

Company Update

Analyst 이 승 훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	200,000원
현재가 (3/21)	162,200원

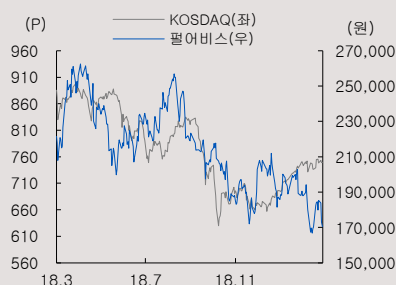
KOSDAQ (3/21)	743.52pt
시가총액	2,099십억원
발행주식수	12,943천주
액면가	500원
52주 최고가	262,500원
최저가	166,800원
60일 일평균거래대금	21십억원
외국인 지분율	7.3%
배당수익률 (2018F)	0.0%

주주구성	
김대일 외 8 인	46.67%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-15%	-9%
절대기준	-11%	-22%	-24%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	200,000	240,000	▼
EPS(18)	11,498	14,550	▼
EPS(19)	15,730	20,144	▼

펄어비스 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

펄어비스 (263750)

2019년 내실을 다져가는 구간

일본 진출을 통해 글로벌 확장성 증명

펄어비스는 검은사막M을 일본에 성공적으로 출시함에 따라 글로벌 퍼블리싱 역량을 증명함. 검은사막M이 2월 26일 출시된 후 구글과 애플 앱스토어에서 매출 Top 10 안에 안착함. 1분기에 일본 및 콘솔 관련 마케팅비가 크게 증가했기 때문에 수익성은 2분기부터 개선이 될 것으로 분석됨. 하반기 북미, 유럽 및 동남아 출시 일정이 명확해질 것으로 예상됨. 이미 웨스턴 지역 PC 게이머들 사이에서 IP 인지도가 높기 때문에 오히려 일본보다 다양한 마케팅 전략이 가능할 것으로 판단됨

대작 중심의 개발사로서 견고한 입지 구축

고정비 증가는 부담이지만 대작 중심의 글로벌 개발사로서 진화가 기대됨. 신작 개발을 위해 본사에서 신규 개발자를 충원하고 CCP게임즈 인수에 따라 연결 기준 인력이 950명 이상으로 증가함. PC, 콘솔, 모바일을 아우르는 차세대 엔진 개발이 올해 여름에 마무리될 예정이기 때문에 신작 출시 일정이 그 후에 결정될 것으로 판단됨. 따라서 신작 기대감은 하반기부터 가시화될 것으로 예상됨

목표주가 20만원 하향, 투자 의견 매수 유지

목표주가는 2019년 EPS에 동사의 2018년 12개월 FW PER 중간값인 12.5배를 적용하여 산출함. 하반기 CCP게임즈의 신작과 검은사막M의 북미유럽 및 동남아시아 출시 모멘텀이 기대됨. 1분기는 검은사막M의 일본 매출이 추가되지만 일본 출시 전후 마케팅비가 크게 증가하고 임직원 상여금이 발생하여 수익성 개선이 제한적일 것으로 분석됨. 현재 검은사막M의 웨스턴 출시 이외 매출의 급격한 상승을 야기할 수 있는 모멘텀이 단기적으로 부재함. PC의 프로젝트K(MMO-FPS), 모바일의 프로젝트V(캐주얼 MMORPG) 등 신작 출시가 2020년 이후로 예상되기 때문에 Re-Rating 구간은 하반기 이후로 판단됨

(단위:십억원,배)	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	52	404	599	675
영업이익	22	167	241	299
세전이익	18	174	245	305
지배주주순이익	15	145	204	244
EPS(원)	1,293	11,498	15,730	18,842
증가율(%)	na	789.1	36.8	19.8
영업이익률(%)	41.3	41.3	40.3	44.3
순이익률(%)	28.1	35.9	34.0	36.1
ROE(%)	9.9	42.5	39.9	33.2
PER	191.5	18.1	10.8	9.0
PBR	10.9	6.6	3.6	2.6
EV/EBITDA	120.5	13.9	6.9	4.8

