



BUY(Maintain)

목표주가: 80,000원
주가(8/10): 56,500원
시가총액: 36,300억원



인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/10)		911.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	60,600원	37,750원
등락률	-6.8%	49.7%
수익률	절대	상대
1M	13.9%	7.5%
6M	20.9%	2.4%
1Y	-0.5%	-9.2%

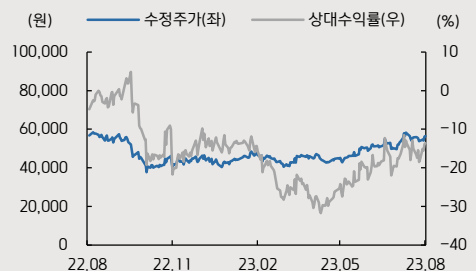
Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	369천주
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	11,444원
주요 주주	김대일 외 13인 44.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	403.8	385.7	369.8	734.3
영업이익	43.0	16.4	-1.4	241.9
EBITDA	67.3	42.1	25.6	270.0
세전이익	77.7	-55.8	24.8	298.3
순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1
EPS(원)	897	-662	271	3,520
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	1,201.1
PER(배)	154.1	-63.4	208.9	16.1
PBR(배)	12.74	3.85	4.94	3.70
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	134.5	12.1
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	32.9
ROE(%)	8.8	-6.1	2.4	26.4
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-25.7	-37.4

Price Trend



펄어비스 (263750)

붉은사막을 차분히 기대



동사 목표주가 8만원을 유지하고 게임 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 차세대 블랙 스페이스 엔진으로 개발 중인 붉은사막은 싱글플레이 기반으로 회사가 구현하고자 하는 최상단 퀄리티까지 큰 제약없이 개발 중일 것으로 관측된다. 당사는 3분기 검은사막 온라인의 글로벌 매출 증가폭을 251억원으로 추정치에 반영했고 이는 사측이 밝힌 트래픽 증가 수준 이내 준수한 추정치로 정의할 수 있다.

>>> 붉은사막의 퀄리티를 기대

동사 목표주가를 8만원으로 유지하고 게임 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 목표주가는 동사 메인 신작인 붉은사막 출시 효과가 반영될 24E 지배주주지분 2,261억원에 타겟 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 동사는 이번 8월 게임스컴에서 붉은사막 인게임 영상 공개를 밝혔으며, 매니지먼트의 자신감과 퀄리티에 대한 의지가 컨퍼런스 콜을 통해 간접적으로 확인되었으며, 당사는 9년차 검은사막이 보여준 높은 게임 퀄리티와 해당 게임이 검은사막 엔진을 활용한 점, 그리고 대규모 인원이 동시 플레이를 진행하는 MMORPG 특성상 개발진이 원하는 그래픽 퀄리티까지 무조건적인 업그레이드에는 한계가 존재한다는 점을 등을 종합적으로 고려할 때, 차세대 블랙 스페이스 엔진으로 개발 중인 붉은사막은 싱글플레이 기반으로 회사가 구현하고자 하는 최상단 퀄리티까지 큰 제약없이 높은 자유도로 개발 중일 것으로 관측되며, 20년 영상 공개 이후 2년 8개월이 지난 시점에서 그 동안 축적해 온 최고 개발자 중심의 장인 정신과 의지치를 모두 발현할 인게임 영상을 기대해 볼 수 있다고 총평할 수 있다. 이에 현시점은 동사에 대한 투자비중을 견고히 가져갈 필요성이 존재하며, 영상 공개 직전 이벤트에 대한 변수로 전술적인 포트폴리오 비중 조정은 염두할 수 있으나 투자자 관점에서 무게감 있는 투자 비중은 지속적으로 가져가는 것이 합리적인 구간일 것으로 제시한다.

