



BUY(Maintain)

목표주가: 86,000원(하향)

주가(8/11): 59,700원

시가총액: 38,349억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/11)		832.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	141,000원	49,250원
등락률	-57.7%	21.2%
수익률	절대	상대
1M	15.9%	6.9%
6M	-36.4%	-32.9%
1Y	-6.1%	17.4%

Company Data

발행주식수	64,236천주
일평균 거래량(3M)	373천주
외국인 지분율	13.6%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	12,317원
주요 주주	김대일 외 12인 44.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	488.8	403.8	384.8	646.6
영업이익	157.3	43.0	13.4	183.7
EBITDA	179.2	67.3	37.2	208.6
세전이익	142.0	77.7	40.2	204.6
순이익	100.9	59.4	51.6	155.1
지배주주지분순이익	100.9	59.4	51.6	155.1
EPS(원)	1,543	897	795	2,414
증감률(% YoY)	-36.3	-41.9	-11.4	203.7
PER(배)	33.7	154.1	75.1	24.7
PBR(배)	5.35	12.74	4.85	3.97
EV/EBITDA(배)	17.3	132.9	96.1	16.6
영업이익률(%)	32.2	10.6	3.5	28.4
ROE(%)	16.5	8.8	6.8	17.6
순차입금비율(%)	-46.6	-28.8	-32.4	-39.0

Price Trend



풀어비스 (263750)

게임 업종 Top pick 관점을 유지



주력 신작별 출시 지연을 반영해 동사 목표주가를 기존 10만원에서 8.6만원으로 하향 조정한다. 붉은사막과 도깨비 출시 시점은 각각 3Q23E와 3Q24E로 조정해 제시한다. 트리플 A급 신작 출시를 통한 성장성을 지속적으로 보여줄 수 있다는 점을 경쟁사 대비 차별적 우위로 제시하며, 이에 따라 동사에 대한 게임 업종내 Top Pick 관점을 유지한다.

>>> 주력 신작 출시 지연을 반영해 목표주가 하향

동사 목표주가를 기존 10만원에서 8.6만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가 산정은 23E 지배주주지분순이익 1,551억원에 목표 PER 30배와 연간 할인율 10%를 적용한 게임사업 가치 4.2조원과 메타버스 기반의 광고사업 수익가치 1.3조원을 합산한 결과치이다. 게임사업에 대한 목표 PER 30배 적용 논리는 23E, 24E 지배주주지분순이익 증가율이 각각 200%와 121%로 중기 성장성이 클 것으로 예상되기 때문이다. 당사는 붉은사막 출시 시기를 기존 4Q22E에서 3Q23E로, 도깨비 출시 시기를 기존 3Q23E에서 3Q24E로 각각 조정하였다. 23E, 24E 각각 대중적 기반의 트리플 A급 신작 출시를 통해 연간 성장성을 지속적으로 보여줄 수 있다는 점을 경쟁사 대비 차별적 우위로 제시하며, 이에 따라 동사에 대한 게임 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

>>> 붉은사막 인게임 영상 퀄리티가 트리거로 작용

붉은사막 인게임 영상 공개 시기는 올해 4분기 중후반대로 관측된다. 퀄리티 및 게임성 차별화 관점에서 글로벌 유저들에게 긍정적인 피드백을 확보할 경우 기업가치 업사이드 트리거로 작용할 것으로 판단한다. 당사는 과거 붉은사막과 도깨비 인게임 영상 공개 직후에 글로벌 유저들에게 매우 긍정적인 피드백을 확보하면서 기업가치 레벨업을 시현하였고 동 과정에서 자체 엔진의 경쟁력을 높여왔다. 따라서 당사는 추가 영상 퀄리티에 대한 긍정적인 견해를 제시하며, 해당 판단이 실질과 부합할 경우 도깨비와 자체 엔진 솔루션 기반의 메타버스 사업 기대감도 자연스럽게 증가할 것으로 전망한다.

