



BUY(Initiate)

목표주가: 240,000원

주가(5/30): 196,400원

시가총액: 25,572억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/30)	689.33pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	257,000원	157,800원
동락률	-23.6%	24.5%
수익률	절대	상대
1M	12.7%	23.4%
6M	2.3%	3.2%
1Y	-12.2%	12.1%

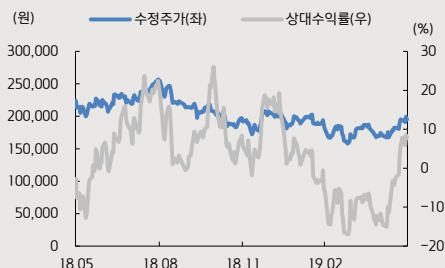
Company Data

발행주식수	13,020천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	44,134원
주요 주주	김대일 외 12인 50.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	52.4	404.8	620.5	707.8
영업이익	21.7	168.1	191.1	253.9
EBITDA	22.7	172.9	284.9	291.6
세전이익	17.7	175.4	202.6	261.0
순이익	14.7	146.4	169.2	218.0
지배주주지분순이익	14.7	146.4	169.2	218.0
EPS(원)	1,293	11,591	13,006	16,740
증감률(% YoY)	-45.6	796.4	12.2	28.7
PER(배)	191.5	17.9	15.0	11.6
PBR(배)	10.86	6.59	4.42	3.21
EV/EBITDA(배)	120.3	15.0	7.7	6.7
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.8	35.9
ROE(%)	9.9	42.9	34.4	31.9
순차입금비용(%)	-95.1	-25.9	-61.9	-74.8

Price Trend



기업브리프

펠어비스 (263750)

손꼽히는 신규IP-멀티디바이스-글로벌커버 업체



펠어비스는 국내에서 손꼽히는 PC/모바일/콘솔 개발회사입니다. 검은사막을 통하여 PC개발능력을 입증하였으며 검은사막M을 통한 모바일능력, 콘솔까지 영역을 확대하고 있습니다. 검은사막의 성공 밑거름에는 자체개발엔진이 있었다는 점을 감안하면 신규엔진을 통한 멀티디바이스 능력이 빛을 발할 것으로 판단됩니다. 이에 신규 IP 개발이 완료되기 시작하는 2020년이 더욱 기대됩니다.

>>> 지역/디바이스 확장을 통한 매출성장 올해 마무리

펠어비스의 매출을 간단히 검은사막 PC매출과 검은사막M의 매출로 구성되어 있다. PC는 하향안정화된 상황으로 대부분 검은사막M의 매출에 따라 변동성이 크게 나타나고 있다. 검은사막PC는 중국, 검은사막M은 북미/유럽과 중국이 미출시 지역으로 남아있다. 중국이 판호이슈로 출시시점을 점치긴 어려운 현 상황에서 검은사막M의 북미/유럽/동남아시아출시가 4Q에 예정되어 있다. 현재 매출의 주요 근간이 되는 일본지역의 검은사막M매출이 2Q에 온기반영됨에 따라 실적개선이 나타날 것으로 전망된다. 한국과 대만지역의 매출이 감소추세에 있지만 일본에서의 안정화가 이루어지고 있는 만큼 선구자 역할을 했던 넷마블의 리니지2:레볼루션과 같은 성과유지가 가능할 것으로 기대된다. 콘솔도 3/4일 출시 이후 현재까지 50만장 이상 판매를 일으키면서 안정된 성과를 나타낼 수 기반을 마련한 것으로 판단된다.

>>> 다양한 디바이스, 지역에서의 성공경험은 큰 자산

동사의 단점은 단일IP(이브온라인 매출비중 10%내외)라는 점이다. 반면 장점은 다양한 디바이스의 활용과 더불어 글로벌 대부분 지역에서 성공을 이어가고 있다는 것이다. 출시 초기의 성과는 대부분이 기대 이상의 성과를 거두고 있으며 이러한 노하우는 2020년부터 출시되는 다양한 Project들에 힘을 실어줄 것으로 판단된다.

자회사 CCP게임즈까지 포함하여 약 5종 이상의 게임을 개발하고 있는 동사는 국내에서 몇 안 남은 신규IP개발 가능 업체이다. 신규게임들이 성공할 경우 외부IP를 활용함에 따라 낮아지는 경쟁개발사들의 영업이익률을 지속적으로 상회할 수 있을 것이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 240,000원 제시

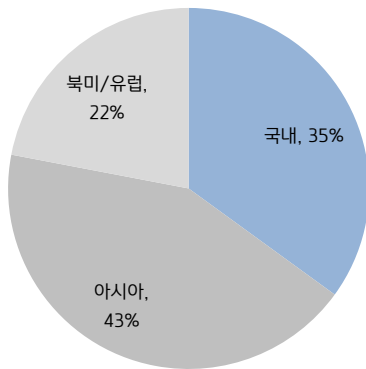
펠어비스에 대하여 투자의견 BUY와 목표주가 240,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019~2020년 예상평균EPS에 TargetPER 16.5배(컴투스, 엔씨소프트의 평균PER)를 적용하였다. 평균PER을 활용한 이유는 단일IP업체이지만 뛰어난 지역별, 디바이스별 Hit ratio를 보유했기 때문이다.

