



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원(상향)

주가(7/8): 79,000원

시가총액: 52,315억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/8)	1,034.48pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	83,400원	36,100원
등락률	-5.3%	118.8%
수익률	절대	상대
1M	34.1%	27.9%
6M	51.9%	45.1%
1Y	79.0%	33.7%

Company Data

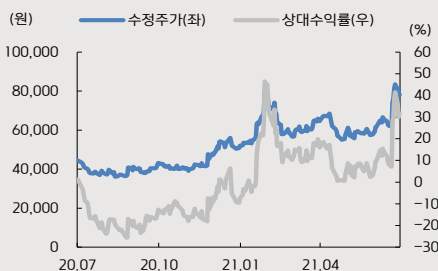
발행주식수	66,222 천주
일평균 거래량(3M)	392천주
외국인 지분율	22.8%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	10,482원
주요 주주	김대일 외 11인 50.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	535.9	488.8	437.8	830.9
영업이익	150.6	157.3	76.5	345.7
EBITDA	168.0	179.2	96.5	367.2
세전이익	181.3	142.0	90.3	362.3
순이익	157.7	100.9	71.4	286.2
지배주주지분순이익	157.7	100.9	71.4	286.2
EPS(원)	2,424	1,543	1,079	4,322
증감률(% YoY)	4.6	-36.3	-30.1	300.7
PER(배)	15.3	33.7	72.5	18.1
PBR(배)	4.09	5.35	7.46	5.36
EV/EBITDA(배)	13.0	17.3	49.8	12.4
영업이익률(%)	28.1	32.2	17.5	41.6
ROE(%)	31.6	16.5	10.7	34.5
순차입금비율(%)	-37.5	-46.6	-53.1	-63.0

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업브리프

펠어비스 (263750)

이제는 모멘텀 공백기가 없다



펠어비스의 2Q실적은 매출액 966억원(QoQ, -4.2%), 영업이익 50억원(QoQ, -61.7%)을 기록하며 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 2Q실적은 기존 게임의 하향안정화 일화성 비용 반영 등으로 기대치를 하회하겠지만 중국 검은사막M을 시작으로 내년까지 신작 일정이 빈틈 없이 이어질 것으로 전망됩니다. 큰 폭으로 성장한 중국시장에서의 가능성과 붉은사막 기대감이 맞물리면서 2022년에는 높은 실적 성장을 기록할 것으로 전망됩니다.

>>> 2Q Preview: 안정화에 초점을 둔 2Q, 인건비는 증가

펠어비스의 2Q실적은 매출액 966억원(QoQ, -4.2%), 영업이익 50억원(QoQ, -61.7%)을 기록하며 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다. 북미/유럽의 자체서비스가 온기반영되지만 전반적인 매출하향안정화가 나타날 것으로 전망되며 업데이트도 6월말에 진행됨에 따라 3Q에 영향을 줄 것으로 예측된다. 비용적인 측면에서는 마케팅비용이 1Q대비 감소하지만 인원수 증가와 인센티브 반영(약 100억원) 등 인건비 증가가 큰 폭으로 나타남에 따라 이익이 큰 폭으로 감소할 것이다.

>>> 하반기부터 모멘텀 공백기간은 없다

이번 검은사막M의 판호 발급으로 모멘텀 공백기간은 없어질 것이다. 통상 현지화 개발은 일정부분 완료가 된 상황이기 때문에 사전예약, CBT, 프리마케팅 등 사전작업이 완료되는 기간을 3~6개월로 잡을 수 있다. 결국 하반기(10월 내외 추정)에는 검은사막M의 중국 출시를 기대할 수 있을 것이다.

