

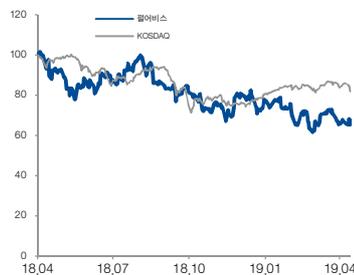
## 안정적인 검은사막 IP

현재주가 (5/10)	169,700원	
상승여력	23.7%	
시가총액	22,093억원	
발행주식수	13,019천주	
자본금/액면가	65억원/500원	
52주 최고/최저가	257,000원/157,800원	
일평균 거래대금 (60일)	253억원	
외국인지분율	7.76%	
주요주주	김대일외12인(50.09%)	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-8.4	-15.4 -19.1
상대주가(%p)	-4.3	-14.9 -23.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	11,819	17,018	190,000
After	12,310	16,923	210,000
Consensus	13,548	17,890	244,786
Cons. 차이	-9.1%	-5.4%	-14.2%

### 최근 12개월 주가수익률



자료 WiseFn, 현대차증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 1분기 실적은 컨센서스 하회하는 부진한 실적 기록. 실적 부진의 원인은 1) 직원 성과급 지급에 따른 인건비 상승, 2) 직원 연봉 인상에 따른 고정비 상승, 3) 검은사막 모바일 일본 지역과 콘솔 출시 관련 마케팅 비용 지출에 따른 비용 상승, 4) 콘솔 매출 지연
- 비용증가로 인해 실적은 부진했지만 검은사막 IP 게임들의 경우 꾸준히 유지되고 있음. 검은사막 온라인은 꾸준한 콘텐츠 업데이트로 지난 분기보다 매출이 증가한 상황 (+5.7% QoQ). 또한 5월 30일부터 동사는 검은사막 온라인 국내 서비스를 자체적으로 진행하게 됨에 따라 온라인 부문의 안정적인 매출은 지속적으로 유지될 것으로 전망
- 검은사막 모바일은 일본 출시 후 첫분기 10억원 이상의 일매출을 기록한 것으로 추정. 또한, 현재까지도 꾸준히 10위권에서 경쟁하고 있어 기존 기대치보다 안정적으로 매출이 유지되고 있는 상황. 추가적인 해외 확장은 4분기 중 글로벌 원빌드 방식으로 출시할 것으로 밝힘
- 검은사막 콘솔의 경우 출시 첫 분기 판매금액의 84%가 2분기로 지연되며 26억을 기록하였으나, 전체 판매금액은 130억원 대로 기존 기대치를 상회하는 매출 기록. 또한, 빠른 시일 내로 Xbox 외 플레이스테이션 등 추가적인 플랫폼 확장을 밝히면서 추가적인 매출 상승 가능할 것으로 전망

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액은 1,308억원(+73.2% YoY, +31.3% QoQ), 영업이익은 150억원(-55.4% YoY, -22.7% QoQ)을 기록하며 예상치 하회. 직원 성과급 지급과 임금 인상에 따른 인건비 상승과 검은사막 모바일 일본/콘솔 관련 마케팅 비용 지출이 실적 부진의 주 원인
- 북미/유럽 지역 4분기 출시 후 평균 일매출 3.5억원 가점. 중국 판호 발급이 가능할 경우 검은사막 온라인과 EVE온라인, EVE Echoes의 중국 지역 출시로 이익 확장 및 모멘텀 발현될 전망 가점

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 꾸준한 검은사막 IP의 매출과 모바일 일본 지역 및 콘솔 버전을 성공적으로 출시하며 안정적으로 해외 및 플랫폼 확장을 이뤄내고 있는 상황. 투자자의견 BUY 유지하며 목표 주가는 210,000원으로 상향검은사막 모바일 출시 직전 12M forward P/E 멀티플 15배를 Target P/E로 활용)

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	337	281	244	285	3,173	N/A	0.0	0.0	-0.9	112.9	N/A
2017	524	217	147	227	1,293	-59.2	191.5	10.9	120.3	9.9	0.0
2018P	4,043	1,668	1,453	1,723	11,819	814.0	17.6	6.6	13.7	42.5	0.0
2019F	6,110	2,867	2,203	2,999	17,018	44.0	11.9	4.2	6.9	42.4	0.0
2020F	6,727	3,484	2,777	3,618	21,459	26.1	9.4	2.9	4.9	36.2	0.0

\* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 펠어비스 2019년 1분기 실적

(단위: 억원 %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	1Q18	4Q18	1Q19P	(YoY)	(QoQ)	1Q19P	대비	1Q19P	대비
매출액	756	996	1,308	73.1%	31.3%	1,331	-1.8%	1,306	0.2%
영업이익	336	194	150	-55.2%	-22.5%	265	-43.3%	257	-41.6%
세전이익	346	214	170	-50.8%	-20.5%	249	-31.7%	266	-36.0%
당기순이익	278	147	125	-54.9%	-14.9%	202	-37.7%	213	-41.2%

주: KIFRS 연결 기준

자료: 펠어비스, WiseFn, 한디캐증권

〈표2〉 펠어비스 수익추정 변경

(단위: 억원 %)

