

펄어비스(263750)

서비스 지역 및 플랫폼 확장 시기 임박

업데이트 효과에 따른 안정적인 모바일 매출 수준

2분기 실적은 매출액 1,025억원(+210.6% YoY, +35.8% QoQ), 영업이익 515억원(+132.0% YoY, +53.7% QoQ)으로 추정한다. PC 매출액은 북미 및 유럽 지역 비성수기 진입으로 전분기 대비 21.2% 감소한 267억원을 기록할 전망이다. ‘검은사막 모바일’의 2분기 일평균 매출액은 8억원으로 추정된다. 초기 이용자 이탈과 대규모 업데이트에 대한 대기 수요 발생으로 4월과 5월 성과는 다소 부진했으나 6월 진행된 업데이트 효과로 매출 수준이 다시 상승한 것으로 파악된다. 한편 마케팅 비용 감소에도 인센티브 지급과 인력 충원 지속에 따른 인건비의 증가로 영업 비용은 510억원으로(+372.2% YoY, +21.4% QoQ) 늘어날 전망이다.

해외 진출을 통한 외형 성장 3분기부터 본격화될 것

‘검은사막 모바일’ 해외 출시를 통한 외형 성장이 3분기부터 본격화될 전망이다. 7월 10일 쇼케이스가 예정되어 있으며 9월 중에는 대만 출시가 가능할 것으로 예상된다. 대만은 ‘리니지M’과 ‘리니지2 레볼루션’ 등 국내 모바일 MMORPG들에 대한 선호도가 높고 ‘검은사막 PC’의 직접 퍼블리싱도 성공적으로 진행된 지역으로 ‘검은사막 모바일’의 흥행 가능성이 높을 것으로 예상된다. 국내 MMORPG들의 흥행으로 높아진 ARPPU를 기반으로 2018년 대만 모바일 게임 시장이 전년 대비 30% 이상 성장 가능하다는 점도 긍정적이라고 판단한다.

목표주가 하향하나 서비스 지역 및 플랫폼 확장에 대한 기대감 유효

펄어비스에 대한 매수의견을 유지하나 목표주가를 270,000원(12MF EPS에 target PER 17.1배 적용)으로 기존 대비 10% 하향한다. 서비스 지역 및 플랫폼 확장 본격화 시기가 임박함에 따라 적용 멀티플을 상향했으나 국내 모바일 매출 수준 하락을 감안해 2018년과 2019년 예상 EPS를 각각 26.0%, 16.5% 하향했다. 3분기에도 대규모 업데이트가 예정되어 있어 향후 매출 하락폭이 제한적일 전망이다. 대만 출시를 통한 외형 성장에 대한 기대감도 여전히 유효하다. 콘솔 버전의 흥행 시 플랫폼 다양화도 가능해 매출 안정성 강화에 따른 밸류에이션 re-rating도 기대된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	34	28	24	223	NM	29	NM	NM	NM	112.9	-
2017A	52	22	15	1,402	528.4	23	176.6	118.3	10.7	9.9	-
2018F	407	198	162	13,892	890.9	200	15.1	11.3	6.0	45.4	-
2019F	554	278	226	19,140	37.8	281	11.0	7.3	4.0	41.1	-
2020F	670	371	279	23,599	23.3	375	8.9	4.7	2.8	34.7	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 270,000원(하향)

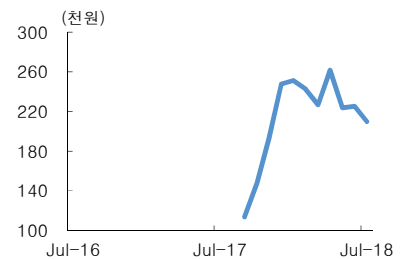
Stock Data

KOSPI(7/6)	2,273
주가(7/6)	209,600
시가총액(십억원)	2,669
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	284,200/98,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	39,539
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.1/7.7
주요주주(%)	김대일 외 7 인 46.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.2	(12.4)	-
KOSDAQ 대비(%)	10.0	(10.1)	-

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

향후 매출 감소폭 제한적일 전망

펠어비스는 출시 이후 경쟁작들 대비 다양한 업데이트를 진행하고 있다. ‘리니지 M’이 출시 이후 1년간 2종의 신규 클래스를 공개한 반면 ‘검은사막 모바일’은 출시 이후 5개월 동안 이미 2종의 신규(소서러, 다크나이트) 클래스를 공개했다. 신규 지역 및 기능 또한 매주 추가되고 있어 이용자 이탈이 최소화되고 있다. 지속적인 업데이트의 효과로 WAU(Weekly Active User)가 여전히 100만명을 상회하고 있으며 6월 업데이트 직후에는 전주 대비 DAU(Daily Active User)가 20% 이상 증가하는 등 견고한 이용자 지표가 유지되고 있다. 출시 효과 소멸로 2분기 일평균 매출액이 전분기 대비 38.5% 감소했으나 3분기부터는 감소폭이 극히 제한적일 것으로 예상하는 근거이다.

