

펄어비스(263750)

매수(유지)

목표주가: 320,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(9/7)	2,282
주가(9/7)	242,800
시가총액(십억원)	3,126
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	284,200/98,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,507
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.8/9.5
주요주주(%)	김대일 외 8 인 46.9

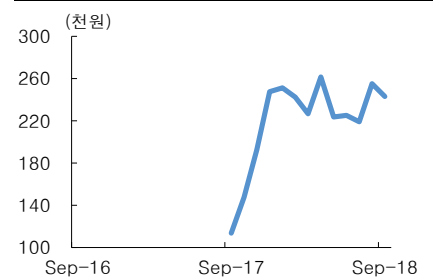
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	16,637	16,637	-
2019F	20,970	20,970	-
2020F	21,720	21,720	-

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	3.8	-
KOSDAQ 대비(%p)	3.5	6.4	-

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

부담 없는 가격으로 얻은 시너지

CCP Games 인수를 통한 라인업 및 이용자 기반 강화

CCP Games 인수에 따른 다양한 시너지가 기대된다. 안정적인 매출을 창출 중인 'EVE Online'이 라인업에 추가됨에 따라 매출 안정성이 강화되었으며 단일 게임에 대한 의존도도 점차 축소될 전망이다. SF 장르 개발 노하우 확보를 통해 향후 글로벌 확장이 더욱 효율적으로 진행될 것이다. 한편 CCP Games는 2020년까지 4종의 신작 출시를 계획 중으로 펄어비스의 신작 라인업에 대한 우려를 해소할 수 있을 전망이다.

검은사막 모바일의 순조로운 해외 진출

'검은사막 모바일'은 대만에서 양호한 초기 성과를 유지 중이다. IP 인지도를 활용한 견고한 이용자 기반과 주기적인 업데이트를 통해 출시 이후 꾸준히 양대 마켓 매출 상위권을 유지 중이다. 한편 4분기와 2019년 초에는 동남아 및 일본 출시가 예정되어 있어 해외 매출의 지속적인 증가가 예상된다.

매수의견 유지, 목표주가 320,000원으로 상향

매수의견을 유지하며 목표주가를 320,000원(19F 기준 펄어비스와 CCP Games의 가치 합산)으로 10.3% 상향한다. 인수를 통해 강화된 기존 및 신규 게임 라인업과 이용자 기반의 확대가 긍정적이다. 국내 '검은사막 모바일'의 매출 수준이 기대보다 높은 수준에서 안정화되었다는 점과 대만에서의 양호한 초기 성과 또한 향후 기업가치 상승을 이끌 요인이다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	34	52	457	594	696
영업이익(십억원)	28	22	220	287	327
세전이익(십억원)	28	18	235	306	346
순이익(십억원)	24	15	195	251	260
EBITDA(십억원)	29	23	222	291	331
순차입금(십억원)	(25)	(262)	(442)	(683)	(935)
영업이익률(%)	83.5	41.3	48.1	48.4	46.9
ROE(%)	112.9	9.9	52.3	42.1	30.5
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
EPS(원)	223	1,402	16,637	20,970	21,720
(EPS 증가율, %)	NM	528.4	1,086.7	26.0	3.6
BPS(원)	2,107	23,166	36,838	56,315	76,489
DPS(원)	0	0	0	0	0
PER(x)	NM	176.6	14.6	11.6	11.2
PBR(x)	NM	10.7	6.6	4.3	3.2
EV/EBITDA(x)	NM	118.3	12.1	8.4	6.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Contents

1. CCP Games 인수를 통한 포트폴리오 강화	2
<hr/>	
1. 'EVE Online' 개발사 CCP Games 인수	
2. 인수를 통한 캐시카우 및 서구권 이용자 확보	
3. 신작 부재에 대한 우려 해소될 전망	
2. '검은사막' 또한 여전히 견조하다	7
<hr/>	
1. '검은사막 모바일'의 해외 진출을 위한 성공적인 첫걸음	
2. 국내 '검은사막 모바일'과 기존 PC 사업의 반등	
3. Valuation 및 Earnings Summary	10
<hr/>	
1. 매수의견 유지, 목표주가 320,000원으로 상향	
2. 펄어비스 및 CCP Games 실적 전망	
기업개요 및 용어해설	12
<hr/>	

리포트 작성 목적

- CCP Games 인수 시너지 반영해 목표주가 320,000원으로 상향
- CCP Games 향후 실적 추정 전망 및 보유 게임들에 대한 정보 제공
- ‘검은사막 모바일’의 국내 및 해외 성과 업데이트

I. CCP Games 인수를 통한 포트폴리오 강화

1. ‘EVE Online’ 개발사 CCP Games 인수

CCP Games 인수를 위한
2,524억원 규모의 투자

펄어비스는 지난 6일 아이슬란드의 SF(Science Fiction) MMORPG(Massively Multiplayer Online Role Playing Game) 개발사인 CCP Games의 지분 100%를 2,524억원에 인수했다고 발표했다. 향후 성과 달성 여부에 따라 최대 2억달러의 언아웃 지급금을 추가 지불할 계획도 공개했다. 대표 게임은 ‘EVE Online’으로 2003년 출시 이후 4,000만명 이상의 누적 가입자를 보유 중이며 2017년 기준 매출 비중은 77.9%이다. 핵심 서비스 지역은 북미 및 유럽 지역으로 2017년 12월까지의 누적 매출 비중은 각각 52.2%와 37.5%이다.