중국에서의 상위권 매출은 국내에 비해 훨씬 높은 수준으로 유지가 되고 있으며 검은사막M이 중국에서 가장 기대되는 게임 중 하나로 언급되고 있다는 점에서 실적기여도가 높을 것으로 전망된다. 당사에서는 초기에는 중국 iOS기준 매출 5위 이상 기록할 수 있을 것으로 추정하고 있으며 하향 안정화 단계를 거쳐 15~30위권을 유지할 수 있을 것으로 기대한다. (2021년 일평균 매출 28억원 추정, 2022년 일평균 매출 13억원 추정, R/S비율 23% 적용)

이후 붉은사막 PC/콘솔이 올해 연말 혹은 내년 초에 출시될 것으로 전망되며 이후 붉은사막 모바일, 내년 연말에는 메타버스 게임인 도깨비까지 이어질 것으로 예상됨에 따라 이전과는 다르게 모멘텀 공백기가 없을 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 100,000원 상향

펠어비스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 100,000원으로 상향한다. 2Q실적에 대한 부담보다는 중국 검은사막M의 출시일정이 확정되고 관련된 사전작업이 진행되면 기대치가 추가로 반영될 수 있다는 것을 고려해야 할 것이다. 더불어 붉은사막과 도깨비도 여름에 영상 공개가 있을 예정이다. 목표주가는 2022년 예상 EPS에 Target PER 23배를 적용하였다.

펠어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	133.2	131.7	118.3	105.6	100.9	96.6	101.3	139.0	488.8	437.8	830.9
PC	32.3	39.0	33.1	32.6	35.9	36.3	37.5	36.1	137.1	145.8	266.4
모바일(중국 포함)	71.9	56.6	52.1	42.2	36.3	32.3	35.9	75.2	222.8	179.8	300.1
콘솔	14.7	17.1	11.8	11.6	11.1	10.7	11.3	10.9	55.2	44.0	188.8
기타(이브+신작)	14.3	18.9	21.3	19.1	17.6	17.3	16.6	16.8	73.6	68.3	75.7
영업비용	87.0	81.1	77.8	85.6	87.8	91.6	86.7	95.1	331.5	361.3	485.2
인건비	32.0	30.9	30.6	32.7	36.4	44.1	37.0	39.8	126.2	157.3	191.0
지급수수료	32.7	29.3	25.3	24.3	23.6	23.4	24.6	23.6	111.6	95.2	140.4
마케팅비용	9.4	9.2	9.2	16.1	15.1	11.3	12.1	18.0	44.0	56.5	95.4
감가상각비	5.1	5.6	5.7	5.5	5.7	5.7	5.8	5.9	21.9	23.1	24.3
기타	7.7	6.2	6.9	7.0	7.0	7.1	7.2	7.8	27.8	29.1	34.1
영업이익	46.2	50.6	40.5	20.0	13.1	5.0	14.5	44.0	157.3	76.6	345.7
영업이익률	34.7%	38.4%	34.3%	18.9%	13.0%	5.2%	14.4%	31.6%	32.2%	17.5%	41.6%

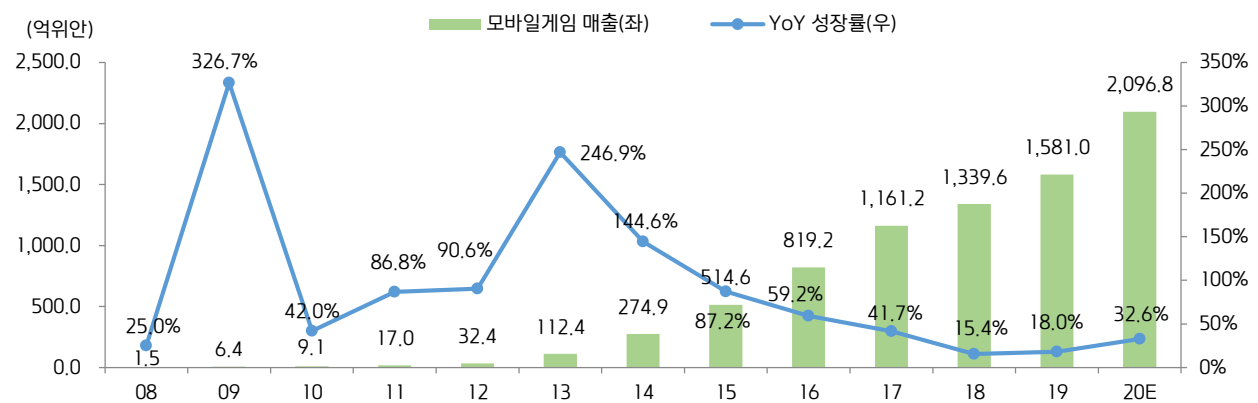
자료: 펠어비스, 키움증권 추정

신규 라인업

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
검은사막 M(중국)-판호발급	Mobile	MMORPG	2021년 4Q 추정
검은사막 PC(중국)-판호미발급	PC	MMORPG	미정
붉은사막	PC/Consol	MMORPG	2021년 연말~
붉은사막	Mobile	MMORPG	2022년
도깨비	PC/Consol	메타버스 MMORPG	2022년 4Q~
플랜 8	PC/Consol	FPS MMO	2023년~

