

2019.4.23



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	260,000 원
현재주가 (4.22)	175,300 원
상승여력	48.3%
KOSDAQ	762.01pt
시가총액	23,817억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.00%
외국인비중	8.06%
52주 최고/최저가	262,500원/157,800원
평균거래대금	249.6억원
주요주주(%)	
김대일 외 12인	50.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	-18.5	-31.5
상대주가	5.5	-20.4	-20.1

주가그래프



풀어비스²⁵¹²⁷⁰

트라하 영향 크지 않았다

- ✓ 트라하 영향 크지 않았다. 출시 4일 경과한 현재 구글 4위, 애플 4위 기록하며 사전예약자수 400만명이란 수치 대비로는 경쟁리스크는 예상보다 크지 않았음
- ✓ 1Q19 실적 부진은 선반영. 영업이익은 222억원(-33.8% YoY)으로 낮아진 눈높이 부합
- ✓ 중국의 변화는 확실한 시그널. 4월 22일부터 신규판호 접수 재개
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 26만원으로 하향 조정하나 게임업종 Top Pick 유지

트라하 영향 크지 않았다

4월 18일 올해 상반기 기대작 중의 하나인 넥슨 '트라하'가 출시 이후 4일 경과한 4월 22일 현재, 매출 순위 구글 4위, 애플 4위 기록하고 있어 Top 3 게임의 경쟁 리스크 예상보다 크지 않았다. 풀어비스는 4월 17일 11번째 신규캐릭터 '매화' 오픈하며 다량의 펠과 반려동물 포함한 아이템 이벤트 진행하였다. 트라하 출시 이후에도 구글과 애플에서 매출 순위 3위권 기록하며 안정적으로 경쟁작 출시로 인한 부정적 영향은 크지 않다.

1Q19 실적 부진은 선반영

풀어비스의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,310억원(+75.5% YoY), 222억원(-33.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,311억원, 영업이익 278억원) 대비 대체로 부합한다. 검은사막 PC 매출액은 352억원, 검은사막M의 국가별 매출액은 한국 414억원(일평균 4.5억원), 대만 73억원(일 0.8억원), 일본 340억원(일 10억원), 총 827억원(+41.5% QoQ)으로 추정한다. 검은사막 Xbox 매출액은 50억원으로 첫달 패키지판매수는 30만장 가정하였으나 3개월 안분 인식하였으며 하반기로 갈수록 In-Game 매출 비중 확대될 전망이다. 영업이익률은 16.9%로 1.4%p QoQ 하락하는데 개발자 인센티브 90억원, 일본 마케팅비 200억원 등 일회성 비용이 다수 포함되었다.

중국의 변화는 확실한 시그널

중국 정부는 4월 2일 30개의 외자판호 발급에 이어 4월 22일부터 자국과 해외게임에 적용되는 신규 판호에 대한 접수도 재개하였다. 확률정보 공개, 폭력성 자제, 포커와 마작게임 금지, 중국의 역사와 정치에 대한 정확한 정보공개 등 규제의 틀이 자리잡고 있다는 점은 대형퍼블리셔 통해 중국 시장 진출하려는 한국 게임사들에게는 오히려 긍정적으로 텐센트, 넷이즈 등 대형 퍼블리셔의 지배력은 견고할 전망이다.

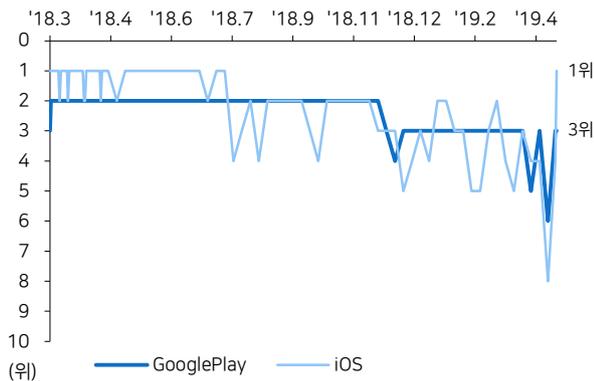
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-59.2	22,807	191.5	10.9	120.3	9.9	7.8
2018	404.8	168.1	146.5	11,591	796.4	31,525	17.9	6.6	15.0	42.9	74.6
2019E	611.6	208.9	165.1	12,691	9.5	32,957	14.2	5.5	9.5	39.4	66.3
2020E	799.3	347.9	273.4	21,002	65.5	44,801	8.6	4.0	5.2	54.0	45.9