<표 1> 인수 세부 내용

1. 발행회사	회사명	CCP hf.		
	국적	아이슬란드	대표자	Hilmar Veigar Petursson
	자본금(원)	106,741,167	회사와 관계	-
	발행주식총수(주)	10,430,568	주요사업	게임개발
- 최근 6월 이내 제3자 배정에 의한 신주취득 여부		아니오		
2. 양수내역	양수주식수(주)	10,430,568		
	양수금액(원)(A)	252,465,840,000		
	총자산(원)(B)	296,580,573,490		
	총자산대비(%) (A/B)	85.13		
	자기자본(원)(C)	282,982,226,915		
	자기자본대비(%) (A/C)	89.22		
3. 양수후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	10,430,568		
	지분비율(%)	100.0		
4. 양수목적	신규 IP 확보 및 게임 개발력 확대			
5. 양수예정일자	2018년 10월 20일			

자료: 펄어비스, 한국투자증권

사업 정상화 가정할 시의
인수 밸류에이션은
적정한 수준

부담스럽지 않은 인수 결정이다. CCP Games의 2016년과 2017년 매출액은 각각 8,614만달러(+31.1% YoY), 8,138만달러(-5.5% YoY)를 기록했다. 동기간 순이익은 2,140만달러(+3.2% YoY)에서 338만달러(-84.2% YoY)로 감소했으나 이는 VR 사업 중단 관련 상각 비용에 따른 일시적 실적 악화로 정상화를 가정할 시 인수 밸류에이션은 11.6~12.3배로 추정된다. 신규 MMORPG 라인업 및 서구권 이용자층 확보 등의 시너지를 감안할 때 적정 수준이다.

〈표 2〉 CCP Games 연간 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	65.3	76.7	68.6	65.7	86.1
구독 및 아이템	62.8	70.3	64.1	53.3	73.3
상품 판매	0.9	2.5	1.4	1.1	0.4
로열티 및 라이선스	1.7	3.9	3.1	5.3	7.4
기타				6.0	5.0
지역별 매출액	65.3	76.7	68.6	65.7	86.1
북미	33.5	37.4	33.9	33.4	46.5
유럽	25.1	29.6	26.1	24.2	31.2
아시아	2.4	5.2	4.7	4.9	4.4
기타	4.3	4.4	3.9	3.2	4.0
지역별 매출 비중					
북미	51.3%	48.8%	49.4%	50.8%	54.0%
유럽	38.5%	38.6%	38.0%	36.9%	36.2%
아시아	3.7%	6.8%	6.8%	7.4%	5.2%
기타	6.6%	5.7%	5.7%	4.8%	4.6%
매출원가	4.8	6.9	6.5	4.3	6.8
영업비용	57.7	99.3	123.8	40.9	53.2
R&D	16.5	56.6	85.8	16.9	17.9
퍼블리싱	9.6	9.1	7.3	5.2	6.0
마케팅	12.6	14.9	11.6	7.6	12.9
일반관리비	19.0	18.8	19.1	11.2	16.4
영업이익	2.8	(29.4)	(61.7)	20.6	26.1
영업이익률	4.3%	(38.4%)	(90.0%)	31.3%	30.3%
세전이익	3.9	(30.4)	(65.9)	18.9	24.6
순이익	4.7	(21.4)	(64.2)	20.7	21.4

자료: CCP Games, 한국투자증권

〈표 3〉 조건부 대가의 지급 조건

회계연도	추가 매매대금 지급 기준 및 금액
2019년	조정 영업이익이 2,500만달러를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 - 2,500만달러) x 4 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 1억달러
2020년	조정 영업이익이 4,000만달러를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 1. 조정 영업이익이 5,000만달러 미만인 경우 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 - 4,000만달러) x 4 2. 조정 영업이익이 5,000만달러 이상인 경우 - 추가 매매대금 = (5,000만달러 - 4,000만달러) x 4 + (조정 영업이익 - 5,000만달러) x 5 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 1억달러

