

펄어비스(263750.KS)

신발끈을 고쳐매고

매수(신규)

현재주가(1/19) 185,800원
 목표주가(12M) 300,000원

■ 콘솔과 일본에 거는 기대감

‘검은사막’ IP의 플랫폼 및 시장 다변화는 2019년에도 이어질 예정. 2019년 1분기 ‘검은사막’ 콘솔 버전 북미/유럽 지역 출시, 상반기 ‘검은사막 모바일’ 일본 및 북미/유럽 지역 순차 출시 예정. 일본은 ‘검은사막 온라인’이 이미 서비스되고 있는 지역으로 최근 모바일 시장에서 한국형 MMORPG가 흥행에 성공했다는 점을 감안한다면, ‘검은사막 모바일’의 일본 흥행 가능성은 상당히 높음. 더하여 ‘검은사막 온라인’은 2018년 중국 온라인 게임 이용자 대상 조사에서 가장 기대되는 게임 1위로 선정. 연내 중국 외자게임 판호 발급 재개될 시 추가 수혜 기대

■ 밸류에이션 매력도 확대

동사의 2019E PER은 10.2배로 국내 게임업종 평균인 13.4배 대비 낮은 수준이며, 역사적 밸류에이션 최하단. 2019년 ‘검은사막’의 서비스 지역 및 플랫폼 확대가 예정되어 있어 실적 개선 가능성이 높다는 점 감안 시 현재의 밸류에이션은 본격 신작 모멘텀 수혜 전 매수 기회

■ 게임 업종 Top Pick, 목표주가 300,000원 매수의견 제시

펄어비스에 대해 목표주가 300,000원을 제시하며 매수의견으로 커버리지를 개시함. 2019년 추정 지배순이익 2,492억원에 국내 및 글로벌 주요 게임사 평균 PER 15.9배를 적용하여 산출. 4분기 실적에 대한 우려는 최근의 주가하락으로 이미 충분히 반영되어 있다고 판단함

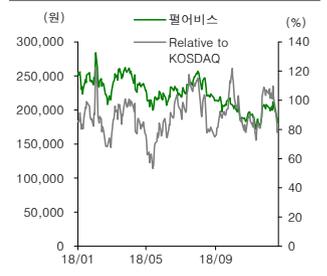
Key Data (기준일: 2019. 1. 19)

KOSPI(pt)	2124.61
KOSDAQ(pt)	695.62
액면가(원)	500
시가총액(억원)	24,048
발행주식수(천주)	12,943
평균거래량(3M, 주)	80,679
평균거래대금(3M, 백만원)	16,023
52주 최고/최저	284,200 / 172,000
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인지분율(%)	10.1
주요주주 지분율(%)	
김대일 외 9인	46.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.4	-12.8	-20.8	-28.2
KOSPI대비상대수익률	-11.3	-7.1	-9.9	-9.2

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	52.4	408.7	578.9	495.2
영업이익(십억원)	64.8	184.0	293.9	298.9
세전순이익(십억원)	60.8	180.3	295.7	303.3
지배순이익(십억원)	14.7	152.0	249.2	255.7
EPS(원)	1,293	11,740	19,253	19,752
증감률(%)	-	807.9	64.0	2.6
ROE(%)	33.2	43.3	45.2	31.8
PER(배)	57.2	15.9	9.7	9.5
PBR(배)	10.7	6.2	3.8	2.8
EV/EBITDA(배)	44.4	13.3	7.2	6.2

