

2019. 5.13



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	260,000 원
현재주가 (5.10)	169,700 원
상승여력	53.2%
KOSDAQ	722.62pt
시가총액	22,093억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.01%
외국인비중	7.76%
52주 최고/최저가	257,000원/157,800원
평균거래대금	255.1억원
주요주주(%)	
김대일 외 12 인	50.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-18.2	-32.5
상대주가	-1.5	-22.2	-20.1

주가그래프



펄어비스 263750

Bottom Value에 대한 확신

- ✓ 1Q19 실적, 기대치 하회했으나 콘솔판매액 매출 이연(1Q19 15.8%만 인식) 때문. 엑스박스 패키지 판매액 130억원에서 23억원만 인식. 2Q19 이익기여폭 커질 것
- ✓ 6월 E3에서 '검은사막M'의 글로벌버전 출시 시점과 검은사막의 신규콘솔 가시화될 가능성. 한단계 도약하기 위한 준비 잘 진행되고 있어 비중확대 전략 유효
- ✓ 투자이견 Buy 및 적정주가 26만원 유지

1Q19 실적, 기대치 하회

1Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,308억원(+73.2% YoY), 150억원(-55.2% YoY) 기록, 컨센서스(매출액 1,306억원, 영업이익 257억원) 대비 하회하였다. 그러나 3월 4일 출시된 검은사막 Xbox 패키지 판매 이연매출액(107억원) 감안하면 기대치 부합하였다. 사업부문별로는 PC 매출액은 260억원(+4.8% QoQ)으로 전분기와 유사하였으며 5월말 국내 서비스 이관 이후 매출 증가 기대된다. 모바일 게임 매출액876억원(+42.6% QoQ)로 2월 26일 일본 출시효과 반영되었다. 국내, 일본, 대만 매출액은 각각 446억원(일 4.9억원), 350억원(일 10억원), 82억원(일 0.7억원)으로 추정한다. 검은사막M의 일본 매출 순위는 5월 9일 8위로 다시 상승하며 견조한 모습 시현하고 있어 2분기 매출 기여도 더욱 확대된다.

영업이익률은 11.5%로 6.9%p QoQ 감소하였는데 상여지급으로 일회성 인건비 90억원, 일본 마케팅비 증가분 200억원에 주로 기인한다. 참고로 동사의 전체 인원은 1,005명(+4.7% QoQ)으로 공격적 인력채용 마무리되고 있다.

2분기가 더욱 중요하다

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,516억원(+15.9% QoQ), 531억원(+254.0% QoQ)으로 추정하며 콘솔매출 이연분 인식과 일회성 인건비와 마케팅비감소하며 이익 레버리지 확대된다. 6월 11일부터 미국 게임쇼 E3에 참여하며 '검은사막M'의 글로벌 버전 공개될 가능성과 콘솔 버전 역시 Xbox 이외 플랫폼 출시 일정도 가시화될 수 있어 중장기 성장을 위한 준비 잘 진행되고 있다. 2019년초 대비 17.5% 하락한 현주가 수준은 중장기 바텀피싱 기회이다.

(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
2018	404.8	168.1	146.4	11,591	796.4	31,525	14.6	5.4	15.0	42.9	74.6
2019E	603.8	210.5	158.4	12,179	5.1	44,617	13.8	4.2	6.8	30.0	46.1
2020E	728.6	256.2	201.9	15,508	27.3	59,291	10.8	3.0	6.0	29.8	36.5
2021E	805.0	315.6	248.3	19,072	23.0	77,528	8.8	2.2	4.6	27.9	29.3

표1 펠어비스 1Q19 실적 Review – 기대치 하회

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	130.8	75.5	73.2%	99.1	32.0%	130.6	0.1%	131.0	-0.1%
PC	26.1	34.0	-23.2%	24.9	5.0%	-	-	28.2	-7.4%
퍼블리싱	14.6	15.6	-6.5%	15.9	-7.9%	-	-	20.8	-29.8%
직접 서비스	9.2	18.3	-50.0%	9.0	2.0%	-	-	22.5	-59.2%
모바일	87.6	41.5		61.4	42.6%	-	-	82.7	6.0%
콘솔	2.3							5.0	-54.0%
CCP게임즈	14.8			12.8	15.6%			15.1	-1.8%
영업이익	15.0	33.5	-55.1%	18.2	-17.4%	25.7	-41.5%	22.2	-32.3%
세전이익	17.0	34.3	-50.4%	21.4	-20.5%	-	-	22.8	-25.6%
지배순이익	12.5	27.8	-55.1%	14.7	-15.2%	20.2	-38.1%	17.8	-29.8%
영업이익률(%)	11.5%	44.4%	-32.9%	18.3%	-6.9%	19.7%	-8.2%	16.9%	-5.5%
순이익률(%)	9.6%	36.9%	-27.3%	14.9%	-5.3%	15.5%	-5.9%	13.6%	-4.0%

