



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원
주가(11/8): 199,900원
시가총액: 26,033억원

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

Stock Data

KOSDAQ (11/8)	664.60pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	226,300원	157,800원
등락률	-11.7%	26.7%
수익률	절대	상대
1M	0.0%	-4.4%
6M	13.9%	27.7%
1Y	-3.7%	-0.4%

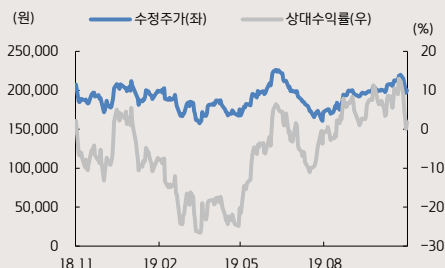
Company Data

발행주식수	13,023천주
일평균 거래량(3M)	50천주
외국인 지분율	12.3%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	42,248원
주요 주주	김대일 외 14인 50.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	52.4	404.8	565.2	627.6
영업이익	21.7	168.1	162.1	208.3
EBITDA	22.7	172.9	255.9	246.0
세전이익	17.7	175.4	173.3	214.7
순이익	14.7	146.4	144.7	179.3
지배주주지분순이익	14.7	146.4	144.7	179.3
EPS(원)	1,293	11,591	11,126	13,770
증감률(% YoY)	-45.6	796.4	-4.0	23.8
PER(배)	191.5	17.9	18.0	14.5
PBR(배)	10.86	6.59	4.73	3.58
EV/EBITDA(배)	120.3	15.1	9.0	8.5
영업이익률(%)	41.4	41.5	28.7	33.2
ROE(%)	9.9	42.9	30.2	28.1
순차입금비율(%)	-95.1	-20.2	-56.5	-70.7

Price Trend



펠어비스 (263750)

신작 이전까지 대박보다는 견고함이 중심



펠어비스의 3Q실적은 매출액 1,344억원(QoQ, -11.7%), 영업이익 395억원(QoQ, -30.5%)을 기록하며 시장 기대치를 하회하였습니다. 일본 검은사막M의 매출이 예상보다 더 감소하였고 PS4매출인식이 예상보다 더 지연되었기 때문입니다. 지스타를 통해 4개의 신작을 공개할 예정이며 검은사막M의 복미/유럽 진출이 12월에 이루어질 것으로 보입니다.

>>> 3Q Review: 검은사막M의 부진과 PS4의 지연으로 하회

펠어비스의 3Q실적은 매출액 1,344억원(QoQ, -11.7%), 영업이익 395억원(QoQ, -30.5%)을 기록하며 시장 기대치를 하회하였다. 일본 검은사막M이 출시초기효과가 사라지면서 매출이 감소하였으며 PS4의 매출인식이연이 예상보다 높게 되었다. 3Q에 발생한 PS4향 판매액 중 50% 수준이 매출인식 되었으며 나머지는 4Q로 지연되었다. 비용적인 측면에서는 지연된 매출분의 플랫폼 수수료가 당분기에 인식되면서 지급수수료비율이 높아졌다.

>>> 지스타에서 공개될 신작, 본격적인 실적개선은 내년부터

이번 지스타에서는 2종의 게임체험과 3종의 신작트레일러 공개가 있을 예정이다. 2종의 게임은 올해 12월과 내년 초에 선보일 이브온라인(한글버전)과 새도우 아레나(검은사막IP)이며 신작트레일러 3종은 신규IP로 향후에 진행될 동사의 신작라인업이다. 특히 신작3종은 PC와 Consol버전이 동시에 개발 중이며 원빌드로 개발 중에 있다. 지스타를 통해 게임의 방향성이 공개되기 때문에 신작출시 시점까지 관심을 유지하는 것이 필요하다.

실적은 12월에 출시될 검은사막M의 복미/유럽 버전이 중요한 변수가 될 것이다. 현재 사전예약자는 250만명을 돌파했으며 150개국에 출시될 계획이다. 신작에서의 성과가 일정수준 담보된다면 일본의 매출감소분을 상쇄시킬 수 있을 것으로 기대된다. 4Q 국내 대형신작들이 출시됨에 따라 일부 영향을 받을 것으로 전망되긴 하지만 복미/유럽에서의 성과가 나타날 경우 우려보다 성과에 관심이 더 집중될 것으로 판단된다. 현재 당사에서는 복미/유럽지역의 12월 평균 일매출 규모를 4억원으로 추정하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 240,000원 유지

