

2018. 11.12



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	300,000 원
현재주가 (11.9)	207,500 원
상승여력	44.6%
KOSDAQ	687.29pt
시가총액	26,857억원
발행주식수	1,294만주
유동주식비율	46.07%
외국인비중	9.78%
52주 최고/최저가	284,200원/138,800원
평균거래대금	191.4억원
주요주주(%)	
김대일 외 9 인	46.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-14.6	49.5
상대주가	5.5	5.7	54.4

주가그래프



(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	447.8	224.5	191.3	15,584	1,105.2	25,024	14.5	9.0	11.0	64.1	8.0
2019E	695.0	377.8	296.8	23,046	47.9	35,956	9.8	6.3	5.8	75.6	3.6
2020E	721.2	427.6	335.6	26,061	13.1	58,158	8.7	3.9	4.4	55.4	2.6

플레이비스 263750

2019년에 보여줄게 많다

- ✓ 3Q18 실적, 기대치 상회. 8월말 '검은사막M'의 대만/마카오/홍콩 출시 효과 반영
- ✓ 2019년에 보여줄 게 많은 회사. '검은사막M'의 일본/동남아/북미유럽 출시와 CCP게임즈가 준비 중이었던 '프로젝트오메가'와 '이브워브어센션' 까지 기대. 플레이비스가 개발 중인 '프로젝트K', '프로젝트V' 등도 가시화 예정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 30만원 유지. 12월 넷마블의 블소레볼루션 출시되며 국내시장 경쟁심화와 단기 신작 모멘텀 부재로 조정시 중장기 비중확대 기회

3Q18 실적, 기대치 상회

3Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,170억원(+323.8% YoY), 603억원(+297.1% YoY) 기록. 당사 추정치(매출액 1,172억원, 영업이익 547억원)을 상회하였다. '검은사막'의 PC 매출액은 273억원으로 계절적 비수기 영향으로 8.7% QoQ 감소하였으나 검은사막M 매출액은 897억원으로 8.3% QoQ 증가하였다. '검은사막M'의 국내 매출액은 736억원(일매출 8억원), 대만 매출액은 161억원(일매출 4.7억원)으로 추산된다.

영업이익률은 51.5%로 외형확대로 2.9%p QoQ 상승하였다. 인건비는 전분기 임직원 인센티브 지급 제거되며 감소한 136억원(-18.1% QoQ), 광고선전비는 대만 출시로 100억원(+8.3% QoQ), 지급수수료 315억원(+4.9% QoQ)을 기록하였다.

2019년 보여줄 게 많다

2019년 1분기 '검은사막M'의 일본 출시를 시작으로 동남아, 북미/유럽까지 지역 확장 스토리 지속되며 2019년 CCP게임즈를 통해 확보한 'EVE:War of Ascension'과 'Eve:China'의 중국 출시, 플레이비스에서 개발 진행중인 신작 라인업 '프로젝트K'와 '프로젝트V' 등도 가시화되며 2019년에 보여줄 게 더 많은 회사이다.

투자의견 Buy, 적정주가 30만원 유지

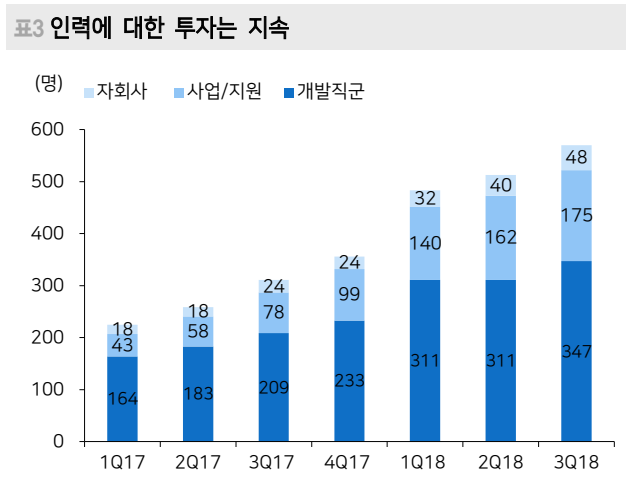
투자의견 Buy, 적정주가 30만원을 유지한다. 적정주가의 2019E Target PER은 15.0배 수준으로 단일게임사에서 다양한 포트폴리오를 보유한 회사로 성장하고 있어 부담스럽지 않은 밸류에이션 수준이다.

