

2018. 5.14



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 270,000 원

현재주가 (5.11) 230,000 원

상승여력 17.4%

KOSDAQ 865.93pt

시가총액 29,004억원

발행주식수 1,261만주

유동주식비율 46.15%

외국인비중 6.26%

52주 최고/최저가 284,200원/98,900원

평균거래대금 469.5억원

주요주주(%)

김대일 외 5 인 46.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.4	53.6	-
상대주가	-9.4	27.9	-

주가그래프



풀어비스 263750

1Q18 Review : 또 한번의 딜레이

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 부합. 2월 28일 출시된 '검은사막 모바일'의 매출 기여로 큰 폭의 이익 성장. 1분기 '검은사막 모바일'의 일매출은 14억원 수준이었음
- ✓ 해외 출시 일정이 관건. '검은사막 모바일'은 2월 28일 국내 출시, 3Q 동남아/대만 출시 예정. 국내 출시 1년 이내에 해외 확장 마무리하겠다는 전략으로 북미/유럽/중동/터키 지역 출시 완료 시점은 내년 봄이 될 것
- ✓ 신규게임 2종(FPS와 캐주얼MMO) 역시 2019년 출시로 일정 지연

1Q18 실적, 기대치 부합

1Q18 매출액과 영업이익은 각각 755억원(+137.4% YoY), 335억원(+60.3% YoY) 기록. 당사 추정치(매출액 697억원, 영업이익 315억원)에 부합하는 양호한 실적 달성하였다. '검은사막'의 PC 매출액은 339억원(+36.8% QoQ)으로 터키/중동/동남아 지역확장 효과 반영되었다. 국내 PC 매출액은 모바일게임 출시로 트래픽 회복하며 60억원(+20% QoQ) 기록. 일본/대만/동남아 매출액은 147억원. 북미/유럽/터키/중동 매출액은 132억원을 기록하였다.

모바일게임 매출액은 416억원으로 결제액 기준 일평균 매출액은 14억원 수준이었다. 영업비용은 인건비 101억원(+131.8% YoY), 마케팅비 105억원(+737.7% YoY), 지급수수료 178억원(+456.2% YoY)으로 개발인력 채용, 마케팅비 증가, 모바일 오픈마켓 수수료 증가하였다.

또 한번의 딜레이

2월 28일 출시 이후 '검은사막 모바일'은 국내 구글플레이 매출 순위 2위 안착하며 성과 양호하다. 3월 10일 '부패의 군주 크자카', 24일 '길드전쟁' 업데이트, 4월 '소서러', '용맹의 땅' 업데이트에 이어 5월 '장비 공명', 공성전 리허설 진행하며 꾸준한 흥행 지속하고 있다. 3분기 동남아/대만, 4분기 일본, 내년 2월까지 북미/유럽 출시까지 마무리한다는 계획이어서 출시 일정 구체화 되기 전에는 기업가치 상승 제한적이다.

투자 의견 Trading Buy로 하향, 적정주가 27만원 유지

동사에 대한 투자 의견 Trading Buy로 하향, 적정주가 27만원을 유지한다. 적정주가의 2018E Target PER은 15.8배 수준으로 2018년 '검은사막' IP는 PC에서 모바일, 콘솔로 플랫폼 다변화되고 있다는 점 감안하면 적정 밸류에이션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-59.2	22,807	191.5	10.9	120.3	9.9	7.8
2018E	497.4	263.9	209.0	17,226	1,232.1	25,552	14.6	9.8	10.1	70.0	8.0
2019E	690.8	377.6	296.7	23,524	36.6	38,448	10.7	6.5	6.4	73.5	3.5
2020E	733.5	444.2	348.5	27,638	17.5	61,111	9.1	4.1	4.7	55.5	2.6

표1 펠어비스 1Q18 실적 Review – 기대치 부합

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	75.5	31.8	137.4%	24.8	204.4%	79.1	-4.6%	69.7	8.3%
PC	33.9	31.8	6.6%	24.8	36.7%	-	-	21.7	56.2%
퍼블리싱	15.6	22.4	-30.4%	17.9	-12.8%	-	-	13.7	13.9%
직접 서비스	10.0	9.4	6.4%	6.8	47.1%	-	-	8.0	25.0%
모바일	41.6	-	-	-	-	-	-	48.0	-13.3%
영업이익	33.5	20.9	60.3%	6.6	407.6%	37.4	-10.4%	31.5	6.3%
세전이익	34.3	18.0	90.6%	1.7	1917.6%	36.8	-6.8%	32.1	6.9%
지배순이익	27.8	15.2	82.9%	1.1	2427.3%	26.7	4.1%	27.0	3.0%
영업이익률(%)	44.4%	65.7%	-21.4%p	26.6%	17.8%p	47.3%	-2.9%p	45.2%	-0.8%p
순이익률(%)	36.8%	47.8%	-11.0%p	4.4%	32.4%p	33.8%	3.1%p	38.7%	-1.9%p

