Industry Brief
2018. 10. 10

펄어비스 263750

안정적 성장기

- ✓ 3Q18 실적, 기대치 부합. 2월 28일 출시된 '검은사막M' 은 꾸준히 국내 시장 매출순위 1위 기록 중이며 8월 29일 출시된 대만 역시 안정적으로 2위 기록 중
- ✓ 3분기 검은사막M의 국내와 대만 일매출액은 각각 7억원으로 추정
- ✓ CCP게임즈 인수를 통한 IP 확보 긍정적이나 재무/이사회 장악에 중점. '이브온라인 모바일' 출시에 의한 성장 수혜는 내년부터로 판단

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	300,000 원
현재주가 (10.8)	219,500 원
상승여력	36.7%

KOSPI	767.15pt
시가총액	28,264억원
발행주식수	1,288만주
유동주식비율	45.84%
외국인비중	9.35%
52주 최고/최저가	284,200원/107,400원
평균거래대금	198.0억원
주요주주(%)	
김대일 외 8 인	46.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.6	-11.5	93.1
상대주가	-3.5	0.2	64.3

주가그래프

3Q18 실적, 기대치 부합 전망

3Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,172억원(+324.7% YoY), 547억원(+260.1% YoY) 전망. 컨센서스(매출액 1,074억원, 영업이익 556억원)대비 대체로 부합한다. '검은사막'의 PC 매출액은 290억원(-2.2% YoY)으로 계절적 비수기였으며, 모바일게임 매출액은 882억원(+6.5% QoQ)으로 국내 644억원, 대만 238억원(영업일수 34일 반영)으로 추정하였다. 10월 대만 일매출 수준은 3~4억원으로 국내 초기대비 1/3 수준으로 추정된다. 참고로 대만 구글플레이 매출 순위는 9월 중순 4~5위로 내려오기도 하였으나 현재 3위 기록 중이다.

영업이익률은 44.2%로 인건비 160억원(+13.1% QoQ), 지급수수료 277억원(+10.2% QoQ), 광고선전비 104억원 등으로 영업비용은 꾸준히 증가한다. 동사의 인력은 9월말 550명 수준이나 18년말까지 700명으로 충원 계획한다.

Next Step 은?

'검은사막M'의 다음 출시 지역은 일본으로 동남아에 투입되었던 인력도 일본 시장에 집중하고 있다. CCP게임즈의 '이브온라인 모바일'의 중국 출시는 넷이즈를 통해 판호발급 등을 재확인 중에 있으며 동사는 올해까지는 CCP게임즈의 재무상황과 이사회 장악에 중점을 두고 있어 신작출시 효과는 내년부터 가시화될 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 30 만원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 30만원을 유지한다. 적정주가의 2018E Target PER은 20.0배 수준으로 2018년 '검은사막' IP는 PC에서 모바일, 콘솔로 플랫폼 다변화에 성공하였으며 2019년에는 신규IP에 의한 성장 추가되기 때문에 적정 밸류에이션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-59.2	22,807	191.5	10.9	120.3	9.9	7.8
2018E	460.9	220.9	184.4	15,016	1,061.2	25,024	15.1	9.0	11.1	61.7	8.0
2019E	673.2	329.4	259.0	20,115	34.0	35,740	11.3	6.3	6.8	66.2	3.7
2020E	721.2	399.6	313.8	24,367	21.1	55,011	9.3	4.1	4.8	53.7	2.8

표19 3Q18 Preview – 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q18E	3Q17	% YoY	2Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	**117.2**	**27.6**	**324.7%**	**112.7**	**4.0%**	**107.4**	**9.2%**
PC	29.0	27.6	5.2%	29.7	-2.2%	-	-
퍼블리싱	15.5	14.4	8.1%	16.0	-3.2%	-	-
직접 서비스	13.5	13.2	2.1%	13.4	0.9%	-	-
모바일	88.2			82.8	6.5%	-	-
영업이익	**54.7**	**15.2**	**260.1%**	**54.8**	**-0.2%**	**55.6**	**-1.7%**
세전이익	**55.3**	**16.1**	**243.1%**	**61.0**	**-9.4%**	**-**	**-**
지배순이익	**43.1**	**13.6**	**218.0%**	**52.2**	**-17.3%**	**44.4**	**-2.9%**
영업이익률 (%)	46.6%	55.0%	-8.4%p	48.6%	-2.0%p	-	-
순이익률 (%)	36.8%	49.1%	-12.3%p	46.3%	-9.5%p	-	-

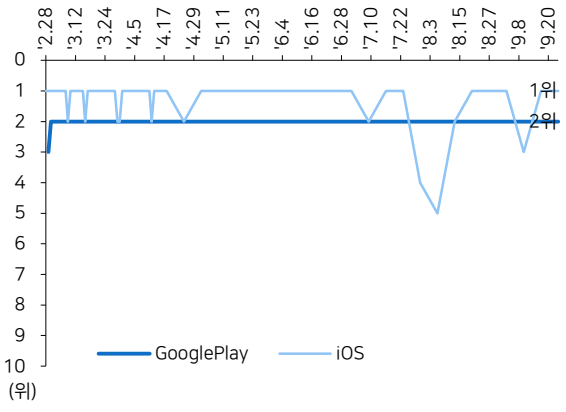
자료: 펄어비스, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표20 펄어비스 분기별 실적 – '검은사막 모바일' 3Q 대만 출시, 다음 출시 지역은 '일본' 예상

