

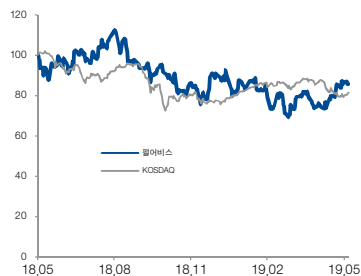
원게임 할인 요소 제거

현재주가 (6/7)	202,300원	
상승여력	23.6%	
시가총액	26,340억원	
발행주식수	13,020천주	
자본금/액면가	65억원/500원	
52주 최고/최저가	257,000원/157,800원	
일평균 거래대금 (60일)	212억원	
외국인지분율	10.24%	
주요주주	김대일외12인(50.08%)	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	15.4	15.6 3.6
상대주가(%p)	24.2	22.1 2.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	11,819	17,018	210,000
After	12,156	19,232	250,000
Consensus	13,127	17,904	244,786
Cons. 차이	-7.4%	7.4%	2.1%

최근 12개월 주가수익률



자료 WiseFn, 한대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 투자 의견 BUY 유지하고 목표주가 250,000원으로 상향. 당사는 최근 프로젝트 K/V 외에 추가 MMORPG 1종 신작 개발, 콘솔관련 추가 플랫폼 확장, 검은사막 모바일의 글로벌 출시 발표로 긍정적인 모멘텀이 주가에 반영되는 모습. 목표주가 상향 이유는 2019년 콘솔 추가 플랫폼 출시를 반영하여 이익 추정치를 상향하였고, 원게임 리스크가 해소되어야 한다는 판단 하에 Target P/E 멀티플을 상향 하였기 때문
- 검은사막은 성공적으로 플랫폼/해외 확장을 이어가고 있는 상황. 검은사막 온라인 국내 서비스는 카카오페이에서 동사 직접 서비스로 전환하며 DAU는 이전 대비 약 2배 증가하였고 자체 서비스 시작 당일 신규 및 복귀 이용자는 각각 10배, 15배 증가
- 검은사막 모바일은 일본 출시 후 현재까지도 꾸준히 10위권에서 경쟁하고 있어 안정적인 매출이 유지되고 있는 상황. 업데이트시마다 주기적으로 순위가 올라오는 모습을 보여주고 있음. 추가적인 해외 확장은 4분기 중 글로벌 원월드 방식으로 출시할 것으로 예상
- 당사는 이전 자료를 통해 올해 안에 국내 게임에 대한 외자 판호 발급은 어려울 것으로 예상. 하지만 동사의 경우 사각지대에 있다고 판단함. CCP게임즈의 이브 온라인은 기존에 중국에서 이미 서비스되던 게임으로 2017년에 판호발급을 신청한 상황. NHN의 'Compass'가 일본 게임으로 분류되어 판호발급을 받았던 사례와 유사하게 '이브온라인'의 연내 판호 발급은 가능성이 높을 것으로 판단

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액은 1,595억원(+41.5% YoY, +22.0% QoQ), 영업이익은 662억원(+20.8% YoY, +340.7% QoQ)을 기록할 것으로 예상. 1분기 이연된 콘솔 매출 인식, 검은사막 모바일 일본 매출 온기 반영, 검은사막 PC 국내 직접서비스 전환에 따른 양호한 실적 기록할 것으로 예상. 검은사막 모바일 글로벌 신규 지역 일매출 5억원 가정

3) 주가전망 및 Valuation

- 연초 과도한 공매도와 외인들의 꾸준한 매도로 좋지 않은 주가 흐름을 보였으나, 최근 외인들의 꾸준한 매수세와 함께 양호한 주가 흐름을 보이고 있는 상황(연내 최저 6.82%, 현재 10.24%). 검은사막 IP의 모든 플랫폼 진출과 CCP게임즈의 추가적인 매출 발생 가능성 감안할 때 기존의 원게임 리스크는 해소되어야 한다는 판단. 목표주가는 250,000원으로 상향(검은사막 모바일 출시 직전 12M forward P/E 멀티플 15.2배에 10% 할증한 16.7배를 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 (%)
2017	524	217	147	227	1,293	-75.2	191.5	10.9	120.3	8.3	0.0
2018	4,048	1,681	1,464	1,729	11,591	796.4	17.9	6.6	15.0	42.9	0.0
2019F	6,035	2,047	1,581	2,181	12,156	4.9	16.1	4.4	10.3	32.1	0.0
2020F	7,339	3,235	2,504	3,370	19,232	58.2	10.2	3.1	5.9	35.6	0.0
2021F	7,603	3,191	2,485	3,315	19,083	-0.8	10.3	2.4	5.2	26.1	0.0