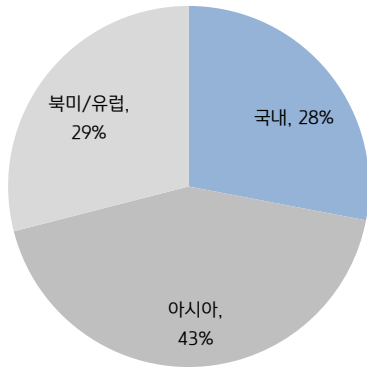
펠어비스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 240,000원을 유지한다. 신작의 출시까지 주가의 변동이 있을 것으로 예상되지만 PS4를 통한 안정적 매출원을 확보하였으며 복미/유럽에서의 출시를 통해 내년 상반기까지 안정된 실적기조가 유지될 것으로 전망된다. 관건은 신작3종에 대한 기대치이며 이번 지스타부터 이벤트를 통해 지속적인 기대감을 형성할 필요가 있다.

펠어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	152.3	134.4	145.9	404.8	565.2	627.6
PC	33.9	29.9	27.3	25.0	26.7	26.2	27.1	27.2	116	107.1	125.7
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	94.4	76.6	80.8	275.9	339.2	326.0
콘솔					4.1	16.8	16.1	22.1		59.1	86.1
기타(이브+신작)				12.8	14.5	14.9	14.6	15.8	12.8	59.8	89.8
영업비용	41.9	57.9	56.7	80.2	114.5	95.4	94.9	98.3	236.7	403.1	419.3
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	25.5	26.7	27.5	57.9	113.6	128.5
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	41.1	43.8	41.0	40.2	120.5	166.1	167.1
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	15.4	15.8	18.3	39.7	79.9	78.3
감가상각비	0.6	0.7	0.9	2.6	3.7	4.1	4.6	4.6	4.8	17.0	19.0
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	6.6	6.7	7.7	13.7	26.4	26.4
영업이익	33.6	54.8	60.3	18.7	18.2	56.9	39.5	47.5	167.4	162.2	208.3
영업이익률	44.5%	48.6%	51.5%	18.8%	13.7%	37.4%	29.4%	32.6%	41.3%	28.7%	33.2%

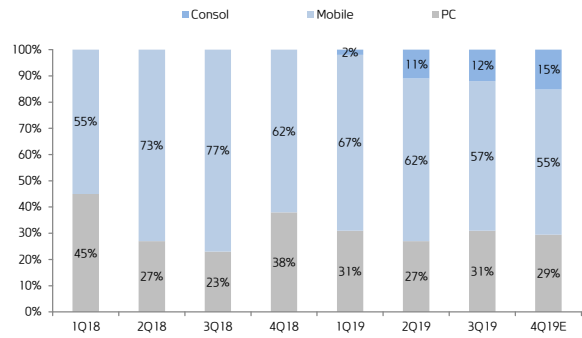
자료: 펠어비스, 키움증권 추정

3Q 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 12월
이브온라인(한국)	PC	Sci-Fi MMO	2019년 11월 14일
검은사막 PC(중국)	PC	MMORPG	미정
검은사막 M(중국)	Mobile	MMORPG	미정
이브온라인(중국)	PC	Sci-Fi MMO	미정
플랜 8	PC/Consol	FPS MMO	2020년~
도깨비	PC/Consol	수집형 MMORPG	2020년~
붉은사막	PC/Consol	MMORPG	2020년~
새도우 아레나	PC	Battle Royale	2019년말~2020년
이브 War of Ascension	Mobile	Sci-Fi	2020년~
이브 Echoes	Mobile(넷이즈 개발)	Sci-Fi MMO	4Q Open Beta Test, 글로벌