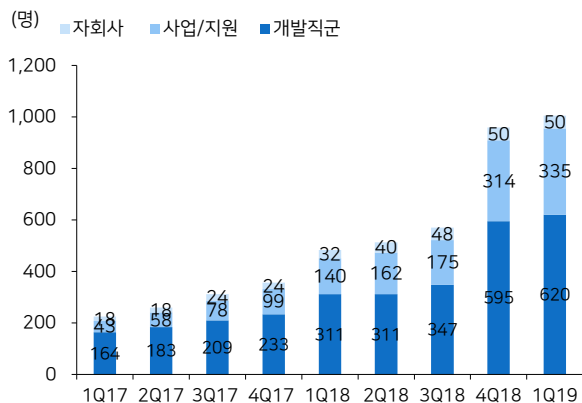
자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 펠어비스 분기별 실적 -1Q가 저점, 2Q부터 이익 정상화

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.1	130.8	151.6	149.6	171.7	109.0	404.3	603.8
PC	34.0	30.4	26.9	24.9	26.1	23.9	35.1	40.7	117.2	116.2	125.7
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	15.9	14.6	14.6	25.5	27.8	72.6	63.1	82.6
직접 서비스	18.3	14.4	11.4	9.0	9.2	9.2	9.6	12.9	44.6	53.1	40.9
모바일	41.5	82.3	90.1	61.4	87.6	103.0	84.6	96.6		275.3	371.8
콘솔					2.3	10.0	10.5	12.9			35.7
CCP게임즈				12.8	14.8	14.8	19.5	21.5		12.8	70.6
영업비용	42.0	57.9	56.7	80.9	115.7	98.5	88.5	90.5	52.7	237.5	393.3
인건비	10.8	16.6	13.6	23.5	31.0	24.2	25.4	24.3	22.5	64.5	104.8
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	42.4	46.7	41.5	43.6	9.6	120.5	174.2
광고선전비	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	20.5	15.4	16.2	9.1	39.7	82.3
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	7.5	2.0	2.1	2.2	5.1	3.3	13.9
감가상각비	0.3	0.3	0.3	1.5	1.5	2.0	1.0	1.0	1.2	2.4	5.5
기타	1.2	0.8	0.9	4.1	3.0	3.1	3.2	3.3	5.2	7.1	12.5
영업이익	33.5	54.8	60.3	18.2	15.0	53.1	61.1	81.2	49.1	166.8	210.5
세전이익	34.3	61.0	58.7	21.4	17.0	53.8	61.8	81.9	37.4	175.4	214.5
지배순이익	27.8	52.2	51.7	14.7	12.5	39.7	45.6	60.5	31.1	146.4	158.3

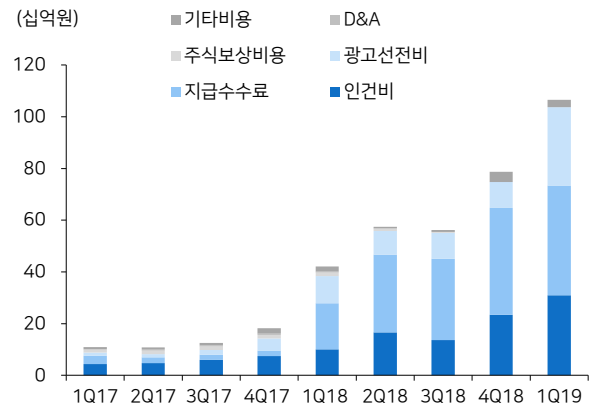
자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 인력에 대한 투자 안정화 단계



자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 1Q19 영업비용 증가분은 인센티브 + 일본 마케팅비



