

펄어비스 (목표주가 270,000원 하향, 투자 의견: '매수' 유지)

4Q18 매출액과 영업이익은 각각(QoQ) 1,152억원(-1.5%), 310억원(-48.6%)으로 전망된다. 영업이익 컨센서스(409억원)을 24% 하회하는 부진한 실적이다. 블소레볼루션 등 경쟁작 출시에 국내 검은사막 모바일 일매출이 감소(3Q18 8억원→4Q18 5억원)했다. PC 대작(로스트아크) 출시 여파로 국내 PC 검은사막 매출도 전분기 대비 25% 감소했다. CCP게임즈 인수 관련 1회성 비용은 약 150억원 반영될 전망이다.

실적은 부진하나 이미 주가에 반영됐다. 해외 진출과 플랫폼 확장 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 2월 말 검은사막 모바일 일본 출시, Xbox 버전의 북미/유럽 출시(3/4)가 예정되어 있다. 특히 탈리온, 리니지2레볼루션 등 국산 MMORPG가 흥행한 일본에서의 모바일 성과가 기대된다. 일본에서 검은사막 모바일의 사전예약이 1/8부터 진행되고 있다. 100만을 목표로 하고있는 사전예약자 수는 현재 20만명을 넘어섰다. 1/31~2/2 진행되는 CBT 이후 사전예약자 수는 더 빠르게 증가할 전망이다.

4Q18 실적이 부진하나 주가에 상당부분 반영됐다. 해외 진출과 플랫폼 확장 모멘텀에 집중할 때이다. 목표주가는 270,000원으로 하향했다(기존 290,000원). 국내외 게임주 부진에 따라 적용하던 Peers 밸류에이션을 조정(Target PER 16배→15배)했다.

펄어비스의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2018년 순이익	156	12개월 Forward 순이익	175	2019년 순이익	214
EPS(원)	12,919	12개월 Forward EPS(원)	14,526	EPS(원)	17,771
PER(x)	16	Target PER(x)	15	PER(x)	15
목표주가(원)	290,000	목표주가(원)	270,000	목표주가(원)	270,000
현재주가(원)	207,500	현재주가(원)	187,200	현재주가(원)	187,200
현재주가 PER(x)	16.1	현재주가 PER(x)	10.4	현재주가 PER(x)	10.5
				upside(%)	44.2

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 국내외 게임주 부진에 따라 Peers 밸류에이션 조정 (Target Multiple 16배→15배)

펄어비스의 분기별 영업실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	75.5	112.7	117.0	115.2	141.1	148.4	185.6	181.4	117.2	420.4	656.6
증감률 (% QoQ)	203.8	49.3	3.8	(1.5)	22.5	5.2	25.0	(2.2)			
검은사막 온라인	33.8	29.7	27.3	26.5	24.5	23.9	22.9	24.3	117.3	117.3	95.7
국내	6.0	3.9	5.8	4.4	4.3	4.4	4.3	4.5	19.1	20.0	17.6
미주/유럽 등	13.2	10.9	9.0	10.6	9.8	9.5	9.1	9.9	41.7	43.7	38.2
아시아(대만,일본,동남아)	14.7	15.1	12.5	11.5	10.5	10.0	9.6	9.9	56.5	53.8	39.9
모바일	41.6	82.8	89.7	71.8	88.7	101.6	130.2	130.0			
국내	41.6	82.8	75.8	50.6	44.2	37.9	37.8	40.8	0.0	250.8	160.8
해외	0.0	0.0	13.9	21.2	44.5	63.7	92.4	89.2	0.0	35.0	289.8
검은사막 콘솔	0.0	0.0	0.0	0.0	11.2	6.0	11.4	5.7	0.0	0.0	34.3
CCP 게임즈				16.9	16.7	16.9	21.1	21.5			76.1
판매비 및 관리비	41.9	57.8	56.7	84.2	85.9	87.8	101.7	98.2	52.6	240.6	373.7
M&A 등 1회성 비용				15.0						15.0	
CCP 게임즈				16.4	16.5	18.0	18.2	18.4		16.4	71.0
영업이익	33.6	54.8	60.3	31.0	55.2	60.6	83.9	83.2	64.6	179.7	282.9
영업이익률 (%)	44.5	48.7	51.6	26.9	39.1	40.9	45.2	45.9	55.1	42.7	43.1
증감률 (% QoQ)	429.7	63.3	10.0	(48.6)	78.1	9.9	38.3	(0.8)			
당기순이익	27.8	52.2	51.7	24.2	41.5	45.7	63.9	63.3	49.5	155.9	214.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

