



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	114,000 원
현재주가	79,400 원

컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (7/22)	1,050.25pt
시가총액	52,580 억원
발행주식수	66,222 천주
52 주 최고가/최저가	84,400 /36,100 원
90 일 일평균거래대금	316.3 억원
외국인 지분율	21.7%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	10,513 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 18.9%
	6 개월 38.9%
	12 개월 44.1%
주주구성	김대일 외 12 인 50.2%
	자사주 6.6%

Stock Price



펄어비스 (263750)

새로운 기대일정 추가. 기존 기대일정 전략적 조정

[검은사막 모바일] 중국에 이어 [검은사막 PC] 중국도 판호 획득 가능성 고조. [검은사막 모바일] 중국은 연내 론칭 예상. [검은사막 PC] 중국도 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌보다 먼저 론칭 가능성

[검은사막 모바일] 중국 판호 획득 전 동사의 신작 론칭일정 중 가장 가깝고도 가장 큰 기대일정은 올해말로 예정되어 있었던 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌 론칭일정이었다. 그런데, 6월말 [검은사막 모바일] 중국 판호 획득으로 동사 신작 론칭일정은 히트 기대수준의 순위도 론칭일정의 순서도 달라졌다.

시장은 꽤 오랜 기간 동안 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌 론칭일정을 동사의 가장 큰 기대일정으로 꼽아 왔으나, 이제는 히트 기대수준 측면에서 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌보다 [검은사막 모바일] 중국 론칭일정이 더 큰 기대일정이 되었다. [붉은사막 PC/콘솔]도 AAA급 콘솔 IP로서 상당한 수준의 빅히트가 기대되는 핵심 기대일정인데 [검은사막 모바일] 중국의 히트수준 및 동사 실적기여 수준은 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌을 능가할 가능성이 크다고 판단한다. 중국의 경우 매출순위별 일평균 매출 수준은 1위 80~100억원, 3~5위 50~60억원, 10위 20~30억원에 달한다. [검은사막 모바일]의 경우 판호 획득 전부터 17173.com 등에서 향후 출시 예정 신작 중 기대순위 2~3위권을 꾸준히 유지해온 점을 감안하면 론칭 후 매출순위 Top 5는 충분히 가능할 것으로 판단한다.

그리고, [검은사막 모바일] 중국의 경우 연내 론칭 가능성이 매우 높다고 판단한다. 중국 퍼블리셔 파트너사에서 판호 획득 가능성을 높게 보고 로컬라이제이션 및 마케팅 등에 대한 준비를 모두 완료한 상황이기 때문이다. 참고로 [검은사막 모바일] 중국의 판호 획득 및 퍼블리싱 주체는 아이드림스카이인데 이 회사는 텐센트가 지분을 투자한 회사이다. [검은사막 모바일] 중국의 실질적인 퍼블리싱 리딩은 텐센트가 하는 것으로 보면 된다.

아울러 [검은사막 PC] 중국 판호 획득 가능성도 고조되고 있는 상황이다. [검은사막 모바일] 중국 연내 론칭에 이어 [검은사막 PC] 중국도 내년 중 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌보다 먼저 론칭될 가능성이 있다고 판단한다. [검은사막 PC] 중국의 퍼블리셔는 아직 공개하고 있지 않다. 참고로 한때 얘기되었던 스네일게임즈는 아닌 것으로 파악되었다.

[검은사막 모바일] 중국, [검은사막 PC] 중국 등 기대일정의 등장으로 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌은 콘텐츠 보강의 시간을 벌 수 있음

[검은사막 모바일] 중국, [검은사막 PC] 중국 등 새로운 기대일정의 등장으로 오픈월드 액션 어드벤처 장르로서 특히 론칭 초기 상당히 많은 양의 콘텐츠가 필요한 [붉은사막 PC/콘솔]은 론칭일정을 좀 더 여유롭게 책정한 후 콘텐츠 양을 대폭 늘릴 수 있는 시간을 벌게 되었다. 즉, [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌 론칭일정의 변경은 일반적 의미의 '연기가 아니라 강력한 기대일정이 새롭게 등장함에 따른 '전략적 조정'으로 보아야 한다.

