펄어비스 (263750.KQ)

2019년 또 다시 성장할 것

NH투자증권

Company Comment | 2018. 11. 12

검은사막 모바일의 매출이 견조한 가운데, CCP게임즈 인수로 단일 게임 회사 risk 탈피. 2019년 중 검은사막 모바일 해외 확장(일본/북미/유럽)과 신규 게임 출시 기대

양호한 3분기 실적 기록

펄어비스의 3분기 실적은 매출액 1,170억원(+267.8% y-y, +3.8% q-q), 영업이익 603억원(+188.8% y-y, +10.0% q-q)으로 기존 당사 영업이익 추정치 530억원과 시장 컨센서스 545억원을 상회

검은사막 온라인 매출이 273억원으로 3분기 비수기 영향에 따라 전분기대비 8.7% 감소하였지만, 검은사막 모바일 매출은 897억원으로 일평균매출 9.9억원을 기록. 국내 매출이 소폭 감소하였지만, 대만/홍콩/마카오 출시에 따라 검은사막 모바일 전체 매출은 성장

마케팅비용은 100억원(+413.1% y-y, +8.3% q-q)으로 검은사막 모바일 대만/홍콩/마카오 출시에 따라 증가한 반면, 2분기 인센티브 지급 효과가 사라진 인건비는 119억원으로 전분기대비 20.7% 감소. 3분기말 기준 전체 인력은 570명(+57명 q-q)

펄어비스에 CCP게임즈를 더하다

펄어비스는 아이슬란드 게임 개발사인 CCP게임즈 인수를 마무리함. 펄어비스가 한국형 MMORPG(다중역할수행게임)를 개발하고, CCP게임즈는 기존 Eve Online이 보여준 Sci-fi(공상과학) 장르의 게임을 개발하면서 다양하게 장르가 확대될 것으로 기대됨. 4분기 실적부터 CCP게임즈가 연결 기준으로 편입될 예정인데, 다만, 4분기 실적에는 인수 관련 비용이 일회성으로 반영될 수 있음

2019년 1분기 검은사막M 일본 출시를 시작으로 2분기 중 북미/유럽 출시가 예상되며, 프로젝트K, 프로젝트V, Eve Universe 등 신규 게임도 하반기 이후 출시가 예정되어 있어 신규 게임 기대감도 점진적으로 상승할 것

펄어비스 3분기 실적 Review(K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P					4Q18E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	31.8	24.8	75.5	112.7	117.0	267.8	3.8	106.4	112.6	101.7
영업이익	20.9	6.5	33.5	54.8	60.3	188.8	10.0	53.0	54.5	52.4
영업이익률	*65.7*	*26.1*	*44.3*	*48.7*	*51.6*	-	-	*49.8*	*48.4*	*51.5*
세전이익	18.0	1.6	34.3	60.9	58.7	226.7	-3.6	54.3	56.6	54.0
(지배)순이익	15.2	1.2	27.8	52.2	51.7	240.1	-0.9	46.4	47.2	46.2

주: IFRS 연결기준. 자료: 펄어비스, WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	285,000원 (유지)
현재가 ('18/11/09)	207,500원
업종	게임
KOSPI / KOSDAQ	2,086.09 / 687.29
시가총액(보통주)	2,685.7십억원
발행주식수(보통주)	12.9백만주
52주 최고가('18/03/02)	284,200원
최저가('17/11/09)	138,800원
평균거래대금(60일)	19.1십억원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	9.8%
주요주주	
김대일 외 9 인	46.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-8.3	-14.6	49.5
상대수익률 (%p)	5.3	5.7	54.4

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	52.4	406.9	544.9	708.2
증감률	*55.5*	*676.5*	*33.9*	*30.0*
영업이익	21.7	201.0	285.6	393.0
영업이익률	*41.4*	*49.4*	*52.4*	*55.5*
(지배지분)순이익	14.7	177.8	269.6	369.1
EPS	1,293	14,074	20,827	28,514
증감률	*-59.2*	*988.5*	*48.0*	*36.9*
PER	191.5	14.7	10.0	7.3
PBR	10.9	5.9	3.7	2.5
EV/EBITDA	120.3	11.3	7.2	4.4
ROE	9.9	48.8	45.9	40.7
부채비율	7.8	8.6	7.1	5.6
순차입금	-261.6	-389.6	-615.3	-949.5

