

풀어비스 (263750KQ | Buy 유지 | TP 240,000원 유지)

1Q19 Review: 일시적인 이익성장 둔화

동사는 1분기에 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했습니다. 다만 하반기에 검은사막 모바일의 북미/유럽 흥행이 가시화될 경우 큰 폭의 밸류에이션 Re-rating이 나타날 전망이며 장르다변화를 통해서 중장기 성장동력을 확보하고 있다는 점도 긍정적으로 평가됩니다.

1Q19 영업이익 컨센서스 하회

- 1분기 매출액 1,308억원(+73% YoY), 영업이익 150억원(-55% YoY) 기록하며 컨센서스(OP 257억원) 대비 -42% 하회. 이로써 영업이익은 5분기 만에 감익세(YoY)로 전환.
- 검은사막 모바일의 일본 흥행과 콘솔서비스 호조, CCP의 연결 편입 효과가 온기반영되면서 견조한 외형성장 시현.
- 반면 일회성 인센티브 지급과 임금인상 효과로 인건비 340억원(+247% YoY) 기록한 가운데 일본 및 콘솔서비스와 관련해 마케팅비가 303억원(+188% YoY) 수준까지 증가하면서 감익세로 전환. 영업이익률은 11.5% 수준까지 감소 (4Q18 OPM 19.5%).

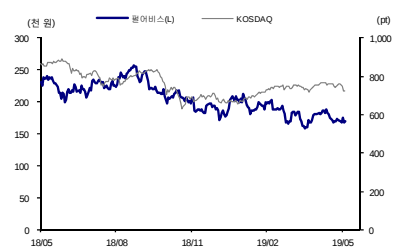
2H19 검은사막 모바일의 글로벌 출시

- 검은사막 모바일의 북미/유럽 및 동남아시아를 포함한 글로벌 전지역(중국제외) 출시시점은 4Q19초로 계획. 영어를 포함한 6개 언어를 지원할 예정이며 글로벌 원빌드로 출시할 계획. 일본과 달리 글로벌 출시의 경우 마케팅비를 효과적으로 집행할 예정.
- 퍼즐, 소셜카지노, 전략 장르가 주류인 북미/유럽 모바일 게임시장에서는 아직까지 유의미한 성과를 기록한 MMORPG가 없었던 만큼 검사M의 북미/유럽 흥행이 가시화될 경우 큰 폭의 밸류에이션 Re-rating 나타날 전망.

장르다변화를 통해 중장기 성장동력 확보

- 프로젝트 K와 V 개발을 위한 차세대 엔진 개발은 계획대로 진행중이며 1H19내 완료될 전망. 차세대 엔진 사용시 고 퀄리티 게임의 개발속도가 기존보다 향상될 것으로 기대. 구체적인 출시시기는 향후 공개할 계획.

Stock Data



주가(5/10)	169,700원		
액면가	500원		
시가총액	2,209십억원		
52주 최고/최저가	257,000원/ 157,800원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-6.4	-18.2	-32.5
상대주가(%)	-1.5	-22.2	-20.1

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	52	405	609	648	744
영업이익	(십억원)	22	168	206	265	291
영업이익률	(%)	41.3	41.5	33.8	40.9	39.0
지배주주순이익	(십억원)	15	146	173	228	250
EPS	(원)	1,293	11,591	13,294	17,527	19,175
증감률	(%)	-45.6	796.4	14.7	31.8	9.4
PER	(배)	191.5	17.9	12.8	9.7	8.9
PBR	(배)	10.7	6.2	3.6	2.7	2.0
ROE	(%)	9.9	42.9	34.9	32.8	26.7
EV/EBITDA	(배)	120.3	15.0	6.7	5.3	4.2
순차입금	(십억원)	-262	-106	-354	-612	-891
부채비율	(%)	7.8	74.6	46.6	27.7	23.2