동사는 연내 강력한 기대일정인 [검은사막 모바일] 중국 론칭일정이 가동될 가능성이 매우 크다는 점에서 올해 하반기 대표적 승부주이며, 내년에도 [검은사막 PC] 중국 및 [붉은사막 PC/콘솔] 글로벌 등 강력한 기대일정이 순차적으로 이어진다는 점에서 내년 승부주이기도 하다. 그리고, 후내년 이후에도 [도깨비 PC/콘솔] 글로벌, [플랜 8 PC/콘솔] 글로벌 등 기대일정이 연간 단위로 지속적으로 이어진다.

신작 론칭일정 정리

표1 펠어비스 2020년 이후 주요 신작 론칭일정 정리

신작	장르	플랫폼	개발형태 서비스형태 매출형태	지역	론칭일정 등
이브 에코스 중국	모바일 MMORPG	모바일	IP 라이선스 (넷이즈 CCP 공동개발)/ 넷이즈 퍼블리싱/ 순액	중국	3Q21(8월) 론칭 예정 21.02.10 중국 외자 판호 획득
검은사막 모바일 중국	모바일 MMORPG	모바일	자체개발/ 아이드림스카이 퍼블리싱 (사실상 텐센트가 퍼블리싱 리딩)/ 순액	중국	2021년 연내 론칭 예상 (2021년 12월 론칭 가정) 21.06.29 검사 모바일 중국 외자판호 획득 소식 검사 모바일 중국 퍼블리셔 파트너는 사측에서 공식 발표한 것은 아니나 시장에서 일찌감치 텐센트로 추정하고 있었음(판호 획득 주체는 아이드림스카이 인데 아이드림스카이는 텐센트가 투자한 회사) 로컬라이제이션 등 기술적인 준비는 완료된 상황이라 연내(올해말) 론칭 가능성 크다고 판단 중국 모바일게임 일평균 매출은 1위 100억원, 5위 50- 60억원, 10위 20억원 정도임을 감안하면 검사 모바일 중국은 첫 분기 Top 5 진입과 함께 일평균 매출은 50억원 내외는 가능할 것으로 전망
검은사막 PC 중국	PC MMORPG	PC	자체개발/ 중국 퍼블리셔 퍼블리싱/ 순액	중국	중국 판호 획득 가능성 고조 (검사 모바일 중국보다 뒤, 붉은사막 PC/콘솔 글로벌보다 먼저 론칭 가능성)
붉은사막 (Crimson Desert) 글로벌	오픈월드 액션 어드벤처 (PC/콘솔은 싱글 모드 중심, 모바일은 Multi MMO 모드로 콘텐츠 변경)	PC/콘솔 먼저, 모바일 나중	자체개발/ 직접서비스/ 총액	글로벌	3Q22 론칭 가정 붉은사막은 싱글 플레이 액션 어드벤처 장르 특성상 초기 다량의 콘텐츠 필요 검사 모바일 중국 판호 획득 & 검사 PC 중국 또한 판호 획득 가능성 고조 감안 시 검사 모바일 중국, 검사 PC 중국부터 먼저 론칭 후 붉은사막은 콘텐츠 양을 대폭 늘린 후 론칭 예상 ※ 콘솔 게임 추정 로직 수정: 콘솔게임은 총액매출에서 X-Box, PS 등 플랫폼 수수료 30%를 제외한 금액에 대해 순액매출로 인식 / 붉은사막, 도깨비, 플랜 8 모두 종전 대비 매출 전망치 단순 하향 조정(순액방식 변경) → 지급수수료 비율 하향 조정으로 영업이익률 전망치 상향 조정
도깨비 (DokeV) 글로벌	수집형 오픈월드 MMO	PC/콘솔 먼저, 모바일 나중	자체개발/ 직접서비스/ 총액	글로벌	3Q23 론칭 가정 (붉은사막 론칭 후 1년 뒤 론칭 가정)
플랜 8 (PLAN 8) 글로벌	TPS (엑소슈트 MMO 슈팅)	PC/콘솔 먼저, 모바일 나중	자체개발/ 직접서비스/ 총액	글로벌	3Q24 론칭 가정 (도깨비 론칭 후 1년 뒤 론칭 가정)

