

# 필어비스(263750)

매수(상향) / TP : 270,000원

주가(6/18, 원)	224,000
시가총액(십억원)	2,917
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	257,000/157,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	20,589
유동주식비율(%)	43.1
외국인지분율(%)	11.4
주요주주(%)	김대일 외 13 인 50.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	52	22	15	1,402	475.9	23	176.6	120.1	10.7	9.9	0.0
2018A	405	168	146	12,498	791.4	173	16.6	14.8	6.2	42.9	0.0
2019F	588	186	153	12,637	1.1	199	17.7	15.0	5.0	31.6	0.0
2020F	648	231	190	15,674	24.0	248	14.3	12.4	3.8	29.0	0.0
2021F	632	209	173	14,251	(9.1)	230	15.7	13.6	3.1	20.7	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

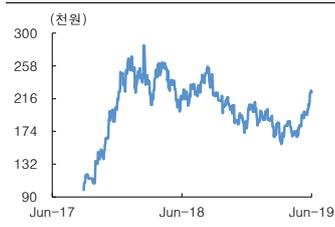
## 변화에 가장 발빠르게 대처 중

**변화에 가장 발빠른 대처 중:** 필어비스는 클라우드 게이밍 시장의 개화에 가장 적극적으로 대처하고 있다. 검은사막 온라인을 1분기 X-box 버전으로 출시한 데에 이어 하반기에는 PS4 버전으로도 출시할 예정이다. 또한 구글의 스테디아와 마이크로소프트의 클라우드 게이밍 서비스인 X클라우드에도 검은사막을 선보일 예정으로, 멀티플랫폼이라는 게임 산업의 변화에 가장 적극적으로 대처하고 있다.

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.8	25.2	4.3
상대주가(%p)	22.7	16.8	19.2

### 주가추이



**더욱 풍부해진 2020년 이후 신작 라인업:** 필어비스는 기존에 공개되어 있던 신작인 프로젝트K와 프로젝트V뿐만 아니라 MMORPG 신작 및 검은사막의 콘텐츠인 그림자 전장을 스핀오프 형태로 개발한 그림자 전장 또한 개발하고 있음을 발표했다. 현재까지의 필어비스의 행보를 기반으로 판단해볼 때 향후 출시될 필어비스의 신작들 또한 콘솔 및 클라우드 게이밍 등 다양한 플랫폼으로 출시될 것이라고 전망한다. 4분기 출시될 검은사막M의 북미, 유럽 지역 출시에 이어 2020년 출시될 신작들이 양적, 질적으로 모두 기존의 예상보다 개선되고 있음에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

**투자의견 매수로 상향:** 2020년 출시될 신작의 수 증가 및 클라우드 게이밍이라는 거대한 변화에 가장 빠르게 적응하는 점을 반영해 필어비스의 투자의견을 ‘매수’로 상향하며 목표주가 270,000원을 제시한다. 목표주가는 필어비스의 12MF 예상 EPS에 PER 18.0배를 적용해 산출했다. 4분기 검은사막M의 북미, 유럽 진출을 시작으로 2020년 이후 다수의 신작 출시가 이어질 예정이며, 현재 글로벌 게임산업의 가장 핵심적인 트렌드인 멀티플랫폼, 클라우드 게이밍과 같은 이슈에도 가장 발빠르게 대처하고 있어 그동안 꾸준히 존재했던 단일 게임에 대한 높은 의존도에 의한 밸류에이션 이슈가 서서히 사라질 것이라고 전망한다.

