



BUY(Maintain)

목표주가: 93,000원
주가(8/25): 44,950원
시가총액: 28,879억원



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

Stock Data

KOSDAQ (8/25)		899.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,200원	37,750원
등락률	-22.8%	19.1%
수익률	절대	상대
1M	-18.7%	-15.0%
6M	-0.1%	-13.5%
1Y	-16.9%	-28.0%

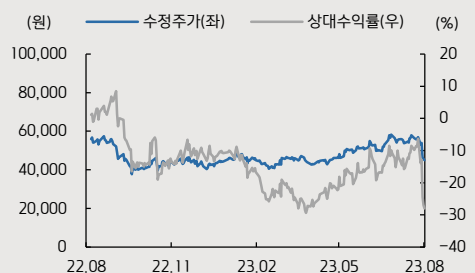
Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	412천주
외국인 지분율	13.4%
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	799.9
영업이익	43.0	16.4	-1.4	293.1
EBITDA	67.3	42.1	25.6	321.1
세전이익	77.7	-55.8	24.8	349.5
순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3
EPS(원)	897	-662	271	4,098
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	1,414.9
PER(배)	154.1	-63.4	166.2	11.0
PBR(배)	12.74	3.85	3.93	2.84
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	105.5	7.8
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	36.6
ROE(%)	8.8	-6.1	2.4	30.0
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-25.7	-38.8

Price Trend



기업 업데이트

펄어비스 (263750)

종합적 판단 결과 제시



게임스컴 2023에서 보여준 붉은사막 인게임 영상의 우수한 퀄리티가 개발기간의 지연이라는 노이즈로 이어지고 있는데, 당사는 동 사안이 잘못된 판단임을 두가지 근거로 짚고자 한다. 붉은사막의 최근 구글트렌드 지표는 주간 잠정치 기준으로 100을 기록하면서 19년 11월 17, 20년 12월 39를 높게 상회하면서 글로벌 유저 지표의 강도를 매우 확연하게 보여주고 있다.

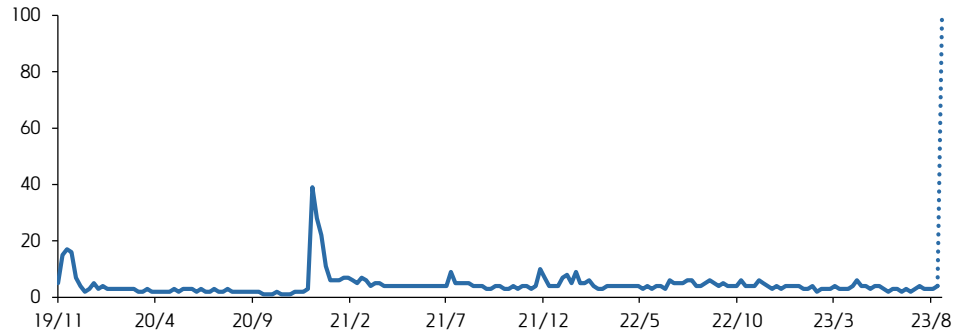
>>> 붉은사막의 개발 완성도 신뢰

동사 목표주가 9.3만원을 유지하고 게임 업종내 Top pick으로 지속 제시한다. 게임스컴 2023에서 보여준 붉은사막 인게임 영상의 우수한 퀄리티가 개발기간 지연이라는 노이즈로 이어지고 있는데, 당사는 이것이 잘못된 판단임을 다음과 같은 근거로 짚고자 한다. 첫번째로 붉은사막 인게임 영상에서 확인된 주요 맵 표시, 조작 키 기반의 컨트롤 화면 및 QTE 표시 등을 감안할 때 이번 영상은 명확한 시연 버전의 인게임 영상으로 연관된 장시간 인게임 영상이 존재할 수밖에 없다는 점을 짚고자 하며, 두번째 붉은사막에서 공개된 조련, 승마, 돌진 및 드리프트, 양을 안아들어 옮기는 퀘스트, 피리를 불어 쥐떼를 유인하는 것, 돌멘게를 뒤집어 무력화하는 것, 낚시, 열기구, 아침의 나라 우사와 바리 등장, 파쿠르 시스템과 마그누스 포탈 이동까지 이미 기존 검은사막에서 전부 구현된 것으로 이를 붉은사막에서 콘솔 기반의 더욱 높은 자유도에서 완벽한 퀄리티와 안정된 최적화 상태에서 구현하고자 하는 개발진의 의도를 알아차려야 한다는 점이다. 당사가 이전 리포트에서 언급하였는 바, 검은사막은 장르가 MMORPG 이며 엔진이 검은사막 구형 엔진을 사용한다는 점에서 퀄리티 레벨업에 제한이 있지만 붉은사막은 싱글플레이 게임으로 출시된다는 점과 차세대 엔진인 블랙 스페이스 엔진을 사용한다는 점에서 높은 퀄리티 인게임 영상이 상당부분 개발 완료되었을 것으로 관측되며 검은사막의 주요 게임 요소들과 함께 글로벌 대작 게임별 일부 요소들을 믹스해 새로운 형태 오픈월드 게임으로 재탄생할 것으로 기대한다. 다만 붉은사막의 독창적 DNA 발현을 위해 세계관, 스토리 및 기타 내러티브 요소들이 더욱 배가될 필요성은 존재한다 할 수 있다.

