

2018. 8. 13



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 300,000 원

현재주가 (8.9) 237,600 원

상승여력 26.3%

KOSDAQ 784.81pt

시가총액 30,595억원

발행주식수 1,288만주

유동주식비율 45.84%

외국인비중 8.11%

52주 최고/최저가 284,200원/98,900원

평균거래대금 203.1억원

## 주요주주(%)

김대일 외 8 인 46.86

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.3 1.3 -

상대주가 11.1 8.7 -

## 주가그래프



## 풀어비스 263750

## 검은사막의 성장과 진화

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 상회. '검은사막M'의 온기반영과 6월 업데이트 통한 매출 상승
- ✓ 8월 29일이 D-day. '검은사막M'의 대만/홍콩/마카오 출시로 해외확장 본격화
- ✓ PC '검은사막'의 중국판호 발급 가능성도 고조. 참고로 8월 9일 텐센트는 블루홀 2대주주(지분율 10%)로 올라서며 한국게임의 중국 서비스 허가권 나올 가능성 커짐
- ✓ PC '검은사막'의 중국 진출과 '검은사막M'의 해외확장으로 레벨업될 실적
- ✓ 투자의견 Buy로 상향, 적정주가도 30만원으로 상향 제시

## 2Q18 실적, 기대치 상회

2Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,127억원(+354.8% YoY), 548억원(+746.6% YoY) 기록. 당사 추정치(매출액 1,030억원, 영업이익 460억원)을 상회하였다. 상회한 이유는 '검은사막M'의 일매출액이 4~5월 감소세였으나 6월 콘텐츠 업데이트 이후 가파르게 상승, 회복하였기 때문이다. PC 매출액은 297억원으로 계절적 비수가 영향으로 12.1% QoQ 감소하였으나 모바일게임 매출액은 '검은사막M'의 온기반영으로 828억원(+99.0% QoQ) 기록하였다. 참고로 2분기 '검은사막M'의 일평균 매출액은 9억원으로 전분기대비 30.7% 감소하였으나 예상보다 견조하였다.

영업이익률은 48.6%로 외형확대로 4.2%p QoQ 상승하였다. 인건비는 임직원 인센티브 지급(자기주식 28억원), 연봉인상(5% 인상하며 1분기 소급적용), 인원 증가로 166억원(+66% QoQ), 지급수수료는 모바일매출 증가로 마켓수수료 증가한 300억원(+68.2% QoQ), 마케팅비는 신규출시게임 부재로 감소한 92억원을 기록하였다.

## 8월 29일 D-Day

8월 29일 '검은사막M'의 대만/홍콩/마카오 출시를 시작으로 해외확장 본격화된다. 대만은 '검은사막' PC게임의 첫 해외 출시 국가였으며 높은 인지도 보유하고 있어 성공 가능성이 높다. 7월 18일 시작된 사전예약은 8월 1일 기준 150만명 돌파하며 200만명 달성할 것으로 이는 대만 인구 2,300만명의 약 10% 수준이다

한편 8월 9일 텐센트의 블루홀 지분투자자와 맞물려 한국게임의 중국 서비스 허가권 나올 가능성 커져 PC게임 '검은사막(퍼블리셔:스네일게임즈)' 출시 가능성 커졌다.

## 투자의견 Buy 상향, 적정주가 30만원 상향

투자의견 Buy, 적정주가 30만원으로 상향한다. 적정주가의 2018E Target PER은 17.6배 수준으로 18년 이후 이익 추정치 상향에 근거한다(18E 영업이익 10% 상향).

(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	446.4	209.8	175.7	14,314	1,006.9	25,024	15.8	9.0	11.8	58.8	8.0
2019E	619.0	279.3	220.0	17,082	19.3	35,070	13.3	6.5	8.2	56.9	3.7
2020E	721.9	404.7	317.7	24,676	44.5	51,309	9.2	4.4	4.9	57.1	3.0

표1 펠어비스 2Q18 실적 Review – 기대치 상회

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	112.7	24.8	354.8%	75.5	49.3%	107.4	4.9%	103.0	9.4%
PC	29.7	33.0	-10.1%	33.8	-12.1%	-	-	29.4	1.0%
퍼블리싱	16.0	19.6	-18.1%	15.6	2.6%	-	-	16.0	0.2%
직접 서비스	13.4	13.4	-0.4%	12.0	11.5%	-	-	13.4	0.0%
모바일	82.8	-	-	41.6	99.0%	-	-	73.6	12.5%
영업이익	54.8	6.5	746.6%	33.5	63.6%	55.6	-1.4%	46.0	19.1%
세전이익	61.0	1.6	3721.6%	34.3	77.9%	-	-	46.6	30.9%
지배순이익	52.2	1.2	4353.4%	27.8	87.5%	44.4	17.6%	36.3	43.8%
영업이익률(%)	48.6%	26.1%	22.5%p	44.4%	4.3%p	51.8%	-3.2%p	44.7%	3.9%p
순이익률(%)	46.3%	4.7%	41.6%p	36.9%	9.5%p	41.3%	5.0%p	35.2%	11.1%p

