

# 펄어비스(263750)

## 비관적으로 바라볼 이유가 없다

영업비용의 증가로 1분기 실적은 기대치 하회

글로벌 진출 및 플랫폼 확장 본격화를 통한 가파른 외형 성장 가능할 전망

국내 장기 흥행 가능성 및 하반기 해외 출시 감안 시 전일 하락은 과도

### Facts : 영업비용의 증가로 1분기 실적은 기대치 하회

1분기 실적은 매출액 755억원(+137.4% YoY, +204.4% QoQ), 영업이익 335억원(+60.3% YoY, +407.6% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. 국내 성과 개선, 북미/유럽 지역 출시 2주년 이벤트, 동남아 지역 출시 효과로 PC 매출액은 339억원(+6.6% YoY, +36.7% QoQ)으로 증가했다. 모바일 매출액은 416억원을 기록했다. 다만 영업비용의 증가는 예상치를 상회했다. 모바일 글로벌 서비스 및 신규 프로젝트 인력 확보로 인건비가 101억원(+131.8% YoY, +34.5% QoQ)으로 급증했으며 광고 선전비 또한 모바일 신작 및 해외 마케팅 확대로 105억원(+737.7% YoY, +122.4% QoQ)으로 큰 폭 증가했다.

### Pros & cons : 서비스 지역 확장 본격화 시기 임박

1분기 기준 ‘검은사막 모바일’의 일평균 매출액은 14.1억원으로 높은 이용자 수 대비 다소 낮았다. 하지만 차별화된 과금 방식과 지속적인 업데이트의 결과로 출시 3개월이 지난 현 시점에도 일평균 10억원 이상의 매출을 기록 중이다. 경쟁 신작의 출시 시기도 3분기말 이후로 예상되어 경쟁 심화에 따른 매출 감소 가능성도 낮다. 한편 오는 3분기 대만을 시작으로 ‘검은사막 모바일’의 글로벌 출시가 본격화될 예정이어서 하반기부터 외형 성장이 가속화될 전망이다. 대만의 경우 ‘검은사막 PC’의 인기가 높은 곳으로 모바일 버전의 흥행 가능성도 높을 것으로 예상한다.

### Action : 매수의견 유지. 목표주가 300,000원으로 하향

펄어비스에 대한 매수의견을 유지하나 목표주가를 300,000원(12MF EPS에 Target PER 15.1배 적용)으로 기존 대비 10% 하향한다. 비용 증가와 ‘검은사막 모바일’의 해외 진출 지연을 반영해 2018년 예상 EPS를 19.6% 하향했으나 서비스 지역 및 플랫폼 확장 시기 본격화 시기 임박을 감안해 적용 멀티플을 상향했다. ‘검은사막 모바일’의 초기 매출 수준이 기준 흥행작 대비 낮았던 점은 아쉽지만 현재 매출 수준이 장기간 유지될 것으로 예상하며 대만을 시작으로 글로벌 진출이 본격화됨에 따라 가파른 외형 성장이 기대된다. 한편 하반기 신작 공개 이후에는 단일 IP 보유에 대한 우려도 점차 해소될 전망이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 300,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(5/11)	2,477
주가(5/11)	230,000
시가총액(십억원)	3,170
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	284,200/98,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,874
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.2/6.6
주요주주(%)	김대일 외 5 인
	46.3

### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	52.5	13.3	10.8
PBR(x)	10.7	6.4	4.1
ROE(%)	33.4	56.9	43.0
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	41.2	10.7	7.9
EPS(원)	4,716	23,365	25,402
BPS(원)	23,166	39,519	60,992

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	67.9	0.0
KOSDAQ 대비(%p)	5.7	49.3	0.0

