

풀어비스

BUY(유지)

263750 기업분석 |

목표주가(하향)	210,000원	현재주가(03/25)	168,000원	Up/Downside	+25.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 03. 27

올해는 버티고 내년부터 본격 성장

1Q20 Preview

1Q20 영업이익 448억원 예상: 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,339억원(+11%QoQ, +1%YoY), 448억원(+15%QoQ, +147%YoY)으로 컨센서스 영업이익 405억원을 상회할 것으로 예상된다. 이는 PC 플랫폼 매출이 견조한 가운데 검은 사막 M 글로벌 매출 온기 인식, 마케팅 비용 축소, 그리고 인센티브 지급을 2분기로 이연 반영 가정된 것에 기인한다.

Comment

올해는 버티고 내년부터 본격 성장: 기존 게임 매출이 하향 안정화되고 이브 차이나/에코스 로열티 매출이 반영되면 올해 실적은 버틸 수 있을 것으로 보인다. 하지만 불확실성이 높은 중국 출시를 제외하면 검은 사막 IP 확장 사이클이 마무리되어가는 현 시점에서 향후 가시적인 성장 모멘텀이 부족한 상황이다. 21년부터는 동사 신작 프로젝트들이 본격 가동되면 성장성이 재차 부각될 것으로 보인다. 동사 신작 프로젝트 붉은 사막/도깨비/플랜8의 윤곽이 올해 6월 E3에서 구체화될 것으로 보였으나 코로나19 영향으로 취소되면서 상반기 관련 포인트가 소멸된 점은 아쉽다. 하지만 연내 다른 이벤트를 통해 신작들 일정이 공개되면서 기대감이 반영될 것으로 보인다.

Action

목표주가 하향: 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 주요 기대 신작 출시 일정을 21년으로 이연하고 20년 영업이익 추정치를 약 10% 낮춘 것을 반영하여 21만원으로 하향한다. 이브 IP의 확장 지속, 하반기부터 신작 기대감 고조, 그리고 검은 사막의 중국 판호 발급 여부도 기대 요인이라고 판단되어 Target PER 20배는 유지하였다.

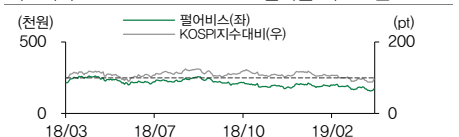
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	52	405	539	542	723
(증가율)	NA	672.7	33.1	0.5	33.4
영업이익	22	168	154	164	250
(증가율)	NA	676.2	-8.6	6.6	52.7
순이익	15	146	159	132	199
EPS	1,293	11,591	12,232	10,175	15,274
PER (H/L)	193.3/66.8	24.8/14.8	15.1	16.5	11.0
PBR (H/L)	11.0/3.8	9.1/5.4	4.3	3.1	2.4
EV/EBITDA (H/L)	121.6/41.1	19.4/12.4	13.0	9.9	6.0
영업이익률	41.3	41.5	28.5	30.3	34.6
ROE	9.9	42.9	32.6	20.9	24.9

Stock Data

52주 최저/최고	157,600/226,300원
KOSDAQ /KOSPI	506/1,705pt
시가총액	21,960억원
60일-평균거래량	67,134
외국인지분율	16.0%
60일-외국인지분율변동추이	+3.1%p
주요주주	김대일 외 11인 49.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.7	-8.7	6.5
상대기준	21.2	15.4	53.1