<표 1> 검은사막 모바일 주요 업데이트 내역

일시	업데이트 내역	비고
3월 30일	신규 클래스 '무사' 추가	다양한 동양의 무예를 구사하는 근접형 클래스
4월 28일	신규 캐릭터 '소서러' 추가	공격타입(근/원거리), 사용 무기(부적, 타리스만)
6월 7일	미디어 신규 지역 개방 캐릭터 최대 레벨 확장	미디어 지역 내에 '방랑 도적 지역', '타리프 마을' 추가 캐릭터 최대 레벨 64로 확장
6월 14일	신규 클래스 '다크나이트' 추가 신규 월드 보스 '누베르' 추가 신규 서버 '알티노바' 오픈	공격타입(근거리), 사용 무기(태도, 장식매듭) 캐릭터 55레벨 이상 부터 누베르 월드 레이드 참여 가능
6월 22일	고대인의 미궁 개편 강제 돌파 기능 추가 미디어 신규 사냥터 추가	고대 유적에서 이용 가능한 파티 시스템 추가 장비 돌파 시 '흑결정'을 통한 '강제 돌파' 이용 가능 '갈기족 소굴', '갈기족 동굴' 추가
7월 4일	스킬 개방	각 클래스 별로 총 3개의 기술에 담긴 힘 증폭

자료: 펠어비스, 한국투자증권

<표 2> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	33.0	27.6	24.8	75.5	102.5	35.8	210.6	114.9
영업이익	22.2	15.1	6.6	33.5	51.5	53.7	132.0	61.9
영업이익률(%)	67.2	54.8	26.6	44.3	50.3			53.9
세전이익	17.3	15.1	1.5	34.3	52.0	51.6	200.6	63.7
순이익	19.6	13.4	1.3	27.8	42.2	51.8	115.3	52.4

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	31.8	33.0	27.6	24.8	75.5	102.5	107.8	121.2	117.2	407.0	554.1
PC	30.9	29.0	25.1	23.2	33.9	26.7	26.2	27.1	108.2	113.8	104.2
국내	5.1	4.5	4.7	5.1	6.0	5.3	5.7	6.0	19.4	23.0	23.5
미주/유럽 외	7.3	12.2	11.8	11.6	13.2	11.6	12.1	12.3	43.0	49.3	45.6
아시아	18.5	12.2	8.6	6.5	14.7	9.7	8.3	8.8	45.7	41.5	35.1
신규 플랫폼					41.6	73.4	79.0	91.5		285.5	410.7
모바일					41.6	73.4	67.0	75.5		257.5	350.2
콘솔							12.0	16.0		28.0	60.5
영업비용	10.9	10.8	12.5	18.2	42.0	51.0	55.0	60.6	52.5	208.7	276.3
인건비 및 SBC	5.4	6.1	7.4	8.8	11.4	16.4	17.8	19.1	27.7	64.7	89.5
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	23.4	24.9	28.7	9.6	94.9	132.4
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	8.7	9.9	10.2	9.1	39.3	42.5
감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.6	2.8	3.4
기타비용	0.7	0.9	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	4.5	7.0	8.5
영업이익	20.9	22.2	15.1	6.6	33.5	51.5	52.8	60.6	64.7	198.3	277.8
영업이익률	65.7%	67.2%	54.8%	26.6%	44.3%	50.3%	48.9%	50.0%	55.2%	48.7%	50.1%
세전이익	21.8	17.3	15.1	1.5	34.3	52.0	53.4	61.2	55.7	200.8	281.1
순이익	15.2	19.6	13.4	1.3	27.8	42.2	43.3	49.7	49.5	163.0	228.2
순이익률	47.8%	59.3%	48.5%	5.2%	36.8%	41.2%	40.2%	41.0%	42.2%	40.0%	41.2%

