

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

풀어비스 (263750KQ | Buy 유지 | TP 260,000원 상향)

밸류에이션 Re-rating 국면

동사는 최근 E3 2019에서 검은사막의 서비스 플랫폼 확장 계획과 검사M의 글로벌 출시일정을 공개했습니다. 검은사막의 플랫폼 확장을 통한 PLC 장기화와 검사M의 북미/유럽 진출은 동사의 밸류에이션 멀티플 할증 요인으로 작용할 전망이다.

클라우드 게이밍과 콘솔 시장으로 플랫폼 확장

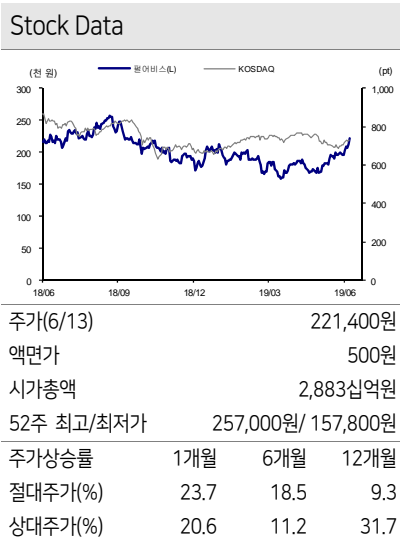
- 동사는 최근 E3 2019에서 검은사막의 PS4 버전 출시계획 발표, 또한 검은사막의 클라우드 게이밍 서비스 론칭을 위한 논의가 진행중이라고 밝힘. 검은사막의 플랫폼 확장은 PLC를 장기화 시키고 향후 출시될 주요 신작들의 흥행을 위한 중요한 기반이 될 전망이다. 따라서 동사의 밸류에이션 확대 요인으로 작용할 전망이다.
- 검은사막의 PS4 버전은 7월 2일부터 사전판매 시작해 3분기에 정식 출시될 예정. 한편 검은사막 IP를 활용한 신작 웨도우 아레나를 개발중이라고 발표. 웨도우 아레나는 기존 검은사막내 배틀로얄 모드인 그림자전장 콘텐츠를 독립 게임으로 개발한 스핀오프 게임.

4Q19 검사 모바일의 글로벌 흥행 기대감

- 4분기에는 북미/유럽을 포함한 글로벌 전지역에 검사M 출시할 계획. 주로 퍼즐, 소셜카지노, 전략 장르가 주류를 이루고 있는 북미/유럽 모바일 게임시장에서는 아직까지 유의미한 성과를 기록한 MMORPG가 없었던 만큼 검사M의 북미/유럽 흥행이 가시화될 경우 큰 폭의 밸류에이션 Re-rating 나타날 전망이다.
- 검사M의 북미/유럽 성과를 기대하는 이유는 1) PC원작인 검은사막의 북미/유럽 흥행 성과와 2) 최근 북미/유럽 유저기반을 확보한 CCP 인수를 통해 마케팅 및 운영노하우 측면의 시너지 효과를 예상하기 때문.

투자 의견 Buy(유지), 목표주가 260,000원으로 상향

- 동사에 대해 투자 의견은 Buy 유지, 목표주가는 260,000원으로 상향. 목표주가 상향은 Target P/E를 기존 14배에서 16배로 변경한 점에 기인. Target P/E는 검사M의 북미/유럽 진출로 큰 폭의 외형성장을 시현할 수 있다는 점과 검은사막의 플랫폼 확장을 감안해 최근 2년간 Historical P/E band 최상단 수준인 16배 적용.



계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	52	405	602	728	784
영업이익	(십억원)	22	168	201	293	331
영업이익률	(%)	41.3	41.5	33.4	40.3	42.2
지배주주순이익	(십억원)	15	146	170	246	278
EPS	(원)	1,293	11,591	13,068	18,932	21,386
증감률	(%)	-45.6	796.4	12.7	44.9	13.0
PER	(배)	191.5	17.9	16.9	11.7	10.4
PBR	(배)	10.7	6.2	4.8	3.4	2.6
ROE	(%)	9.9	42.9	34.4	35.2	28.9
EV/EBITDA	(배)	120.3	15.0	7.7	5.4	4.3
순차입금	(십억원)	-262	-106	-264	-495	-763
부채비율	(%)	7.8	74.6	46.6	29.4	23.0

7월 2일 검은사막 PS4 버전의 사전판매 시작



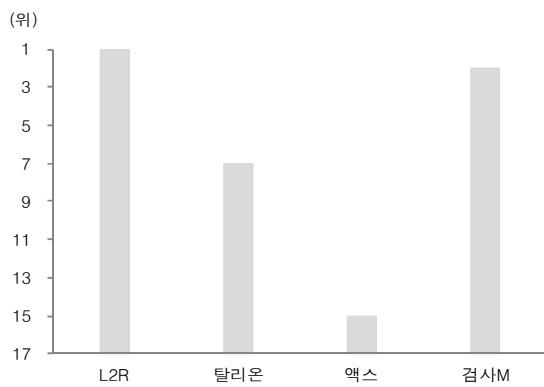
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

검은사막의 배틀로얄 콘텐츠 웨도우 아레나 스크린샷의



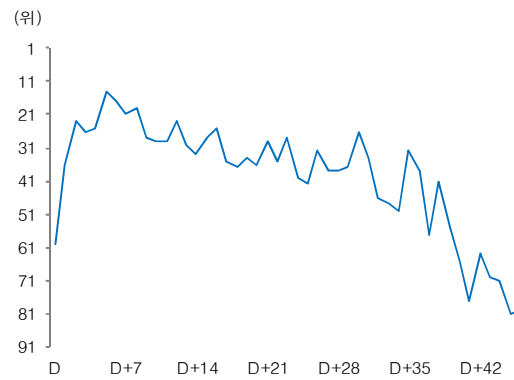
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