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표2 펠어비스 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,332	1,317	1,183	1,056	1,009	991	1,020	1,217	1,407	1,375	2,458	3,475
검은사막	1,186	1,115	962	844	829	794	820	1,004	1,226	1,181	1,113	1,130
PC	322	385	338	328	363	359	405	508	634	606	575	600
모바일	718	561	506	402	355	319	308	386	476	454	425	415
콘솔	146	170	118	114	111	116	107	110	116	121	113	115
이브	143	189	213	191	176	181	190	190	176	178	181	170
PC	143	189	202	179	170	176	181	170	164	169	173	163
모바일(이브 에코스)	0	0	11	12	7	5	9	20	12	9	8	7
붉은사막 PC/콘솔	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,153	2,149
기타	3	12	8	21	4	16	11	24	4	17	11	26
영업비용	870	811	778	856	878	999	902	937	962	965	1,430	1,452
인건비	320	309	306	327	364	478	383	393	409	423	593	474
지급수수료	327	293	253	243	236	242	246	277	291	283	456	672
광고선전비	94	92	92	161	151	147	142	135	128	121	243	167
유무형자산상각비	51	56	57	55	57	59	61	59	60	62	64	62
기타	77	62	69	70	70	72	71	74	73	75	74	77
영업이익	462	506	405	200	131	-8	118	280	445	410	1,028	2,022
영업이익률(%)	34.7	38.4	34.3	18.9	13.0	-0.8	11.6	23.0	31.6	29.8	41.8	58.2
순이익	483	236	278	11	207	32	119	240	390	379	866	1,661
순이익률(%)	36.3	17.9	23.5	1.1	20.5	3.2	11.6	19.7	27.7	27.6	35.2	47.8
순이익(지배주주)	483	236	278	11	207	32	119	240	390	379	866	1,661
순이익 대비 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
qoq(%)												
매출액	14.2	-1.1	-10.2	-10.7	-4.5	-1.8	2.9	19.3	15.6	-2.2	78.7	41.4
영업이익	28.5	9.4	-19.8	-50.7	-34.5	적전	흑전	137.2	58.9	-7.7	150.5	96.8
순이익(지배주주)	0.5	-51.1	17.5	-96.0	1,739.4	-84.7	275.0	102.1	62.4	-2.7	128.2	91.8
yoy(%)												
매출액	0.4	-13.5	-12.0	-9.4	-24.2	-24.7	-13.8	15.3	39.4	38.8	140.9	185.5
영업이익	154.5	-11.2	2.5	-44.5	-71.7	적전	-70.9	40.1	240.0	흑전	771.1	622.6
순이익(지배주주)	241.6	-54.2	-36.6	-97.7	-57.3	-86.6	-57.2	2,038.9	88.9	1,097.5	628.9	591.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 펠어비스 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,359	4,888	4,237	8,714	12,090
검은사막	4,776	4,107	3,447	4,649	4,379
PC	1,053	1,373	1,636	2,415	2,378
모바일	3,239	2,187	1,368	1,769	1,514
콘솔	483	547	443	465	487
이브	564	736	737	705	665
PC	564	713	696	669	643
모바일(이브 에코스)	0	23	40	36	22
붉은사막 PC/콘솔	0	0	0	3,302	3,830
도깨비 PC/콘솔	0	0	0	0	3,153
기타	20	45	54	58	63
영업비용	3,853	3,315	3,717	4,809	6,452
인건비	1,192	1,262	1,618	1,900	2,419
지급수수료	1,439	1,116	1,001	1,702	2,587
광고선전비	783	440	575	660	878
D&A	174	219	236	248	258
기타	265	278	288	299	309
영업이익	1,506	1,573	520	3,905	5,638
영업이익률(%)	28.1	32.2	12.3	44.8	46.6
순이익	1,577	1,009	597	3,297	4,719
순이익률(%)	29.4	20.6	14.1	37.8	39.0
순이익(지배주주)	1,577	1,009	597	3,297	4,719
순이익 대비 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EPS	2,421	1,542	902	4,978	7,127
EPS(지배주주)	2,421	1,542	902	4,978	7,127
yoy(%)					
매출액	32.4	-8.8	-13.3	105.6	38.7
영업이익	-10.4	4.4	-66.9	650.4	44.4
순이익(지배주주)	7.7	-36.0	-40.8	452.0	43.2
EPS(지배주주)	7.0	-36.3	-41.5	452.0	43.2

