

펄어비스

263750

Nov 12, 2018

Buy

유지

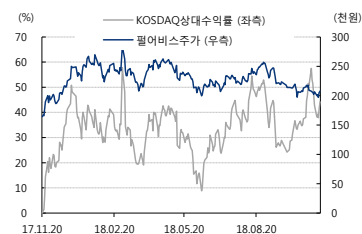
TP 310,000 원

유지

Company Data

현재가(11/09)	207,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	284,200 원
52 주 최저가(보통주)	138,800 원
KOSPI (11/09)	2,086.09p
KOSDAQ (11/09)	687.29p
자본금	60 억원
시가총액	26,857 억원
발행주식수(보통주)	1,294 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.1 만주
평균거래대금(60 일)	106 억원
외국인자본(보통주)	10.07%
주요주주	
김대일 외 9 인	46.68%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-14.6	49.5
상대주가	5.5	5.7	54.4



인터넷/통신 박건영

3771-9351, ky.park@iprovest.com

KYOBOS 교보증권

장기적인 성장 스토리 확보

3Q18 Review: 플랫폼 다변화+검은사막 M 글로벌 지역 확장 예고

펄어비스 3Q18 매출액 1,170억원(YoY +323.8%, QoQ +3.8%), 영업이익 603억원(YoY +297.2%, QoQ +10.1%) 기록. 영업이익 컨센서스 상회. 지난 8월 검은사막 온라인 글로벌 리마스터 진행 후 이용자 복귀율 상승. 검은사막 M 대만 진출 후 평균 일매출 5억원 수준 기록하면서 모바일 매출에 기여. 인건비는 전분기 지급된 인센티브 제거로 감소. 11월 8~12일 검은사막 콘솔 북미/유럽 지역 OBT 실시(8일 첫날 서버 모두 포화) 후 12월 출시 목표. 검은사막 M은 '19년 상반기부터 일본 지역 진출을 시작으로 북미/유럽 지역 진출 이어날 것으로 기대.

검은사막 M 글로벌 지역 진출로 어닝 레밸업, 4Q18부터 'CCP 게임즈' 연결 반영

검은사막 M 글로벌 지역으로 확장을 통해 '19년 펄어비스 어닝 레밸업 기대. 당사는 2Q19부터 본격적으로 검은사막 M 일본 매출 추정치에 반영. 섬세한 캐릭터 커스터마이징으로 검은사막 M 일본 시장에서 흥행 기대. 2H19 북미/유럽 매출 추정치 반영. 'CCP 게임즈'는 4Q18부터 연결 기준으로 반영 예정. CCP 게임즈 연결 기준으로 반영 시 연구 개발비 중 자산화된 금액 비용으로 4Q18에 발생할 것으로 예상.

목표주가 310,000원 유지, 장기적인 성장 스토리 확보

펄어비스 투자의견 Buy, 목표주가 310,000원 유지. 목표주가 310,000원은 검은사막 M 글로벌 지역 매출을 추정치에 반영한 '19년 예상 EPS에 P/E 15배 수준. '19년 검은사막 IP 플랫폼 다변화와 검은사막 M 글로벌 지역 진출, 동시에 CCP 게임즈 개발인력과 시너지를 통해 'One Game Discount' 제거함으로써 장기적인 성장 스토리 확보했다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2016.12	2017.12	2018.12E	2019.12E	2020.12E
매출액(십억원)	34	52	433	620	682
YoY(%)	NA	55.5	727.3	43.0	10.0
영업이익(십억원)	28	22	214	311	348
OP 마진(%)	82.4	42.3	49.4	50.2	51.0
순이익(십억원)	24	15	188	262	288
EPS(원)	34,907	1,293	14,628	20,343	22,342
YoY(%)	0.0	-96.3	1,031.2	39.1	9.8
PER(배)	0.0	191.5	14.2	10.2	9.3
PCR(배)	0.0	115.7	0.0	0.0	0.0
PBR(배)	0.0	10.9	5.8	3.7	2.6
EV/EBITDA(배)	0.0	120.3	11.0	6.9	5.4
ROE(%)	225.8	9.9	51.0	44.0	33.1