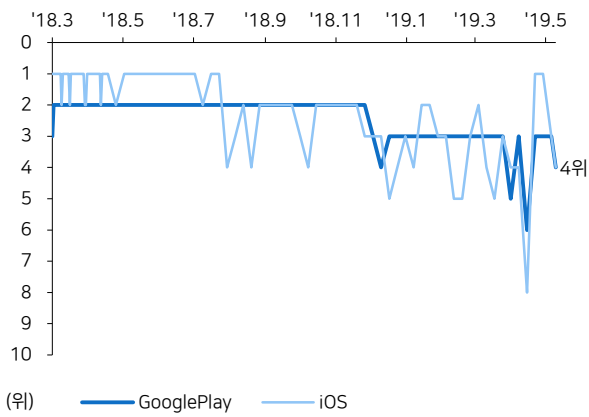
자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

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 넷이즈 통해 판호 신청
모바일	프로젝트V	필어비스	가족형 캐주얼 MMO	필어비스의 차기 모바일 게임
	이브워오브어센션	CCP	Sci-Fi Strategy	필어비스의 차기 모바일 게임
	이브에코스	넷이즈	Sci-Fi MMO	IP 라이선싱 통해 중국에서 개발중
	검은사막M (중국)	필어비스	MMORPG	최근 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청 예정

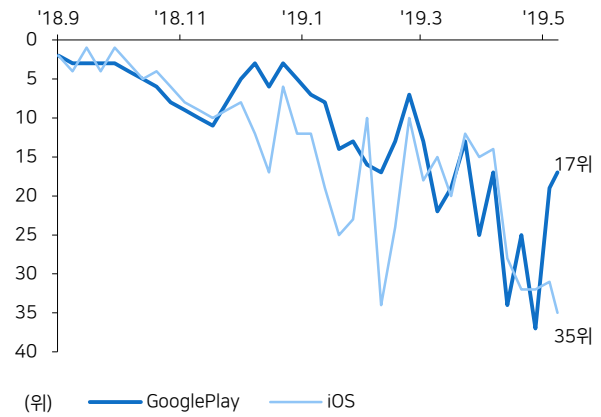
자료: 필어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 검은사막M 한국 매출 순위



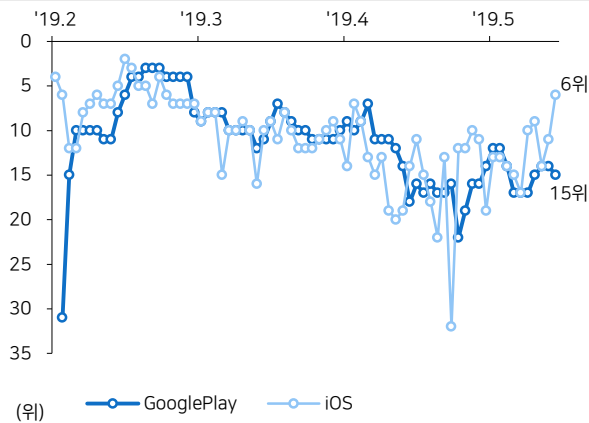
주: 2019년 5월 10일 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 검은사막M 대만 매출 순위



주: 2019년 5월 10일 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 검은사막M 일본 매출 순위



주: 2019년 5월 10일 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 검은사막 Xbox 버전



