



2018/05/14

펄어비스(263750)

주가 조정은 매수 기회

■ 1Q18 Review: 매출 +137.4% YoY, 영업이익 +60.2% YoY

펄어비스 1Q18 매출액은 755억원 (+137.4% YoY, +204.7% QoQ), 영업이익은 335억원 (+60.2% YoY, +427.9% QoQ)으로 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. '검은사막 모바일'의 1분기 판매액은 452억원이나 소모성 아이템의 경우 소모 기간에 따라 매출이 이연되어 실제 매출액은 416억원으로 인식되었다. 판매액과 인식된 매출액의 차이가 36억원인 점을 감안하면 1분기 실적은 시장 예상치에 부합하는 수준이다. '검은사막' PC 온라인게임은 모바일게임 출시로 인해 잠식에 대한 우려가 있었으나 오히려 시너지가 발생하며 매출액은 전분기 대비 36% 증가하며 당사 예상치를 상회했다.

■ '검은사막 모바일'의 분기별 매출액 지속 상승할 전망

'검은사막 모바일'의 4월 한달간 일평균 매출액은 1분기 대비 16% 하락한 11억원 수준으로 파악된다. 신규 캐릭터, PVP, 길드 등 지속적인 콘텐츠 업데이트로 매출액은 하향 안정화될 것으로 판단하여 2분기 '검은사막 모바일'의 매출액은 일평균매출액 11억원 가정하여 1,012억원 추정한다. '검은사막 모바일'은 지난 2월 28일 출시하여 2분기부터 온기 반영되기 때문에 2분기 매출액은 전분기 대비 143% 증가할 것으로 예상된다. '검은사막 모바일'의 해외 출시 일정은 3분기 대만을 시작으로 북미/유럽, 일본 지역에서 순차적으로 출시될 예정으로 분기별로 지속적인 매출 상승세를 이어나갈 전망이다.

■ 신작 지역은 펀더멘털 변동과 무관

1) 1분기 실적 시장 예상치 하회, 2) '검은사막 모바일'의 해외 출시 및 신작 출시 지역으로 전일 펄어비스의 주가는 8.5% 하락했다. 1분기 영업이익과 시장 예상치와의 차이는 '검은사막 모바일'의 이연매출분과 유사하며, 신작에 대한 매출 추정치 또한 2018년까지는 미반영되어 있었기 때문에 신작 출시 지역에 따른 펀더멘털 변동은 없다. 더불어 '검은사막' PC 온라인게임의 중국 진출 가능성은 여전히 유효하며 올해 3분기 중에 출시 예정인 '검은사막' 콘솔 버전의 일매출액을 1억원으로 보수적으로 추정하고 있는 만큼 추가 성장도 가능하여 주가 조정은 매수 기회로 판단한다.

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

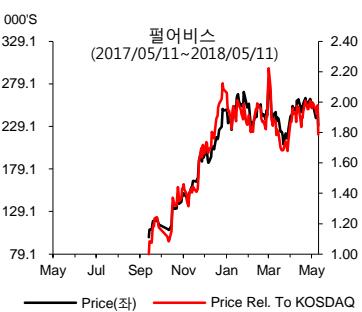
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원
종가(2018/05/11)	230,000원

Stock Indicator

자본금	6십억원
발행주식수	1,261만주
시가총액	2,900십억원
외국인지분율	6.6%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	16,610원
BPS(2018E)	38,231원
ROE(2018E)	54.7%
52주 주가	98,900~284,200원
60일평균거래량	191,192주
60일평균거래대금	46.9십억원

Price Trend



COMPANY BRIEF

<표 1> 펠어비스 1분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	4Q17	1Q18P	컨센서스	차이(%)	추정치	차이(%)
매출액	117.2	526.9	642.0	31.8	24.8	75.5	79.1	-4.5	76.7	-1.6
YoY(%)	90.3	349.5	21.9	79.8	62.7	137.4	148.6	-11.2p	141.2	-3.8p
QoQ(%)				108.8	-10.2	204.7	219.1	-14.4p	209.6	-4.9p
영업이익	64.6	255.6	333.6	20.9	6.3	33.5	37.4	-10.6	39.5	-15.3
YoY(%)	44.8	295.7	30.5	35.8	-21.0	60.2	79.3	-19.1p	89.1	-28.9p
QoQ(%)				160.2	-58.3	427.9	490.7	-62.8p	523.0	-95.2p
이익률(%)	55.1	48.5	52.0	65.7	25.6	44.3	47.4	-3p	51.5	-7.2p
당기순이익	49.5	207.2	273.5	15.2	1.1	26.8	31.9	-16.2	32.9	-18.8
이익률(%)	42.2	39.3	42.6	47.8	4.6	35.4	40.4	-4.9p	42.9	-7.5p

