



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원(상향)

주가(5/13): 209,600원

시가총액: 27,415억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/13)		691.53pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	226,300원	157,600원
등락률	-7.4%	33.0%
수익률	절대	상대
1M	12.9%	-2.6%
6M	2.3%	-2.0%
1Y	17.7%	20.9%

Company Data

발행주식수		13,080천주
일평균 거래량(3M)		79천주
외국인 지분율		19.3%
배당수익률(20E)		0.0%
BPS(20E)		71,467원
주요 주주	김대일 외 11인	49.8%

투자지표

(실적원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	404.8	535.9	536.9	587.9
영업이익	168.1	150.6	176.0	181.0
EBITDA	172.9	168.0	199.2	205.2
세전이익	175.4	181.3	194.5	202.4
순이익	146.4	157.7	161.5	168.0
지배주주지분순이익	146.4	157.7	161.5	168.0
EPS(원)	11,591	12,120	12,354	12,845
증감률(% YoY)	796.4	4.6	1.9	4.0
PER(배)	17.9	15.3	17.0	16.3
PBR(배)	6.59	4.09	3.61	2.93
EV/EBITDA(배)	15.1	13.0	11.7	10.4
영업이익률(%)	41.5	28.1	32.8	30.8
ROE(%)	42.9	31.6	24.0	19.8
순차입금비율(%)	-20.2	-37.5	-55.4	-64.6

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적리뷰

펄어비스 (263750)

눈앞에 있는 신작 성과를 주시하자



펄어비스의 1Q실적은 매출액 1,332억원(QoQ, +14.2%), 영업이익 462억원(QoQ, +28.5%)을 기록하며 시장 기대치를 상회하였습니다. 검은사막M의 북미/유럽 매출 온기 반영 외에도 전 플랫폼에 걸쳐 매출성장을 이루었습니다. 더불어 마케팅비용 효율화가 진행되며 안정적인 이익창출 능력을 입증하였습니다. 대형신작의 출시 시점이 멀다는 점은 부담이지만 안정성을 바탕으로 2종의 신작을 주시할 필요가 있습니다.

>>> 1Q Review: 검은사막IP의 동반상승과 마케팅 효율화

펄어비스의 1Q실적은 매출액 1,332억원(QoQ, +14.2%), 영업이익 462억원(QoQ, +28.5%)을 기록하며 시장 기대치를 상회하였습니다. 북미/유럽의 검은사막M 온기반영과 콘솔의 서버통합, 환율효과 영향 등으로 모든 플랫폼에서 매출성장이 나타났다. 더불어 이브IP도 소폭 성장하였다. 비용적인 측면에서는 마케팅비용이 급격하게 감소하였다. 이는 신작의 부재도 있었지만 코로나19의 영향으로 오프라인 광고를 급격히 감소시켰기 때문이다.

>>> 대형신작은 멀지만 중소형 신작으로 안정적 실적 기대

이번 실적발표에서 대형신작 3종에 대한 일정(붉은사막, 플랜8, 도깨비)이 드러났다. 붉은사막을 기점으로 내년 4Q부터 순차적으로 출시한다는 계획이다. 이는 당초 기대했던 내년 상반기 출시에서 상당부분 미루어진 것으로 대형신작 3종의 실적기여는 2022년이 되어야 본격화될 것이다.

결국 그 이전까지는 검은사막IP의 유지와 쇄도우 아레나, 이브Echoes 등 일부 신작에 실적이 유지될 것으로 전망된다. 검은사막M 북미/유럽은 작년 12월에 출시되어 현재 하향안정화 되었다. 기대해볼만한 것은 이번 5/21일에 스팀에 Early Access되는 쇄도우 아레나이다. 검은사막IP를 활용한 배틀로얄 장르 게임으로 기존 휴면유저들에게 어필을 할 수 있을 것으로 기대된다. 연말 콘솔버전까지 확대될 예정으로 향후 검은사막IP의 자연감소분을 메꿔줄 것으로 전망된다. 더불어 5/17일에는 넷이즈에서 이브Echoes의 글로벌 일정을 발표할 계획으로 하반기 실적에 기여를 할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 260,000원 상향

