

# 풀어비스 (263750)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	310,000 원(하향)
증가(2019/01/11)	203,300 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,294만주
시가총액	2,631 십억원
외국인지분율	11.0%
52 주 주가	172,000~284,200 원
60 일평균거래량	64,907 주
60 일평균거래대금	128십억원

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	3.0	-7.1	-18.6
상대수익률	12.5	6.0	7.6	0.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	52	428	662	814
영업이익(십억원)	22	179	274	377
순이익(십억원)	15	157	224	309
EPS(원)	1,293	12,425	17,338	23,903
BPS(원)	22,807	33,852	50,691	74,549
PER(배)	191.5	16.4	11.7	8.5
PBR(배)	10.9	6.0	4.0	2.7
ROE(%)	8.3	44.4	41.2	38.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	120.3	11.8	6.6	2.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 시련이 끝나간다

4Q18 Preview: 매출액 +393.5% YoY, 영업이익 +382.4% YoY

풀어비스 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,223 억원(+393.5% YoY, +4.5% QoQ), 306 억원(+382.4% YoY, -49.3% QoQ)으로 영업이익은 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. '검은사막 모바일'의 4 분기 국내 일평균 매출액은 3 분기 대비 26% 감소한 것으로 파악되나, 대만·마카오·홍콩 지역의 매출액이 4 분기부터 온기 반영되면서 국내 지역 매출 하락분을 상쇄하며 전분기대비 19% 감소할 것으로 추정한다. 주요 수익원인 '검은사막 모바일'의 매출 자연 감소에도 불구하고 CCP 게임즈의 연결기준 실적 반영으로 인해 전체 매출액은 소폭 증가하겠으나, CCP 게임즈가 기존에 무형자산으로 인식한 인건비가 회계기준 변경으로 비용 처리될 예정으로 이익 기여는 없을 것으로 보인다. 더불어 CCP 게임즈 인수 관련 일회성 비용 140 억원이 발생하면서 영업이익은 부진한 것으로 예상된다.

### '검은사막 모바일'의 일본 성과 기대

지난 8 일 '검은사막 모바일' 일본 서비스 사전예약을 시작했으며, 도쿄에서 개최한 미디어 컨퍼런스에는 유명 인플루언서도 참여하여 일본 서비스에 대한 관심이 증가하고 있다. 일본은 '검은사막' 온라인 게임이 흥행한 지역으로 IP 파워가 유효하며, MMORPG 장르인 넷마블의 '리니지 2 레볼루션'이 일본 앱스토어 매출 1위를 기록한 점이 있었던 것을 감안하면 흥행 가능성이 높아 보인다. 당사는 '검은사막 모바일'의 1 분기 일본 평균 일매출액을 3 억원으로 추정하고 있으나, 상위 10 위권 내에 진입할 경우 최소 5 억원, 5 위권 안에 진입한다면 10 억원 이상의 매출액이 발생할 것으로 향후 실적 상황 가능성이 상당히 높다고 판단한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 31 만원으로 하향 조정

CCP 게임즈의 회계 기준 변경으로 기존 추정치 대비 비용이 증가할 것으로 추정하여 목표주가는 기존 33 만원에서 31 만원으로 하향 조정하나, 현재 주가에서 적극 매수를 추천한다. 1) 부진한 4 분기 실적은 주가에 선반영, 2) '검은사막 모바일'의 일본, 동남아, 북미·유럽 지역의 순차적 출시로 인한 지속적인 매출 상승, 3) 오는 3 월 4 일 '검은사막' Xbox One 버전의 북미·유럽 출시, 4) '프로젝트 K' (PC 온라인), '프로젝트 V' (모바일) 등의 신작 모멘텀으로 본격적으로 주가 상승이 시작될 것으로 기대한다.

표15. 펠어비스 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	117.2	427.6	662.3	24.8	117.0	122.3	121.6	0.5
YoY (%)	90.3	264.8	54.9	62.7	323.8	393.5	390.8	2.7
QoQ (%)				-10.2	3.8	4.5	4.0	0.6
<b>영업이익</b>	64.6	179.3	273.7	6.3	60.3	30.6	51.0	-40.0
YoY (%)	44.8	177.6	52.6	-21.0	297.3	382.4	704.5	-322.1
QoQ (%)				-58.3	10.0	-49.3	-15.5	-33.8
이익률 (%)	55.1	41.9	41.3	25.6	51.6	25.0	41.9	-16.9
<b>당기순이익</b>	49.5	157.2	224.4	1.1	51.7	25.5	42.9	-40.6
이익률 (%)	42.2	36.8	33.9	4.6	44.2	20.8	35.3	-14.4