>>> 검은사막의 업사이드 지속

동사가 밝힌 검은사막의 트래픽과 매출 관련 증가 수준과 관련 유저 지표 등을 종합적으로 고려할 때 당사는 3분기 검은사막 온라인의 글로벌 매출 증가폭을 251억원으로 추정치에 반영했으며, 이는 전분기대비 59.6% 증가한 수준으로, 사측이 밝힌 트래픽 증가 수준 이내 준수한 추정치로 정의할 수 있다. 3분기는 이와 함께 검은사막 콘솔의 아침의 나라 업데이트와 검은사막 모바일의 후속 콘텐츠 업데이트 등이 추가되면서 전 플랫폼에서 전분기대비 매출 증가가 전망되며, 이에 따라 동사 3분기 매출과 영업이익은 각각 1,045억원과 115억원을 기록하면서 실적 안정성을 확보할 것으로 전망된다. 검은사막은 주 업데이트와 유저 인터랙션 중심의 소통 및 주요 스트리머에 대한 케어 등을 통해 게임의 색채와 방향성이 변화하고 있는 바, 글로벌 대표 MMORPG로 지속적 입지를 다져갈 것으로 전망되며 이에 붉은사막 출시 이후에도 레벨업된 매출 안정성을 확보해 갈 수 있다는 점을 부연 제시한다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	91.4	94.0	97.3	103.2	85.8	78.4	104.5	101.2	386.0	369.8	734.3
게임부문	89.1	91.9	96.0	88.5	84.4	76.7	102.8	93.5	365.5	357.4	721.2
PC	62.4	66.2	73.9	68.1	62.5	60.6	83.9	75.7	270.6	282.7	442.8
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	3.8	5.0	4.6	24.7	18.6	225.0
모바일	21.4	19.3	15.4	14.2	16.9	12.3	13.8	13.1	70.2	56.1	53.5
기타부문	2.3	2.1	1.3	14.7	1.4	1.7	1.7	7.7	20.5	12.5	13.1
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.6	84.7	92.5	93.0	101.1	369.4	371.2	492.4
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.6	1.1	-14.1	11.5	0.2	16.6	-1.4	241.9
영업이익률(%)	5.7%	-4.5%	12.3%	3.5%	1.3%	-18.0%	11.0%	0.2%	4.3%	-0.4%	32.9%
영업외손익	1.2	19.9	18.0	-107.5	12.5	9.0	14.0	-9.3	-68.4	26.2	56.4
법인세차감전순이익	6.3	15.7	29.9	-103.8	13.6	-5.1	25.5	-9.1	-51.9	24.8	298.3
법인세차감전순이익률(%)	6.9%	16.7%	30.8%	-100.6%	15.8%	-6.6%	24.4%	-9.0%	-13.4%	6.7%	40.6%
법인세비용	0.5	-16.3	8.6	-3.5	4.2	-0.7	6.2	-2.2	-10.7	7.4	72.2
법인세율(%)	8.4%	-104.0%	28.7%	3.4%	30.8%	13.9%	24.2%	24.2%	20.7%	30.0%	24.2%
당기순이익	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	226.1
당기순이익률(%)	6.3%	34.1%	21.9%	-97.1%	11.0%	-5.7%	18.5%	-6.8%	-10.7%	4.7%	30.8%
지배주주지분	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	226.1
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)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	385.4	729.0	834.4	369.8	734.3	840.8	-4.0%	0.7%	0.8%
영업이익	8.8	235.3	286.6	-1.4	241.9	293.1	적전	2.8%	2.3%
영업이익률	2.3%	32.3%	34.3%	-0.4%	32.9%	34.9%	-2.7%	0.7%	0.5%
법인세차감전순이익	45.5	296.6	351.0	24.8	298.3	357.8	-45.5%	0.6%	1.9%
당기순이익	33.6	224.8	264.4	17.4	226.1	269.3	-48.3%	0.6%	1.8%
지배주주지분	33.6	224.8	264.4	17.4	226.1	269.3	-48.3%	0.6%	1.8%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E
매출액	85.0	107.9	106.7	93.3	78.4	104.5	101.2	98.8	-7.8%	-3.1%	-5.2%	6.0%
영업이익	-9.2	13.7	3.1	-8.5	-14.1	11.5	0.2	-3.6	적합	-16.6%	-94.4%	적합
영업이익률	-10.8%	12.7%	2.9%	-9.1%	-18.0%	11.0%	0.2%	-3.6%	-7.2%	-1.8%	-2.8%	5.4%
법인세차감전순이익	5.3	30.0	-3.4	9.4	-5.1	25.5	-9.1	13.1	적전	-15.1%	적합	38.9%
당기순이익	4.0	22.7	-2.5	7.2	-4.4	19.3	-6.9	9.9	적전	-15.1%	적합	38.9%
지배주주지분	4.0	22.7	-2.5	7.2	-4.4	19.3	-6.9	9.9	적전	-15.1%	적합	38.9%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	403.8	385.7	369.8	734.3	840.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	403.8	385.7	369.8	734.3	840.8
판매비	360.8	369.3	371.2	492.4	547.7
영업이익	43.0	16.4	-1.4	241.9	293.1
EBITDA	67.3	42.1	25.6	270.0	322.1
영업외손익	34.8	-72.2	26.2	56.4	64.6
이자수익	2.6	6.2	6.5	8.8	12.0
이자비용	4.3	9.3	9.3	9.3	9.3
외환관련이익	21.3	38.1	35.8	37.6	39.5
외환관련손실	7.3	26.2	7.1	7.4	7.8
종속 및 관계기업손익	-2.6	-8.0	1.3	9.9	9.4
기타	25.1	-73.0	-1.0	16.8	20.8
법인세차감전이익	77.7	-55.8	24.8	298.3	357.8
법인세비용	18.4	-12.8	7.4	72.2	88.5
계속사업손익	59.4	-43.0	17.4	226.1	269.3
당기순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1	269.3
지배주주순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1	269.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-17.4	-4.5	-4.1	98.6	14.5
영업이익 증감율	-72.7	-61.9	-108.5	-17,378.6	21.2
