

펄어비스 263750

Jan 22, 2019

4Q18 Preview: 반등을 준비하며

Buy 유지
TP 245,000 원 하향

Company Data	
현재가(01/18)	187,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	284,200 원
52 주 최저가(보통주)	172,000 원
KOSPI (01/18)	2,124.28p
KOSDAQ (01/18)	696.34p
자본금	60 억원
시가총액	24,229 억원
발행주식수(보통주)	1,294 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.1 만주
평균거래대금(60 일)	160 억원
외국인지분(보통주)	10.06%
주요주주	
김대일 외 9 인	46.68%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.6	-18.1	-29.9
상대주가	-0.9	-4.7	-9.6

4Q18 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 전망

펄어비스 4Q18 매출액 1,138억원(YoY +359.3%), 영업이익 378억원(YoY +495.9%)으로 추정. 컨센서스 매출액 1,142억원은 부합하나 컨센서스 영업이익 395억원 하회할 것으로 전망. 블레이드앤소울 레볼루션 등 경쟁작 출시로 검은사막M 국내 일매출 감소 반영하여 분기 평균 일매출 6억원 예상. CCP게임즈 인수 비용으로 M&A 자문 수수료 등 일회성 비용과, CCP게임즈 무형자산에 대한 대손상각 처리 가능성을 고려하여 170억원 수준을 비용에 추가 반영.

일본 진출로 반등 모색, 이후 플랫폼 확장과 신규 게임 공개 기대

4Q18은 검은사막M의 국내 일매출 하락과 동시에 CCP게임즈 인수로 탑라인 성장, 수익성 악화 등의 우려로 주가 부진. 다만, 4Q18 이후부터는 반등을 꾀할 수 있는 모멘텀 기다리고 있다고 판단. 현재 검은사막M 일본 사전 예약 진행 중. 2월말~3월 사이에 정식 출시 예정. 일본에서 상대적으로 MMORPG 장르가 인기가 없음에도 불구하고 국내 게임인 리니지2 레볼루션, 탈리온이 일본에서 출시 후 흥행을 했다는 점을 고려하면, 검은사막M의 흥행 가능성을 배제할 수는 없음. 따라서 당사는 검은사막M 일본 초기 일매출을 4억원으로 가정하고 이후 안정화 추세 반영. 검은사막 콘솔은 과거 북미 시장에서 기록한 xBox용 RPG 게임들의 평균 판매량 수준을 반영(출시 후 4~6개월 동안 월 평균 40만장).

목표주가 245,000원으로 하향

투자 의견 'Buy'와 기존 목표주가 310,000원에서 -27% 하향한 245,000원 목표주로 제시. 2019년 반등을 꾀할 수 있는 모멘텀은 분명 존재하지만 낮아진 어닝 기대감을 실적을 통해 증명해야 필요가 있다고 판단. 2019년 예상 EPS에 P/E 12배 적용하여 산출.

Forecast earnings & Valuation

	2016.12	2017.12	2018.12E	2019.12E	2020.12E
12결산(십억원)					
매출액(십억원)	34	52	419	630	693
YoY(%)	NA	55.5	699.9	50.3	10.0
영업이익(십억원)	28	22	187	316	353
OP 마진(%)	82.4	42.3	44.6	50.2	50.9
순이익(십억원)	24	15	164	266	292
EPS(원)	34,907	1,293	12,982	20,544	22,574
YoY(%)	0.0	-96.3	903.9	58.3	9.9
PER(배)	0.0	191.5	16.0	9.1	8.3
PCR(배)	0.0	115.7	12.8	0.0	0.0
PBR(배)	0.0	10.9	6.1	3.4	2.4
EV/EBITDA(배)	0.0	120.3	12.7	6.0	4.7
ROE(%)	225.8	9.9	45.9	46.4	34.3



인터넷/통신 박건영

3771-9351, ky.park@iprovest.com

[도표 51] 펠어비스 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	'18E	2Q19E
매출	75.5	112.7	117.0	113.8	123.6	169.0	156.2	181.1	419.0	629.9
YoY	137.4%	241.2%	324.5%	359.3%	63.7%	49.9%	33.5%	59.1%	257.6%	50.3%
PC	33.9	29.7	27.3	25.8	26.3	26.3	25.8	26.0	116.7	104.4
모바일	41.6	82.8	89.7	87.0	96.0	138.0	127.2	151.8	301.1	513.0
콘솔	-	-	-	0.0	1.3	4.7	3.2	3.3	0.0	12.5
영업비용	42.0	57.9	56.6	76.0	61.3	85.9	76.5	90.7	215.5	314.4
인건비, 주식보상비용	11.4	16.0	12.3	14.2	14.5	19.0	18.8	21.7	53.8	73.9
광고선전비	10.5	9.2	10.0	12.0	11.1	18.6	12.5	16.3	41.7	58.5
영업이익	33.5	54.8	60.4	37.8	62.4	83.1	79.7	90.4	186.5	315.6
YoY	60.2%	147.1%	300.7%	495.9%	86.4%	51.5%	32.0%	139.4%	341.4%	69.2%
영업이익률	44.3%	48.7%	51.6%	33.2%	50.4%	49.2%	51.0%	49.9%	44.5%	50.1%
순이익	27.8	52.2	51.7	32.7	51.9	69.7	67.4	76.6	164.4	265.6
YoY	82.8%	166.1%	287.5%	2796.6%	86.7%	33.5%	30.3%	134.3%	233.5%	61.5%
순이익률	36.8%	46.3%	44.2%	28.7%	42.0%	41.2%	43.1%	42.3%	39.2%	42.2%