* K-IFRS 연결 기준

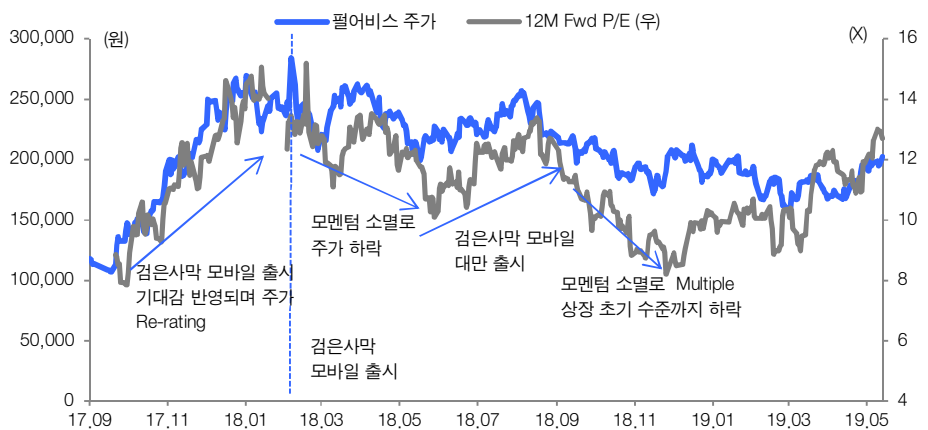
〈표1〉 펠어비스 분기실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
영업수익	755	1,127	1,170	991	1,308	1,595	1,476	1,638
검은사막 온라인	339	299	273	247	260	272	324	314
국내	60	39	54	41	62	80	138	134
해외	279	260	219	206	199	192	187	181
검은사막 모바일	416	828	897	614	876	1,066	926	1,083
국내	416	828	762	405	396	320	308	292
해외	-	-	135	209	480	746	618	791
검은사막 콘솔	-	-	-	-	26	77	49	81
CCP게임즈	-	-	-	129	145	179	177	160
영업비용	419	579	567	809	1,157	933	941	969
인건비	98	150	119	215	340	257	270	284
지급수수료	178	300	315	413	424	376	331	379
광고선전비	105	92	100	95	303	207	253	213
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
감가상각비	6	7	9	26	37	39	37	40
기타	18	20	21	60	54	53	50	54
CCP게임즈	-	-	-	124	156	188	186	170
영업이익	336	548	603	182	150	662	535	669
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	18.3%	11.5%	41.5%	36.2%	40.8%
세전이익	343	610	587	201	170	664	547	683
세전이익률	45.4%	54.1%	50.2%	20.2%	13.0%	41.6%	37.1%	41.7%
순이익	278	522	517	136	125	520	418	502
순이익률	36.9%	46.3%	44.2%	13.7%	9.5%	32.6%	28.3%	30.6%