트라하 영향 크지 않았다

경쟁 리스크 크지 않다

4월 18일 올해 상반기 기대작 중의 하나인 넥슨 '트라하'가 정식 출시되었으며 4일 경과한 4월 22일 현재, 매출 순위 구글 4위, 애플 4위 기록하고 있어 Top 3 게임의 경쟁 리스크 예상보다 크지 않았다. 4월 17일 펠어비스는 11번째 신규캐릭터 '매화' 오픈하며 다량의 펠과 반려동물 포함한 아이템 이벤트 진행하였다. 국내 검은사막M의 매출 순위는 트라하 출시 이후에도 구글과 애플에서 매출 순위 3위권 기록하며 경쟁작 출시로 인한 부정적 영향은 크지 않다.

그림1 '검은사막M' 국내 매출순위



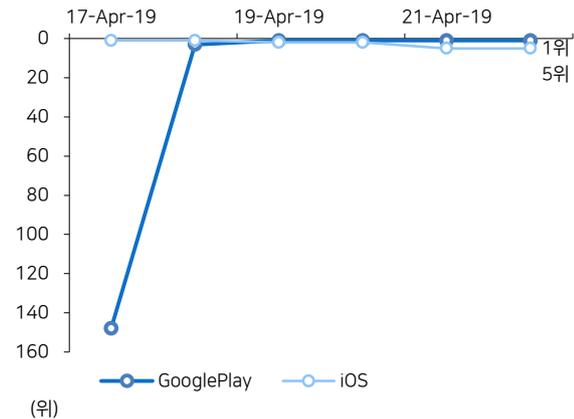
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 검은사막M, 4월 17일 11번째 캐릭터 '매화' 추가



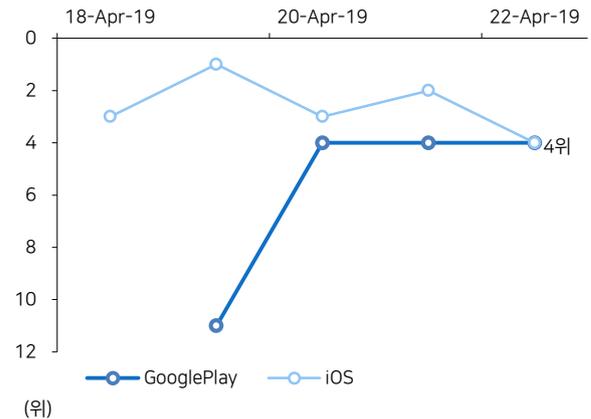
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 트라하 다운로드 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 트라하 매출 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

1Q19 실적, 기대치 부합 전망

실적 부진은 이미 충분히 인지

필어비스의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,310억원(+75.5% YoY), 222억원(-33.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,311억원, 영업이익 278억원) 대비 대체로 부합한다. 검은사막 PC 매출액은 352억원, 검은사막M의 국가별 매출액은 한국 414억원(일평균 4.5억원), 대만 73억원(일 0.8억원), 일본 340억원(일 10억원), 총 827억원(+41.5% QoQ)으로 추정한다.

검은사막 Xbox 매출액은 50억원으로 첫달 패키지판매수는 30만장 가정하였으나 3개월 안분 인식하였으며 하반기로 갈수록 In-Game 매출 비중 확대될 전망이다. 영업이익률은 16.9%로 1.4%p QoQ 하락하는데 개발자 인센티브 90억원, 일본 마케팅비 200억원 등 일회성 비용이 다수 포함되었다.

검은사막 PC 매출액은 18년 8월 '그림자전장' 업데이트 이후 긍정적 지표 유지 중이다. '검은사막M'의 국내 매출 역시 18년 11월말 '각성' 시스템 업데이트 이후 매출 순위 3위권 유지하고 있으며 4월 17일 매화 캐릭터 업데이트 통해 Top 3 수준 지켜내고 있다. 대만 매출 우하향은 1월 신규 캐릭터 '격투가' 콜라보 마케팅과 계승 시스템 업데이트, 2월 '각성' 시스템 추가하며 방어 노력 진행 중이다. 한편 일본 매출액은 2월 26일 출시 이후 최고 순위 3위, 4월 22일 기준 16위권 수준으로 다소 변동성 시현하고 있으나 한국/대만의 출시 경험에 근거하여 지속적인 콘텐츠 업데이트 통해 매출 수준 유지해나간다는 전략이다.

