

펄어비스(263750)

충분히 잘하고 있다

검은사막 모바일의 성공적인 대만 진출

‘검은사막 모바일’은 성공적인 사전 예약을 통해 확보한 견고한 이용자 층을 기반으로 대만에서 양호한 초기 성과를 시현 중이다. 출시 첫날 iOS 매출 순위 1위를 기록했으며 구글 플레이 매출 순위 또한 출시 이틀 만에 2위까지 상승했다. ‘검은사막 모바일’의 경우 초기 과금 요소가 제한적이며 특정 레벨 달성 이후 과금 요소가 증가되기 때문에 출시 효과 소멸 이후에도 안정적인 매출 수준이 유지될 전망이다. 우리는 예상치를 상회한 사전 예약자수와 국내 ‘검은사막 모바일’의 완만한 매출 감소 속도를 반영해 2018년 ‘검은사막 모바일’의 대만 일평균 매출액을 5.8억원으로 기존 대비 9.5% 상향한다.

효율적인 업데이트 효과에 따른 견고한 기존 사업

주기적인 업데이트 효과로 국내 ‘검은사막 모바일’ 또한 기대 이상의 일평균 매출액 수준을 유지 중인 것으로 파악된다. 신규 서버와 클래스가 추가된 지난 8월 16일 업데이트 이후 DAU가 13% 증가하는 등 주요 이용자 지표가 의미 있게 개선되었다. 경쟁 신작의 부재 또한 지속되고 있어 이용자 이탈에 따른 매출 감소 가능성도 낮다. 이를 감안해 우리는 3분기 국내 ‘검은사막 모바일’의 일평균 매출액을 기존 추정치 대비 14.3% 상향한 7.3억원으로 추정한다. 한편 ‘검은사막 PC’에 대한 리마스터링이 적용됨에 따라 국내 및 북미 지역 트래픽이 적용 전 대비 23% 증가해 PC 부문의 반등 또한 기대된다.

매수의견 및 목표주가 290,000원 유지

펄어비스에 대한 매수의견과 목표주가 290,000원(12MF EPS에 target PER 17.1배 적용)을 유지한다. 구글 플레이 매출 순위가 2위에 머무르고 있다는 점과 중국 게임 시장 진출에 대한 회의적인 분위기로 인해 전일 주가가 큰 폭 하락했다. 하지만 ‘검은사막 모바일’의 경우 iOS와 구글 플레이 매출 비중에 큰 차이가 없어 상대적으로 구글 플레이 매출이 높은 경쟁작과의 직접적인 비교에는 무리가 있다. 또한 중국 매출이 현 컨센서스에 반영된 부분은 극히 제한적으로 판호 발급 여부 보다는 일본 등 신규 지역 진출을 통한 외형 성장 가능성에 주목해야 할 시점이다.

	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	457	220	195	16,637	1,086.7	222	15.3	12.8	6.9	52.3	-
2019F	594	287	251	20,970	26.0	291	12.2	8.9	4.5	42.1	-
2020F	696	327	260	21,720	3.6	331	11.7	7.1	3.3	30.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 290,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(9/3)	2,307
주가(9/3)	240,000
시가총액(십억원)	3,090
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	284,200/98,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,613
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.8/8.9
주요주주(%)	김대일 외 8인 46.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.1	(15.6)	-
KOSDAQ 대비(%p)	(0.5)	(10.5)	-

