

풀어비스

BUY(상향)

263750 기업분석 |

목표주가(상향)	240,000원	현재주가(11/12)	199,900원	Up/Downside	+20.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 11. 13

중장기적 관점에서 매수 추천

3Q20 Review

시장 기대치 하회: 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,183억원(-10%QoQ, -12%YoY), 405억원(-20%QoQ, -11%YoY)으로 컨센서스(매출액 1,293억원, 영업이익 465억원)를 하회했다. 검은 사막 모바일 해외 매출 감소세 지속, 콘솔의 전분기 높은 기저 등의 영향으로 검은 사막 IP 매출액은 전분기 대비 14% 축소되었다. 이에 따라 에코스 출시에 따른 이브 IP 매출 증가, 서버 및 회선료 절감에 따른 지급 수수료 감소 등에도 영업이익률은 전분기대비 3.9%p 저하된 모습이다.

Comment

유의미한 실적 개선은 당분간 어렵겠지만 조금 멀리 보자: 4분기 이브 온라인/에코스 일본 출시, 내년 1분기에는 검은 사막 온라인 북미 지역 자체서비스 전환 가능성이 있다. 하지만 검은 사막 모바일의 부진이 이어지고 있기 때문에 21년 4분기 신작 출시되기 전까지는 유의미한 실적 개선을 기대하기는 힘들어 보인다. 다만 기대 신작인 붉은 사막의 인게임 영상 등 관련 내용이 12월부터 순차적으로 공개되고, 풀어비스 측이 게임 퀄리티나 성과에 대해 높은 자신감을 내비치고 있으며, 이로 인해 21년부터 실적 개선 가능성이 높아 보임에 따라 조금 멀리 필요가 있다고 판단된다.

Action

중장기적 관점에서 매수 추천: 동사에 대한 투자 의견을 Buy로, 목표주가를 24만원으로 높였다. 목표주가는 신작 출시로 분위기 반전이 시작되는 21년 예상 실적 기준 Peer 밸류에이션 대비 15% 할인한 PER 23배를 적용하여 산정했다. 동사는 신작 출시가 근접한 주요 국내 주요 게임사들보다 선호도는 낮을 수 있으나 현 주가에서 중장기적 접근은 충분히 유효할 것으로 보인다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
	(단위: 십억원, 원, 백 %)						
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	157,600/222,000원
매출액	405	536	506	573	861	KOSDAQ /KOSPI	840/2,476pt
(증가율)	672.7	32.4	-5.5	13.2	50.3	시가총액	26,147억원
영업이익	168	151	179	197	332	60일-평균거래량	64,385
(증가율)	676.2	-10.4	18.8	9.9	68.7	외국인지분율	23.0%
순이익	146	158	128	137	238	60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
EPS	11,591	12,120	9,776	10,495	18,231	주요주주	김대일 외 10 인 49.9%
PER (H/L)	24.8/14.8	19.0/12.9	20.4	19.0	11.0	(천원)	
PBR (H/L)	9.1/5.4	5.1/3.4	3.9	3.3	2.5	500	
EV/EBITDA (H/L)	19.4/12.4	16.2/10.9	11.0	9.3	5.3	0	
영업이익률	41.5	28.1	35.3	34.3	38.5	0	
ROE	42.9	31.6	20.3	18.7	25.8	0	

주기상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.1	6.5	-3.0
상대기준	-2.3	7.2	-23.2