표1 1Q19 실적, 낮아진 눈높이 부합 전망

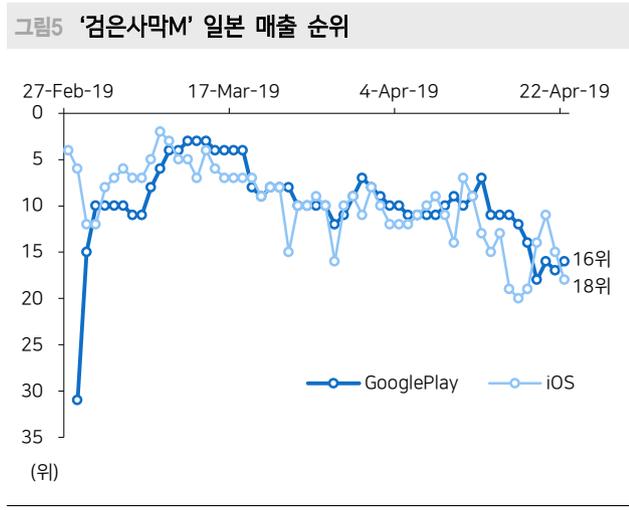
(십억원)	1Q19E	1Q18	% YoY	4Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	131.0	75.5	73.5%	99.1	32.1%	131.1	-0.1%
PC	43.3	34.0	27.4%	37.7	14.9%	-	-
퍼블리싱	20.8	15.6	33.2%	18.2	14.5%	-	-
직접 서비스	22.5	18.3	22.4%	19.5	15.3%	-	-
모바일	82.7	41.5		61.4	34.6%	-	-
콘솔	5.0						
영업이익	22.2	33.5	-33.8%	18.2	22.0%	27.8	-20.2%
세전이익	22.8	34.3	-33.4%	18.8	21.4%	-	-
지배순이익	17.8	27.8	-36.0%	14.7	21.4%	23.5	-24.2%
영업이익률 (%)	16.9%	44.4%	-27.4%	18.3%	-1.4%	21.2%	-4.3%
순이익률 (%)	13.6%	36.9%	-23.3%	14.8%	-1.2%	17.9%	-4.3%

자료: 필어비스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 펠어비스 분기별 실적 - 1Q19가 올해 실적의 저점

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.1	131.0	156.7	158.1	165.9	109.0	404.3	611.6
PC	34.0	30.4	26.9	37.7	43.3	42.8	53.6	61.4	117.2	129.0	201.0
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	18.2	20.8	20.6	30.4	33.2	72.6	65.4	105.1
직접 서비스	18.3	14.4	11.4	19.5	22.5	22.2	23.1	28.2	44.6	63.6	95.9
모바일	41.5	82.3	90.1	61.4	82.7	103.9	94.0	91.5		275.3	372.1
콘솔	-	-	-	-	5.0	10.0	10.5	12.9			38.4
영업비용	42.0	57.9	56.7	80.9	108.8	103.9	96.3	93.7	52.7	237.5	402.6
인건비	10.8	16.6	13.6	23.5	25.3	25.0	26.2	27.5	22.5	64.5	104.0
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.3	43.2	46.5	42.2	39.9	9.6	120.6	171.8
광고선전비	10.5	9.2	10.0	9.5	29.3	20.5	15.4	13.2	9.1	39.2	78.3
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	7.5	7.9	8.3	8.7	5.1	3.3	32.4
감가상각비	0.3	0.3	0.3	1.5	1.5	2.0	2.1	2.2	1.2	2.4	7.9
기타	1.2	0.8	0.9	4.6	2.0	2.0	2.1	2.1	5.2	7.5	8.2
영업이익	33.5	54.8	60.3	18.2	22.2	52.8	61.7	72.2	49.1	166.8	208.9
세전이익	34.3	61.0	60.9	18.8	22.8	53.4	62.4	72.9	37.4	175.0	211.6
지배순이익	27.8	52.2	51.7	14.7	17.8	41.7	48.7	56.9	31.1	146.4	165.0