### 주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	31.8	33.0	27.6	24.8	75.5	204.4	137.4	79.9
영업이익	20.9	22.2	15.1	6.6	33.5	407.6	60.3	37.7
영업이익률(%)	65.7	67.2	54.7	26.6	44.3			47.1
세전이익	18.0	22.9	16.1	1.6	34.3	2,043.8	91.0	36.8
순이익	15.2	19.6	13.4	1.3	27.8	2,038.5	82.9	26.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>31.8</b>	<b>33.0</b>	<b>27.6</b>	<b>24.8</b>	<b>75.5</b>	<b>113.6</b>	<b>128.0</b>	<b>144.4</b>	<b>117.2</b>	<b>461.6</b>	<b>565.4</b>
PC	30.9	29.0	25.1	23.2	33.9	28.0	26.2	26.5	108.2	114.6	105.7
국내	5.1	4.5	4.7	5.1	6.0	5.3	5.5	6.0	19.4	22.8	23.3
미주/유럽 외	7.3	12.2	11.8	11.6	13.2	12.0	11.7	12.4	43.0	49.3	46.3
아시아	18.5	12.2	8.6	6.5	14.7	10.6	9.0	8.1	45.7	42.4	36.1
신규 플랫폼					41.6	82.8	99.2	115.3		338.9	420.2
모바일					41.6	82.8	87.2	99.3		310.9	359.6
콘솔							12.0	16.0		28.0	60.5
<b>영업비용</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>12.5</b>	<b>18.2</b>	<b>42.0</b>	<b>49.9</b>	<b>58.5</b>	<b>64.0</b>	<b>52.5</b>	<b>214.5</b>	<b>263.0</b>
인건비 및 SBC	5.4	6.1	7.4	8.8	11.4	12.7	14.7	15.9	27.7	54.8	75.5
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	26.4	31.1	35.8	9.6	111.1	135.4
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	8.4	10.2	9.7	9.1	38.8	40.2
감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.6	2.8	3.4
기타비용	0.7	0.9	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	4.5	7.0	8.5
<b>영업이익</b>	<b>20.9</b>	<b>22.2</b>	<b>15.1</b>	<b>6.6</b>	<b>33.5</b>	<b>63.6</b>	<b>69.5</b>	<b>80.4</b>	<b>64.7</b>	<b>247.1</b>	<b>302.4</b>
영업이익률	65.7%	67.2%	54.8%	26.6%	44.3%	56.0%	54.3%	55.7%	55.2%	53.5%	53.5%
<b>세전이익</b>	<b>21.8</b>	<b>17.3</b>	<b>15.1</b>	<b>1.5</b>	<b>34.3</b>	<b>64.1</b>	<b>70.5</b>	<b>82.4</b>	<b>55.7</b>	<b>251.3</b>	<b>307.7</b>
<b>순이익</b>	<b>15.2</b>	<b>19.6</b>	<b>13.4</b>	<b>1.3</b>	<b>27.8</b>	<b>56.4</b>	<b>62.0</b>	<b>72.6</b>	<b>49.5</b>	<b>218.8</b>	<b>270.8</b>
순이익률	47.8%	59.3%	48.5%	5.2%	36.8%	49.7%	48.4%	50.2%	42.2%	47.4%	47.9%

자료: 펄어비스, 한국투자증권

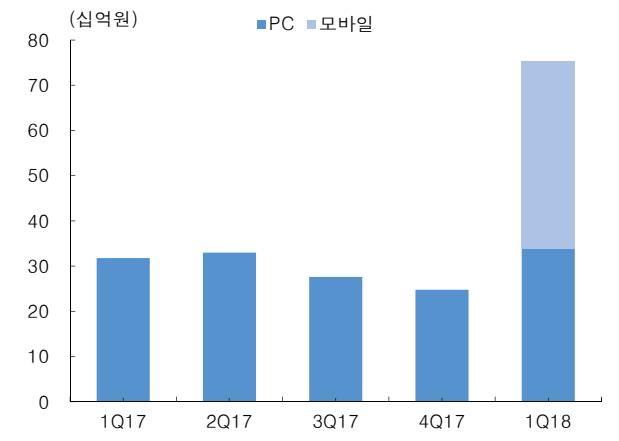
〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원)

