

Company Brief

2019-02-14

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	310,000 원(유지)
증가(2019/02/14)	202,900 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,294만주
시가총액	2,624십억원
외국인지분율	10.5%
52주 주가	172,000~284,200원
60일평균거래량	64,136주
60일평균거래대금	12.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	8.7	-17.7	-19.2
상대수익률	-4.8	-1.8	-15.1	-6.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	52	404	641	740
영업이익(십억원)	22	167	306	365
순이익(십억원)	15	145	245	289
EPS(원)	1,293	11,481	18,911	22,315
BPS(원)	22,807	32,917	51,342	73,613
PER(배)	191.5	17.7	10.7	9.1
PBR(배)	10.9	6.2	4.0	2.8
ROE(%)	8.3	41.8	45.1	35.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	120.3	12.6	5.9	2.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

펠어비스(263750)

일본 성과가 주가 향방 결정할 전망

4Q18 Review: 매출액 +299.8% YoY, 영업이익 +180.4% YoY

- 매출액 991 억원(+299.8% YoY, -15.3% QoQ), 영업이익 182 억원(+180.4% YoY, -69.9% QoQ)으로 어닝 쇼크 기록
- '검은사막' PC 온라인게임 매출액은 QoQ 8.9% 감소, '검은사막 모바일' 매출액은 QoQ 31.5% 감소했는데 모바일게임 매출액이 예상보다 크게 감소하면서 부진한 실적 기록
- CCP 게임즈 인수로 매출액은 128 억원 기여했으나 인건비가 대폭 상승했으며, 인수 자문료 70 억원이 일회성으로 발생하며 영업이익 큰 폭으로 감소
- '검은사막' PC 온라인게임은 지난 1 월 배틀로얄 모드 '그림자 전장'을 적용하면서 신규 유저와 복귀 유저가 증가하였으며, '검은사막 모바일' 또한 지난 1 월 신규 클래스 '격투지'와 '질풍가도' 콜라보로 복귀 이용자가 248% 증가하여 기존게임의 1 분기 매출액은 상승 전환할 것으로 기대

'검은사막 모바일' 일본 출시 임박

- 지난 1 월 8 일 일본 지역에서 사전예약 시작했던 '검은사막 모바일'은 2 월 26 일 출시 예정으로 1 분기에는 34 일간 매출액이 반영될 전망
- 지난 1 월 31~2 월 2 일에 진행된 CBT 실시 이후 유저 설문 결과 80% 이상이 다시 게임을 플레이할 의사가 있다고 응답하여 50 만명 이상을 확보한 사전예약수 및 CBT 반응 지표는 양호
- 초반 흥행을 위해 유명 연예인을 활용한 TV 광고 및 도쿄 시부야 지역 내 옥외광고 등 대규모 마케팅 진행할 예정으로 초반 흥행 기대감 상승
- 올해 중 신작 출시는 어려울 것으로 보이고, 기존 게임의 매출액은 하향 안정화되어 일본에서의 성과가 주가 향방을 결정할 것으로 판단

신작 출시 지연이 2019년 실적 추정치에 미치는 영향은 제한적

- 펠어비스는 '검은사막' 엔진 외에 PC, 모바일, 콘솔 플랫폼 동시 지원과 클라우드 게임을 지원할 수 있는 차세대 엔진을 개발에 착수하여 올해 상반기에 개발 마무리할 예정
- 신작 '프로젝트 K'와 '프로젝트 V'에는 차세대 엔진을 적용할 것으로 올해로 예상했던 출시 일정은 다소 연기될 전망
- 당사는 PC 및 콘솔 MMO 기반 FPS '프로젝트 K'의 매출액을 올해 말부터 반영했고 PC 게임의 ARPU는 모바일 대비 현저히 낮아 '프로젝트 K'의 출시 연기가 실적 추정치에 미치는 영향은 제한적
- '검은사막'이 자체 엔진 기술로 구현한 고품질 그래픽과 액션감으로 차별적 경쟁력을 갖췄던 것처럼 신규 자체 개발 엔진은 오히려 멀티플 상승에 긍정적인 영향 미칠 것으로 판단

