



펄어비스 (263750)

아직 크게 움직이기 어렵다

► Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

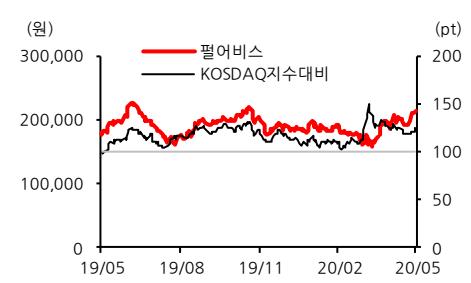
Hold (하향)

목표주가(하향): 220,000원

현재 주가(5/13)	209,600원
상승여력	▲5.0%
시가총액	27,415억원
발행주식수	13,080천주
52 주 최고가 / 최저가	226,300 / 157,600원
90 일 일평균 거래대금	144.11억원
외국인 지분율	19.2%
주주 구성	
김대일 (외 12 인)	49.8%
자사주 (외 1 인)	6.7%
GICPrivateLimited (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.9	9.5	2.3	17.1
상대수익률(KOSDAQ)	-3.0	8.9	-2.1	19.5
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	405	536	555	632
영업이익	168	151	180	200
EBITDA	173	168	192	214
지배주주순이익	146	158	167	182
EPS	11,630	12,106	12,832	13,958
순차입금	-82	-221	-303	-442
PER	17.9	15.3	16.3	15.0
PBR	6.6	4.1	3.6	2.9
EV/EBITDA	15.1	13.0	12.7	10.8
배당수익률	0	0	0	0
ROE	38.4	31.6	25.0	21.7

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 검은사막 매출 증가와 마케팅비 효율화를 통해 컨센서스를 상회했습니다. 다만, 기대작들의 출시 지연으로 인해 신작 공백이 길어지면서 주가 상승 모멘텀은 제한적일 것으로 전망합니다.

1분기 실적은 시장과 당사 추정치 상회

펄어비스의 1분기 실적은 매출액 1332억 원, 영업이익 462억 원을 기록하며 영업이익 기준 시장 기대치를 21% 상회했다. 검은사막 매출액은 1186억 원으로 전분기 대비 15.9% 증가했다. 모바일 글로벌 출시 효과가 온기로 반영됐으며, PC 매출액도 유럽/북미를 중심으로 큰 폭 늘어났다. 콘솔 매출액도 전분기 대비 25.6% 증가했는데, 크로스플레이 도입 후 신규 유저가 대폭 증가한 것으로 판단된다. 이를 통해 모바일, PC, 콘솔 매출 비중은 각각 54%, 35%, 11%를 나타내며 멀티 플랫폼 역량을 재확인시켰다. 대규모 오프라인 이벤트 부재와 마케팅 집행 효율화를 통해 광고선전비는 전분기 대비 43.7% 감소했으며, 이에 따라 영업이익률은 34.7%를 기록했다.

검은사막 IP 강화는 긍정적이지만 기대작 지연은 아쉬워

검은사막 IP의 경쟁력을 확인시키며 모든 플랫폼에서 나타나고 있는 매출 성장세는 긍정적이다. 하지만, 회사는 차기 대작 MMORPG인 붉은사막의 출시 일정을 예상보다 다소 늦은 21년 4분기로 발표했다. 도깨비와 플랜8도 각각 22년과 23년으로 한차례씩 연기됐다. 신작 일정 지연에 따라 21년 영업이익을 기준 대비 16% 하향 조정했다. 기대작들의 출시 전까지 남은 신작은 5월 21일 출시되는 샐도우아레나와 EVE IP를 활용한 모바일 게임이다. 우리는 샐도우아레나의 2분기와 3분기 매출을 각각 51억 원, 78억 원으로 추정한다.

