



BUY(Maintain)

목표주가: 120,000원(하향)

주가(5/13): 58,300원

시가총액: 38,607억원



인터넷/게임 Analyst 김진규

jingu.kim@kiwoom.com

RA 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/13)		853.08pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	141,000원	55,800원
등락률	-58.7%	4.5%
수익률	절대	상대
1M	-42.0%	-37.0%
6M	-51.4%	-42.5%
1Y	4.5%	17.9%

Company Data

발행주식수	66,222천주
일평균 거래량(3M)	914천주
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	13,642원
주요 주주	김대일 외 13인 42.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	488.8	403.8	592.1	1,017.9
영업이익	157.3	43.0	167.6	441.6
EBITDA	179.2	67.3	191.5	466.5
세전이익	142.0	77.7	179.0	458.2
순이익	100.9	59.4	136.7	342.1
지배주주지분순이익	100.9	59.4	136.7	342.1
EPS(원)	1,543	897	2,105	5,326
증감률(% YoY)	-36.3	-41.9	134.6	153.0
PER(배)	33.7	154.1	27.7	10.9
PBR(배)	5.35	12.74	4.27	3.02
EV/EBITDA(배)	17.3	132.9	18.5	7.0
영업이익률(%)	32.2	10.6	28.3	43.4
ROE(%)	16.5	8.8	17.1	32.3
순차입금비율(%)	-46.6	-28.8	-35.8	-49.3

Price Trend



펄어비스 (263750)

투자 관점의 차이



중국 검은사막 모바일은 현지 중국 유저들에게 새로운 게임성 재미를 제공하지 못하면서 유저 트래픽 및 매출 지속성이 어려울 것으로 총평되며, 이에 동 게임의 중국 매출 추정치 전체를 기존 추정치에서 배제한다. 다만 동사 자체 엔진 기반의 붉은사막, 도깨비 등 트리플 A급 신작 가치와 메타버스 플랫폼 기반의 광고사업 가치가 유효하므로 매수 관점을 지속 제시한다.

>>> 중국 검은사막 모바일 총평

당사는 검은사막 모바일이 최근 게임이 아니고, 글로벌 매출의 하향 안정화가 많이 진행되었기에 중국 초기 일평균 매출로 시장 기대치 대비 낮은 20억원을 산정해 적용했었다. 다만 콘텐츠 현지화와 퍼블리셔 마케팅 효과를 감안할 때 당사 추정치에 최소 부합하는 성과를 기대했다. 하지만 현재 성과는 이를 크게 하회하는 상황으로, 이는 동 게임이 출시된지 오래된 상황에서 중국 유저들도 이미 경험을 함으로써 새로운 재미를 선사하지 못한 점이 가장 부정적 영향을 미친 것으로 총평된다. 따라서 유저에 어필할 수 있는 새로운 게임성 여부가 게임 성패에 가장 큰 영향을 미치는 바, 향후 신작에 대한 평가시 이를 적극적 요인으로 보다 보수적이고 냉정하게 고려할 것이며 유저들에게 새로운 경험을 선사하지 못할 경우 매출 추정치를 반영하지 않을 것임을 약속한다. 또한 중국 검은사막 모바일 일평균 매출액은 현재 및 미래 성과가 유의미한 개선이 없을 것이라고 판단하기에 일평균 매출 추정치를 실적 추정치에서 전부 배제한다.

>>> 메인 투자포인트는 유효, 매수 관점 유지

당사가 동사에 대해 제시한 메인 투자포인트는 자체 엔진 기반의 붉은사막과 도깨비 등 트리플 A급 게임의 경쟁력 및 메타버스 플랫폼을 통한 중장기 광고 사업의 가치이며 해당 밸류는 훼손되지 않았음을 강조한다. 붉은사막은 올해말 출시를 목표로 개발 진행 중이며, 연내 추가 인게임 영상이 공개될 예정이다. 붉은사막이 더욱 새로운 게임성 공개를 통해 긍정적 유저 피드백을 유지 또는 확장시켜 갈 수 있다면 기업가치 증분으로 작용할 것이다. 당사는 추가 인게임 영상에 대한 유저 피드백을 기반으로 현재 추정치에 반영 중인 4Q22E 기준 초기 분기 패키지 판매량 300만장과 5년간 누적 판매량 1천만장에 상응하는 추정치 검증을 실시할 예정이며, 유저 기대치에 미치지 못할 경우 선제적으로 추정치 하향 및 밸류 조정을 진행할 것을 투자자들에게 약속한다.