표1. 필어비스 4분기 잠정실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18P	컨센서스	차이 (%, %p)	기존 추정치	차이 (%, %p)
매출액	117.2	404.4	641.2	24.8	117.0	99.1	112.2	-11.6	122.3	-19.0
YoY(%)	90.3	245.0	58.6	62.7	323.8	299.9	352.6	-52.7	393.5	-93.6
QoQ(%)				-10.2	3.8	-15.3	-4.1	-11.2	4.5	-19.8
영업이익	64.8	167.0	305.9	6.5	60.3	18.2	37.5	-51.5	30.6	-40.5
YoY(%)	45.2	157.7	83.2	-18.5	297.3	178.0	473.5	-295.5	367.5	-189.5
QoQ(%)				-56.9	10.0	-69.9	-37.8	-32.0	-49.3	-20.5
이익률(%)	55.3	41.3	47.7	26.4	51.6	18.3	33.4	-15.1	25.0	-6.7
당기순이익	49.5	145.3	244.8	1.1	51.7	13.6	28.1	-51.8	25.5	-46.8
이익률(%)	42.2	35.9	38.2	4.6	44.2	13.7	25.1	-11.4	20.8	-7.2

자료: 필어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표2. 필어비스 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P
매출액	117.2	404.4	641.2	31.8	33.0	27.6	24.8	75.6	112.7	117.0	99.1
검은사막 PC	117.2	116.1	102.7	31.8	33.0	27.6	24.8	34.0	29.9	27.3	24.9
검은사막 모바일	n/a	275.5	441.1	n/a	n/a	n/a	n/a	41.6	82.8	89.7	61.4
검은사막 콘솔	n/a	n/a	32.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로젝트 k	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	64.8	167.0	305.9	20.9	22.2	15.2	6.5	33.7	54.8	60.3	18.2
세전이익	58.7	174.1	313.8	18.0	22.9	16.1	1.7	34.3	61.0	58.7	20.1
당기순이익	49.5	145.3	244.8	15.2	19.6	13.6	1.1	27.8	52.2	51.7	13.6
성장률 (YoY %)											
매출액	90.3	245.0	58.6	79.8	106.4	118.0	62.7	137.7	241.2	323.8	299.9
검은사막 PC	n/a	-0.9	-11.5	n/a	n/a	n/a	76.6	7.1	-9.4	-1.1	0.2
검은사막 모바일	n/a	n/a	60.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
검은사막 콘솔	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로젝트 K	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	45.2	157.7	83.2	35.8	74.1	79.3	-18.5	61.2	147.1	297.3	178.0
세전이익	27.9	196.7	80.2	16.0	77.8	151.0	-85.0	90.9	165.9	264.3	1,111.4
당기순이익	22.3	193.4	68.5	-1.9	119.6	112.1	-88.3	83.1	165.9	281.4	1,101.2
이익률 (%)											
영업이익률	55.3	41.3	47.7	65.7	67.2	55.0	26.4	44.5	48.7	51.6	18.3
세전이익률	50.1	43.1	48.9	56.5	69.5	58.4	6.7	45.3	54.1	50.2	20.3
당기순이익률	42.2	35.9	38.2	47.8	59.4	49.1	4.6	36.8	46.3	44.2	13.7