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	117.0	27.6	323.8%	112.7	3.8%	112.0	4.5%	117.2	-0.2%
PC	29.0	27.6	5.2%	29.7	-2.2%	-	-	29.0	0.1%
퍼블리싱	15.5	14.4	8.1%	16.0	-3.2%	-	-	15.5	0.2%
직접 서비스	13.5	13.2	2.1%	13.4	0.9%	-	-	13.5	0.1%
모바일	88.2			82.8	6.5%	-	-	88.2	0.0%
영업이익	60.3	15.2	297.1%	54.8	10.0%	54.1	11.5%	54.7	10.2%
세전이익	60.9	16.1	278.1%	61.0	-0.2%	-	-	55.3	10.1%
지배순이익	51.7	13.6	281.3%	52.2	-0.9%	46.3	11.7%	43.1	20.0%
영업이익률(%)	51.5%	55.0%	-3.5%p	48.6%	+2.9%p	48.3%	+3.2%p	46.7%	4.9%
순이익률(%)	44.2%	49.1%	-4.9%p	46.3%	-2.1%p	41.3%	+2.8%p	36.8%	7.4%

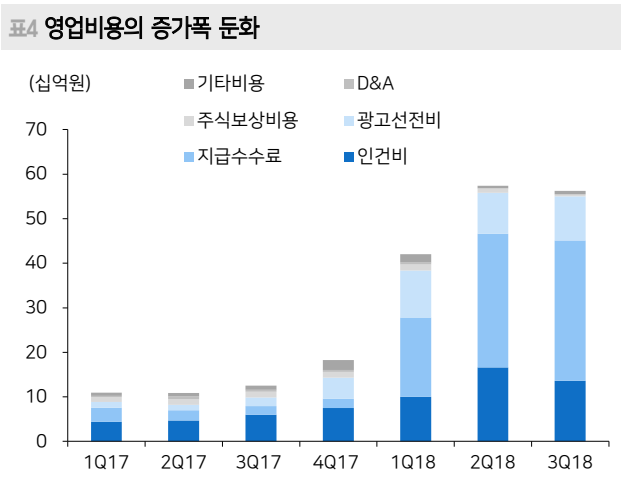
자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	142.6	168.1	169.4	165.3	192.2	109.0	447.8	695.0
PC	33.9	29.9	27.3	30.5	43.2	47.0	45.9	48.6	117.2	121.6	184.7
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	15.9	25.1	26.3	25.1	25.8	72.6	63.1	102.3
직접 서비스	12.0	13.4	13.5	14.5	18.1	20.8	20.8	22.8	44.6	53.5	82.4
모바일	41.6	82.8	89.7	97.6	110.4	105.5	100.5	90.6		311.7	406.9
콘솔				4.5	4.5	6.9	6.0	5.9		4.5	23.3
영업비용	42.0	57.9	56.7	66.7	76.1	79.2	81.8	80.1	52.7	223.3	317.2
인건비	10.8	16.6	13.6	15.3	16.4	17.7	19.0	20.5	22.5	56.3	73.6
지급수수료	17.8	30.0	31.5	38.3	42.5	42.0	44.1	43.2	9.6	117.6	171.8
광고선전비	10.5	9.2	10.0	11.2	15.2	17.5	16.5	14.2	9.1	40.9	63.4
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	5.1	3.2	2.0
감가상각비	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	1.2	1.3	1.8
기타	1.2	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	5.2	4.0	4.7
영업이익	33.5	54.8	60.3	75.8	92.0	90.2	83.5	112.0	49.1	224.4	377.8
세전이익	34.3	61.0	60.9	76.5	92.7	90.8	84.2	112.7	37.4	232.7	380.4
지배순이익	27.8	52.2	51.7	59.6	72.3	70.8	65.7	87.9	31.1	191.3	296.7