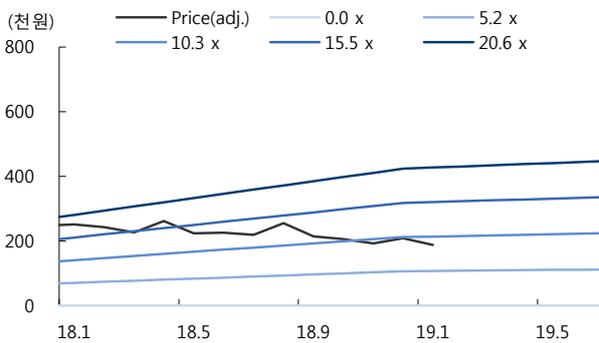
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 52] 펠어비스 Valuation Table

목록	값
12M Fwd EPS	20,544
Target P/E(배)	12
적정가치(원)	246,528
목표주가(원)	245,000

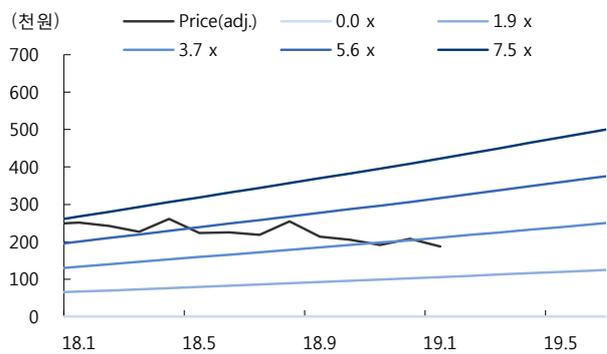
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 53] 펠어비스 12M Fwd P/E BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 54] 펠어비스 12M Fwd P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[필어비스 263750]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	52	419	630	693
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	52	419	630	693
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6	31	233	314	340
영업이익	28	22	187	316	353
영업이익률 (%)	83.5	41.3	44.5	50.1	51.0
EBITDA	29	23	187	316	354
EBITDA Margin (%)	84.6	43.3	44.7	50.2	51.1
영업외손익	0	-4	15	6	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
법인세비용차감전순손익	28	18	201	322	375
법인세비용	4	3	37	56	82
계속사업순손익	24	15	164	266	292
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	15	164	266	292
당기순이익률 (%)	72.5	28.1	39.1	42.2	42.2
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	24	15	164	266	292
지배순이익률 (%)	72.5	28.1	39.1	42.2	42.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	14	163	265	292
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	24	14	163	265	292

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	58	207	278
당기순이익	24	15	164	266	292
비현금항목의 가감	4	10	41	59	85
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	4	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	5	39	58	83
자산부채의 증감	-5	7	-111	-64	-19
기타현금흐름	-1	-4	-36	-55	-80
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	255	204	255
기초 현금	9	47	47	302	506
기말 현금	31	241	302	506	761
NOPLAT	24	18	152	260	276
FCF	19	22	42	198	258

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	40	280	444	708	999
현금및현금성자산	31	241	302	506	761
매출채권 및 기타채권	9	17	130	198	232
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	460	725	1,016
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
지배자분	22	275	440	705	997
자본금	0	6	6	6	6
자본잉여금	1	181	181	181	181
이익잉여금	20	85	249	515	807
기타자본변동	0	3	3	3	3
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	22	275	440	705	997
총차입금	6	0	-1	-2	-3

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	34,907	1,293	12,982	20,544	22,574
PER	0.0	191.5	16.0	9.1	8.3
BPS	23,178	22,807	33,968	54,493	77,067
PBR	0.0	10.9	6.1	3.4	2.4
EBITDAPS	30,553	1,989	14,832	24,462	27,361
EV/EBITDA	0.0	120.3	12.7	6.0	4.7
SPS	4,377	4,599	33,164	0	0
PSR	0.0	53.8	6.3	0.0	0.0
CFPS	20,326	1,896	3,327	15,280	19,921
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	NA	55.5	699.9	50.3	10.0
영업이익 증가율	NA	-23.0	761.2	69.2	12.0
순이익 증가율	NA	-39.7	1,013.4	62.0	10.0
수익성					
ROIC	2,557.2	330.5	233.6	167.8	134.3
ROA	110.2	8.6	43.4	44.8	33.6
ROE	225.8	9.9	45.9	46.4	34.3
안정성					
부채비율	105.0	7.8	4.6	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