>>> 메타버스 사업 경쟁력은 서비스 완성도를 전제

국내에서 수많은 회사들이 메타버스 사업 경쟁력을 어필하나, 상당수 회사들이 메타 휴먼 중심의 제한적인 결과치에 집중하는 경향이 다분하다. 이는 글로벌 빅테크들이 적극적 투자를 통해 서비스 완성도를 높여 올해 하반기부터 결과를 보여줄 것으로 기대되는 흐름과도 대비된다. 메타버스 사업 경쟁력은 서비스 본연의 완성도를 전제로 하는데, 당사는 1차적으로 도깨비 등 메타버스 게임 출시를 통해 그 접점을 찾아가갈 것이며 장기적으로 자체 엔진 기반의 솔루션을 활용해 다양한 파트너사와 제휴 및 이를 기반으로 한 메타버스 플랫폼 구축이 가능할 것으로 기대하며, 해당 트래픽 기반으로 중장기 광고사업 가치를 높여 갈 것으로 전망한다.

펠어비스 광고사업 장기 수익가치 분석

(십억원)	22E	23E	24E	25E	26E
광고 매출액			81	167	256
국내 총 광고시장	15,284	15,819	16,294	16,701	17,035
국내 디지털 광고시장	8,522	9,498	10,395	11,170	11,778
점유율(%)					
국내 광고시장 대비			0.5%	1.0%	1.5%
국내 디지털 광고시장 대비			0.8%	1.5%	2.2%
영업이익			33	67	102
영업이익률(%)			40%	40%	40%
세후 영업이익			25	51	77
마진율(%)			30%	30%	30%
CAGR(25E-26E)					77%
Potential PER(x)					25
22E Fair Value					1,323

주: 연간 할인율 10% 적용, 광고사업 영업이익률 40% 가정

자료: 제일기획, 키움증권

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	100.9	88.5	96.4	118.0	91.4	94.0	89.8	109.6	403.8	384.8	646.6
게임부문	100.5	88.0	89.9	85.2	89.1	91.9	87.3	84.6	363.6	352.9	613.0
PC	53.2	57.0	55.8	56.7	62.4	66.2	62.9	60.9	222.7	252.3	352.2
콘솔	11.5	9.3	7.7	7.3	5.3	6.4	6.0	5.8	35.8	23.6	189.6
모바일	35.8	21.6	26.4	21.2	21.4	19.3	18.4	17.9	105.0	77.0	71.2
기타부문	0.3	0.6	6.5	32.8	2.3	2.1	2.5	25.0	40.2	32.0	33.6
영업비용	87.8	94.5	86.2	92.3	86.3	98.2	91.4	95.6	360.8	371.4	462.8
영업이익	13.1	-6.0	10.2	25.7	5.2	-4.2	-1.6	14.0	43.0	13.4	183.7
영업이익률(%)	13.0%	-6.8%	10.6%	21.8%	5.7%	-4.5%	-1.7%	12.8%	10.6%	3.5%	28.4%
영업외손익	11.5	9.5	22.8	-9.1	1.2	19.9	5.3	0.5	34.8	26.8	20.9
법인세차감전순이익	24.6	3.5	33.0	16.6	6.3	15.7	3.7	14.5	77.7	40.2	204.6
법인세차감전순이익률(%)	24.3%	4.0%	34.3%	14.1%	6.9%	16.7%	4.1%	13.2%	19.3%	10.5%	31.6%
법인세비용	3.9	0.7	6.2	7.5	0.5	-16.3	0.9	3.5	18.4	-11.4	49.5
법인세율(%)	15.9%	19.8%	18.8%	45.4%	8.4%	-104.0%	24.2%	24.2%	23.6%	-28.3%	24.2%
당기순이익	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	32.0	2.8	11.0	59.4	51.6	155.1
당기순이익률(%)	20.5%	3.2%	27.8%	7.7%	6.3%	34.1%	3.1%	10.0%	14.7%	13.4%	24.0%
지배주주지분	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	32.0	2.8	11.0	59.4	51.6	155.1
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	592.1	1,017.9	967.7	384.8	646.6	1,011.0	-35.0%	-36.5%	4.5%
영업이익	167.6	441.6	363.3	13.4	183.7	433.4	-92.0%	-58.4%	19.3%
영업이익률	28.3%	43.4%	37.5%	3.5%	28.4%	42.9%	-24.8%	-15.0%	5.3%
법인세차감전순이익	179.0	458.2	383.2	40.2	204.6	458.5	-77.5%	-55.3%	19.7%
당기순이익	136.7	342.1	287.7	51.6	155.1	342.3	-62.2%	-54.7%	19.0%
지배주주지분	136.7	342.1	287.7	51.6	155.1	342.3	-62.2%	-54.7%	19.0%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	91.0	88.9	320.7	146.0	94.0	89.8	109.6	89.1	3.3%	1.0%	-65.8%	-38.9%
영업이익	-2.3	-4.9	169.7	32.6	-4.2	-1.6	14.0	-6.9	적합	적축	-91.7%	적전
영업이익률	-2.6%	-5.5%	52.9%	22.3%	-4.5%	-1.7%	12.8%	-7.8%	-1.9%	3.7%	-40.1%	-30.1%
법인세차감전순이익	1.9	0.1	170.7	37.8	15.7	3.7	14.5	-0.7	726.4%	2515.0%	-91.5%	적전
당기순이익	1.4	0.1	129.4	28.2	32.0	2.8	11.0	-0.5	2123.8%	2515.0%	-91.5%	적전
지배주주지분	1.4	0.1	129.4	28.2	32.0	2.8	11.0	-0.5	2123.8%	2515.0%	-91.5%	적전

