



BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(4/15): 107,200원

시가총액: 70,989억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/15)		924.44pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	141,000원	55,000원
등락률	-24.0%	94.9%
수익률	절대	상대
1M	13.4%	6.9%
6M	14.0%	22.2%
1Y	56.5%	74.3%

Company Data

발행주식수	66,222천주
일평균 거래량(3M)	581천주
외국인 지분율	13.1%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	14,230원
주요 주주	김대일 외 13인 42.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	488.8	403.8	667.5	1,080.6
영업이익	157.3	43.0	229.1	494.1
EBITDA	179.2	67.3	253.0	519.0
세전이익	142.0	77.7	267.3	534.8
순이익	100.9	59.4	202.6	397.6
지배주주지분순이익	100.9	59.4	202.6	397.6
EPS(원)	1,543	897	3,059	6,004
증감률(% YoY)	-36.3	-41.9	241.0	96.3
PER(배)	33.7	154.1	35.0	17.9
PBR(배)	5.35	12.74	7.53	5.22
EV/EBITDA(배)	17.3	132.9	26.6	12.3
영업이익률(%)	32.2	10.6	34.3	45.7
ROE(%)	16.5	8.8	24.4	34.5
순차입금비용(%)	-46.6	-28.8	-39.0	-53.2

Price Trend



기업 업데이트

펄어비스 (263750)

투자 여력을 좀더 남겨둘 때



동사는 4/26일 검은사막 모바일 중국 출시를 앞두고 있다. 동 게임에 대한 초기 일평균 매출액은 2Q22E 기준 2십억원을 추정치에 반영하고 있다. 다만 여러가지 변수를 고려할 경우 당사 추정치를 상회할 수 있는 분위기가 조성되고 있다. 만약 초기 성과가 부진해도 메타버스 플랫폼 가치를 보고 투자 비중을 늘려야 한다.

>>> 검은사막 모바일 중국 성과에 대한 기존 판단

당사가 검은사막 모바일 중국 일평균 매출을 2Q22E 2십억원으로 시장 기대치 대비 낮은 수준을 반영한 이유는 첫째 동 게임은 18년 한국을 필두로 출시된 게임으로 최근 게임이 아니라는 점, 둘째 최근 동 게임 글로벌 일평균 매출이 2억원 수준으로 하향 안정화가 많이 진행되었기에 중국의 높은 시장 잠재력을 감안해도 초기 2십억원 및 하향 안정화 수준은 초기의 절반인 1십억원 수준이 합리적일 것이라고 판단했기 때문이다.

>>> 검은사막 모바일 중국 성공에 대한 종합 판단

하지만 게임은 여러가지 제반 요소에 따라 그 성공 가능성이 변할 수 있기에 종합적인 판단이 필요하다. 당사 판단에 영향을 주는 추가 요소는 첫째 현지화 콘텐츠 추가로 게임성이 개선될 수 있는 점이며, 출시 직후 행자 등 중국인이 선호하는 캐릭터 추가 등으로 트래픽 유입 및 리텐션을 높일 수 있는 점이다. 둘째는 퍼블리셔인 텐센트의 다년간 게임 운영 능력 및 적극적 마케팅 활동을 기대하는 대목으로 적극적 마케팅 활동은 두가지 사안으로 가능해 볼 수 있다. 첫째는, 최근 중국 판호 발급을 기점으로 현지 규제가 일단락되는 모습이 보여지면서 게임사업에 대한 현지 업체의 공격적 마케팅 활동이 가능해지고, 둘째 텐센트가 넷이즈 대비 상대적으로 열위에 있는 MMORPG 장르에 대한 패권을 찾아오기 위해 뭉환서유를 뛰어넘을 수 있는 적극적 마케팅이 수반될 가능성이 클 것이다. 또한 중국 판호 발급 재개는 추가적으로 내수 부양에 대한 의지를 드러낸 것으로 현지 게임 스튜디오의 추가 도산을 막기 위해 초반에는 중소형 게임사에 대한 판호 발급이 집중 되겠지만, 이후 대형사에 대한 판호 및 외자 판호에 대한 결과물이 순차적으로 이어질 것으로 판단한다. 퍼블리셔 입장에서 그 동안 낮은 매출 성장성을 만회하기 위해서라도 현지 유저의 기대감이 높은 게임에 대한 적극적 판호 신청이 이루어질 것이기에 국내사의 최상위 기대작에 대한 판호 발급 기대감은 지속적으로 유효할 것으로 판단한다.

