

Company Brief

2019-05-13

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000 원(유지)
증가(2019/05/10)	169,700 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,302만주
시가총액	2,209십억원
외국인지분율	7.8%
52주 주가	157,800~257,000 원
60일평균거래량	143,689주
60일평균거래대금	25.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	-14.4	-18.2	-32.5
상대수익률	-1.5	-13.6	-23.4	-17.0



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	405	686	792	856
영업이익(십억원)	168	213	276	317
순이익(십억원)	146	163	221	253
EPS(원)	11,591	12,561	16,970	19,432
BPS(원)	31,525	43,693	60,464	79,696
PER(배)	17.9	13.5	10.0	8.7
PBR(배)	6.6	3.9	2.8	2.1
ROE(%)	42.9	33.4	32.6	27.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	14.8	5.9	4.9	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

펠어비스(263750)

‘검은사막’의 성장 스토리 지속

1Q19 Review: 매출액 +73.2% YoY, 영업이익 -55.4% YoY

- 1분기 매출액 1,308 억원(+73.2% YoY, +31.3% QoQ), 영업이익 150 억원(-55.4% YoY, -22.7% QoQ)으로 매출액은 예상치에 부합했으나 영업이익은 예상치를 크게 하회
- ‘검은사막’ 콘솔 매출액이 회계상 매출 이연 효과로 판매금액의 16%만 1 분기에 매출로 인식된 반면 비용은 그대로 인식되며 부진한 영업이익 기록
- ‘검은사막’ PC 온라인게임 매출액은 지난 1 월 배틀로얄 모드 ‘그림자 전장’을 적용하면서 신규 유저와 복귀 유저가 증가하여 전분기대비 4.8% 증가
- ‘검은사막 모바일’ 매출액은 지난 2 월 일본에 출시하여 전분기대비 42.6% 증가, 일본 지역의 일평균 매출액은 10 억원 수준이었던 것으로 파악됨
- 지난 3 월 4 일 북미/유럽 지역에 출시한 ‘검은사막’ 콘솔 버전은 출시 한달만에 24 만장을 판매하여 139 억원의 매출액 발생

콘솔 매출액 이연에 따른 2분기 실적 추정치 상향

- 1분기 발생한 ‘검은사막’ 콘솔 매출액 중 113 억원은 2 분기로 이연됨에 따라 1분기 영업이익은 부진했으나, 그만큼 2분기 실적 추정치는 상향조정
- 5 월 30 일부터는 ‘검은사막’ PC 온라인 국내 서비스를 직접 서비스로 이관할 것으로 2분기 PC 온라인게임은 전분기대비 12.6% 증가할 것으로 추정
- 더불어 ‘검은사막’ 일본 매출액은 2분기부터 온기 반영될 것으로 2 분기에 PC 온라인, 모바일, 콘솔에 거친 전 플랫폼 부문의 매출액이 상승할 전망
- 1 분기에는 일회성 상여금 및 일본 시장 출시 초기 관련 대규모 마케팅비가 집행됐던 시기로 이에 따른 기저효과로 2분기 영업이익은 전분기대비 348.5% 증가한 675 억원 기록할 것으로 전망

4분기 ‘검은사막 모바일’ 북미/유럽과 동남아 지역 추가 진출

- 4분기 초에 ‘검은사막 모바일’은 북미/유럽과 동남아 시장에 동시 진출할 예정으로 모바일 게임 매출액은 지속 상승할 전망
- 북미/유럽 지역과 동남아 지역은 PC 온라인게임을 이미 출시하여 흥행의 경험을 가지고 있는 지역인 만큼 모바일게임 성과 또한 기대. 당사는 북미/유럽 지역의 일매출액을 3 억원, 동남아 지역의 일매출액은 1 억원으로 가정하여 4 분기에 인식되는 북미/유럽과 동남아 지역의 ‘검은사막 모바일’ 매출액은 368 억원으로 추정
- 1분기 실적 저점을 지나 실적 반등과 해외 출시가 기대되는 현 시점은 매수 적기라 판단