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

중국 모바일게임시장 규모 추이



자료: IDC, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	535.9	488.8	437.8	830.9	931.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	535.9	488.8	437.8	830.9	931.5
판매비	385.3	331.5	361.3	485.2	561.2
영업이익	150.6	157.3	76.5	345.7	370.3
EBITDA	168.0	179.2	96.5	367.2	392.8
영업외손익	30.7	-15.3	13.8	16.6	20.2
이자수익	5.9	4.8	5.7	8.4	12.0
이자비용	6.3	3.5	3.5	3.5	3.5
외환관련이익	12.1	15.3	17.0	17.0	17.0
외환관련손실	9.9	39.9	12.0	12.0	12.0
종속 및 관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	28.8	8.0	6.6	6.7	6.7
법인세차감전이익	181.3	142.0	90.3	362.3	390.5
법인세비용	23.6	41.1	19.0	76.1	82.0
계속사업순이익	157.7	100.9	71.4	286.2	308.5
당기순이익	157.7	100.9	71.4	286.2	308.5
지배주주순이익	157.7	100.9	71.4	286.2	308.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.4	-8.8	-10.4	89.8	12.1
영업이익 증감율	-10.4	4.4	-51.4	351.9	7.1
EBITDA 증감율	-2.8	6.7	-46.1	280.5	7.0
지배주주순이익 증감율	7.7	-36.0	-29.2	300.8	7.8
EPS 증감율	4.6	-36.3	-30.1	300.7	7.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.1	32.2	17.5	41.6	39.8
EBITDA Margin(%)	31.3	36.7	22.0	44.2	42.2
지배주주순이익률(%)	29.4	20.6	16.3	34.4	33.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	450.1	481.8	539.9	814.8	1,133.3
현금 및 현금성자산	176.4	202.1	241.6	406.6	619.1
단기금융자산	194.6	217.5	250.1	325.1	422.7
매출채권 및 기타채권	68.9	52.7	39.4	74.8	83.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	10.2	9.5	8.8	8.3	7.7
비유동자산	417.3	415.4	418.4	419.9	400.4
투자자산	11.5	22.7	25.8	28.8	31.8
유형자산	78.1	96.8	104.7	110.5	94.8
무형자산	293.4	270.1	262.2	254.8	248.0
기타비유동자산	34.3	25.8	25.7	25.8	25.8
자산총계	867.4	897.2	958.4	1,234.7	1,533.7
유동부채	123.3	181.7	185.6	190.0	194.8
매입채무 및 기타채무	46.8	39.8	43.8	48.1	53.0
단기금융부채	33.9	89.8	89.8	89.8	89.8
기타유동부채	42.6	52.1	52.0	52.1	52.0
비유동부채	155.1	78.6	78.6	78.6	78.6
장기금융부채	116.2	33.2	33.2	33.2	33.2
기타비유동부채	38.9	45.4	45.4	45.4	45.4
부채총계	278.4	260.3	264.3	268.6	273.5
지배지분	589.0	636.9	694.1	966.1	1,260.3
자본금	6.5	6.5	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	200.0	202.3	202.3	202.3	202.3
기타자본	-11.7	-52.7	-52.7	-52.7	-52.7
기타포괄손익누계액	5.0	-9.3	-23.5	-37.8	-52.0
이익잉여금	389.2	490.1	561.4	847.7	1,156.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	589.0	636.9	694.1	966.1	1,260.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	168.4	157.4	98.3	266.3	316.3
당기순이익	157.7	100.9	71.4	286.2	308.5
비현금항목의 가감	29.5	77.7	25.7	81.6	85.0
유형자산감가상각비	9.1	13.1	12.1	14.2	15.7
무형자산감가상각비	8.3	8.8	7.9	7.4	6.9
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	12.2	55.8	5.7	60.0	62.4
영업활동자산부채증감	24.5	22.5	17.9	-30.4	-3.7
매출채권및기타채권의감소	-19.6	17.7	13.3	-35.4	-9.1
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.0	4.4	4.8
기타	44.1	4.8	0.6	0.6	0.6
기타현금흐름	-43.3	-43.7	-16.7	-71.1	-73.5
투자활동 현금흐름	-180.1	-70.4	-63.5	-105.9	-108.4
유형자산의 취득	-37.0	-26.7	-20.0	-20.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.7	-1.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.0	-11.2	-3.0	-3.0	-3.0
단기금융자산의감소(증가)	-137.6	-22.9	-32.6	-75.0	-97.5
기타	2.2	-7.8	-7.9	-7.9	-7.9
재무활동 현금흐름	-41.8	-55.7	-4.1	-4.2	-4.2
차입금의 증가(감소)	-40.0	-10.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-41.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.8	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2
기타현금흐름	0.9	-5.6	8.8	8.8	8.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-52.6	25.8	39.5	165.0	212.5
기초현금 및 현금성자산	229.0	176.4	202.1	241.6	406.7
기말현금 및 현금성자산	176.4	202.1	241.6	406.7	619.2

