

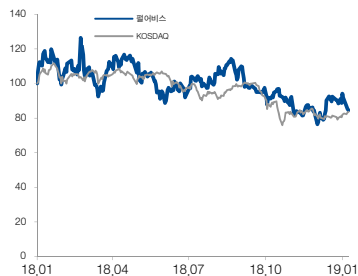
부족한 것 없을 2019년

현재주가 (1/17)	181,400원		
상승여력	40.6%		
시가총액	23,479억원		
발행주식수	12,943천주		
자본금/액면가	64억원/500원		
52주 최고가/최저가	284,200원/172,000원		
일평균 거래대금 (60일)	134억원		
외국인지분율	10.36%		
주요주주	김대일 외 9인 46.68%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.9	-8.1	-17.7
상대주가(%)	0.8	-3.0	-1.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	12,757	18,612	255,000
Consensus	13,131	18,676	277,727
Cons. 차이	-2.9%	-0.3%	-8.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 필어비스의 커버리지를 개시하며, 투자 의견 BUY와 목표주가 255,000원 제시
- 기존 진출한 시장의 검은사막 PC와 모바일 매출은 지속적인 업데이트를 기반으로 안정적으로 지속될 것으로 전망. 자체제작 엔진으로 빠른 업데이트 가능하여 유저 케어를 통한 라이프사이클 장기화 될 것으로 판단
- 19년 1월 출시 예정인 검은사막 콘솔버전 출시를 시작으로 1분기 검은사막 모바일 일본 진출, 2분기 북미/유럽, 3분기 동남아 순으로 플랫폼과 글로벌 확장으로 이익 성장 가능 할 전망. 중국 판호 발급 시 추가 성장 발생될 것으로 예상
- CCP게임즈 인수를 통한 IP 확보와 자체 개발 신작의 장르 다변화를 통해 원게임 리스크 해소되며 밸류에이션 Re-rating 가능할 것으로 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 6,464억원(+55.0% YoY), 영업이익은 2,936억원(+63.2% YoY)을 기록할 것으로 예상. 해외 확장과 콘솔 출시되며 이익 기반 확대될 전망
- 4분기 연결기준 매출액은 1,118억원(+351.2% YoY, -4.4% QoQ), 영업이익은 312억원(+373.3% YoY, -48.3% QoQ)을 기록할 것으로 추정. 영업이익이 전분기 대비 큰 폭으로 하락한 원인은 4분기 모바일 경쟁작 출시와 더불어 대만 유저 지표 하락 발생하고 검은사막 콘솔버전 출시가 1Q19로 출시 지연 됐기 때문으로 판단. 또한 CCP게임즈 인수에 따른 일회성 비용 140억원 발생할 것으로 예상
- 대만 지역은 검은사막 모바일 출시 후 매출이 빠르게 하락하는 모습을 보였음. 원인은 1) 대만 유저들의 디바이스 성능 부족, 2) 한국보다 출시 일정이 늦어 발생한 업데이트 속도 차이 때문으로 판단됨. 하지만 한국보다 2배이상 빠른 속도로 업데이트를 진행하며 현재는 한국과 거의 비슷한 수준의 콘텐츠 업데이트가 완료됨. 4분기를 저점으로 이후 안정적으로 실적에 기여할 것으로 예상

3) 주가전망 및 Valuation

- 2019F EPS에 Target P/E 13.6배를 적용한 목표주가 255,000원 제시
- 동사의 주가는 실적 둔화의 우려로 주춤한 모습이나 향후 실적 발표 이후 해외 진출 기대감 반영되며 상승할 것으로 예상되며, 검은사막 해외 흥행 성과 및 중국 판호 발급에 따라 주가 Re-rating 가능할 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	337	281	244	285	3,173	N/A	0.0	0.0	-0.9	112.9	N/A
2017	524	217	147	227	1,293	-59.2	191.5	10.9	120.3	9.9	0.0
2018F	4,170	1,798	1,568	1,853	12,757	886.5	16.3	6.4	12.7	45.1	0.0
2019F	6,464	2,936	2,409	3,068	18,612	45.9	9.7	3.5	5.8	44.5	0.0
2020F	7,026	3,543	3,029	3,676	23,400	25.7	7.8	2.4	4.0	37.3	0.0