[도표 1] 필어비스 3Q18 Review

(십억원)	3Q18A	2Q18	QoQ	3Q17	YoY	컨센서스	차이	당사 추정치	차이
매출액	117.0	112.7	3.8%	27.6	324.5%	112.6	3.9%	123.4	-5.2%
영업이익	60.4	54.8	10.1%	15.1	300.7%	54.5	10.9%	60.4	0.0%
영업이익률	51.6%	48.7%		54.7%		48.4%		48.95%	
당기순이익	51.7	52.2	-0.9%	13.3	287.5%	47.77	8.2%	53.5	-3.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 필어비스 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18A	3Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	'18E	'19E
매출	75.5	112.7	117.0	128.2	127.6	154.7	156.2	181.1	433.4	619.6
YoY	137.4%	241.2%	324.5%	417.2%	69.0%	37.3%	33.5%	41.3%	269.8%	43.0%
PC	33.9	29.7	27.3	26.3	26.3	26.3	25.8	26.0	117.2	104.4
모바일	41.6	82.8	89.7	100.5	96.0	123.0	127.2	151.8	314.6	498.0
콘솔	-	-	-	0.4	5.3	5.4	3.2	3.3	0.4	17.2
영업비용	42.0	57.9	56.6	63.3	61.6	79.8	76.5	90.7	219.8	308.6
인건비, 주식보상비용	11.4	16.0	12.3	14.2	14.5	19.0	18.8	21.7	53.8	73.9
지급수수료	17.8	30.0	31.5	34.1	32.7	40.8	42.0	49.4	113.4	165.1
광고선전비	10.5	9.2	10.0	12.2	11.5	17.0	12.5	16.3	41.8	57.3
유무형감가상각비	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	2.9	3.8
기타비용	1.6	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	7.8	8.6
영업이익	33.5	54.8	60.4	64.8	66.0	74.9	79.7	90.4	213.5	311.0
YoY	60.2%	147.1%	300.7%	922.9%	97.2%	36.5%	32.0%	39.5%	317.2%	45.6%
영업이익률	44.3%	48.7%	51.6%	50.6%	51.7%	48.4%	51.0%	49.9%	49.3%	50.2%
순이익	27.8	52.2	51.7	56.4	54.9	62.8	67.4	76.6	188.1	261.7
YoY	82.8%	166.1%	287.5%	4895.2%	97.5%	20.3%	30.3%	35.9%	281.6%	39.1%
순이익률	36.8%	46.3%	44.2%	44.0%	43.0%	40.6%	43.1%	42.3%	43.4%	42.2%

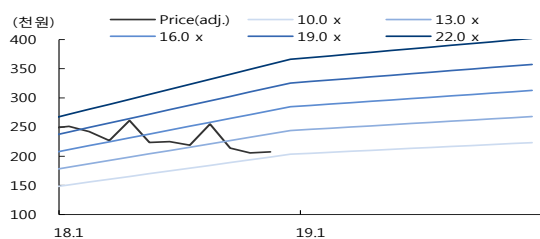
자료: 교보증권 리서치센터, 주) 'CCP' 연결 반영하지 않은 추정치

[도표 3] 필어비스 Valuation Table

	값	비고
'19년 예상 EPS(원)	20,343	
Target P/E(배)	15	검은사막 M 글로벌 지역 확장 고려
목표주가(원)	310,000	

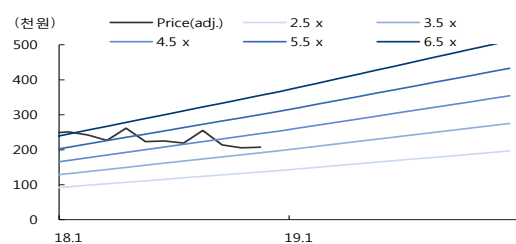
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 필어비스 12M Fwd P/E BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 필어비스 12M Fwd P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 필어비스 향후 글로벌 지역 진출 계획&신작 라인업

주요 내용	플랫폼	게임명	장르	출시/공개 예상 시기
검은사막 IP 플랫폼 다변화	콘솔	검은사막 콘솔	MMORPG	2018 년 12 월
검은사막 M 글로벌 진출	모바일	검은사막 M(일본)	MMORPG	1H19
		검은사막 M(북미/유럽)	MMORPG	2019
신규 프로젝트(PC)	PC	프로젝트 K	MMO-FPS	2019
		EVE Universe(프로젝트 NOVA)	FPS(EVE 세계관 접목)	2019
		프로젝트 오메가	MMO(새로운 IP)	2019
신규 프로젝트(모바일)	모바일	Eve: Echoes	MMO(Netease 개발)	2019
		Eve: War of Ascension	Sci-Fi 전략	2019
		프로젝트 V	캐주얼 MMO	2019