자료: 펠어비스, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

<표 2> 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	117.2	526.9	642.0	31.8	33.0	27.6	24.8	75.5	136.2	154.4	160.7
검은사막 PC	117.2	139.0	111.2	31.8	33.0	27.6	24.8	33.9	35.0	35.4	34.7
검은사막 모바일	0.0	369.4	304.5	0.0	0.0	0.0	0.0	41.6	101.2	109.8	116.8
검은사막 콘솔	0.0	18.4	43.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.2	9.2
기타	0.0	0.0	182.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	64.6	255.6	333.6	20.9	22.2	15.2	6.3	33.5	72.0	73.8	76.3
세전이익	58.5	254.6	333.6	18.0	22.9	16.1	1.5	33.2	71.7	73.6	76.1
당기순이익	49.5	207.2	273.5	15.2	19.6	13.6	1.1	26.8	58.5	60.0	62.0
성장률 (YoY %)											
매출액	90.3	349.5	21.9	79.8	106.4	118.0	62.7	137.4	312.3	459.4	548.7
검은사막 PC	n/a	18.7	-20.0	n/a	n/a	n/a	76.6	6.8	6.0	28.4	40.0
검은사막 모바일	n/a	n/a	-17.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
검은사막 콘솔	n/a	n/a	138.0	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
영업이익	44.8	295.7	30.5	35.8	74.1	79.3	-21.0	60.2	224.4	386.3	1,104.5
세전이익	27.5	335.4	31.0	16.0	77.8	151.0	-86.8	84.9	212.7	356.8	5,108.1
순이익	22.3	318.5	32.0	-1.9	119.6	112.1	-88.3	76.0	198.0	342.4	5,392.7
이익률 (%)											
영업이익률	55.1	48.5	52.0	65.7	67.2	55.0	25.6	44.3	52.9	47.8	47.5
세전이익률	49.9	48.3	52.0	56.5	69.5	58.4	5.9	44.0	52.7	47.7	47.3
순이익률	42.2	39.3	42.6	47.8	59.4	49.1	4.6	35.4	42.9	38.8	38.6

주: 연결 기준

자료: 펠어비스, 하이투자증권

< Appendix 1> 펠어비스 1Q18 실적발표 Q&A

Q1. '검은사막 모바일' 해외 출시 계획

- '검은사막 모바일'은 한국 출시 이후 1년 이내 글로벌 출시를 목표, 중국을 제외한 국가에서는 직접 서비스를 최우선으로 고려하고 있음
- 대만은 3분기 출시 예정, 동남아는 대만과 동시 출시 또는 순차적 출시 검토, 일본 및 북미/유럽 지역은 내년 1분기 이전까지 출시할 계획

Q2. 신규 IP의 컨셉 및 타겟 유저

- 신규 IP의 컨셉은 전략상 외부에 공개하기 어려움, 내부적으로는 올해 내에 컨셉에 대해서 공유할 수 있을 것으로 생각함
- 기존 '검은사막 모바일'의 유저층이 20~30 대였다면 신규 IP는 유저 저변을 넓힐 수 있는 장르라고 생각함

