

펼어비스 (263750)



## Outperform(Downgrade)

주가(6/11) 206,300원

목표주가 240,000원

펼어비스에게 단기적인 모멘텀은 소진된 것으로 판단된다. 하지만 검은사막M 일본의 매출 안정성과 북미/유럽지역의 진출을 감안하면 점진적인 실적상승이 나타날 것으로 전망된다. 특히 2020년에는 동사의 강점이 부각될 시기로 보고 있어 장기적인 관점에서 긍정적 흐름이 기대된다. 투자 의견은 Outperform으로 하향조정하지만, 목표주가는 240,000원으로 유지한다. 투자 의견 하향이유는 단기 주가 상승으로 목표주가 괴리율이 감소했기 때문이다.

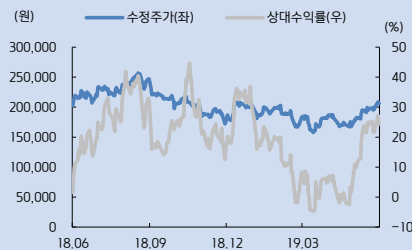
### Stock Data

KOSDAQ (6/11)	728.79pt		
시가총액	26,861억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	257,000원	157,800원	
최고/최저가 대비 등락	-19.7%	30.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	21.6%	20.5%
	6M	18.1%	7.1%
	1Y	1.9%	22.3%

### Company Data

발행주식수	13,020천주
일평균 거래량(3M)	115천주
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	44,135원
주요 주주	김대일 외 12인 50.1%

### Price Trend



## 멀티디바이스의 강점 발휘

### >>> 이관/E3에 대한 기대감은 소진된 시점

펼어비스는 검은사막PC 한국 자체서비스로의 전환 이슈, E3를 통한 신작일정 기대감 형성 등이 주가상승에 주요 이유였다. 검은사막PC는 서비스이관 이후 광고 등을 통해 유저가 크게 증가하였다. 서비스 당일에는 DAU가 두배 증가하는 등 성과를 나타내고 있다. 더불어 PC방점유율 순위가 15위를 기록하는 등 최고수준까지는 아니지만 소기의 성과를 달성하였다고 평가된다. 다만, 하반기 검은사막M의 북미/유럽 출시 시점까지 상당기간 모멘텀이 공백이 발생함에 따라 탄력적인 상승은 제한될 것으로 전망된다.

### >>> 하반기 관전 Point

- 검은사막 북미/유럽의 성과
- 콘솔버전 성과확대 여부
- 2020년 상반기 신작 일정 추가 여부

### >>> 스트리밍게임 가능업체의 쌍두마차

동사는 PC/콘솔/모바일을 개발할 수 있는 국내 유이의 업체로서 향후 스트리밍게임으로 서비스패러다임이 바뀔 경우 강점을 발휘할 수 있다. 신작들도 PC/콘솔/모바일 다양한 디바이스를 개발 중에 있으며 장르도 MMORPG, Sci-Fi 등 다변화가 이루어지고 있어 스트리밍플랫폼에 최적화된 준비를 진행 중에 있다. 신작들이 출시되는 시점은 2020년부터는 동사의 이러한 강점이 부각이 될 것으로 판단되며 원IP로 인한 멀티플 디스카운트 요소도 시간이 지남에 따라 개선될 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	52.4	404.8	620.5	707.8
영업이익(십억원)	21.7	168.1	191.1	253.9
EBITDA(십억원)	22.7	172.9	284.9	291.6
세전이익(십억원)	17.7	175.4	202.6	261.0
순이익(십억원)	14.7	146.4	169.2	218.0
지배주주지분순이익(십억원)	14.7	146.4	169.2	218.0
EPS(원)	1,293	11,591	13,006	16,740
증감률(% YoY)	-73.9	796.4	12.2	28.7
PER(배)	191.5	17.9	16.1	12.5
PBR(배)	10.86	6.59	4.74	3.44
EV/EBITDA(배)	120.3	15.0	8.3	7.3
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.8	35.9
ROE(%)	8.3	42.9	34.4	31.9
순차입금비용(%)	-95.1	-25.9	-61.9	-74.8