검은사막 콘솔(Xbox) 버전 프리오더 진행중 (3/4 출시)



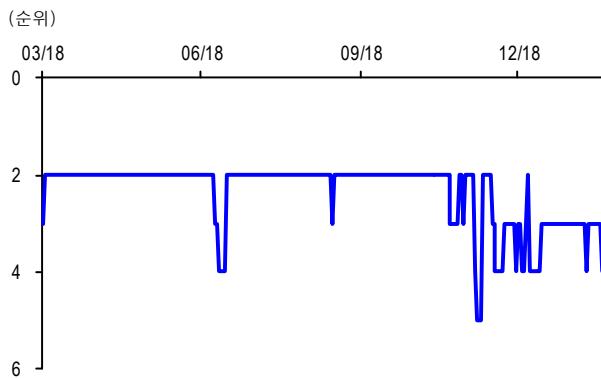
자료: Xbox, 신한금융투자

검은사막 모바일 일본 사전예약 20만 돌파



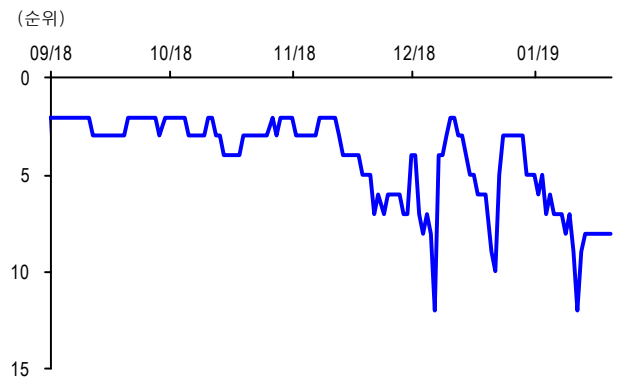
자료: 회사 자료, 신한금융투자

검은사막 모바일의 국내 구글플레이 매출 순위



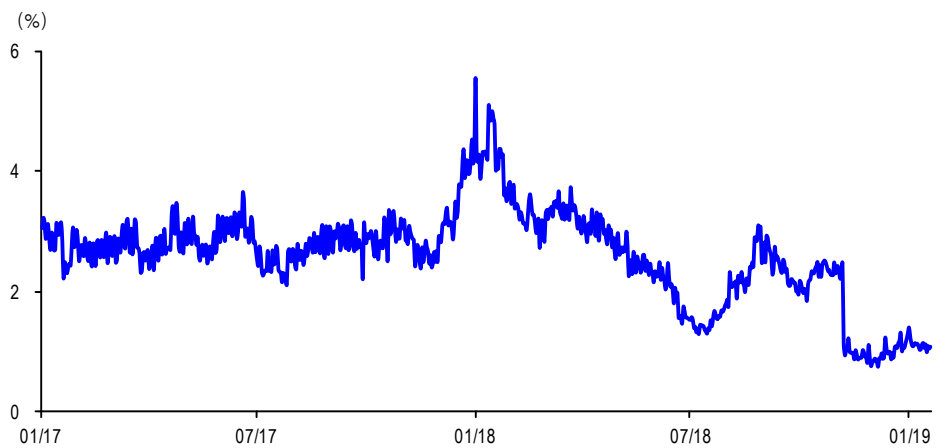
자료: Appannie, 신한금융투자

검은사막 모바일의 대만 구글플레이 매출 순위



자료: Appannie, 신한금융투자

검은사막 온라인의 PC방 점유율 추이 (MMORPG 장르 내)



자료: 게임트릭스, 신한금융투자