Q3. 일본과 북미/유럽 시장의 차이점 및 진출 전략

- 대만과 동남아 시장은 '검은사막 온라인'을 직접 서비스를 하고 있는 지역이며 '검은사막 온라인'이 출시 초기부터 좋은 성과를 내고 있는 시장, 또한 모바일 MMORPG 가 강세인 시장이기 때문에 좋은 성과를 낼 수 있을 것으로 예상
- 일본은 최근 경쟁사에서 출시한 MMORPG 게임이 좋은 성과를 내고 있을 뿐만 아니라 '검은사막 온라인'이 좋은 평가를 받고 있기 때문에 '검은사막 모바일'도 좋은 성과를 낼 수 있을 것으로 기대
- 북미/유럽은 일본과 달리 한국형 MMORPG 가 큰 성과를 내고 있는 시장은 아니지만 '검은사막 온라인'이 북미/유럽에서 좋은 성과를 내고 있을 뿐만 아니라 북미/유럽 유저들이 한국형 MMORPG 의 플레이 스타일에 거부감을 나타내는 부분에 대해서는 내부에서 해결책을 찾았기 때문에 좋은 성과를 얻을 수 있을 것으로 예상
- 올해 여름 '검은사막' 콘솔 버전의 출시로 '검은사막'의 IP 파워가 북미/유럽 시장에서 더 강화될 것으로 판단

Q4. 출시 예정 게임의 개발 일정 및 '민 리'개발자 영입이 신작에 어떤 기여를 할 수 있는가?

- '민 리' 등 새로운 개발자 영입으로 신작의 개발 속도가 높아지고 있으며 '민 리'는 내부적으로 Creative Director 역할을 하고 있음

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		280	507	891	1,665	매출액	52	527	642	722	
현금 및 현금성자산		241	459	827	1,587	증가율(%)	-43.5	905.8	21.9	124	
단기금융자산		21	27	36	46	매출원가	-	-	-	-	
매출채권		17	18	26	29	매출총이익	52	527	642	722	
재고자산		-	-	-	-	판매비와관리비	31	271	308	335	
비유동자산		17	24	27	29	연구개발비	0	0	0	0	
유형자산		6	8	9	10	기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산		4	6	7	7	기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계		297	531	918	1,693	영업이익	22	256	334	386	
유동부채		20	48	161	621	증가율(%)	-63.6	1,080.3	30.5	15.8	
매입채무		-	-	-	-	영업이익률(%)	41.3	48.5	52.0	53.5	
단기차입금		-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-	
유동성장기부채		-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-	
비유동부채		2	2	2	2	지분법이익(순실)	0	0	0	0	
사채		-	-	-	-	기타영업외순익	0	-1	-1	-3	
장기차입금		-	-	-	-	세전계속사업이익	18	255	334	386	
부채총계		21	49	163	622	법인세비용	3	47	60	70	
지배주주지분		275	482	755	1,071	세전계속이익률(%)	33.8	48.3	52.0	53.5	
자본금		6	6	6	6	당기순이익	15	207	274	317	
자본잉여금		181	181	181	181	순이익률(%)	28.1	39.3	42.6	43.9	
이익잉여금		85	292	566	883	지배주주귀속 순이익	15	207	274	317	
기타자본항목		3	3	3	3	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	
비지배주주지분		-	-	-	-	총포괄이익	14	207	273	316	
자본총계		275	482	755	1,071	지배주주귀속총포괄이익	14	205	270	313	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		27	240	389	783
당기순이익		15	207	274	317
유형자산감가상각비		1	3	4	4
무형자산상각비		0	3	5	5
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0
투자활동 현금흐름		-8	3	2	-1
유형자산의 처분(취득)		-4	-5	-5	-5
무형자산의 처분(취득)		-1	-5	-5	-5
금융상품의 증감		-21	-6	-8	-11
재무활동 현금흐름		179	-5	-6	-6
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		185	0	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		194	219	368	760
기초현금및현금성자산		47	241	459	827
기말현금및현금성자산		241	459	827	1,587

자료 : 펠어비스, 하이투자증권 리서치센터

주요투자지표		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		1,293	16,610	21,692	25,113
BPS		22,807	38,231	59,877	84,944
CFPS		1,381	17,077	22,379	25,860
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		191.5	13.8	10.6	9.2
PBR		10.9	6.0	3.8	2.7
PCR		179.3	13.5	10.3	8.9
EV/EBITDA		120.3	9.2	6.0	3.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.3	54.7	44.2	34.7
EBITDA 이익률		43.3	49.6	53.3	54.8
부채비율		7.8	10.2	21.5	58.1
순부채비율		-95.0	-100.9	-114.2	-152.4
매출채권회전율(x)		2.6	30.0	29.1	26.5
재고자산회전율(x)		-	-	-	-

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(필어비스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-02-14	Buy	300,000	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. [\(작성자 : 김민정\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-