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

- Q 검은 사막 모바일에 대한 일본 게이머들의 피드백 또는 지표는? 회사가 예상하는 매출 전망?**
- A**
- 2월 26일 출시 이후 3주간 인기순위 1위, 최고 매출 순위 2위 기록
 - 검은사막 모바일의 지표 감소 속도는 완만하며 매출은 안정적
 - 업데이트 마다 10위권 내 반등 보이며 상위권 도약 가능성 보임
 - 일본 내 장기적인 사랑 받을 수 있도록 일본 유저 성향에 맞는 콘텐츠 강화를 통해 PLC(게임제품수명주기) 증가 및 매출 안정화 달성 목표
- Q 엑스박스를 통한 판매성과? 다른 플랫폼을 통한 출시 일정은?**
- A**
- 엑스박스버전은 북미, 유럽지역에 3월 4일 정식 출시 후 11일 만에 서버 2배 증설, 13일 만에 첫 업데이트하는 등 유의미한 성과
 - 출시 첫 달 24만장 이상 판매량을 달성하였고 금일부터 엑스박스 게임패스에서 도 검은사막 콘솔버전을 만날 수 있어 지속적인 유저 유입 기대
 - 타 콘솔 플랫폼에 관해선 계약관계로 공개가 불가하나 빠른 런칭 위해 노력 중
- Q 새로운 엔진 개발이 마무리 단계? 프로젝트 V, K 적용된채 개발 중?**
- A**
- 펄어비스 김대일 의장 주축으로 개발중인 만큼 상반기 내로 개발 완료될 것
 - 차세대 엔진은 높은 사양의 게임을 빠르게 개발할 수 있도록 설계된 만큼 차기 MMORPG, V, K가 빠르게 개발, 출시되도록 도움이 될 것
 - 출시 시기는 개발 일정이 구체화됨에 따라 공유할 것이며 E3에서 하는 자체 행사는 신작 출시 계획 보다는 검은사막 IP에 관한 내용 위주로 진행될 것
- Q 검은사막 IP활용한 스핀오프 게임 계획은? 서드파티 IP활용 계획은?**
- A**
- 검은사막 IP 스핀오프는 내부적으로 다양하게 논의 중.
 - 여러 유수 게임사들이 콜라보 제안하고 있으나 현재 개발 여력이 신작에 집중되어 있어서 서드파티 IP기반 개발은 검토하지 않음

Q 5월 말 이후 국내 검은사막 PC가 이관되는데 매출액과 이익 전망은?

- A**
- 이번 이관은 퍼블리싱 계약 종료에 따라 양사 합의하에 종료되는 것이며 국내 서비스 및 이관 작업이 차질 없이 진행 중
 - 5월 30일부터 자체 서비스하고, 유저와 소통하며 서비스 안정화에 노력할 것이며 검은사막 직접 서비스에 따라 매출과 수익성이 증가할 것으로 기대
 - 작년 11월 러시아 직접 서비스 당시 오픈 첫 달 이용자와 매출이 2배 이상 성장한 것처럼 국내도 성과 기대

Q 2분기 검은사막 모바일 국내, 대만 업데이트 계획은? 국내 신작 출시 많은데 올해 전망은?

- A**
- 서비스 1년간 3천건의 업데이트 진행하며 경쟁작 출시 속에서도 매출 순위 5위권 유지하며 장기간 사랑받는 MMORPG로 자리잡고 있음
 - 지난 1분기, 10번째 신규 클래스 '격투가'와 '계승' 콘텐츠의 유저 반응이 긍정적이며 이를 통해 지난 12월 '각성'콘텐츠 업데이트 후의 좋은 지표를 유지 중
 - '라모네스 전장'과 11번째 신규 클래스 '매화'가 좋은 반응을 얻었으며 향후 무한 경쟁 가능한 신규지역 '사막'이 오픈될 예정
 - 대만 지역의 경우 한국 빌드를 빠르게 따라잡도록 업데이트 진행
 - 각성 콘텐츠 사전 안내 이후 복귀 유저수 200%이상 기록하였으며, 3월 발렌시아 지역 및 격투가 업데이트 후 좋은 반응 얻음
 - 2분기에 매화 등 대규모 업데이트 예정된 만큼 지표 반등을 꾀함과 동시에 수익성 개선도 노력할 것

Q 2분기 일본 마케팅 계획은? 북미지역 출시일정과 마케팅비용 예상은?

- A**
- 일본 마케팅의 경우 1분기에 비용 집행 많았으나 2분기 서비스 안정화에 따라 비용 감소 예상
 - 글로벌 런칭은 올해 4분기 초 원빌드로 이미 출시한 지역과 중국지역을 제외한 전 국가에서 출시될 것이며 영어 포함, 총 6개 언어패키지 제공
 - 마케팅 예산은 중장기적으로 계획, 분기적 변동 있을 수 있으나 중장기적으로는 당사 계획에 수렴할 것
 - 북미, 유럽 및 동남아지역은 MMORPG 장르가 무르익지 않은 시장이나 검은사막 IP인지도를 바탕으로 좋은 성과 기대

Q 1분기 CCP게임즈 영업이익과 순이익은? CCP게임즈 신작 일정은?