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

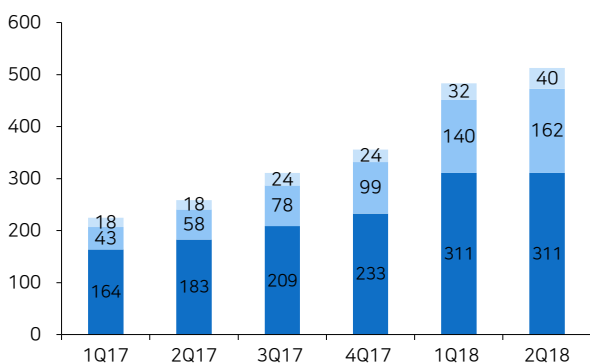
표2 펠어비스 분기별 실적 – 검은사막 IP 확장에 따른 계단식 성장

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	31.8	24.8	27.6	24.8	75.5	112.7	121.4	136.8	109.0	446.4	619.0
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	33.9	29.7	29.4	34.3	117.2	127.2	185.9
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	15.6	16.0	15.8	19.8	74.3	67.3	103.4
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	82.8	92.0	98.0	-	314.4	379.7
콘솔	-	-	-	-	-	-	-	4.5	-	4.5	23.3
영업비용	10.9	10.8	12.5	18.4	42.0	57.9	64.9	71.8	52.7	236.5	339.7
인건비	4.3	4.7	6.0	7.5	10.1	16.6	17.9	19.3	22.5	64.6	93.3
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	30.0	32.3	36.4	9.6	116.5	171.8
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	9.2	12.2	13.5	9.1	45.4	63.4
주식보상비용	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	1.1	5.1	4.4	4.8
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	0.8	1.2	1.2	5.2	4.4	5.1
영업이익	20.9	6.5	15.2	6.6	33.5	54.8	56.5	65.0	49.1	209.8	279.3
세전이익	18.0	1.6	16.1	1.7	34.3	61.0	57.1	65.7	37.4	218.0	282.0
지배순이익	15.2	1.2	13.6	1.1	27.8	52.2	44.5	51.2	31.1	175.7	220.0

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 인력의 증가

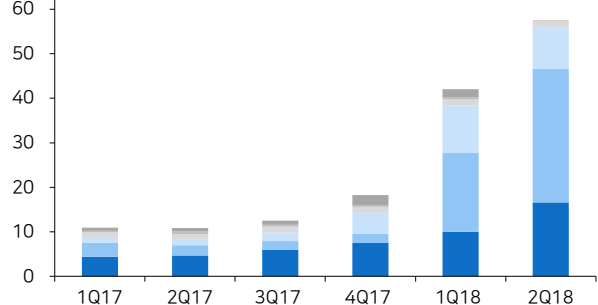
(명) ■ 자회사 ■ 사업/지원 ■ 개발직군



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 영업비용의 증가

(십억원) ■ 기타비용 ■ D&amp;A ■ 주식보상비용 ■ 광고선전비 ■ 지급수수료 ■ 인건비



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 펄어비스의 연간실적 추정 변경내역

(단위:십억원, 원)		2018E	2019E
매출액	수정후	446.4	619.0
	수정전	427.0	593.9
	% diff	4.5%	4.2%
영업이익	수정후	209.8	279.3
	수정전	192.7	257.5
	% diff	8.9%	8.5%
지배순이익	수정후	175.7	220.0
	수정전	153.4	203.0
	% diff	14.6%	8.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 검은사막M의 대만 사전예약자수 5일만에 100만 돌파, 2주만에 150만 돌파