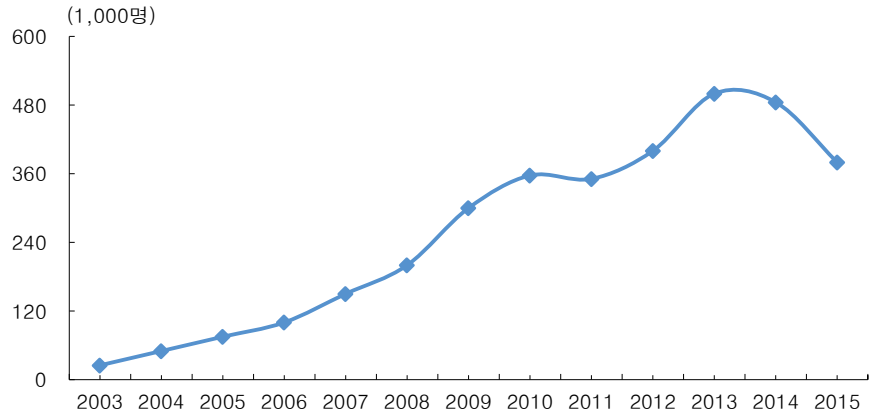
자료: 펠어비스, 한국투자증권

2. 인수를 통한 캐시카우 및 서구권 이용자 확보

긴 역사를 가진 안정적인
캐시카우 확보 긍정적

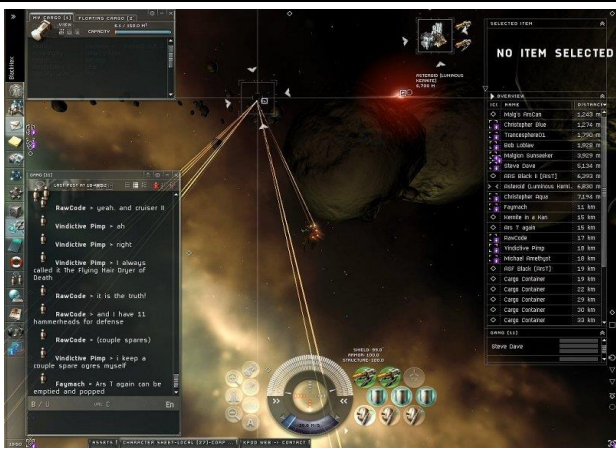
‘EVE Online’은 2003년 서비스를 시작한 이후 북미와 유럽 시장을 중심으로 성장했다. 높은 난이도와 경쟁 게임들의 출시로 이용자 수가 많은 편은 아니다. 하지만 차별화된 자유도 및 경제 시스템 구축을 기반으로 핵심 이용자층을 유지 중이다. 글로벌 이용자들이 단 하나의 서버에서 플레이하기 때문에 신규 이용자의 유입 없이도 모든 시간대에 다양한 콘텐츠를 즐길 수 있다는 점도 차별점이다. 한편 2016년 부분 유료화로 변경 이후 신규 이용자 수도 점진적으로 증가하고 있으며 꾸준한 업데이트를 통해 기존 사용자들의 이탈을 최소화하고 있다.

[그림 1] EVE Online: Active 이용자 수 추이



자료: CCP Games, 한국투자증권

[그림 2] EVE Online 플레이화면



자료: CCP Games, 한국투자증권

[그림 3] EVE Online 2018 페스티벌



자료: CCP Games, 한국투자증권

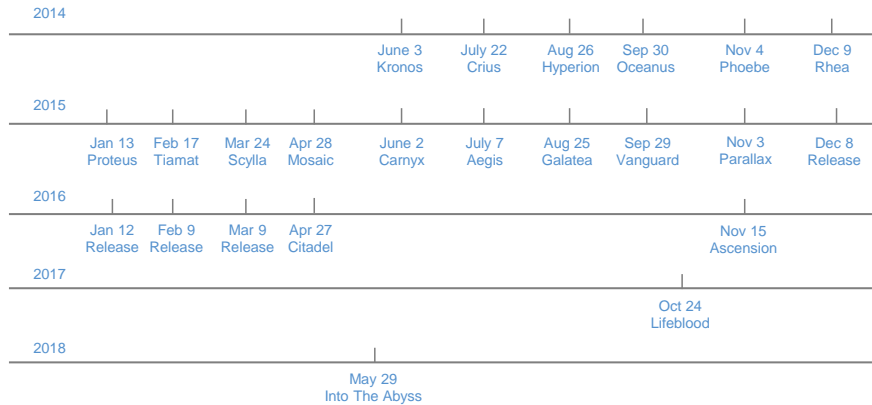
주기적인 업데이트와 높은
이용자 충성도와의 시너지
기대

‘EVE Online’은 출시 이후 신규 지역 출시 및 밸런스 조정 등 다양한 업데이트를 진행하고 있다. 신규 게임이 아니라는 점과 높은 난이도를 감안할 시 신규 이용자 유입을 통한 폭발적인 확대는 기대하기 어렵다. 하지만 ‘EVE Online’의 경우 매년 주최되는 오프라인 행사에 글로벌 이용자들이 모일 정도로 기존 이용자들의 충성도는 높다. 대규모 전투에서는 전투 당 3억원 이상의 아이템이 소모될 정도로 핵심 이용자들의 과금 성향도 높다. 대규모 업데이트를 통한 휴면 이용자들의 복귀 및 지속적인 ARRPU(average revenue per paying user)의 상승을 통한 안정적인 성장이 기대된다. 매출 규모의 차이는 있을 수 있지만 ‘리니지1’과 비교할 수 있는 장기 흥행도 가능할 전망이다.

서구권 이용자 기반의
확대와 신규 장르 관련
노하우 확보는 +α

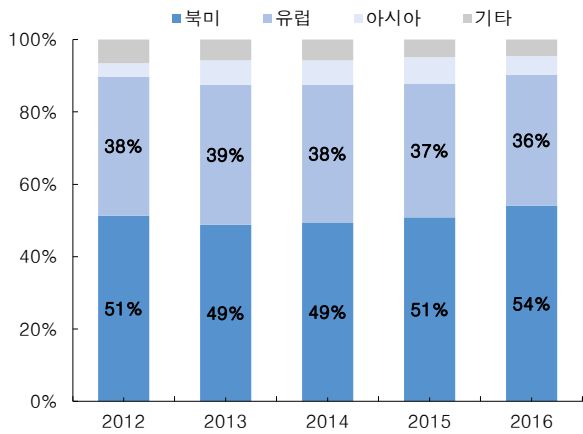
이번 인수가 외형 성장에 미치는 영향은 단기적으로는 제한적일 수 있다. 하지만 CCP Games 인수를 통해 펠어비스는 국내 개발사들이 익숙하지 않은 SF 기반 MMORPG 개발에 대한 노하우를 확보할 수 있을 전망이다. 또한 아직까지는 국내 개발사들의 영향이 미미한 서구권 지역 이용자들에 대한 접점을 확보했기 때문에 향후 신작들의 서구권 진출이 용이해질 것으로 예상된다.