I. 투자의견 및 Valuation

신규 커버리지 제시, 목표주가 300,000원 제시

투자의견 매수,
목표주가 30만원

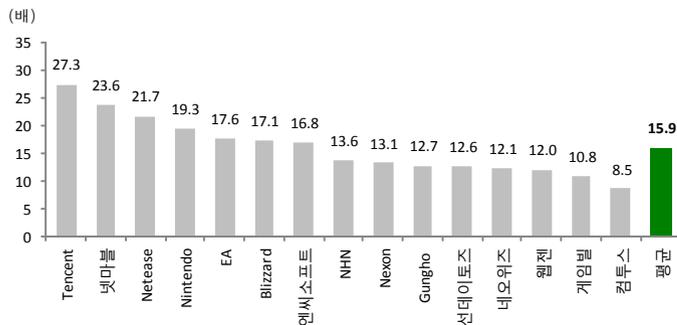
플레이비스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 300,000원을 제시하며 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 투자포인트는 첫째, 주가 하락으로 인해 밸류에이션 매력이 높아진 점, 둘째, 2019년 상반기로 예정되어 있는 ‘검은사막 모바일’의 콘솔 버전 및 일본 출시에 주목한다. 목표주가는 2019년 추정 지배순이익 2,492억원에 국내 및 글로벌 주요 게임사 평균 PER 15.9배를 적용하여 산출하였다. ‘검은사막 모바일’의 성과 부진으로 인한 4분기 실적에 대한 우려는 최근의 주가하락으로 이미 충분히 반영되어 있다고 판단한다.

도표 1. 플레이비스 Valuation Table

(십억원)	내용	비고
2019E 지배순이익	249.2	
Target PER(배)	15.9	국내 및 글로벌 게임업종 2019E 평균 PER
적정기업가치	3,962.2	
상장주식수(천주)	12,943	
Target Price(원)	300,000	
현재 주가(원)	185,800	
상승 여력(%)	61.5	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 플레이비스 Target PER 산출



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

II. 투자포인트

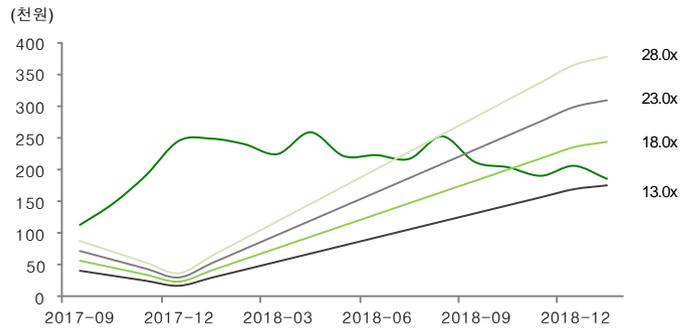
밸류에이션 매력도 확대

신작 모멘텀의 본격적 수혜 전 매수 기회

동사의 2019E PER은 10.2배로 국내 게임업종 평균인 13.4배 대비 낮은 수준이며, 역사적 밸류에이션 측면에서도 최하단에 위치해 있다. 4분기 실적 우려는 최근의 주가 하락으로 이미 상당 부분 반영되었다고 판단한다

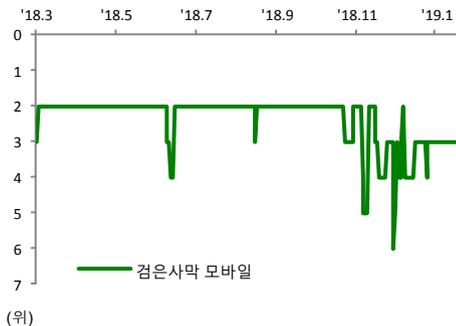
2019년 ‘검은사막 모바일’의 일본 및 북미 진출과 ‘검은사막’ 콘솔 버전 출시가 예상되어 있어 실적 개선 가능성이 높다는 점을 감안하면, 현재 동사의 밸류에이션 수준은 본격적인 신작 모멘텀 수혜 전 매수 기회이다

도표 3. 펠어비스 PER 밴드



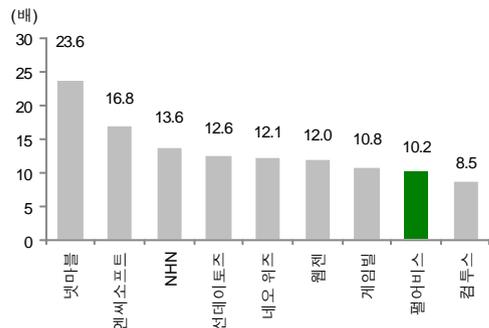
자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터
참고: 12M Forward PER 기준

