

펄어비스 (263750)

2018. 12. 3

인터넷/게임

1Q19를 바라볼 때

Analyst 박우성

02. 3779-8732

woosung.park@ebestsec.co.kr

4Q18은 쉬어가는 기간

4Q18 실적은 1)검은사막 모바일의 유저 지표 하락, 2)CCP게임즈 인수에 따른 추가 적 일회성 비용 140억원 발생, 3)신작부재로 인해 부진할 전망이다. 기존 4Q18 출시 예정이었던 검은사막 콘솔(북미/유럽) 역시 내년 1분기에 출시될 가능성이 높다. 또한 예정된 검은사막 콘솔(북미/유럽), 검은사막 모바일 일본 진출에 따른 사전마케팅 비용이 이번 분기부터 발생할 가능성이 높아 전분기 대비 영업이익 감소가 불가 피한 상황으로 판단한다. 4Q18부터 연결로 반영될 CCP게임즈 역시 큰 이익 기여는 없을 것으로 예상된다.

내년초에는 일본 진출 기대감이 실적에 대한 우려를 넘어설 것

다만 부진할 것으로 예상되는 실적은 이미 주가에 상당부분 반영되었다고 판단한다. 내년 1분기 검은사막 콘솔(북미/유럽)과 검은사막 모바일 일본 지역 출시가 다가올수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 반영될 것이다. 일본 지역은 검은사막 온라인이 한국과 거의 비슷한 시기인 2015년부터 정식 서비스되었으며, 아직까지도 꾸준한 매출이 발생하고 있다. 시장 규모, MMORPG에 대한 수요, 검은사막의 높은 IP 인지도와 매니아 층을 고려할 때 기대감을 낮출 필요는 없다고 판단한다. 내년초 주가는 구체적인 일본 지역 출시 일정과 사전예약자 추이에 민감하게 반응할 것으로 예상된다. 또한 2019년은 검은사막IP의 글로벌 확장이 지속되는 가운데 자체개발 IP인 프로젝트K, 프로젝트V, EVE온라인 IP를 이용한 CCP게임즈의 신작들이 출시될 예정이기 때문에, 일본 지역 출시 이후 모멘텀 소멸로 인한 주가하락 역시 제한적일 것이다. 이에 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

투자의견 Buy, 목표주가 245,000 원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 245,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target P/E 13.7배(글로벌 동종업체 대비 25% 할인)를 적용하여 산출하였다.

Buy (initiate)

목표주가 **245,000 원**

현재주가 **197,000 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSDAQ (11/29)	695.48 pt
시가총액	25,498 억원
발행주식	12,943 천주
52 주 최고가 / 최저가	284,200 / 183,100 원
90 일 일평균거래대금	169.27 억원
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	33,251 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -15.6%
	6개월 6.3%
	12개월 -7.5%
주주구성	김대일외 10인 46.7%
	펄어비스 자사주 6.5%

Stock Price



Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016.6	337	281	284	244	n/a	n/a	285	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	1,172	647	586	496	5,847	n/a	663	42.3	42.3	8.4	34.9
2018E	4,372	1,877	1,932	1,641	13,688	134.1	1,920	14.4	13.5	5.9	42.0
2019E	6,886	2,890	2,906	2,461	19,009	38.9	2,968	10.4	9.4	3.8	40.6
2020E	6,736	2,537	2,548	2,156	16,659	-12.4	2,620	11.8	11.3	2.9	32.6

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업 개요

기업 개요

동사는 띠온라인, R2, C9 등 다수의 MMORPG 장르 게임을 개발한 김대일 의장이 2010 년 9 월 설립한 게임전문 개발사로 대표 게임은 MMORPG 장르 검은사막이다. 카카오게임즈, Gameon 과 각각 퍼블리싱 계약을 맺고, 검은사막 온라인을 2015 년 한국과 일본에 정식 출시하였다. 실사에 가까운 그래픽과 정교한 커스터마이징, 방대한 게임 콘텐츠 등으로 큰 인기를 끌며 러시아, 북미/유럽, 남미, 터키/중동, 동남아 등으로 글로벌 확장하며 성장하였다. 현재 검은사막 온라인은 중국을 제외한 대부분의 지역에서 서비스되고 있으며, 중국 지역 역시 Snail Games 와 퍼블리싱 계약 완료된 상태이며 판호 발급 재개시 진출 가능하다.

검은사막 온라인의 성공을 바탕으로 동사는 2017.9 월 코스닥에 상장하였고, 2018 년 2 월 검은사막 온라인 IP 를 활용한 검은사막 모바일을 출시와 함께 다시 한번 크게 성장하였다. 그리고 검은사막모바일 대만 진출(8/29,) 검은사막 콘솔의 OBT 완료(11/9) 등, 검은사막 IP 의 지역별/플랫폼 확장이 여전히 진행 중이다.