목표주가 22만 원으로 하향하고 투자의견 HOLD로 하향

동사에 대한 목표주가를 올해 실적 전망치 감소에 따라 22만 원으로 하향하고, 투자의견을 Hold로 낮춰 제시한다. 동사의 밸류에이션은 올해 예상 실적 기준 PER 16배다. PC와 모바일, 콘솔까지 확장한 멀티플랫폼 개발력을 보유했지만, 원게임 리스크를 감안하면 현재 주가에서 업사이드는 미미하다고 판단한다. 당분간 주가 방향성은 눈높이가 낮아져있는 샐도우아레나와 EVE 에코스의 출시 초기 성과에 따라 결정될 것으로 예상한다.

[표1] 펄어비스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	132.6	152.3	134.4	116.6	133.2	138.3	141.3	142.6	404.8	535.9	555.4
YoY (%)	75.6	35.1	14.9	17.1	0.4	(9.2)	5.1	22.3	245.2	32.4	3.6
PC	26.6	26.2	27.1	26.1	32.3	31.5	32.7	31.4	128.5	162.4	208.1
모바일	87.5	94.4	76.6	66.5	71.9	72.0	71.6	71.4	276.2	325.0	286.9
콘솔	4.0	16.8	16.1	11.7	14.7	14.9	15.2	15.5	0.0	48.5	60.4
EVE IP 및 기타	14.5	14.9	14.6	12.4	14.3	19.9	21.7	24.2	12.8	56.4	80.1
영업비용	114.5	95.4	94.9	80.7	87.0	94.4	96.8	97.7	236.7	385.3	375.9
YoY (%)	173.0	64.8	67.4	0.6	(24.0)	(1.0)	2.1	21.1	350.9	62.8	(2.4)
인건비	34.0	25.5	26.7	33.1	32.0	32.2	33.1	40.3	58.2	119.2	137.7
지급수수료	41.1	43.8	41.0	18.0	32.7	30.9	32.6	29.7	120.5	143.9	125.9
광고선전비	30.3	15.4	15.8	16.8	9.4	18.0	17.0	12.8	39.7	78.3	57.2
D&A	3.7	4.1	4.6	5.0	5.1	5.3	5.7	6.0	4.8	17.4	22.1
기타비용	5.4	6.6	6.7	7.8	7.7	8.0	8.4	8.9	10.7	26.5	33.0
영업이익	18.2	56.9	39.5	36.0	46.2	43.9	44.5	44.9	168.1	150.6	179.5
YoY (%)	(45.9)	3.8	(34.4)	85.5	154.5	(22.9)	12.4	24.9	159.5	(10.4)	19.2
영업이익률 (%)	13.7	37.4	29.4	30.8	34.7	31.7	31.5	31.5	41.5	28.1	32.3
당기순이익	14.1	51.6	43.8	49.5	48.3	40.5	40.2	38.1	146.5	159.1	167.1
YoY (%)	(39.2)	(1.3)	(30.2)	122.7	157.9	(19.0)	17.3	30.0	194.9	(6.2)	24.0
순이익률 (%)	12.8	33.8	26.8	28.3	32.8	30.1	30.0	30.1	36.2	25.6	30.7