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	488.8	403.8	384.8	646.6	1,011.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	488.8	403.8	384.8	646.6	1,011.0
판매비	331.5	360.8	371.4	462.8	577.6
영업이익	157.3	43.0	13.4	183.7	433.4
EBITDA	179.2	67.3	37.2	208.6	458.8
영업외손익	-15.3	34.8	26.8	20.9	25.1
이자수익	4.8	2.6	2.8	3.2	4.4
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	-6.4	-1.0	1.0
기타	8.0	25.1	20.9	8.5	8.7
법인세차감전이익	142.0	77.7	40.2	204.6	458.5
법인세비용	41.1	18.4	-11.4	49.5	116.2
계속사업손익	100.9	59.4	51.6	155.1	342.3
당기순이익	100.9	59.4	51.6	155.1	342.3
지배주주순이익	100.9	59.4	51.6	155.1	342.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-8.8	-17.4	-4.7	68.0	56.4
영업이익 증감율	4.4	-72.7	-68.8	1,270.9	135.9
EBITDA 증감율	6.7	-62.4	-44.7	460.8	119.9
지배주주순이익 증감율	-36.0	-41.1	-13.1	200.6	120.7
EPS 증감율	-36.3	-41.9	-11.4	203.7	120.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	32.2	10.6	3.5	28.4	42.9
EBITDA Margin(%)	36.7	16.7	9.7	32.3	45.4
지배주주순이익률(%)	20.6	14.7	13.4	24.0	33.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	157.4	64.4	53.2	125.2	289.6
당기순이익	100.9	59.4	51.6	155.1	342.3
비현금항목의 가감	77.7	3.4	-27.6	28.5	92.6
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	6.4	1.0	-1.0
기타	55.8	-18.4	-57.8	2.6	68.2
영업활동자산부채증감	22.5	25.4	19.2	-8.0	-29.3
매출채권및기타채권의감소	17.7	0.8	9.7	-16.6	-36.4
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	10.0	-50.4	-116.0
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	-51.8	20.3	194.6
기초현금 및 현금성자산	176.4	202.1	243.9	192.0	212.3
기말현금 및 현금성자산	202.1	243.9	192.0	212.3	406.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	481.8	721.7	765.2	907.0	1,232.5
현금 및 현금성자산	202.1	243.9	192.0	212.3	406.9
단기금융자산	217.5	403.0	503.8	604.5	695.2
매출채권 및 기타채권	52.7	57.8	48.1	64.7	101.1
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	677.3	724.2	772.6
투자자산	22.7	168.0	193.8	225.0	258.3
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	28.7
자산총계	897.2	1,356.6	1,442.5	1,631.2	2,005.2
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	791.2	967.0	1,330.1
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	601.1	756.2	1,098.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	636.9	719.0	791.2	967.0	1,330.1
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,543	897	795	2,414	5,329
BPS	9,739	10,857	12,317	15,054	20,706
CFPS	2,733	949	370	2,858	6,770
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.7	154.1	75.1	24.7	11.2
PER(최고)	36.3	161.8	178.4		
PER(최저)	20.2	54.7	60.0		
PBR	5.35	12.74	4.85	3.97	2.88
PBR(최고)	5.75	13.37	11.51		
PBR(최저)	3.20	4.52	3.87		
PSR	6.96	22.66	10.08	5.93	3.79
PCFR	19.1	145.7	161.2	20.9	8.8
EV/EBITDA	17.3	132.9	96.1	16.6	6.9
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	3.7	10.1	18.8
ROE	16.5	8.8	6.8	17.6	29.8
ROIC	29.4	10.3	3.6	35.6	75.8
매출채권회전율	8.0	7.3	7.3	11.5	12.2
재고자산회전율					
부채비율	40.9	88.7	82.3	68.7	50.8
순차입금비율	-46.6	-28.8	-32.4	-39.0	-49.8
이자보상배율	45.3	10.0	3.1	42.5	100.3
총차입금	123.0	439.6	439.6	439.6	439.6
순차입금	-296.6	-207.3	-256.2	-377.2	-662.5
NOPLAT	179.2	67.3	37.2	208.6	458.8
FCF	121.8	38.3	16.5	116.3	279.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 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

