



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원

주가(8/27): 179,900원

시가총액: 23,425억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/27)	588.32pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	257,000원
등락률	-30.0%
수익률	절대 상대
1M	4.8% 14.9%
6M	-3.0% 24.0%
1Y	-28.9% -3.5%

Company Data

발행주식수	13,021천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	11.0%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	43,389원
주요 주주	김대일 외 13인
	50.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	52.4	404.8	593.3	704.2
영업이익	21.7	168.1	179.7	246.5
EBITDA	22.7	172.9	273.5	284.2
세전이익	17.7	175.4	191.1	253.4
순이익	14.7	146.4	159.6	211.6
지배주주지분순이익	14.7	146.4	159.6	211.6
EPS(원)	1,293	11,591	12,269	16,251
증감률(% YoY)	-45.6	796.4	5.8	32.5
PER(배)	191.5	17.9	14.7	11.1
PBR(배)	10.86	6.59	4.15	3.03
EV/EBITDA(배)	120.3	15.0	7.3	6.2
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.3	35.0
ROE(%)	9.9	42.9	32.8	31.6
순차입금비율(%)	-95.1	-25.9	-61.7	-74.4

Price Trend



펄어비스 (263750)

긍정적인 PS4 초기 성과



펄어비스의 검은사막 PS4버전이 출시 이후 성과를 나타내고 있습니다. XBOX대비 좋은 초기 지표들을 보여줌에 따라 향후 콘솔의 안정감이 더해질 것으로 기대됩니다. 3Q의 경우 모바일 매출이 감소하겠지만 4Q 북미/유럽이 존재하기 때문에 높은 수준의 이익을 유지할 가능성이 높습니다. 또한 하반기 신작공개를 통해 내년에 대한 기대치를 가늠해볼 수 있어 관심을 기울일 필요가 있습니다.

>>> PS4의 출시 초기, 순조로운 흐름

펄어비스의 검은사막 플레이스테이션4(이하PS4)의 성과는 초기에 긍정적으로 이어지고 있다. 23일 11개의 서버로 런칭을 한 이후 4일 만에 10개의 서버를 확대하며 21개의 서버를 유지하고 있다. 이는 XBOX One버전이 11일만에 22개의 서버로 확장했던 것에 견주어보면 매우 빠른 것으로 평가할 수 있다. 이에 따라 콘솔 매출은 꾸준히 우상향하는 그림을 그릴 가능성이 높다고 판단된다. XBOX의 매출이 일부 감소하더라도 PS4를 통한 성과를 통한 성장세로 분기 150억원 이상의 매출이 꾸준하게 나올 수 있는 시스템이 갖춰진 것이다. 2Q에 콘솔판매금액의 85%가 인게임매출(게임 내 결제)이라는 점을 감안하면 패키지 판매 이후에 매출도 안정적으로 나타날 것으로 전망된다.

>>> 3Q 모바일 매출 감소하겠지만 4Q의 북미/유럽 성과 기대

2Q에 전체 매출의 62%를 차지했던 모바일 매출은 일본 순위의 하향추세로 3Q에는 감소할 것으로 전망된다. 일본 내에서의 순위가 2Q에 10~20위 수준이었다면 3Q에는 20~30위 수준을 유지하고 있기 때문이다. 관건은 4Q에 출시 예정인 검은사막M의 서구권 성공 여부이다. 이번 PS4의 출시까지 검은사막의 IP확장 전략은 대부분 초기성과에서 뛰어난 모습을 보여주고 있다. 또한 이미 PC 및 콘솔을 통해 보여준 북미/유럽지역에서의 IP의 성과를 비추어보면 지금까지 출시된 MMORPG중에 성공가능성이 가장 높다고 할 수 있다. 다만 아직까지 미국/유럽에서 MMORPG의 성공사례가 없다는 점은 부담이다. 이에 따라 동사는 일본과 같은 초기 대규모 마케팅전략보다는 출시 이후 지표상의 성과가 나오는 지역을 중심으로 마케팅을 집중하는 형태를 보일 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 240,000원 유지