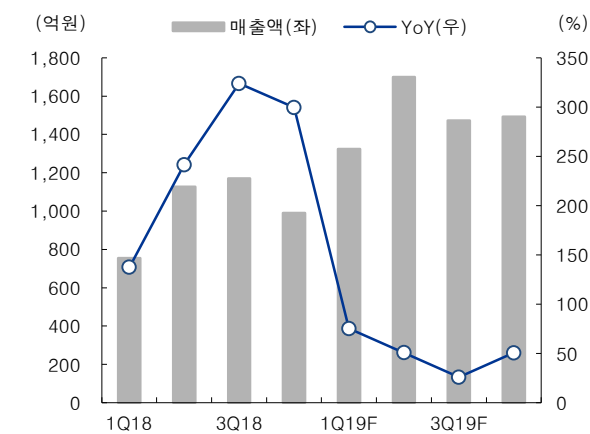
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 필어비스의 실적 추이

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	755	1,127	1,170	991	1,324	1,699	1,472	1,492	4,043	5,988	6,749
QoQ	204.5%	49.2%	3.8%	-15.3%	33.6%	28.4%	-13.4%	1.4%			
YoY	137.5%	241.5%	323.9%	299.5%	75.3%	50.8%	25.8%	50.6%	671.7%	48.1%	12.7%
PC	338	297	273	247	250	213	204	209	1,155	876	834
국내	58	37	47	40	41	40	40	41	182	162	156
미주/유럽 등	133	109	90	106	109	82	82	77	438	350	333
아시아	147	151	136	101	100	91	82	91	535	364	346
EVE IP				129	151	146	146	161	129	605	665
모바일	416	828	897	614	843	1,310	1,092	1,092	2,755	4,337	3,650
국내	416	828	769	360	355	364	364	364	2,373	1,447	1,095
해외			128	254	488	946	728	728	382	2,890	2,555
기타					80	30	30	30		170	1,600
영업이익	335	549	603	182	334	791	666	621	1,669	2,412	2,993
OPM	44.3%	48.7%	51.6%	18.3%	25.2%	46.6%	45.2%	41.6%	41.3%	40.3%	44.3%
QoQ	406.7%	64.1%	9.8%	-69.9%	83.8%	137.1%	-15.8%	-6.7%			
YoY	60.2%	147.4%	296.8%	174.8%	-0.3%	44.0%	10.4%	242.3%	670.5%	44.6%	24.1%
세전이익	343	610	587	201	341	799	675	632	1,741	2,447	3,048
QoQ	2185.5%	77.9%	-3.8%	-65.7%	69.3%	134.3%	-15.5%	-6.4%			
YoY	57.3%	252.6%	288.6%	1243.1%	-0.5%	31.0%	15.0%	213.5%	883.4%	40.5%	24.6%
순이익(자배)	278	522	517	136	284	665	562	525	1,453	2,036	2,439
NIM	36.9%	46.3%	44.2%	13.7%	21.4%	39.1%	38.2%	35.2%	35.9%	34.0%	36.1%
QoQ	2041.0%	87.4%	-0.9%	-73.8%	109.2%	134.3%	-15.5%	-6.4%			
YoY	83.1%	166.1%	285.9%	943.2%	2.0%	27.5%	8.6%	287.4%	886.2%	40.1%	19.8%