주가추이



자료: WISEFn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	31.8	33.0	27.6	24.8	75.5	112.7	120.3	148.8	117.2	457.3	593.9
PC	30.9	31.9	27.9	24.7	34.0	29.9	31.6	31.9	115.4	127.3	121.1
국내	5.1	4.5	4.7	5.1	6.0	3.9	4.5	4.7	19.4	19.1	17.8
미주/유럽 외	7.3	11.9	11.8	10.5	13.3	10.9	11.9	12.1	41.5	48.2	44.5
아시아	18.5	15.5	11.4	9.1	14.7	15.1	15.2	15.0	54.5	60.0	58.8
신규 플랫폼					41.6	82.8	88.8	114.9		330.1	442.9
모바일					41.6	82.8	88.8	102.9		316.1	403.9
국내					41.6	82.8	65.5	55.7		245.6	178.8
해외							23.3	47.3		70.5	225.1
콘솔								12.0		14.0	38.9
영업비용	10.9	10.8	12.5	18.2	41.9	57.9	63.2	74.3	52.4	237.3	306.6
인건비 및 SBC	5.4	5.9	7.1	8.7	11.1	16.0	17.6	19.9	27.2	64.6	85.7
지급수수료	3.2	2.3	1.9	2.1	17.8	30.0	32.0	39.6	9.6	119.5	158.1
광고선전비	1.3	1.2	1.5	5.2	10.5	9.2	10.7	11.8	9.1	42.2	49.2
감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	1.6	2.9	3.5
기타비용	0.7	1.1	1.6	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	5.0	8.2	10.1
영업이익	20.9	22.2	15.1	6.6	33.6	54.8	57.2	74.5	64.8	220.0	287.4
<i>영업이익률</i>	<i>65.7%</i>	<i>67.2%</i>	<i>54.8%</i>	<i>26.6%</i>	<i>44.5%</i>	<i>48.7%</i>	<i>47.5%</i>	<i>50.1%</i>	<i>55.3%</i>	<i>48.1%</i>	<i>48.4%</i>
세전이익	21.8	17.3	15.1	1.5	34.3	61.0	60.6	79.4	55.7	235.3	305.8
순이익	15.2	19.6	13.4	1.3	27.8	52.2	49.7	65.1	49.5	194.8	250.8
<i>순이익률</i>	<i>47.8%</i>	<i>59.3%</i>	<i>48.5%</i>	<i>5.2%</i>	<i>36.9%</i>	<i>46.3%</i>	<i>41.3%</i>	<i>43.7%</i>	<i>42.2%</i>	<i>42.6%</i>	<i>42.2%</i>

자료: 필어비스, 한국투자증권

〈표 2〉 대만 모바일 앱 top 10 순위 장르 및 퍼블리셔

순위	iOS 앱스토어			구글 플레이		
	이름	장르	퍼블리셔	이름	장르	퍼블리셔
1	검은사막 모바일	MMORPG	필어비스	리니지 M	MMORPG	Gamania
2	리니지 M	MMORPG	Gamania	검은사막 모바일	MMORPG	필어비스
3	메이플스토리 M	MMORPG	넥슨	페이트/그랜드 오더	RPG	Gametopia
4	라그나로크 M	MMORPG	Gravity Corporation	老子有錢	카지노	Galaxy Online
5	페이트/그랜드 오더	RPG	Gametopia	真三國大戰 2	RPG	GAE
6	펜타스툼	MOBA	Garena Online	에노키안의 전설	퍼즐	Mad Head
7	Xin-stars 온라인	카지노	Wanin International	프린세스 커넥트	RPG	So-net
8	에노키안의 전설	퍼즐	Mad Head	蒼之紀元	RPG	Etolies
9	老子有錢	카지노	Galaxy Online	라그나로크 M	MMORPG	Gravity Corporation
10	Knives Out	배틀로얄	LongE	메이플스토리 M	MMORPG	넥슨