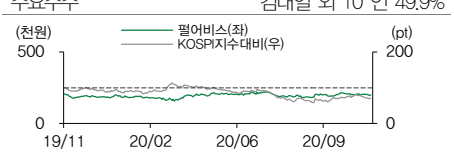


도표 1. 필어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	1,332	1,317	1,183	1,231	1,209	1,180	1,205	2,135	5,369	5,063	5,729
YoY	0.4	-13.5	-12.0	5.6	-9.2	-10.4	1.9	73.4	32.4	-5.5	13.2
검은사막 온라인	319	372	322	323	323	320	328	321	1,062	1,336	1,292
검은사막 모바일	719	566	521	500	506	502	505	525	3,249	2,306	2,039
검은사막 콘솔	147	171	118	133	120	108	103	141	486	569	472
이브 IP	143	189	213	255	241	233	238	246	564	800	959
기타(신작 등)	0	15	17	20	18	16	16	885	0	52	935
영업비용	870	811	778	816	841	793	817	1,314	3,853	3,274	3,764
인건비	320	309	306	314	370	326	332	339	1,178	1,249	1,366
지급수수료	327	293	253	259	250	244	245	540	1,439	1,132	1,279
광고선전비	94	92	92	111	91	91	107	299	783	390	587
감가상각비	51	56	57	60	63	65	68	71	174	224	266
기타	77	62	69	71	68	67	65	66	265	279	265
영업이익	462	506	405	416	369	387	389	821	1,506	1,789	1,965
YoY	154.5	-11.2	2.5	11.0	-20.2	-23.5	-4.1	97.4	-10.4	17.6	9.9
OPM	34.7	38.4	34.3	33.8	30.5	32.8	32.3	38.4	41.0	35.3	34.3
순이익	483	236	278	280	256	280	268	567	1,575	1,278	1,372
YoY	241.6	-54.2	-36.7	-41.5	-47.0	18.7	-3.6	102.3	7.5	-18.9	7.4
NPM	36.3	17.9	23.5	22.8	21.2	23.8	22.2	26.6	29.4	25.2	23.9

자료: 필어비스, DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	354	450	512	632	864
현금및현금성자산	229	176	222	325	518
매출채권및기타채권	50	69	61	61	82
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	358	417	430	455	471
유형자산	36	78	99	132	155
무형자산	288	293	285	277	270
투자자산	9	11	11	11	11
자산총계	713	867	952	1,097	1,345
유동부채	115	123	130	138	148
매입채무및기타채무	35	47	54	62	71
단기차입금및단기차	20	0	0	0	0
유동성장기부채	20	30	30	30	30
비유동부채	189	155	155	155	155
사채및차입금	116	88	88	88	88
부채총계	305	278	285	293	303
자본금	6	7	7	7	7
자본잉여금	192	200	200	200	200
이익잉여금	232	389	517	654	892
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	408	589	667	804	1,042

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	405	536	506	573	861
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	405	536	506	573	861
판매비	237	385	327	376	530
영업이익	168	151	179	197	332
EBITDA	173	168	213	239	380
영업외손익	7	31	1	-14	-14
영업외손익	7	30	-6	-17	-19
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	7	3	5
세전이익	175	181	180	183	318
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	146	158	128	137	238
지배주주지분순이익	146	158	128	137	238
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	144	166	128	137	238
증감률(%YoY)					
매출액	672.7	32.4	-5.5	13.2	50.3
영업이익	676.2	-10.4	18.8	9.9	68.7
EPS	796.4	4.6	-19.3	7.4	73.7

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	159	168	170	180	268
당기순이익	146	158	128	137	238
현금유출이없는비용및수익	41	30	81	83	123
유형및무형자산상각비	5	17	34	43	49
영업관련자산부채변동	-23	25	13	5	-14
매출채권및기타채권의감소	-21	-20	8	0	-21
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	7	8	9
투자활동현금흐름	-305	-180	-49	-72	-69
CAPEX	-11	-37	-46	-68	-65
투자자산의순증	-6	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	139	-42	-55	-5	-5
사채및차입금의 증가	176	-26	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	11	8	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	1	-20	0	0
현금의증가	-12	-53	45	103	194
기초현금	241	229	176	222	325
기말현금	229	176	222	325	518

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	11,591	12,120	9,776	10,495	18,231
BPS	31,525	45,229	50,979	61,466	79,682
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	17.9	15.3	20.4	19.0	11.0
P/B	6.6	4.1	3.9	3.3	2.5
EV/EBITDA	15.1	13.0	11.0	9.3	5.3
수익성(%)					
영업이익률	41.5	28.1	35.3	34.3	38.5
EBITDA마진	42.7	31.3	42.1	41.7	44.2
순이익률	36.2	29.4	25.2	23.9	27.7
ROE	42.9	31.6	20.3	18.7	25.8
ROA	29.0	20.0	14.0	13.4	19.5
ROIC	81.2	36.2	32.7	37.1	58.8
안정성및기타					
부채비율(%)	74.6	47.3	42.8	36.5	29.0
이자보상배율(배)	104.1	23.9	33.5	36.8	62.0
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 언급한 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 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 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	-22.9	-16.7					
20/03/27	Buy	210,000	-6.2	2.6					
20/05/14	Hold	210,000	-4.2	5.7					
20/11/13	Buy	240,000	-	-					