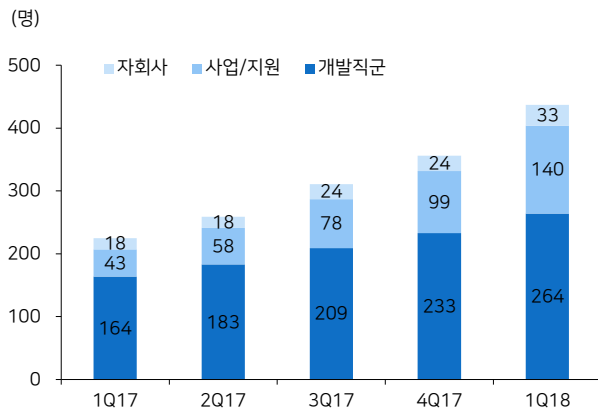
자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 펠어비스 분기별 실적 – '검은사막 모바일' 3Q 대만/동남아, 4Q 일본 예상

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	31.8	24.8	27.6	24.8	75.5	121.4	129.0	171.4	109.0	497.4	690.8
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	33.9	29.4	29.4	34.5	117.2	127.2	189.6
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	15.6	16.0	15.8	19.9	74.3	67.5	107.1
직접 서비스	9.4	13.4	13.2	6.8	12.0	13.4	13.5	14.5	43.0	53.5	82.4
모바일	-	-	-	-	41.6	92.0	96.6	132.5	-	362.7	432.6
콘솔	-	-	-	-	-	-	3.0	4.5	-	7.5	18.8
영업비용	10.9	10.8	12.5	18.4	42.0	55.4	61.4	74.6	52.7	233.5	313.2
인건비	4.3	4.7	6.0	7.5	10.1	10.9	11.7	13.0	22.5	46.4	60.9
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	28.7	30.5	40.5	9.6	117.5	171.8
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	12.2	15.4	17.2	9.1	55.3	63.4
주식보상비용	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	5.1	5.8	7.0
감가상각비	0.2	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	1.2	1.2	1.4
기타	0.8	0.9	1.3	1.5	1.6	2.0	2.0	2.0	5.2	7.2	8.7
영업이익	20.9	6.5	15.2	6.6	33.5	66.0	67.6	96.8	49.1	263.9	377.6
세전이익	18.0	1.6	16.1	1.7	34.3	66.6	68.2	97.4	37.4	266.6	380.3
지배순이익	15.2	1.2	13.6	1.1	27.8	51.9	53.2	76.0	31.1	209.0	296.7

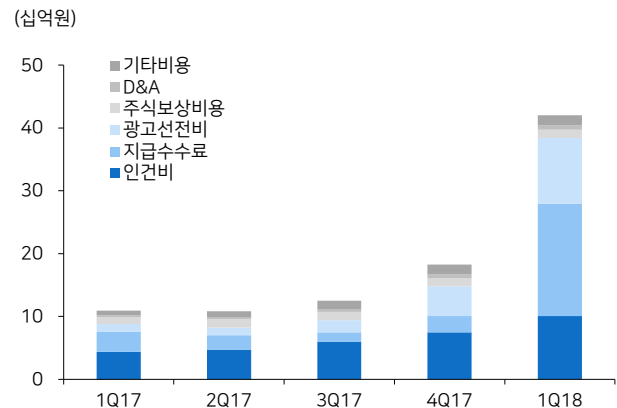
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 인력의 증가



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 영업비용의 증가



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q '검은사막 모바일' 해외 출시 일정은? 지역별 로컬라이징보다 더 빠른 속도로 직접 서비스 가능하다고 했었는데 현재 진행 상황은?

- A**
- '검은사막 모바일'은 한국 출시 이후 1년 이내 글로벌 출시 목표, 중국을 제외한 다른 나라에는 직접 서비스하는 것이 우선적인 목표
 - 3분기 대만 출시 목표, 동남아시아는 대만과 동시에 혹은 순차적 런칭 목표로 하고 있음. 북미와 일본 지역은 내년 1분기까지 출시하는 것을 목표로 준비 중

Q 모바일/콘솔 신규 IP 게임 컨셉 및 타겟 유저층은?

- A**
- 컨셉에 대해서는 전략상의 이유로 외부에 공개하고 있지 않음
 - 올해 내에 신작 컨셉에 대해 구체적으로 외부에 공유할 수 있는 기회가 있을 것
 - FPS/AOS 장르의 PC/콘솔 플랫폼 게임 준비 중
 - MMORPG 장르는 사실 유저층이 그렇게 넓지 않음. FPS 장르는 유저층이 더 넓은 장르이므로 더 많은 유저를 타겟팅할 수 있을 것으로 생각
 - '검은사막'의 주 유저층은 20~30대. 신작 캐주얼 모바일 MMORPG게임의 경우 좀 더 젊고 어린 유저층까지 흡수해 저변이 넓어질 수 있는 장르

Q '검은사막 모바일' 해외 출시와 관련하여 대만 시장의 경우 이미 기대가 높음. 주요 마켓인 일본과 북미/유럽 시장에서 얼마나 성공을 거둘 것으로 기대하는지? 두 시장의 다른 점, 전략 및 시장 공략 계획은?