주: 9월 3일 기준

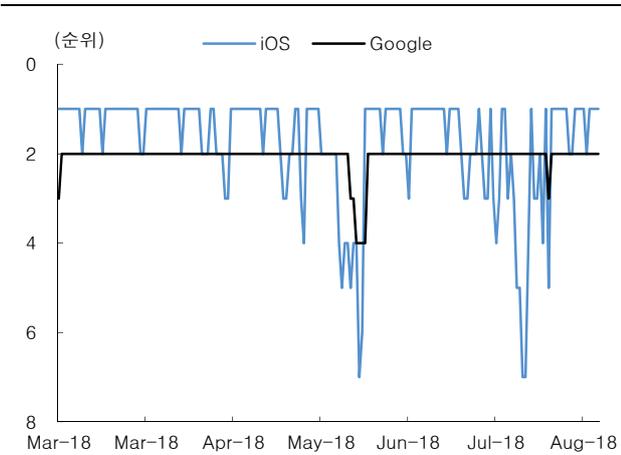
자료: App Annie, 한국투자증권

〈표 3〉 필어비스 신작 출시 일정

게임명	지역	장르	플랫폼	출시일
검은사막 온라인	중국	MMORPG	PC	미정
검은사막 Xbox	북미/유럽	MMORPG	콘솔	4Q18 (가을 베타 버전 공개 예정)
검은사막 모바일	일본	MMORPG	모바일	
검은사막 모바일	글로벌	MMORPG	모바일	2019
검은사막 콘솔	글로벌	MMORPG	콘솔	
검은사막 콘솔	일본	MMORPG	콘솔	
프로젝트 K	국내	MMO+FPS+AOS	PC/콘솔	
프로젝트 V	국내	MMO+Casual	모바일	

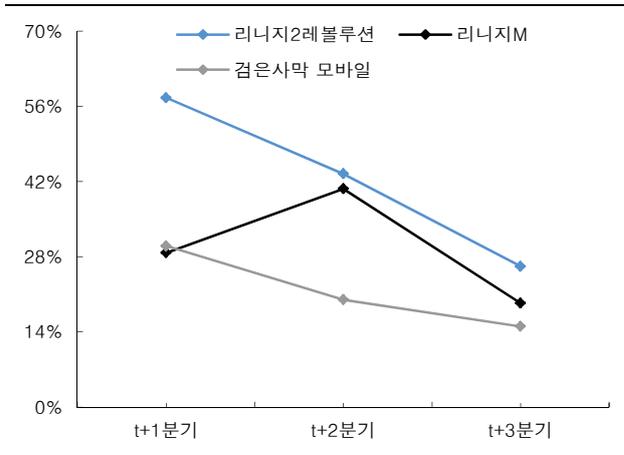
자료: 필어비스, 한국투자증권

[그림 1] 검은사막 모바일 국내 매출 순위 추이



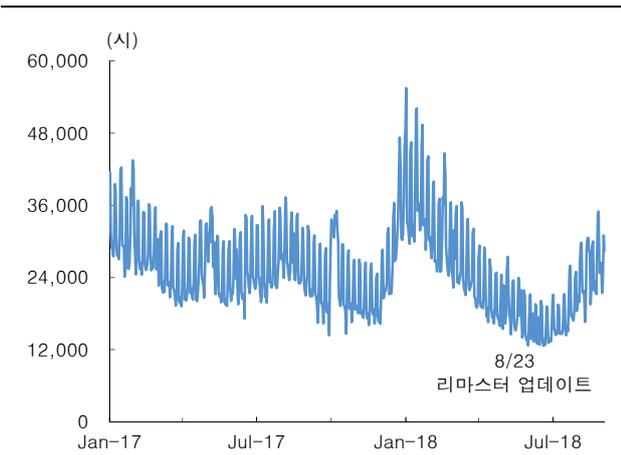
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 경쟁 MMORPG 대비 완만한 매출 감소세



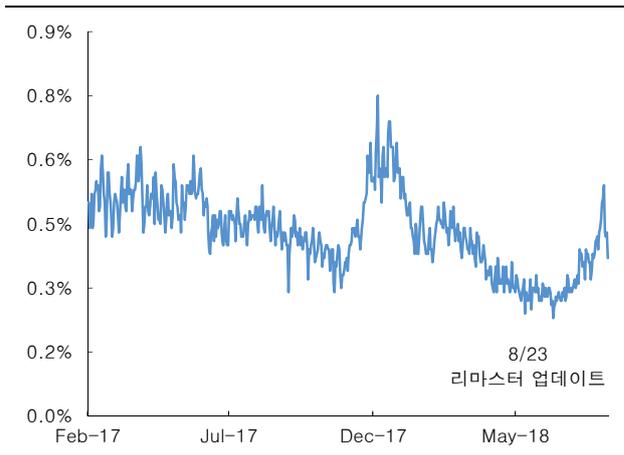
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 검은사막 온라인 PC방 총 사용시간