도표 4. 검은사막 모바일 국내 매출순위



자료: 앱애니, 신영증권 리서치센터
참고: 국내 구글플레이 게임 매출순위

도표 5. 국내 게임주 2019E PER 비교



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

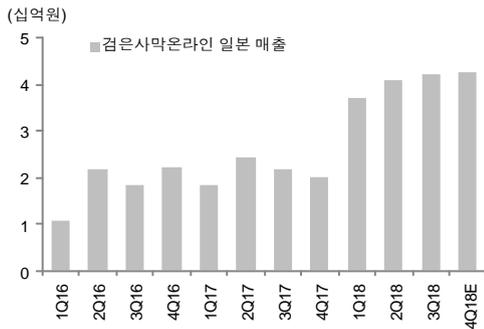
콘솔과 일본에 거는 기대감

‘검은사막 모바일’
일본 흥행 가능성 높음

‘검은사막’ IP의 플랫폼 및 시장 다변화는 2019년에도 이어진다. 2019년 1분기 ‘검은사막’ 콘솔 버전이 북미/유럽 지역에서 출시가 예상되어 있으며, 상반기에는 ‘검은사막 모바일’의 일본 출시와 북미/유럽 지역 출시가 순차적으로 예정되어 있다. 일본은 ‘검은사막 온라인’이 이미 서비스되고 있는 지역이다. 최근 일본 시장에서 ‘리니지2레볼루션’, ‘탈리온’ 등 한국형 MMORPG가 흥행에 성공했다는 점을 감안한다면, ‘검은사막 모바일’의 일본 흥행 가능성은 상당히 높다.

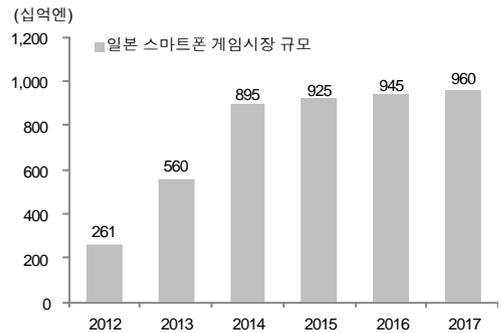
더하여 ‘검은사막 온라인’은 2018년 중국 온라인 게임 이용자 대상 조사에서 가장 기대되는 게임 1위로 선정된 바 있어 연내 중국의 외자게임 판호 발급이 재개될 시 추가적인 수혜도 기대된다.

도표 6. 검은사막 온라인 일본 매출 추이



자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 일본 스마트폰 게임 시장 규모



자료: 아노경제연구소, 신영증권 리서치센터

도표 8. 펠어비스 주요 신작

게임	플랫폼	장르	출시 지역	출시 시기
검은사막 콘솔	콘솔	MMORPG	글로벌	1Q19
검은사막 모바일	모바일	MMORPG	일본	1Q19
검은사막 모바일	모바일	MMORPG	북미/유럽	1H19
Project K	PC/콘솔	MMO-FPS	-	2019
EVE Echoes	모바일	MMORPG	중국	2019
EVE War of Ascension	모바일	전략	-	2019
Project V	모바일	캐주얼 MMORPG	-	2019
Project Omega	PC/콘솔	MMORPG	-	2020

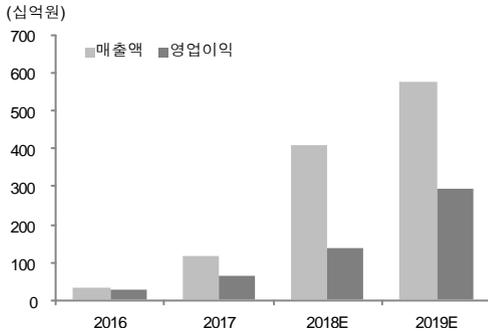
자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