[그림 4] EVE Online 업데이트 내역



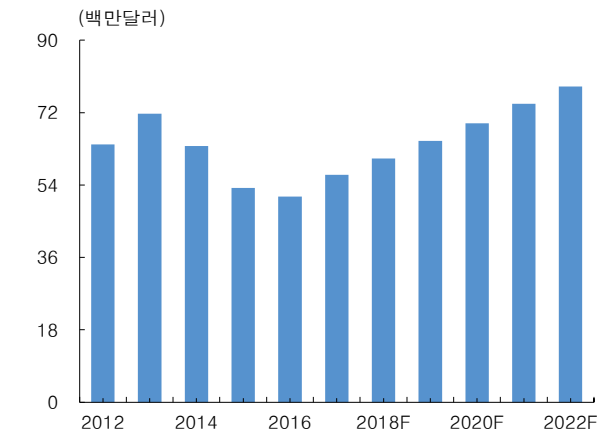
자료: CCP Games, 한국투자증권

[그림 5] CCP Games 지역별 매출 비중



자료: CCP Games, 한국투자증권

[그림 6] EVE Online 매출액 추이 및 전망

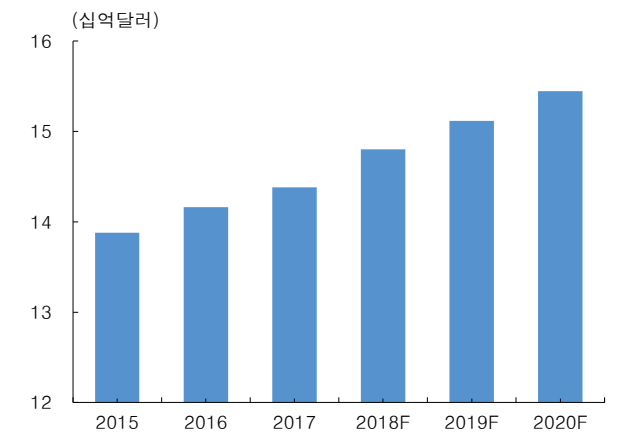


자료: CCP Games, 펠어비스, 한국투자증권

EVE Online 중국 매출의 반등 기대

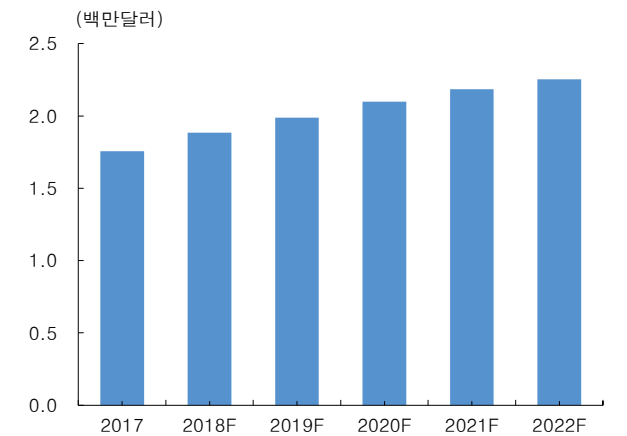
퍼블리셔 변경에 따른 중국 매출의 반등도 가능할 전망이다. EVE Online은 모든 글로벌 이용자가 ‘Tranquility’라고 불리는 단일 서버에서 플레이했으나 규제 강도가 높은 중국의 이용자들은 ‘Serenity’라는 지역 서버에서 게임을 플레이했다. CCP Games는 8월 초 중국 퍼블리셔 변경을 발표했고 오는 10월부터 Netease가 Serenity 서버를 운영 및 관리할 예정이다. 최근 게임 사업에 대한 중국 정부의 강력한 규제가 risk 요인으로 남아있으나 과거부터 축적된 운영 노하우 및 이용자 접점을 감안할 때 퍼블리셔의 변경은 중국 EVE Online의 향후 성과에 긍정적인 것으로 예상된다. 한편 CCP Games와 Netease는 2020년 출시를 목표로 EVE Online IP 기반의 모바일 신작인 ‘EVE: Project Galaxy’를 공동 개발 중으로 Netease의 적극적인 서포트가 기대된다.

[그림 7] 중국 온라인 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

[그림 8] EVE Online 중국 매출액 추이 및 전망



주: 중국 매출은 로열티로 인식
 자료: CCP Games, 펠어비스, 한국투자증권

3. 신작 부재에 대한 우려 해소될 전망

신작 관련 불확실성 일부 해소될 전망

CCP Games 인수로 인해 펠어비스의 신작 관련 불확실성이 일부 해소될 전망이다. 펠어비스는 연내 ‘Project K’와 ‘Project V’를 공개할 예정이었으나 아직 출시 시기에 대해서는 불확실성이 남아있었다. 기존 IP를 활용하지 않은 신작들이라는 점에서 흥행에 대한 예상도 쉽지 않았다. ‘검은사막’ IP에 대한 높은 의존도 또한 상장 시기부터 이어진 우려 사항이었다.

