COMPANY ANALYSIS

펄어비스 (263750)

무거워진 다음 신작의 어깨

2022.5.13

중립
(유지)

목표가: 60,000원 ▼
상승여력: 4.3%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

1Q22 Review

펄어비스 1Q22 실적발표. 매출액과 OP 컨센서스 부합

- 매출액 914억원(-9% YoY), OP 52억원(-60% YoY) 기록. 당사 기대치 부합
- 신규 컨텐츠 업데이트로 검은사막 PC, 콘솔 매출이 QoQ 8%, YoY 6% 증가
- 이전 분기 감소했던 검은사막 IP 매출이 신규 컨텐츠 공개 효과로 QoQ 6% 성장
- 마케팅 비용 효율화로 광고선전비가 큰 폭으로 감소(-46% YoY, -43% QoQ)

22년 OP 8.2% 하향 조정

22년 매출액 6,210억원(+54% YoY), OP 2,110억원(+391% YoY) 추정. 컨센 하회

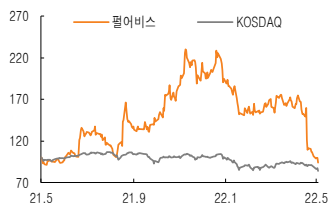
- 기존 대비 매출액 5.4% 상향, OP 8.2% 하향, 지배주주 당기순이익 10.9% 하향
- CBT 임박한 블랙클로버의 출시 예상 시기를 기존 3Q22 중순에서 분기 초로 변경
- 블랙클로버는 43% 지분 보유한 빅게임스튜디오에서 개발 중이며 동사 퍼블리싱 예정
- 검은사막 중국의 2022년 일매출 가정치를 8억원에서 6.5억원으로 19% 하향 조정
- 검은사막 중국은 현재 iOS 다운로드 순위 191위, 매출 순위 171위를 기록 중
- 트래픽 감소세 고려 시 유료 BM 강화 이후에도 매출액 극적 반등은 쉽지 않을 전망

밸류에이션 및 투자의견

투자의견 '중립' 유지, 목표주가 6만원으로 하향

- 신작 성과 부진에 따른 실적 전망치 조정으로 목표주가 6만원으로 하향 (기존 7만원)
- 22F Target P/E 25.3배 적용. 글로벌 Peer 5개사 22F P/E 평균에 15% 할증
- 검사 중국 부진하지만 신작 모멘텀 지속, 자체 엔진 보유에 대한 프리미엄 지속 부여
- 동사는 3분기 블랙클로버, 4분기 붉은사막, 23년 도깨비 출시로 이어지는 라인업 보유

Key data



현재주가(22/5/12,원)	57,500	시가총액(십억원)	3,808
영업이익(22F,십억원)	211	발행주식수(백만주)	64
Consensus 영업이익(22F,십억원)	253	유동주식비율(%)	49.4
EPS 성장률(22F,%)	164.8	외국인 보유비중(%)	11.1
P/E(22F,x)	24.2	베타(12M) 일간수익률	1.83
MKT P/E(22F,x)	9.9	52주 최저가(원)	55,800
KOSDAQ	833.66	52주 최고가(원)	141,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-42.8	-52.1	0.5
상대주가	-37.3	-42.0	16.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	536	489	404	621	843	1,011
영업이익 (십억원)	151	157	43	211	348	435
영업이익률 (%)	28.2	32.1	10.6	34.0	41.3	43.0
순이익 (십억원)	158	101	59	157	267	342
EPS (원)	2,424	1,543	897	2,376	4,029	5,167
ROE (%)	31.6	16.5	8.8	19.7	26.4	26.0
P/E (배)	15.3	33.7	154.1	24.2	14.3	11.1
P/B (배)	3.9	4.9	11.7	4.1	3.2	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋증권

표 1. 1Q22 실적 비교표 (십억원)