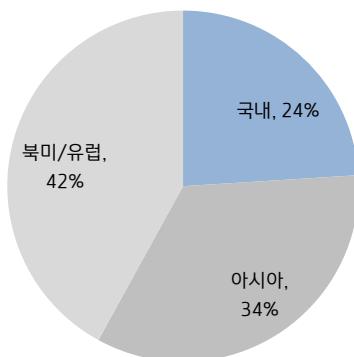
펄어비스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 260,000원으로 상향 한다. 대형신작 3종의 일정이 상당기간 남았다는 점은 부담이다. 하지만 단기적으로 신작게임들이 순차적으로 출시된다는 점, 검은사막IP가 안정적인 모습을 보이고 있어 매출 유지력이 뛰어나며 마케팅비용을 효율화하면서 전년대비 이익성장이 가능하다. 더불어 검은사막M과 PC의 중국판호 대기는 실적추정치에는 반영이 안되어 있지만 잠재적인 성장Point이기 때문에 관심을 기울여야 한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 Target PER 21배를 적용하였다.

펠어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

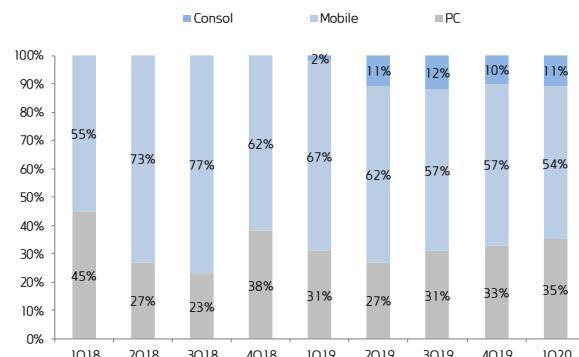
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	132.6	152.3	134.4	116.6	133.2	129.1	131.5	143.2	536.0	536.9	587.9
PC	26.7	26.2	27.1	26.1	32.3	28.7	34.6	38.0	106.0	133.6	162.8
모바일	87.4	94.4	76.6	66.5	71.9	70.5	66.3	69.6	324.9	278.2	269.0
콘솔	4.1	16.8	16.1	11.7	14.7	13.6	13.1	14.1	48.6	55.5	65.6
기타(이브+신작)	14.5	14.9	14.6	12.4	14.3	16.3	17.5	21.5	56.4	69.6	90.5
영업비용	114.5	95.4	94.9	80.7	87.0	89.7	88.1	96.1	385.4	360.9	406.9
인건비	34.0	25.5	26.7	33.1	32.0	32.5	32.8	34.5	119.2	131.8	142.4
지급수수료	41.1	43.8	41.0	18.0	32.7	31.1	31.3	33.8	143.9	129.0	135.4
마케팅비용	30.3	15.4	15.8	16.8	9.4	13.3	11.0	14.5	78.3	48.2	74.2
감가상각비	3.7	4.1	4.6	5.0	5.1	5.0	5.1	5.3	17.4	20.5	21.1
기타	5.4	6.6	6.7	7.8	7.7	7.8	7.9	8.0	26.5	31.4	33.8
영업이익	18.2	56.9	39.5	36.0	46.2	39.3	43.4	47.1	150.6	176.0	181.0
영업이익률	13.7%	37.4%	29.4%	30.8%	34.7%	30.5%	33.0%	32.9%	536.0	536.9	587.9