자료: 펠어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

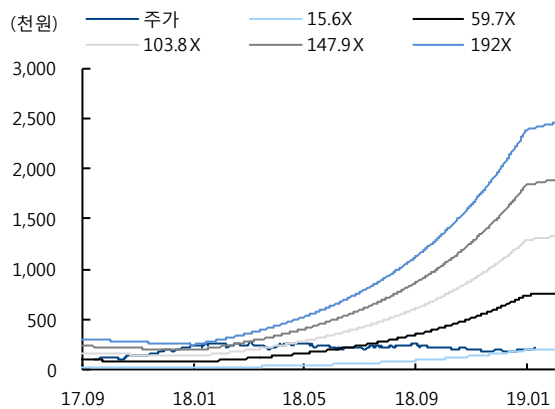
표16. 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	117.2	427.6	662.3	31.8	33.0	27.6	24.8	75.6	112.7	117.0	122.3
검은사막 PC	117.2	120.8	111.5	31.8	33.0	27.6	24.8	34.0	29.9	27.3	29.6
검은사막 모바일	n/a	286.8	419.9	n/a	n/a	n/a	n/a	41.6	82.8	89.7	72.7
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	18.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	20.0	80.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20.0
<b>영업이익</b>	64.6	179.3	273.7	20.9	22.2	15.2	6.3	33.6	54.8	60.3	30.6
<b>세전이익</b>	58.5	182.9	273.7	18.0	22.9	16.1	1.5	34.3	61.0	58.7	28.9
<b>당기순이익</b>	49.5	157.2	224.4	15.2	19.6	13.6	1.1	27.8	52.2	51.7	25.5
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	90.3	264.8	54.9	79.8	106.4	118.0	62.7	137.7	241.2	323.8	393.5
검은사막 PC	n/a	3.1	-7.7	n/a	n/a	n/a	76.6	7.1	-9.4	-1.1	19.4
검은사막 모바일	n/a	n/a	46.4	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	300.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>영업이익</b>	44.8	177.6	52.6	35.8	74.1	79.3	-21.0	60.7	147.1	297.3	382.4
<b>세전이익</b>	27.5	212.8	49.6	16.0	77.8	151.0	-86.8	90.9	165.9	264.3	1,880.4
<b>당기순이익</b>	22.3	217.5	42.7	-1.9	119.6	112.1	-88.3	83.1	165.9	281.4	2,158.3
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	55.1	41.9	41.3	65.7	67.2	55.0	25.6	44.4	48.7	51.6	25.0
<b>세전이익률</b>	49.9	42.8	41.3	56.5	69.5	58.4	5.9	45.3	54.1	50.2	23.7
<b>당기순이익률</b>	42.2	36.8	33.9	47.8	59.4	49.1	4.6	36.8	46.3	44.2	20.8

자료: 펠어비스, 하이투자증권 리서치센터

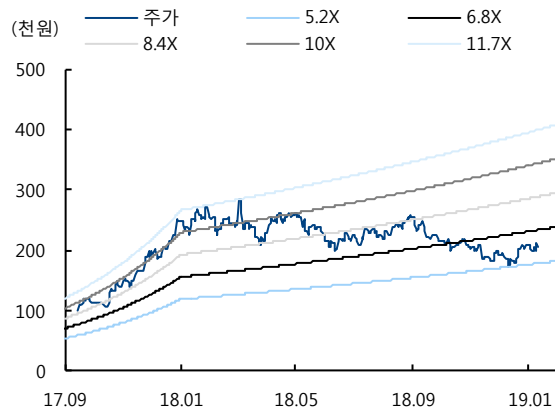
주: 연결기준

그림33. 펠어비스 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림34. 펠어비스 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	280	457	792	1,559
현금 및 현금성자산	241	413	727	1,477
단기금융자산	21	27	36	46
매출채권	17	15	26	33
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	17	24	27	29
유형자산	6	8	9	10
무형자산	4	6	7	7
자산총계	297	481	819	1,587
유동부채	20	48	161	621
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	2	2	2	2
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	21	49	163	622
지배주주지분	275	432	656	965
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	181	181	181	181
이익잉여금	85	242	467	776
기타자본항목	3	3	3	3
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	275	432	656	965

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52	428	662	814
증가율(%)	-43.5	716.3	54.9	22.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	52	428	662	814
판매비와관리비	31	248	389	437
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	179	274	377
증가율(%)	-63.6	727.9	52.6	37.9
영업이익률(%)	41.3	41.9	41.3	46.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	3	-1	-3
세전계속사업이익	18	183	274	377
법인세비용	3	26	49	68
세전계속이익률(%)	33.8	42.8	41.3	46.3
당기순이익	15	157	224	309
순이익률(%)	28.1	36.8	33.9	38.0
지배주주귀속 순이익	15	157	224	309
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	14	157	224	309
지배주주귀속총포괄이익	14	155	222	306

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27	193	336	773
당기순이익	15	157	224	309
유형자산감가상각비	1	3	4	4
무형자산상각비	0	3	5	5
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-8	3	2	-1
유형자산의 처분(취득)	-4	-5	-5	-5
무형자산의 처분(취득)	-1	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-21	-6	-8	-11
재무활동 현금흐름	179	-5	-6	-6
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	185	0	0	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	194	172	315	750
기초현금및현금성자산	47	241	413	727
기말현금및현금성자산	241	413	727	1,477

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,293	12,425	17,338	23,903
BPS	22,807	33,852	50,691	74,549
CFPS	1,381	12,885	18,008	24,631
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	191.5	16.4	11.7	8.5
PBR	10.9	6.0	4.0	2.7
PCR	179.3	15.8	11.3	8.3
EV/EBITDA	120.3	11.8	6.6	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.3	44.4	41.2	38.2
EBITDA 이익률	43.3	43.3	42.6	47.5
부채비율	7.8	11.4	24.8	64.5
순부채비율	-95.0	-101.8	-116.3	-157.8
매출채권회전율(x)	2.6	27.0	32.0	27.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

필어비스  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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) 종목투자이전은 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 (시가총액기준 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
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-