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

표1. 펄어비스 1분기 잠정실적

(단위: 십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	4Q18	1Q19P	컨센서스	차이 (%, %p)	기존 추정치	차이 (%, %p)
<b>매출액</b>	404.8	686.4	791.8	75.5	99.6	130.8	130.6	0.2	133.2	-1.8
YoY (%)	245.3	69.6	15.3	137.4	302.0	73.2	72.9	0.3	76.4	-3.1
QoQ (%)				204.7	-14.9	31.3	31.1	0.3	33.7	-2.4
<b>영업이익</b>	168.1	213.4	276.2	33.6	19.4	15.1	25.7	-41.5	25.3	-40.6
YoY (%)	159.5	26.9	29.4	60.7	196.9	-55.2	-23.4	-31.8	-24.6	-30.6
QoQ (%)				413.2	-67.8	-22.5	32.4	-54.9	30.4	-52.9
이익률 (%)	41.5	31.1	34.9	44.5	19.5	11.5	19.7	-8.2	19.0	-7.5
<b>당기순이익</b>	146.4	163.4	220.9	27.8	14.7	12.5	21.3	-41.2	21.3	-41.0
이익률 (%)	36.2	23.8	27.9	36.9	14.8	9.6	16.3	-6.7	16.0	-6.4

자료: 펄어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표2. 펄어비스 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
<b>매출액</b>	404.8	686.4	791.8	75.5	112.7	117.0	99.6	130.8	187.3	171.3	197.0
검은사막 PC	116.2	121.8	116.1	34.0	29.9	27.3	25.0	26.0	29.3	33.6	32.9
검은사막 모바일	275.8	441.8	394.6	41.5	82.8	89.7	61.8	87.6	112.4	105.6	136.2
검은사막 콘솔	n/a	63.0	64.6	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6	30.3	17.0	13.0
프로젝트 k	n/a	n/a	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	105.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>영업이익</b>	168.1	213.4	276.2	33.6	54.8	60.3	19.4	15.1	67.7	55.1	75.5
<b>세전이익</b>	174.1	221.2	283.2	34.3	61.0	58.7	20.1	17.0	69.7	57.1	77.5
<b>당기순이익</b>	146.4	163.4	220.9	27.8	52.2	51.7	14.7	12.5	51.4	42.2	57.2
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	245.3	69.6	15.3	137.4	241.2	323.8	302.0	73.2	66.2	46.4	97.8
검은사막 PC	-0.8	4.8	-4.7	7.0	-9.4	-1.1	1.0	-23.3	-1.9	23.0	31.3
검은사막 모바일	n/a	60.2	-10.7	n/a	n/a	n/a	n/a	111.0	35.8	17.7	120.5
검은사막 콘솔	n/a	n/a	2.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로젝트 K	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>영업이익</b>	159.5	26.9	29.4	60.7	147.1	297.3	196.9	-55.2	23.5	-8.6	289.1
<b>세전이익</b>	196.7	27.1	28.0	90.9	165.9	264.3	1,111.4	-50.4	14.2	-2.7	284.6
<b>당기순이익</b>	195.8	11.5	35.2	83.1	165.9	281.4	1,205.8	-54.9	-1.4	-18.5	288.1
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	41.5	31.1	34.9	44.5	48.7	51.6	19.5	11.5	36.2	32.2	38.3
세전이익률	43.0	32.2	35.8	45.4	54.1	50.2	20.2	13.0	37.2	33.3	39.3
당기순이익률	36.2	23.8	27.9	36.9	46.3	44.2	14.8	9.6	27.5	24.6	29.0

자료: 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

(Appendix) 펄어비스 1Q19 실적발표 Q&A

**Q1. '검은사막 모바일' 일본 매출 현황 및 향후 전망**

- 지난 2월 26일 출시 이후 최고 매출 순위 2위까지 기록했으며, 현재에도 10위권 유지하며 안정적 순위 기록 중
- 지표와 매출 감소폭은 완만한 추세이며, 상위권으로 재도약할 수 있는 가능성 또한 존재
- 유명 IP와의 콜라보레이션 및 타사와의 연계 프로모션 등 다양한 전략을 기반으로 유저 기반 확대할 계획