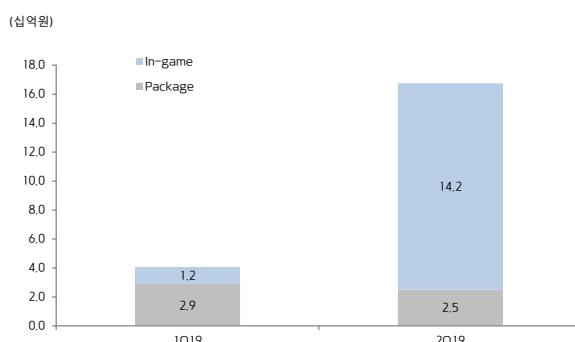
펄어비스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 240,000원을 유지한다. 올해 검은사막IP의 확장이 대부분 마무리가 되면 내년부터는 신작에 대한 기대치가 확대될 가능성이 높다. 하반기 미디어데이를 통해 신작에 대한 윤곽이 더 나타날 것으로 전망되기 때문에 관심을 기울일 필요가 있습니다.

펠어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	152.3	140.4	168.0	404.8	593.3	704.2
PC	33.9	29.9	27.3	25.0	26.7	26.2	28.1	27.4	116	108.4	121.7
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	94.4	78.4	103.6	275.9	363.8	418.8
콘솔					4.1	16.8	18.8	19.5		59.1	73.9
기타(이브+신작)				12.8	14.5	14.9	15.1	17.5	12.8	62.0	89.8
영업비용	41.9	57.9	56.7	80.2	114.5	95.4	96.8	107.0	236.7	413.6	457.7
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	25.5	27.2	28.0	57.9	114.7	129.5
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	41.1	43.8	40.3	47.7	120.5	172.9	190.9
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	15.4	18.7	20.3	39.7	84.7	93.5
감가상각비	0.6	0.7	0.9	2.6	3.7	4.1	4.2	4.3	4.8	16.3	17.4
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	6.6	6.4	6.7	13.7	25.1	26.4
영업이익	33.6	54.8	60.3	18.7	18.2	56.9	43.6	61.0	167.4	179.7	246.5
영업이익률	44.5%	48.6%	51.5%	18.8%	13.7%	37.4%	31.0%	36.3%	41.3%	30.3%	35.0%

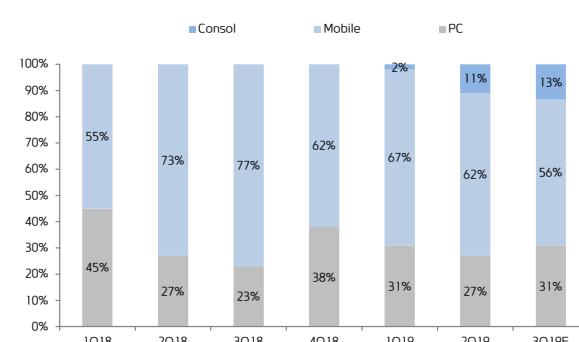
자료: 펠어비스, 키움증권 추정

검은사막 콘솔 판매금액 추이



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/Consol	FPS MMO	2020년~
Project V	Mobile	Casual MMORPG	2020년~
Project CD	Consol	RPG+MMO	2020년~
쉐도우 아레나	PC	Battle Royale	2019년말~2020년
이브 War of Ascension	Mobile	Sci-Fi	2020년~
이브 Echoes	Mobile(넷이즈 개발)	Sci-Fi MMO	4Q Beta Test, 중국/글로벌