- A**
- 대만 및 동남아 지역은 직접 서비스하고 있는 지역이기도 하고, '검은사막 온라인'이 출시 초기부터 상당히 좋은 성과를 내고 있는 시장. 두 시장은 모바일 MMORPG가 강세를 보이는 시장. IP의 힘과 더불어 MMORPG 장르로 나갔을 경우 좋은 성과를 얻을 수 있을 것으로 판단
 - 일본의 경우 최근 타 게임사에서 출시한 MMORPG가 상당히 좋은 성과를 내고 있으며 한국형 RPG 게임이 크고작은 성과를 내고 있음. 최근 일본 시장에서도 한국형 RPG가 성과를 낼 수 있다는 것이 입증
 - 대만과 동남아에서 '검은사막 온라인'이 좋은 결과를 얻었기 때문에 일본 시장에서도 성공 가능성이 있다고 생각
 - 북미/유럽 시장의 경우 일본 시장과 달리 한국 MMORPG가 큰 성과를 내고 있는 시장은 아님
 - 타 게임과의 차별점은 '검은사막 온라인'이 북미/유럽에서 이미 좋은 성과를 내고 있다는 점. 북미/유럽 이용자가 거부감을 가지는 한국형 플레이 스타일에 대한 대응 방법도 마련해 둠

- '검은사막' 콘솔 버전 출시와 더불어 '검은사막' IP 파워 강화될 것으로 기대, 이 부분도 강점으로 작용할 것

Q 모바일/콘솔 신규 IP 게임 개발은 어떤 일정으로 진행되고 있는지? 개발자 '민 리' 영입했는데 신작 개발에 어떤 기여를 할 수 있을지?

- A**
- 신작 2종은 지난해부터 개발 진행. 원래의 목표는 올해 내 개발 완료하는 것이었으나 내부적으로 기획 방향성이 변경되고 콘텐츠 규모가 커지면서 개발 기간 늘어날 것으로 예상
 - 올해 내에 유저들에게 프로젝트 구체적으로 공개할 수 있을 것으로 예상, FGT 라든지 CBT 등 테스트 일정은 개발 상황 지켜보며 확정할 것
 - '민 리' 등 새로운 개발자의 합류로 신작 개발 속도 높이고 있음. '민 리'는 내부 직급체계가 외부와는 다르기 때문에 특별한 타이틀은 없으나 외부의 기준으로 크리에이티브 디렉터의 역할을 수행하고 있음

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	497.4	690.8	733.5
매출액증가율 (%)	55.5	849.5	38.9	6.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	497.4	690.8	733.5
판매관리비	30.7	233.5	313.2	289.3
영업이익	21.7	263.9	377.6	444.2
영업이익률	41.4	53.1	54.7	60.6
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	266.6	380.3	446.8
법인세비용	3.0	57.6	83.7	98.3
당기순이익	14.7	209.0	296.7	348.5
지배주주지분 순이익	14.7	209.0	296.7	348.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	208.5	291.5	348.6
당기순이익(손실)	14.7	209.0	296.7	348.5
유형자산상각비	0.7	3.1	1.6	0.8
무형자산상각비	0.3	1.8	0.8	0.4
운전자본의 증감	6.6	6.8	7.0	7.2
투자활동 현금흐름	-8.3	-15.9	-14.4	-19.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의감소(증가)	-3.1	-0.3	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	178.8	182.2	-7.7	-5.3
차입금의 증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	53.2	151.3	278.4
기초현금	46.9	240.5	293.7	445.0
기말현금	240.5	293.7	445.0	723.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	487.5	766.2	1,111.2
현금및현금성자산	240.5	445.0	723.3	1,058.6
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	13.8	15.7	16.4
유형자산	6.2	4.4	4.7	4.9
무형자산	4.2	4.3	4.5	4.7
투자자산	3.2	2.0	3.5	3.7
자산총계	296.6	348.0	501.7	790.4
유동부채	19.8	22.4	15.1	17.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.6	3.4	1.8	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	21.4	25.8	16.9	19.8
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	85.1	83.8	282.6	568.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	484.8	770.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	40,993	54,781	58,168
EPS(지배주주)	1,293	17,226	23,524	27,638
CFPS	2,139	17,678	23,743	27,743
EBITDAPS	1,989	22,151	30,134	35,316
BPS	22,807	25,552	38,448	61,111
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	14.6	10.7	9.1
PCR	115.7	14.2	10.6	9.1
PSR	53.8	6.1	4.6	4.3
PBR	10.9	9.8	6.5	4.1
EBITDA	22.7	268.8	380.0	445.4
EV/EBITDA	120.3	10.1	6.4	4.7
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	70.0	73.5	55.5
EBITDA 이익률	43.3	54.0	55.0	60.7
부채비율	7.8	8.0	3.5	2.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	-	-	-
매출채권회전율(x)	4.2	26.5	30.6	27.3
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

필어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