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 4〉 펠어비스 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>76</b>	<b>113</b>	<b>117</b>	<b>100</b>	<b>133</b>	<b>155</b>	<b>136</b>	<b>165</b>	<b>405</b>	<b>588</b>	<b>648</b>
% YoY	137.4	241.2	323.8	301.9	75.6	37.9	16.0	65.5	245.3	45.4	10.1
온라인	34	30	27	38	41	40	40	42	129	163	218
모바일	42	82	90	62	89	101	103	130	276	422	477
콘솔및기타	0	0	0	0	3	15	7	9	0	32	37
<b>영업비용</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>81</b>	<b>114</b>	<b>96</b>	<b>89</b>	<b>103</b>	<b>237</b>	<b>402</b>	<b>417</b>
% YoY	285.0	433.7	356.3	342.1	172.3	65.3	56.7	27.8	352.5	69.4	3.7
인건비	10	15	12	22	34	21	22	22	58	99	93
지급수수료	18	30	31	41	42	44	39	47	121	173	184
광고선전비	11	9	10	9	30	21	19	25	39	95	102
상각비	1	1	1	3	4	4	4	4	5	15	16
기타비용	3	3	3	6	5	5	5	6	15	22	23
<b>영업이익</b>	<b>33</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>60</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>168</b>	<b>186</b>	<b>231</b>
% YoY	60.3	147.1	297.2	199.6	(45.8)	8.9	(22.3)	216.5	159.5	10.8	23.9
영업이익률(%)	44.3	48.7	51.6	19.5	13.7	38.4	34.5	37.2	41.5	31.6	35.6
<b>세전이익</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>59</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>61</b>	<b>48</b>	<b>61</b>	<b>175.4</b>	<b>189.6</b>	<b>232.1</b>
% YoY	90.9	165.9	264.3	1,240.0	(41.4)	(0.4)	(18.6)	185.4	199.2	8.1	22.4
<b>순이익</b>	<b>28</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>50</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>146</b>	<b>153</b>	<b>190</b>
% YoY	83.1	165.9	281.4	1,157.8	(49.2)	(4.5)	(24.3)	239.5	195.6	4.6	24.3

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 글로벌 peer valuation

(단위: 십억달러, %, 배)

		NCSOFT	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Activision Blizzard	EA	Square Enix
매출	2017A	1,556	2,145	449	-	7,017	5,150	2,282
	2018A	1,518	1,788	426	358	7,500	4,950	2,405
	2019F	1,593	2,119	439	537	6,378	5,167	2,460
	2020F	2,220	2,427	502	654	7,108	5,515	2,625
	영업이익	2017A	518	451	172	-	1,309	1,434
	2018A	544	214	130	149	1,988	996	222
	2019F	514	291	129	179	2,083	1,609	277
	2020F	891	422	158	255	2,454	1,798	348
영업이익률	2017A	33.3	21.0	38.3	-	18.7	27.8	15.1
	2018A	35.9	12.0	30.4	41.5	26.5	20.1	9.2
	2019F	32.2	13.7	29.3	33.3	32.7	31.1	11.3
	2020F	40.1	17.4	31.3	39.0	34.5	32.6	13.3
	PER	2017A	21.6	48.2	11.9	-	43.7	28.1
2018A		23.5	50.0	12.5	16.6	21.5	29.6	25.0
2019F		22.1	40.7	9.3	18.1	21.1	20.3	19.0
2020F		13.2	30.1	8.0	12.5	17.8	18.4	15.7
PBR		2017A	3.5	3.7	2.2	-	5.1	6.8
	2018A	4.1	2.1	1.9	6.6	3.1	5.7	2.3
	2019F	3.7	2.3	1.3	5.0	2.8	4.5	1.9
	2020F	3.0	2.1	1.1	3.6	2.6	3.9	1.8
	PSR	2017A	5.4	6.2	3.3	-	6.8	5.6
2018A		5.7	4.7	3.4	6.0	4.7	7.2	2.4
2019F		5.7	4.6	2.5	4.8	5.5	5.3	1.6
2020F		4.1	4.0	2.2	3.9	4.9	5.0	1.5
EV/EBITDA		2017A	11.4	22.1	5.1	-	19.0	20.9
	2018A	13.1	22.7	6.0	14.9	11.4	22.6	10.7
	2019F	14.5	19.3	3.4	12.0	14.8	13.1	8.0
	2020F	8.6	14.4	2.8	8.9	12.4	11.9	6.6

주: 2019년 6월 14일 종가 기준  
자료: 한국투자증권

### <표 6> 펠어비스 valuation

(단위: 원, 배)

항목	
12MF EPS	15,260
적용 PER	18.0
적정주가	274,675
목표주가	270,000

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

펠어비스는 2010년 9월 설립된 온라인게임 개발사로 한국, 미국, 일본 등 다수의 지역에서 대표게임인 '검은사막'을 서비스하고 있음. 지속적인 서비스 지역 확장을 통해 외형 성장을 시현하고 있으며, 2018년에는 검은사막 IP를 활용한 모바일게임인 검은사막M을 출시함으로써 국내 모바일게임 시장의 강자로 자리매김 했음.