* K-IFRS 연결 기준

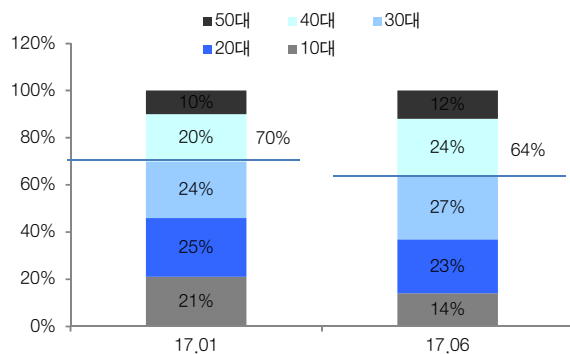
일본을 시작으로 해외 확장 시작. 장르 다변화에도 주목**검은사막 모바일
글로벌 확장 예정**

검은사막 모바일은 2019년 1분기 일본시장 진출을 시작으로 2분기 북미/유럽, 3분기 동남아시아 시장 진출을 계획하고 있다. 또한 중국 판호 규제 이슈 해소에 따른 검은사막 온라인의 중국 진출도 주목할 필요가 있다. 그 동안 일본과 북미 시장은 유저들의 성향과 선호하는 장르가 다른 이유로 국내 게임이 흥행하기 어려운 시장으로 평가를 받아왔다. 하지만 넷마블의 리니지2레볼루션은 아시아 11개국을 시작으로 일본, 북미/유럽 등 국내 게임의 흥행이 어렵다고 판단되어 온 시장에서 의미있는 성적을 거두면서 주가가 상승한 경험이 있다. 검은사막도 글로벌 확장을 통해 주가 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

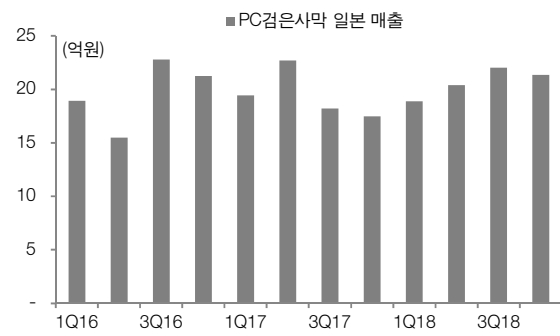
일본시장 흥행 예상

- 1) 변모하는 시장환경
- 2) 온라인의 꾸준한 매출
- 3) 직접서비스 통한 높은 수익성

일본 시장에서 흥행 가능성이 있다고 판단하는 이유는 1) 젊은 유저층이 모바일 시장에서 대부분을 차지하기 시작하며 젊은 층 중심으로 장르를 받아들이는 유동성이 증가하고 있고, 2) 현재 검은사막 온라인이 출시 3년이 지난 후에도 꾸준한 성적을 유지하고 있으며, 3) 국내 시장보다 1.7배 큰 규모의 시장에서 직접서비스를 진행해 높은 수익성을 가져갈 수 있기 때문이다. 기존 한국 게임의 일본 진출 당시 고점을 찍고 빠르게 하락한 경험이 있었는데, 이는 일본 유저들의 성향 때문이었다고 판단된다. 일본 유저들은 유저와의 소통을 통한 운영 능력을 중요하게 생각하며 게임 내에서 즐길 수 있는 다양한 콘텐츠를 선호하는 경향이 있다. 또한, 국내 게임의 게임 초반 과도한 과금 시스템을 이유로 빠르게 순위가 하락했다고 판단한다. 하지만 검은사막은 자체 엔진 활용을 통해 유저의 의견을 수렴하여 빠른 업데이트가 가능해 유저 케어에서 타 게임보다 더 우위를 점할 수 있다고 생각되며, 현재 검은사막 온라인이 지속적인 업데이트로 라이프 사이클이 장기화되고 있는 것을 볼 때 출시 초반 흥행에 성공할 경우 꾸준한 성적을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림1〉 일본 모바일 게임 이용 연령