>>> 종합 판단 결과, 당사 추정치 상회 가능성 존재

상기 모든 변수를 감안시 동사가 예상하는 초기 성과를 넘어설 가능성이 좀더 클 것으로 판단한다. 다만 중국 초기 성과가 부진해도 투자자들은 동사에 대한 비중을 채우기를 권고한다. 이는 동사의 자체 엔진 기반 메타버스 플랫폼 가치 및 붉은사막과 도깨비 등 트리플 A급 신작에 대한 기대가 견고하기 때문이다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	100.9	88.5	96.4	118.0	91.8	122.0	121.5	332.2	403.8	667.5	1,080.6
게임부문	100.5	88.0	89.9	85.2	84.3	114.5	114.0	312.2	363.6	625.0	1,036.0
PC	53.2	57.0	55.8	56.7	55.5	58.0	55.9	138.1	222.7	307.6	474.8
콘솔	11.5	9.3	7.7	7.3	6.9	7.2	7.0	127.8	35.8	148.9	397.9
모바일	35.8	21.6	26.4	21.2	21.9	49.2	51.1	46.3	105.0	168.5	163.3
기타부문	0.3	0.6	6.5	32.8	7.5	7.5	7.5	20.0	40.2	42.5	44.6
영업비용	87.8	94.5	86.2	92.3	91.7	98.4	97.6	150.7	360.8	438.4	586.5
영업이익	13.1	-6.0	10.2	25.7	0.1	23.6	23.9	181.5	43.0	229.1	494.1
영업이익률(%)	13.0%	-6.8%	10.6%	21.8%	0.1%	19.3%	19.7%	54.6%	10.6%	34.3%	45.7%
영업외손익	11.5	9.5	22.8	-9.1	10.8	10.8	10.8	5.6	34.8	38.1	40.7
법인세차감전순이익	24.6	3.5	33.0	16.6	11.0	34.4	34.7	187.1	77.7	267.3	534.8
법인세차감전순이익률(%)	24.3%	4.0%	34.3%	14.1%	12.0%	28.2%	28.6%	56.3%	19.3%	40.0%	49.5%
법인세비용	3.9	0.7	6.2	7.5	2.7	8.3	8.4	45.3	18.4	64.7	137.2
법인세율(%)	15.9%	19.8%	18.8%	45.4%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	23.6%	24.2%	25.6%
당기순이익	20.7	2.8	26.8	9.1	8.3	26.1	26.3	141.8	59.4	202.6	397.6
당기순이익률(%)	20.5%	3.2%	27.8%	7.7%	9.1%	21.4%	21.7%	42.7%	14.7%	30.4%	36.8%
지배주주지분	20.7	2.8	26.8	9.1	8.3	26.1	26.3	141.8	59.4	202.6	397.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펠어비스, 키움증권

