Company Report
2019. 03. 28

펄어비스(263750)

BUY / TP 190,000원

Analyst 최진성 02) 3787-2559 jschoi@hmcib.com

2분기를 위한 아쉬운 1분기

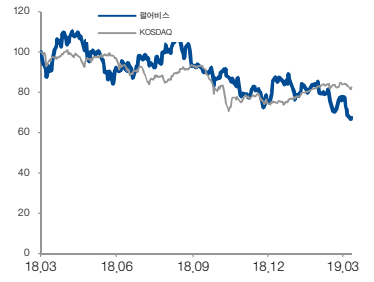
현재주가 (3/27)	160,700원
상승여력	18.2%
시가총액	20,916억원
발행주식수	13,016천주
자본금/액면가	64억원/500원
52주 최고가/최저가	262,500원/157,800원
일평균 거래대금 (60일)	216억원
외국인지분율	6.96%
주요주주	김대일 외9인 46.41%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.7	-21.8	-28.4
상대주가(%p)	-16.5	-29.3	-19.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18)	EPS(19F)	T/P
Before	11,819	17,018	255,000
After	11,819	14,022	190,000
Consensus	12,844	16,605	244,786
Cons. 차이	-8.0%	-15.6%	-22.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 1분기 실적은 매출액은 컨센서스에 부합하나 영업이익은 컨센서스 하회하는 부진한 실적 기록할 전망. 실적 부진의 원인은 1) 직원 성과급 지급에 따른 인건비 상승(91억), 2) 직원 연봉 인상에 따른 고정비 상승, 3) 검은사막 모바일 일본 지역 마케팅 비용 지출(230억원)에 따른 비용 상승
- 1분기 부진한 실적과 상반기 중 신규 지역 확장이 없다는 점을 감안하면 당분간 부진한 주가 추이는 지속될 것으로 전망. 긍정적인 모멘텀은 하반기에 발생할 전망(차세대 엔진 개발, 검은사막 모바일 신규 지역 출시)
- 검은사막 모바일의 일본 지역 매출이 안정적으로 유지되는 점은 긍정적. 검은사막 모바일은 2월 26일 일본 지역 출시 후 현재까지 꾸준히 매출 순위 유지하고 있는 상황. 1분기 일본 지역 평균 일매출은 10억원 추정. 매주 진행되는 업데이트 통한 지속적인 유저 케어로 안정적인 매출 순위 유지될 것으로 예상
- 클라우드 게임 확장에 따른 국내 게임 개발사가 얻을 수혜는 아직 미비할 것으로 판단. 하지만 IP와 개발력을 동시에 가진 개발사의 입지는 지속적으로 확고해 질 것으로 전망. 동사는 미래 환경에 맞춰 차세대 엔진(PC, 모바일, 콘솔 모두 커버 가능한 엔진)을 개발 중인 상황으로 클라우드 게임의 발전과 향후 플랫폼 다변화가 중요해지는 게임 산업에서 동사의 중장기 성장스토리는 지속 유효

2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액은 1,331억원(+76.3% YoY, 34.4% QoQ), 영업이익은 265억원(-21.1% YoY, 45.9% QoQ)으로 추정. 직원 성과급 지급과 임금 인상에 따른 인건비 상승과 검은사막 모바일 일본 지역 마케팅 비용 지출이 실적 부진의 주 원인
- 1분기 검은사막 모바일 일본 지역 일매출은 10억원으로 가정하였고, 북미/유럽 지역 3분기 출시 후 평균 일매출 3.5억원 가정. 중국 판호 발급이 가능할 경우 검은사막 온라인과 EVE온라인, EVE Echoes의 중국 지역 출시로 이익 확장 및 모멘텀 발현될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 1분기 실적 둔화와 검은사막 모바일 신규 지역 론칭 시점 변동에 따른 이익 추정치 변경으로 목표주가는 190,000원으로 하향 조정. 현재 주가는 2019F EPS 기준 약 11배 수준으로 추가적인 급락 가능성은 제한적이나 당분간 부진한 주가 흐름 보일 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	337	281	244	285	3,173	N/A	0.0	0.0	-0.9	112.9	N/A
2017	524	217	147	227	1,293	-59.2	191.5	10.9	120.3	9.9	0.0
2018	4,043	1,668	1,453	1,724	11,819	814.0	17.6	6.6	13.7	42.5	0.0
2019F	6,017	2,289	1,823	2,421	14,022	18.6	11.4	3.5	6.5	36.5	0.0
2020F	6,972	3,318	2,640	3,451	20,281	44.6	7.9	2.4	3.8	36.5	0.0