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	**31.8**	**24.8**	**27.6**	**24.8**	**75.5**	**112.7**	**117.2**	**155.5**	**109.0**	**460.9**	**673.2**
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	33.8	29.7	29.0	30.5	117.2	123.0	184.7
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	15.6	16.0	15.5	15.9	74.3	63.1	102.3
직접 서비스	9.4	13.4	13.2	6.8	12.0	13.4	13.5	14.5	43.0	53.5	82.4
모바일					41.6	82.8	88.2	120.5		333.1	435.1
콘솔								4.5		4.5	23.3
영업비용	**10.9**	**10.8**	**12.5**	**18.4**	**42.0**	**57.9**	**62.6**	**77.6**	**52.7**	**240.0**	**343.9**
인건비	4.3	4.7	6.0	7.5	10.8	16.6	17.9	20.3	22.5	65.7	98.3
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	30.0	31.2	41.4	9.6	120.4	171.8
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	9.2	11.2	13.5	9.1	44.4	63.4
주식보상비용	1.1	1.3	1.3	1.3	1.4	1.0	1.0	1.1	5.1	4.4	4.8
감가상각비	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.2	1.2	1.4
기타	0.8	0.8	1.5	2.0	1.2	0.8	1.0	1.0	5.2	3.9	4.2
영업이익	**20.9**	**6.5**	**15.2**	**6.6**	**33.5**	**54.8**	**54.7**	**77.9**	**49.1**	**220.9**	**329.4**
세전이익	**18.0**	**1.6**	**16.1**	**1.7**	**34.3**	**61.0**	**55.3**	**78.5**	**37.4**	**229.1**	**332.1**
지배순이익	**15.2**	**1.2**	**13.6**	**1.1**	**27.8**	**52.2**	**43.1**	**61.3**	**31.1**	**184.4**	**259.0**

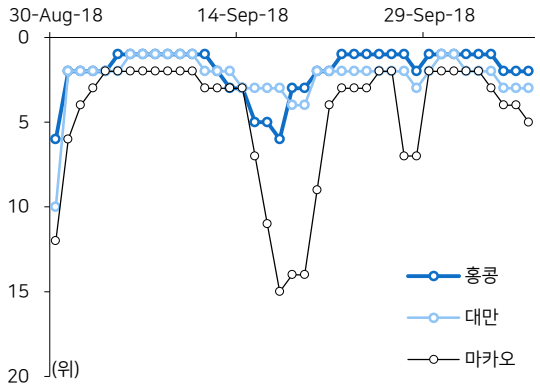
주: Calendar Year 기준
자료: 펄어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 검은사막M의 국내 매출순위



주: 구글플레이 기준, 자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 검은사막M의 대만/홍콩/마카오 등 아시아지역 매출순위



주: 구글플레이 기준, 자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**52.4**	**460.9**	**673.2**	**721.2**
매출액증가율 (%)	55.5	779.9	46.1	7.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	460.9	673.2	721.2
판매관리비	30.7	240.0	343.9	321.6
영업이익	**21.7**	**220.9**	**329.4**	**399.6**
영업이익률	41.4	47.9	48.9	55.4
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	229.1	332.1	402.3
법인세비용	3.0	44.7	73.1	88.5
당기순이익	**14.7**	**184.4**	**259.0**	**313.8**
지배주주지분 순이익	14.7	184.4	259.0	313.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**26.5**	**183.8**	**253.9**	**313.8**
당기순이익(손실)	14.7	184.4	259.0	313.8
유형자산상각비	0.7	0.8	0.6	0.5
무형자산상각비	0.3	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	6.6	6.8	7.0	7.2
투자활동 현금흐름	**-8.3**	**-15.9**	**-14.4**	**-19.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의감소(증가)	-3.1	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	**178.8**	**182.2**	**-7.7**	**-5.3**
차입금의 증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	179.8	240.7	300.5
기초현금	46.9	240.5	420.4	661.1
기말현금	240.5	420.4	661.1	961.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	461.0	703.9	1,014.1
현금및현금성자산	240.5	420.4	661.1	961.6
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	13.4	15.3	15.9
유형자산	6.2	4.4	4.7	4.9
무형자산	4.2	4.3	4.5	4.7
투자자산	3.2	2.0	3.5	3.7
자산총계	**296.6**	**348.0**	**477.1**	**728.2**
유동부채	19.8	22.4	15.1	17.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.6	3.4	1.8	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**21.4**	**25.8**	**16.9**	**19.8**
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	-0.6	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	85.1	83.8	258.0	506.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**275.2**	**322.2**	**460.2**	**708.4**

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	37,540	52,284	56,006
EPS(지배주주)	1,293	15,016	20,115	24,367
CFPS	2,139	15,729	20,734	24,971
EBITDAPS	1,989	18,105	25,668	31,110
BPS	22,807	25,024	35,740	55,011
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	15.1	11.3	9.3
PCR	115.7	14.4	10.9	9.1
PSR	53.8	6.0	4.3	4.0
PBR	10.9	9.0	6.3	4.1
EBITDA	22.7	222.3	330.5	400.6
EV/EBITDA	120.3	11.1	6.8	4.8
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	61.7	66.2	53.7
EBITDA 이익률	43.3	48.2	49.1	55.5
부채비율	7.8	8.0	3.7	2.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	31,126.6		
매출채권회전율(x)	4.2	24.6	29.8	26.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-