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 2019년 이후 필어비스의 탄탄한 신작라인업

구분	게임명	개발주체	장르	비고
PC	프로젝트K	필어비스	MMO-FPS	필어비스에서 준비중이었던 차기작
	이브유니버스(프로젝트노바)	CCP	FPS	이브세계관 접목시킨 FPS
	오메가	CCP	Sci-Fi MMO	개발초기 단계, 2020년 이후 출시 예정
	이브차이나	CCP-넷이즈	Sci-Fi MMO	중국에서 재론칭 준비하고 있었는데 판호 확인 과정중
모바일	프로젝트V	필어비스	가족형 캐주얼 MMO	필어비스의 차기 모바일 게임
	이브워오브어센션	CCP	Sci-Fi Strategy	필어비스의 차기 모바일 게임
	이브에코	넷이즈	Sci-Fi MMO	IP 라이선싱 통해 중국에서 개발중

자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 프로젝트K



자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 EVE Universe



자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 EVE Echoes



자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 EVE War of Ascension



자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

- Q 언론에서 마이크로소프트 CEO를 펠어비스 대표님과 의장님이 만났다고 하는데 회동에서 어떤 이야기가 오갔나?**
- A**
- 마이크로소프트와 여러부문에서 긴밀하게 협력. 어제 베타테스트를 시작한 엑스박스 검은사막이 그 예
 - 자세히 말씀드리기는 어렵지만 앞으로의 협력에 대해서 많은 이야기를 했음.
- Q 이브온라인을 넷이즈를 통해서 리퍼블리싱을 한다는데 판호이슈가 없는지?**
- A**
- 기존의 퍼블리셔에서 넷이즈로 바꾸는는데 다시 판호를 받아야하는 과정에 있음
 - 현재는 해외 모든 게임이 판호 절차가 막혀 있어서 중국 내 서비스가 조금 연기되었음
- Q 검은사막 모바일 관련하여 금수랑 업데이트 이후에 업데이트가 없는데 4분기에 계획하고 있는 업데이트는?**
- A**
- 런칭 이후에 9개월차에 접어들고 있는데 상위권에서 경쟁하고 있음.
 - 8월 업데이트 이후 반등하였던 유저지표가 안정화되었고 업데이트와 이벤트 유무에 따른 매출 변동이 일어나고 있는 상황
 - 개발자노트를 통해 말씀드린 것처럼 전직 시스템, 사막지형 등 대규모 업데이트가 예정되어 있는 만큼 안정적인 매출 상승 기대
- Q CCP의 16년 이익 대비 17년 이익이 많이 빠졌는데 18년, 19년에 어떻게 될지 전망해줄 수 있는지? 또 연결기준으로 언제 편입되었는지?**
- A**
- 재무제표에 대해 말하면, 이브온라인 자체는 15년 이상된 게임이어서 굉장히 안정적으로 실적이 나옴
 - 다만 지난 몇 년 간 VR 사업 정리 등 때문에 매출 변화가 컸었고 이제는 정리가 되어서 재무제표에 안정된 숫자가 반영될 것이고 연결의 경우 2018년 4분기부터 연결로 반영될 예정
- Q CCP 게임즈 인수가 마무리되었는데 어떻게 경영하실 것인지? 시너지는 무엇일지?**
- A**
- 최고 수준의 개발사가 되는 것을 목표로 하고 있고 내부적으로는 IP확보와 신작 개발을 노력하지만 외부적으로는 우리의 IP와 개발을 확장할 수 있는 회사를 찾아왔음
 - CCP는 개발 능력과 당사가 찾고 있는 모든 것을 갖고 있는 기업이어서 인수를 하게 되었음
 - 성장하는데 있어서 이브온라인 확장 뿐만 아니라 회사가 준비중인 신작들을 통해 펠어비스의 포트폴리오를 더 단단하게 해 줄 것.

Q 프로젝트 K와 V에 대해서 어느 식으로 완성이 가까워지면 공개를 하겠다고 했었는데 어느 정도 개발이 진행되었는지? 어느 수준에서 공표할 것인지? 엔씨소프트처럼 행사를 통해 공시할 것인지?

- A**
- 프로젝트 K, V는 지난 컨퍼런스콜에서 말씀드린 것처럼 올해에 외부적으로 공개할 만큼 만들 수 있으며 지금도 개발이 빠르게 진행되고 있음.
 - 다만 두 게임 모두 글로벌 시장을 노리고 있기 때문에 글로벌 유저에게 효과적으로 알릴 시기와 방법을 고민하고 있어 아직은 결정되지 않음
 - K와 V 모두 2019년 출시를 목표로 개발에 전념

Q 프로젝트 K와 V에 대해서 완성이 가까워지면 공개를 하겠다고 했었는데 어느 정도 개발이 진행되었는지? 어느 수준에서 공표할 것인지? 엔씨소프트처럼 행사를 통해 공시를 할 것인지?