III. 기업개요

‘검은사막’ IP 해외 진출로
국내 매출 비중 감소 전망

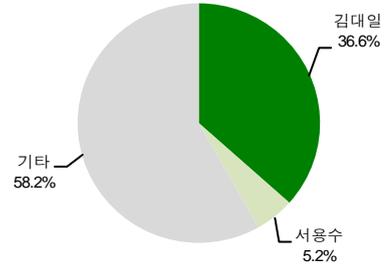
동사는 2010년 9월 설립되어 온라인/모바일 게임을 개발 및 서비스한다. 주요 타이틀은 ‘검은사막’이며, 각 지역별로 퍼블리셔를 통해 운영하고 있다. 매출 비중은 온라인 게임 매출 29.9%, 모바일 게임 매출 70.1%로 동사의 모바일 게임 대표작인 ‘검은사막 모바일’의 매출 기여가 크게 나타난다. 국내 매출의 비중이 가장 크며 그 뒤를 아시아 지역과 북미/유럽 지역이 뒤따른다. 향후 ‘검은사막’ IP의 해외 진출이 예정되어 있어 국내 게임 매출이 차지하는 비중은 점차 줄어들 것으로 보인다. 최대주주는 김대일 대표이며 전체 지분의 약 36.6%를 소유하고 있다.

도표 9. 펠어비스 매출 및 영업이익



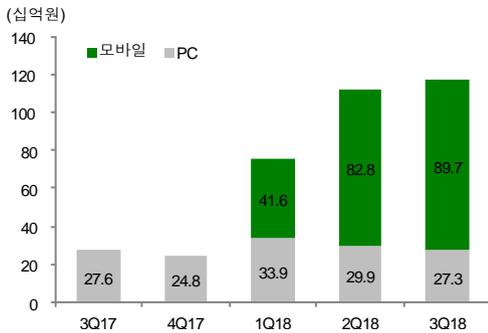
자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 펠어비스 주주구성



자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 펠어비스 플랫폼별 매출 구성



자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 펠어비스 지역별 매출 구성



자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

2014년 출시, 2016년
유료 아이템 패키지 도입

‘검은사막’은 2014년 출시되어 현재까지 서비스되고 있는 PC온라인게임이다. 국내 출시 당시 회원 150만명을 확보하며 인기를 끌었다. 이후 2016년 3월 북미/유럽 시장에 진출하면서 유료아이템 패키지를 출시했으며, 이후로 유료아이템 매출이 꾸준히 발생하고 있다

대만, 터키/중동, 태국/
동남아 지역은 직접 서비스

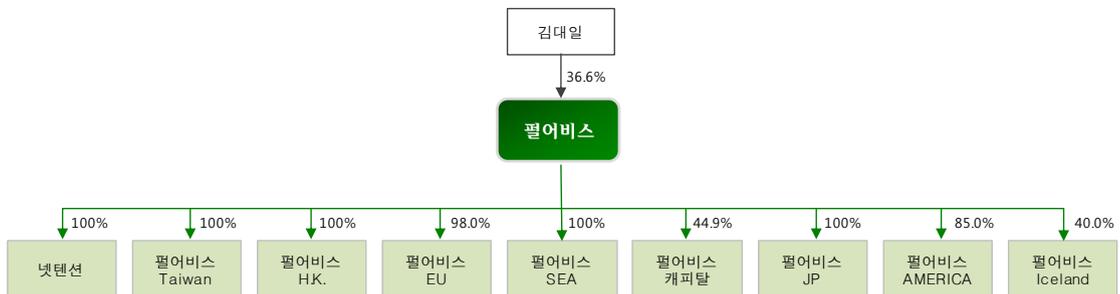
게임 서비스 형태는 지역마다 상이하다. ‘검은사막 모바일’의 경우 동사가 직접 서비스하며, ‘검은사막 온라인’의 경우 각 지역의 퍼블리셔를 통해 게임을 서비스한다. 퍼블리셔를 활용하는 것보다 직접 서비스하게 되면 번거로운 대신 더 큰 이익을 확보할 수 있다. 대만 지역의 경우 최초로 자회사를 통한 자체 퍼블리싱에 성공했는데, 이후 터키/중동과 태국/동남아 지역도 자회사를 통해 직접 서비스한다

도표 13. ‘검은사막’ 서비스 현황

플랫폼	출시 국가	출시 시기	퍼블리셔
PC	한국	2014년 12월	카카오게임즈
	일본	2015년 5월	GameOn
	러시아	2015년 10월	Syncopate
	북미/유럽	2016년 3월	카카오게임즈
	대만	2017년 1월	PearlAbyss Taiwan
	남미	2017년 6월	RedFox Games
	터키/중동	2017년 12월	PearlAbyss H.K.
모바일	태국/동남아	2018년 1월	PearlAbyss H.K.
	한국	2018년 2월	펄어비스
	대만	2018년 8월	펄어비스