자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림2〉 PC 검은사막 일본 매출 추이

자료 : 펠어비스, 현대차증권

**북미 시장에서
인지도 있는
검은사막 IP**

북미시장은 역사적으로 모바일 MMORPG 게임이 진입하기 쉽지 않은 시장이다. 콘솔 플랫폼의 비중이 크며 모바일 게임을 가볍게 즐기는 게임으로 판단하는 경향이 있어 하드코어적인 게임이 유행하기 쉽지 않기 때문이다. 리니지2 레볼루션이 북미/유럽 시장에 진출했을 때 출시 초반에 매출 순위 10~30위권에 진입했었고 이 때 당시 일매출은 약 3억원 정도로 추정된다. 하지만 검은사막 IP는 이례적으로 MMORPG로서 국내보다 북미/유럽 시장에서 더 많은 인기를 끌었던 게임이다. 또한 북미 최대 게임사이트인 MMORPG.com에서 1년간 최고 인기 게임 1위에 랭크 됐던 만큼 리니지보다 훨씬 인지도 있는 IP이다. 출시 초반 4~5억원 수준의 일 매출 달성이 가능할 것으로 판단된다.

**검은사막 온라인
2018년 중국 내
온라인 기대작 1위**

2017년 3월 이후로 중국에서 한국산 게임에 대해 신규 판호를 발급하지 않으면서 검은사막 온라인도 스네일게임즈를 퍼블리셔로 선정하고 판호 발급을 신청하고 대기중인 상태였다. 그 후 중국 규제 이슈와 판호 발급 부처 변경이 겹치며 판호 발급에 기대감이 지속 줄어들고 있었는데, 작년 12월에 중앙선전부에서 신규 판호 발급에 대해 언급하며 출시 기대감을 높여가고 있다. 아직 판호 발급에 대한 정확한 일정과 계획이 정해지지 않아 불확실성은 여전히 상존하나 판호 발급만 이루어진다면 즉각적인 출시는 가능할 것으로 판단된다. 또한 현재 중국 온라인 게임시장 순위권 내의 게임들이 노쇠화된 게임이 많고 검은사막이 2017 중국 10대 게임 시상식에서 2018년 가장 기대되는 온라인 게임 1위로 뽑혔던 점을 고려하면 올해 안에 출시될 경우 실적에 의미있게 기여할 수 있을 것으로 보인다. 블레이드앤소울이 중국에 진출 할 당시에 기대 신작 1위에 선정되며 출시 후 PC방 인기순위 Top5에 이름을 올렸고 출시 초반 약 300억원의 로열티 매출을 기록한 것으로 추정된다.

〈표1〉 펠어비스 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
펠어비스	검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	일본	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	북미/유럽	MMORPG	1H19
	검은사막 모바일	동남아	MMORPG	2019
	프로젝트 K (PC/콘솔)		MMO-FPS	2H19
	프로젝트 V		캐주얼 MMO	2H19
	Eve Echoes		Sci-fi MMO	2H19
	Eve War of Ascension		전략	2H19

자료: 현대차증권

검은사막 플랫폼 다변화+CCP게임즈 인수+신작≠원게임 리스크

콘솔 버전 출시 통한
플랫폼 다변화

필어비스는 이전까지 검은사막 흥행에도 불구하고 유일 IP를 가지고 있다는 이유로 밸류에이션 할인을 받아왔다. 하지만 검은사막 IP만으로 PC/모바일/콘솔(1월 7일 Xbox One 예약판매 시작) 모든 플랫폼에 진출한 상태이다. 검은사막 IP를 통해 PC와 모바일 모두 글로벌 확장을 앞두고 있으며 콘솔 출시를 통해 새로운 유저 확보도 가능하다. 일반적으로 원게임 리스크를 이유로 저평가 되는 기업의 경우 하나의 IP로 하나의 플랫폼에만 출시된 경우가 대다수이다. 필어비스의 경우 일반적인 원게임 회사와는 다르게 접근해야 한다고 판단한다.