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

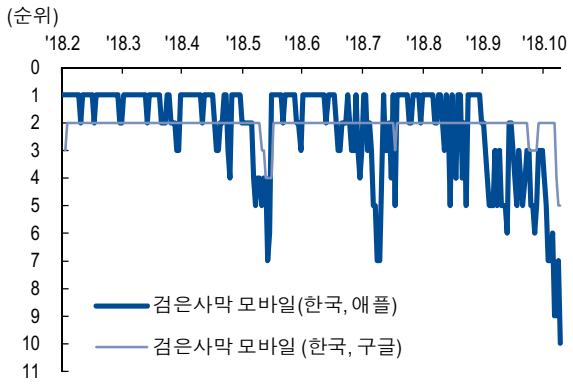
Analyst 안재민
02)768-7647, jaemin.ahn@nhqv.com

표 1. 펄어비스 예상 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시기
검은사막 온라인 (태국/동남아)	PC MMORPG	펄어비스	18년 1월 17일
검은사막 모바일 (국내)	MMORPG	펄어비스	18년 2월 28일
검은사막 모바일 (대만/홍콩/마카오)	MMORPG	펄어비스	18년 8월 29일
검은사막 콘솔	Console MMORPG	펄어비스	18년 12월
검은사막 모바일 (일본)	MMORPG	펄어비스	19년 1분기
검은사막 모바일 (북미/유럽)	MMORPG	펄어비스	19년 상반기
Project K (PC / 콘솔)	MMO + FPS + AOS	펄어비스	2019년
Project V (모바일)	Casual MMORPG	펄어비스	2019년
Eve Universe (PC)	FPS	CCP게임즈	2019년
Project Omega (PC)	MMORPG	펄어비스	2020년
EVE Echoes (모바일)	Sci-fi MMORPG	CCP게임즈	2020년
EVE War of Ascension (모바일)	Sci-fi 전략	CCP게임즈	2020년

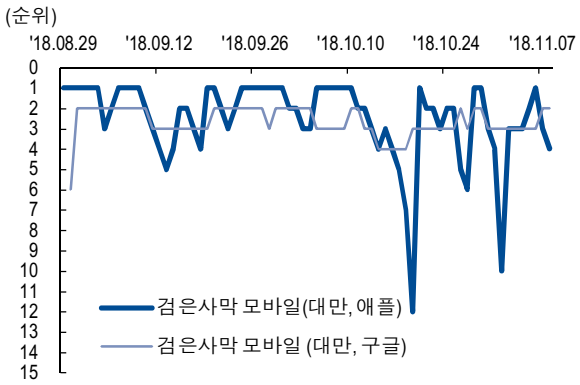
주: MMORPG(다중접속역할수행게임), MMO(다중접속게임), FPS(1인칭슈팅게임), AOS(멀티플레이어온라인배틀)
자료: 펄어비스, 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부

그림 1. 검은사막모바일 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: AppAnnie, NH 투자증권 리서치본부

그림 2. 검은사막모바일 앱스토어 매출 순위 (대만)



