펄어비스(263750) 검은사막 IP는 여전히 확장 중

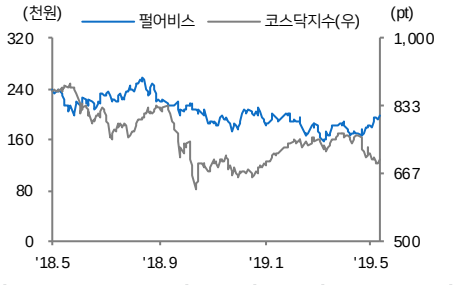
Analyst 김동희 02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	260,000원
현재주가 (5월 28일)	199,400원
상승여력	30.4%
KOSDAQ	702.76pt
시가총액	25,962억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.02%
외국인비중	9.73%
52주 최고/최저가	257,000원/157,800원
평균거래대금	241.9억원
주요주주(%)	
김대일 외 12 인	50.08

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	17.3	23.7
6개월	1.2	0.8
12개월	-14.2	7.4

주가그래프



검은사막이 가는 길 – PC, 모바일, 그리고 콘솔까지

- 검은사막M은 2019년 2월 일본시장에 성공적으로 론칭하였으며 4Q19 글로벌 버전 통해 북미/유럽 공략
- 검은사막 콘솔 버전 역시 Xbox 스토어 인기순위 Top 5 랭크되며 양호한 반응
- 6월 11일 E3에서 검은사막의 플레이스테이션 플랫폼 진출 가시화될 수 있다는 기대

중국 불확실성 해소시 가장 큰 수혜

- 2018년 12월 중국 내자판호 발급 재개되었으며 2019년 총 12차례에 걸쳐 약 900개의 판호발급 진행
- 3월 이후 2차례에 걸쳐 외자판호 발급도 진행되었으며 한국을 제외한 북미/유럽/아시아 고른 판호발급
- CCP게임즈의 이브온라인의 경우 유럽게임사 IP로 분류되어 시장 개방에 따른 직접적 수혜 가능

게임업종 Top Pick

- 동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 26만원 유지. 적정주가의 19E 적정 PER은 21.1배 수준
- 국내 게임업종 평균 PER 15배 전후라는 점 감안시 저평가. '검은사막', '이브온라인', 개발중인 프로젝트 'K와 V'까지 다양한 포트폴리오 감안 시 밸류에이션 할인율 해소 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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
2018	404.8	168.1	146.4	11,591	796.4	31,525	14.6	5.4	15.0	42.9	74.6
2019E	603.8	210.5	158.4	12,179	5.1	44,617	16.4	4.5	6.8	30.0	46.1
2020E	728.6	256.2	201.9	15,508	27.3	59,291	12.9	3.4	6.0	29.8	36.5
2021E	805.0	315.6	248.3	19,072	23.0	77,528	10.5	2.6	4.6	27.9	29.3

펄어비스의 분기별 실적

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	**75.5**	**112.7**	**117.0**	**99.1**	**130.8**	**151.6**	**149.6**	**171.7**	**109.0**	**404.8**	**603.8**
PC	34.0	30.4	26.9	37.7	26.1	23.9	35.1	40.7	117.2	116.2	125.7
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	18.2	14.6	14.6	25.5	27.8	72.6	63.1	82.6
직접 서비스	18.3	14.4	11.4	19.5	9.2	9.2	9.6	12.9	44.6	53.1	40.9
모바일	41.5	82.3	90.1	61.4	87.6	103.0	84.6	96.6	-	275.3	371.8
콘솔	-	-	-	-	2.3	10.0	10.5	12.9	-	-	35.7
CCP게임즈	-	-	-	12.8	14.8	14.8	19.5	21.5	-	12.8	70.6
영업비용	**42.0**	**57.9**	**56.7**	**80.9**	**115.7**	**98.5**	**88.5**	**90.5**	**52.7**	**237.5**	**393.3**
인건비	10.8	16.6	13.6	23.5	31.0	24.2	25.4	24.3	**22.5**	64.5	104.8
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.3	42.4	46.7	41.5	43.6	**9.6**	120.5	174.2
광고선전비	10.5	9.2	10.0	9.5	30.3	20.5	15.4	16.2	**9.1**	39.7	82.3
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	7.5	2.0	2.1	2.2	**5.1**	3.3	13.9
감가상각비	0.3	0.3	0.3	1.5	1.5	2.0	1.0	1.0	**1.2**	2.4	5.5
기타	1.2	0.8	0.9	4.6	3.0	3.1	3.2	3.3	**5.2**	7.1	12.5
영업이익	**33.5**	**54.8**	**60.3**	**18.2**	**15.0**	**53.1**	**61.1**	**81.2**	**49.1**	**168.1**	**210.5**
세전이익	**34.3**	**61.0**	**60.9**	**18.8**	**17.0**	**53.8**	**61.8**	**81.9**	**37.4**	**175.4**	**214.5**
지배순이익	**27.8**	**52.2**	**51.7**	**14.7**	**12.5**	**39.7**	**45.6**	**60.5**	**31.1**	**146.4**	**158.3**