CCP게임즈
인수에 따른
IP 확보

또한 최근 아이슬란드 기반의 CCP게임즈 인수를 통해 추가 IP를 확보했다. CCP게임즈의 대표 게임은 EVE 온라인으로 2003년 출시 이후 누적 가입자 4,000만명 이상을 보유하고 있으며 북미/유럽 지역이 주요 서비스 지역이다. 높은 난이도와 Sci-fi라는 장르 특성과 출시 후 시간이 많이 흘러 신규 유저의 유입은 많지 않을 것으로 예상되나, 핵심 유저층을 기반으로 꾸준한 매출을 기록 중에 있다. 또한 최근 EVE 온라인의 중국 퍼블리셔(Netease) 변경으로 판호 재발급을 위해 신청 후 대기하고 있으며, 판호 발급과 함께 중국에서 매출 창출도 더해질 전망이다. 2019년 출시 계획으로 중국 Netease와 함께 EVE 온라인의 모바일 버전인 EVE Echoes를 개발하고 있고 전략장르의 Eve War of Ascension도 출시 예정이다.

다양한 장르의
자체 개발 신작
출시 예정

자체 개발 신작을 통해 장르 다변화도 시도하고 있다. 필어비스는 올해 하반기 출시 계획으로 프로젝트 K(PC/콘솔 버전의 MMO FPS)와 프로젝트 V(모바일 캐주얼 MMO)를 개발하고 있다. 아직 기본적인 게임에 대한 정보와 정확한 출시 시기는 발표되지 않았으나, MMORPG 장르가 아닌 새로운 장르의 게임을 개발함으로써 장르 다변화도 동시에 시도하고 있다. 다양한 장르를 통해 국내 시장뿐 만이 아닌 해외시장에서의 성과도 기대 가능하다. 또한 자체개발 엔진을 통해 개발 시간도 단축할 수 있어 타 업체 대비 빠른 시간 안에 신작을 출시할 수 있는 것도 장점이다.

〈그림3〉 자체개발신작 프로젝트 K



자료 : 필어비스, 현대차증권

〈그림4〉 CCP게임즈 Netease 공동 개발 EVE Echoes



자료 : 필어비스, 현대차증권

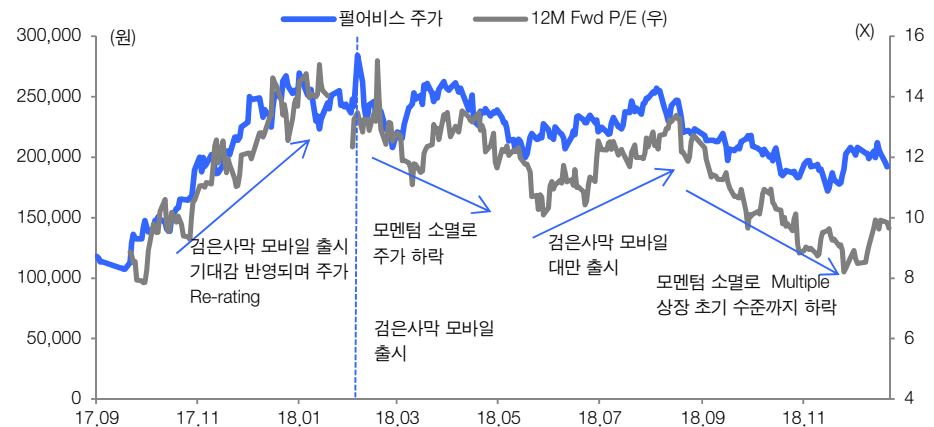
Valuation

펠어비스 현재 주가 P/E 밴드 하단 수준 당사는 펠어비스의 목표주가로 2019년 추정 EPS에 Target P/E 13.6배를 적용한 255,000원을 제시한다. 당사는 4분기 실적 둔화에 대한 우려로 주가가 지속 하락하고 있고 현재 주가는 2019F EPS 기준 P/E 10배 수준이다. 동사의 역사적 P/E 저점은 8배인데, 이 시기가 검은사막 모바일 출시 전이었던 상장 초기 임을 감안하면 현재 주가는 매력적인 수준으로 판단된다.