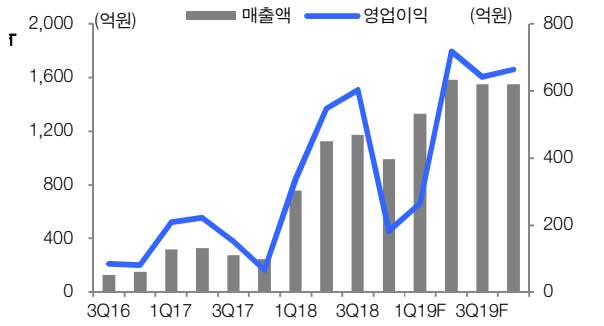
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 펄어비스 분기실적 추이 및 전망 (단위 : 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
영업수익	755	1,127	1,170	991	1,331	1,585	1,550	1,551
검은사막 온라인	339	299	273	247	240	233	226	219
국내	60	39	54	41	40	39	37	36
해외	279	260	219	206	200	194	188	182
검은사막 모바일	416	828	897	614	860	1,110	1,092	1,121
국내	416	828	762	405	356	324	311	296
해외	-	-	135	209	504	786	781	825
검은사막 콘솔	-	-	-	-	66	43	35	32
CCP게임즈	-	-	-	129	164	199	197	180
영업비용	419	579	567	809	1,066	867	907	887
인건비	98	150	119	215	335	256	269	283
지급수수료	178	300	315	413	305	382	375	380
광고선전비	105	92	100	95	356	151	186	147
감가상각비	6	7	9	26	28	31	30	31
기타	18	20	21	60	41	47	46	46
영업이익	336	548	603	182	265	718	643	664
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	18.3%	19.9%	45.3%	41.5%	42.8%
세전이익	343	610	587	201	274	711	643	677
세전이익률	45.4%	54.1%	50.2%	20.2%	20.5%	44.9%	41.5%	43.7%
순이익	278	522	517	136	221	572	509	521
순이익률	36.9%	46.3%	44.2%	13.7%	16.6%	36.1%	32.9%	33.6%

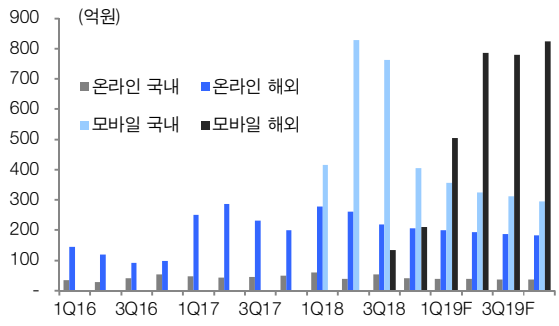
주 : K-IFRS 연결 기준,
자료 : 펄어비스, 현대차증권

〈그림1〉 펄어비스 실적 추이



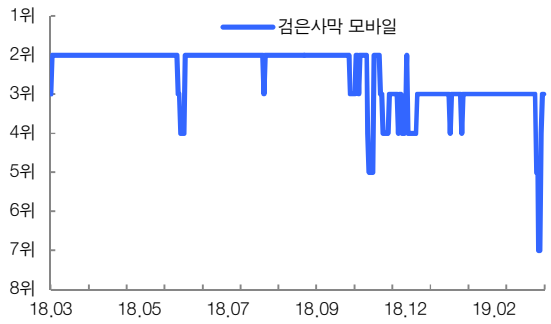
자료 : 펄어비스, 현대차증권

〈그림2〉 플랫폼별 국내/해외 매출 비중



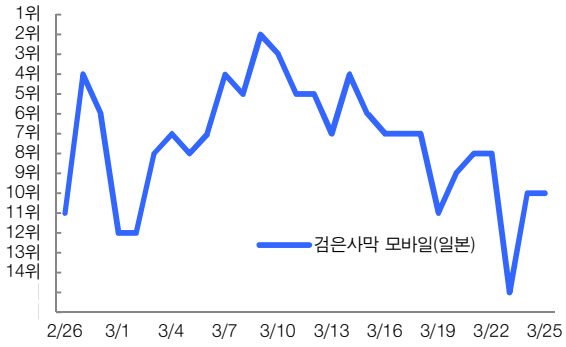
자료 : 펄어비스, 현대차증권

〈그림3〉 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림4〉 검은사막 모바일 일본 앱스토어 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

〈표2〉 펄어비스 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
펄어비스	검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	일본	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	북미/유럽	MMORPG	2019
	검은사막 모바일	동남아	MMORPG	2019
	EVE 온라인	국내	Sci-fi MMO	2019
	Eve Echoes		Sci-fi MMO	2019
	Eve War of Ascension		전략	2019
	프로젝트 K (PC/콘솔)		MMO-FPS	2020
	프로젝트 V		캐쥬얼 MMO	2020

자료: 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	337	524	4,043	6,017	6,972
증가율 (%)	N/A	55.5	671.8	48.8	15.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	337	524	4,043	6,017	6,972
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	55.5	671.8	48.8	15.9
판매관리비	56	307	2,375	3,728	3,654
판관비율 (%)	16.5	58.7	58.7	62.0	52.4
EBITDA	285	227	1,724	2,421	3,451
EBITDA 이익률 (%)	84.6	43.3	42.6	40.2	49.5
증가율 (%)	N/A	-20.5	660.9	40.4	42.5
영업이익	281	217	1,668	2,289	3,318
영업이익률 (%)	83.5	41.3	41.3	38.0	47.6
증가율 (%)	N/A	-23.0	670.4	37.2	44.9
영업외손익	3	-41	79	14	28
금융수익	11	8	136	174	177
금융비용	7	49	61	163	152
기타영업외손익	-1	0	3	4	4
종속/관계기업관련손익	0	1	-4	1	1
세전계속사업이익	284	177	1,743	2,304	3,347
세전계속사업이익률	84.3	33.8	43.1	38.3	48.0
증가율 (%)	N/A	-37.7	884.7	32.2	45.2
법인세비용	40	30	288	481	707
계속사업이익	244	147	1,453	1,823	2,640
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	244	147	1,453	1,823	2,640
당기순이익률 (%)	72.5	28.1	35.9	30.3	37.9
증가율 (%)	N/A	-39.7	886.2	25.5	44.8
지배주주지분 순이익	244	147	1,453	1,823	2,640
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-6	-4	0	0
총포괄이익	244	142	1,068	1,823	2,640