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	565.2	627.6	689.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	565.2	627.6	689.6
판매비	30.7	236.7	403.1	419.3	467.2
영업이익	21.7	168.1	162.1	208.3	222.4
EBITDA	22.7	172.9	255.9	246.0	237.9
영업외손익	-4.0	7.2	11.2	6.4	8.4
이자수익	0.7	3.1	5.6	7.9	9.9
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
종속 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	173.3	214.7	230.8
법인세비용	3.0	28.9	28.6	35.4	38.1
계속사업손익	14.7	146.4	144.7	179.3	192.8
당기순이익	14.7	146.4	144.7	179.3	192.8
지배주주순이익	14.7	146.4	144.7	179.3	192.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-43.5	672.5	39.6	11.0	9.9
영업이익 증감율	-63.6	674.7	-3.6	28.5	6.8
EBITDA 증감율	-62.6	661.7	48.0	-3.9	-3.3
지배주주순이익 증감율	-71.1	895.9	-1.2	23.9	7.5
EPS 증감율	-73.9	796.4	-4.0	23.8	7.5
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.4	41.5	28.7	33.2	32.3
EBITDA Margin(%)	43.3	42.7	45.3	39.2	34.5
지배주주순이익률(%)	28.1	36.2	25.6	28.6	28.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	607.8	832.6	1,044.4
현금 및 현금성자산	240.5	229.0	428.8	589.2	706.8
단기금융자산	21.1	57.1	85.6	128.4	192.5
매출채권 및 기타채권	16.7	50.0	56.5	59.6	62.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1.6	18.4	36.9	55.4	83.0
비유동자산	16.7	358.0	264.3	226.7	211.3
투자자산	3.2	9.4	9.5	9.6	9.8
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	25.2
자산총계	296.6	712.5	872.1	1,059.3	1,255.7
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	163.6	163.6	163.6	163.6
기타비유동부채	1.6	25.8	25.8	25.8	25.8
부채총계	21.4	304.5	321.9	332.4	338.6
지배지분	275.2	408.0	550.2	726.9	917.1
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	376.3	555.6	748.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	550.2	726.9	917.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	232.6	207.5	186.0
당기순이익	14.7	146.4	144.7	179.3	192.8
비현금항목의 가감	9.6	41.2	120.0	68.4	46.9
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	26.2	30.8	31.5
영업활동자산부채증감	6.6	-22.9	-7.5	-11.1	-23.9
매출채권및기타채권의감소	6.0	-20.5	-6.5	-3.1	-2.4
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	-18.4	-18.4	-27.8
기타현금흐름	-4.4	-5.4	-24.6	-29.1	-29.8
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-273.7	-288.0	-309.4
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)	-1.1	-6.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1.2	-36.0	-28.5	-42.8	-64.2
기타	-3.5	-245.3	-245.2	-245.2	-245.2
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	237.4	237.4	237.4
현금 및 현금성자산의 순증가	193.6	-11.5	199.8	160.4	117.5
기초현금 및 현금성자산	46.9	240.5	229.0	428.8	589.2
기말현금 및 현금성자산	240.5	229.0	428.8	589.2	706.8

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	11,126	13,770	14,802
BPS	22,807	31,525	42,248	55,819	70,422
CFPS	2,139	14,855	20,348	19,022	18,402
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	191.5	17.9	18.0	14.5	13.5
PER(최고)	193.3	24.8	20.7		
PER(최저)	66.8	14.8	14.0		
PBR	10.86	6.59	4.73	3.58	2.84
PBR(최고)	10.96	9.11	5.46		
PBR(최저)	3.79	5.44	3.69		
PSR	53.84	6.49	4.60	4.15	3.78
PCFR	115.7	14.0	9.8	10.5	10.9
EV/EBITDA	120.3	15.1	9.0	8.5	8.0
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	7.4	29.0	18.3	18.6	16.7
ROE	8.3	42.9	30.2	28.1	23.5
ROIC	182.4	91.7	46.8	74.7	83.1
매출채권회전율	2.6	12.1	10.6	10.8	11.3
재고자산회전율					
부채비율	7.8	74.6	58.5	45.7	36.9
순차입금비율	-95.1	-20.2	-56.5	-70.7	-75.9
이자보상배율	3,009.6	104.1	100.4	129.0	137.8
총차입금	0.0	203.6	203.6	203.6	203.6
순차입금	-261.6	-82.4	-310.8	-514.0	-695.7
NOPLAT	22.7	172.9	255.9	246.0	237.9
FCF	20.1	121.0	221.7	200.5	177.4

Compliance Notice

- 당사는 11월 8일 현재 ‘펠어비스’ 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

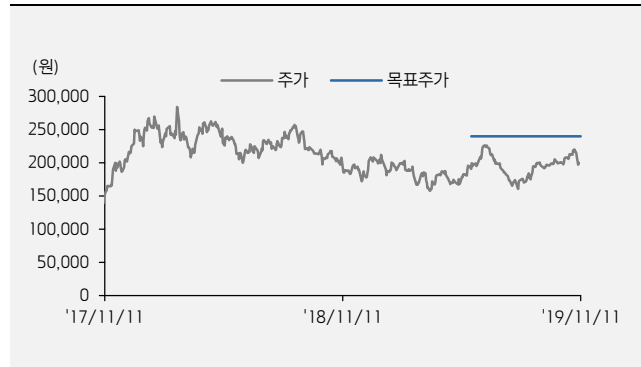
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 사원	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펠어비스 (263750)	2019/05/31	BUY(Initiation)	240,000원	6개월	-16.61	-12.92
	2019/06/12	Outperform (Downgrade)	240,000원	6개월	-18.79	-5.71
	2019/08/12	BUY(Upgrade)	240,000원	6개월	-20.17	-5.71
	2019/08/28	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-19.83	-5.71
	2019/09/23	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-18.29	-5.71
	2019/11/11	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%