

풀어비스

BUY(유지)

263750 기업분석 |

목표주가(하향)	230,000원	현재주가(01/23)	193,300원	Up/Downside	+19.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 01. 28

20년 하반기에 주목

4Q19 Preview

4Q19 실적 기대치 하회 예상: 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,323억원(-1.6%QoQ, +33.1%YoY), 319억원(-19.3%QoQ, +66.6%YoY)로 컨센서스(매출액 1,414억원, 영업이익 415억원)를 하회할 것으로 예상된다. 실적 부진은 검은 사막M의 매출 감소에 기인한다. 국내 경쟁작 출시 영향 및 일본 매출 하향세가 지속되면서 글로벌 출시에도 불구하고 기대치를 하회할 것으로 보인다. 그리고 글로벌 출시 마케팅 비용 반영 등의 영향으로 4분기 수익성은 저하될 것으로 예상된다.

Comment

하반기 신작 모멘텀 가시화 예상: 작년 11월 G스타에서 공개된 동사 신작 프로젝트들의 윤곽은 6월 E3에서 구체화될 것으로 보인다. 기존 예상보다 기대 신작 출시가 늦어진다는 점은 아쉽지만 향후 올해 신작이 출시되고 안착한다면 동사는 검은 사막에 대한 의존도가 낮아지면서 더 높은 밸류에이션을 적용받을 수 있는 계기가 마련될 것이라는 점은 여전히 유효하다. 상반기는 CCP게임즈의 신작 MMORPG 이브 에코스와 중국 판호 발급 가능 여부가 동사의 주요 관전 포인트이다.

Action

목표주가 하향: 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 23만원으로 기존대비 8% 하향한다. 주요 기대 신작 출시 일정을 20년 4분기 이후로 이연 반영하면서 20년 영업이익 추정치를 36% 낮췄다. 하지만 이브 IP의 확장이 지속되는 가운데 하반기부터 신작에 대한 기대감이 고조될 것으로 보이고 중국 판호 발급 여부도 기대 요인이라고 판단되어 목표주가는 올해 실적 기준 PER 20배 수준을 적용하였다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data				
(단위: 십억원 원 배 %)										
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	157,800/226,300원			
매출액	52	405	551	625	928	KOSDAQ /KOSPI	686/2,246pt			
(증가율)	NA	672.7	36.2	13.4	48.4	시가총액	25,173억원			
영업이익	22	168	146	183	251	60일-평균거래량	63,399			
(증가율)	NA	676.2	-12.9	24.7	37.5	외국인지분율	13.4%			
순이익	15	146	135	150	205	60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p			
EPS	1,293	11,591	10,395	11,528	15,741	주요주주	김대일 외 14 인 50.0%			
PER (H/L)	193.3/66.8	24.8/14.8	17.8	16.8	12.3	(천원)				
PBR (H/L)	11.0/3.8	9.1/5.4	4.4	3.6	2.8	500	풀어비스(좌) KOSPI지수대비(우)			
EV/EBITDA (H/L)	121.6/41.1	19.4/12.4	13.7	10.7	7.2	0	200			
영업이익률	41.3	41.5	26.6	29.2	27.0	0	0			
ROE	9.9	42.9	28.4	24.3	25.7	18/03	18/07	18/10	19/02	
						주기상승률				
						절대기준				
						상대기준				
						1M	3M	12M		
						3.9	-5.9	2.8		
						-1.8	-9.6	4.3		

도표 1. 필어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	755	1,127	1,170	996	1,308	1,523	1,344	1,323	4,048	5,515	6,254
YoY	137.7	241.2	323.8	299.9	73.2	35.1	14.8	33.1	245.0	36.2	13.4
검은사막 온라인	339	299	273	250	265	262	271	253	1,159	1,051	910
검은사막 모바일	416	828	897	617	876	944	766	678	2,758	3,262	3,171
검은사막 콘솔	0	0	0	0	22	168	161	241	0	609	661
EVE IP	0	0	0	129	145	149	146	151	129	591	684
기타(신작)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	828
영업비용	419	579	567	802	1,157	954	949	1,004	2,367	4,050	4,428
인건비	98	150	119	212	340	255	267	277	579	1,138	1,284
지급수수료	178	300	315	412	424	438	410	412	1,205	1,671	1,954
광고선전비	105	92	100	100	303	154	158	216	397	831	824
기타	38	37	34	77	91	106	114	100	185	411	367
영업이익	336	548	604	194	151	569	395	319	1,679	1,465	1,826
YoY	61.2	147.1	297.3	178	-55.1	3.8	-34.5	66.6	158	-12.8	24.7
OPM	44.5	48.7	51.6	19.5	11.5	37.4	29.4	24.1	41.5	26.6	29.2
순이익	278	522	517	148	126	516	445	251	1,465	1,353	1,421
YoY	83.1	165.9	281.4	1101.2	-54.9	-1.1	-14.0	70.3	193.4	-7.6	5.0
NPM	36.9	46.3	44.2	14.9	9.6	33.9	33.1	19.0	36.2	24.5	22.7