	변경치		이전치		변화율	
	19F	20F	19F	20F	19F	20F
매출액	6,177	6,817	6,017	6,972	2.7%	-2.2%
영업이익	2,046	2,793	2,289	3,318	-10.6%	-15.8%
세전이익	2,085	2,885	2,283	3,347	-8.7%	-13.8%
순이익	1,601	2,203	1,816	2,640	-11.9%	-16.5%

자료: 펠어비스, 한디캐증권

〈표3〉 펠어비스 분기실적 추이 및 전망

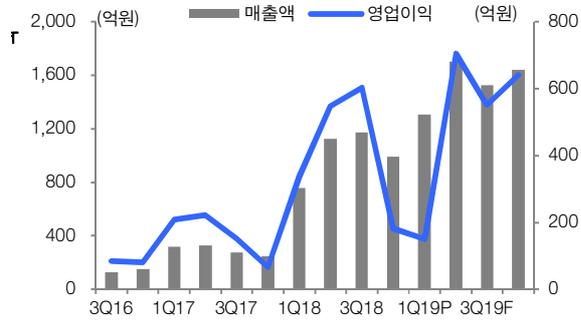
(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
영업수익	755	1,127	1,170	991	1,308	1,702	1,528	1,640
검은사막 온라인	339	299	273	247	260	252	255	248
국내	60	39	54	41	62	60	69	67
해외	279	260	219	206	199	192	187	181
검은사막 모바일	416	828	897	614	876	1,216	1,047	1,192
국내	416	828	762	405	396	320	308	292
해외	-	-	135	209	480	896	739	900
검은사막 콘솔	-	-	-	-	26	55	49	40
CCP게임즈	-	-	-	129	145	179	177	160
영업비용	419	579	567	809	1,157	997	977	1,000
인건비	98	150	119	215	340	257	270	284
지급수수료	178	300	315	413	424	423	365	409
광고선전비	105	92	100	95	303	221	253	213
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
감가상각비	6	7	9	26	37	41	38	40
기타	18	20	21	60	54	56	51	54
CCP게임즈	-	-	-	124	156	188	186	170
영업이익	336	548	603	182	150	704	551	640
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	18.3%	11.5%	41.4%	36.1%	39.0%
세전이익	343	610	587	201	170	700	560	655
세전이익률	45.4%	54.1%	50.2%	20.2%	13.0%	41.1%	36.6%	40.0%
순이익	278	522	517	136	125	553	433	490
순이익률	36.9%	46.3%	44.2%	13.7%	9.5%	32.5%	28.4%	29.9%

주: KIFRS 연결 기준

자료: 펠어비스, 한디캐증권

〈그림1〉 펠어비스 실적 추이



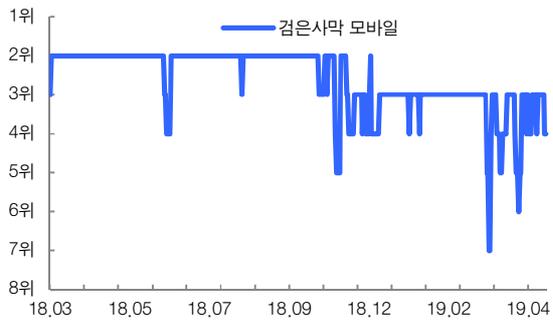
자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림2〉 플랫폼별 국내/해외 매출 비중



자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림3〉 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출 순위



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림4〉 검은사막 모바일 일본 앱스토어 매출 순위



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈표4〉 펠어비스 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
펠어비스	검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	일본	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	북미/유럽	MMORPG	4Q19
	검은사막 모바일	동남아	MMORPG	4Q19
	Eve Echoes		Sci-fi MMO	2019
	Eve War of Ascension		전략	2019
	프로젝트 K (PC/콘솔)		MMO-FPS	2020
	프로젝트 V		캐주얼 MMO	2020

자료 : 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	524	4,048	6,177	6,817	6,786
증가율 (%)	55.5	672.7	52.6	10.4	-0.5
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	524	4,048	6,177	6,817	6,786
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	55.5	672.7	52.6	10.4	-0.5
<b>판매관리비</b>	307	2,367	4,131	4,024	4,161
판매비율 (%)	58.7	58.5	66.9	59.0	61.3
<b>EBITDA</b>	227	1,729	2,815	3,176	2,830
EBITDA 이익률 (%)	43.3	42.7	45.6	46.6	41.7
증가율 (%)	-20.5	663.1	62.8	12.8	-10.9
<b>영업이익</b>	217	1,681	2,046	2,793	2,625
영업이익률 (%)	41.3	41.5	33.1	41.0	38.7
증가율 (%)	-23.0	676.2	21.7	36.5	-6.0
<b>영업외손익</b>	-41	71	38	92	101
금융수익	8	144	233	257	278
금융비용	49	69	198	167	177
기타영업외손익	0	-4	3	1	0
증속/관계기업관련손익	1	1	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	177	1,754	2,085	2,885	2,727
세전계속사업이익률	33.8	43.3	33.8	42.3	40.2
증가율 (%)	-37.7	890.4	18.9	38.4	-5.5
법인세비용	30	289	484	682	647
계속사업이익	147	1,464	1,601	2,203	2,080
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	147	1,464	1,601	2,203	2,080
당기순이익률 (%)	28.1	36.2	25.9	32.3	30.7
증가율 (%)	-39.7	894.2	9.3	37.6	-5.6
지배주주지분 순이익	147	1,464	1,601	2,203	2,080
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-26	0	0	0
총포괄이익	142	1,439	1,601	2,203	2,080