원게임 리스크 할인은 점차 축소될 것 펠어비스와 엔씨소프트의 모멘텀 발생 구간(리니지M과 검은사막 모바일 출시 전)과 소멸 구간(리니지M과 검은사막 모바일 출시 후)을 비교해 보면 두 회사는 평균적으로 30~40%의 Valuation Gap이 발생한다. 펠어비스가 엔씨소프트 대비 낮은 Multiple을 받는 주된 이유는 원게임 리스크에 따른 할인으로 판단한다. 하지만 CCP게임즈 인수에 따른 'EVE' IP 확보와 자체개발 신작 확보를 통해 할인은 점차 축소될 것으로 전망한다.

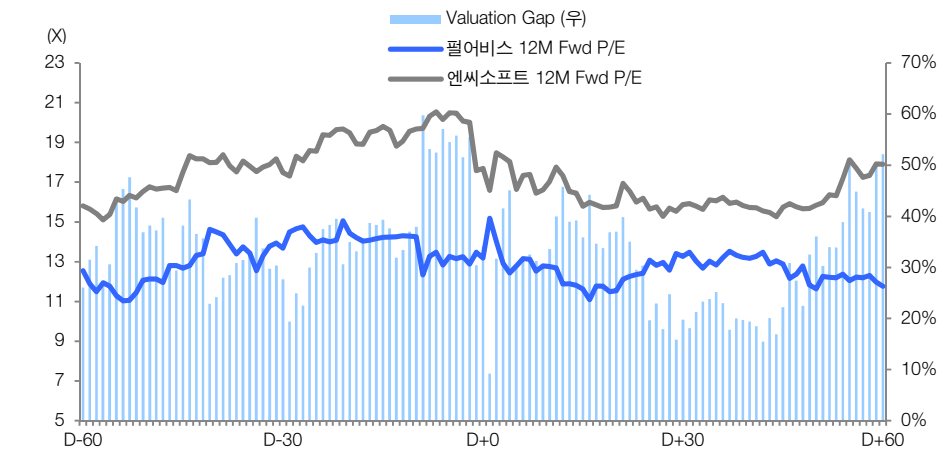
Target P/E 13.6배 엔씨소프트가 리니지M 출시 직전 받은 12M Fwd P/E 21배에서 35% 할인한 13.6배를 펠어비스의 Target P/E로 설정한다. 펠어비스는 검은사막 모바일 국내 출시 기대감으로 최고 15배까지 받았던 바 있다.

〈그림5〉 펠어비스 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림6〉 엔씨소프트와 펠어비스 Valuation Gap



주: D+0 지점은 리니지M과 검은사막 모바일 출시일
 자료: WiseIn, 현대차증권

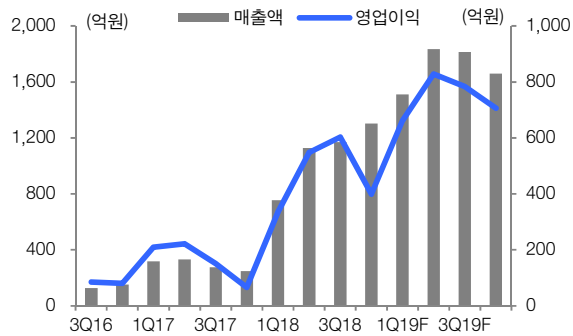
〈표2〉 펠어비스 분기실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
영업수익	755	1,127	1,170	1,118	1,384	1,715	1,732	1,634
검은사막 온라인	339	299	273	263	254	246	239	232
국내	60	39	54	52	50	48	47	46
해외	279	260	219	211	204	198	192	186
검은사막 모바일	416	828	897	705	899	1,227	1,261	1,191
국내	416	828	762	460	428	411	394	375
해외	-	-	135	245	472	816	867	816
검은사막 콘솔	-	-	-	-	66	43	35	32
COP게임즈	-	-	-	150	164	199	197	180
영업비용	419	579	567	806	772	924	931	901
인건비	98	150	119	125	134	140	148	155
지급수수료	178	300	315	264	319	421	430	403
광고선전비	105	92	100	101	125	129	121	128
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
감가상각비	6	7	9	8	10	12	12	12
기타	18	20	21	160	25	31	31	29
COP게임즈	-	-	-	145	156	188	186	170
영업이익	336	548	603	312	612	791	800	733
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	27.9%	44.2%	46.1%	46.2%	44.9%
세전이익	343	610	587	306	580	771	771	727
세전이익률	45.4%	54.1%	50.2%	27.3%	41.9%	44.9%	44.5%	44.5%
순이익	278	522	517	251	489	655	654	611
순이익률	36.9%	46.3%	44.2%	22.4%	35.3%	38.2%	37.8%	37.4%