자료: AppAnnie, NH 투자증권 리서치본부

표2. 펄어비스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018E	2019F	2020F
매출액	- 수정 후	52.4	406.9	544.9	708.2
	- 수정 전	-	400.7	563.2	720.5
	- 변동률	-	1.5	-3.2	-1.7
영업이익	- 수정 후	21.7	201.0	285.6	393.0
	- 수정 전	-	193.0	287.3	389.8
	- 변동률	-	4.1	-0.6	0.8
영업이익률(수정 후)		41.3	49.4	52.4	55.5
EBITDA		22.7	203.9	288.5	396.8
(지배지분)순이익		14.7	177.8	269.6	369.1
EPS	- 수정 후	1,293	14,074	20,827	28,514
	- 수정 전	-	13,655	21,310	28,671
	- 변동률	-	3.1	-2.3	-0.5
PER		191.5	14.7	10.0	7.3
PBR		10.9	5.9	3.7	2.5
EV/EBITDA		120.3	11.3	7.2	4.4
ROE		9.9	48.8	45.9	40.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 펄어비스 분기별 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018E	2019F
매출액	**75.5**	**112.7**	**117.0**	**101.7**	**86.3**	**122.7**	**155.5**	**180.5**	**117.2**	**406.9**	**544.9**
한국	47.6	86.7	81.6	54.2	43.7	39.3	35.4	76.9	18.4	270.1	195.3
북미/유럽	13.2	15.1	9.0	8.6	7.7	6.9	51.2	41.6	39.0	41.8	107.5
아시아	14.7	10.9	26.4	38.7	34.8	76.4	68.7	61.9	55.0	94.8	241.8
모바일	**41.6**	**82.8**	**89.7**	**75.5**	**62.9**	**101.6**	**136.5**	**163.3**	**-**	**289.6**	**464.3**
검은사막M(한국)	41.6	82.8	77.8	50.6	40.5	36.4	32.8	29.5	-	252.8	139.2
검은사막M(해외)	-	-	11.9	24.9	22.4	65.2	58.7	52.8	-	36.8	199.1
영업비용	**42.0**	**57.9**	**56.7**	**49.3**	**45.2**	**62.2**	**69.8**	**82.0**	**52.5**	**205.9**	**259.3**
인건비	10.1	15.0	11.9	13.6	13.6	16.3	15.2	16.0	22.6	50.6	61.0
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	8.0	7.8	10.4	8.5	11.5	9.1	37.7	38.2
영업이익	**33.5**	**54.8**	**60.3**	**52.4**	**41.1**	**60.5**	**85.6**	**98.4**	**64.6**	**201.0**	**285.6**
영업이익률	44.3	48.7	51.6	51.5	47.6	49.3	55.1	54.5	55.1	49.4	52.4
세전이익	34.3	61.0	58.7	54.0	42.7	62.7	86.7	100.9	22.1	208.0	293.1
순이익	**27.8**	**52.2**	**51.7**	**46.2**	**44.6**	**55.4**	**77.9**	**91.6**	**49.5**	**177.9**	**269.6**

자료: 펄어비스, NH투자증권 리서치본부 전망

펄어비스 3분기 실적발표 컨퍼런스콜 내용 정리

1) 펄어비스 측 Comment

- 3Q18 사업현황 및 실적발표

<사업현황>

- 검은사막 IP의 성장과 리마스터를 통해 레벨업시킴. 검은사막 모바일을 대만, 홍콩, 마카오 지역에 성공적으로 출시하면서 플랫폼 확장 진행 중. CCP 게임즈 인수로 EVE IP를 확보하였고 성장 기대

- 검은사막 온라인: 8월 리마스터를 전국가에 동시 적용. 유저 지표도 긍정적으로 변화. 복귀 유저 78%를 기록하며 한국, 남미도 복귀 유저 증가함. 한국은 그랜드 오픈 3년이 지남. 현재까지 누적 가입자 240만, 플레이타임 3억 기록. 글로벌 검은사막 온라인 누적 가입자 1천만명 돌파

- 검은사막 모바일: 대만 279만명 사전 예약을 기록하였고, 양대 앱스토어 매출 1위를 기록. 대만은 한국보다 업데이트를 빠르게 진행. 현지 유저들에게 지속적인 콘텐츠 제공할 것. 국내에는 금수랑을 추가하며 게임의 재미와 편의성 증대를 제공함

- CCP게임즈 인수: EVE online은 4천만명 유저를 가지고 있고, 15년 이상 서비스된 게임임. EVE IP를 활용할 뿐만 아니라, CCP게임즈의 개발력을 통해 신규 게임 개발을 진행할 것

- 안정적인 글로벌 서비스를 위한 노력 지속 중. 해외 시장 거점 마련을 위해 일본과 미국의 현지 법인 설립

<재무실적>

- 영업수익 1,170억원, 영업이익 603억원 기록

- PC: 전분기대비 8% 감소. 일본, 한국은 매출 성장하였으나 북미/유럽 감소

- 모바일: 국내에 대만 매출이 더해지며 성장. 글로벌 출시 지역 확대하면서 더 큰 성장 전망

- 아시아: 전분기대비 74% 증가. 대만 모바일 서비스 추가에 기인

- 북미/유럽: 4분기 다양한 업데이트를 통해 성과가 개선될 수 있도록 노력할 것

- 영업비용
  인건비: 2분기 인센티브 영향으로 31억원 감소
  인력 570명, 개발 인력 비중66%
  광고선전비: 대만 검은사막 모바일 출시로 증가