주: K-IFRS 연결기준

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표4 펠어비스 Valuation 포지션 _ 주요 게임 대장주 대비 상당한 디스카운트 상황

(억원, 배, %)	엔씨소프트	넷마블	카카오게임즈	3개 업체 평균	펠어비스	할인/할증(%)
2022E 지배주주순이익	10,858	3,915	2,764		3,297	
현재 시가총액	174,315	120,765	74,784		52,580	
현재 시가총액의 2022E 지배주주순이익 대비 PER	16.1	30.8	27.1	24.7	15.9	-35.3
목표주가 시가총액	263,448	116,037	78,366		75,493	
목표 시가총액의 2022E 지배주주순이익 대비 PER	24.3	29.6	28.4	27.4	22.9	-16.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

펠어비스(263750)

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,501	4,818	4,126	8,132	13,353
현금및현금성자산	1,764	2,021	1,728	3,383	5,691
기타현금성자산	1,946	2,175	1,859	3,640	6,123
매출채권및기타채권	689	527	457	939	1,303
기타	102	95	82	170	235
비유동자산	4,173	4,154	4,289	4,641	4,945
유무형자산	3,715	3,669	3,831	3,993	4,152
투자자산	97	212	210	209	209
기타	360	274	247	439	584
자산총계	8,674	8,972	8,415	12,774	18,298
유동부채	1,233	1,817	850	1,691	2,326
매입채무및기타채무	387	325	282	579	803
단기이자지급성부채	339	898	54	54	54
기타	506	594	515	1,058	1,468
비유동부채	1,551	786	589	810	980
장기이자지급성부채	1,162	332	132	132	132
기타	389	454	457	677	848
부채총계	2,784	2,603	1,440	2,501	3,306
지배주주지분	5,890	6,369	6,976	10,273	14,992
자본금	65	65	66	66	66
자본잉여금및기타	1,933	1,403	1,412	1,412	1,412
이익잉여금	3,892	4,901	5,498	8,795	13,514
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,890	6,369	6,976	10,273	14,992

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,684	1,574	824	3,846	5,209
영업에서 창출된 현금	2,117	2,011	937	4,529	6,192
당기순이익	1,577	1,009	597	3,297	4,719
조정사항	295	777	350	932	1,242
유무형자산상각비	174	219	236	248	258
법인세비용	236	411	135	746	1,069
이자손익	4	-14	-18	-29	-36
기타	-119	160	-3	-33	-49
자산, 부채 증감	245	225	-10	300	231
법인세, 이자 등	-434	-436	-113	-683	-983
투자활동 현금	-1,801	-704	-83	-2,191	-2,901
유무형자산 증감	-426	-285	-399	-410	-418
투자자산 증감	-1,368	-420	316	-1,781	-2,483
기타	-7	0	0	0	0
재무활동 현금	-393	-511	-1,035	0	0
장단기차입부채 증감	-400	-100	-1,044	0	0
유증, Stock Option 등	7	5	9	0	0
자기주식 등	0	-415	0	0	0
총현금흐름	-510	360	-293	1,655	2,308
기초 현금및현금성자산	2,290	1,764	2,021	1,728	3,383
외화현금 환율변동효과	9	-56	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	1,764	2,021	1,728	3,383	5,691
기말 기타현금성자산	1,946	2,175	1,859	3,640	6,123
기말 총현금유동성	3,710	4,196	3,587	7,024	11,815