펼어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	162.0	156.3	169.6	404.8	620.5	707.8
PC	33.9	29.9	27.3	25.0	26.7	26.1	26.9	25.1	116	104.8	121.5
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	110.4	99.4	117.8	275.9	415.0	441.9
콘솔					4.1	11.2	13.5	9.2		38.0	54.6
기타(이브+신작)				12.8	14.5	14.3	16.5	17.5	12.8	62.8	89.8
영업비용	41.9	57.9	56.7	80.2	114.5	102.0	101.6	111.4	236.7	429.4	453.9
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	27.5	28.5	29.6	57.9	119.6	129.5
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	41.1	47.0	45.2	48.4	120.5	181.6	192.0
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	18.2	18.7	23.5	39.7	90.7	93.5
감가상각비	0.6	0.7	0.9	2.6	3.7	3.8	3.8	3.7	4.8	15.0	15.4
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	5.5	5.4	6.2	13.7	22.5	23.5
영업이익	33.6	54.8	60.3	18.7	18.2	60.0	54.7	58.2	167.4	191.1	253.9
영업이익률	44.5%	48.6%	51.5%	18.8%	13.7%	37.0%	35.0%	34.3%	41.3%	30.8%	35.9%

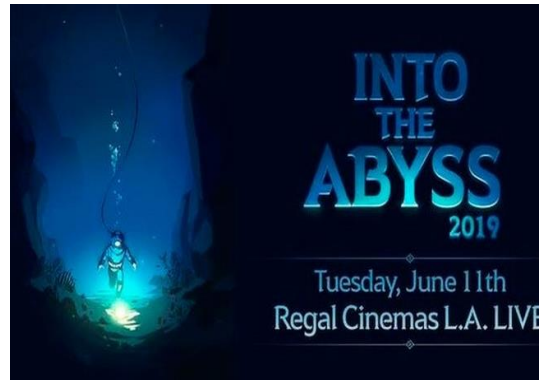
자료: 펼어비스, 키움증권 추정

직접서비스가 시작된 검은사막PC 한국버전



자료: 펼어비스, 키움증권 리서치센터

6/11일 E3 행사 진행



자료: 펼어비스, 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	620.5	707.8	831.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	620.5	707.8	831.0
판매비	30.7	236.7	429.4	453.9	525.6
영업이익	21.7	168.1	191.1	253.9	305.4
EBITDA	22.7	172.9	284.9	291.6	320.9
영업외손익	-4.0	7.2	11.5	7.1	9.8
이자수익	0.7	3.1	5.9	8.5	11.2
이자비용	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
외환관련이익	0.1	11.3	13.0	1.0	1.0
외환관련손실	4.9	5.3	6.0	1.0	1.0
중속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	-0.4	0.1	0.1	0.1
법인세차감전이익	17.7	175.4	202.6	261.0	315.2
법인세비용	3.0	28.9	33.4	43.0	52.0
계속사업손익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
당기순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
지배주주순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-43.5	672.5	53.3	14.1	17.4
영업이익 증감률	-63.6	674.7	13.7	32.9	20.3
EBITDA 증감률	-62.6	661.7	64.8	2.4	10.0
지배주주순이익 증감률	-71.1	895.9	15.6	28.8	20.7
EPS 증감률	-73.9	796.4	12.2	28.7	20.8
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.4	41.5	30.8	35.9	36.8
EBITDA Margin(%)	43.3	42.7	45.9	41.2	38.6
지배주주순이익률(%)	28.1	36.2	27.3	30.8	31.7