- 4분기: 검은사막 IP 하이라이트 되도록 노력할 것.
  신규 클래스 아처를 공개
  러시아 직접 서비스를 11월 22일부터 시작

- 검은사막 모바일은 대규모 콘텐츠 업데이트 예정. 일본 진출 준비. 내년 1분기 출시 예정

- 검은사막 콘솔 OBT 11월 8일~ 12일 진행 중. 오픈베타 이후 연내 출시 목표를 준비 중

- EVE online: 안정적인 매출이 유지될 수 있도록 노력할 것. 중국 넷이즈가 리퍼블리싱 버전 출시 준비 중

- 프로젝트K, 프로젝트 NOVA 등 신규 프로젝트 준비 중

2) Q&A 정리

1. Microsoft CEO와 미팅을 가졌는데, 어떠한 이야기가 오고 갔나?

- MS와 긴밀한 협력 진행 중. XBOX 지원 뿐만 아니라 회사 차원에서 서로 협력할 수 있는 것에 대해 논의함

2. EVE online 중국에서 리퍼블리싱 된다고 했는데, 판호 이슈는 없나?

- 기존 퍼블리셔에서 넷이즈로 퍼블리셔가 변경되었음. 판호를 받아야 하며, 현재는 중국 판호가 모두 막혀있기 때문에 시간이 걸릴 것

3. 국내 검은사막 모바일 콘텐츠 업데이트가 금수랑 이후 없었던 것 같다. 향후 계획은?

- 8월 업데이트 이후 증가했던 매출이 서서히 감소하여 안정기에 들어감. 12월 전직 시스템, 사막 지역 확대 등 콘텐츠 확장으로 안정적인 매출 유지할 것

4. CCP게임즈 인수가 마무리되었는데, 앞으로의 시너지? 4분기에 연결 기준으로 편입되는지? 16년 대비 17년 이익이 많이 감소하였는데, 18년은 어떻게 전망하나?

- EVE 온라인 자체는 15년 이상 되었기 때문에 안정적이었으나 VR 사업 정리 때문에 매출이나 손익의 변화가 컸는데, 현재는 안정화되고 있는 상황. 4분기 연결 재무제표에 들어갈 것

- CCP게임즈 인수를 통해서 글로벌 최고의 개발사가 되는 것이 목표이며, EVE online의 개발 능력과 IP를 모두 가지고 있는 회사이며, 신작 개발을 통해 포트폴리오를 더욱 단단하게 해줄 것

5. 프로젝트K나 프로젝트V가 언제쯤 공개될 수 있는지?

- 올해 외부 공개가 가능한 수준까지 개발하겠다는 점은 변화없음. 두 게임 모두 글로벌 시장을 겨냥하고 있기 때문에 글로벌에서 가장 효과적인 시기에 공개할 것. 외부 공개 시기는 아직 확정되지 않았음

- 프로젝트K와 프로젝트V는 모두 2019년에 출시하는 것을 목표로 하고 있음

6. 10월 이후 검은사막M의 지표가 하락하였는데, 어떠한 대책을 가지고 있는지?

- 업데이트 마다 많은 유저의 피드백이 있었음. 오픈 9개월이 되면서 신규 유저보다는 복귀 유저가 늘어나는 만큼 장기적이고 안정적인 업데이트를 준비할 것

- 11월 업데이트를 예정하고 있어 매출 반등 기대

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	**52.4**	**406.9**	**544.9**	**708.2**
증감률 (%)	*55.5*	*676.5*	*33.9*	*30.0*
매출원가	**0.0**	**110.0**	**158.2**	**205.7**
매출총이익	**52.4**	**296.9**	**386.7**	**502.5**
Gross 마진 (%)	*100.0*	*73.0*	*71.0*	*71.0*
판매비와 일반관리비	30.7	95.9	101.1	109.5
영업이익	**21.7**	**201.0**	**285.6**	**393.0**
증감률 (%)	*-22.8*	*826.3*	*42.1*	*37.6*
OP 마진 (%)	*41.4*	*49.4*	*52.4*	*55.5*
EBITDA	**22.7**	**203.9**	**288.5**	**396.8**
영업외손익	**-4.0**	**6.9**	**7.5**	**10.0**
금융수익(비용)	-4.1	10.4	11.9	14.5
기타영업외손익	0.0	-3.8	-4.7	-4.8
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	**17.7**	**207.9**	**293.1**	**403.0**
법인세비용	**3.0**	**30.1**	**23.6**	**33.9**
계속사업이익	14.7	177.8	269.6	369.1
당기순이익	**14.7**	**177.8**	**269.6**	**369.1**
증감률 (%)	*-39.8*	*1,109.5*	*51.6*	*36.9*
Net 마진 (%)	*28.1*	*43.7*	*49.5*	*52.1*
지배주주지분 순이익	14.7	177.8	269.6	369.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.6	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	14.2	177.8	269.6	369.1