>>> 글로벌 유저의 압도적 관심도

붉은사막의 최근 구글트렌드 지표는 주간 잠정치 기준으로 100을 기록하면서 19년 11월 17, 20년 12월 39를 높게 상회하면서 글로벌 유저 지표의 강도를 매우 확연하게 보여주고 있다. 이런 유저의 기대에 부응하는 것은 회사의 당면 과제로 판단하며 게임스컴을 기준으로 마케팅이 개시되었음을 감안할 때 유저 게임성 선호도를 파악하여 장시간 기준 인게임 영상을 공개하는 것이 당연한 수순으로 판단되며 최적의 시기는 게임스컴의 여운이 남겨질 9월로 제시한다. 출시일정은 연말 Season YY 또는 MM YY 형태로 공개 후 프리오더 2~3개월 직전 정확한 출시일이 공개되는 과정으로 보이며 당사는 2Q24E 출시 가정을 공고하게 가져가고자 한다.

Crimson desert 글로벌 주간 구글 트렌드



주1: 2023년 8월 28일 06:10 기준 데이터
 주2: 2023년 8월 20일~26일 값은 확인 가능한 일부(불완전) 데이터만 포함
 자료: Google, 키움증권

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	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	799.9
게임부문	89.1	91.9	96.0	88.5	84.4	76.7	102.8	93.5	365.5	357.4	786.8
PC	62.4	66.2	73.9	68.1	62.5	60.6	83.9	75.7	270.6	282.7	470.1
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	3.8	5.0	4.6	24.7	18.6	263.3
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	506.8
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.6	1.1	-14.1	11.5	0.2	16.6	-1.4	293.1
영업이익률(%)	5.7%	-4.5%	12.3%	3.5%	1.3%	-18.0%	11.0%	0.2%	4.3%	-0.4%	36.6%
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	349.5
법인세차감전순이익률(%)	6.9%	16.7%	30.8%	-100.6%	15.8%	-6.6%	24.4%	-9.0%	-13.4%	6.7%	43.7%
법인세비용	0.5	-16.3	8.6	-3.5	4.2	-0.7	6.2	-2.2	-10.7	7.4	86.2
법인세율(%)	8.4%	-104.0%	28.7%	3.4%	30.8%	13.9%	24.2%	24.2%	20.7%	30.0%	24.7%
당기순이익	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	263.3
당기순이익률(%)	6.3%	34.1%	21.9%	-97.1%	11.0%	-5.7%	18.5%	-6.8%	-10.7%	4.7%	32.9%
지배주주지분	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	263.3
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

