

# 풀어비스 (263750)

SW/SI



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>250,000원 (I)</b>
현재주가 (12/4)	<b>191,700원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	24,965억원
총발행주식수	13,023,000주
60일 평균 거래대금	107억원
60일 평균 거래량	54,045주
52주 고	226,300원
52주 저	157,800원
외인지분율	12.53%
주요주주	김대일 외 14 인 50.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.8)	(3.4)	(1.2)
상대	(4.7)	(2.8)	12.0
절대(달려환산)	(13.5)	(2.3)	(8.5)

## 우리는 해외로 간다

### 또 한번의 확장

동사 핵심 IP '검은사막 모바일' 12월11일 북미, 유럽, 아시아 등 150여 개국에 출시 예정. 사전 예약 400만명으로 기대감 고조. 북미/유럽에서 '검은사막' IP는 2016년 3월 온라인 출시 이후 유료가입자 40만명, 동시접속자 10만명을 기록, 총매출 기준 누적 약 3,000억원 기록(추정). 북미/유럽에서는 이미 친숙한 IP로 타 지역대비 성공가능성이 높은 IP임

동사는 자체 게임엔진을 통한 게임개발이 가능하며, 동일 IP로 온라인 → 모바일 → 콘솔로의 플랫폼 확장을 성공한 국내 유일의 회사. 특히 '검은사막' 온라인에서 모바일 확장 시 온라인 흥행지역인 한국, 대만, 일본에서 순차적으로 흥행하며, 지난 5년간 온라인 누적매출액(약 4,000억원)을 1년여 만에 달성하는 등 플랫폼 및 지역 확장을 통한 성장을 지속하고 있음.

### 2020년은 IP 확대의 원년

2018년 4분기 인수한 'EVE' IP의 모바일 버전인 'EVE Echoes'(넷이즈 개발)의 글로벌 출시(12/2 OBT), 중국출시(미정), 신작 개발 등 글로벌 IP 'EVE 온라인'의 확장 기대. 또한, 최근 지스타에서 공개된 ①새도우 아레나 (베틀로얄장르 PC게임, 12월 CBT종료, 2020년 상반기 국내 PC, 콘솔 출시계획), ②붉은 사막 (2018년 하반기부터 개발 시작된 장편서사 판타지 오픈월드 MMORPG, 동사의 차기 주력 MMORPG, 2020~21 출시예정), ③도깨비 (차세대 엔진 사용한 북미/유럽 타겟한 수집형 모바일 RPG, 2020~21 출시예정), ④PLAN 8 (차세대 엔진 사용한 PC/콘솔 MMO+FPS, 2020~21 출시예정) 4종의 게임을 통해 동사 게임 라인업이 4배로 확장되는 원년이 될 것으로 예상됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 분석 개시

동사의 플랫폼 확장, 해외 시장 성장(3Q19 해외매출비중 72%), 신규 IP 증가에 따른 2020년 및 장기 성장성을 주요 투자 포인트로 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 분석을 개시함. 목표주가 25만원은 2020년 동사 지배순이익 2,115억원에 국내외 15개 게임기업들의 2020년 평균 P/E 15.4배를 적용하여 산출함. 동사가 2020년 IP 확장에 성공하게 되면 P/E 멀티플이 상향되는 리레이팅이 가능할 것으로 예상됨

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,400	40.6	4.2	1,497	-6.5
영업이익	419	115.9	5.9	480	-12.8
세전계속사업이익	452	111.2	-1.2	487	-7.2
지배순이익	364	146.9	-17.0	427	-14.7
영업이익률 (%)	29.9	+10.4 %pt	+0.5 %pt	32.1	-2.2 %pt
지배순이익률 (%)	26.0	+11.2 %pt	-6.6 %pt	28.5	-2.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	524	4,048	5,593	6,768
영업이익	217	1,681	1,565	2,392
지배순이익	147	1,464	1,460	2,115
PER	123.6	19.6	16.9	11.7
PBR	6.5	6.7	3.9	2.9
EV/EBITDA	73.6	16.0	13.0	7.9
ROE	9.9	42.9	29.3	30.4