	변경후	변경전	변동률
<b>매출액</b>	2018F	461.6	(13.1)
	2019F	565.4	(13.9)
	2020F	665.9	(7.8)
<b>영업이익</b>	2018F	247.1	(19.8)
	2019F	302.4	(21.3)
	2020F	385.8	(8.7)
<b>지배주주순이익</b>	2018F	218.8	(19.6)
	2019F	270.8	(5.6)
	2020F	294.4	(7.9)
<b>EPS(원)</b>	2018F	19,042	(19.6)
	2019F	23,365	(5.6)
	2020F	25,402	(7.9)

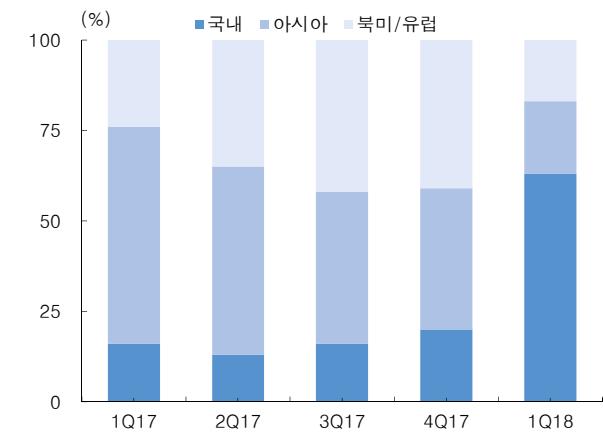
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액 추이



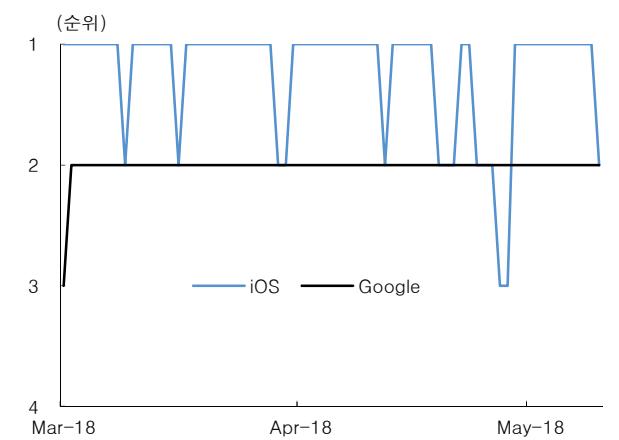
자료: 펠어비스, 한국투자증권

[그림 2] 매출액 국가별 비중 추이



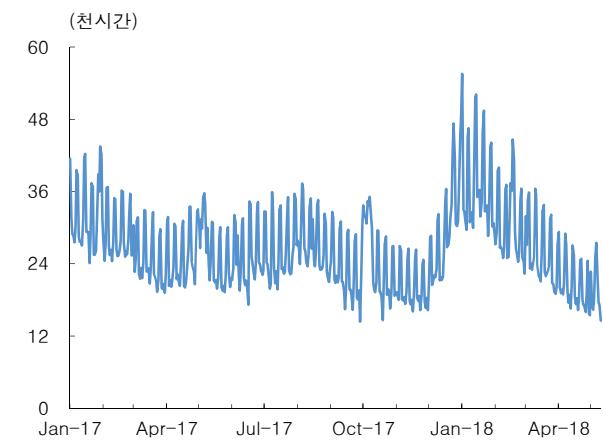
자료: 펠어비스, 한국투자증권

[그림 3] 검은사막 모바일 국내 매출액 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 검은사막 온라인 PC방 이용시간 추이



---

자료: Gametrics, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

펄어비스는 2010년 9월 설립된 온라인 게임 개발사로 한국, 미국, 일본 등 다수의 지역에서 대표게임인 '검은사막'을 서비스하고 있다. 지속적인 서비스 지역 확장을 통해 외형 성장을 시현하고 있으며 2018년에는 '검은사막' IP 기반의 모바일 및 콘솔 게임 출시를 통해 글로벌 게임 시장 내 입지를 강화할 계획이다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	40	280	493	757	1,045
현금성자산	31	241	448	701	979
매출채권및기타채권	9	17	16	20	23
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4	17	25	32	40
투자자산	0	3	5	5	6
유형자산	1	6	11	16	21
무형자산	0	4	5	6	7
자산총계	44	297	518	789	1,084
유동부채	9	20	23	25	29
매입채무및기타채무	2	9	9	11	13
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	2	3	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	0	0	0	0
부채총계	23	21	26	29	33
지배주주지분	22	275	494	765	1,059
자본금	0	6	6	6	6
자본잉여금	1	181	181	181	181
기타자본	0	3	3	3	3
이익잉여금	20	85	304	575	869
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	275	494	765	1,059