자료: 필어비스, 한국투자증권

〈표 4〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	407.0	461.6	(11.8)
	2019F	554.1	565.4	(2.0)
	2020F	670.3	665.9	0.6
영업이익	2018F	198.3	247.1	(19.9)
	2019F	277.8	302.4	(8.1)
	2020F	371.0	385.8	(3.8)
지배주주순이익	2018F	161.7	218.8	(26.0)
	2019F	226.2	270.8	(16.5)
	2020F	278.9	294.4	(5.2)
EPS(원)	2018F	13,892	18,763	(26.0)
	2019F	19,140	22,934	(16.5)
	2020F	23,599	24,902	(5.2)

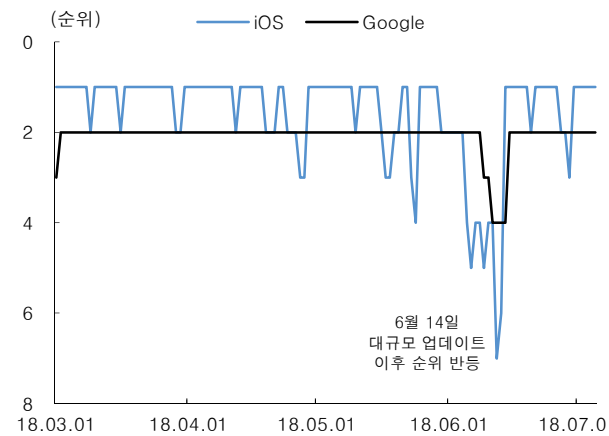
자료: 한국투자증권

〈표 5〉 필어비스 신작 출시 일정

게임명	지역	장르	플랫폼	출시일
검은사막 온라인	중국	MMORPG	PC	미정
검은사막 모바일	대만/동남아	MMORPG	모바일	3Q18
검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	콘솔	4Q18
검은사막 모바일	글로벌	MMORPG	모바일	1Q19
검은사막 콘솔	글로벌	MMORPG	콘솔	1H19
검은사막 콘솔	일본	MMORPG	콘솔	2H19
미정 (신규 IP)	국내	FPS+AOS+MMO	PC/콘솔	2019
미정 (신규 IP)	국내	MMO+Casual	모바일	2019

자료: 필어비스, 한국투자증권

[그림 1] 검은사막 모바일 국내 매출액 순위 추이



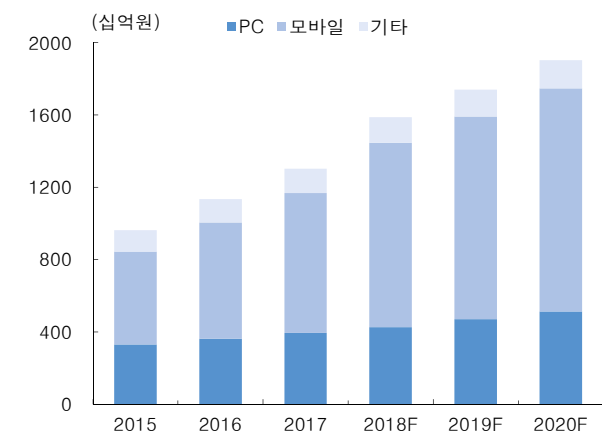
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 검은사막 모바일 대만 진출 티저



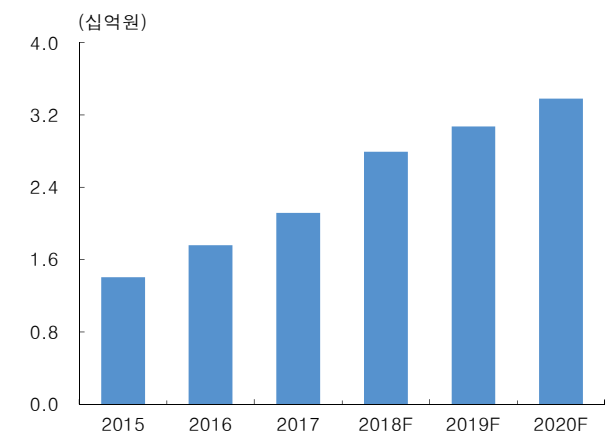
자료: 플레이비스, 한국투자증권

[그림 3] 대만 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

[그림 4] 대만 - 모바일 게임 시장 일평균 매출액 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

