

Industry Brief
2019. 1. 11

펄어비스 263750

충분히 낮아진 눈높이

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q18 실적, 컨센서스 대비 하회하나 낮아진 눈높이 충족 전망. 검은사막 PC와 모바일(국내/대만)의 매출이 점진적 하향세 시현하며 CCP게임즈 인수관련 일회성 비용 150억원 발생으로 분기실적 저점 형성 예상
- ✓ 그러나 충분히 낮아진 실적에 대한 눈높이로 주가는 바닥으로 판단. 2019년 1월 검은사막 콘솔과 모바일(일본) 출시를 시작으로 재성장 궤도 진입
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 30만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **300,000 원**
현재주가 (1.10) **206,100 원**
상승여력 **45.6%**

KOSDAQ	683.34pt
시가총액	26,676억원
발행주식수	1,294만주
유동주식비율	46.08%
외국인비중	11.31%
52주 최고/최저가	284,200원/172,000원
평균거래대금	126.3억원
주요주주(%)	
김대일 외 9 인	46.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.8	-7.0	-14.4
상대주가	17.6	10.7	4.5

주가그래프



4Q18 실적, 낮아진 눈높이 충족 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,192억원(+380.6% YoY), 421억원(+537.2% YoY) 전망, 컨센서스(매출액 1,172억원, 영업이익 547억원) 대비 하회하나 당사 추정치에는 대체로 부합할 전망이다. '검은사막'의 PC 매출액은 297억원으로 전 분기와 유사, 모바일게임 매출액은 794억원(-11.5% QoQ)으로 국내 460억원, 대만 182억원으로 추정하였다.

영업이익률은 35.3%로 인건비 165억원(+21.0% QoQ), 지급수수료 472억원 (+50.0% QoQ), 광고선전비 112억원(+12.5% QoQ) 등으로 CCP게임즈 인수 관련 일회성 비용 150억원과 CCP게임즈 연결계상으로 전반적인 비용 한단계 증가한다. 참고로 펄어비스 인력 역시 3Q말 550명 수준에서 12월말 약 700명 수준으로 증가하였다.

1월, 다시 시작이다

'검은사막'의 Xbox 콘솔은 1월 7일 프리오더가 시작되었으며 3월 4일 북미/유럽에 정식 출시된다. '검은사막M'의 일본 출시 역시 1월 8일 기자회견을 통해 밝혔듯이 1분기 출시될 전망이다. 2018년 4분기 CCP게임즈와 관련된 비용 발생으로 실적 관련 노이즈는 일단락되고 있어 2019년 펄어비스의 검은사막 IP 확장 및 신규게임 출시에 의한 성장 스토리 재개된다. 또한 2019년 1분기 중국 판호 관련된 규제가 외자판호 발급에서도 완화될 경우 PC '검은사막'과 CCP 게임즈의 '이브차이나' 등 중국 관련 기대감도 고조될 전망이다.

(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	424.3	190.7	165.0	13,438	939.2	25,024	16.8	9.0	13.0	55.2	8.0
2019E	595.3	286.4	225.5	17,510	30.3	33,909	12.9	6.7	8.0	59.4	3.9
2020E	697.4	399.8	313.9	24,374	39.2	50,576	9.3	4.5	5.0	57.7	3.0

표20 4Q18 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	119.1	24.8	380.6%	117.0	1.8%	122.4	-2.7%
PC	29.7	24.8	19.8%	27.3	8.7%	-	-
퍼블리싱	15.2	17.9	-15.5%	15.5	-2.4%	-	-
직접 서비스	14.5	6.8	112.5%	13.5	7.6%	-	-
모바일	79.4	0.0		89.7	-11.5%	-	-
영업이익	42.1	6.6	537.2%	60.3	-30.3%	53.7	-21.7%
세전이익	42.7	1.7	2,378.6%	60.9	-29.9%	-	-
지배순이익	33.3	1.1	2,848.8%	51.7	-35.6%	49.0	-32.1%
영업이익률 (%)	35.3%	26.6%	8.7%	51.5%	-16.2%	43.9%	-8.6%
순이익률 (%)	28.0%	4.6%	23.4%	44.2%	-16.2%	40.0%	-12.1%