>>> 추정치 하향 및 밸류에이션 조정으로 목표주가 하향

동사 검은사막 모바일 중국 추정치 배제 등 영향으로 동사 22E, 23E 지배주주 지분을 기존 대비 각각 32.5%, 14.0% 하향 조정하였다. 또한 최근 비우호적인 매크로 변수 및 글로벌 게임주 밸류에이션 하락 등을 감안해 동사 게임 사업의 적정 PER을 기존 25배에서 20배로 하향 조정해 목표주가를 기존 16만원에서 12만원으로 하향 조정한다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	100.9	88.5	96.4	118.0	91.4	91.0	88.9	320.7	403.8	592.1	1,017.9
게임부문	100.5	88.0	89.9	85.2	89.1	86.0	83.9	295.7	363.6	554.8	978.7
PC	53.2	57.0	55.8	56.7	62.4	59.4	57.9	143.6	222.7	323.3	491.8
콘솔	11.5	9.3	7.7	7.3	5.3	6.0	5.8	131.4	35.8	148.6	408.2
모바일	35.8	21.6	26.4	21.2	21.4	20.5	20.2	20.8	105.0	82.9	78.8
기타부문	0.3	0.6	6.5	32.8	2.3	5.0	5.0	25.0	40.2	37.3	39.2
영업비용	87.8	94.5	86.2	92.3	86.3	93.4	93.8	151.1	360.8	424.5	576.3
영업이익	13.1	-6.0	10.2	25.7	5.2	-2.3	-4.9	169.7	43.0	167.6	441.6
영업이익률(%)	13.0%	-6.8%	10.6%	21.8%	5.7%	-2.6%	-5.5%	52.9%	10.6%	28.3%	43.4%
영업외손익	11.5	9.5	22.8	-9.1	1.2	4.3	5.0	1.0	34.8	11.4	16.7
법인세차감전순이익	24.6	3.5	33.0	16.6	6.3	1.9	0.1	170.7	77.7	179.0	458.2
법인세차감전순이익률(%)	24.3%	4.0%	34.3%	14.1%	6.9%	2.1%	0.2%	53.2%	19.3%	30.2%	45.0%
법인세비용	3.9	0.7	6.2	7.5	0.5	0.5	0.0	41.3	18.4	42.3	116.1
법인세율(%)	15.9%	19.8%	18.8%	45.4%	8.4%	24.2%	24.2%	24.2%	23.6%	23.6%	25.3%
당기순이익	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	1.4	0.1	129.4	59.4	136.7	342.1
당기순이익률(%)	20.5%	3.2%	27.8%	7.7%	6.3%	1.6%	0.1%	40.3%	14.7%	23.1%	33.6%
지배주주지분	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	1.4	0.1	129.4	59.4	136.7	342.1
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	667.5	1,080.6	1,030.3	592.1	1,017.9	967.7	-11.3%	-5.8%	-6.1%
영업이익	229.1	494.1	413.0	167.6	441.6	363.3	-26.8%	-10.6%	-12.0%
영업이익률	34.3%	45.7%	40.1%	28.3%	43.4%	37.5%	-6.0%	-2.3%	-2.5%
법인세차감전순이익	267.3	534.8	455.8	179.0	458.2	383.2	-33.0%	-14.3%	-15.9%
당기순이익	202.6	397.6	340.4	136.7	342.1	287.7	-32.5%	-14.0%	-15.5%
지배주주지분	202.6	397.6	340.4	136.7	342.1	287.7	-32.5%	-14.0%	-15.5%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	91.8	122.0	121.5	332.2	91.4	91.0	88.9	320.7	-0.4%	-25.4%	-26.8%	-3.5%
영업이익	0.1	23.6	23.9	181.5	5.2	-2.3	-4.9	169.7	3683.1%	적전	적전	-6.5%
영업이익률	0.1%	19.3%	19.7%	54.6%	5.7%	-2.6%	-5.5%	52.9%	5.5%	-21.9%	-25.1%	-1.7%
법인세차감전순이익	11.0	34.4	34.7	187.1	6.3	1.9	0.1	170.7	-42.3%	-94.5%	-99.6%	-8.8%
당기순이익	8.3	26.1	26.3	141.8	5.8	1.4	0.1	129.4	-30.3%	-94.5%	-99.6%	-8.8%
지배주주지분	8.3	26.1	26.3	141.8	5.8	1.4	0.1	129.4	-30.3%	-94.5%	-99.6%	-8.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	488.8	403.8	592.1	1,017.9	967.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	488.8	403.8	592.1	1,017.9	967.7
판매비	331.5	360.8	424.5	576.3	604.4
영업이익	157.3	43.0	167.6	441.6	363.3
EBITDA	179.2	67.3	191.5	466.5	388.7
영업외손익	-15.3	34.8	11.4	16.7	19.9
이자수익	4.8	2.6	3.0	4.2	5.2
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	-4.9	-1.0	1.0
기타	8.0	25.1	3.8	3.3	2.7