자료: 펄어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표						
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	
매출액	145	405	536	555	632	유동자산	373	354	450	553	727	
매출총이익	145	405	536	555	632	현금성자산	331	286	371	453	592	
영업이익	81	168	151	180	200	매출채권	39	49	66	86	121	
EBITDA	83	173	168	192	214	재고자산	0	0	0	0	0	
순이자순이익	1	2	0	7	7	비유동자산	25	358	417	441	465	
외화관련손익	-6	6	2	10	0	투자자산	11	35	46	48	50	
지분법손익	0	0	0	0	유형자산	9	36	78	83	88		
세전계속사업손익	76	175	181	200	무형자산	5	288	293	310	327		
당기순이익	66	146	158	167	자산총계	398	713	867	994	1,193		
자배주주순이익	66	146	158	167	유동부채	40	115	92	101	117		
증가율(%)					매입채무	9	16	28	36	51		
매출액	330.7	178.9	32.4	3.6	유동성이자부채	1	40	34	34	34		
영업이익	188.8	107.0	-10.4	19.2	비유동부채	5	189	144	145	146		
EBITDA	192.1	107.6	-2.9	14.3	비유동이자부채	0	164	116	116	116		
순이익	168.5	123.3	7.7	6.0	부채총계	45	305	236	246	263		
이익률(%)					자본금	11	6	7	7	7		
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	자본잉여금	184	192	200	200	200		
영업이익률	56.0	41.5	28.1	32.3	이익잉여금	156	232	389	556	738		
EBITDA 이익률	57.4	42.7	31.3	34.6	자본조정	3	-22	-7	-15	-15		
세전이익률	52.4	43.3	33.8	36.0	자기주식	-9	-24	-23	-23	-23		
순이익률	45.2	36.2	29.4	30.1	자본총계	354	408	589	748	930		
현금흐름표	(단위: 십억 원)						주요지표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	
영업현금흐름	73	159	168	118	177	주당지표						
당기순이익	66	146	158	167	182	EPS	5,436	11,630	12,106	12,832	13,958	
자산상각비	2	5	17	12	13	BPS	29,317	31,525	45,229	57,436	71,394	
운전자본증감	-4	-23	25	-12	-19	DPS	0	0	0	0	0	
매출채권 감소(증가)	-8	-21	-20	-20	-35	CFPS	7,322	14,904	14,374	9,954	15,056	
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	29.6	26.4	20.0	18.0	16.6		
매입채무 증가(감소)	0	0	0	8	ROE(%)	34.9	38.4	31.6	25.0	21.7		
투자현금흐름	-36	-305	-180	-44	ROIC(%)	N/A	81.0	35.6	35.1	36.0		
유형자산처분(취득)	-6	-11	-37	-15	Multiples(x, %)							
무형자산 감소(증가)	-2	-7	-6	-19	PER	45.5	17.9	15.3	16.3	15.0		
투자자산 감소(증가)	-17	-43	-140	-8	PBR	8.4	6.6	4.1	3.6	2.9		
재무현금흐름	175	139	-42	0	PSR	20.6	6.5	4.5	4.9	4.3		
차입금의 증가(감소)	0	155	-43	0	PCR	33.8	13.9	12.9	21.1	13.9		
자본의 증가(감소)	185	0	0	0	EV/EBITDA	31.9	15.1	13.0	12.7	10.8		
배당금의 지급	0	0	0	0	배당수익률	0	0	0	0	0		
총현금흐름	88	188	187	130	안정성(%)							
(-)운전자본증가(감소)	4	-10	28	12	부채비율	12.6	74.6	40.0	32.9	28.3		
(-)설비투자	6	11	37	15	Net debt/Equity	-93.2	-20.2	-37.5	-40.5	-47.5		
(+)자산매각	-2	-7	-6	-19	Net debt/EBITDA	-395.9	-47.7	-131.5	-157.9	-206.8		
Free Cash Flow	76	180	117	84	유동비율	940.7	308.0	489.8	547.4	621.8		
(-)기타투자	11	278	-54	2	이자보상배율(배)	515.1	104.1	23.9	45.1	50.4		
잉여현금	66	-97	171	82	자산구조(%)							
NOPLAT	70	140	131	150	투하자본	6.0	50.3	49.6	47.0	43.1		
(+) Dep	2	5	17	12	현금+투자자산	94.0	49.7	50.4	53.0	56.9		
(-)운전자본투자	4	-10	28	12	자본구조(%)							
(-)Capex	6	11	37	15	차입금	0.3	33.3	20.3	16.7	13.9		
OpFCF	62	145	84	136	자기자본	99.7	66.7	79.7	83.3	86.1		

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 05월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[펄어비스의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.11.25	2019.11.25	2020.01.13	2020.02.14	2020.05.14	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Hold	
목표가격	김소혜	250,000	250,000	230,000	220,000	

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.25	Buy	250,000	-25.11	-20.28
2020.02.14	Buy	230,000	-19.77	-6.30
2020.05.14	Hold	220,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 벌류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%