CCP Games는 총 4종의 신작 라인업 보유

CCP Games는 2018년 하반기 모바일 신작(Project Foundation – EVE: War of Ascension)을 시작으로 2020년까지 2종의 PC 신작(Project Nova, Project Omega)과 1종의 모바일 신작(Project EVE Mobile)을 출시할 예정이다. ‘EVE: War of Ascension’은 전략 장르 게임으로 아시아보다는 서구권 흥행이 기대된다. Netease와 공동 개발 중인 ‘Project EVE Mobile’은 MMORPG 장르로 IP 인지도 측면에서 서구권 흥행 가능성이 높다. 또한 Netease와의 관계를 감안할 때 향후 중국 판호에 대한 분위기가 개선될 시 세계 최대 게임 시장으로의 진출도 가능하다.

서구권 모바일 MMORPG 시장 진출에 대한 기대감 점차 확대될 전망

펠어비스는 ‘검은사막 모바일’의 북미 및 유럽 지역 출시를 2019년 상반기 중으로 계획 중이다. ‘검은사막 PC’의 경우 북미 지역에서 성공한 아시안 MMORPG 중 하나로 IP 인지도는 만족할 수준까지 상승한 상황이다. 아직까지 동일 지역에서 흥행에 성공한 모바일 MMORPG가 없다는 우려도 존재하지만 인수를 통해 확보한 서구권 MMORPG 시장 관련 노하우를 통해 흥행 가능성을 높일 수 있을 전망이다. 또한 2020년에는 ‘EVE Mobile’의 출시가 예정되어 있어 경쟁 개발사들 대비 순조로운 서구권 모바일 MMORPG 시장 진출이 가능할 것이다.

〈표 4〉 펠어비스 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	
Project Foundation		Strategy	모바일	2H18
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	
Project Nova		FPS	PC	2H19
Project Omega		MMORPG	PC	2020
Project EVE Mobile		MMORPG	모바일	2H20

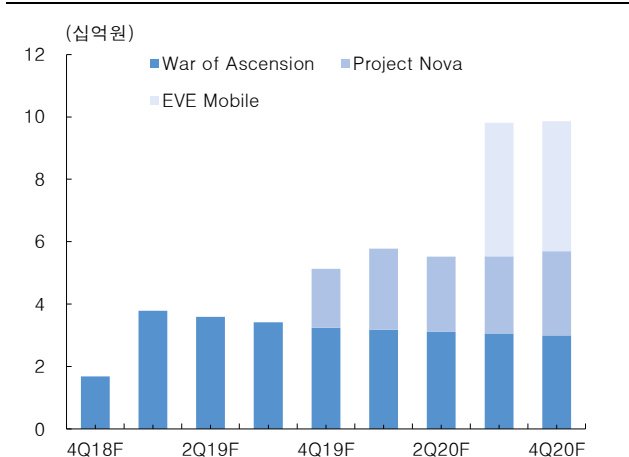
자료: 펠어비스, 한국투자증권

[그림 9] 차이나조이에서 공개된 ‘EVE Mobile’ 트레일러



자료: CCP Games, 한국투자증권

[그림 10] CCP Games 신작 게임 매출 추정



자료: 펠어비스, 한국투자증권

II. ‘검은사막’ 또한 여전히 견조하다

1. ‘검은사막 모바일’의 해외 진출을 위한 성공적인 첫걸음

2018년 ‘검은사막 모바일’
일평균 매출액 5.8억원으로
추정

‘검은사막 모바일’은 성공적인 사전 예약을 통해 확보한 견고한 이용자층을 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 예약자 수와 국내 ‘검은사막 모바일’의 완만한 매출 감소 속도를 반영해 2018년 ‘검은사막 모바일’의 대만 일평균 매출액을 5.8억원으로 추정한다.

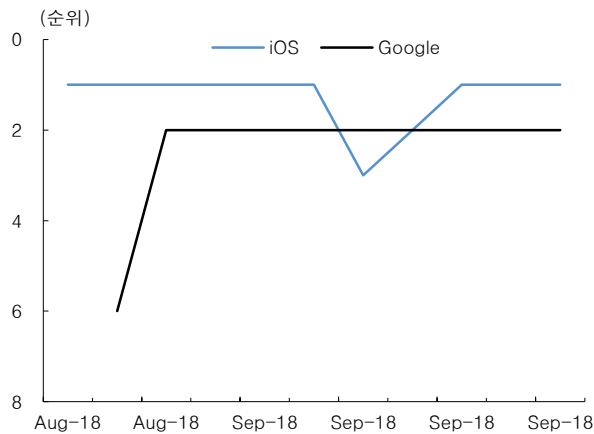
대만에서도 유효한 업데이트 효과

‘검은사막 모바일’의 대만 매출 순위가 ‘페이트 그랜드 오더’와 ‘리니지M’ 프로모션 효과로 인해 일시적으로 하락함에 따라 전반적인 매출 수준에 대한 우려가 존재했다. 하지만 첫 업데이트가 적용된 임시 점검 이후 iOS 1위를 빠르게 탈환했으며 Google Play 매출 순위도 2위를 유지 중이다. ‘리니지M’ 대비 낮은 ARPPU와 Google Play 매출 비중을 감안할 때 추가적인 매출 순위 상승을 기대하기는 어려울 수 있다. 하지만 지속적인 업데이트를 통해 국내와 같이 매출 순위 상위권을 안정적으로 유지할 수 있을 것으로 기대한다.