(단위: 억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	265	1,593	2,785	2,619	2,385
<b>당기순이익</b>	147	1,464	1,601	2,203	2,080
유형자산 상각비	7	28	56	66	64
무형자산 상각비	3	20	714	317	140
외환손익	37	12	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	66	-229	314	-57	10
기타	5	297	101	91	91
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-83	-3,050	-428	-1,220	-24
투자자산의 감소(증가)	-31	-61	46	4	0
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-40	-107	-130	-130	0
기타	-12	-2,883	-343	-1,094	-24
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	1,788	1,386	-302	-92	-92
장기차입금의 증가(감소)	-60	1,563	-200	-800	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	1,858	111	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-11	-287	-102	708	-92
<b>기타현금흐름</b>	-33	-44	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	1,936	-115	2,056	1,308	2,270
기초현금	469	2,405	2,290	4,345	5,653
기말현금	2,405	2,290	4,345	5,653	7,923

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	2,799	3,545	6,460	8,763	11,050
현금성자산	2,405	2,290	4,345	5,636	7,885
단기투자자산	211	531	874	1,969	1,993
매출채권	159	410	722	675	683
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	24	314	517	483	489
<b>비유동자산</b>	167	3,580	2,896	2,640	2,436
유형자산	62	356	431	494	430
무형자산	42	2,877	2,163	1,847	1,706
투자자산	32	94	49	46	47
기타비유동자산	30	253	253	253	253
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	2,966	7,125	9,356	11,403	13,486
<b>유동부채</b>	198	1,151	1,436	2,155	2,169
단기차입금	0	200	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	200	200	1,000	1,000
기타유동부채	198	751	1,236	1,155	1,169
<b>비유동부채</b>	16	1,894	2,238	1,380	1,390
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	1,159	1,159	359	359
장기금융부채 (리스포함)	0	204	204	204	204
기타비유동부채	16	531	875	818	828
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	214	3,045	3,675	3,535	3,560
<b>지배주주지분</b>	2,752	4,080	5,681	7,884	9,964
자본금	60	65	65	65	65
자본잉여금	1,815	1,921	1,921	1,921	1,921
자본조정 등	31	-190	-190	-190	-190
기타포괄이익누계액	-6	-32	-32	-32	-32
이익잉여금	851	2,316	3,917	6,120	8,200
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,752	4,080	5,681	7,884	9,964

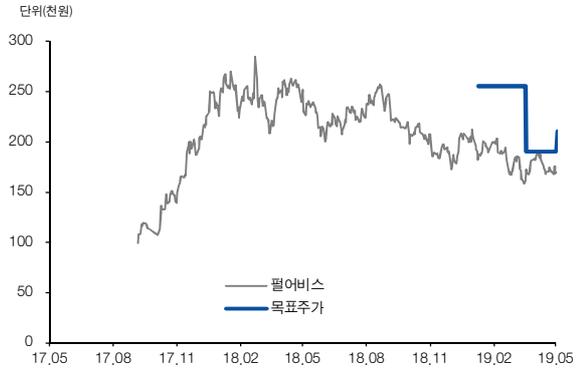
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	1,293	11,591	12,310	16,923	15,978
EPS(지배순이익 기준)	1,293	11,591	12,310	16,923	15,978
BPS(자본총계 기준)	22,807	31,525	43,639	60,561	76,539
BPS(지배지분 기준)	22,807	31,525	43,639	60,561	76,539
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	191.5	17.9	13.6	9.9	10.5
PER(지배순이익 기준)	191.5	17.9	13.6	9.9	10.5
PBR(자본총계 기준)	10.9	6.6	3.8	2.8	2.2
PBR(지배지분 기준)	10.9	6.6	3.8	2.8	2.2
EV/EBITDA(Reported)	120.3	15.0	6.5	5.0	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	-59.2	796.4	6.2	37.5	-5.6
EPS(지배순이익 기준)	-59.2	796.4	6.2	37.5	-5.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	9.9	42.9	32.8	32.5	23.3
ROE(지배순이익 기준)	9.9	42.9	32.8	32.5	23.3
ROA	8.6	29.0	19.4	21.2	16.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	7.8	74.6	64.7	44.8	35.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	3,009.6	104.1	20.0	30.4	28.6

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과달(%)	
			평균	최고/최저
19/01/18	BUY	255,000	-23.4	-20.4
19/02/15	BUY	255,000	-27.9	-20.4
19/03/28	BUY	190,000	-7.3	-1.4
19/05/13	BUY	210,000	-	-

▶ 최근 2년간 펠어비스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최진성의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	140건	89.17%
보유	17건	10.83%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.