자료: 펠어비스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 펠어비스 분기별 실적 - 4Q18이 저점, 2019년 완만한 재성장 기조 시현

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	119.1	133.7	152.8	148.3	160.6	109.0	424.3	595.3
PC	33.9	29.9	27.3	29.7	32.2	45.2	45.1	47.8	117.2	120.8	170.4
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	15.2	14.1	24.4	24.3	25.1	72.6	62.4	87.9
직접 서비스	12.0	13.4	13.5	14.5	18.1	20.8	20.8	22.8	44.6	53.5	82.4
모바일	41.6	82.8	89.7	79.4	87.0	90.7	87.2	78.7		293.5	343.5
콘솔				0.0	4.5	6.9	6.0	5.9		0.0	23.3
영업비용	42.0	57.9	56.7	77.0	73.4	78.6	78.1	79.0	52.7	233.6	309.0
인건비	10.8	16.6	13.6	16.5	17.7	18.6	19.5	20.5	22.5	57.5	76.4
지급수수료	17.8	30.0	31.5	47.2	38.2	40.1	40.9	41.7	9.6	126.5	161.0
광고선전비	10.5	9.2	10.0	11.2	15.2	17.5	15.2	14.2	9.1	40.9	62.1
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	5.1	3.3	2.3
감가상각비	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.2	1.3	1.9
기타	1.2	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	5.2	4.2	5.4
영업이익	33.5	54.8	60.3	42.1	60.3	74.3	70.2	81.6	49.1	190.7	286.4
세전이익	34.3	61.0	60.9	42.7	61.0	75.0	70.9	82.3	37.4	198.9	289.1
지배순이익	27.8	52.2	51.7	33.3	47.5	58.5	55.3	64.2	31.1	165.0	225.5

주: Calendar Year 기준

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	424.3	595.3	697.4
매출액증가율 (%)	55.5	710.0	40.3	17.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	424.3	595.3	697.4
판매관리비	30.7	233.6	309.0	297.6
영업이익	21.7	190.7	286.4	399.8
영업이익률	41.4	44.9	48.1	57.3
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
중속/관계기업손익	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	198.9	289.1	402.4
법인세비용	3.0	38.1	63.6	88.5
당기순이익	14.7	165.0	225.5	313.9
지배주주지분 순이익	14.7	165.0	225.5	313.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	160.3	220.4	313.9
당기순이익(손실)	14.7	165.0	225.5	313.9
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
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의 감소(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	156.3	207.2	300.6
기초현금	46.9	240.5	396.8	603.9
기말현금	240.5	396.8	603.9	904.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	437.4	646.8	957.1
현금및현금성자산	240.5	396.8	603.9	904.6
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	453.5	671.0
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	234.4	449.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	436.6	651.2

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	34,557	46,234	54,157
EPS(지배주주)	1,293	13,438	17,510	24,374
CFPS	2,139	14,151	18,130	24,979
EBITDAPS	1,989	15,645	22,328	31,120
BPS	22,807	25,024	33,909	50,576
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	16.8	12.9	9.3
PCR	115.7	16.0	12.5	9.1
PSR	53.8	6.6	4.9	4.2
PBR	10.9	9.0	6.7	4.5
EBITDA	0.0	22.7	192.1	287.5
EV/EBITDA	120.3	13.0	8.0	5.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	55.2	59.4	57.7
EBITDA 이익률	43.3	45.3	48.3	57.5
부채비율	7.8	8.0	3.9	3.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	26,871.2		
매출채권회전율(x)	4.2	22.6	26.3	25.9
재고자산회전율(x)				