추가 신규 지역에서도 흥행 가능성 높을 전망

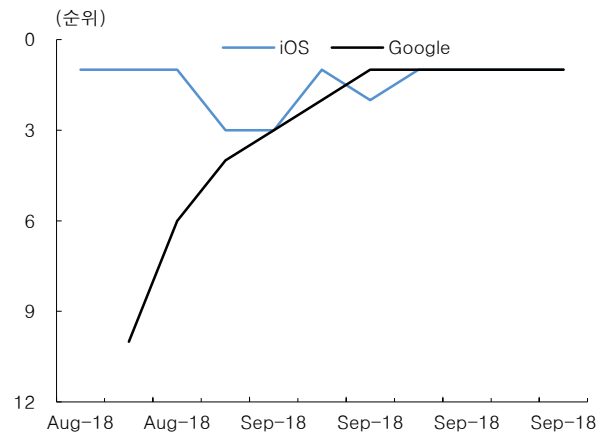
추가 신규 지역 내에서의 흥행 가능성도 높을 것으로 예상된다. 4분기로 출시가 예정된 동남아의 경우 ‘검은사막 온라인’의 직접 퍼블리싱을 통해 IP 인지도가 상승했으며 유사 게임인 ‘리니지2 레볼루션’ 또한 성공한 사례가 있어 흥행 가능성이 높을 것이다. 또한 ‘리니지2 레볼루션’ 대비 게임 플레이를 위한 과금 요구 사항이 낮아 라이프 사이클 또한 비교적 길 것으로 예상된다. 일본 역시 ‘검은사막 온라인’의 흥행, 대만의 80% 수준의 이용자층, 대만 대비 월등히 높은 모바일 게임 이용자들의 ARPPU를 고려할 시 의미 있는 성과를 시현할 전망이다.

[그림 11] 검은사막 모바일 대만 매출 순위 추이



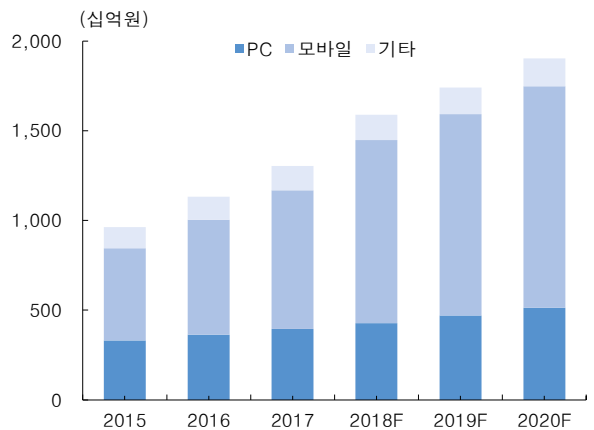
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 12] 검은사막 모바일 홍콩 매출 순위 추이



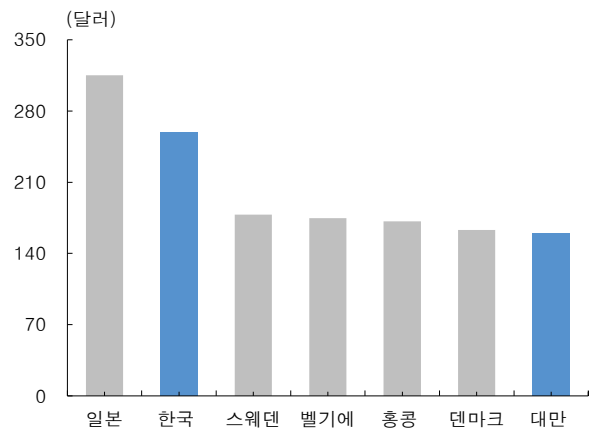
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 13] 대만 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