플레이비스는 2010년 9월 설립된 온라인 게임 개발사로 한국, 미국, 일본 등 다수의 지역에서 대표게임인 '검은사막'을 서비스하고 있다. 지속적인 서비스 지역 확장을 통해 외형 성장을 실현하고 있으며 2018년에는 '검은사막' IP 기반의 모바일 및 콘솔 게임 출시를 통해 글로벌 게임 시장 내 입지를 강화할 계획이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	40	280	438	663	939
현금성자산	31	241	387	598	861
매출채권및기타채권	9	17	14	19	23
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4	17	26	35	44
투자자산	0	3	4	5	6
유형자산	1	6	11	16	21
무형자산	0	4	4	6	7
자산총계	44	297	464	698	983
유동부채	9	20	22	27	32
매입채무및기타채무	2	9	8	11	13
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	2	5	7	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	0	0	0	0
부채총계	23	21	27	35	41
지배주주지분	22	275	437	663	942
자본금	0	6	6	6	6
자본잉여금	1	181	181	181	181
기타자본	0	3	3	3	3
이익잉여금	20	85	247	473	752
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	275	437	663	942

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	27	158	225	281
당기순이익	24	15	162	226	279
유형자산감가상각비	0	1	2	2	3
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(5)	7	(10)	(6)	(4)
기타	4	4	3	2	2
투자활동현금흐름	(1)	(8)	(12)	(13)	(18)
유형자산투자	(1)	(4)	(6)	(7)	(8)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(2)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(2)	(3)
기타	0	(1)	(5)	(3)	(6)
재무활동현금흐름	0	179	0	0	0
자본의증가	0	185	0	0	0
차입금의순증	0	(1)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(5)	0	0	0
기타현금흐름	0	(3)	0	0	0
현금의증가	22	194	146	212	263

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

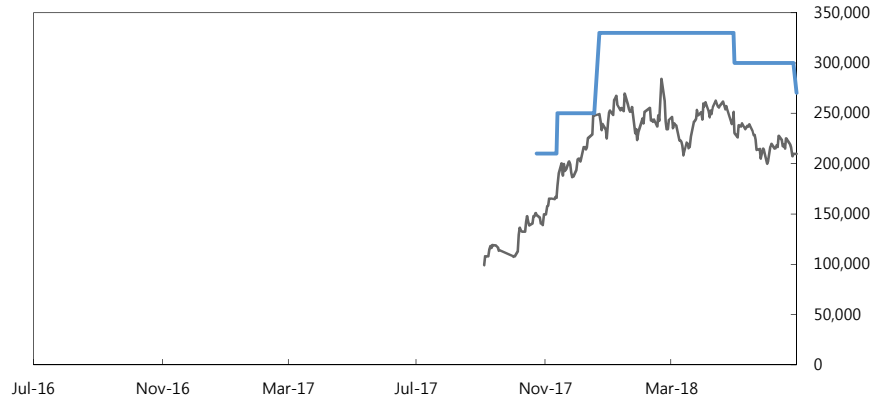
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	52	407	554	670
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	52	407	554	670
판매관리비	6	31	209	276	299
영업이익	28	22	198	278	371
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	0	1	2	2	4
금융비용	1	5	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	18	199	279	372
법인세비용	4	3	37	52	93
연결당기순이익	24	15	162	226	279
지배주주지분순이익	24	15	162	226	279
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	14	162	226	279
지배주주지분포괄이익	24	14	162	226	279
EBITDA	29	23	200	281	375

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	223	1,402	13,892	19,140	23,599
BPS	2,107	23,166	34,652	52,414	74,315
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	55.5	677.0	36.1	21.0
영업이익증가율	NM	(23.0)	815.8	40.1	33.5
순이익증가율	NM	(39.7)	997.8	39.9	23.3
EPS증가율	NM	528.4	890.9	37.8	23.3
EBITDA증가율	NM	(20.5)	784.6	40.2	33.6
수익성(%)					
영업이익률	83.5	41.3	48.7	50.1	55.3
순이익률	72.5	28.1	39.7	40.8	41.6
EBITDA Margin	84.6	43.3	49.2	50.7	56.0
ROA	55.1	8.6	42.5	38.9	33.2
ROE	112.9	9.9	45.4	41.1	34.7
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(25)	(262)	(411)	(626)	(895)
차입금/자본총계비율(%)	27.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	176.6	15.1	11.0	8.9
PBR	NM	10.7	6.0	4.0	2.8
EV/EBITDA	NM	118.3	11.3	7.3	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
필어비스(263750)	2017.11.03	매수	210,000원	-25.9	-20.6
	2017.11.23	매수	250,000원	-17.4	0.0
	2018.01.02	매수	330,000원	-25.8	-13.9
	2018.05.11	매수	300,000원	-26.1	-20.0
	2018.07.09	매수	270,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 9일 현재 필어비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2018년 7월 9일 현재 필어비스 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 필어비스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.