

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

풀어비스 (263750KQ | Buy 유지 | TP 240,000원 하향)**단기적 조정 국면**

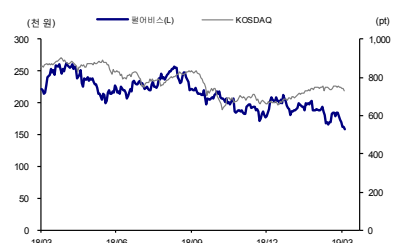
검사M 일본 출시 관련 마케팅비 증가와 인센티브 지급에 의한 비용확대로 동사의 1분기 실적이 시장기대치를 하회할 것으로 전망되면서 동사의 주가도 단기적인 조정세가 나타날 것으로 예상됩니다. 그러나 검은사막의 성공적인 서비스 지역 확대와 플랫폼 확장이 향후 출시될 신작들의 흥행에 견인차 역할을 할 것으로 기대되는 만큼 긍정적인 투자 시각을 유지합니다.

1Q19 영업이익 컨센서스 하회할 전망

- 1Q19 매출 1,451억원(+92% YoY), 영업이익 307억원(-9% YoY) 기록하며 컨센서스(OP 462억원) 하회할 것으로 예상. 1분기 영업이익 추정치가 기존 전망치(595억원) 대비 큰 폭으로 감소한 주요인은 1) 검사M 일본 출시 관련 마케팅비 증가와 2) 임직원들에 대한 인센티브 지급에 기인.
- 검사M의 일본 출시로 3월부터 TV커머셜을 동반한 마케팅이 본격화되면서 1Q19 광고선전비는 287억원(+173% YoY) 수준까지 확대될 것으로 전망.
- 또한 1분기 약 90억원의 인센티브 지급으로 1Q19 인건비는 365억원(+273% YoY) 기록할 전망.

목표주가 240,000원으로 하향

- 동사에 대해 투자 의견은 Buy로 유지하며 목표주가는 240,000원으로 하향. 검사M의 일본 초기 매출 및 1Q19 마케팅비 및 인건비 추정치 변경으로 12개월 Forward EPS는 기존 18,258원에서 17,292원으로 하향조정.
- 1분기 실적하향에도 긍정적인 투자 시각을 유지하는 이유는 검은사막 콘솔버전과 검사M의 일본 서비스 호조 때문. 검은사막의 성공적인 서비스 지역 확대와 플랫폼 확장은 향후 출시예정인 프로젝트K와 프로젝트V를 통한 계단식 성장을 견인할 전망.
- 검은사막 콘솔버전의 경우 출시초기 서버 10개로 오픈해 현재 22대까지 증설한 상태이며 검사M은 일본내 매출 10위권에 안착. 한편 향후 중국 외자판호 재개시 큰 폭의 밸류에이션 리레이팅 가능할 것으로 예상.

Stock Data

주가(3/25)	157,800원		
액면가	500원		
시가총액	2,054십억원		
52주 최고/최저가	262,500원/ 157,800원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-16.8	-29.4	-24.1
상대주가(%)	-14.2	-19.6	-13.4

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018P	2019E	2020E
매출액	(십억원)	34	52	404	658	665
영업이익	(십억원)	28	22	167	250	289
영업이익률	(%)	83.5	41.3	41.3	38.0	43.4
지배주주순이익	(십억원)	24	15	149	215	251
EPS	(원)	2,379	1,293	11,807	16,597	19,378
증감률	(%)	0.0	-45.6	813.1	40.6	16.8
PER	(배)	0.0	191.5	17.6	10.8	9.3
PBR	(배)	0.0	10.7	6.3	3.6	2.6
ROE	(%)	112.9	9.9	42.6	40.4	32.8
EV/EBITDA	(배)	-0.9	120.3	13.3	7.0	5.3
순차입금	(십억원)	-25	-262	-414	-565	-798
부채비율	(%)	105.0	7.8	75.6	45.2	25.3

펠어비스 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018P	2019E	2020E
매출액	- 수정 후	404.3	657.9	664.8
	- 수정 전	404.3	680.8	684.8
	- 변동률	0.0	-3.4	-2.9
영업이익	- 수정 후	167.0	250.2	288.8
	- 수정 전	167.0	270.2	290.4
	- 변동률	0.0	-7.4	-0.5
영업이익률(수정 후)		41.3	38.0	43.4
EBITDA		171.4	251.7	289.8
(지배주주)순이익		149.2	214.8	250.8
EPS	- 수정 후	11,807	16,597	19,378
	- 수정 전	11,807	17,936	19,487
	- 변동률	0.0	-7.5	-0.6
PER		17.6	10.8	9.3
PBR		6.3	3.6	2.6
EV/EBITDA		13.3	7.0	5.3
ROE		42.6	40.4	32.8

