7	-51.9	28.8	250.5
지배순이익	100.9	59.4	-41.1	22.7	182.9
EPS(원)	7,717	924	-640	354	2,847
PER(배)	25.9	47.6	-68.7	124.3	15.5
OPM(%)	32.2%	10.6%	4.3%	5.5%	27.7%
NPM(%)	20.6%	14.7%	-10.7%	5.9%	25.2%

자료: 유진투자증권

도표 3. 필어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	2,847	2024년 EPS
적용 PER(배)	17.0	
목표주가(원)	48,000	기존 41,000 원 대비 17.1% 상향

자료: 유진투자증권

## 필어비스(263750.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	897	1,357	1,248	1,274	1,492
유동자산	482	722	589	593	754
현금성자산	410	316	186	187	305
매출채권	53	58	51	51	91
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	415	635	660	681	738
투자자산	49	195	203	211	220
유형자산	97	137	162	184	240
기타	270	302	294	286	279
<b>부채총계</b>	260	638	633	636	671
유동부채	182	274	267	268	301
매입채무	40	49	41	41	73
유동성이자부채	90	135	135	135	135
기타	52	90	91	92	92
비유동부채	79	363	366	368	370
비유동이자부채	33	304	304	304	304
기타	45	59	61	64	66
<b>자본총계</b>	637	719	616	638	821
자배자본	637	719	616	638	821
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	202	211	211	211	211
이익잉여금	490	549	508	531	714
기타	(62)	(48)	(111)	(111)	(111)
비자배자본	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	637	719	616	638	821
총차입금	123	440	440	440	440
순차입금	(287)	123	253	253	135

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	157	64	(70)	49	162
당기순이익	101	59	(41)	23	183
자산상각비	22	24	30	32	38
기타비현금성손익	52	(25)	(55)	(4)	(48)
운전자본증감	23	25	(4)	(3)	(10)
매출채권감소(증가)	18	1	6	0	(39)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	(8)	(0)	32
기타	5	25	(3)	(3)	(3)
<b>투자현금</b>	(70)	(238)	(63)	(52)	(47)
단기투자자산감소	(38)	(110)	(1)	9	35
장기투자증권감소	(3)	(56)	(15)	(13)	5
설비투자	27	47	45	45	85
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	(56)	211	0	0	0
차입금증가	(15)	210	0	0	0
자본증가	(41)	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
<b>현금 증감</b>	26	42	(133)	(3)	115
기초현금	(176)	(202)	244	111	108
기말현금	202	244	111	108	223
Gross Cash flow	179	63	(66)	51	173
Gross Investment	10	102	66	63	93
<b>Free Cash Flow</b>	169	(40)	(132)	(11)	79

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	489	404	386	385	727
증가율(%)	(8.8)	(17.4)	(4.4)	(0.4)	89.0
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	489	404	386	385	727
판매 및 일반관리비	331	361	369	363	526
기타영업손익	(14)	9	2	(2)	45
<b>영업이익</b>	157	43	17	21	201
증가율(%)	4.4	(72.7)	(61.6)	28.0	850.5
<b>EBITDA</b>	179	67	46	54	239
증가율(%)	6.7	(62.4)	(31.6)	16.2	346.7
<b>영업외손익</b>	(15)	40	(68)	8	49
이자수익	5	3	6	10	3
이자비용	3	4	9	13	4
자본법손익	0	0	(8)	(6)	12
기타영업손익	(17)	42	(57)	16	39
<b>세전순이익</b>	142	78	(52)	29	250
증가율(%)	(21.7)	(45.2)	적전	흑전	770.0
법인세비용	41	18	(11)	6	68
<b>당기순이익</b>	101	59	(41)	23	183
증가율(%)	(36.0)	(41.1)	적전	흑전	703.9
지배주주지분	101	59	(41)	23	183
증가율(%)	(36.0)	(41.1)	적전	흑전	703.9
비지배지분	0	0	(0)	0	0
<b>EPS(원)</b>	1,542	896	(640)	354	2,847
증가율(%)	(36.3)	(41.9)	적전	흑전	703.9
수정EPS(원)	1,542	896	(621)	343	2,760
증가율(%)	(36.3)	(41.9)	적전	흑전	703.9

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,542	896	(640)	354	2,847
BPS	48,694	10,857	9,295	9,639	12,399
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	33.8	154.3	n/a	124.3	15.5
PBR	1.1	12.7	5.0	4.8	3.8
EV/EBITDA	17.4	137.9	70.4	60.6	13.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	19.1	145.8	n/a	59.9	17.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	32.2	10.6	4.3	5.5	27.7
EBITDA이익율	36.7	16.7	11.9	13.9	32.9
순이익율	20.6	14.7	(10.7)	5.9	25.2
ROE	16.5	8.8	(6.2)	3.6	25.0
ROIC	32.0	6.5	1.7	2.4	19.8
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(45.0)	17.2	41.1	39.6	16.4
유동비율	265.2	263.2	220.3	221.2	250.7
이자보상배율	45.3	10.0	1.8	1.7	46.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5
매출채권회전율	8.0	7.3	7.1	7.5	10.3
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	11.3	9.1	8.5	9.3	12.8

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