- A**
- 매출 145억원, 영업이익 및 순이익은 BEP 수준이나 향후 중국지역 이브온라인 판호 발급시 안정적인 실적을 기대
 - 이브 IP 신작은, 이브 온라인 중국 서비스(이브 차이나), 넷이즈와 개발 중인 모바일 버전(이브 에코스), 이브 IP 활용 프랜차이즈 게임(프로젝트 오메가, 위오브어센션) 준비 중
 - 이브 차이나의 경우 넷이즈로 유저 데이터 등 이관 작업 완료 후 중국 판호 발급 기대 중이며 이브 에코스도 IP 라이선스 방식으로 넷이즈가 개발하는 한편, 판호 발급일정과 별개로 글로벌 출시 버전 개발 중

필어비스(036570)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	603.8	728.6	805.0
매출액증가율 (%)	55.5	672.7	49.2	20.7	10.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	603.8	728.6	805.0
판매비와관리비	30.7	236.7	393.3	472.4	489.4
영업이익	21.7	168.1	210.5	256.2	315.6
영업이익률 (%)	41.3	41.5	34.9	35.2	39.2
금융수익	-4.1	7.5	2.5	2.6	2.8
종속/관계기업관련손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	17.7	175.4	213.0	258.8	318.3
법인세비용	3.0	28.9	56.1	56.9	70.0
당기순이익	14.7	146.4	158.4	201.9	248.3
지배주주지분 순이익	14.7	146.4	158.4	201.9	248.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	502.1	689.2	922.5
현금및현금성자산	240.5	229.0	326.1	488.7	700.7
매출채권	15.9	41.0	58.0	66.7	70.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	358.0	343.2	394.8	556.8
유형자산	6.2	35.6	4.9	5.1	5.4
무형자산	4.2	287.7	301.0	316.1	331.9
투자자산	3.2	9.4	12.0	48.3	194.2
자산총계	296.6	712.5	848.8	1,053.3	1,304.8
유동부채	19.8	115.1	82.7	86.9	91.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	1.6	189.4	349.9	994.7	3,586.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	115.9	115.9	115.9	115.9
부채총계	21.4	304.5	432.6	1,081.5	3,677.2
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	85.1	231.6	367.6	558.6	796.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	580.9	771.9	1,009.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	152.9	195.8	247.7
당기순이익(손실)	14.7	146.4	158.4	201.9	248.3
유형자산감가상각비	0.7	2.8	4.4	3.8	3.3
무형자산상각비	0.3	2.0	71.4	31.7	14.0
운전자본의 증감	6.6	-22.9	168.4	676.8	2,720.0
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-44.0	-46.7	-49.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-10.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-6.1	5.9	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	145.0	158.0	165.9
차입금증감	-5.9	136.3	0.0	0.0	0.0
자본의증가	185.8	11.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	193.6	-11.5	97.1	162.7	212.0
기초현금	46.9	240.5	229.0	326.1	488.7
기말현금	240.5	229.0	326.1	488.7	700.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	4,599	32,037	46,428	55,968	61,831
EPS(지배주주)	1,293	11,591	12,179	15,508	19,072
CFPS	2,139	14,855	18,682	24,803	29,275
EBITDAPS	1,989	13,686	22,015	22,403	25,567
BPS	22,807	31,525	44,617	59,291	77,528
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	191.5	17.9	13.8	10.8	8.8
PCR	74.7	15.3	7.8	4.8	2.0
PSR	34.8	7.1	4.0	3.3	3.0
PBR	10.9	6.6	3.8	2.8	2.2
EBITDA	22.7	172.9	286.3	291.7	332.9
EV/EBITDA	120.3	15.0	6.8	6.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	42.9	32.0	29.8	27.9
EBITDA 이익률	-20.5	663.1	65.6	1.9	14.1
부채비율	7.8	74.6	81.8	147.0	371.3
금융비용부담률	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3,009.6	104.1	205.7	238.4	279.6
매출채권회전율(x)	4.2	14.2	11.1	11.7	11.8
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 13일 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

펼어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	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	-25.8	-14.3	
2018.11.14	산업분석	Buy	300,000	김동희	-29.7	-14.3	
2019.01.11	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-31.7	-14.3	
2019.03.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-33.4	-14.3	
2019.04.23	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-34.4	-32.5	
2019.05.13	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-	-	