펠어비스 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	666.6	1,066.3	1,015.8	667.5	1,080.6	1,030.3	0.1%	1.3%	1.4%
영업이익	222.5	475.7	400.6	229.1	494.1	413.0	3.0%	3.9%	3.1%
영업이익률	33.4%	44.6%	39.4%	34.3%	45.7%	40.1%	1.0%	1.1%	0.7%
법인세차감전순이익	261.1	516.5	443.1	267.3	534.8	455.8	2.4%	3.5%	2.9%
당기순이익	199.2	384.4	331.2	202.6	397.6	340.4	1.7%	3.4%	2.8%
지배주주지분	199.2	384.4	331.2	202.6	397.6	340.4	1.7%	3.4%	2.8%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	95.6	131.9	120.1	319.0	91.8	122.0	121.5	332.2	-4.0%	-7.6%	1.2%	4.1%
영업이익	1.8	30.5	23.3	166.9	0.1	23.6	23.9	181.5	-92.3%	-22.6%	2.6%	8.7%
영업이익률	1.8%	23.1%	19.4%	52.3%	0.1%	19.3%	19.7%	54.6%	-1.7%	-3.8%	0.3%	2.3%
법인세차감전순이익	11.4	40.2	32.9	176.6	11.0	34.4	34.7	187.1	-3.9%	-14.2%	5.5%	6.0%
당기순이익	8.7	30.6	25.1	134.7	8.3	26.1	26.3	141.8	-4.5%	-14.8%	4.8%	5.3%
지배주주지분	8.7	30.6	25.1	134.7	8.3	26.1	26.3	141.8	-4.5%	-14.8%	4.8%	5.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	488.8	403.8	667.5	1,080.6	1,030.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	488.8	403.8	667.5	1,080.6	1,030.3
판매비	331.5	360.8	438.4	586.5	617.3
영업이익	157.3	43.0	229.1	494.1	413.0
EBITDA	179.2	67.3	253.0	519.0	438.4
영업외손익	-15.3	34.8	38.1	40.7	42.8
이자수익	4.8	2.6	3.2	4.6	5.9
이자비용	3.5	4.3	4.3	4.3	4.3
외환관련이익	15.3	21.3	20.3	21.3	22.4
외환관련손실	39.9	7.3	6.5	6.8	7.1
종속 및 관계기업손익	0.0	-2.6	-2.0	-1.5	-1.0
기타	8.0	25.1	27.4	27.4	26.9
법인세차감전이익	142.0	77.7	267.3	534.8	455.8
법인세비용	41.1	18.4	64.7	137.2	115.4
계속사업손익	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
당기순이익	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
지배주주순이익	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-8.8	-17.4	65.3	61.9	-4.7
영업이익 증감률	4.4	-72.7	432.8	115.7	-16.4
EBITDA 증감률	6.7	-62.4	275.9	105.1	-15.5
지배주주순이익의 증감률	-36.0	-41.1	241.1	96.2	-14.4
EPS 증감률	-36.3	-41.9	241.0	96.3	-14.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	32.2	10.6	34.3	45.7	40.1
EBITDA Margin(%)	36.7	16.7	37.9	48.0	42.6
지배주주순이익률(%)	20.6	14.7	30.4	36.8	33.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	157.4	64.4	164.5	360.1	331.1
당기순이익	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
비현금항목의 가감	77.7	3.4	43.6	115.3	92.3
유형자산감가상각비	13.1	15.2	14.5	16.3	17.5
무형자산감가상각비	8.8	9.2	9.3	8.6	7.9
지분법평가손익	0.0	-2.6	2.0	1.5	1.0
기타	55.8	-18.4	17.8	88.9	65.9
영업활동자산부채증감	22.5	25.4	-16.1	-16.0	12.1
매출채권및기타채권의감소	17.7	0.8	-25.6	-24.6	5.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	9.8	8.8	6.8
기타	4.8	24.6	-0.3	-0.2	0.3
기타현금흐름	-43.7	-23.8	-65.6	-136.8	-113.7
투자활동 현금흐름	-70.4	-237.7	-28.6	-28.6	-18.6
유형자산의 취득	-26.7	-47.4	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.9	-1.2	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-11.2	-147.9	-32.2	-32.2	-32.3
단기금융자산의감소(증가)	-22.9	-185.5	-100.8	-100.8	-90.7
기타	-7.8	144.2	144.4	144.4	144.4
재무활동 현금흐름	-55.7	211.0	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	-10.0	216.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-41.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.2	-5.1	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	-5.6	4.0	-71.3	-71.3	-71.3