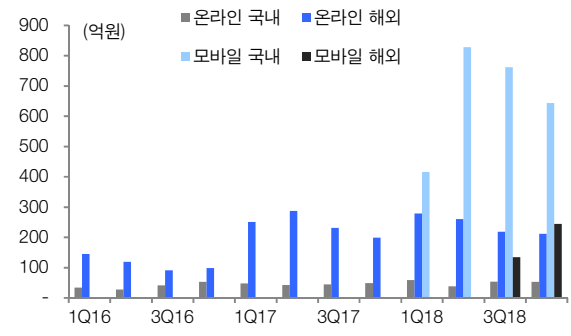
주: K-IFRS 연결 기준
 자료: 펠어비스, 현대차증권

〈그림7〉 펠어비스 실적 추이



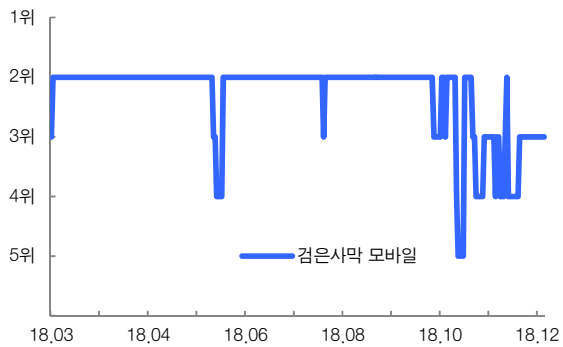
자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림8〉 플랫폼별 국내/해외 매출 비중



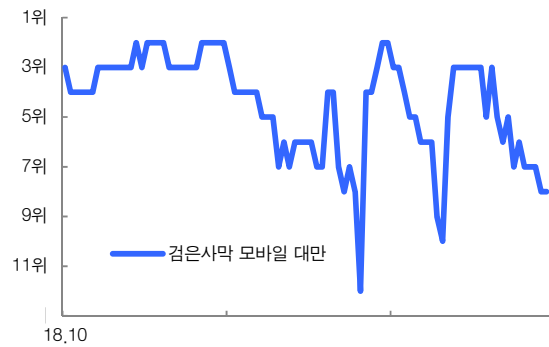
자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림9〉 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림10〉 검은사막 모바일 대만 구글플레이 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	337	524	4,170	6,464	7,026
증가율 (%)	N/A	55.5	696.0	55.0	8.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	337	524	4,170	6,464	7,026
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	55.5	696.0	55.0	8.7
판매관리비	56	307	2,372	3,528	3,484
판매비율 (%)	16.5	58.7	56.9	54.6	49.6
EBITDA	285	227	1,853	3,068	3,676
EBITDA 이익률 (%)	84.6	43.3	44.4	47.5	52.3
증가율 (%)	N/A	-20.5	717.8	65.6	19.8
영업이익	281	217	1,798	2,936	3,543
영업이익률 (%)	83.5	41.3	43.1	45.4	50.4
증가율 (%)	N/A	-23.0	730.1	63.3	20.7
영업외손익	3	-41	46	-88	40
금융수익	11	8	105	97	150
금융비용	7	49	61	187	113
기타영업외손익	-1	0	2	3	3
종속/관계기업관련손익	0	1	2	1	1
세전계속사업이익	284	177	1,845	2,849	3,584
세전계속사업이익률	84.3	33.8	44.3	44.1	51.0
증가율 (%)	N/A	-37.7	942.3	54.4	25.8
법인세비용	40	30	278	440	555
계속사업이익	244	147	1,568	2,409	3,029
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
당기순이익률 (%)	72.5	28.1	37.6	37.3	43.1
증가율 (%)	N/A	-39.7	964.4	53.6	25.7
지배주주지분 순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-6	-4	0	0
총포괄이익	244	142	1,564	2,409	3,029