자료: 펠어비스, 키움증권 추정

1Q 지역별 매출 비중



디바이스 비중 추이



자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

신규 라인업

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
이브온라인(중국)	PC	Sci-Fi MMO	2020년 4월 출시 완료
섀도우 아레나	PC	Battle Royale	2020년 5/21 Early Access
검은사막 PC(중국)	PC	MMORPG	미정
검은사막 M(중국)	Mobile	MMORPG	미정
이브 Echoes	Mobile(넷이즈 개발)	Sci-Fi MMO	2020년 하반기~
붉은사막	PC/Consol	MMORPG	2021년 4Q
플랜 8	PC/Consol	FPS MMO	2022년~
도깨비	PC/Consol	수집형 MMORPG	2022년~

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	404.8	535.9	536.9	587.9	678.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	404.8	535.9	536.9	587.9	678.8
판관비	236.7	385.3	360.9	406.9	446.7
영업이익	168.1	150.6	176.0	181.0	232.1
EBITDA	172.9	168.0	199.2	205.2	256.8
영업외손익	7.2	30.7	18.5	21.4	25.0
이자수익	3.1	5.9	9.0	11.9	15.4
이자비용	1.6	6.3	6.3	6.3	6.3
외환관련이익	11.3	12.1	20.0	20.0	20.0
외환관련순실	5.3	9.9	5.0	5.0	5.0
증속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-0.4	28.8	0.7	0.7	0.8
법인세차감전이익	175.4	181.3	194.5	202.4	257.1
법인세비용	28.9	23.6	33.1	34.4	43.7
계속사업순손익	146.4	157.7	161.5	168.0	213.4
당기순이익	146.4	157.7	161.5	168.0	213.4
지배주주순이익	146.4	157.7	161.5	168.0	213.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	672.5	32.4	0.2	9.5	15.5
영업이익 증감율	674.7	-10.4	16.9	2.8	28.2
EBITDA 증감율	661.7	-2.8	18.6	3.0	25.1
지배주주순이익 증감율	895.9	7.7	2.4	4.0	27.0
EPS 증감율	796.4	4.6	1.9	4.0	27.0
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.5	28.1	32.8	30.8	34.2
EBITDA Margin(%)	42.7	31.3	37.1	34.9	37.8
지배주주순이익률(%)	36.2	29.4	30.1	28.6	31.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	354.5	450.1	632.3	818.1	1,050.5
현금 및 현금성자산	229.0	176.4	327.2	474.2	613.9
단기금융자산	57.1	194.6	243.3	279.8	363.7
매출채권 및 기타채권	50.0	68.9	51.0	52.9	61.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.4	10.2	10.8	11.2	11.8
비유동자산	358.0	417.3	414.1	410.0	405.4
투자자산	9.4	11.5	11.6	11.6	11.7
유형자산	35.6	78.1	83.2	86.8	89.4
무형자산	287.7	293.4	285.1	277.3	270.0
기타비유동자산	25.3	34.3	34.2	34.3	34.3
자산총계	712.5	867.4	1,046.4	1,228.2	1,455.9
유동부채	115.1	123.3	132.6	138.2	144.4
매입채무 및 기타채무	34.8	46.8	56.1	61.7	67.9
단기금융부채	40.0	33.9	33.9	33.9	33.9
기타유동부채	40.3	42.6	42.6	42.6	42.6
비유동부채	189.4	155.1	155.1	155.1	155.1
장기금융부채	163.6	116.2	116.2	116.2	116.2
기타비유동부채	25.8	38.9	38.9	38.9	38.9
부채총계	304.5	278.4	287.7	293.3	299.5
자자지분	408.0	589.0	758.6	934.8	1,156.3
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	192.1	200.0	200.0	200.0	200.0
기타자본	-19.0	-11.7	-11.7	-11.7	-11.7
기타포괄손익누계액	-3.2	5.0	13.1	21.2	29.4
이익잉여금	231.6	389.2	550.7	718.7	932.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	408.0	589.0	758.6	934.8	1,156.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	159.3	168.4	185.6	169.5	209.7
당기순이익	146.4	157.7	161.5	168.0	213.4
비현금항목의 가감	41.2	29.5	27.7	27.1	33.4
유형자산감가상각비	2.8	9.1	14.9	16.4	17.5
무형자산감가상각비	2.0	8.3	8.3	7.8	7.3
지분법평가손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	36.5	12.2	4.6	3.0	8.7
영업활동자산부채증감	-22.9	24.5	26.8	3.2	-2.6
매출채권및기타채권의감소	-20.5	-19.6	17.9	-1.9	-8.2
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	9.4	5.6	6.2
기타	-2.4	44.1	-0.5	-0.5	-0.6
기타현금흐름	-5.4	-43.3	-30.4	-28.8	-34.5
투자활동 현금흐름	-305.0	-180.1	-66.5	-54.4	-101.8
유형자산의 취득	-10.7	-37.0	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-7.1	-5.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	-2.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-36.0	-137.6	-48.7	-36.5	-83.9
기타	-245.3	2.2	2.2	2.1	2.1
재무활동 현금흐름	138.6	-41.8	-1.8	-1.8	-1.8
차입금의 증가(감소)	155.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타현금흐름	-4.4	0.9	33.6	33.6	33.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-11.5	-52.6	150.9	146.9	139.7
기초현금 및 현금성자산	240.5	229.0	176.4	327.2	474.1
기말현금 및 현금성자산	229.0	176.4	327.2	474.1	613.8