Valuation / Profitability / Stability

	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	191.5	14.7	10.0	7.3
PBR(X)	10.9	5.9	3.7	2.5
PCR(X)	115.7	12.5	9.1	6.7
PSR(X)	53.8	6.4	4.9	3.8
EV/EBITDA(X)	120.3	11.3	7.2	4.4
EV/EBIT(X)	125.9	11.4	7.2	4.4
EPS(W)	1,293	14,074	20,827	28,514
BPS(W)	22,807	35,000	55,827	84,341
SPS(W)	4,599	32,208	42,103	54,715
자기자본이익률(ROE, %)	9.9	48.8	45.9	40.7
총자산이익률(ROA, %)	8.6	45.1	42.6	38.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	288.6	500.8	325.5	301.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-95.0	-86.0	-85.1	-87.0
총부채/ 자기자본(%)	7.8	8.6	7.1	5.6
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	1,416.6	1,264.5	1,530.5	1,971.6
총발행주식수(mn)	12	13	13	13
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	247,600	207,500	207,500	207,500
시가총액(십억원)	2,988	2,686	2,686	2,686

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	240.5	290.5	454.9	734.8
매출채권	15.9	63.2	102.2	136.8
유동자산	**279.9**	**457.1**	**732.5**	**1,107**
유형자산	6.2	7.2	8.7	10.0
투자자산	3.2	5.5	8.5	9.5
비유동자산	**16.7**	**34.7**	**41.3**	**45.8**
자산총계	**296.6**	**491.8**	**773.9**	**1,152**
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	**19.8**	**36.2**	**47.9**	**56.1**
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.7	1.1	1.4	1.9
비유동부채	**1.6**	**2.6**	**3.4**	**4.6**
부채총계	**21.4**	**38.8**	**51.3**	**60.7**
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
이익잉여금	85.1	262.9	532.5	901.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**275.2**	**453.0**	**722.6**	**1,092**

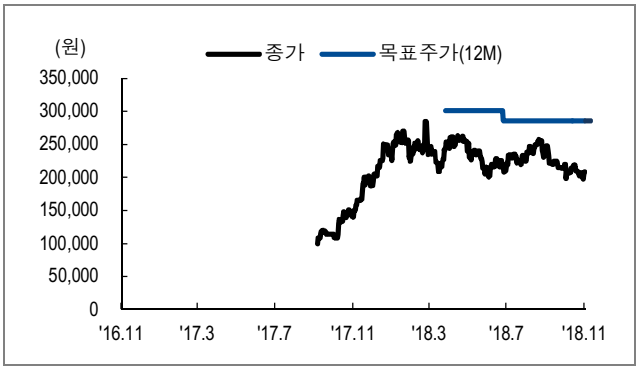
CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	**26.5**	**150.5**	**237.9**	**344.7**
당기순이익	14.7	177.8	269.6	369.1
+ 유/무형자산상각비	1.0	2.8	2.9	3.8
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	3.7	1.7	2.7	2.2
Gross Cash Flow	24.4	209.1	293.6	401.1
- 운전자본의증가(감소)	6.6	-31.8	-37.2	-30.3
투자활동 현금흐름	**-8.3**	**-100.5**	**-73.5**	**-64.8**
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-4.0	-3.0	-3.3	-3.6
+ 투자자산의매각(취득)	-3.1	-2.3	-3.0	-1.0
Free Cash Flow	22.5	147.5	234.6	341.0
Net Cash Flow	18.2	50.0	164.4	279.9
재무활동현금흐름	**178.8**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자기자본 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
부채증감	-7.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	193.6	50.0	164.4	279.9
기말현금 및 현금성자산	240.5	290.5	454.9	734.8
기말 순부채(순현금)	-261.6	-389.6	-615.3	-949.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2018.07.04	Buy	285,000원(12개월)	-	-
2018.04.04	Buy	300,000원(12개월)	-21.6%	-12.5%

펄어비스(263750.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. 2018년 11월 2일기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.6%	19.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '펄어비스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.