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	593.3	704.2	833.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	593.3	704.2	833.7
판관비	30.7	236.7	413.6	457.7	533.6
영업이익	21.7	168.1	179.7	246.5	300.1
EBITDA	22.7	172.9	273.5	284.2	315.6
영업외손익	-4.0	7.2	11.4	6.9	9.5
이자수익	0.7	3.1	5.8	8.4	11.0
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
증속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	-0.4	0.1	0.0	0.0
법인세차감전이익	17.7	175.4	191.1	253.4	309.6
법인세비용	3.0	28.9	31.5	41.8	51.1
계속사업순손익	14.7	146.4	159.6	211.6	258.6
당기순이익	14.7	146.4	159.6	211.6	258.6
지배주주순이익	14.7	146.4	159.6	211.6	258.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	55.5	672.5	46.6	18.7	18.4
영업이익 증감율	-22.8	674.7	6.9	37.2	21.7
EBITDA 증감율	-20.4	661.7	58.2	3.9	11.0
지배주주순이익 증감율	-39.8	895.9	9.0	32.6	22.2
EPS 증감율	-45.6	796.4	5.8	32.5	22.2
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.3	35.0	36.0
EBITDA Margin(%)	43.3	42.7	46.1	40.4	37.9
지배주주순이익률(%)	28.1	36.2	26.9	30.0	31.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	629.1	886.2	1,163.8
현금 및 현금성자산	240.5	229.0	445.3	632.6	808.7
단기금융자산	21.1	53.1	79.6	119.5	179.2
매출채권 및 기타채권	16.7	50.0	59.3	66.9	75.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	22.7	75.5	124.5	186.7	280.1
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	887.0	1,106.5	1,368.7
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
자자지분	275.2	408.0	565.1	774.1	1,030.1
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	391.2	602.8	861.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	565.1	774.1	1,030.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	240.7	231.4	240.2
당기순이익	14.7	146.4	159.6	211.6	258.6
비현금항목의 가감	9.6	41.2	122.7	74.3	58.8
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	28.9	36.7	43.4
영업활동자산부채증감	6.6	-22.9	-14.3	-19.5	-35.5
매출채권및기타채권의감소	6.0	-20.5	-9.3	-7.6	-8.1
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	-22.3	-33.7
기타현금흐름	-4.4	-5.4	-27.3	-35.0	-41.7
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
기타현금흐름	-3.3	-4.4	241.4	241.4	241.4
현금 및 현금성자산의 순증가	193.6	-11.5	216.3	187.3	176.2
기초현금 및 현금성자산	46.9	240.5	229.0	445.3	632.6
기말현금 및 현금성자산	240.5	229.0	445.3	632.6	808.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	12,269	16,251	19,857
BPS	22,807	31,525	43,389	59,442	79,099
CFPS	2,139	14,855	21,701	21,955	24,368
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	191.5	17.9	14.7	11.1	9.1
PER(최고)	193.3	24.8	18.8		
PER(최저)	66.8	14.8	12.7		
PBR	10.86	6.59	4.15	3.03	2.27
PBR(최고)	10.96	9.11	5.32		
PBR(최저)	3.79	5.44	3.60		
PSR	53.84	6.49	3.94	3.33	2.81
PCFR	115.7	14.0	8.3	8.2	7.4
EV/EBITDA	120.3	15.0	7.3	6.2	4.9
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	8.6	29.0	20.0	21.2	20.9
ROE	9.9	42.9	32.8	31.6	28.7
ROIC	290.8	90.7	50.6	83.1	100.8
매출채권회전율	4.1	12.1	10.9	11.2	11.7
재고자산회전율					
부채비율	7.8	74.6	57.0	42.9	32.9
순차입금비율	-95.1	-25.9	-61.7	-74.4	-78.8
이자보상배율	3,009.6	104.1	111.3	152.7	185.9
총차입금	0.0	176.3	176.3	176.3	176.3
순차입금	-261.6	-105.8	-348.7	-575.8	-811.6
NOPLAT	22.7	172.9	273.5	284.2	315.6
FCF	19.9	121.0	229.6	224.0	230.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 27일 현재 '펠어비스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

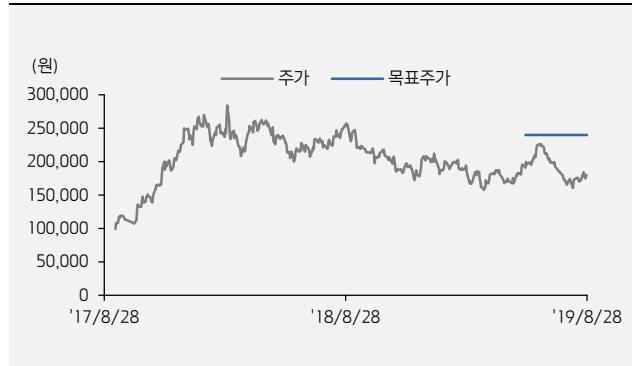
고지사항

- 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 일제의 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	괴리율		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
펠어비스 (263750)	2019/05/31	BUY(Initiation)	240,000원	6개월	-16.61	-12.92
	2019/06/12	Outperform (Downgrade))	240,000원	6개월	-18.53	-5.71
	2019/08/12	BUY(Upgrade))	240,000원	6개월	-20.17	-5.71
	2019/08/28	BUY(Maintain))	240,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%