주: Calendar year 기준
자료: 펄어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

펄어비스(263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**52.4**	**404.8**	**603.8**	**728.6**	**805.0**
매출액증가율 (%)	55.5	672.7	49.2	20.7	10.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	603.8	728.6	805.0
판매관리비	30.7	236.7	393.3	472.4	489.4
영업이익	**21.7**	**168.1**	**210.5**	**256.2**	**315.6**
영업이익률	41.3	41.5	34.9	35.2	39.2
금융손익	-4.1	7.5	2.5	2.6	2.8
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	17.7	175.4	213.0	258.8	318.3
법인세비용	3.0	28.9	56.1	56.9	70.0
당기순이익	**14.7**	**146.4**	**158.4**	**201.9**	**248.3**
지배주주지분 순이익	14.7	146.4	158.4	201.9	248.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	502.1	689.2	922.5
현금및현금성자산	240.5	229.0	326.1	488.7	700.7
매출채권	15.9	41.0	58.0	66.7	70.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	358.0	343.2	394.8	556.8
유형자산	6.2	35.6	4.9	5.1	5.4
무형자산	4.2	287.7	301.0	316.1	331.9
투자자산	3.2	9.4	12.0	48.3	194.2
자산총계	**296.6**	**712.5**	**848.8**	**1,053.3**	**1,304.8**
유동부채	19.8	115.1	82.7	86.9	91.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	0.0	73.5	69.4	78.6	88.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	115.9	115.9	115.9	115.9
부채총계	**21.4**	**304.5**	**268.0**	**281.4**	**295.4**
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	85.1	231.6	367.6	558.6	796.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**275.2**	**408.0**	**580.8**	**771.9**	**1,009.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**26.5**	**159.3**	**152.9**	**195.8**	**195.8**
당기순이익(손실)	14.7	146.4	158.4	201.9	201.9
유형자산상각비	0.7	2.8	4.4	3.8	3.3
무형자산상각비	0.3	2.0	71.4	31.7	14.0
운전자본의 증감	6.6	-22.9	168.4	676.8	2,720.0
투자활동 현금흐름	**-8.3**	**-305.0**	**-44.0**	**-46.7**	**-49.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-10.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.1	-6.1	5.9	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	**178.8**	**138.6**	**145.0**	**158.0**	**165.9**
차입금의 증감	-5.9	136.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	11.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	-11.5	97.1	162.7	212.0
기초현금	46.9	240.5	229.0	326.1	488.7
기말현금	240.5	229.0	326.1	488.7	700.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	4,599	32,037	46,428	55,968	61,831
EPS(지배주주)	1,293	11,591	12,179	15,508	19,072
CFPS	2,139	14,855	18,682	24,803	29,275
EBITDAPS	1,989	13,686	22,015	22,403	25,567
BPS	22,807	31,525	44,617	59,291	77,528
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	191.5	17.9	13.8	10.8	8.8
PCR	74.7	15.3	7.8	4.8	2.0
PSR	34.8	7.1	4.0	3.3	3.0
PBR	10.9	6.6	3.8	2.8	2.2
EBITDA	22.7	172.9	286.3	291.7	332.9
EV/EBITDA	120.3	15.0	6.8	6.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	42.9	32.0	29.8	27.9
EBITDA 이익률	-20.5	663.1	65.6	1.9	14.1
부채비율	7.8	74.6	81.8	147.0	371.3
금융비용부담률	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3,009.6	104.1	205.7	238.4	279.6
매출채권회전율(x)	4.2	14.2	11.1	11.7	11.8
재고자산회전율(x)					