펼어비스 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	130.8	167.9	144.8	165.1	404.8	608.6	647.8
YoY	137.4	241.2	324.4	301.9	73.2	49.0	23.8	65.8	245.4	50.4	6.4
QoQ	204.8	49.2	3.8	-14.9	31.3	28.4	-13.7	14.0			
PC	33.9	29.9	27.3	37.8	40.5	45.4	48.0	49.5	128.9	183.5	281.5
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.6	116.8	91.5	110.8	275.8	406.6	350.8
콘솔	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	5.7	5.3	4.9	0.0	18.5	15.5
영업비용	41.9	57.7	56.7	80.2	115.7	102.8	86.4	98.1	236.5	403.1	383.0
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	34.9	28.3	30.6	57.9	127.8	128.3
지급수수료	17.8	29.9	31.5	41.2	42.4	43.6	36.2	42.1	120.4	164.3	152.1
광고선전비	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	14.0	11.4	14.1	39.7	69.8	54.6
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	6.2	6.3	7.0	13.7	25.0	30.2
영업이익	33.6	54.9	60.3	19.4	15.0	65.1	58.4	67.0	168.2	205.5	264.8
YoY	60.8	147.6	300.1	196.6	-55.3	18.5	-3.1	245.3	160.0	22.2	28.8
QoQ	413.6	63.6	9.8	-67.8	-22.5	333.4	-10.3	14.6			
OPM	44.5	48.7	51.6	19.5	11.5	38.8	40.3	40.6	41.6	33.8	40.9

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

펄어비스 | 1Q19 Review: 일시적인 이익성장 둔화

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	354	570	786	1,080	매출액	405	609	648	744
현금및현금성자산	229	381	585	849	증가율(%)	672.7	50.4	6.4	14.9
매출채권 및 기타채권	50	75	80	92	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	405	609	648	744
비유동자산	358	284	246	226	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	9	4	5	6	판매비와 관리비	237	403	383	454
유형자산	36	28	22	18	영업이익	168	206	265	291
무형자산	288	226	194	177	영업이익률(%)	41.5	33.8	40.9	39.0
자산총계	713	853	1,032	1,306	EBITDA	173	275	303	312
유동부채	115	95	82	119	EBITDA M%	42.7	45.2	46.7	41.9
매입채무 및 기타채무	35	24	16	18	영업외손익	7	0	8	7
단기차입금	20	4	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	20	6	2	27	금융손익	7	0	8	7
비유동부채	189	176	141	127	기타영업외손익	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	116	76	36	9	세전이익	175	205	273	298
부채총계	305	271	224	246	법인세비용	29	32	45	48
지배기업소유지분	408	582	808	1,060	당기순이익	146	173	228	250
자본금	6	6	6	6	지배주주순이익	146	173	228	250
자본잉여금	192	192	192	192	지배주주순이익률(%)	36.2	28.4	35.2	33.5
이익잉여금	232	404	633	882	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-22	-21	-23	-21	기타포괄이익	-3	1	-2	2
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	144	174	226	252
자본총계	408	582	808	1,060	EPS 증가율(% , 지배)	796.4	14.7	31.8	9.4
총차입금	176	106	58	56	이자손익	2	2	5	8
순차입금	-106	-354	-612	-891	총외화관련손익	6	-2	3	-1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	159	247	258	280	총발행주식수(천주)	12,943	13,019	13,019	13,019
영업에서 창출된 현금흐름	165	275	296	319	시가총액(십억원)	2,691	2,209	2,209	2,209
이자의 수취	3	4	7	9	주가(원)	207,900	169,700	169,700	169,700
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	11,591	13,294	17,527	19,175
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	33,371	46,533	63,907	83,235
법인세부담액	-8	-32	-45	-48	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-305	-23	-4	-12	PER(X)	17.9	12.8	9.7	8.9
유동자산의 감소(증가)	-32	-27	-5	-13	PBR(X)	6.2	3.6	2.7	2.0
투자자산의 감소(증가)	-6	5	0	-1	EV/EBITDA(X)	15.0	6.7	5.3	4.2
유형자산 감소(증가)	-11	0	0	0	ROE(%)	42.9	34.9	32.8	26.7
무형자산 감소(증가)	-286	0	0	0	ROA(%)	29.0	22.1	24.2	21.4
재무활동 현금흐름	139	-73	-50	-3	ROIC(%)	99.5	61.8	84.5	102.2
사채및차입금증가(감소)	176	-70	-48	-2	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	11	0	0	0	부채비율(%)	74.6	46.6	27.7	23.2
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-25.9	-60.9	-75.7	-84.1
외환환산으로 인한 현금변동	-4	0	0	0	유동비율(%)	308.0	600.1	955.1	906.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	104.1	79.4	175.7	276.9
현금증감	-12	152	204	265	총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.6
기초현금	241	229	381	585	매출채권 회전율	12.1	9.7	8.3	8.7
기말현금	229	381	585	849	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	149	247	258	280	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

펠어비스(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	Buy
목표주가	230,000원	230,000원	330,000원	330,000원	289,000원	260,000원
제시일자	2019-03-15	2019-03-26	2019-03-29	2019-04-10	2019-05-13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	260,000원	240,000원	240,000원	240,000원	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 2019.03.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	

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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.