자료: 케이프투자증권 리서치본부

펼어비스 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.1	145.1	182.9	154.8	175.1	404.3	657.9	664.8
YoY	137.4	241.2	324.4	299.8	92.1	62.3	32.4	76.8	245.0	62.8	1.0
QoQ	204.8	49.2	3.8	-15.3	46.4	26.1	-15.3	13.1			
PC	33.9	29.9	27.3	37.6	62.9	60.4	58.0	59.5	128.7	240.9	318.5
모바일	41.6	82.8	89.7	61.4	79.7	116.8	91.5	110.8	275.5	398.7	330.8
콘솔	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	5.7	5.3	4.9	0.0	18.4	15.5
영업비용	41.9	57.7	56.7	80.9	114.4	107.0	88.3	98.0	237.3	407.8	375.9
인건비	9.8	15.0	11.9	21.5	36.5	34.9	28.3	30.6	58.2	130.4	128.3
지급수수료	17.8	29.9	31.5	41.3	37.2	45.8	36.2	41.0	120.5	160.2	141.0
광고선전비	10.5	9.2	10.0	9.5	28.7	14.0	11.4	14.1	39.2	68.3	54.6
기타	3.2	3.0	2.5	6.0	7.6	8.2	8.3	8.0	14.6	32.2	34.2
영업이익	33.6	54.9	60.3	18.2	30.7	75.9	66.5	77.1	167.0	250.2	288.8
YoY	60.8	147.6	300.1	177.6	-8.6	38.1	10.3	324.8	158.1	49.8	15.5
QoQ	413.6	63.6	9.8	-69.9	69.0	147.3	-12.3	15.9			
OPM	44.5	48.7	51.6	18.3	21.1	41.5	43.0	44.0	41.3	38.0	43.4

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

펼쳐비스 | 단기적 조정 국면

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
유동자산	280	711	881	1,068	매출액	52	404	658	665
현금및현금성자산	241	408	386	569	증가율(%)	55.5	671.7	62.8	1.0
매출채권 및 기타채권	17	129	210	212	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	52	404	658	665
비유동자산	17	34	48	47	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	3	25	40	41	판매비와 관리비	31	237	408	376
유형자산	6	5	4	3	영업이익	22	167	250	289
무형자산	4	1	1	1	영업이익률(%)	41.3	41.3	38.0	43.4
자산총계	297	745	928	1,116	EBITDA	23	171	252	290
유동부채	20	192	193	169	EBITDA M%	43.3	42.4	38.3	43.6
매입채무 및 기타채무	9	70	49	32	영업외손익	-4	-1	-1	1
단기차입금	0	20	4	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	20	6	2	금융손익	-4	-1	-1	1
비유동부채	2	128	96	57	기타영업외손익	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	116	76	36	세전이익	18	166	249	290
부채총계	21	321	289	226	법인세비용	3	17	34	39
지배기업소유지분	275	424	639	890	당기순이익	15	149	215	251
자본금	6	6	6	6	지배주주순이익	15	149	215	251
자본잉여금	181	181	181	181	지배주주순이익률(%)	28.1	36.9	32.6	37.7
이익잉여금	85	234	449	700	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	3	3	3	3	기타포괄이익	-1	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	14	149	215	251
자본총계	275	424	639	890	EPS 증가율(% , 지배)	-45.6	813.1	40.6	16.8
총차입금	0	156	86	38	이자손익	1	-1	-1	1
순차입금	-262	-414	-565	-798	총외화관련손익	-5	0	0	0

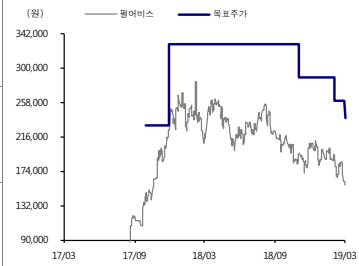
현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E		2017A	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27	174	166	234	총발행주식수(천주)	12,066	12,943	12,943	12,943
영업에서 창출된 현금흐름	31	192	201	272	시가총액(십억원)	2,988	2,691	2,328	2,328
이자의 수취	1	2	3	4	주가(원)	247,600	207,900	179,900	179,900
이자의 지급	0	-3	-4	-2	EPS(원)	1,293	11,807	16,597	19,378
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	23,166	33,123	49,719	69,097
법인세부담액	-5	-17	-34	-39	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-8	-163	-117	-3	PER(X)	191.5	17.6	12.5	10.7
유동자산의 감소(증가)	-21	-141	-102	-3	PBR(X)	10.7	6.3	4.2	3.0
투자자산의 감소(증가)	-3	-21	-15	0	EV/EBITDA(X)	120.3	13.3	8.4	6.5
유형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	ROE(%)	9.9	42.6	40.4	32.8
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	ROA(%)	8.6	28.6	25.7	24.5
재무활동 현금흐름	179	156	-70	-48	ROIC(%)	327.7	6,588.4	899.8	407.9
사채및차입금증가(감소)	-6	156	-70	-48	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	186	0	0	0	부채비율(%)	7.8	75.6	45.2	25.3
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-95.0	-97.6	-88.4	-89.7
외환환산으로 인한 현금변동	-3	0	0	0	유동비율(%)	1,416.6	369.7	456.6	632.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	3,009.6	61.2	59.1	133.3
현금증감	194	167	-21	183	총자산회전율	0.3	0.8	0.8	0.7
기초현금	47	241	408	386	매출채권 회전율	4.1	5.6	3.9	3.2
기말현금	241	408	386	569	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	22	174	166	234	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

펼어비스(263750) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-25	2017-11-13	2017-12-25	2018-02-13	2018-11-27	2019-02-27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표주가	230,000원	230,000원	330,000원	330,000원	289,000원	
제시일자	2019-02-27	2019-03-15	2019-03-26			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	260,000원	260,000원	240,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-10-25	Buy	230,000원	-37.31	-34.43
2017-12-25	Buy	330,000원	-25.19	-18.30
2018-11-27	Buy	289,000원	-33.09	-26.68
2019-02-27	Buy	260,000원	-32.52	-29.04
2019-03-26	Buy	240,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.12.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.