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	228	265	1,618	2,598	3,145
당기순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
유형자산 상각비	2	7	48	123	125
무형자산 상각비	2	3	7	9	8
외환손익	-4	37	2	50	-15
운전자본의 감소(증가)	-47	66	-245	8	-1
기타	31	5	237	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-12	-83	-985	-607	-1,530
투자자산의 감소(증가)	0	-31	-110	-66	8
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-40	-112	-130	-130
기타	-3	-12	-764	-412	-1,408
재무활동으로인한현금흐름	0	1,788	833	-200	0
장기차입금의 증가(감소)	60	-60	1,202	-200	-800
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	17	1,858	111	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-77	-11	-480	0	800
기타현금흐름	4	-33	3	0	0
현금의증가(감소)	220	1,936	1,469	1,791	1,615
기초현금	93	469	2,405	3,874	5,665
기말현금	313	2,405	3,874	5,665	7,280

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	404	2,799	5,204	7,609	10,621
현금성자산	313	2,405	3,874	5,665	7,280
단기투자자산	0	211	784	1,146	2,568
매출채권	88	159	438	640	621
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	24	108	157	152
비유동자산	39	167	766	831	821
유형자산	15	62	327	334	338
무형자산	3	42	81	73	65
투자자산	0	32	144	211	204
기타비유동자산	21	30	214	214	214
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	443	2,966	5,971	8,439	11,443
유동부채	92	198	690	716	1,494
단기차입금	1	0	200	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	800
기타유동부채	91	198	490	716	694
비유동부채	135	16	1,075	1,109	306
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	800	800	0
장기금융부채 (리스포함)	59	0	202	202	202
기타비유동부채	77	16	73	107	104
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	227	214	1,765	1,825	1,800
지배주주지분	216	2,752	4,205	6,614	9,643
자본금	4	60	64	64	64
자본잉여금	13	1,815	1,922	1,922	1,922
자본조정 등	4	31	-191	-191	-191
기타포괄이익누계액	0	-6	-9	-9	-9
이익잉여금	195	851	2,419	4,828	7,857
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	216	2,752	4,205	6,614	9,643

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	3,173	1,293	12,757	18,612	23,400
EPS(지배순이익 기준)	3,173	1,293	12,757	18,612	23,400
BPS(자본총계 기준)	2,107	22,807	32,490	51,102	74,502
BPS(지배자본 기준)	2,107	22,807	32,490	51,102	74,502
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	0.0	191.5	16.3	9.7	7.8
PER(지배순이익 기준)	0.0	191.5	16.3	9.7	7.8
PBR(자본총계 기준)	0.0	10.9	6.4	3.5	2.4
PBR(지배자본 기준)	0.0	10.9	6.4	3.5	2.4
EV/EBITDA(Reported)	-0.9	120.3	12.7	5.8	4.0
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-59.2	886.5	45.9	25.7
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-59.2	886.5	45.9	25.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	112.9	9.9	45.1	44.5	37.3
ROE(지배순이익 기준)	112.9	9.9	45.1	44.5	37.3
ROA	55.1	8.6	35.1	33.4	30.5
안정성 (%)					
부채비율	105.0	7.8	42.0	27.6	18.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	81.0	3,009.6	132.0	36.8	52.1