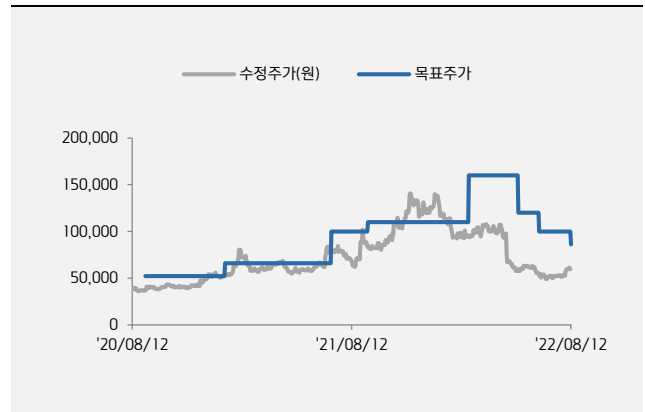
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-49.68	-47.17
	2022-06-20	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-46.53	-38.70
	2022-08-12	Buy(Maintain)	86,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

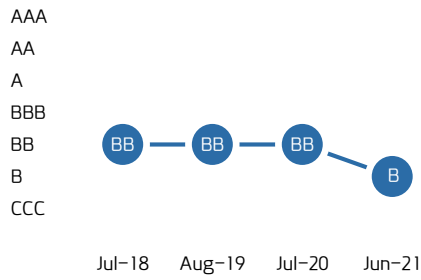
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

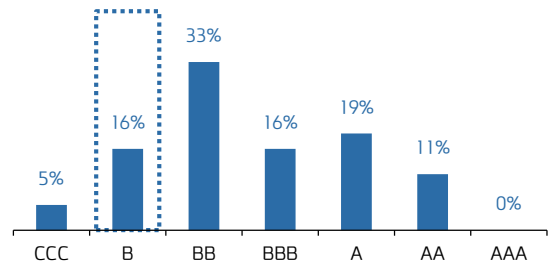
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

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