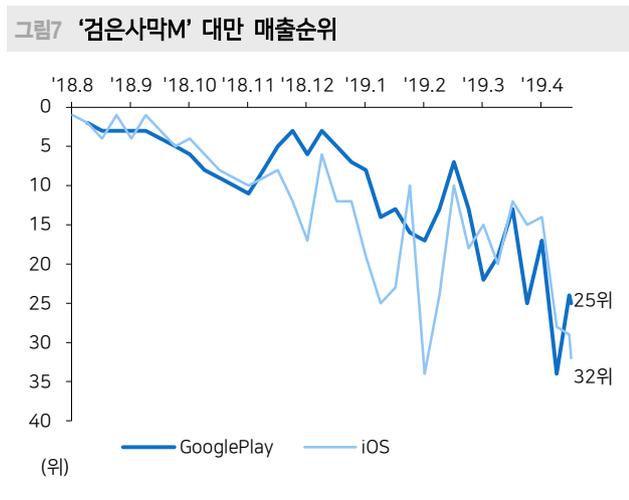
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

규제강화는 대형사에 유리

중국의 변화는 확실한 시그널

중국 정부는 4월 2일 30개의 외자판호 발급에 이어 4월 22일부터 자국과 해외게임에 적용되는 신규 판호에 대한 접수도 재개하였다. 또한 중국 판호 발급을 위한 게임 규정을 발표하였는데 크게 4가지로 분류된다. 1) 게임총량제: 판호 승인 게임의 연간 총량을 제한하며, 판호 신청을 3번 해서 떨어지면 더 이상 신청을 받지 않는다. 2) 확률 정보 공개: 뽑기의 확률을 백분율로 표기하면 안되고 '몇번 하면 나온다'의 형태로 표시해야 한다, 3) 폭력적이고 사행성 게임 제한: 격투나 전투, 총격 등의 게임에서 어떠한 색깔의 액체도 표현하지 못하도록 했으며 유혈 장면을 붉은 색이 아닌 녹색으로 바꾸는 것도 금지된다. 또한, 종교, 미신, 점치기 등과 관련된 내용도 다룰수 없으며 포커와 마작 게임은 심사하지 않는다. 4) 청소년 보호: 청소년 이용 게임에서는 결혼 금지되며, 청소년 중독방지 시스템을 적용해야 한다.

중국 게임 규제의 틀이 자리잡고 있다는 점은 주로 중국 대형퍼블리셔를 통해 중국 시장 진출 준비하는 한국 게임사들에게는 긍정적이다. 게임산업 규제 강화시 중소형사의 어려움은 가중될 수 있으나 텐센트, 넷이즈 등 대형 퍼블리셔의 경쟁력은 더욱 강화될 수 있고 규제 시스템을 준수한 게임의 출시는 오히려 용이해진다.

표3 4월 22일 중국 국가신문출판서가 공개한 새로운 판호 규정

규정 내용

판호 승인 게임의 총량을 제한한다. 판호 신청을 3번 해서 떨어지면 신청을 받지 않는다.

뽑기의 확률을 백분율(%)로 표기하면 안되고 '몇 번 하면 나온다'는 식으로 표시해야 한다.

HTML5게임을 판호 심사 대상에 포함한다.

서로 싸우는 종류의 게임에서는 어떠한 종류의 액체도 흘러서도 안된다(유혈 묘사 전면 금지).

게임명에 영어가 들어가면 안되며 표준 간체로만 게임명을 정할 수 있다.

게임에 비표준어, 속어, 줄임말이 들어가면 안 된다.

포커와 마작 게임은 심사하지 않는다.

게임이 속편을 가지고 있는 시리즈물일 경우 신청서에 미리 언급해야 한다.

온라인게임에 오프라인 콘텐츠가 있는 경우 이를 표시하고 설명해야 한다.

중국의 역사, 정치 법률에 대한 연출할 때 사실(史實)만을 담아야 한다.

판호 심사를 신청한 중국 퍼블리셔는 청소년 중독 방지 시스템을 적용해야 한다.

결혼 시스템이 있는 경우, 미성년자에게 해당시스템을 오픈해선 안 된다.

종교, 미신, 운명을 시스템이나 내용에 적용하면 안 된다.