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,591	12,120	12,354	12,845	16,312
BPS	31,525	45,229	58,000	71,467	88,401
CFPS	14,855	14,392	14,473	14,918	18,868
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	17.9	15.3	17.0	16.3	12.8
PER(최고)	24.8	19.0	17.7	17.0	
PER(최저)	14.8	12.9	12.6	12.1	
PBR	6.59	4.09	3.61	2.93	2.37
PBR(최고)	9.11	5.10	3.77	3.06	
PBR(최저)	5.44	3.45	2.69	2.18	
PSR	6.49	4.49	5.10	4.66	4.04
PCFR	14.0	12.9	14.5	14.1	11.1
EV/EBITDA	15.1	13.0	11.7	10.4	7.5
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	29.0	20.0	16.9	14.8	15.9
ROE	42.9	31.6	24.0	19.8	20.4
ROIC	91.7	34.6	40.2	43.6	56.7
매출채권회전율	12.1	9.0	9.0	11.3	11.9
재고자산회전율					
부채비율	74.6	47.3	37.9	31.4	25.9
순차입금비율	-20.2	-37.5	-55.4	-64.6	-71.6
이자보상배율	104.1	23.9	28.0	28.8	36.9
총차입금	203.6	150.2	150.2	150.2	150.2
순차입금	-82.4	-220.8	-420.4	-603.8	-827.4
NOPLAT	172.9	168.0	199.2	205.2	256.8
FCF	121.0	122.3	176.1	157.6	194.8

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 현재 '펠어비스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

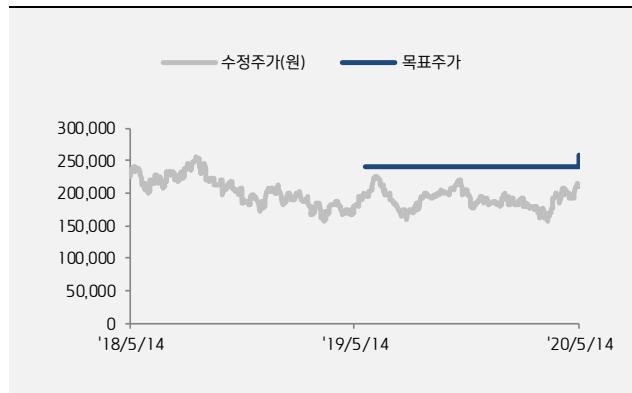
고지사항

- 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	과리율	
				목표가격 대상 시점	평균 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	-18.27 -5.71
	2019/11/11	BUY(Maintain))	240,000원	6개월	-18.57 -5.71
	2020/05/14	BUY(Maintain))	260,000원	6개월	

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%