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	404	2,799	5,042	6,877	9,528
현금성자산	313	2,405	3,899	5,087	6,381
단기투자자산	0	211	659	1,033	2,380
매출채권	88	159	388	608	616
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	24	95	149	151
비유동자산	39	167	750	820	820
유형자산	15	62	327	334	338
무형자산	3	42	81	73	65
투자자산	0	32	128	200	203
기타비유동자산	21	30	214	214	214
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	443	2,966	5,792	7,697	10,348
유동부채	92	198	634	680	1,489
단기차입금	1	0	200	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	800
기타유동부채	91	198	434	680	689
비유동부채	135	16	1,067	1,104	305
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	800	800	0
장기금융부채 (리스포함)	59	0	202	202	202
기타비유동부채	77	16	65	102	103
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	227	214	1,701	1,784	1,794
지배주주지분	216	2,752	4,090	5,914	8,553
자본금	4	60	64	64	64
자본잉여금	13	1,815	1,922	1,922	1,922
자본조정 등	4	31	-191	-191	-191
기타포괄이익누계액	0	-6	-9	-9	-9
이익잉여금	195	851	2,304	4,128	6,767
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	216	2,752	4,090	5,914	8,553

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	228	265	1,543	1,978	2,812
당기순이익	244	147	1,453	1,823	2,640
유형자산 상각비	2	7	48	123	125
무형자산 상각비	2	3	8	9	8
외환손익	-4	37	-3	15	40
운전자본의 감소(증가)	-47	66	-205	9	0
기타	31	5	243	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-12	-83	-887	-590	-1,519
투자자산의 감소(증가)	0	-31	-100	-71	-2
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-40	-112	-130	-130
기타	-3	-12	-676	-388	-1,387
재무활동으로인한현금흐름	0	1,788	833	-200	0
장기차입금의 증가(감소)	60	-60	1,202	-200	-800
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	17	1,858	111	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-77	-11	-480	0	800
기타현금흐름	4	-33	9	0	0
현금의증가(감소)	220	1,936	1,493	1,189	1,294
기초현금	93	469	2,405	3,899	5,087
기말현금	313	2,405	3,899	5,087	6,381

(단위: 원,배,%)

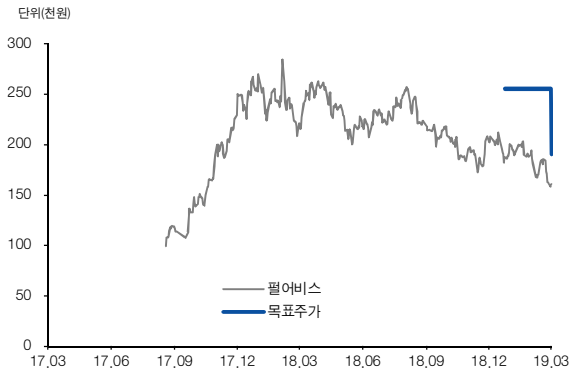
주요투자지표	2016	2017	2018P	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	3,173	1,293	11,819	14,022	20,281
EPS(지배순이익 기준)	3,173	1,293	11,819	14,022	20,281
BPS(자본총계 기준)	2,107	22,807	31,603	45,434	65,715
BPS(지배지분 기준)	2,107	22,807	31,603	45,434	65,715
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	0.0	191.5	17.6	11.4	7.9
PER(지배순이익 기준)	0.0	191.5	17.6	11.4	7.9
PBR(자본총계 기준)	0.0	10.9	6.6	3.5	2.4
PBR(지배지분 기준)	0.0	10.9	6.6	3.5	2.4
EV/EBITDA(Reported)	-0.9	120.3	13.7	6.5	3.8
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-59.2	814.0	18.6	44.6
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-59.2	814.0	18.6	44.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	112.9	9.9	42.5	36.5	36.5
ROE(지배순이익 기준)	112.9	9.9	42.5	36.5	36.5
ROA	55.1	8.6	33.2	27.0	29.3
안정성 (%)					
부채비율	105.0	7.8	41.6	30.2	21.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	81.0	3,009.6	122.5	28.7	48.8

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/18	BUY	255,000	-23.4	-20.4
19/02/15	BUY	255,000	-27.6	-20.4
19/03/28	BUY	190,000	-	-

▶ 최근 2년간 펄어비스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최진성의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	92.45%
보유	12건	7.55%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.