[그림 14] 주요 국가 모바일 게임 연간 ARPPU



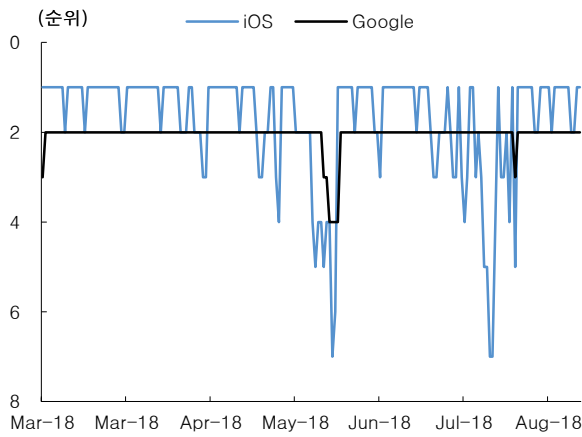
자료: Newzoo, 한국투자증권

2. 국내 '검은사막 모바일'과 기존 PC 사업의 반등

8월 업데이트 이후 국내 '검은사막 모바일' 이용자 지표 개선

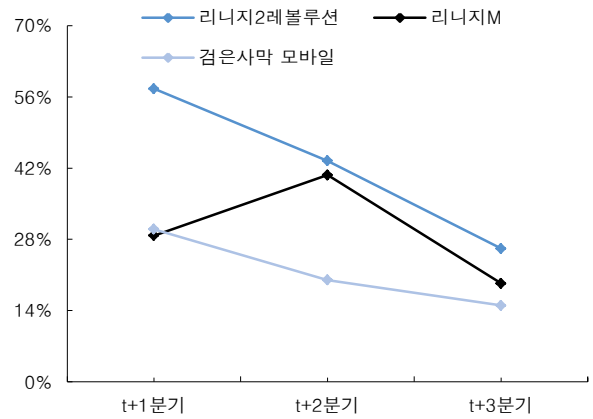
주기적인 업데이트 효과로 국내 '검은사막 모바일' 또한 기대 이상의 일평균 매출액 수준을 유지 중인 것으로 파악된다. 신규 서버와 클래스가 추가된 지난 8월 16일 업데이트 이후 DAU가 13% 증가하는 등 주요 이용자 지표가 의미 있게 개선되었다. 경쟁 신작의 부재 또한 지속되고 있어 이용자 이탈에 따른 매출 감소 가능성도 낮다. 이를 감안해 우리는 3분기 국내 '검은사막 모바일'의 일평균 매출액을 7.3억원으로 추정한다. 한편 '검은사막 PC'에 대한 리마스터링이 적용됨에 따라 국내 및 북미 지역 트래픽이 적용 전 대비 23% 증가해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

[그림 15] 검은사막 모바일 국내 매출 순위 추이



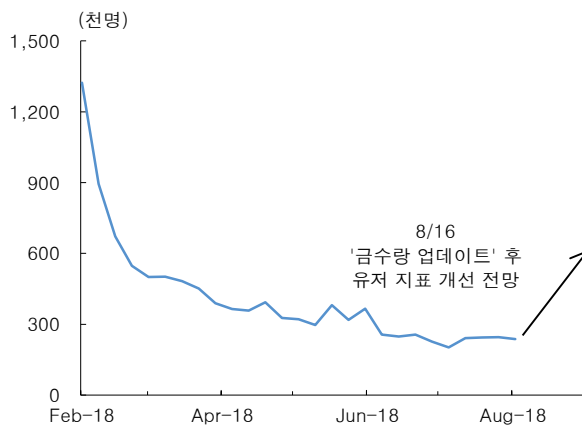
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 16] 경쟁 MMORPG 대비 완만한 매출 감소세



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 17] 검은사막 모바일 순 이용자



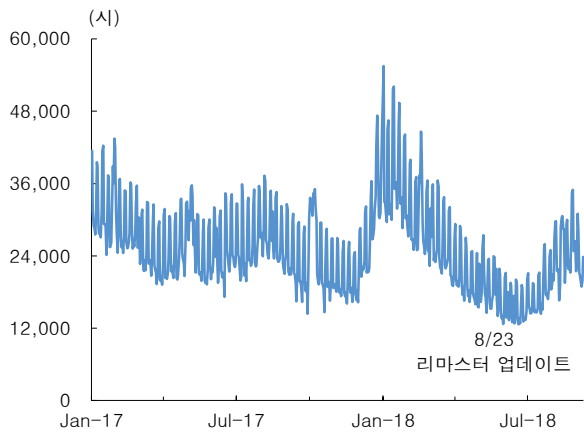
자료: 코리아클릭, 한국투자증권

[그림 18] 검은사막 모바일 총 체류시간



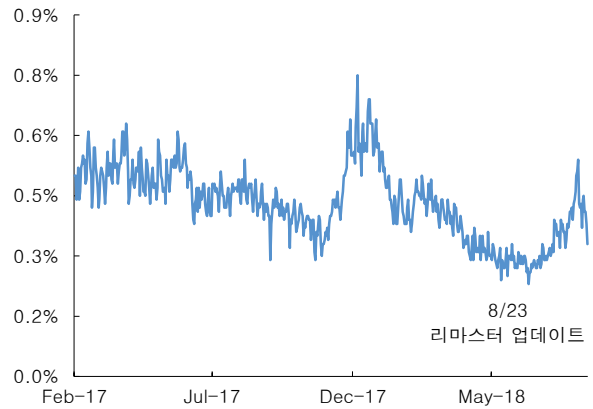
자료: 코리아클릭, 한국투자증권

[그림 19] 검은사막 온라인 PC방 총 사용시간



자료: 게임트릭스, 한국투자증권

[그림 20] 검은사막 온라인 PC방 점유율



자료: 게임트릭스, 한국투자증권

III. Valuation 및 Earnings Summary

1. 매수의견 유지, 목표주가 320,000원으로 상향

목표주가 320,000원으로
상향

펠어비스에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 320,000원(SOTP: 펠어비스와 CCP Games의 단순 합산 가치)으로 기존 대비 10.3% 상향한다. 펠어비스의 경우 과거 단일 게임에 대한 높은 의존도에 따른 디스카운트를 받아왔으나 CCP Games 인수를 감안할 때 더 이상의 할인 요소는 없다고 판단한다. CCP Games 역시 견고한 기존 게임의 매출 추이와 향후 신작 출시 계획을 고려할 시 글로벌 동종업체들의 평균 PER인 16.4배 적용이 정당화될 수 있다고 판단한다.