자료: 유안타증권

필어비스(263750) 실적 추정

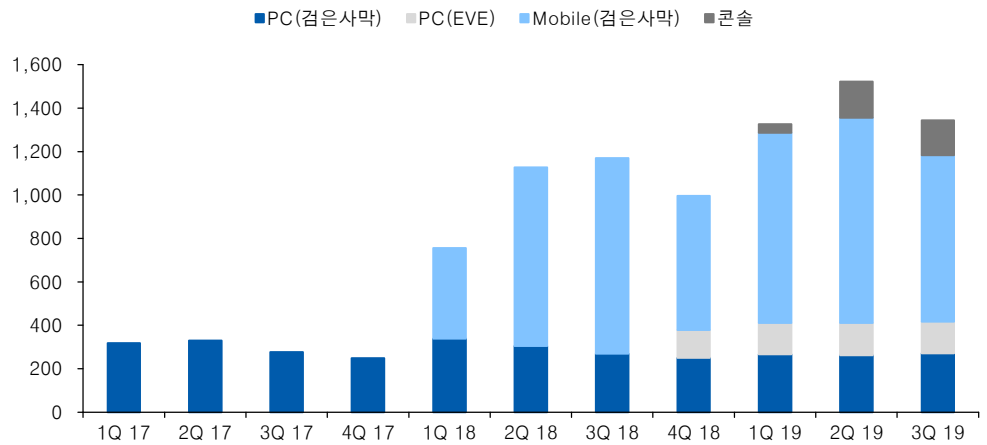
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	1,326	1,523	1,344	1,400	1,676	1,550	1,495	2,046	4,048	5,593	6,768	6,821
YoY(%)	76%	35%	15%	41%	26%	2%	11%	46%	245%	38%	21%	1%
PC	411	411	417	404	398	394	390	384	1,291	1,643	1,566	1,490
검은사막	266	262	271	262	252	249	246	240	1,163	1,061	986	916
이브온라인	145	149	146	142	146	146	145	144	128	582	580	575
Mobile(검은사막)	875	944	766	848	1,130	1,006	914	897	2,757	3,434	3,948	3,269
콘솔	40	168	161	148	139	129	121	125	-	517	514	411
신규게임 합계	-	-	-	-	10	20	70	640	-	-	740	1,650
영업이익	182	569	395	419	612	522	490	768	1,680	1,565	2,392	2,235
영업이익률(%)	13.7%	37.4%	29.4%	29.9%	36.5%	33.7%	32.8%	37.5%	41.5%	28.0%	35.3%	32.8%
YoY(%)	-45.6%	3.8%	-34.4%	115.8%	236.2%	-8.3%	23.9%	83.4%	159.5%	-6.8%	52.8%	-6.5%
영업비용	1,145	954	949	982	1,065	1,028	1,005	1,279	2,368	4,028	4,376	4,586
인건비	340	255	267	279	282	287	291	298	595	1,141	1,158	1,321
지급수수료	411	438	410	421	499	467	449	613	1,205	1,681	2,028	2,042
광고선전비	303	154	158	165	169	157	144	244	397	780	714	718
D&A	37	41	46	46	43	45	47	47	48	170	182	196
기타비용	54	66	67	70	71	73	75	76	122	257	295	310

자료: 필어비스, 유안타증권 리서치센터

필어비스 플랫폼별 매출액 성장 추이

(단위: 억 원)



자료: 필어비스

## 검은사막 모바일/컨솔게임 관련 일정

2018.02	검은사막 모바일 게임 국내 시장 출시
2018.08	검은사막 모바일 대만 시장 출시
2019.02	검은사막 모바일 일본 시장 출시(직접 서비스 방식)
2019.03	검은사막 Xbox One 버전 북미/유럽 정식 출시
2019.08	검은사막 PlayStation4 북미/유럽 및 한국/일본 등 아시아 지역 정식 출시

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

## 검은사막 북미/유럽 온라인 매출액 추정

(단위: 억원)

	2015	1H16	2H16 + 1H17	2H17	2018	3Q19 누적	합계
검은사막 온라인 전체 매출액	217	337	927	524	1,163	799	3,967
북미/유럽 등 검은사막 온라인 순매출액(추정)		225	299	201	465	320	1,510
북미/유럽 등 검은사막 온라인 총매출액(추정)		449	599	402	930	639	3,020
검은사막 모바일 매출액					2,756	2,587	5,343

자료: 유안타증권 리서치센터, 필어비스

2020년 추정 지배 순이익	2,115
Target P/E	15.4
적정시가총액	32,571
발행주식수	13,023,000
목표주가	250,104