**Q2. 콘솔 판매량 및 Xbox ONE 외 타 콘솔버전 출시 계획**

- 지난 3월 4일 북미유럽에 출시하여 출시 1일만에 서버를 2배로 확장했고 13일만에 첫번째 업데이트를 진행하는 등 유의미한 성과 보임
- 출시 이후 총 24만장 판매했으며, 금일부터는 Xbox 게임패스에서 만날 수 있어 지속적인 유저 유입 기대
- 콘솔 버전의 타 플랫폼 출시 계획은 계약 관계상 언급할 수 없지만 최대한 빨리 런칭할 예정

**Q3. 차세대 엔진의 개발 현황 및 '프로젝트 K'와 '프로젝트 V'에 신규 엔진 적용 여부**

- 상반기 중에는 신규 엔진 개발 완료될 것으로 예상하며, 차세대 엔진은 하이퀄리티 게임을 빠르게 개발할 수 있도록 설계된 만큼 새로운 프로젝트와 차기 MMORPG를 빠르게 선보일 수 있도록 하는 데 큰 도움이 될 것으로 기대
- '프로젝트 K'와 '프로젝트 V'는 현재 개발중이며, 차세대 엔진이 완성됨에 따라 더욱 빠르게 개발될 예정

**Q4. 향후 '검은사막' IP를 활용한 다른 게임 개발 및 써드파티 IP를 활용한 게임 개발 계획**

- '검은사막' IP를 스피노프 하는 것은 다양한 방안으로 고민 중
- 외부 IP로 게임을 개발하는 것은 많은 제안이 오고 있지만 현재로서는 동사의 신작 개발에 집중하는 것이 중요하다고 판단하여 우선적으로 검토하고 있지 않음

**Q5. 5월 말 이후 '검은사막' PC 게임 국내서비스가 자체서비스로 이관되는데 이와 관련된 매출액과 영업이익 기여도**

- 5월 30일부터 자체 서비스 시작할 예정이고 서비스 안정화에 최선을 다할 것임
- 작년 11월 러시아의 경우 직접 서비스로 이관하고 긍정적인 피드백을 얻으며 오픈 첫달 매출액이 2배 이상 증가했던 것 처럼 국내에서도 긍정적 효과 기대

**Q6. '검은사막 모바일' 국내 매출액 전망**

- 지난 1분기에는 '격투가'와 1주년 콘텐츠가 유저들에게 좋은 반응을 얻었으며, 지난 12월 '각성' 추가 이후 안정적 매출 유지하고 있음
- 최근 추가된 11번째 신규 클래스 '매화'가 좋은 반응을 얻고 있고 '사막전' 추가도 예정하고 있어 안정적인 매출 계속 기대할 수 있을 듯
- 대만 지역은 한국 빌드를 빠르게 따라잡는 빠른 업데이트로 긍정적인 지표를 만들고 있으며, 지난 2월 '각성' 콘텐츠를 사전에 안내 이후 복귀유저가 200% 증가하는 등 의미있는 개선 이뤄냄
- 3월에는 '격투가'와 '발렌시아' 지역 공개 이후 긍정적 지표 이어나가고 있으며, 2분기에도 신규 캐릭터 '매화' 등 대규모 업데이트가 예정된 만큼 콘텐츠 확장성을 내세워 안정적인 매출 유지할 것임

**Q7. 향후 일본지역의 마케팅 계획**

- 1분기에는 대규모 런칭 마케팅 진행함에 따라 마케팅비가 많이 들어갔는데 2분기부터는 서비스가 안정화됨에 따라 마케팅비는 감소할 것임
- 2분기에도 업데이트에 따른 마케팅은 계획되어 있지만 1분기와 같은 대규모 마케팅은 아닐 것임

**Q8. 북미유럽 출시 일정 및 마케팅 계획**

- 올해 4분기 초 출시 예정이며, 중국을 제외한 전 국가를 대상으로 서비스할 예정이며 원빌드로 중국을 제외한 전국가에 서비스될 예정
- 북미/유럽과 동남아는 각각 17, 18년에 PC 게임을 출시하여 좋은 성과를 거두고 IP의 인지도를 쌓은 시장이기 때문에 모바일도 좋은 성과 거둘 것으로 기대
- 마케팅비는 책정된 예산 내에서 효율적으로 집행할 예정이며 중장기적으로 예산을 짜서 접근하기 때문에 분기별로는 변동성이 있겠지만 연간으로 책정된 예산에 수렴할 것임