	1Q21	4Q21	1Q22P			성장률	
			발표	미래에셋	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	101	118	91	89	91	-9.4%	-22.5%
영업이익	13	26	5	4	4	-60.4%	-79.8%
지배주주순이익	21	9	6	6	8	-71.9%	-36.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**101**	**89**	**96**	**118**	**91**	**101**	**165**	**264**	**489**	**404**	**621**	**843**
(% YoY)	-24.2%	-32.8%	-18.5%	11.7%	-9.4%	14.4%	70.8%	123.7%	-8.8%	-17.4%	53.9%	35.6%
검은사막	83	69	71	67	71	80	90	89	411	290	330	256
EVE	18	18	19	18	18	18	19	19	74	73	74	66
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	90	0	0	90	219
블랙클로버	0	0	0	0	0	0	54	63	0	0	117	183
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	110
기타	0	1	7	33	2	2	3	3	0	0	10	10
영업비용	**88**	**95**	**86**	**92**	**86**	**83**	**107**	**135**	**331**	**361**	**410**	**494**
인건비	36	46	41	44	44	45	46	48	126	167	182	185
지급수수료	24	22	18	19	21	17	33	50	112	83	121	174
마케팅비	15	13	12	14	8	8	12	18	44	54	46	59
D&A	6	6	6	6	6	6	8	11	22	24	31	42
기타	7	8	9	9	8	7	7	8	28	32	30	34
영업이익	**13**	**-6**	**10**	**26**	**5**	**19**	**58**	**129**	**157**	**43**	**211**	**348**
(% YoY)	-71.7%	-111.8%	-74.8%	28.5%	-60.4%	흑전	467.2%	403.9%	4.4%	-72.7%	391.1%	65.1%
영업이익률	13.0%	-6.8%	10.6%	21.8%	5.7%	18.3%	35.2%	49.0%	32.2%	10.6%	34.0%	41.4%
지배주주순이익	**21**	**3**	**27**	**9**	**6**	**16**	**41**	**95**	**101**	**59**	**157**	**267**
순이익률	20.5%	3.2%	27.8%	7.7%	6.3%	15.7%	24.7%	35.9%	20.6%	14.7%	25.3%	31.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 실적 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		컨센서스		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	589	858	621	843	703	1,065	5.4	-1.8	1) 검은사막 2022년 일매출 전망치를 기존 8억원에서 6.5억원으로 하향 2) 블랙클로버 출시 예상 시기를 기존 3분기 중순에서 3분기 초로 변경
영업이익	230	370	211	348	267	474	-8.2	-5.9	
순이익	176	295	157	267	228	395	-10.9	-9.8	
영업이익률	39.0	43.2	34.0	41.4	38.0	44.5	-	-	
순이익률	29.9	34.4	25.3	31.7	32.4	37.1	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
22F 지배주주순이익 (십억원)	157	
Target P/E (배)	25.3	- ATVI, EA, TTWO, Nexon, Netease 글로벌 게임 5개사 22F P/E 평균에 15% 프리미엄 부여 - 기존에 대입한 멀티플은 26.2배. 피어 그룹 주가 하락으로 멀티플 감소
목표 시가총액 (십억원)	3,979	
주식 수 (천주)	66,222	
목표주가 (원)	60,000	
현재주가 (원)	57,500	
상승여력	4.3%	

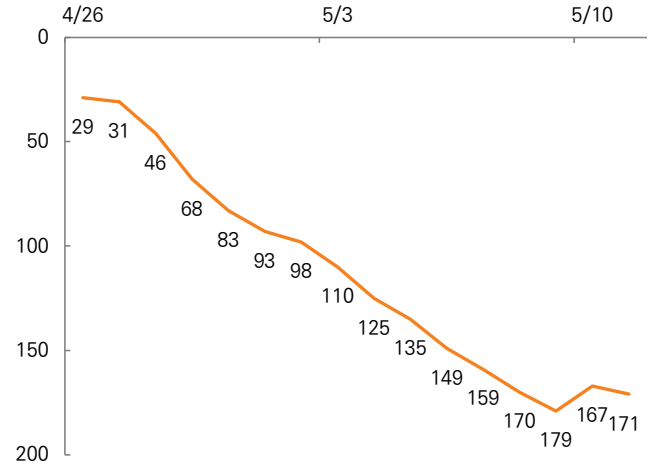
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 게임 Peer 밸류에이션 (십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Activision Blizzard	77,716	25.5	19.5	7.5	6.2	3.1	2.7	16.0	12.5	37.0	40.1
Electronic Arts	43,475	16.7	15.0	4.2	3.9	4.2	3.9	11.3	10.8	32.1	32.8
Take Two Interactive	15,593	21.4	17.2	3.5	3.0	3.2	2.9	12.7	10.8	20.2	20.7
Nexon	26,259	25.9	20.6	8.0	6.8	2.9	2.6	16.5	12.9	35.7	40.2
NetEase	76,486	20.4	17.5	4.0	3.6	3.7	3.2	14.8	12.7	20.1	21.0

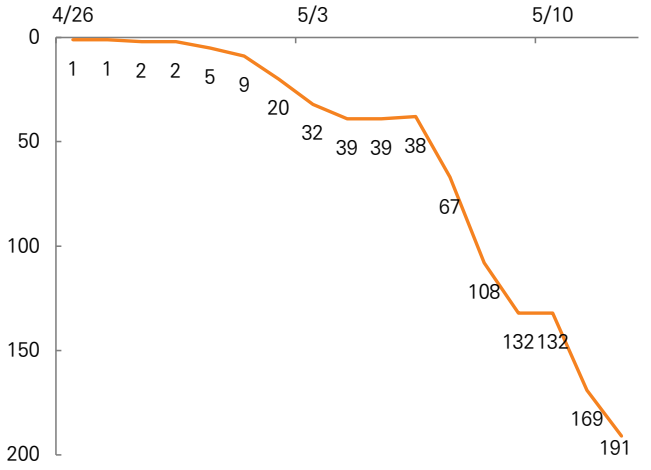
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 검은사막 중국 iOS 다운로드 순위 추이