자료: 필어비스, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

(Appendix) 필어비스 4Q18 실적발표 Q&A

<p>Q1. '프로젝트 V', '프로젝트 K' 개발 진행 상황 업데이트</p> <ul style="list-style-type: none"> - 5G, 클라우드 기술적 발달에 대응해 PC, 모바일, 콘솔간 크로스 플랫폼과 클라우드 스트리밍 게임을 지원하는 차세대엔진 개발 중이며, '프로젝트 K', '프로젝트 V'를 시작으로 신작에 적용될 예정 - 차세대 엔진은 올해 상반기내에 개발 완료될 것으로 판단하며, 이에 따라서 신작 출시 일정이 조정될 예정
<p>Q2. '검은사막 M' 일본 진출에 대한 회사 내부 기대치 및 CBT 결과의 의미</p> <ul style="list-style-type: none"> - 일본 시장은 장기간 사랑 받는 게임이 많기 때문에 신규게임 진입이 쉽지 않지만, '검은사막'이 꾸준히 사랑 받은 지역이기 때문에 성공 가능성이 높은 지역이라고도 생각함 - 일본 시장에서는 초기 성과에 집중하기보다는 오랫동안 상위권에 유지하는 게임으로 자리잡도록 노력할 계획 - CBT 결과는 유저를 통한 설문조사 결과 80% 이상 유저가 게임이 출시되면 게임을 하겠다고 응답한 결과를 말씀 드림
<p>Q3. '프로젝트 K', '프로젝트 V' 개발 방향성 변화 여부 및 출시 시점</p> <ul style="list-style-type: none"> - 게임 디자인 측면에서는 개발 과정에서 부분적인 변화나 업데이트는 계속 있을 것으로 판단하지만 큰 방향성 측면에서는 변화 없음 - 올해 출시 목표였으나, 차세대 엔진 적용으로 공개 및 출시 일정은 개발 진행상황을 더 지켜보고 소통할 예정
<p>Q4. 일본시장에서 '검은사막 M' 과금 모델 수립 계획</p> <ul style="list-style-type: none"> - 대만 런칭 사례를 참고했을 때, 한국에서 출시된지 6개월 이상 게임을 런칭하기 때문에 빠른 콘텐츠 업데이트와 상위 아이템의 빠른 업데이트가 반복되면서 매출이 유저대비 저조했음 - 일본에서는 콘텐츠 업데이트와 아이템 업데이트 속도를 개선할 것이며, 현지 상황에 맞는 BM 을 수립할 계획 - '검은사막 M' 브랜딩을 위해 유명 연예인을 통한 대규모 마케팅을 계획 하고 있고, 대중적인 사랑을 받을 수 있는 게임이 되도록 노력할 계획
<p>Q5. 4Q 지급수수료 증가 원인</p> <ul style="list-style-type: none"> - CCP 게임 인수 시 자문료 비용으로 일회성 비용 70 억원 발생했으며, 러시아 직접서비스 초기에 서버 구축에 어려움이 있어 클라우드 서버를 활용하면서 비용이 급증했음 - 클라우드 서버 비용을 줄이기 위해 다양한 방식 고려하고 있으며, 향후 클라우드 비용은 점차 감소할 것으로 전망
<p>Q6. 대만에서 '검은사막 M'의 성과가 부진한 이유 및 개선 여부</p> <ul style="list-style-type: none"> - 대만 '검은사막 M' 출시 시 한국 빌드 수준의 콘텐츠에 대한 기대에 부합하기 위해서 콘텐츠를 빠른 속도로 도입했으며 현재 대만은 한국빌드의 85% 수준까지 업데이트 진행 - 대만 '검은사막 M' 유저수는 한국의 50% 수준 유지하고 있으며, 한국에 비하면 유저당 매출 수준이 낮음 - 한국에서 좋은 반응을 보인 '각성' 업데이트 이후 '격투가', '월드 경영' 등을 추가적으로 업데이트할 예정으로 수익 반등 기대
<p>Q7. CCP 게임즈 별도 손익</p> <ul style="list-style-type: none"> - 영업권에 대한 상각, 금융비용 제외하며, 70 일간 매출액은 129 억원 영업이익 16 억 정도 기록 - 향후 무형자산상각비가 분기당 15 억원, 이자비용 13 억원 발생할 예정으로, 다른 이슈가 없다면 CCP 인수 관련 비용이 분기당 29 억원 정도 발생할 것으로 판단
<p>Q8. 'EVE' IP 신작 출시 계획 및 차세대 엔진 적용 계획</p> <ul style="list-style-type: none"> - CCP 게임즈 신작에는 차세대 엔진 적용을 고려하고 있지 않음 - '이브차이나' 재런칭 진행 중이며, 오랫동안 중국에서 서비스했던 게임으로 내자판호가 마무리되면 외자 판호도 받을 수 있을 것으로 기대 - 판호 발급시 빠르게 서비스할 수 있도록 퍼블리셔와 긴밀한 관계 유지 중 - '이브 에코스'는 넷이즈가 개발 중이며, 2019년 출시 목표로 개발 중이지만 판호 이슈에 따라 출시 일정 변경될 수 있음 - 'NOVA'와 '워 오브 어세션'도 개발 중이며 개별 게임의 성과뿐만 아니라 'EVE' IP 가치 확산도 기대되는 게임. 개발은 상당 부분 진행됐으나 구체적인 출시 일정은 미정
<p>Q9. 인력 충원 계획</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2018년까지 필어비스 빠르게 인력 충원해왔었음. 2018년 신작 개발 뿐만 아니라 검은사막 플랫폼 및 IP 확장을 했고 CCP 게임즈도 인수 했음 - 2018년말 연결 기준 인력은 953명 기록했으며, 개발 인력은 62% 비중 차지 - 개발 인력은 충분히 충원됐기 때문에 2019년 이후 인력 충원 속도 둔화될 것으로 판단