EBITDA 증감율	-62.4	-37.4	-39.2	954.7	19.3
지배주주순이익 증감율	-41.1	-172.4	-140.5	1,199.4	19.1
EPS 증감율	-41.9	적전	흑전	1,201.1	19.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	32.9	34.9
EBITDA Margin(%)	16.7	10.9	6.9	36.8	38.3
지배주주순이익률(%)	14.7	-11.1	4.7	30.8	32.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	64.4	47.6	24.4	174.7	254.0
당기순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1	269.3
비현금항목의 가감	3.4	118.4	10.8	65.8	80.4
유형자산감가상각비	15.2	16.1	17.1	17.9	18.7
무형자산감가상각비	9.2	9.5	9.9	10.1	10.3
지분법평가손익	-2.6	-22.7	-1.3	-9.9	-9.4
기타	-18.4	115.5	-14.9	47.7	60.8
영업활동자산부채증감	25.4	-15.1	5.7	-45.1	-10.5
매출채권및기타채권의감소	0.8	4.6	2.1	-48.8	-14.3
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.9	1.0	1.0
기타	24.6	-19.7	2.7	2.7	2.8
기타현금흐름	-23.8	-12.7	-9.5	-72.1	-85.2
투자활동 현금흐름	-237.7	-108.0	-45.9	-46.0	-46.2
유형자산의 취득	-47.4	-93.9	-25.0	-25.0	-25.0
유형자산의 처분	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	11.8	-12.5	-12.5	-12.5
투자자산의감소(증가)	-147.9	-19.0	-1.7	-1.8	-1.8
단기금융자산의감소(증가)	-185.5	71.7	-6.6	-6.8	-6.9
기타	144.2	-79.2	-0.1	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	211.0	-22.6	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	216.1	-17.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.1	-5.2	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	4.0	-1.3	47.1	47.0	47.0
현금 및 현금성자산의 순증가	41.7	-84.3	20.6	170.7	249.8
기초현금 및 현금성자산	202.1	243.9	159.6	180.1	350.9
기말현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	350.9	600.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	721.7	556.5	581.8	808.4	1,079.6
현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	350.9	600.6
단기금융자산	403.0	331.3	337.9	344.7	351.6
매출채권 및 기타채권	57.8	51.6	49.5	98.3	112.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	17.0	14.0	14.3	14.5	14.8
비유동자산	634.9	666.1	680.6	702.7	723.4
투자자산	168.0	179.1	182.2	193.8	205.0
유형자산	137.4	209.8	217.7	224.8	231.1
무형자산	302.4	231.3	233.9	236.3	238.5
기타비유동자산	27.1	45.9	46.8	47.8	48.8
자산총계	1,356.6	1,222.6	1,262.4	1,511.1	1,803.0
유동부채	274.2	236.2	239.1	242.0	244.9
매입채무 및 기타채무	49.1	46.9	47.8	48.8	49.8
단기금융부채	135.3	93.7	93.7	93.7	93.7
기타유동부채	89.8	95.6	97.6	99.5	101.4
비유동부채	363.4	287.0	288.1	289.1	290.2
장기금융부채	304.2	235.3	235.3	235.3	235.3
기타비유동부채	59.2	51.7	52.8	53.8	54.9
부채총계	637.6	523.3	527.1	531.1	535.1
지배지분	719.0	699.3	735.3	980.0	1,267.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	211.3	215.8	215.8	215.8	215.8
기타지분	-59.9	-35.2	-35.2	-35.2	-35.2
기타포괄손익누계액	11.5	29.6	48.1	66.7	85.3
이익잉여금	549.5	482.5	499.9	726.0	995.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	719.0	699.3	735.3	980.0	1,267.9
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	897	-662	271	3,520	4,191
BPS	10,857	10,887	11,444	15,253	19,734
CFPS	949	1,160	439	4,545	5,442
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	154.1	-63.4	208.9	16.1	13.5
PER(최고)	161.8	-214.2	218.8		
PER(최저)	54.7	-56.4	146.2		
PBR	12.74	3.85	4.94	3.70	2.86
PBR(최고)	13.37	13.03	5.17		
PBR(최저)	4.52	3.43	3.46		
PSR	22.66	7.06	9.81	4.94	4.32
PCFR	145.7	36.1	128.6	12.4	10.4
EV/EBITDA	132.9	60.2	134.5	12.1	9.3
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	5.3	-3.3	1.4	16.3	16.3
ROE	8.8	-6.1	2.4	26.4	24.0
ROIC	10.3	1.5	-0.3	45.5	50.0
매출채권회전율	7.3	7.0	7.3	9.9	8.0
재고자산회전율					
부채비율	88.7	74.8	71.7	54.2	42.2
순차입금비율	-28.8	-23.1	-25.7	-37.4	-49.2
이자보상배율	10.0	1.8	-0.1	26.1	31.6
총차입금	439.6	329.0	329.0	329.0	329.0
순차입금	-207.3	-161.8	-189.0	-366.5	-623.2
NOPLAT	67.3	42.1	25.6	270.0	322.1
FCF	38.3	-65.5	-5.8	128.7	201.5