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,359	4,888	4,237	8,714	12,090
영업비용	3,853	3,315	3,717	4,809	6,452
영업이익	1,506	1,573	520	3,905	5,638
EBITDA	1,680	1,792	756	4,153	5,896
금융수익	465	202	250	172	182
이자수익	59	48	36	39	42
기타	406	154	214	133	140
금융비용	165	434	121	123	125
이자비용	63	35	17	10	6
기타	102	399	104	113	119
기타영업외수익	43	94	96	101	106
기타영업외비용	37	15	11	11	12
지분법손익	1	0	-1	-1	-1
세전이익	1,813	1,420	733	4,043	5,788
법인세비용	236	411	135	746	1,069
당기순이익	1,577	1,009	597	3,297	4,719
지배주주순이익	1,577	1,009	597	3,297	4,719
Profitability(%)					
영업이익률	28.1	32.2	12.3	44.8	46.6
EBITDA Margin	31.3	36.7	17.8	47.7	48.8
당기순이익률	29.4	20.6	14.1	37.8	39.0
ROA	20.0	11.4	6.9	31.1	30.4
ROE	31.6	16.5	9.0	38.2	37.4
ROIC	34.5	29.6	12.2	90.8	135.2

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	15.3	33.8	88.0	15.9	11.1
P/B	4.1	5.3	7.5	5.1	3.5
EV/EBITDA	13.0	17.3	65.0	11.0	6.9
P/CF	16.8	25.2	63.0	14.8	10.6
Per Share Data (원)					
EPS	2,421	1,542	902	4,978	7,127
BPS	9,046	9,739	10,534	15,513	22,639
CPS	2,209	2,063	1,260	5,355	7,517
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	32.4	-8.8	-13.3	105.6	38.7
영업이익	-10.4	4.4	-66.9	650.4	44.4
EPS	7.0	-36.3	-41.5	452.0	43.2
총자산	21.7	3.4	-6.2	51.8	43.2
자기자본	44.4	8.1	9.5	47.3	45.9
Stability (%배,억원)					
부채비율	47.3	40.9	20.6	24.3	22.1
유동비율	365.1	265.2	485.3	480.8	574.1
자기자본비율	67.9	71.0	82.9	80.4	81.9
영업이익/금융비용(x)	9.2	3.6	4.3	31.7	45.1
이자보상배율(x)	29.8	41.9	43.3	418.5	972.8
총차입금	1,502	1,230	186	186	186
순차입금	-2,208	-2,966	-3,401	-6,837	-11,628

펠어비스 목표주가 추이 (원)	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.09.03	변경	성중화											
	2019.09.03	Buy	52,000원	-15.4		-22.2								
	2019.11.11	Buy	49,000원	-15.9		-23.2								
	2020.01.08	Buy	44,000원	-6.0		-17.0								
	2020.04.21	Hold	44,000원		-16.0	-7.4								
	2020.08.14	Buy	52,000원	-24.5		-28.7								
	2020.09.02	Buy	44,000원	-1.8		-8.6								
	2020.10.27	Hold	44,000원		-11.1	-6.6								
	2021.01.22	Hold	56,000원		-2.9	4.9								
	2021.01.29	Buy	84,000원	-4.3		-15.3								
	2021.02.17	Buy	90,000원	-23.9		-31.9								
	2021.05.13	Buy	77,000원	-3.4		-20.8								
	2021.06.30	Buy	96,000원	-13.1		-17.2								
	2021.07.12	Buy	114,000원											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이건 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)