현금 및 현금성자산의 순증가	25.8	41.7	59.6	255.2	236.1
기초현금 및 현금성자산	176.4	202.1	243.9	303.4	558.6
기말현금 및 현금성자산	202.1	243.9	303.4	558.6	794.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	481.8	721.7	911.9	1,296.7	1,622.3
현금 및 현금성자산	202.1	243.9	303.4	558.6	794.8
단기금융자산	217.5	403.0	503.8	604.5	695.2
매출채권 및 기타채권	52.7	57.8	83.4	108.1	103.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.5	17.0	21.3	25.5	29.3
비유동자산	415.4	634.9	681.7	728.1	774.6
투자자산	22.7	168.0	198.2	228.9	260.2
유형자산	96.8	137.4	142.9	146.6	149.1
무형자산	270.1	302.4	313.0	324.4	336.5
기타비유동자산	25.8	27.1	27.6	28.2	28.8
자산총계	897.2	1,356.6	1,593.7	2,024.9	2,396.9
유동부채	181.7	274.2	285.8	296.4	305.1
매입채무 및 기타채무	39.8	49.1	58.9	67.7	74.5
단기금융부채	89.8	135.3	135.3	135.3	135.3
기타유동부채	52.1	89.8	91.6	93.4	95.3
비유동부채	78.6	363.4	365.5	367.7	370.0
장기금융부채	33.2	304.2	304.2	304.2	304.2
기타비유동부채	45.4	59.2	61.3	63.5	65.8
부채총계	260.3	637.6	651.3	664.2	675.1
지배지분	636.9	719.0	942.3	1,360.7	1,721.8
자본금	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	202.3	211.3	211.3	211.3	211.3
기타자본	-52.7	-59.9	-59.9	-59.9	-59.9
기타포괄손익누계액	-9.3	11.5	32.2	53.0	73.7
이익잉여금	490.1	549.5	752.0	1,149.6	1,490.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	636.9	719.0	942.3	1,360.7	1,721.8
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,543	897	3,059	6,004	5,140
BPS	9,739	10,857	14,230	20,548	26,001
CFPS	2,733	949	3,718	7,745	6,533
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.7	154.1	35.0	17.9	20.9
PER(최고)	36.3	161.8	46.4		
PER(최저)	20.2	54.7	29.5		
PBR	5.35	12.74	7.53	5.22	4.12
PBR(최고)	5.75	13.37	9.96		
PBR(최저)	3.20	4.52	6.34		
PSR	6.96	22.66	10.64	6.57	6.89
PCFR	19.1	145.7	28.8	13.8	16.4
EV/EBITDA	17.3	132.9	26.6	12.3	13.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	11.4	5.3	13.7	22.0	15.4
ROE	16.5	8.8	24.4	34.5	22.1
ROIC	29.4	10.3	43.8	85.3	68.6
매출채권회전율	8.0	7.3	9.4	11.3	9.8
재고자산회전율					
부채비율	40.9	88.7	69.1	48.8	39.2
순차입금비율	-46.6	-28.8	-39.0	-53.2	-61.0
이자보상배율	45.3	10.0	53.1	114.4	95.6
총차입금	123.0	439.6	439.6	439.6	439.6
순차입금	-296.6	-207.3	-367.7	-723.6	-1,050.4
NOPLAT	179.2	67.3	253.0	519.0	438.4
FCF	121.8	38.3	141.5	336.3	306.0

Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 현재 '펄어비스(263750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

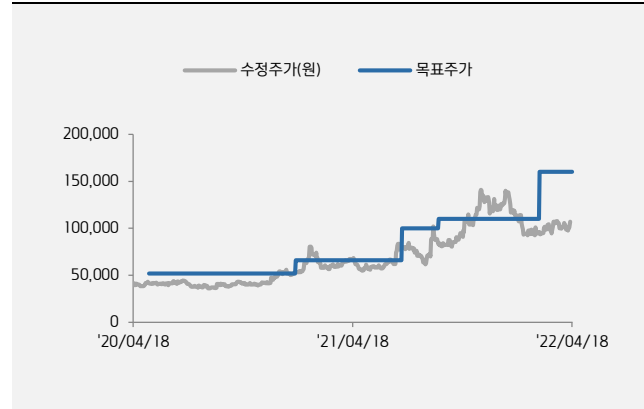
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스 (263750)	2020-05-14	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-22.67	-14.62
	2020-09-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-22.56	-14.62
	2021-01-13	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-5.16	26.36
	2021-07-09	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-22.75	2.00
	2021-09-08	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-2.11	28.18
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	160,000원	6개월	-36.84	-32.75
	2022-04-18	Buy(Maintain)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%