펠어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	162.0	156.3	169.6	404.8	620.5	707.8
PC	33.9	29.9	27.3	25.0	26.7	26.1	26.9	25.1	116	104.8	121.5
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	110.4	99.36	117.8	275.9	415.0	441.9
콘솔					4.1	11.2	13.5	9.2		38.0	54.6
기타(이브+신작)				12.8	14.5	14.3	16.5	17.5	12.8	62.8	89.8
영업비용	41.9	57.9	56.7	80.2	114.5	101.99	101.588	111.37	236.7	429.4	453.9
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	27.5	28.5	29.6	57.9	119.6	129.5
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	41.1	47.0	45.2	48.4	120.5	181.6	192.0
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	18.2	18.7	23.5	39.7	90.7	93.5
감가상각비	0.6	0.7	0.9	2.6	3.7	3.8	3.8	3.7	4.8	15.0	15.4
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	5.5	5.4	6.2	13.7	22.5	23.5
영업이익	33.6	54.8	60.3	18.7	18.2	60.0	54.7	58.2	167.4	191.1	253.9
영업이익률	44.5%	48.6%	51.5%	18.8%	13.7%	37.0%	35.0%	34.3%	41.3%	30.8%	35.9%

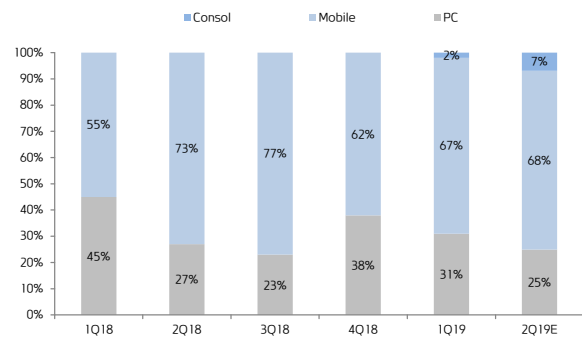
자료: 펠어비스, 키움증권 추정

1Q 지역별 매출 비중



자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

디바이스 비중 추이



자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

신규 라인업

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
검은사막 M(북미/유럽)	Mobile	MMORPG	2019년 4Q
이브온라인(한국)	PC	Sci-Fi MMO	2019년 4Q
검은사막 PC(중국)	PC	MMORPG	미정
검은사막 M(중국)	Mobile	MMORPG	미정
이브온라인(중국)	PC	Sci-Fi MMO	미정
Project K	PC/Console	FPS MMO	2020년~
Project V	Mobile	Casual MMORPG	2020년~
Project Omega	PC/Mobile	MMORPG	2020년~
이브 War of Ascension	Mobile	Sci-Fi	2020년~
이브 Echoes	Mobile	Sci-Fi MMO	2020년~