법인세차감전이익	142.0	77.7	179.0	458.2	383.2
법인세비용	41.1	18.4	42.3	116.1	95.5
계속사업손익	100.9	59.4	136.7	342.1	287.7
당기순이익	100.9	59.4	136.7	342.1	287.7
지배주주순이익	100.9	59.4	136.7	342.1	287.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-8.8	-17.4	46.6	71.9	-4.9
영업이익 증감율	4.4	-72.7	289.8	163.5	-17.7
EBITDA 증감율	6.7	-62.4	184.5	143.6	-16.7
지배주주순이익 증감율	-36.0	-41.1	130.1	150.3	-15.9
EPS 증감율	-36.3	-41.9	134.6	153.0	-15.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	32.2	10.6	28.3	43.4	37.5
EBITDA Margin(%)	36.7	16.7	32.3	45.8	40.2
지배주주순이익률(%)	20.6	14.7	23.1	33.6	29.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	157.4	64.4	110.9	301.0	276.4
당기순이익	100.9	59.4	136.7	342.1	287.7
비현금항목의 가감	77.7	3.4	24.4	94.2	71.0
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	4.9	1.0	-1.0
기타	55.8	-18.4	-4.3	68.3	46.6
영업활동자산부채증감	22.5	25.4	-6.7	-19.2	12.1
매출채권및기타채권의감소	17.7	0.8	-16.2	-27.8	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	-43.5	-116.1	-94.4
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	-5.2	-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	-0.2	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	5.8	196.1	181.5
기초현금 및 현금성자산	176.4	202.1	243.9	249.7	445.8
기말현금 및 현금성자산	202.1	243.9	249.7	445.8	627.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	481.8	721.7	848.7	1,177.6	1,448.5
현금 및 현금성자산	202.1	243.9	249.7	445.8	627.2
단기금융자산	217.5	403.0	503.8	604.5	695.2
매출채권 및 기타채권	52.7	57.8	74.0	101.8	96.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.5	17.0	21.2	25.5	29.3
비유동자산	415.4	634.9	678.8	725.7	774.2
투자자산	22.7	168.0	195.3	226.5	259.8
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	1,527.6	1,903.3	2,222.7
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	876.3	1,239.1	1,547.6
자본금	6.5	6.6	6.4	6.4	6.4
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	686.2	1,028.3	1,316.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	636.9	719.0	876.3	1,239.1	1,547.6
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,543	897	2,105	5,326	4,479
BPS	9,739	10,857	13,642	19,291	24,093
CFPS	2,733	949	2,481	6,792	5,584
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.7	154.1	27.7	10.9	13.0
PER(최고)	36.3	161.8	67.4		
PER(최저)	20.2	54.7	27.2		
PBR	5.35	12.74	4.27	3.02	2.42
PBR(최고)	5.75	13.37	10.39		
PBR(최저)	3.20	4.52	4.19		
PSR	6.96	22.66	6.39	3.68	3.87
PCFR	19.1	145.7	23.5	8.6	10.4
EV/EBITDA	17.3	132.9	18.5	7.0	7.7
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	9.5	19.9	13.9
ROE	16.5	8.8	17.1	32.3	20.6
ROIC	29.4	10.3	32.7	78.0	61.5
매출채권회전율	8.0	7.3	9.0	11.6	9.7
재고자산회전율					
부채비율	40.9	88.7	74.3	53.6	43.6
순차입금비율	-46.6	-28.8	-35.8	-49.3	-57.0
이자보상배율	45.3	10.0	38.8	102.2	84.1
총차입금	123.0	439.6	439.6	439.6	439.6
순차입금	-296.6	-207.3	-313.9	-610.7	-882.9
NOPLAT	179.2	67.3	191.5	466.5	388.7
FCF	121.8	38.3	105.2	295.5	270.4

Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 현재 '펄어비스(263750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

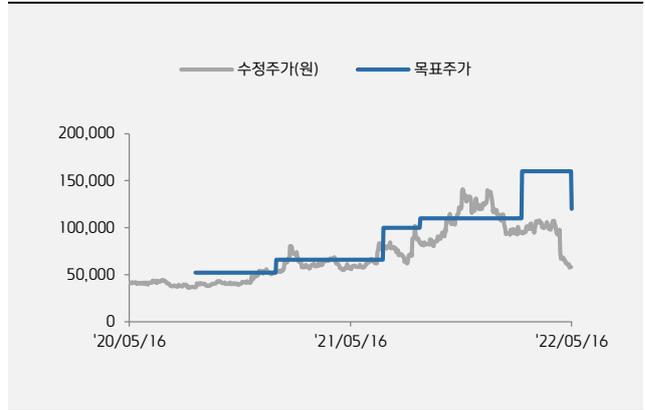
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견 변동 내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스 (263750)	2020-09-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-15.61	7.69
	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	-36.69	-32.75
	2022-04-18	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-37.12	-32.75
	2022-04-26	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-42.47	-32.75
	2022-05-16	Buy(Maintain)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

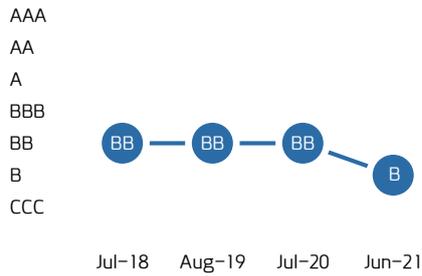
기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(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)

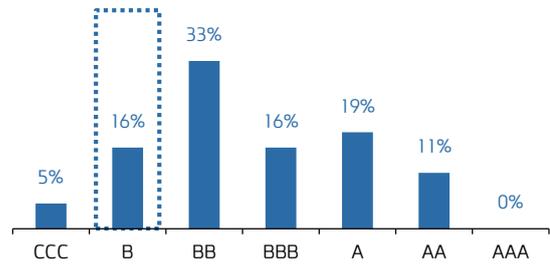
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	3.4	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	4.6	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	1.4	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.0	6.1	25.0%	
지배구조	1.5	3.9	44.0%	
기업 지배구조	2.9	4.8		
기업 활동	2.5	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 04월	주 52시간 초과 근무와 임금 미지급 등으로 노동관계법 위반에 따른 고용노동부 시정 지시

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	● ●	●	●	● ●	● ●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	N/A	◀▶
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
BILIBILI INC.	●	●	● ● ●	● ●	● ● ●	N/A	▲
CABLE ONE, INC.	● ●	● ● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶
PearlAbyss Corp.	●	●	● ● ● ●	●	●	B	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치