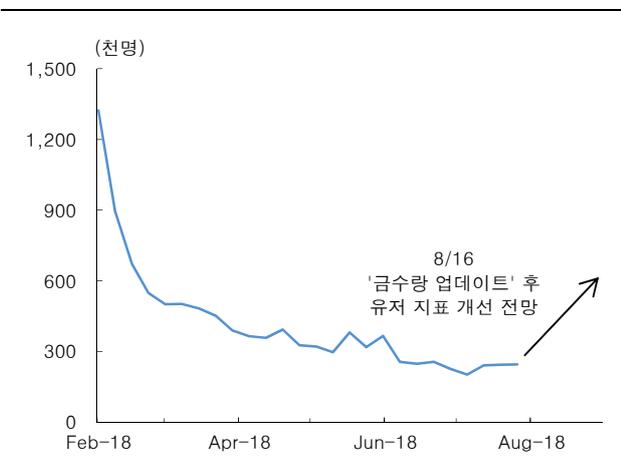
자료: 게임트릭스, 한국투자증권

[그림 4] 검은사막 온라인 PC방 점유율



자료: 게임트릭스, 한국투자증권

[그림 5] 검은사막 모바일 순 이용자



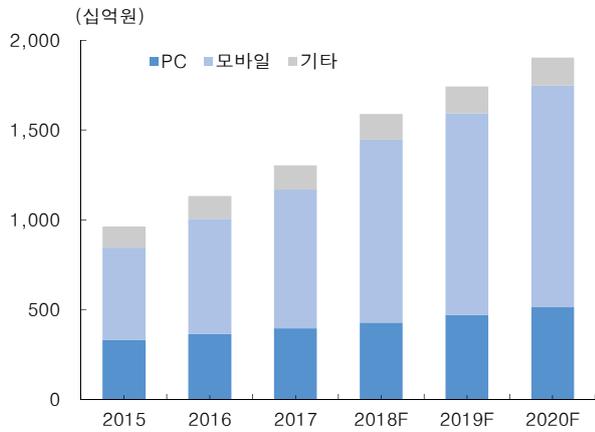
자료: 코리안클릭, 한국투자증권

[그림 6] 검은사막 모바일 총 체류시간



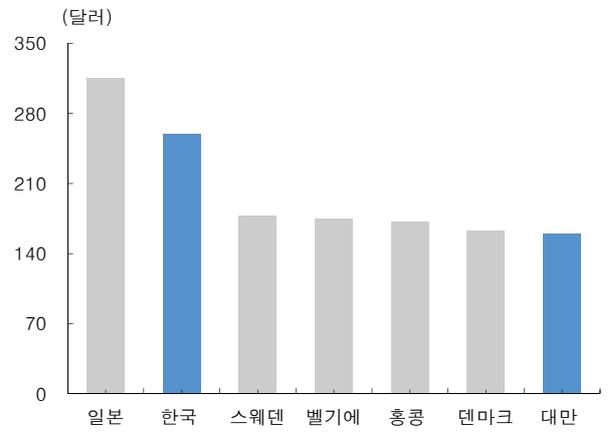
자료: 코리안클릭, 한국투자증권

[그림 7] 대만 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

[그림 8] 주요 국가 모바일 게임 연간 ARPPU



자료: Newzoo, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

펠어비스는 2010년 9월 설립된 온라인 게임 개발사로 한국, 미국, 일본 등 다수의 지역에서 대표게임인 ‘검은사막’ 을 서비스하고 있음. 지속적인 서비스 지역 확장을 통해 외형 성장을 시현하고 있으며 2018년에는 ‘검은사막’ IP 기반의 모바일 및 콘솔 게임 출시를 통해 글로벌 게임 시장 내 입지를 강화할 계획임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	40	280	472	722	980
현금성자산	31	241	415	653	900
매출채권및기타채권	9	17	16	21	24
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4	17	28	36	45
투자자산	0	3	5	6	7
유형자산	1	6	11	16	21
무형자산	0	4	5	6	8
자산총계	44	297	500	759	1,025
유동부채	9	20	24	30	35
매입채무및기타채무	2	9	9	12	14
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	2	6	8	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	0	0	0	0
부채총계	23	21	30	38	45
지배주주지분	22	275	470	721	981
자본금	0	6	6	6	6
자본잉여금	1	181	181	181	181
기타자본	0	3	3	3	3
이익잉여금	20	85	280	531	791
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	275	470	721	981

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	27	190	250	263
당기순이익	24	15	195	251	260
유형자산감가상각비	0	1	2	2	3
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(5)	7	(12)	(5)	(2)
기타	4	4	4	1	1
투자활동현금흐름	(1)	(8)	(15)	(12)	(16)
유형자산투자	(1)	(4)	(6)	(7)	(8)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(2)	(1)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
기타	0	(1)	(7)	(3)	(4)
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	174	239	246