자료: 펄어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
		(8/10)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E		(%)	2018E	2018E	2018E
한국	넷마블	9.7	2,012.3	2,681.1	330.7	631.0	35.3	21.0	32.1	1.1	6.6	2.4	18.7
	엔씨소프트	7.1	1,551.3	1,916.4	574.2	765.1	17.4	12.5	22.1	0.8	15.8	2.6	9.3
	펄어비스	2.7	408.2	591.0	208.5	319.9	15.2	10.3	19.7	0.8	49.1	6.5	11.3
	컴투스	1.6	484.7	614.6	161.6	212.8	11.7	9.5	15.7	0.7	18.9	2.0	5.4
미국	Blizzard	53.7	7,487.6	8,114.8	2,517.2	2,927.3	26.8	23.3	14.6	1.8	19.5	4.8	18.9
	EA	39.0	5,162.3	5,584.8	1,672.0	1,856.3	29.9	25.5	13.1	2.3	30.6	9.1	19.2
중국	Tencent	446.7	49,174.5	65,858.2	16,245.9	20,491.2	36.0	27.3	36.8	1.0	27.9	9.1	23.9
	Netease	29.6	10,015.4	12,485.4	1,303.8	1,576.2	21.4	17.2	21.2	1.0	16.3	3.8	18.6
	Perfect World	5.3	1,385.0	1,653.0	310.9	380.0	19.3	15.9	18.4	1.0	20.3	3.8	15.2
일본	Nintendo	46.8	9,609.6	11,907.3	1,572.6	2,585.0	33.3	20.8	28.7	1.2	10.6	3.3	22.7
	Nexon Japan	11.8	2,402.8	2,646.3	1,029.7	1,152.4	14.0	12.9	6.3	2.2	18.6	2.4	7.7
	Bandai Namco	7.2	3,791.3	4,242.6	312.5	385.2	109.8	57.2	49.8	2.2	9.1	9.0	17.5
	Cyberagent	8.3	5,938.8	6,284.0	576.0	705.6	20.2	16.4	12.1	1.7	12.4	2.4	8.3
	Square Enix	5.4	2,302.8	2,452.1	355.0	359.6	23.3	21.0	13.2	1.8	13.2	3.0	10.1
Global Average		48.2	7,266.2	9,073.7	1,940.8	2,453.4	29.5	20.8	21.7	1.4	19.2	4.6	15.1

주: 3yrs EPS CAGR은 2018~2021년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 대만 8월 1일 이후 사전예약자 현황은? 국내의 경우 출시 이후 과금 요소 지속 추가되었는데 대만 초기에 어떤 버전이 적용되는지?

**A**

- 7월 18일 사전예약 시작 후 첫날 56만명, 5일차에 100만명 돌파, 8월 1일에 150만명 돌파, 그 이후로도 빠르게 사전예약자수 증가하고 있음
- 대만 BM의 경우 한국과 큰 틀에서의 변화는 없음. 밸런스는 수정될 수 있으며 이는 출시 직전까지 고민이 필요한 부분

**Q** 최근 국내 경쟁 심화되면서 MMORPG 매출 감소. 3분기 국내버전 대규모 업데이트 효과가 있을지?

**A**

- 8월 16일 '검은사막 온라인'에서 인기 많았던 신규 캐릭터 '금수랑' 포함한 대규모 업데이트 예정
- 월드 경영 시스템 등 하반기에 다양한 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있음

**Q** 중국 시장에 대한 뷰는? 최근 중국 시장과 관련하여 상황이나 뷰에 변화된 부분이 있는지?

**A**

- 작년에 이어 올해 8월 3일에 개최한 차이나조이에도 스네일게임즈와 함께 참여해 검은사막 시연 및 홍보 진행
- 판호 관련 시장 상황은 공식적으로 업데이트할 내용이 없음
- 차이나조이의 경우 작년보다 시연 규모가 작아지긴 했으나 신규 캐릭터 '란' 등이 인기있었음

**Q** 신작 개발 진행중이고 해외 서비스 지역도 늘어났는데 하반기나 내년까지 보았을 때 인력 증가 추이를 어떻게 예상하는지?

**A**

- 직원의 수는 계속 늘어나고 있으며 충원 속도를 고려하면 올해 말에는 700명 내외가 될 것
- 이전에는 '검은사막 온라인' 글로벌 서비스 인력과 검은사막 모바일 개발 인력 확보에 집중. 2018년에는 '검은사막' 모바일 글로벌 서비스 인력 충원과 신작 개발 인력 확충해 나가고 있음
- 기존 개발 유지 위해 경력직 충원 지속하고 있으며 신규 인력을 기존 프로젝트 팀에 계속 투입. 신규 인력이 기존 팀에서 충분한 경험을 쌓게 한 후 신규 프로젝트로 순차 이동시켜 개발력 확충하는 것이 최우선

**Q** 일본은 굉장히 기대하고 있는 시장. 검은사막 게임 특성상 PvP를 즐기는 한국 유저보다는 육성/그래픽을 좋아하는 일본 유저의 선호도가 높을 것으로 생각됨. 내년 상반기까지 언급했는데 빠르게 출시하는 것과 신중하게 접근하는 것 중 어떤 방법이 더 적합할지?