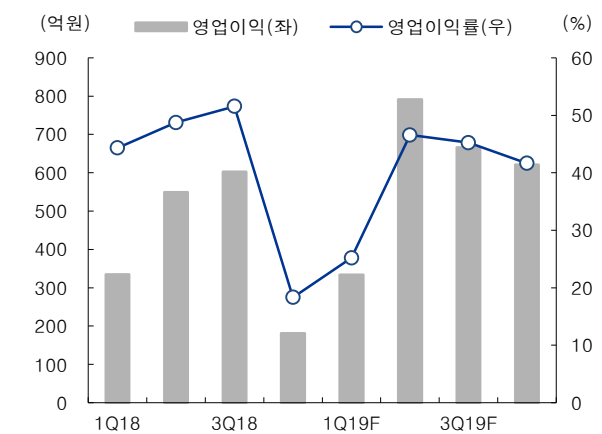
자료: 필어비스, IBK투자증권

그림 1. 필어비스의 매출액 및 YoY 추이



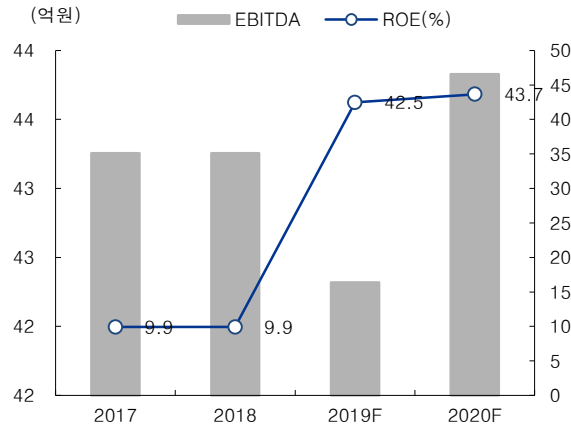
자료: 필어비스, IBK투자증권 추정

그림 2. 필어비스의 영업이익 및 영업이익률 추이



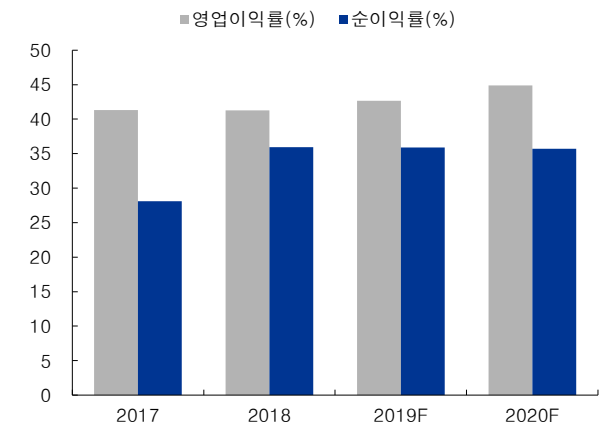
자료: 필어비스, IBK투자증권 추정

그림 3. 펄어비스의 EBITDA 및 ROE 추이



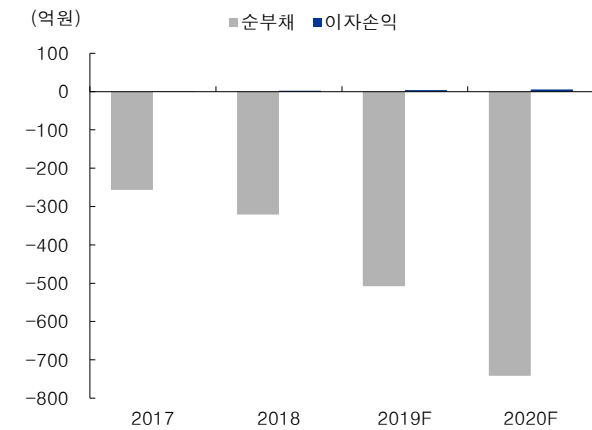
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 4. 펄어비스의 영업이익률 및 순이익률 추이



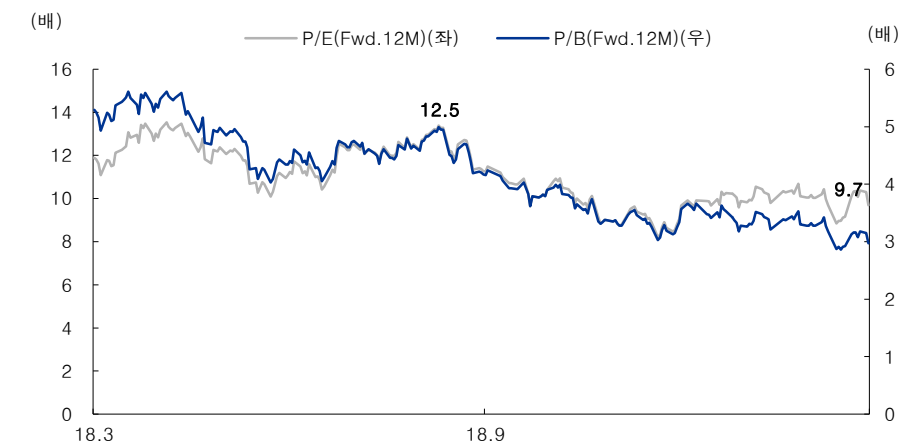
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 5. 펄어비스의 순부채 및 이자손익 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 6. 펄어비스의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



자료:

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	52	404	599	675
증가율(%)	na	671.7	48.1	12.7
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	52	404	599	675
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	31	237	358	376
판매비율(%)	58.7	58.7	59.7	55.7
영업이익	22	167	241	299
증가율(%)	na	670.5	44.6	24.1
영업이익률(%)	41.3	41.3	40.3	44.3
순금융손익	-4	6	3	6
이자손익	1	3	3	6
기타	-5	3	0	0
기타영업외손익	0	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0
세전이익	18	174	245	305
법인세	3	29	41	61
법인세율	16.8	16.6	16.8	20.0
계속사업이익	15	145	204	244
중단사업손익	0	0	0	0
당기순이익	15	145	204	244
증가율(%)	na	886.2	40.1	19.8
당기순이익률 (%)	28.1	35.9	34.0	36.1
지배주주당기순이익	15	145	204	244
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	14	145	204	244
EBITDA	23	171	249	307
증가율(%)	na	655.0	45.3	23.7
EBITDA마진율(%)	43.3	42.3	41.5	45.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,293	11,498	15,730	18,842
BPS	22,807	31,602	47,334	66,176
DPS	0	0	0	0
밸류에이션(배)				
PER	191.5	18.1	10.8	9.0
PBR	10.9	6.6	3.6	2.6
EV/EBITDA	120.5	13.9	6.9	4.8
성장성지표(%)				
매출증가율	na	671.7	48.1	12.7
EPS증가율	na	789.1	36.8	19.8
수익성지표(%)				
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.9	42.5	39.9	33.2
ROA	8.6	37.4	34.8	30.0
ROIC	270.2	391.9	267.6	267.3
안정성지표(%)				
부채비율(%)	7.8	17.5	12.4	9.4
순차입금 비율(%)	-93.3	-78.3	-80.4	-84.6
이자보상배율(배)	3,009.6	486.9	352.0	436.7
활동성지표(배)				
매출채권회전율	4.2	14.6	12.1	10.6
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.3	1.0	1.0	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	280	415	609	850
현금및현금성자산	241	262	431	660
유가증권	16	79	82	85
매출채권	16	40	60	67
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	17	66	80	87
유형자산	6	33	35	40
무형자산	4	9	12	11
투자자산	3	5	6	6
자산총계	297	481	689	937
유동부채	20	51	56	60
매입채무및기타채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	2	20	20	20
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	21	72	76	80
지배주주지분	275	409	613	857
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	181	192	192	192
자본조정등	3	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	85	230	434	678
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	275	409	613	857
비이자부채	21	51	56	60
총차입금	0	20	20	20
순차입금	-257	-320	-493	-725

현금흐름표

(십억원)	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	27	127	191	244
당기순이익	15	145	204	244
비현금성 비용 및 수익	10	29	4	3
유형자산감가상각비	1	3	6	7
무형자산상각비	0	1	1	1
운전자본변동	7	-45	-20	-8
매출채권등의 감소	6	-21	-20	-8
재고자산의 감소	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-4	-3	3	6
투자활동 현금흐름	-8	-91	-26	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-10	-8	-12
유형자산의 감소	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-6	-4	0
투자자산의 감소(증가)	-2	0	0	0
기타	-1	-76	-14	-8
재무활동 현금흐름	179	-15	4	5
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가	185	0	0	0
기타	-7	-15	4	5
기타 및 조정	-3	0	0	0
현금의 증가	194	21	169	229
기초현금	47	241	262	431
기말현금	241	262	431	660

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

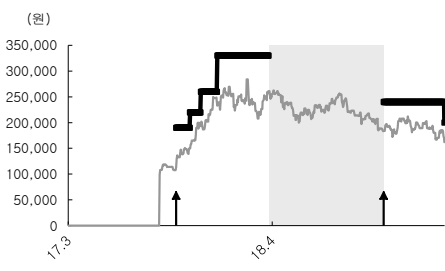
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

필터비스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.10.16	담당자변경	-	-	-					
	2017.10.16	매수	190,000	-25.68	-20.63					
	2017.11.12	매수	220,000	-19.71	-9.09					
	2017.12.03	매수	260,000	-17.69	-3.85					
	2018.01.04	매수	330,000	-30.11	-13.88					
	2018.11.23	담당자변경	-	-	-					
	2018.11.23	매수	240,000	-20.77	-11.71					
	2019.03.21	매수	200,000							