<표 5> 펠어비스 목표주가 산정 근거

(단위: 원, 배)

항목	값	내용
2019F EPS	19,739	펠어비스와 CCP Games 2019년 추정치 단순 합산
펠어비스 19F EPS	18,924	
CCP Games 19F EPS	815	
넷마블	19.7	
엔씨소프트	13.8	
컴투스	10.1	
넥슨	12.3	
닌텐도	17.5	
넷이즈	14.1	
블리자드	24	
EA	20.1	
Target PER	16.4	동종업체들의 2019년 평균 PER
적정 주가	320,000	

자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 펠어비스 및 CCP Games 실적 전망

〈표 6〉 펠어비스 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: 펠어비스, 한국투자증권

〈표 7〉 CCP Games 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F	2021F
매출액	23.1	21.5	21.8	25.0	26.1	24.4	29.3	31.0	91.4	110.8	118.4
기존게임	18.8	17.3	17.8	19.3	19.8	18.4	18.9	20.5	73.2	77.6	82.6
이브온라인	18.0	16.7	17.2	18.7	19.2	17.8	18.3	19.9	70.6	75.2	80.1
이브차이나	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.2	2.3	2.4
VR	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0
신규 게임	3.8	3.6	3.4	5.1	5.8	5.5	9.8	9.9	15.9	31.0	35.8
프로젝트노바	0.0	0.0	0.0	1.9	2.6	2.4	2.5	2.7	1.9	10.2	10.9
War of Ascension	3.8	3.6	3.4	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	14.0	12.3	11.4
이브온라인							4.3	4.2		8.4	13.6
매출원가	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8	2.6	2.6	2.7	10.8	10.8	10.8
영업비용	15.8	15.9	16.3	17.1	15.5	15.8	16.9	17.6	65.1	65.9	69.8
인건비	8.7	8.8	9.2	9.5	9.7	10.0	10.3	10.7	36.2	40.7	44.2
마케팅비	2.7	2.5	2.6	2.9	3.7	3.5	4.2	4.5	10.7	15.9	16.6
고정비	1.7	1.8	1.9	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	7.5	7.7	7.8
감가상각비	2.7	2.7	2.7	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4	10.7	1.6	1.3
영업이익	4.4	3.0	2.9	5.2	7.8	6.0	9.7	10.6	15.5	34.0	37.8
<i>영업이익률</i>	<i>19.3%</i>	<i>13.9%</i>	<i>13.3%</i>	<i>20.7%</i>	<i>29.9%</i>	<i>24.4%</i>	<i>33.1%</i>	<i>34.2%</i>	<i>17.0%</i>	<i>30.7%</i>	<i>32.0%</i>
순이익	3.6	2.4	2.3	4.1	6.2	4.8	7.7	8.5	12.4	27.2	30.3

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 CCP Games 실적 합산 전후 펠어비스 실적 전망

(단위: 십억원)

	합산 전	합산 후	차이
2019F			
매출액	593.9	685.3	15.4%
영업비용	306.6	371.7	21.2%
영업이익	287.4	302.9	5.4%
순이익	250.8	263.2	4.9%
2020F			
매출액	696.4	807.2	15.9%
영업비용	369.8	435.7	17.8%
영업이익	326.6	360.6	10.4%
순이익	259.8	287.0	10.5%

자료: 펠어비스, 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)

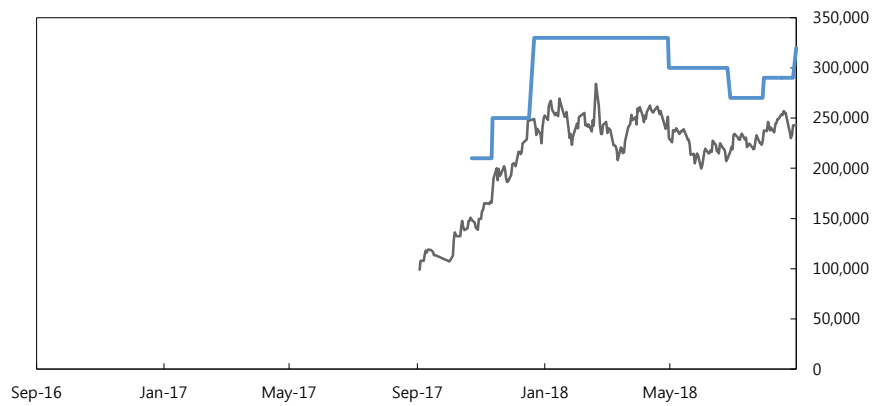
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	52	457	594	696
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	52	457	594	696
판매관리비	6	31	237	307	370
영업이익	28	22	220	287	327
금융수익	1	1	15	18	20
이자수익	0	1	2	3	4
금융비용	1	5	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	18	235	306	346
법인세비용	4	3	40	55	87
연결당기순이익	24	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	14.6	11.6	11.2
PBR	NM	10.7	6.6	4.3	3.2
EV/EBITDA	NM	118.3	12.1	8.4	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-16.1	-13.1
	2018.08.10	매수	290,000원	-15.8	-11.4
	2018.09.10	매수	320,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 10일 현재 필어비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 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
- 중립 : 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
- 중립 : 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.