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34	117	462	565	666
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	34	117	462	565	666
판매관리비	6	52	214	263	280
영업이익	28	65	247	302	386
금융수익	1	0	4	5	7
이자수익	0	1	2	3	5
금융비용	1	6	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	59	251	308	393
법인세비용	4	9	32	37	98
연결당기순이익	24	50	219	271	294
지배주주지분순이익	24	50	219	271	294
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	49	219	271	294
지배주주지분포괄이익	24	49	219	271	294
EBITDA	29	66	251	308	393

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	59	222	273	300
당기순이익	24	50	219	271	294
유형자산감가상각비	0	1	3	4	6
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(5)	0	(3)	(4)	(1)
기타	4	8	2	1	0
투자활동현금흐름	(1)	(34)	(13)	(16)	(19)
유형자산투자	(1)	(6)	(7)	(9)	(10)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	0	(1)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	0	(1)	(2)	(3)
기타	0	(28)	(4)	(5)	(5)
재무활동현금흐름	0	180	0	0	0
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	(0)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	180	0	0	0
기타현금흐름	0	(5)	0	0	0
현금의증가	22	200	209	256	281

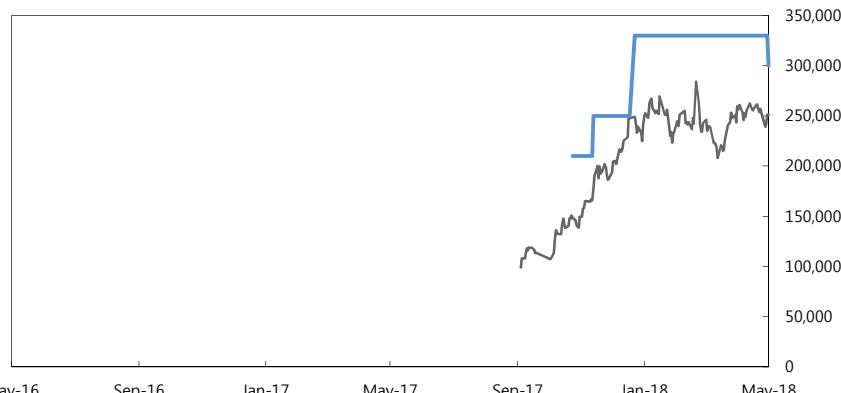
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,454	4,716	18,935	23,182	25,203
BPS	23,178	23,166	39,519	60,992	84,337
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	0.0	248.0	293.7	22.5	17.8
영업이익증가율	NM	130.3	281.6	22.4	27.6
순이익증가율	NM	102.9	341.6	23.7	8.7
EPS증가율	NM	92.2	301.5	22.4	8.7
EBITDA증가율	NM	132.7	277.6	22.7	27.7
수익성(%)					
영업이익률	83.5	55.2	53.5	53.5	57.9
순이익률	72.5	42.3	47.4	47.9	44.2
EBITDA Margin	84.6	56.6	54.3	54.4	59.0
ROA	55.1	29.1	53.7	41.4	31.4
ROE	112.9	33.4	56.9	43.0	32.3
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(25)	(262)	(471)	(729)	(1,012)
차입금/자본총계비율(%)	27.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	52.5	13.3	10.8	10.0
PBR	NM	10.7	6.4	4.1	3.0
EV/EBITDA	NM	41.2	10.7	7.9	5.5

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
펄어비스(263750)	2017.11.03	매수	210,000원	-25.9	-20.6
	2017.11.23	매수	250,000원	-17.4	0.0
	2018.01.02	매수	330,000원	-25.8	-13.9
	2018.05.11	매수	300,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 11일 현재 펄어비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2018년 5월 11일 현재 펄어비스 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 펄어비스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.