자료: 유안타증권 리서치센터

	시가총액 (mn USD)	P/E			P/B			ROE			P/S		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ACTIVISION BLIZZ	41,663	20.9	24.5	21.6	3.7	3.2	3.0	17.2	10.7	11.4	5.6	6.5	6.0
TENCENT	401,641	37.0	30.0	24.9	8.3	6.7	5.4	26.1	24.9	23.7	9.1	7.5	6.1
NEXON	12,278	13.0	12.9	15.1	2.4	2.1	1.8	19.0	16.5	13.3	5.2	5.3	5.0
NETEASE	40,150	34.1	19.9	19.8	5.5	4.6	4.4	13.7	31.6	20.3	4.2	4.3	4.1
NCSOFT	8,801	22.7	23.4	13.8	3.6	3.8	3.1	16.6	17.5	24.9	6.1	6.2	4.3
NHN	1,099	12.0	22.3	15.3	0.8	0.8	0.7	8.0	3.7	5.2	1.0	0.9	0.8
DOUBLEUGAMES	724	9.2	7.4	6.6	1.6	1.3	1.1	21.9	20.0	18.5	1.8	1.6	1.5
NETMARBLE	6,347	33.7	37.0	27.2	1.6	1.6	1.5	5.1	4.5	5.8	3.7	3.4	2.9
GAMEVIL	169	17.9	13.3	8.0	0.8	0.8	0.7	4.5	6.3	9.6	1.8	1.6	1.3
COM2US	1,078	9.6	9.8	9.0	1.4	1.3	1.2	16.5	14.5	14.0	2.6	2.7	2.3
WEBZEN	459	9.7	11.9	9.1	1.7	1.5	1.3	19.4	13.0	14.7	2.4	3.0	2.6
SUNDAYTOZ	179	N/A	23.9	9.0	N/A	1.5	1.3	N/A	6.3	15.0	N/A	2.7	2.2
ELECTRONIC ARTS	29,315	23.5	25.6	21.4	7.2	5.7	4.2	30.6	22.8	29.6	5.7	6.1	5.7
KONAMI HOLDINGS	6,282	19.3	18.2	19.6	2.5	2.4	2.2	13.5	13.3	11.7	2.8	2.6	2.5
GUNGHO ONLINE	2,111	13.0	7.9	10.4	2.5	1.9	1.6	20.1	25.1	15.8	2.9	2.2	2.5
평균	-	19.7	19.2	15.4	3.1	2.6	2.2	16.6	15.4	15.6	3.9	3.8	3.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

펠어비스 (263750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	524	4,048	5,593	6,768	6,821
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	524	4,048	5,593	6,768	6,821
판매비	307	2,367	4,028	4,376	4,586
영업이익	217	1,681	1,565	2,392	2,235
EBITDA	227	1,729	1,732	2,569	2,411
영업외손익	-40	72	137	75	125
외환관련손익	-48	60	135	32	40
이자손익	7	15	-8	29	72
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
기타	0	-4	9	13	13
법인세비용차감전순이익	177	1,754	1,702	2,466	2,360
법인세비용	30	289	242	351	590
계속사업순이익	147	1,464	1,460	2,115	1,770
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	147	1,464	1,460	2,115	1,770
지배지분순이익	147	1,464	1,460	2,115	1,770
포괄순이익	142	1,439	1,693	2,349	2,004
지배지분포괄이익	142	1,439	1,693	2,349	2,004

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,799	3,545	5,147	7,266	8,390
현금및현금성자산	2,405	2,290	1,984	3,377	4,303
매출채권 및 기타채권	167	500	756	898	905
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	167	3,580	3,941	3,920	3,904
유형자산	62	356	531	554	573
관계기업등 지분관련자산	6	7	9	9	10
기타투자자산	26	87	76	78	80
자산총계	2,966	7,125	9,087	11,185	12,294
유동부채	198	1,151	1,709	1,954	1,953
매입채무 및 기타채무	91	348	528	662	741
단기차입금	0	200	200	200	0
유동성장기부채	0	200	248	298	348
비유동부채	16	1,894	1,485	1,222	562
장기차입금	0	1,159	801	501	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	214	3,045	3,194	3,176	2,515
지배지분	2,752	4,080	5,894	8,009	9,779
자본금	60	65	65	65	65
자본잉여금	1,815	1,921	2,000	2,000	2,000
이익잉여금	851	2,316	3,775	5,891	7,661
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,752	4,080	5,894	8,009	9,779
순차입금	-2,616	-824	-2,424	-4,606	-6,524
총차입금	0	2,036	1,826	1,620	820