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 26만원으로 하향 조정

게임업종 Top Pick 추천

필어비스에 대한 투자의견 Buy 유지하며 적정주가 26만원으로 13% 하향 조정한다. 적정주가 하향은 올해 인센티브를 비롯한 인건비, 마케팅비 증가로 이익 추정치 하향 조정하였기 때문이다. 적정주가의 2019E 실적 기준 Target PER multiple 19.5배로 게임업종 평균 PER 16배 대비 22% 프리미엄 부여한 수준이다. 동사는 PC, 모바일, 콘솔 플랫폼으로 다변화에 성공한 국내 대표적인 개발사로 2019년 이후 국내와 해외 시장에서 다양한 신작라인업에 근거한 성장잠재력 감안시 밸류에이션 프리미엄은 타당하다고 판단한다.

표4 실적 추정치 조정내역

(단위:십억원)		2019E	2020E	2021E
매출액	수정후	611.6	799.3	876.2
	수정전	613.2	764.2	842.7
	% diff	-0.3%	4.6%	4.0%
영업이익	수정후	208.9	347.9	397.6
	수정전	250.7	346.4	398.2
	% diff	-16.7%	0.4%	-0.1%
지배순이익	수정후	165.0	273.4	312.3
	수정전	197.6	272.3	312.7
	% diff	-16.5%	0.4%	-0.1%

자료: 메리츠증권리서치센터

표5 필어비스에 대한 적정주가 산출내역

(십억원, 원, 배)	2019E	비고
매출액	611.6	
순이익률	34.2%	
순이익	165.1	
EPS(a)	12,691	
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	93.6%	
목표 PER(b)	20.3	게임업종 평균대비 26% 프리미엄
12개월 적정주가 (a*b)	260,000	
적정 시가총액	3,348.0	

자료: 메리츠증권리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	52.4	404.8	611.6	799.3
매출액증가율 (%)	55.5	672.7	51.1	30.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	611.6	799.3
판매관리비	30.7	236.7	402.7	451.4
영업이익	21.7	168.1	208.9	347.9
영업이익률	41.4	41.5	34.2	43.5
금융손익	-4.1	7.5	2.5	2.6
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.4	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	175.4	211.6	350.5
법인세비용	3.0	28.9	46.6	77.1
당기순이익	14.7	146.5	165.1	273.4
지배주주지분 순이익	14.7	146.5	165.1	273.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	159.6	267.3
당기순이익(손실)	14.7	146.5	165.1	273.4
유형자산상각비	0.7	2.8	4.4	4.6
무형자산상각비	0.3	2.0	8.0	8.0
운전자본의 증감	6.6	-22.9	-23.6	-24.3
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-44.0	-46.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-10.7	-11.1	-11.4
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-6.1	5.9	-0.2
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	21.7	51.3
차입금의 증감	-6.0	176.3	-25.0	-26.8
자본의 증가	185.8	11.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	-11.5	99.5	234.2
기초현금	46.9	240.5	229.0	328.5
기말현금	240.5	229.0	328.5	562.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	279.9	354.5	501.3	758.1
현금및현금성자산	240.5	229.0	328.5	562.7
매출채권	15.9	41.0	50.0	58.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	358.0	320.0	334.7
유형자산	6.2	35.7	4.7	4.9
무형자산	4.2	287.7	286.7	301.0
투자자산	3.2	9.4	3.4	3.5
자산총계	296.6	712.5	713.5	851.2
유동부채	19.8	115.1	108.0	82.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	1.6	189.4	176.4	185.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	115.9	115.9	115.9
부채총계	21.4	304.5	284.4	268.0
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	85.1	231.6	215.8	369.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	429.1	583.3

	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	32,037	47,024	61,396
EPS(지배주주)	1,293	11,591	12,691	21,002
CFPS	2,139	14,855	23,593	43,235
EBITDAPS	1,989	13,686	17,019	27,691
BPS	22,807	31,525	32,957	44,801
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	17.9	14.2	8.6
PCR	115.7	14.0	7.6	4.2
PSR	53.8	6.5	3.8	2.9
PBR	10.9	6.6	5.5	4.0
EBITDA	22.7	172.9	221.3	360.5
EV/EBITDA	120.3	15.0	9.5	5.2
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	42.9	39.4	54.0
EBITDA 이익률	43.3	42.7	36.2	45.1
부채비율	7.8	74.6	66.3	45.9
금융비용부담률	0.0	0.4	1.7	1.3
이자보상배율(x)	3,009.6	104.1	20.2	33.6
매출채권회전율(x)	4.2	14.2	13.4	14.8
재고자산회전율(x)				

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 23일 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)	

투자의견 비율

투자의견	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 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	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	-	-	