

풀어비스

BUY(유지)

263750 기업분석 |

목표주가(하향)	210,000원	현재주가(03/28)	172,300원	Up/Downside	+21.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 03. 29

단기 실적은 아쉽지만 강화된 라인업을 보자

News

검은 사막 모바일 중국 퍼블리싱 계약 공시: 28일 오후 동사가 검은 사막 모바일 중국 퍼블리싱 계약을 공시하면서 주가는 급등하였다. 기존에는 검은 사막 온라인만 중국 퍼블리셔가 스네일게임즈로 정해진 상황이었다. 하지만 중국 퍼블리셔가 선정된 것과 중국에서 외자 판호 발급이 재개되는 것과는 거리가 있다고 판단된다. 따라서 동사 핵심 IP 검은 사막의 중국 지역 확장 기대감은 여전히 유효하나 판호 재개 시점을 예단하기는 힘든 상황이다.

Comment

1Q19 실적 컨센서스 하회 예상: 검은 사막 모바일의 일본 출시 및 북미 콘솔 출시에 힘입어 동사의 외형은 확대될 것으로 예상된다. 하지만 성과급 지급 및 일본 초기 런칭 마케팅 등의 영향으로 기존 예상보다 비용이 약 300억원 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 1분기 영업이익은 259억원으로 컨센서스 415억원을 하회할 것으로 보인다.

Action

강화된 라인업을 보자: 검은 사막 IP의 지역별/플랫폼 확장은 여전히 진행 중이며 동사는 EVE IP 확보하면서 이제 두 트랙으로 IP 확장 전략을 펼칠 수 있는 여건이 갖춰졌다. 핵심 IP를 보유하고 있는 동사는 중국 시장 진출에 대한 기대감이 지속 유효하고 클라우드 게이밍 플랫폼도 향후 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 이에 따라 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 단기 실적 부진 등에 따른 실적조정치 변경을 반영하여 목표주가를 210,000원으로 하향한다. 목표주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 19배 수준이다.

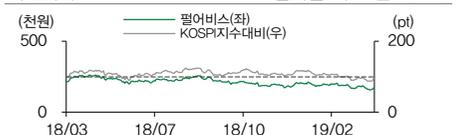
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	NA	52	404	606	819
(증가율)	NA	NA	672.0	49.8	35.2
영업이익	NA	22	167	192	324
(증가율)	NA	NA	671.2	14.7	68.9
순이익	NA	15	145	143	244
EPS	NA	1,293	11,493	11,080	18,867
PER (H/L)	NA/NA	193.3/66.8	18.1	15.6	9.1
PBR (H/L)	NA/NA	11.0/3.8	6.4	4.0	2.8
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	121.6/41.1	13.9	9.2	4.9
영업이익률	NA	41.3	41.3	31.6	39.5
ROE	NA	9.9	41.7	29.1	35.6

Stock Data

52주 최저/최고	157,800/262,500원
KOSDAQ /KOSPI	720/2,128pt
시가총액	22,426억원
60일-평균거래량	125,139
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동추이	-4.2%p
주요주주	김대일 외 8인 46.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.3	-17.1	-19.9
상대기준	-2.8	-22.2	-5.2

도표 1. 필어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	755	1,127	1,170	991	1,319	1,559	1,461	1,718	4,044	6,057	8,191
YoY	137.7	241.2	323.8	299.9	74.7	38.3	24.9	73.2	245.0	49.8	35.2
검은사막 온라인	339	299	273	248	227	209	192	177	1,159	804	623
검은사막 모바일	416	828	897	614	869	1,142	1,073	1,326	2,755	4,411	5,865
검은사막 콘솔	0	0	0	0	92	74	59	47	0	273	319
EVE IP	0	0	0	129	130	134	137	167	129	569	799
기타(신작)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	586
영업비용	419	579	567	809	1,060	985	953	1,143	2,374	4,141	4,956
인건비	98	150	119	215	327	236	245	255	582	1,062	1,217
지급수수료	178	300	315	413	391	472	445	522	1,206	1,830	2,389
광고선전비	105	92	100	95	252	187	175	279	392	893	1,006
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4	32	17	17
D&A	6	7	9	26	32	32	31	33	48	127	131
기타비용	18	20	21	56	55	54	52	51	115	212	195
영업이익	336	548	604	182	259	574	508	574	1,670	1,916	3,236
YoY	61.2	147.1	297.3	178	-23.0	4.7	-15.8	215.2	158	14.7	68.9
OPM	44.5	48.7	51.6	18.4	19.6	36.8	34.8	33.4	41.3	31.6	39.5
순이익	278	522	517	136	195	438	389	437	1,453	1,458	2,467
YoY	83.1	165.9	281.4	1101.2	-30.1	-16.0	-24.8	220.4	193.4	0.3	69.2
NPM	36.9	46.3	44.2	13.7	14.8	28.1	26.6	25.4	35.9	24.1	30.1