자료: 필어비스, DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	280	354	492	637	833
현금및현금성자산	241	229	333	466	638
매출채권및기타채권	17	50	73	80	96
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	358	342	353	369
유형자산	6	36	22	35	53
무형자산	4	288	286	284	282
투자자산	3	9	9	9	9
자산총계	297	713	853	1,009	1,221
유동부채	20	115	120	126	133
매입채무및기타채무	9	35	40	46	53
단기차입금및단기차채	0	20	20	20	20
유동성장기부채	0	20	20	20	20
비유동부채	2	189	189	189	189
사채및장기차입금	0	116	116	116	116
부채총계	21	305	310	316	323
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	181	192	192	192	192
이익잉여금	85	232	367	517	721
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	275	408	543	693	898

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	52	405	551	625	928
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	52	405	551	625	928
판매비	31	237	405	443	677
영업이익	22	168	146	183	251
EBITDA	23	173	162	205	281
영업외손익	-4	7	12	5	5
영업손익	-4	7	11	5	5
금융손익	0	0	0	0	0
투자손익	0	0	1	0	0
기타영업외손익	0	0	1	0	0
세전이익	18	175	158	187	256
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	146	135	150	205
지배주주지분순이익	15	146	135	150	205
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	14	144	135	150	205
총감률(%YoY)					
매출액	NA	672.7	36.2	13.4	48.4
영업이익	NA	676.2	-12.9	24.7	37.5
EPS	NA	796.4	-10.3	10.9	36.5

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	27	159	131	169	223
당기순이익	15	146	135	150	205
현금유출이없는비용및수익	10	41	39	60	82
유형및무형자산상각비	1	5	16	22	30
영업관련자산부채변동	7	-23	-20	-3	-12
매출채권및기타채권의감소	6	-21	-23	-7	-16
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	5	6	7
투자활동현금흐름	-8	-305	-4	-37	-51
CAPEX	-4	-11	0	-33	-46
투자자산의순증	-3	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	179	139	0	0	0
사채및차입금의 증가	-6	176	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	186	11	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-4	-22	0	0
현금의증가	194	-12	105	132	172
기초현금	47	241	229	333	466
기말현금	241	229	333	466	638

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	1,293	11,591	10,395	11,528	15,741
BPS	22,807	31,525	41,717	53,231	68,953
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	191.5	17.9	17.8	16.8	12.3
P/B	10.9	6.6	4.4	3.6	2.8
EV/EBITDA	120.3	15.1	13.7	10.7	7.2
수익성(%)					
영업이익률	41.3	41.5	26.6	29.2	27.0
EBITDA마진	43.3	42.7	29.4	32.8	30.3
순이익률	28.1	36.2	24.5	24.0	22.1
ROE	9.9	42.9	28.4	24.3	25.7
ROA	8.6	29.0	17.3	16.1	18.4
ROIC	303.5	81.2	37.0	42.0	54.4
안정성및기타					
부채비율(%)	7.8	74.6	57.0	45.5	35.9
이자보상배율(배)	3,009.6	104.1	0.0	0.0	0.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펄버시스, 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

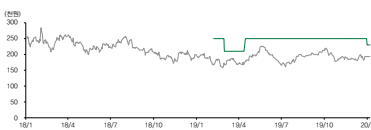
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 상승을 기준으로

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

펄버시스 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	-16.0	-10.8					
19/05/13	Buy	250,000	-22.7	-9.5					
20/01/28	Buy	230,000	-	-					