국산 모바일 MMORPG의 일본 iOS 최대 매출순위



자료: App Annie, 케이프투자증권 리서치본부

L2R의 출시 초기 미국 iOS 매출순위 추이



자료: App Annie, 케이프투자증권 리서치본부

펼어비스 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

구분	Value	비고
EPS 추정치	16,488	12 개월 Forward EPS
Target P/E	16.0	최근 2 년간 Historical P/E band 최상단
목표주가	260,000	
현재주가	221,400	
상승여력	17.4	

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

펼어비스 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	150.9	146.8	172.1	404.8	602.5	727.8
YoY	137.4	241.2	324.4	301.9	75.6	33.9	25.5	72.8	245.4	48.8	20.8
QoQ	204.8	49.2	3.8	-14.9	33.2	13.8	-2.7	17.2			
PC	33.9	29.9	27.3	37.8	41.2	45.4	48.0	51.5	128.9	186.1	281.5
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	99.8	91.5	110.8	275.8	389.4	418.8
콘솔	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	5.7	7.3	9.9	0.0	26.9	27.5
영업비용	41.9	57.7	56.7	80.2	114.5	97.7	87.0	101.9	236.5	401.1	434.4
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	34.9	28.3	32.6	57.9	129.8	144.3
지급수수료	17.8	29.9	31.5	41.2	41.1	38.5	36.8	43.9	120.4	160.4	187.5
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	18.2	53.2	59.8	70.2	168.2	201.4	293.4
YoY	60.8	147.6	300.1	196.6	-45.9	-3.1	-0.8	261.8	160.0	19.7	45.7
QoQ	413.6	63.6	9.8	-67.8	-6.4	193.1	12.4	17.3			
OPM	44.5	48.7	51.6	19.5	13.7	35.3	40.7	40.8	41.6	33.4	40.3

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	354	478	683	960	매출액	405	602	728	784
현금및현금성자산	229	292	457	717	증가율(%)	672.7	48.8	20.8	7.8
매출채권 및 기타채권	50	74	90	97	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	405	602	728	784
비유동자산	358	370	382	398	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	9	10	12	13	판매비와 관리비	237	401	434	454
유형자산	36	39	43	46	영업이익	168	201	293	331
무형자산	288	296	302	314	영업이익률(%)	41.5	33.4	40.3	42.2
자산총계	713	849	1,066	1,358	EBITDA	173	340	439	489
유동부채	115	94	90	122	EBITDA M%	42.7	56.4	60.4	62.3
매입채무 및 기타채무	35	24	16	17	영업외손익	7	2	2	3
단기차입금	20	4	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	20	6	2	27	금융손익	7	2	2	3
비유동부채	189	175	152	132	기타영업외손익	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	116	76	36	9	세전이익	175	204	295	333
부채총계	305	270	242	254	법인세비용	29	34	49	55
지배기업소유지분	408	579	823	1,104	당기순이익	146	170	246	278
자본금	6	6	6	6	지배주주순이익	146	170	246	278
자본잉여금	192	192	192	192	지배주주순이익률(%)	36.2	28.2	33.9	35.5
이익잉여금	232	402	648	926	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-22	-21	-23	-21	기타포괄이익	-3	1	-2	2
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	144	171	244	280
자본총계	408	579	823	1,104	EPS 증가율(% , 지배)	796.4	12.7	44.9	13.0
총차입금	176	106	58	56	이자손익	2	1	4	7
순차입금	-106	-264	-495	-763	총외화관련손익	6	-2	3	-1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	159	313	389	443	총발행주식수(천주)	12,943	13,020	13,020	13,020
영업에서 창출된 현금흐름	165	343	432	490	시가총액(십억원)	2,691	2,883	2,883	2,883
이자의 수취	3	4	5	8	주가(원)	207,900	221,400	221,400	221,400
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	11,591	13,068	18,932	21,386
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	33,371	46,303	65,082	86,621
법인세부담액	-8	-34	-49	-55	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-305	-178	-174	-180	PER(X)	17.9	16.9	11.7	10.4
유동자산의 감소(증가)	-32	-26	-16	-7	PBR(X)	6.2	4.8	3.4	2.6
투자자산의 감소(증가)	-6	-1	-2	-1	EV/EBITDA(X)	15.0	7.7	5.4	4.3
유형자산 감소(증가)	-11	-15	-16	-17	ROE(%)	42.9	34.4	35.2	28.9
무형자산 감소(증가)	-286	-135	-140	-156	ROA(%)	29.0	21.8	25.8	23.0
재무활동 현금흐름	139	-73	-50	-3	ROIC(%)	99.5	52.9	67.7	70.5
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	29.4	23.0
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-25.9	-45.7	-60.1	-69.1
외환환산으로 인한 현금변동	-4	0	0	0	유동비율(%)	308.0	507.4	757.2	786.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	104.1	77.8	194.7	315.0
현금증감	-12	63	166	259	총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.6
기초현금	241	229	292	457	매출채권 회전율	12.1	9.7	8.9	8.4
기말현금	229	292	457	717	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	149	298	373	426	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자 의견 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
투자 의견	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	2019-06-14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000원	240,000원	240,000원	240,000원	240,000원	260,000원
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	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	-30.63	-28.21
2019-06-14	Buy	260,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	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.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	* 기준일 2019.03.31까지

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.