자료: 필어비스, DB 금융투자

도표 2. 필어비스의 신작 일정

게임명	장르	지역	출시일정
검은 사막 모바일	MMORPG	일본	2019년 2월
검은 사막 콘솔	MMORPG	북미/유럽	2019년 3월
검은 사막 모바일		북미/유럽	2019년 하반기
이브	MMORPG	중국	2019년
이브 유니버스	FPS	-	2019년
이브 에코스	MMORPG	-	2019년
이브 위오브어센션	전략	-	2019년
프로젝트K	MMO-FPS	-	2019년
프로젝트 V	캐주얼 MMO	-	2020년
프로젝트 오메가	MMORPG	-	2020년

자료: 필어비스, DB 금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	NA	280	430	576	817
현금및현금성자산	NA	241	302	433	603
매출채권및기타채권	NA	17	103	116	184
재고자산	NA	0	0	0	0
비유동자산	NA	17	13	12	16
유형자산	NA	6	3	2	6
무형자산	NA	4	4	4	3
투자자산	NA	3	3	3	3
자산총계	NA	297	443	588	833
유동부채	NA	20	21	22	23
매입채무및기타채무	NA	9	10	11	12
단기차입금및단기차채	NA	0	0	0	0
유동성장기부채	NA	0	0	0	0
비유동부채	NA	2	2	2	2
사채및장기차입금	NA	0	0	0	0
부채총계	NA	21	22	23	24
자본금	NA	6	6	6	6
자본잉여금	NA	181	181	181	181
이익잉여금	NA	85	230	374	618
비배분주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	NA	275	421	564	808

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	NA	52	404	606	819
매출원가	NA	0	0	0	0
매출총이익	NA	52	404	606	819
판매비	NA	31	237	414	496
영업이익	NA	22	167	192	324
EBITDA	NA	23	170	193	328
영업외손익	NA	-4	7	-3	-2
금융손익	NA	-4	11	-2	-1
투자손익	NA	0	0	0	0
기타영업외손익	NA	0	-4	-1	-1
세전이익	NA	18	174	189	321
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	NA	15	145	143	244
차배주주지분순이익	NA	15	145	143	244
비배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	NA	14	145	143	244
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	672.0	49.8	35.2
영업이익	NA	NA	671.2	14.7	68.9
EPS	NA	NA	788.7	-3.6	70.3

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

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	NA	27	59	133	182
당기순이익	NA	15	145	143	244
현금유출이없는비용및수익	NA	10	29	47	82
유형및무형자산상각비	NA	1	3	2	5
영업관련자산부채변동	NA	7	-86	-12	-67
매출채권및기타채권의감소	NA	6	-86	-13	-68
재고자산의감소	NA	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	NA	0	1	1	1
투자활동현금흐름	NA	-8	1	-2	-12
CAPEX	NA	-4	0	0	-9
투자자산의순증	NA	-3	0	0	0
재무활동현금흐름	NA	179	0	0	0
사채및차입금의 증가	NA	-6	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	NA	186	0	0	0
배당금지급	NA	0	0	0	0
기타현금흐름	NA	-3	0	0	0
현금의증가	NA	194	61	131	170
기초현금	NA	47	241	302	433
기말현금	NA	241	302	433	603

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	NA	1,293	11,493	11,080	18,867
BPS	NA	22,807	32,514	43,594	62,461
DPS	NA	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	191.5	18.1	15.6	9.1
P/B	NA	10.9	6.4	4.0	2.8
EV/EBITDA	NA	120.3	13.9	9.2	4.9
수익성(%)					
영업이익률	NA	41.3	41.3	31.6	39.5
EBITDA마진	NA	43.3	42.1	31.9	40.1
순이익률	NA	28.1	35.9	23.7	29.8
ROE	NA	9.9	41.7	29.1	35.6
ROA	NA	8.6	39.3	27.8	34.4
ROC	NA	303.5	274.0	150.0	178.4
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	7.8	5.3	4.1	3.0
이자보상배율(배)	NA	3,009.6	0.0	0.0	0.0
배당성향(배)	NA	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펄어비스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소자의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

펄어비스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/03/06	Buy	250,000	-31.0	-25.9					
19/03/29	Buy	210,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경