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	620.5	707.8	831.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	620.5	707.8	831.0
판매비	30.7	236.7	429.4	453.9	525.6
영업이익	21.7	168.1	191.1	253.9	305.4
EBITDA	22.7	172.9	284.9	291.6	320.9
영업외손익	-4.0	7.2	11.5	7.1	9.8
이자수익	0.7	3.1	5.9	8.5	11.2
이자비용	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
외환관련이익	0.1	11.3	13.0	1.0	1.0
외환관련손실	4.9	5.3	6.0	1.0	1.0
중속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	-0.4	0.1	0.1	0.1
법인세차감전이익	17.7	175.4	202.6	261.0	315.2
법인세비용	3.0	28.9	33.4	43.0	52.0
계속사업순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
당기순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
지배주주순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	55.5	672.5	53.3	14.1	17.4
영업이익 증감율	-22.8	674.7	13.7	32.9	20.3
EBITDA 증감율	-20.4	661.7	64.8	2.4	10.0
지배주주순이익 증감율	-39.8	895.9	15.6	28.8	20.7
EPS 증감율	-45.6	796.4	12.2	28.7	20.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.8	35.9	36.8
EBITDA Margin(%)	43.3	42.7	45.9	41.2	38.6
지배주주순이익률(%)	28.1	36.2	27.3	30.8	31.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	638.6	902.0	1,184.3
현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.1	648.1	829.5
단기금융자산	21.1	53.1	79.6	119.5	179.2
매출채권 및 기타채권	16.7	50.0	62.0	67.2	74.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	22.7	75.5	124.5	186.7	280.0
비유동자산	16.7	358.0	257.9	220.3	204.9
투자자산	3.2	9.4	3.1	3.2	3.3
유형자산	6.2	35.6	22.0	14.3	10.1
무형자산	4.2	287.7	207.6	177.5	166.2
기타비유동자산	3.1	25.3	25.2	25.3	25.3
자산총계	296.6	712.5	896.6	1,122.4	1,389.3
유동부채	19.8	115.1	132.5	142.9	149.2
매입채무 및 기타채무	9.1	34.8	52.2	62.7	69.0
단기금융부채	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타유동부채	10.7	40.3	40.3	40.2	40.2
비유동부채	1.6	189.4	189.4	189.4	189.4
장기금융부채	0.0	136.3	136.3	136.3	136.3
기타비유동부채	1.6	53.1	53.1	53.1	53.1
부채총계	21.4	304.5	321.9	332.4	338.6
지배지분	275.2	408.0	574.6	790.0	1,050.6
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타자본	3.1	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
기타포괄손익누계액	-0.6	-3.2	-5.8	-8.3	-10.9
이익잉여금	85.1	231.6	400.7	618.7	881.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	574.6	790.0	1,050.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	247.5	240.1	245.4
당기순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
비현금항목의 가감	9.6	41.2	124.5	75.4	59.4
유형자산감가상각비	0.7	2.8	13.7	7.6	4.2
무형자산감가상각비	0.3	2.0	80.2	30.1	11.3
지분법평가손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	8.7	36.5	30.7	37.8	44.0
영업활동자산부채증감	6.6	-22.9	-17.0	-17.2	-34.9
매출채권및기타채권의감소	6.0	-20.5	-12.0	-5.2	-7.5
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	17.4	10.4	6.3
기타	0.6	-2.4	-22.4	-22.4	-33.7
기타현금흐름	-4.4	-5.4	-29.2	-36.1	-42.3
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-269.3	-289.0	-308.9
유형자산의 취득	-4.0	-10.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.9	-7.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.1	-6.1	6.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-21.0	-32.0	-26.5	-39.8	-59.7
기타	20.7	-249.3	-249.2	-249.2	-249.2
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	3.5	3.5	3.5
차입금의 증가(감소)	-1.1	155.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	185.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-19.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.5	3.5	3.5	3.5	3.5
기타현금흐름	-3.3	-4.4	241.4	241.4	241.4
현금 및 현금성자산의 순증가	193.6	-11.5	223.2	196.0	181.4
기초현금 및 현금성자산	46.9	240.5	229.0	452.1	648.1
기말현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.1	648.1	829.5

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	13,006	16,740	20,216
BPS	22,807	31,525	44,134	60,675	80,692
CFPS	2,139	14,855	22,579	22,528	24,781
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	191.5	17.9	15.0	11.6	9.6
PER(최고)	193.3	24.8	16.7		
PER(최저)	66.8	14.8	12.0		
PBR	10.86	6.59	4.42	3.21	2.42
PBR(최고)	10.96	9.11	4.93		
PBR(최저)	3.79	5.44	3.53		
PSR	53.84	6.49	4.09	3.59	3.06
PCFR	115.7	14.0	8.6	8.7	7.9
EV/EBITDA	120.3	15.0	7.7	6.7	5.3
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	8.6	29.0	21.0	21.6	21.0
ROE	9.9	42.9	34.4	31.9	28.6
ROIC	290.8	90.7	53.6	85.1	102.6
매출채권회전율	4.1	12.1	11.1	10.9	11.7
재고자산회전율					
부채비율	7.8	74.6	56.0	42.1	32.2
순차입금비용	-95.1	-25.9	-61.9	-74.8	-79.2
이자보상배율	3,009.6	104.1	118.4	157.3	189.2
총차입금	0.0	176.3	176.3	176.3	176.3
순차입금	-261.6	-105.8	-355.5	-591.3	-832.4
NOPLAT	22.7	172.9	284.9	291.6	320.9
FCF	19.9	121.0	236.4	232.6	235.7

Compliance Notice

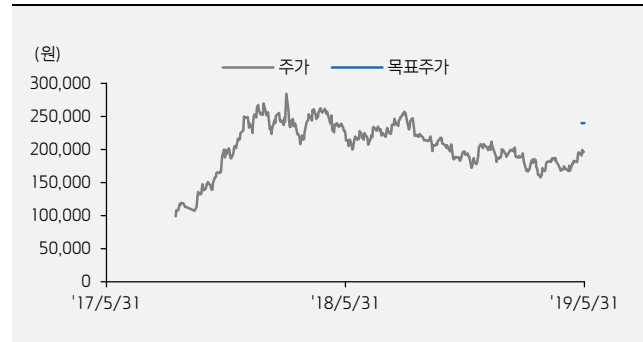
- 당사는 5월 30일 현재 '펄어비스 (263750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스 (263750)	2019/05/31	BUY(Initiate)	240,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%