- A**
- 프로젝트 K, V는 지난 컨퍼런스콜에서 말씀드린 것처럼 올해에 외부적으로 공개할 만큼 만들 수 있으며 지금도 개발이 빠르게 진행되고 있음
 - 다만 두 게임 모두 글로벌 시장을 노리고 있기 때문에 글로벌 유저에게 효과적으로 알릴 시기와 방법을 고민하고 있어 아직은 결정되지 않음
 - K와 V 모두 2019년 출시를 목표로 개발에 전념

Q 검은사막 모바일의 경우 지표상으로는 많이 내려간 것으로 보이는데 애초에 좋은 퀄리티의 게임이지만 콘텐츠 부족, 소통 부족 같은 운영상의 문제가 있는데 경영진은 얼마나 진지하게 인식하나?

- A**
- 검은사막 모바일은 다른 게임보다 빠른 업데이트를 하고 있음. 모든 피드백을 귀담아 듣고 개선이 필요한 부분에 있어서는 빠르게 대응해나가고 있음
 - 유저감성을 잘 이해하기 위해 노력하고 반영하려고 노력하므로 유저 만족도를 개선해 나갈 수 있을 것이라 믿음

Q 4분기에 어느 정도로 검은 사막의 하락을 예상해야되는가? 12월에 B&S 신작이 나와 실적이 하락할 거 같은데 어떻게 대응할 방법이 있는가? 4분기에 어느 정도 검은 사막의 하락을 예상해야하는지?

- A**
- 오픈 9개월차에 접어들며 신규는 줄고 복귀 유저층들은 늘어나므로 복귀 유저층들도 잘 즐길 수 있도록 업데이트할 것
 - 장기적으로 즐길 수 있는 게임으로 만들려고 노력하고 있고 패치 주기 변경 등 내부적으로도 여러 가지 시도를 한 기간이었음.
 - 다소 매출 변동이 있던 기간이었지만 11월부터는 대규모 업데이트가 있으니 매출 반등을 위해서 노력하겠음

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	447.8	695.0	721.2
매출액증가율 (%)	55.5	754.8	55.2	3.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	447.8	695.0	721.2
판매관리비	30.7	223.3	317.2	293.6
영업이익	21.7	224.5	377.8	427.6
영업이익률	41.4	50.1	54.4	59.3
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	232.7	380.5	430.2
법인세비용	3.0	45.5	83.7	94.7
당기순이익	14.7	191.3	296.8	335.6
지배주주지분 손이익	14.7	191.3	296.8	335.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	186.6	291.6	335.7
당기순이익(손실)	14.7	191.3	296.8	335.6
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	182.6	278.5	322.4
기초현금	46.9	240.5	423.1	701.6
기말현금	240.5	423.1	701.6	1,023.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	463.8	744.5	1,076.5
현금및현금성자산	240.5	423.1	701.6	1,023.9
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	479.9	768.7
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	260.7	546.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	463.0	748.9

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	36,469	53,972	56,006
EPS(지배주주)	1,293	15,584	23,046	26,061
CFPS	2,139	16,298	23,665	26,666
EBITDAPS	1,989	18,397	29,425	33,283
BPS	22,807	25,024	35,956	58,158
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	14.5	9.8	8.7
PCR	115.7	13.9	9.6	8.5
PSR	53.8	6.2	4.2	4.0
PBR	10.9	9.0	6.3	3.9
EBITDA	22.7	225.9	378.9	428.6
EV/EBITDA	120.3	11.0	5.8	4.4
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	64.1	75.6	55.4
EBITDA 이익률	43.3	50.4	54.5	59.4
부채비율	7.8	8.0	3.6	2.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	31,633.0	0.0	0.0
매출채권회전율(x)	4.2	23.9	30.8	26.8
재고자산회전율(x)				

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

필어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.30	산업분석	Buy	250,000	김동희	-13.5	0.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-10.2	5.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-9.1	5.3	
2018.05.14	기업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.0	5.3	
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.6	5.3	
2018.08.13	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.6	-14.3	
2018.09.07	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-21.9	-14.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-25.4	-14.3	
2018.11.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-	-	