**Q9. 1분기 CCP 게임즈의 손익 현황**

- 영업이익과 순이익은 BEP 수준이며, '이브차이나' 중국 판호가 발급될 경우 이익을 안정적으로 기여할 것으로 기대

**Q10. CCP 게임즈 신작의 구체적인 출시 일정**

- '이브온라인'의 중국 서비스인 '이브차이나'는 넷이즈로 유저 데이터 이관 완료했으며, 현재 판호 발급 대기 중
- 넷이즈와 개발하고 있는 '이브에코스'는 IP 라이선스 방식으로 넷이즈가 개발 중. 판호때문에 중국 내 출시 일정은 변동성이 있지만 중국 외 글로벌 지역 출시도 넷이즈에서 계획 중
- '프로젝트오메가', '워오브러세션'도 이브 IP로 개발 중이며, 개발 게임으로서의 성과뿐만 아니라 이브 IP의 가치도 향상시킬 수 있는 게임일 것으로 기대

자료: 하이투자증권 리서치센터

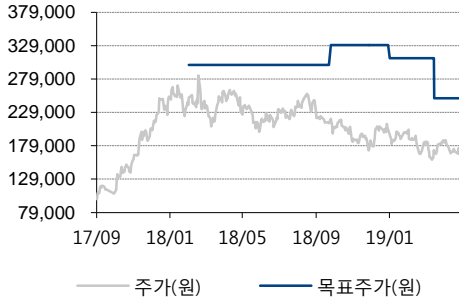
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	354	609	864	1,142	매출액	405	686	792	856
현금 및 현금성자산	229	496	736	998	증가율(%)	672.7	69.6	15.3	8.1
단기금융자산	53	58	64	71	매출원가	-	-	-	-
매출채권	50	27	32	34	매출총이익	405	686	792	856
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	237	473	516	539
비유동자산	358	268	235	212	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	36	27	22	14	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	288	213	184	169	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	713	877	1,099	1,354	영업이익	168	213	276	317
유동부채	115	119	122	127	증가율(%)	676.2	27.0	29.4	14.9
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	41.5	31.1	34.9	37.1
단기차입금	20	20	20	20	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	20	20	20	20	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	189	189	189	189	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-4	-8	-11
장기차입금	116	116	116	116	세전계속사업이익	175	221	283	324
부채총계	305	308	312	316	법인세비용	29	58	62	71
자배주주지분	408	569	787	1,038	세전계속이익률(%)	43.3	32.2	35.8	37.9
자본금	6	7	7	7	당기순이익	146	163	221	253
자본잉여금	192	192	192	192	순이익률(%)	36.2	23.8	27.9	29.5
이익잉여금	232	395	616	869	지배주주귀속 순이익	146	163	221	253
기타자본항목	-19	-19	-19	-19	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	144	161	218	250
자본총계	408	569	787	1,038	지배주주귀속총포괄이익	142	159	216	248

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	159	280	260	273	주당지표(원)				
당기순이익	146	163	221	253	EPS	11,591	12,561	16,970	19,432
유형자산감가상각비	3	14	10	8	BPS	31,525	43,693	60,464	79,696
무형자산상각비	2	80	33	16	CFPS	11,971	19,777	20,276	21,219
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-305	-258	-265	-256	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	17.9	13.5	10.0	8.7
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	6.6	3.9	2.8	2.1
금융상품의 증감	-32	-5	-6	-6	PCR	17.4	8.6	8.4	8.0
재무활동 현금흐름	139	4	3	3	EV/EBITDA	14.8	5.9	4.9	3.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	42.9	33.4	32.6	27.7
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	42.7	44.8	40.3	39.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	74.6	54.1	39.6	30.5
현금및현금성자산의증감	-12	267	240	262	순부채비율	-30.9	-70.1	-81.8	-88.0
기초현금및현금성자산	241	229	496	736	매출채권회전율(x)	12.1	17.7	26.8	26.0
기말현금및현금성자산	229	496	736	998	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

펄어비스  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-02-14	Buy	300,000	1년	-22.2%	-5.3%
2018-10-08	Buy	330,000	1년	-40.1%	-34.0%
2019-01-14	Buy	310,000	1년	-40.6%	-34.5%
2019-03-29	Buy	250,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정, 고민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	88.4%	11.6%	-