자료: 펄어비스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 펄어비스 지배구조



자료: 펄어비스, 신영증권 리서치센터
참고: 2018년 3분기 기준

IV. 실적추정

19년 매출액 5,789억원,
영업이익 2,939억원 전망

동사의 2019년 매출액은 전년대비 41.6% 증가한 5,789억원, 영업이익은 전년대비 59.7% 증가한 2,939억원으로 전망한다. 2018년 4분기부터 자회사 CCP게임즈 실적이 연결 편입으로 반영되나 CCP게임즈의 이익 규모가 BEP 수준이므로 이익 측면에서의 기여는 없을 것으로 예상한다.

2019년에는 1분기 출시 예정인 ‘검은사막 모바일’의 일본 매출과 북미/유럽 지역에서의 ‘검은사막’ 콘솔의 이익 기여가 본격화된다. 모바일 및 콘솔 플랫폼의 성과가 늘어나면서 PC 게임 매출 감소를 상쇄하고 전체 게임 매출의 성장을 이끈다. 2018년 4분기에 CCP게임즈 인수비용 140억원이 일시 반영되었기 때문에 2019년에는 이로 인한 기저효과도 기대할 수 있다. 2019년 동사의 실적은 일회성 비용 기저효과와 ‘검은사막 모바일’의 해외 성과에 힘입어 큰 폭으로 성장할 전망이다.

도표 15. 펠어비스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	103.6	130.2	153.5	151.3	143.9	52.4	408.7	578.9
(YoY % growth)	137.4%	241.2%	323.9%	317.9%	72.5%	36.2%	29.4%	38.9%	-	248.7%	41.6%
검은사막 PC	34.0	29.7	27.5	26.3	26.7	25.7	24.6	23.7	52.4	117.6	100.6
검은사막 모바일	41.6	82.8	73.4	66.3	76.6	104.4	104.1	98.0	-	264.1	383.1
검은사막 콘솔	-	-	-	1.0	12.0	8.4	7.6	7.2	-	1.0	35.1
기타	-	-	-	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	-	10.0	60.0
영업비용	41.9	57.8	56.7	68.4	70.1	72.4	72.2	70.2	52.5	224.7	285.0
(YoY % growth)	285.4%	434.7%	353.4%	273.4%	67.3%	25.4%	27.4%	2.7%	625.6%	328.2%	26.8%
영업이익	33.6	54.9	60.3	35.2	60.1	81.0	79.1	73.6	64.8	184.0	293.9
(YoY % growth)	60.5%	147.1%	296.8%	443.7%	78.9%	47.5%	31.2%	109.3%	19.3%	183.8%	59.7%
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	34.0%	46.2%	52.8%	52.3%	51.2%	55.3%	45.0%	50.8%
당기순이익	27.9	52.2	51.7	25.2	51.9	72.0	69.8	60.5	49.3	156.9	254.3
(YoY % growth)	83.6%	166.1%	285.9%	2187.6%	86.1%	38.1%	35.0%	140.6%	75.4%	218.3%	62.0%
순이익률	37.0%	46.3%	44.2%	24.3%	39.9%	46.9%	46.1%	42.1%	42.1%	38.4%	43.9%

