

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

펄어비스 (263750KQ | Buy 유지 | TP 240,000원 유지)**검사M의 중국 퍼블리싱 계약으로 투심 회복될 전망**

전일 검은사막 모바일의 중국 퍼블리싱 계약 체결 내용이 공시되었습니다. 주요 계약내용은 비공개된 상태이나 중국내에서 큰 흥행을 기대할 수 있다는 점을 감안할 때 퍼블리서는 텐센트일 가능성이 높다고 판단됩니다. 1분기 실적부진 우려가 주가에 선반영된 가운데 검은사막의 중국 진출 기대감이 확대되면서 향후 공매도 물량 약화로 투심은 개선될 것으로 예상됩니다.

검사M, 중국 퍼블리싱 계약 체결

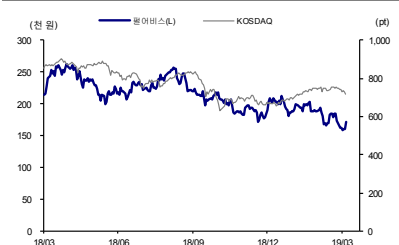
- 동사는 전일 검은사막 모바일의 중국 퍼블리싱 계약 체결 내용 공시. NDA(비밀유지협약)에 의거 계약상대방은 미공개된 상태이며 계약일은 3월 28일, MG(Minimum Guarantee)는 52억원 이상이라고 밝힘.

중국 퍼블리서는 텐센트, 계약금액 200억원 수준으로 예상

- 검사M의 중국 퍼블리서는 텐센트로 예상. 텐센트는 중국내 높은 시장지위(18년 M/S 42%)를 기반으로 가장 인기있는 특정 장르의 대표작들에 대한 퍼블리싱 계약을 모두 선점하는 성장전략 추구. 최근 글로벌 시장에서 가장 흥행하고 있는 배틀로얄 FPS 장르의 경우 배틀그라운드와 포트나이트의 퍼블리싱 계약을 체결한 후 현재는 에이펙스에 대한 판권계약까지 협의중인 것으로 알려짐.
- 또한 완미세계의 흥행으로 중국 모바일 게임 시장내 MMORPG 장르의 인기가 재부각되면서 L2R과 블소 레볼루션의 판권계약을 기체결한 가운데 검사M까지 추가로 확보한 것으로 추정.
- 내넷이즈의 경우 자체 보유한 MMORPG IP가 풍부하고 외부게임의 퍼블리싱보다는 인기게임의 카피캣 출시전략을 추구하고 있어 검사M의 중국 퍼블리서는 텐센트일 가능성이 높다고 판단. MG를 포함한 총계약금액은 모바일 게임 중에서 가장 높은 수준인 200억 수준으로 예상.

공매도 물량 약화로 투심 회복될 전망

- 검사M의 중국 퍼블리싱 계약 체결 소식으로 전일 숏커버링 발생. 1분기 실적부진 우려가 주가에 선반영된 가운데 검은사막의 중국 진출 기대감이 확대되면서 향후 공매도 물량 약화로 투심 개선될 것으로 예상.

Stock Data

주가(3/28)	172,300원		
액면가	500원		
시가총액	2,243십억원		
52주 최고/최저가	262,500원 / 157,800원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-4.3	-19.4	-19.9
상대주가(%)	-2.8	-7.9	-5.2

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	16,520	19,270
증감률	(%)	0.0	-45.6	813.1	39.9	16.6
PER	(배)	0.0	191.5	17.6	10.4	8.9
PBR	(배)	0.0	10.7	6.3	3.5	2.5
ROE	(%)	112.9	9.9	42.6	40.4	32.8
EV/EBITDA	(배)	-0.9	120.3	13.3	6.7	5.0
순차입금	(십억원)	-25	-262	-414	-565	-798
부채비율	(%)	105.0	7.8	75.6	45.2	25.3

펄어비스 | 검사M의 중국 퍼블리싱 계약으로 투심 회복될 전망

텐센트의 최근 배틀로얄 FPS 장르 퍼블리싱 계약 리스트

계약시기	게임명	장르	개발사
4Q17	배틀그라운드	배틀로얄 FPS	블루홀(펄지)
2Q18	포트나이트	배틀로얄 FPS	에픽게임즈
2Q19E	에이팩스 레전드	배틀로얄 FPS	EA(리스폰)

자료: 케이프투자증권 리서치본부

텐센트의 최근 high-end MMORPG 장르 퍼블리싱 계약 리스트

계약시기	게임명	장르	개발사
3Q16	L2R	MMORPG	넷마블
1Q18	블소 레볼루션	MMORPG	넷마블

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주요 국산게임의 중국 퍼블리싱 및 IP 라이선스 계약금액 리스트

계약시기	게임명	플랫폼	장르	개발사	퍼블리셔	계약금액(MG 포함)
4Q07	아이온	PC	MMORPG	엔씨소프트	산다	\$50mn
3Q10	아키에이지	PC	MMORPG	엑스엘게임즈	텐센트	\$40mn
1Q13	테라	PC	MMORPG	블루홀	쿠팡	\$40mn
2Q16	미르 IP 게임	웹게임/모바일	MMORPG	킹넷	킹넷	300 억원
4Q16	미르 IP 게임	모바일	MMORPG	절강환유	킹넷(절강환유)	200 억원
4Q16	미르 IP 게임	웹게임	MMORPG	절강환유	킹넷(절강환유)	300 억원
4Q16	리니지 RK	모바일	수집형 RPG	엔씨소프트	알파게임즈	\$10mn

자료: 케이프투자증권 리서치본부

펼어비스 | 검사M의 중국 퍼블리싱 계약으로 투심 회복될 전망

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

펄어비스 | 검사M의 중국 퍼블리싱 계약으로 투심 회복될 전망

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	39.9	16.6
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	13,016	13,016
영업에서 창출된 현금흐름	31	192	201	272	시가총액(십억원)	2,988	2,691	2,243	2,243
이자의 수취	1	2	3	4	주가(원)	247,600	207,900	172,300	172,300
이자의 지급	0	-3	-4	-2	EPS(원)	1,293	11,807	16,520	19,270
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	23,166	33,123	49,442	68,711
법인세부담액	-5	-17	-34	-39	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-8	-163	-117	-3	PER(X)	191.5	17.6	12.6	10.8
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

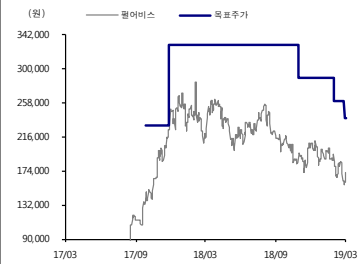
자료: 케이프투자증권 리서치본부

펼어비스 | 검사M의 중국 퍼블리싱 계약으로 투심 회복될 전망

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	2019-03-29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	260,000원	260,000원	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 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.