자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 검은사막 중국 iOS 매출액 순위 추이



자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**404**	**621**	**843**	**1,011**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**404**	**621**	**843**	**1,011**
판매비와관리비	**361**	**410**	**494**	**576**
조정영업이익	**43**	**211**	**348**	**435**
영업이익	**43**	**211**	**348**	**435**
비영업손익	**35**	**5**	**5**	**4**
금융손익	-2	-3	-3	-2
관계기업등 투자손익	-3	-7	-7	-6
세전계속사업손익	78	216	353	439
계속사업법인세비용	18	43	69	86
계속사업이익	59	174	284	353
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**59**	**174**	**284**	**353**
지배주주	59	157	267	342
비지배주주	0	16	17	11
총포괄이익	**80**	**174**	**284**	**353**
지배주주	80	174	284	353
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	67	244	388	481
FCF	17	223	336	391
EBITDA 마진율 (%)	16.6	39.3	46.0	47.6
영업이익률 (%)	10.6	34.0	41.3	43.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.6	25.3	31.7	33.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	**722**	**884**	**1,119**	**1,368**
현금 및 현금성자산	244	327	481	668
매출채권 및 기타채권	56	86	116	139
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	422	471	522	561
비유동자산	**635**	**756**	**916**	**1,105**
관계기업투자등	59	91	123	147
유형자산	137	163	186	207
무형자산	302	365	468	611
자산총계	**1,357**	**1,640**	**2,035**	**2,472**
유동부채	**274**	**352**	**431**	**491**
매입채무 및 기타채무	21	32	44	52
단기금융부채	40	138	141	143
기타유동부채	213	182	246	296
비유동부채	**363**	**395**	**428**	**453**
장기금융부채	304	304	304	304
기타비유동부채	59	91	124	149
부채총계	**638**	**747**	**858**	**943**
지배주주지분	**719**	**877**	**1,143**	**1,485**
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	211	211	211	211
이익잉여금	549	707	974	1,316
비지배주주지분	**0**	**16**	**34**	**44**
자본총계	**719**	**893**	**1,177**	**1,529**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	**64**	**273**	**391**	**451**
당기순이익	59	174	284	353
비현금수익비용가감	3	78	112	134
유형자산감가상각비	15	24	32	39
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	-21	45	72	88
영업활동으로인한자산및부채의변동	25	66	68	51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-24	-25	-19
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-22	-43	-69	-86
투자활동으로 인한 현금흐름	**-238**	**-161**	**-207**	**-241**
유형자산처분(취득)	-47	-50	-55	-60
무형자산감소(증가)	-1	-71	-111	-150
장단기금융자산의 감소(증가)	136	-40	-41	-31
기타투자활동	-326	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**211**	**3**	**3**	**2**
장단기금융부채의 증가(감소)	221	3	3	2
자본의 증가(감소)	9	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-19	0	0	0
현금의 증가	**42**	**83**	**155**	**187**
기초현금	202	244	327	481
기말현금	244	327	481	668

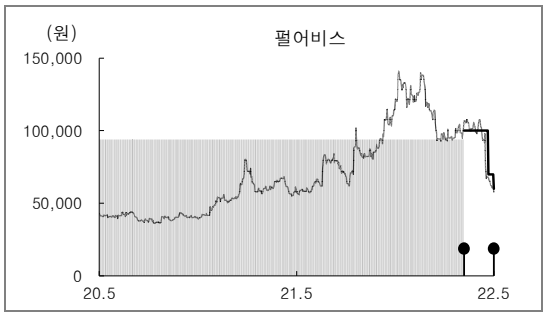
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	154.1	24.2	14.3	11.1
P/CF (x)	145.7	15.1	9.6	7.8
P/B (x)	11.7	4.1	3.2	2.5
EV/EBITDA (x)	136.4	14.4	8.6	6.5
EPS (원)	897	2,376	4,029	5,167
CFPS (원)	949	3,807	5,973	7,354
BPS (원)	11,798	14,175	18,203	23,371
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-17.4	53.7	35.7	19.9
EBITDA증가율 (%)	-62.6	264.2	59.0	24.0
조정영업이익증가율 (%)	-72.6	390.7	64.9	25.0
EPS증가율 (%)	-41.9	164.9	69.6	28.2
매출채권 회전율 (회)	9.2	10.9	10.4	9.9
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.3	11.6	15.4	15.7
ROE (%)	8.8	19.7	26.4	26.0
ROIC (%)	9.1	45.3	61.4	60.7
부채비율 (%)	88.7	83.7	72.9	61.7
유동비율 (%)	263.2	251.3	260.0	278.8
순차입금/자기자본 (%)	3.9	-36.5	-44.0	-47.9
조정영업이익/금융비용 (x)	10.0	31.2	51.1	63.5

자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
펄어비스 (263750)				
2022.05.13	중립	60,000	-	-
2022.05.02	중립	70,000	-10.33	-6.14
2022.03.18	중립	100,000	-1.67	7.60



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.