자료: 펠어비스, 신영증권 리서치센터

필러비스(263750.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	0.0	52.4	408.7	578.9	495.2
증가율(%)	-100.0	NA	680.0	41.6	-14.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
원가율(%)	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	0.0	52.4	408.7	578.9	495.2
매출총이익률(%)	NA	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	0.0	30.7	224.7	285.0	196.3
판매비율(%)	NA	58.6	55.0	49.2	39.6
영업이익	0.0	64.8	184.0	293.9	298.9
증가율(%)	-100.0	NA	184.0	59.7	1.7
영업이익률(%)	NA	123.7	45.0	50.8	60.4
EBITDA	0.0	65.8	187.3	296.7	301.4
EBITDA마진(%)	NA	125.6	45.8	51.3	60.9
순금중손익	0.0	-4.1	-8.9	-3.4	-0.6
이자손익	0.0	0.7	2.2	4.7	7.4
외화관련손익	0.0	-4.8	-5.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
총속회계기업 관련손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
법인세차감전계속사업이익	0.0	60.8	180.3	295.7	303.3
계속사업손익법인세비용	0.0	3.0	25.2	41.4	42.5
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	49.3	155.1	254.3	260.9
증가율(%)	-100.0	NA	214.6	64.0	2.6
순이익률(%)	NA	94.1	37.9	43.9	52.7
지배주주지분 당기순이익	0.0	14.7	152.0	249.2	255.7
증가율(%)	-100.0	NA	934.0	63.9	2.6
기타포괄이익	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
총포괄이익	0.0	14.2	154.5	253.7	260.3

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	0.0	279.9	436.8	692.3	954.0
현금및현금성자산	0.0	46.9	189.3	430.0	693.8
매출채권 및 기타채권	0.0	16.7	28.2	39.9	34.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	0.0	16.7	15.5	14.9	14.5
유형자산	0.0	6.2	5.2	4.7	4.4
무형자산	0.0	4.2	3.9	3.7	3.4
투자자산	0.0	3.2	3.3	3.4	3.6
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	0.0	296.6	452.3	707.1	968.5
유동부채	0.0	19.8	20.7	21.7	22.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	0.0	9.1	10.0	11.0	12.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	0.0	21.4	22.3	23.3	24.4
지배주주지분	0.0	275.2	427.0	675.6	930.7
자본잉여금	0.0	6.0	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	0.0	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	0.0	-0.6	-1.2	-1.7	-2.3
이익잉여금	0.0	85.1	237.1	486.3	741.9
비지배주주지분	0.0	0.0	3.1	8.2	13.4
자본총계	0.0	275.2	430.1	683.8	944.1
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	0.0	-68.0	-211.4	-453.2	-718.2

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	0.0	26.5	150.7	245.4	268.6
당기순이익	0.0	14.7	155.1	254.3	260.9
현금유출이없는비용및수익	0.0	9.6	31.3	40.4	38.5
유형자산감가상각비	0.0	0.7	3.0	2.5	2.3
무형자산상각비	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
영업활동관련자산부채변동	0.0	6.6	-12.6	-12.6	4.3
매출채권의감소(증가)	0.0	6.0	-11.6	-11.6	5.2
재고자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의증가(감소)	0.0	0.0	0.9	1.0	1.1
투자활동으로인한현금흐름	0.0	-8.3	15.8	15.8	15.7
투자자산의 감소(증가)	0.0	-3.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	0.0	-4.0	-2.0	-2.0	-2.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-21.0	-1.1	-1.1	-1.2
재무활동으로인한현금흐름	0.0	178.8	-5.2	-5.6	-5.6
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	185.4	0.4	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-3.3	-19.0	-14.9	-14.9
현금의 증가	0.0	193.6	142.4	240.6	263.8
기초현금	0.0	46.9	46.9	189.3	429.9
기말현금	0.0	240.5	189.3	429.9	693.8

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	0	1,293	11,740	19,253	19,752
BPS	0	23,166	33,327	52,536	72,243
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	0.0	57.2	15.9	9.7	9.5
PBR	0.0	10.7	6.2	3.8	2.8
EV/EBITDA	0.0	44.4	13.3	7.2	6.2
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-100.0%	na	807.9%	64.0%	2.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-100.0%	na	184.7%	58.4%	1.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.0%	33.2%	44.0%	45.7%	32.0%
ROE(지배순이익 기준)	0.0%	33.2%	43.3%	45.2%	31.8%
ROIC	0.0%	59.3%	75.8%	114.7%	114.8%
WACC	0.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
안전성(%)					
부채비율	0.0%	7.8%	5.2%	3.4%	2.6%
순차입금비율	NA	-24.7%	-49.2%	-66.3%	-76.1%
이자보상배율	0.0	9,005.0	0.0	0.0	0.0