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

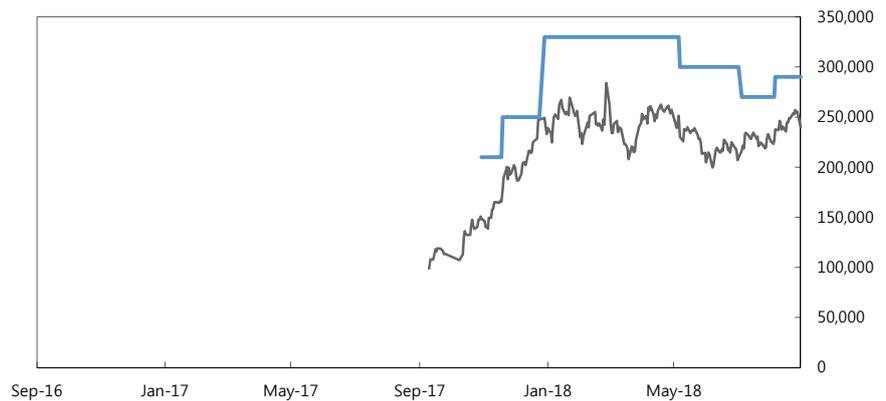
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	52	457	594	696
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	52	457	594	696
판매관리비	6	31	237	307	370
영업이익	28	22	220	287	327
금융수익	1	1	15	18	20
이자수익	0	1	2	3	4
금융비용	1	5	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	18	235	306	346
법인세비용	4	3	40	55	87
연결당기순이익	24	15	195	251	260
지배주주지분순이익	24	15	195	251	260
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	14	195	251	260
지배주주지분포괄이익	24	14	195	251	260
EBITDA	29	23	222	291	331

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	223	1,402	16,637	20,970	21,720
BPS	2,107	23,166	36,838	56,315	76,489
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	55.5	773.1	29.9	17.2
영업이익증가율	NM	(23.0)	916.1	30.6	13.6
순이익증가율	NM	(39.7)	1,222.5	28.7	3.6
EPS증가율	NM	528.4	1,086.7	26.0	3.6
EBITDA증가율	NM	(20.5)	880.7	30.8	13.9
수익성(%)					
영업이익률	83.5	41.3	48.1	48.4	46.9
순이익률	72.5	28.1	42.6	42.2	37.3
EBITDA Margin	84.6	43.3	48.6	48.9	47.5
ROA	55.1	8.6	48.9	39.8	29.1
ROE	112.9	9.9	52.3	42.1	30.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(25)	(262)	(442)	(683)	(935)
차입금/자본총계비율(%)	27.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	176.6	15.3	12.2	11.7
PBR	NM	10.7	6.9	4.5	3.3
EV/EBITDA	NM	118.3	12.8	8.9	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
펠어비스(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	-16.1	-13.1
	2018.08.10	매수	290,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 3일 현재 펠어비스 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 펠어비스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 높게 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.