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	280	354	359	460	575
현금성자산	241	229	177	259	379
매출채권및기타채권	17	50	73	80	78
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	358	534	610	627
투자자산	3	9	14	15	15
유형자산	6	36	65	94	124
무형자산	4	288	418	460	449
자산총계	297	713	893	1,070	1,203
유동부채	20	115	(18)	(175)	(350)
매입채무및기타채무	9	35	51	56	54
단기차입금및단기사채	0	20	40	60	80
유동성장기부채	0	20	40	60	80
비유동부채	2	189	350	494	628
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	136	273	409	546
부채총계	21	305	332	319	278
지배주주지분	275	408	561	752	925
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	181	192	192	192	192
기타자본	3	(19)	(19)	(19)	(19)
이익잉여금	85	232	385	575	748
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	275	408	561	752	925

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	27	159	(38)	1	(18)
당기순이익	15	146	153	190	173
유형자산감가상각비	1	3	7	11	14
무형자산상각비	0	2	6	6	6
자산부채변동	7	(23)	(204)	(207)	(212)
기타	4	31	0	1	1
투자활동현금흐름	(8)	(305)	(191)	(94)	(38)
유형자산투자	(4)	(11)	(36)	(40)	(44)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(2)	(43)	(4)	(1)	0
무형자산순증	(1)	(7)	(136)	(49)	5
기타	(1)	(244)	(15)	(4)	1
재무활동현금흐름	179	139	176	176	176
자본의증가	185	4	0	0	0
차입금의순증	(1)	155	176	176	176
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(5)	(20)	0	0	0
기타현금흐름	(3)	(4)	0	0	0
현금의증가	194	(12)	(52)	83	120

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	52	405	588	648	632
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	52	405	588	648	632
판매관리비	31	237	402	417	423
영업이익	22	168	186	231	209
금융수익	1	14	8	5	5
이자수익	1	3	4	5	5
금융비용	5	7	5	3	3
이자비용	0	2	3	3	3
기타영업외손익	0	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	18	175	190	232	211
법인세비용	3	29	36	42	38
연결당기순이익	15	146	153	190	173
지배주주지분순이익	15	146	153	190	173
기타포괄이익	(1)	(3)	0	0	0
총포괄이익	14	144	153	190	173
지배주주지분포괄이익	14	144	153	190	173
EBITDA	23	173	199	248	230

### 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,402	12,498	12,637	15,674	14,251
BPS	23,166	33,371	44,938	59,557	72,849
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	55.5	672.7	45.4	10.1	(2.4)
영업이익증가율	(23.0)	676.2	10.7	23.9	(9.4)
순이익증가율	(39.7)	894.2	4.6	24.3	(9.1)
EPS증가율	475.9	791.4	1.1	24.0	(9.1)
EBITDA증가율	(20.5)	663.1	14.8	24.7	(7.2)
수익성(%)					
영업이익률	41.3	41.5	31.6	35.6	33.0
순이익률	28.1	36.2	26.0	29.4	27.4
EBITDA Margin	43.3	42.7	33.7	38.2	36.3
ROA	8.6	29.0	19.1	19.4	15.2
ROE	9.9	42.9	31.6	29.0	20.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(262)	(110)	93	178	237
차입금/자본총계비율(%)	0.0	43.2	62.8	70.4	76.3
Valuation(X)					
PER	176.6	16.6	17.7	14.3	15.7
PBR	10.7	6.2	5.0	3.8	3.1
EV/EBITDA	120.1	14.8	15.0	12.4	13.6