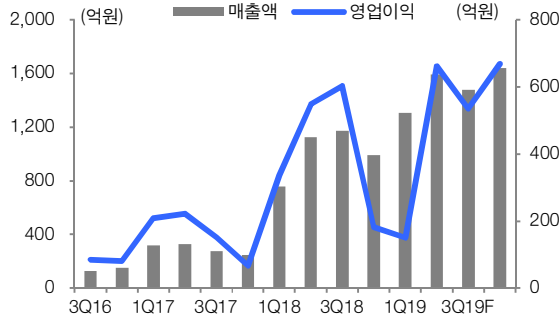
주: K-IFRS 연결 기준,
자료: 펠어비스, 한디치증권

〈그림1〉 펠어비스 주가 및 12M Fwd P/E 추이



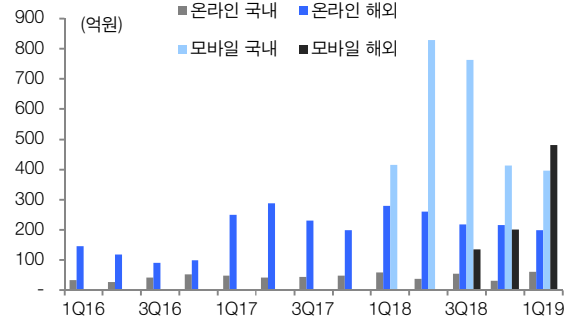
자료: Wisein, 한디치증권

〈그림2〉 펠어비스 실적 추이



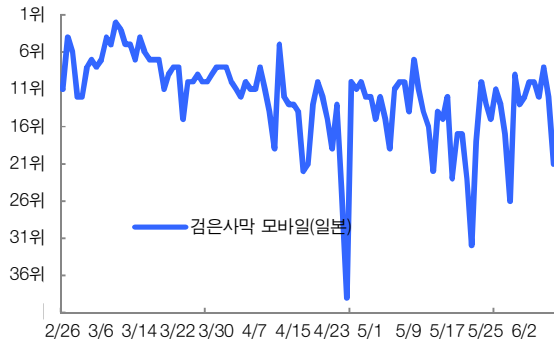
자료: 펠어비스, 현대차증권

〈그림3〉 플랫폼별 국내/해외 매출 비중



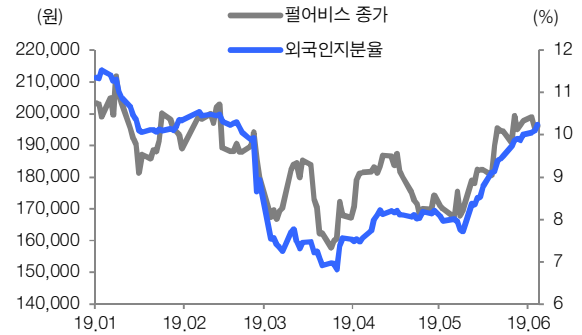
자료: 펠어비스, 현대차증권

〈그림4〉 검은사막 모바일 일본 앱스토어 매출 순위



자료: 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림5〉 외국인지분율과 펠어비스 증가 추이



자료: 모바일인덱스, 현대차증권

〈표2〉 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
	MMORPG 신작 1 종		MMORPG	2020

자료: 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	524	4,048	6,035	7,339	7,603
증가율 (%)	-43.5	672.7	49.1	21.6	3.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	524	4,048	6,035	7,339	7,603
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-43.5	672.7	49.1	21.6	3.6
판매관리비	307	2,367	3,988	4,104	4,412
판매비율 (%)	58.7	58.5	66.1	55.9	58.0
EBITDA	227	1,729	2,181	3,370	3,315
EBITDA 이익률 (%)	43.3	42.7	36.1	45.9	43.6
증가율 (%)	-62.6	663.1	26.1	54.5	-1.6
영업이익	217	1,681	2,047	3,235	3,191
영업이익률 (%)	41.3	41.5	33.9	44.1	42.0
증가율 (%)	-63.6	676.2	21.8	58.0	-1.4
영업외손익	-41	71	46	99	119
금융수익	8	144	202	238	261
금융비용	49	69	154	125	137
기타영업외손익	0	-4	-2	-13	-5
증속/관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	177	1,754	2,095	3,335	3,311
세전계속사업이익률	33.8	43.3	34.7	45.4	43.6
증가율 (%)	-69.7	890.4	19.5	59.2	-0.7
법인세비용	30	289	514	831	826
계속사업이익	147	1,464	1,581	2,504	2,485
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	147	1,464	1,581	2,504	2,485
당기순이익률 (%)	28.1	36.2	26.2	34.1	32.7
증가율 (%)	-71.0	894.2	8.0	58.4	-0.8
지배주주지분 순이익	147	1,464	1,581	2,504	2,485
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-26	39	0	0
총포괄이익	142	1,439	1,620	2,504	2,485