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

[필어비스 263750]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	52	433	620	682
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	52	433	620	682
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6	31	220	309	334
영업이익	28	22	214	311	348
영업이익률 (%)	83.5	41.3	49.3	50.2	51.0
EBITDA	29	23	214	312	348
EBITDA Margin (%)	84.6	43.3	49.5	50.3	51.1
영업외손익	0	-4	15	7	21
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	2	2
금융비용	-1	-5	-1	-1	-1
기타	0	0	15	6	20
법인세비용차감전순이익	28	18	228	318	369
법인세비용	4	3	40	56	81
계속사업순이익	24	15	188	262	288
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	15	188	262	288
당기순이익률 (%)	72.5	28.1	43.5	42.3	42.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	15	188	262	288
지배순이익률 (%)	72.5	28.1	43.5	42.3	42.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	14	188	261	287
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	14	188	261	287

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	23	27	78	210	274
당기순이익	24	15	188	262	288
비현금항목의 가감	4	10	44	59	83
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	4	1	1	1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	5	42	57	82
자산부채의 증감	-5	7	-115	-56	-18
기타현금흐름	-1	-4	-39	-54	-79
투자활동 현금흐름	-1	-8	8	5	-6
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-1	-4	0	0	0
기타	0	-4	8	5	-6
재무활동 현금흐름	0	179	-6	-7	-7
단기차입금	0	-1	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	185	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	22	194	275	208	250
기초 현금	9	47	47	322	530
기말 현금	31	241	322	530	781
NOPLAT	24	18	176	257	271
FCF	19	22	62	201	254

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터, 주) 'CCP' 연결 반영하지 않은 추정치

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	40	280	468	729	1,015
현금및현금성자산	31	241	322	530	781
매출채권 및 기타채권	9	17	134	195	228
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	23	12	4	7
비유동자산	4	17	16	16	16
유형자산	1	6	6	5	5
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타금융자산	0	3	3	3	3
기타비유동자산	2	7	7	8	8
자산총계	44	297	484	745	1,032
유동부채	9	20	19	18	17
매입채무 및 기타채무	2	9	9	9	9
차입금	0	0	-1	-2	-3
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	7	11	11	11	11
비유동부채	14	2	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	2	2	2	2
부채총계	23	21	20	19	18
지배지분	22	275	464	726	1,014
자본금	0	6	6	6	6
자본잉여금	1	181	181	181	181
이익잉여금	20	85	273	535	823
기타자본변동	0	3	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	275	464	726	1,014
총차입금	6	0	-1	-2	-3

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	34,907	1,293	14,628	20,343	22,342
PER	0.0	191.5	14.2	10.2	9.3
BPS	23,178	22,807	36,032	56,375	78,717
PBR	0.0	10.9	5.8	3.7	2.6
EBITDAPS	30,553	1,989	16,651	24,211	27,051
EV/EBITDA	0.0	120.3	11.0	6.9	5.4
SPS	4,377	4,599	0	0	0
PSR	0.0	53.8	0.0	0.0	0.0
CFPS	20,326	1,896	4,801	15,635	19,696
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	NA	55.5	727.3	43.0	10.0
영업이익 증가율	NA	-23.0	885.9	45.6	11.8
순이익 증가율	NA	-39.7	1,178.7	39.1	9.8
수익성					
ROIC	2,557.2	330.5	261.9	164.8	134.3
ROA	110.2	8.6	48.2	42.6	32.4
ROE	225.8	9.9	51.0	44.0	33.1
안정성					
부채비율	105.0	7.8	4.4	2.7	1.8
순차입금비율	13.5	0.0	-0.2	-0.3	-0.3
이자보상배율	81.0	3,009.6	0.0	0.0	0.0

필어비스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2018.05.02	매수	310,000	(21.65)	(17.10)					
2018.05.15	매수	310,000	(27.10)	(17.10)					
2018.07.04	매수	310,000	(27.24)	(17.10)					
2018.08.13	매수	310,000	(27.20)	(17.10)					
2018.11.12	매수	310,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2018.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	86.1	10.8	3.1	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하