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	2,424	1,543	1,079	4,322	4,658
BPS	9,046	9,739	10,482	14,589	19,032
CFPS	2,878	2,733	1,468	5,554	5,941
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	15.3	33.7	72.5	18.1	16.8
PER(최고)	19.0	36.3			
PER(최저)	12.9	20.2			
PBR	4.09	5.35	7.46	5.36	4.11
PBR(최고)	5.10	5.75			
PBR(최저)	3.45	3.20			
PSR	4.49	6.96	11.82	6.23	5.56
PCFR	12.9	19.1	53.3	14.1	13.2
EV/EBITDA	13.0	17.3	49.8	12.4	10.8
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	20.0	11.4	7.7	26.1	22.3
ROE	31.6	16.5	10.7	34.5	27.7
ROIC	34.6	29.4	18.1	80.6	85.1
매출채권회전율	9.0	8.0	9.5	14.6	11.7
재고자산회전율					
부채비율	47.3	40.9	38.1	27.8	21.7
순차입금비율	-37.5	-46.6	-53.1	-63.0	-72.9
이자보상배율	23.9	45.3	22.0	99.5	106.6
총차입금	150.2	123.0	123.0	123.0	123.0
순차입금	-220.8	-296.6	-368.6	-608.7	-918.8
NOPLAT	168.0	179.2	96.5	367.2	392.8
FCF	122.3	121.8	78.4	244.2	311.4

Compliance Notice

- 당사는 7월 8일 현재 '펠어비스' 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.

고지사항

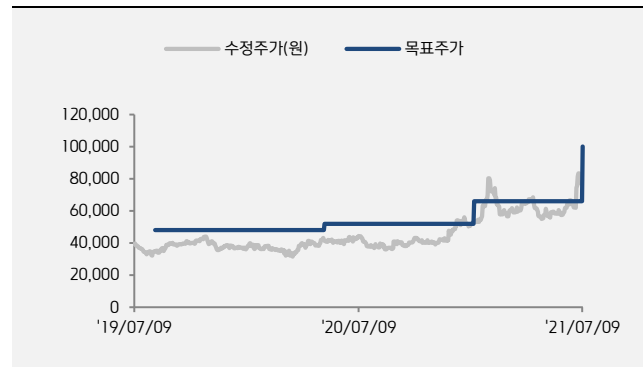
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펠어비스 (263750)	2019/08/12	BUY(Upgrade))	48,000원	6개월	-26.45	-23.25
	2019/08/28	BUY(Maintain))	48,000원	6개월	-21.63	-16.50
	2019/09/23	BUY(Maintain))	48,000원	6개월	-17.86	-8.33
	2019/11/11	BUY(Maintain))	48,000원	6개월	-19.72	-8.33
	2020/05/14	BUY(Maintain))	52,000원	6개월	-22.67	-14.62
	2020/09/02	BUY(Maintain))	52,000원	6개월	-22.56	-14.62
	2021/01/13	BUY(Maintain))	66,000원	6개월	-5.16	26.36
	2021/07/09	BUY(Maintain))	100,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%