도표 1. 필어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,326	1,523	1,344	1,196	1,339	1,320	1,406	1,354	5,389	5,418	7,229
YoY	75.6	35.1	13.0	16.1	0.9	-13.3	4.6	13.2	33.1	0.5	33.4
검은사막 온라인	276	270	263	261	262	259	264	256	1,070	1,041	1,009
검은사막 모바일	874	944	766	647	818	742	699	663	3,231	2,921	2,610
검은사막 콘솔	41	168	161	106	104	104	108	105	475	421	410
이브 PC	145	149	146	156	155	155	149	156	596	615	612
이브 차이나							15	16		31	61
이브 에코스							52	55		107	214
기타(신작 등)						60	120	102		282	2,314
영업비용	1,145	954	949	805	890	1,025	925	938	3,852	3,779	4,726
인건비	340	255	267	316	296	406	317	328	1,178	1,348	1,530
지급수수료	411	438	410	180	336	330	336	317	1,439	1,319	1,917
광고선전비	303	154	158	168	150	166	145	162	783	624	738
기타	91	106	114	141	108	122	127	130	452	488	541
영업이익	181	569	395	391	448	294	481	416	1,537	1,639	2,503
YoY	-46.0	3.8	-36.5	71.5	147.3	-48.3	21.6	6.2	-11.4	6.6	52.7
OPM	13.7	37.4	29.4	32.7	33.5	22.3	34.2	30.7	28.5	30.3	34.6
순이익	141	516	438	496	353	257	385	328	1,591	1,323	1,987
YoY	-49.2	-1.1	-15.2	236.4	149.7	-50.2	-12.1	-33.9	8.7	-16.8	50.1
NPM	10.7	33.9	32.6	41.5	26.4	19.5	27.4	24.2	29.5	24.4	27.5

자료: 필어비스, DB 금융투자

도표 2. 필어비스의 게임 출시 일정

게임명	장르	지역	출시 일정 가정
새도우 아레나(검은사막 IP)	배틀로얄	글로벌	2Q20
이브 차이나 (이브 IP)	PC MMORPG	중국(라이선스)	3Q20
이브 에코스 (에코스 IP)	모바일 MMORPG	중국(라이선스)	3Q20
붉은 사막	MMO-FPS	-	2Q21
도깨비	캐주얼 MMO	-	1Q22
플랜8	MMORPG	-	4Q22

자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	280	354	516	643	835
현금및현금성자산	241	229	359	480	659
매출채권및기타채권	17	50	72	71	78
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	358	342	354	367
유형자산	6	36	22	36	51
무형자산	4	288	286	284	282
투자자산	3	9	9	9	9
자산총계	297	713	877	1,015	1,221
유동부채	20	115	120	126	133
매입채무및기타채무	9	35	40	46	53
단기차입금및담보대출	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	391	523	722
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	275	408	567	700	898

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	27	159	156	160	225
당기순이익	15	146	159	132	199
현금유출이없는비용및수익	10	41	39	64	90
유형및무형자산상각비	1	5	16	23	29
영업관련자산부채변동	7	-23	-19	5	-3
매출채권및기타채권의감소	6	-21	-22	1	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	5	6	7
투자활동현금흐름	-8	-305	-4	-39	-46
CAPEX	-4	-11	0	-35	-42
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	130	121	179
기초현금	47	241	229	359	480
기말현금	241	229	359	480	659

자료: 펄비스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52	405	539	542	723
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	52	405	539	542	723
판매비	31	237	385	378	473
영업이익	22	168	154	164	250
EBITDA	23	173	169	187	279
영업외손익	-4	7	29	9	10
금융손익	-4	7	30	9	10
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	-1	0	0
세전이익	18	175	182	173	260
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	146	159	132	199
지배주주지분순이익	15	146	159	132	199
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	14	144	159	132	199
증감률(%YoY)					
매출액	NA	672.7	33.1	0.5	33.4
영업이익	NA	676.2	-8.6	6.6	52.7
EPS	NA	796.4	5.5	-16.8	50.1

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

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	1,293	11,591	12,232	10,175	15,274
BPS	22,807	31,525	43,552	53,714	68,970
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	191.5	17.9	15.1	16.5	11.0
P/B	10.9	6.6	4.3	3.1	2.4
EV/EBITDA	120.3	15.1	13.0	9.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률	41.3	41.5	28.5	30.3	34.6
EBITDA마진	43.3	42.7	31.4	34.5	38.7
순이익률	28.1	36.2	29.5	24.4	27.5
ROE	9.9	42.9	32.6	20.9	24.9
ROA	8.6	29.0	20.0	14.0	17.8
ROIC	303.5	81.2	39.7	36.6	54.0
안정성및기타					
부채비율(%)	7.8	74.6	54.6	45.1	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

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 기재된 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 투자이익률 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

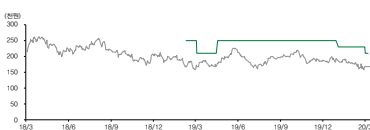
가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 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

펄비스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 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	-22.8 -16.7				
20/03/27	Buy	210,000	-				