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	403.8	385.7	369.8	799.9	827.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	403.8	385.7	369.8	799.9	827.7
판매비	360.8	369.3	371.2	506.8	546.5
영업이익	43.0	16.4	-1.4	293.1	281.1
EBITDA	67.3	42.1	25.6	321.1	310.1
영업외손익	34.8	-72.2	26.2	56.4	64.6
이자수익	2.6	6.2	6.5	9.1	12.4
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	16.5	20.4
법인세차감전이익	77.7	-55.8	24.8	349.5	345.8
법인세비용	18.4	-12.8	7.4	86.2	85.2
계속사업손익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
당기순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
지배주주순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-17.4	-4.5	-4.1	116.3	3.5
영업이익 증감율	-72.7	-61.9	-108.5	-21,035.7	-4.1
EBITDA 증감율	-62.4	-37.4	-39.2	1,154.3	-3.4
지배주주순이익 증감율	-41.1	-172.4	-140.5	1,413.2	-1.0
EPS 증감율	-41.9	적전	흑전	1,414.9	-1.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	36.6	34.0
EBITDA Margin(%)	16.7	10.9	6.9	40.1	37.5
지배주주순이익률(%)	14.7	-11.1	4.7	32.9	31.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	64.4	47.6	24.4	203.1	255.8
당기순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
비현금항목의 가감	3.4	118.4	10.8	79.5	76.7
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	61.4	57.1
영업활동자산부채증감	25.4	-15.1	5.7	-53.9	0.0
매출채권및기타채권의감소	0.8	4.6	2.1	-57.6	-3.7
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	2.7
기타현금흐름	-23.8	-12.7	-9.5	-85.8	-81.5
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	199.1	251.6
기초현금 및 현금성자산	202.1	243.9	159.6	180.1	379.2
기말현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	379.2	630.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	721.7	556.5	581.8	845.6	1,108.1
현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	379.2	630.9
단기금융자산	403.0	331.3	337.9	344.7	351.6
매출채권 및 기타채권	57.8	51.6	49.5	107.1	110.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	17.0	14.0	14.3	14.6	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	1,548.3	1,831.5
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	1,017.2	1,296.3
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	211.3	215.8	215.8	215.8	215.8
기타자본	-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	763.2	1,023.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	719.0	699.3	735.3	1,017.2	1,296.3
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	897	-662	271	4,098	4,056
BPS	10,857	10,887	11,444	15,832	20,177
CFPS	949	1,160	439	5,336	5,249
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	154.1	-63.4	166.2	11.0	11.1
PER(최고)	161.8	-214.2	221.1		
PER(최저)	54.7	-56.4	146.2		
PBR	12.74	3.85	3.93	2.84	2.23
PBR(최고)	13.37	13.03	5.23		
PBR(최저)	4.52	3.43	3.46		
PSR	22.66	7.06	7.81	3.61	3.49
PCFR	145.7	36.1	102.3	8.4	8.6
EV/EBITDA	132.9	60.2	105.5	7.8	7.2
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	18.7	15.4
ROE	8.8	-6.1	2.4	30.0	22.5
ROIC	10.3	1.5	-0.3	54.2	47.6
매출채권회전율	7.3	7.0	7.3	10.2	7.6
재고자산회전율					
부채비율	88.7	74.8	71.7	52.2	41.3
순차입금비율	-28.8	-23.1	-25.7	-38.8	-50.4
이자보상배율	10.0	1.8	-0.1	31.6	30.3
총차입금	439.6	329.0	329.0	329.0	329.0
순차입금	-207.3	-161.8	-189.0	-394.9	-653.4
NOPLAT	67.3	42.1	25.6	321.1	310.1
FCF	38.3	-65.5	-5.8	157.4	203.3

Compliance Notice

- 당사는 8월 25일 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

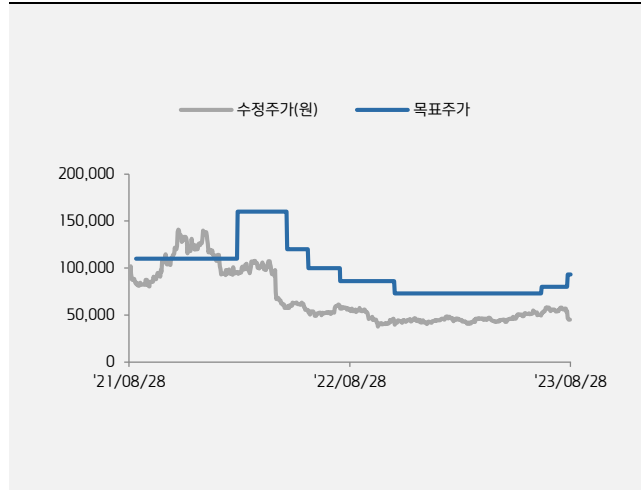
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견 변동 내역(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	-30.57	-27.25
	2023-08-23	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-51.23	-50.22
	2023-08-28	Buy(Maintain)	93,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

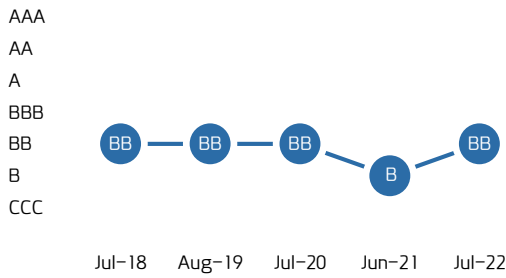
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

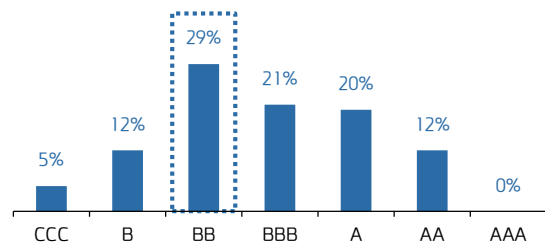
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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