(단위: 억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	265	1,593	2,135	2,727	2,565
당기순이익	147	1,464	1,581	2,504	2,485
유형자산 상각비	7	28	87	100	90
무형자산 상각비	3	20	46	34	34
외환손익	37	12	-15	0	0
운전자본의 감소(증가)	66	-229	376	89	-42
기타	5	297	59	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-83	-3,050	-1,536	-2,685	197
투자자산의 감소(증가)	-11	-61	46	-4	3
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-40	-107	-117	-130	0
기타	-32	-2,883	-1,465	-2,551	193
재무활동으로인한현금흐름	1,788	1,386	-199	0	0
장기차입금의 증가(감소)	-11	1,563	-131	-800	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	1,798	111	69	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	-287	-137	800	0
기타현금흐름	-33	-44	13	0	0
현금의증가(감소)	1,936	-115	414	42	2,761
기초현금	469	2,405	2,290	2,703	2,745
기말현금	2,405	2,290	2,703	2,745	5,507

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,799	3,545	5,945	8,662	11,171
현금성자산	2,405	2,290	2,703	2,745	5,507
단기투자자산	211	531	1,977	4,528	4,335
매출채권	159	410	747	821	786
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	24	314	517	568	544
비유동자산	167	3,580	3,651	3,651	3,525
유형자산	62	356	469	499	409
무형자산	42	2,877	2,882	2,848	2,814
투자자산	32	94	49	54	52
기타비유동자산	30	253	250	250	250
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,966	7,125	9,596	12,314	14,697
유동부채	198	1,151	1,514	2,442	2,381
단기차입금	0	200	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	200	220	1,020	1,020
기타유동부채	198	751	1,294	1,422	1,361
비유동부채	16	1,894	2,306	1,593	1,552
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	1,159	1,169	369	369
장기금융부채 (리스포함)	0	204	263	263	263
기타비유동부채	16	531	874	961	920
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	214	3,045	3,820	4,034	3,932
지배주주지분	2,752	4,080	5,775	8,279	10,764
자본금	60	65	65	65	65
자본잉여금	1,815	1,921	1,990	1,990	1,990
자본조정 등	31	-190	-183	-183	-183
기타포괄이익누계액	-6	-32	7	7	7
이익잉여금	851	2,316	3,897	6,401	8,885
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,752	4,080	5,775	8,279	10,764

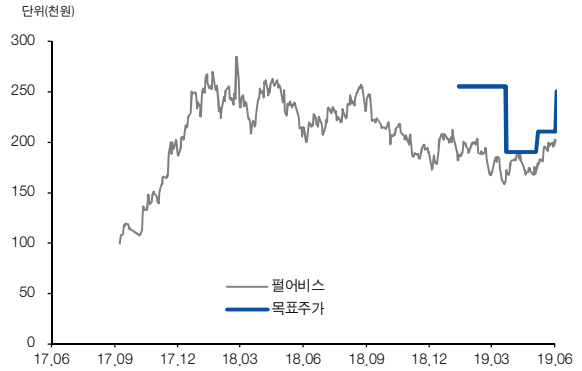
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	1,293	11,591	12,156	19,232	19,083
EPS(지배순이익 기준)	1,293	11,591	12,156	19,232	19,083
BPS(자본총계 기준)	22,807	31,525	44,358	63,589	82,672
BPS(지배지분 기준)	22,807	31,525	44,358	63,589	82,672
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	191.5	17.9	16.1	10.2	10.3
PER(지배순이익 기준)	191.5	17.9	16.1	10.2	10.3
PBR(자본총계 기준)	10.9	6.6	4.4	3.1	2.4
PBR(지배지분 기준)	10.9	6.6	4.4	3.1	2.4
EV/EBITDA(Reported)	120.3	15.0	10.3	5.9	5.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-75.2	796.4	4.9	58.2	-0.8
EPS(지배순이익 기준)	-75.2	796.4	4.9	58.2	-0.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.3	42.9	32.1	35.6	26.1
ROE(지배순이익 기준)	8.3	42.9	32.1	35.6	26.1
ROA	7.4	29.0	18.9	22.9	18.4
안정성 (%)					
부채비율	7.8	74.6	66.1	48.7	36.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	3,009.6	104.1	30.6	53.1	52.4

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과달률(%)	
			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	-8.7	-3.7
19/06/09	BUY	250,000	-	-

▶ 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.