자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	280	445	800	1,546	매출액	52	404	641	740
현금 및 현금성자산	241	401	736	1,468	증가율(%)	-43.5	672.0	58.6	15.4
단기금융자산	21	27	36	46	매출원가	-	-	-	-
매출채권	17	14	26	30	매출총이익	52	404	641	740
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	31	237	335	374
비유동자산	17	24	27	29	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	6	8	9	10	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4	6	7	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	297	470	827	1,575	영업이익	22	167	306	365
유동부채	20	48	161	621	증가율(%)	-63.6	671.2	83.2	19.4
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	41.3	41.3	47.7	49.4
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	2	2	2	2	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	7	7	2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	18	174	314	370
부채총계	21	49	163	622	법인세비용	3	29	69	81
자배주주지분	275	420	665	953	세전계속이익률(%)	33.8	43.1	48.9	50.1
자본금	6	6	6	6	당기순이익	15	145	245	289
자본잉여금	181	181	181	181	순이익률(%)	28.1	35.9	38.2	39.0
이익잉여금	85	230	475	764	지배주주귀속 순이익	15	145	245	289
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	14	145	244	288
자본총계	275	420	665	953	지배주주귀속총포괄이익	14	143	242	285

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27	182	356	755	주당지표(원)				
당기순이익	15	145	245	289	EPS	1,293	11,481	18,911	22,315
유형자산감가상각비	1	3	4	4	BPS	22,807	32,917	51,342	73,613
무형자산상각비	0	3	5	5	CFPS	1,381	11,942	19,581	23,043
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	3	2	-1	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4	-5	-5	-5	PER	191.5	17.7	10.7	9.1
무형자산의 처분(취득)	-1	-5	-5	-5	PBR	10.9	6.2	4.0	2.8
금융상품의 증감	-21	-6	-8	-11	PCR	179.3	16.9	10.3	8.8
재무활동 현금흐름	179	-5	-6	-6	EV/EBITDA	120.3	12.6	5.9	2.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	8.3	41.8	45.1	35.7
자본의증감	185	0	0	-	EBITDA 이익률	43.3	42.7	49.1	50.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	7.8	11.7	24.5	65.3
현금및현금성자산의증감	194	161	335	731	순부채비율	-95.0	-102.1	-116.2	-158.9
기초현금및현금성자산	47	241	401	736	매출채권회전율(x)	2.6	26.2	32.2	26.8
기말현금및현금성자산	241	401	736	1,468	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

펄어비스
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-02-14	Buy	300,000	1년	-22.2%	-5.3%
2018-10-08	Buy	330,000	1년	-40.1%	-34.0%
2019-01-14	Buy	310,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-