Compliance Notice

- 당사는 8월 10일 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

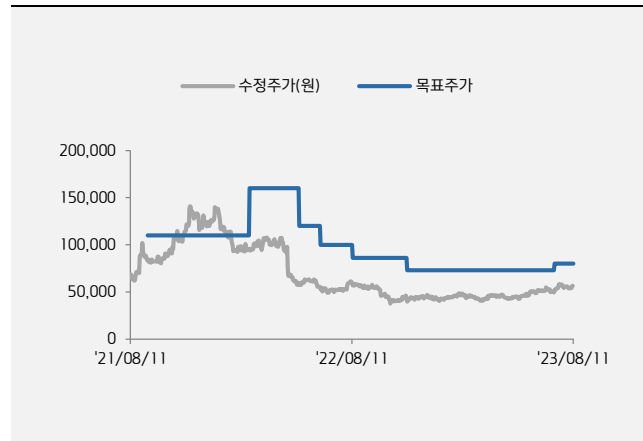
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스	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
(263750)	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	-36.91	-32.09
	2022-10-05	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-42.45	-32.09
	2022-11-10	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-40.96	-38.63
	2022-12-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-39.37	-33.56
	2023-06-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-30.11	-24.66
	2023-07-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.96	-27.25
	2023-08-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

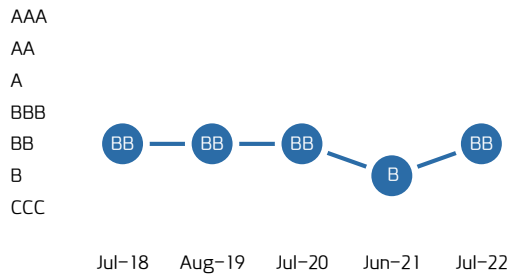
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

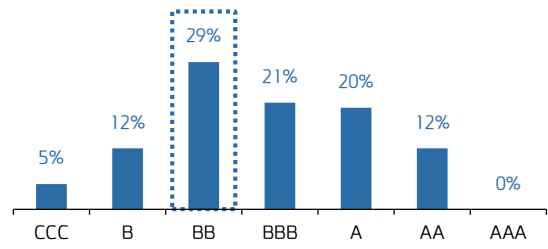
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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	4.4	4.7		
환경	8.0	8.1	5.0%	▲1.3
탄소 배출	8.0	8.2	5.0%	▲1.3
사회	5.7	4.6	51.0%	
인력 자원 개발	3.6	3.4	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	7.9	5.7	25.0%	
지배구조	2.5	4.5	44.0%	
기업 지배구조	2.8	5.3		
기업 활동	5.3	5.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

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
Nintendo Co., Ltd.	●●●●	●●●●	●●●●●	●●	●●●●	AA	▲
THE WALT DISNEY COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●●●●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	●●●●	●●●●	●●	●●●●	●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
PearlAbyss Corp.	●●	●●●●	●●●●●	●	●●	BB	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●●● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치