**재무상태표**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	638.6	902.0	1,184.3
현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.1	648.1	829.5
단기금융자산	21.1	53.1	79.6	119.5	179.2
매출채권 및 기타채권	16.7	50.0	62.0	67.2	74.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	22.7	75.5	124.5	186.7	280.0
비유동자산	16.7	358.0	257.9	220.3	204.9
투자자산	3.2	9.4	3.1	3.2	3.3
유형자산	6.2	35.6	22.0	14.3	10.1
무형자산	4.2	287.7	207.6	177.5	166.2
기타비유동자산	3.1	25.3	25.2	25.3	25.3
자산총계	296.6	712.5	896.6	1,122.4	1,389.3
유동부채	19.8	115.1	132.5	142.9	149.2
매입채무 및 기타채무	9.1	34.8	52.2	62.7	69.0
단기금융부채	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타유동부채	10.7	40.3	40.3	40.2	40.2
비유동부채	1.6	189.4	189.4	189.4	189.4
장기금융부채	0.0	136.3	136.3	136.3	136.3
기타비유동부채	1.6	53.1	53.1	53.1	53.1
부채총계	21.4	304.5	321.9	332.4	338.6
지배지분	275.2	408.0	574.6	790.0	1,050.6
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타자본	3.1	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
기타포괄손익누계액	-0.6	-3.2	-5.8	-8.3	-10.9
이익잉여금	85.1	231.6	400.7	618.7	881.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	574.6	790.0	1,050.6

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	247.5	240.1	245.4
당기순이익	14.7	146.4	169.2	218.0	263.2
비현금항목의 가감	9.6	41.2	124.5	75.4	59.4
유형자산감가상각비	0.7	2.8	13.7	7.6	4.2
무형자산감가상각비	0.3	2.0	80.2	30.1	11.3
지분법평가손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	8.7	36.5	30.7	37.8	44.0
영업활동자산부채증감	6.6	-22.9	-17.0	-17.2	-34.9
매출채권및기타채권의감소	6.0	-20.5	-12.0	-5.2	-7.5
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	17.4	10.4	6.3
기타	0.6	-2.4	-22.4	-22.4	-33.7
기타현금흐름	-4.4	-5.4	-29.2	-36.1	-42.3
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-269.3	-289.0	-308.9
유형자산의 취득	-4.0	-10.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.9	-7.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-6.1	6.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1.2	-32.0	-26.5	-39.8	-59.7
기타	-3.5	-249.3	-249.2	-249.2	-249.2
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	3.5	3.5	3.5
차입금의 증가(감소)	-1.1	155.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	185.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-19.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.5	3.5	3.5	3.5	3.5
기타현금흐름	-3.3	-4.4	241.4	241.4	241.4
현금 및 현금성자산의 순증가	193.6	-11.5	223.2	196.0	181.4
기초현금 및 현금성자산	46.9	240.5	229.0	452.1	648.1
기말현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.1	648.1	829.5

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	13,006	16,740	20,216
BPS	22,807	31,525	44,134	60,675	80,692
CFPS	2,139	14,855	22,579	22,528	24,781
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	191.5	17.9	16.1	12.5	10.3
PER(최고)	193.3	24.8	16.7		
PER(최저)	66.8	14.8	12.0		
PBR	10.86	6.59	4.74	3.44	2.59
PBR(최고)	10.96	9.11	4.93		
PBR(최저)	3.79	5.44	3.53		
PSR	53.84	6.49	4.38	3.84	3.27
PCFR	115.7	14.0	9.3	9.3	8.4
EV/EBITDA	120.3	15.0	8.3	7.3	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.4	29.0	21.0	21.6	21.0
ROE	8.3	42.9	34.4	31.9	28.6
ROIC	182.4	90.7	53.6	85.1	102.6
매출채권회전율	2.6	12.1	11.1	10.9	11.7
재고자산회전율					
부채비율	7.8	74.6	56.0	42.1	32.2
순차입금비율	-95.1	-25.9	-61.9	-74.8	-79.2
이자보상배율	3,009.6	104.1	118.4	157.3	189.2
총차입금	0.0	176.3	176.3	176.3	176.3
순차입금	-261.6	-105.8	-355.5	-591.3	-832.4
NOPLAT	22.7	172.9	284.9	291.6	320.9
FCF	20.1	121.0	236.4	232.6	235.7