- A**
- '검은사막 모바일'의 경우 해외 진출 순서가 8월 29일 대만 시작으로 4분기 동남아 출시 계획 중. 그 이후 일본/북미/유럽 시장에 내년 상반기까지 순차적 출시 예정
  - '검은사막 모바일' 한국 버전의 콘텐츠 수정을 적게 하면서 진출할 수 있는 국가 순으로 출시 순서를 정함
  - 일본의 경우 일부 콘텐츠가 현지 시장에 맞게 변경되어야 하기 때문에 개발 기간 고려해 대만과 동남아 출시 이후에 출시할 계획

**Q** '프로젝트 KB' 스크린샷 공개했는데 하반기에 플레이 영상 공개까지 가능한지? 어떤 게임인지? 콘솔/PC로 출시되는데 모바일까지 염두에 두고 개발하고 있는지?

- A**
- 연내 공개할 수 있는 수준으로 개발 완료하는 것이 목표
  - '검은사막 모바일'의 경우 작년 8월 플레이 영상 최초 공개, 이와 유사한 일정으로 게임 공개 이루어질 것
  - 마케팅 전략상 최적의 시기에 공개할 계획이며 꼭 이 두 프로젝트를 모두 올해에 공개하지 않을 수도 있음
  - '프로젝트 KB'는 PC와 콘솔 먼저 제작하고 있음. '검은사막'과 마찬가지로 PC/콘솔 먼저 출시한 후 모바일 버전 제작 예정

**Q** 3,4분기 및 내년 마케팅비 가이드는?

- A**
- 3분기에도 2분기와 유사한 수준에서 상황에 따라 증가할 수 있을 것
  - 한국의 경우 2분기보다 마케팅비 감소할 것으로 전망되나 대만 지역 출시에 따라 마케팅비 증가할 것으로 예상됨. 3분기 전체 마케팅 비용은 2분기보다 다소 증가할 것
  - 4분기에는 콘솔 런칭이 예정되어 있어 현재의 마케팅 기조는 연말까지 계속 유지될 것

**Q** 2분기 PC 버전 매출이 조금 빠졌는데 3분기 이후 트렌드는? 리마스터 버전이 매출에 끼칠 영향은?

- A**
- 일본의 경우 지난 2년 이래 최고 DAU 돌파, 최고 매출 기록하는 등 좋은 성과. 올해 오픈한 동남아 시장에서도 기대 이상의 실적 이어지고 있음
  - 일부 국가의 경우 대규모 무료아이템 지급이 있었으며 북미/유럽시장 비수기로 인해 2분기 매출 감소
  - 8월 말 예정되어 있는 글로벌 리마스터 버전 업데이트를 계기로 신규 및 복귀 유저 유입 기대. 3분기에는 충분히 반등할 수 있을 것으로 생각

## 필어비스 (263750)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	446.4	619.0	721.9
매출액증가율 (%)	55.5	752.1	38.7	16.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	446.4	619.0	721.9
판매관리비	30.7	236.5	339.7	317.2
영업이익	21.7	209.8	279.3	404.7
영업이익률	41.4	47.0	45.1	56.1
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	218.0	282.0	407.4
법인세비용	3.0	42.3	62.0	89.6
당기순이익	14.7	175.7	220.0	317.7
지배주주지분 순이익	14.7	175.7	220.0	317.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	175.2	214.8	317.8
당기순이익(손실)	14.7	175.7	220.0	317.7
유형자산상각비	0.7	0.8	0.6	0.5
무형자산상각비	0.3	0.6	0.5	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	-0.2	-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	171.2	201.7	304.5
기초현금	46.9	240.5	411.7	613.4
기말현금	240.5	411.7	613.4	917.9

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	452.4	656.3	970.5
현금및현금성자산	240.5	411.7	613.4	917.9
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	13.4	15.3	15.9
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	468.5	680.5
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	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	85.1	83.8	249.3	458.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	451.6	660.7

### Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	36,355	48,073	56,064
EPS(지배주주)	1,293	14,314	17,082	24,676
CFPS	2,139	15,027	17,701	25,280
EBITDAPS	1,989	17,204	21,779	31,506
BPS	22,807	25,024	35,070	51,309
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	15.8	13.3	9.2
PCR	115.7	15.1	12.8	9.0
PSR	53.8	6.2	4.7	4.0
PBR	10.9	9.0	6.5	4.4
EBITDA	22.7	211.2	280.4	405.7
EV/EBITDA	120.3	11.8	8.2	4.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	58.8	56.9	57.1
EBITDA 이익률	43.3	47.3	45.3	56.2
부채비율	7.8	8.0	3.7	3.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	29,569.2	-	-
매출채권회전율(x)	4.2	23.8	27.4	26.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 13일 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 이용하시는분은 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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