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	265	1,593	1,894	2,938	2,659
당기순이익	147	1,464	1,460	2,115	1,770
감가상각비	7	28	85	96	100
외환손익	37	12	-71	-32	-40
종속, 관계기업 관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
자산부채의 증감	66	-229	442	575	651
기타현금흐름	9	319	-21	184	179
투자활동 현금흐름	-83	-3,050	-2,337	-1,285	-894
투자자산	0	-64	-42	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-40	-107	-120	-120	-120
유형자산 감소	0	2	1	1	1
기타현금흐름	-43	-2,880	-2,176	-1,166	-775
재무활동 현금흐름	1,788	1,386	-409	-269	-670
단기차입금	-11	200	0	0	-200
사채 및 장기차입금	0	1,350	-390	-250	-451
자본	1,854	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-56	-164	-19	-19	-19
연결범위변동 등 기타	-33	-44	547	10	-169
현금의 증감	1,936	-115	-306	1,394	925
기초 현금	469	2,405	2,290	1,984	3,377
기말 현금	2,405	2,290	1,984	3,377	4,303
NOPLAT	217	1,681	1,565	2,392	2,235
FCF	216	1,116	1,832	2,684	2,383

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

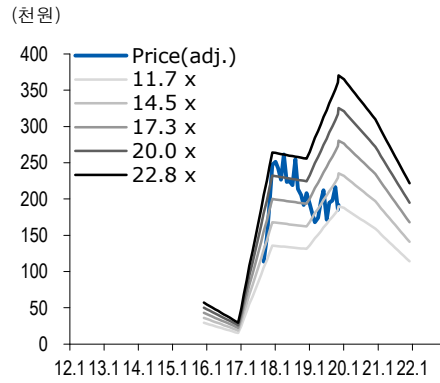
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

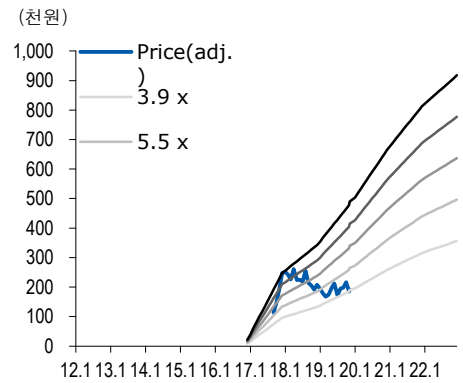
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,293	11,591	11,208	16,244	13,594
BPS	24,533	33,927	48,500	65,908	80,477
EBITDAPS	1,989	13,686	13,303	19,726	18,514
SPS	4,599	32,037	42,950	51,969	52,377
DPS	0	0	0	0	0
PER	123.6	19.6	16.9	11.7	13.9
PBR	6.5	6.7	3.9	2.9	2.4
EV/EBITDA	73.6	16.0	13.0	7.9	7.6
PSR	34.8	7.1	4.4	3.6	3.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	55.5	672.7	38.2	21.0	0.8
영업이익 증가율 (%)	-23.0	676.2	-6.9	52.8	-6.5
지배순이익 증가율 (%)	-39.7	894.2	-0.3	44.9	-16.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	41.3	41.5	28.0	35.3	32.8
지배순이익률 (%)	28.1	36.2	26.1	31.3	26.0
EBITDA 마진 (%)	43.3	42.7	31.0	38.0	35.3
ROIC	330.5	86.2	40.4	59.7	50.4
ROA	8.6	29.0	18.0	20.9	15.1
ROE	9.9	42.9	29.3	30.4	19.9
부채비율 (%)	7.8	74.6	54.2	39.7	25.7
순차입금/자기자본 (%)	-95.0	-20.2	-41.1	-57.5	-66.7
영업이익/금융비용 (배)	3,009.6	104.1	24.3	44.4	84.2

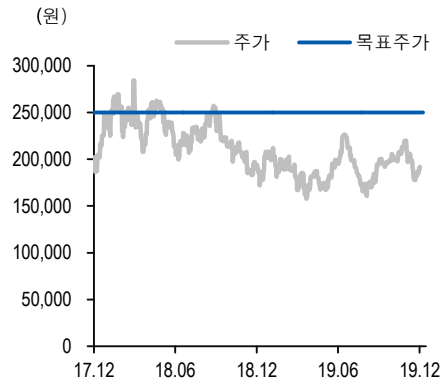
P/E band chart



P/B band chart



필어비스 (263750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시□	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-12-05	BUY	250,000	1년		
2018-11-23	1년 경과 이후		1년		-
2017-11-23	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.7
Hold(중립)	13.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-12-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.