표42 펠어비스 사업 운영 현황

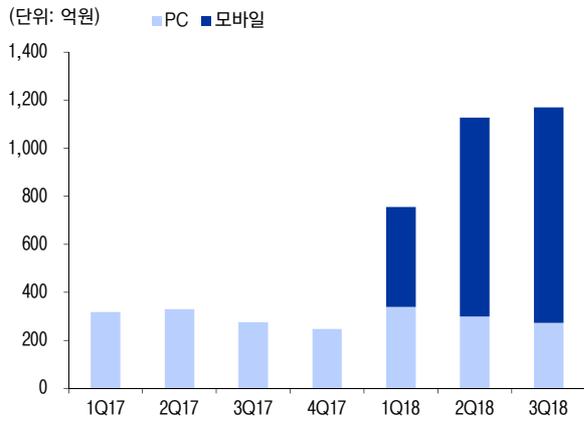
구분	게임	지역	퍼블리셔	출시 시기	매출 구분
PC	검은사막 온라인	국내	카카오게임즈	2014.12	온라인/국내
		일본	GameOn	2015.05	온라인/아시아
		러시아	PearlAbyss H.K.	2015.01	온라인/미주 · 유럽 외
		북미/유럽	카카오게임즈	2016.03	온라인/미주 · 유럽 외
		대만	PearlAbyss Taiwan	2017.01	온라인/아시아
		남미	RedFox Games	2017.06	온라인/미주 · 유럽 외
		터키/중동	PearlAbyss H.K.	2017.12	온라인/미주 · 유럽 외
		태국/동남아	PearlAbyss H.K.	2018.01	온라인/아시아
		중국	Snail Games	미정	-
모바일	검은사막 모바일	국내	본사	2018.02	모바일/국내
		대만	PearlAbyss Taiwan	2018.08	모바일/해외
		일본	PearlAbyss JP	1Q18 예정	-
콘솔	검은사막 콘솔	북미/유럽			Microsoft Xbox(4Q18 예정)

주1. 음영표시된 부분은 직접서비스 지역

주2. 검은사막 온라인 러시아 지역은 기존 퍼블리셔인 Syncopate와 2018.10.12 계약 종료, 2018.11.22 직접서비스 시작

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 디바이스별 매출액 추이



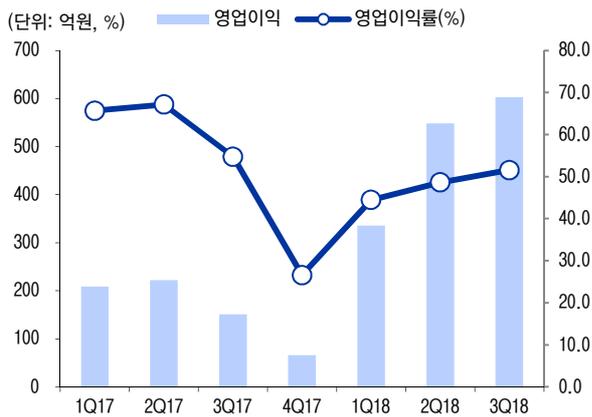
자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 지역별 매출액 추이



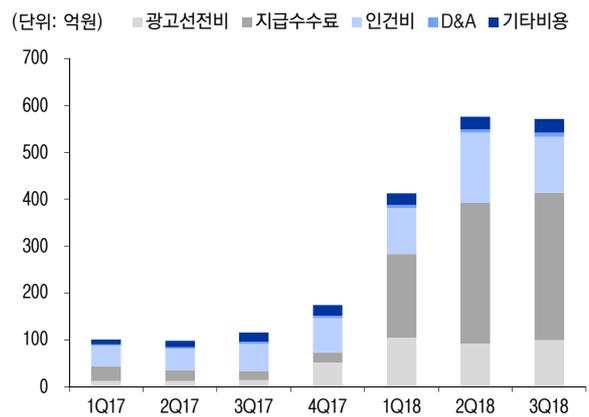
자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 영업이익, 영업이익률 추이



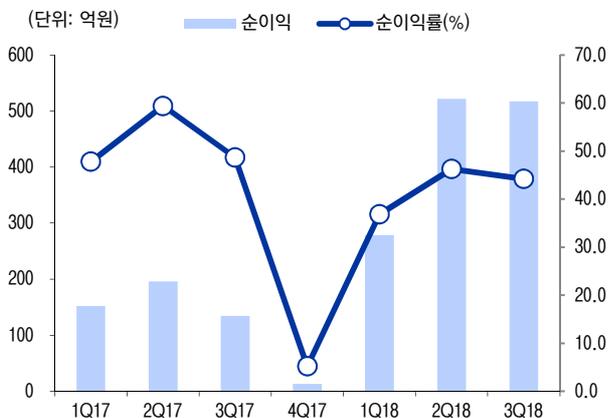
자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 펠어비스 비용 구조 추이



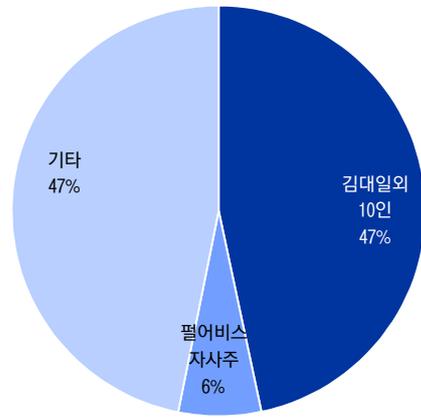
자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 순이익, NPM 추이



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 주주 구성



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

검은사막 모바일 국내 지역 출시 이후 주가는 약세 지속

그림108 상장(17.09.14)이후 펠어비스 주가 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사의 주가는 2017.09.14 상장 이후 올해 2월 공모가(103,000원) 대비 2.6배까지 상승하였다. 상승 이유는 1) 낮은 공모가격, 2) 검은사막 모바일 국내 론칭 기대감이다. 상장 당시 밸류에이션은 P/E ratio가 사용되었는데, 과거 3개 분기 순이익이 평가 기준이 되었다. 즉, 공모가는 출시 예정이었던 검은사막 모바일보다는 기존 검은사막 온라인 중심으로 평가되었다. 이후 검은사막 모바일 국내 론칭에 대한 기대감으로 주가는 론칭 직전인 올해 2월까지 상승하였다.

이후 2018.02.28 검은사막 모바일 국내 론칭 이후 조정을 거친 후 장기간 횡보하고 있다. 검은사막 모바일은 출시 이후 구글플레이 기준 매출순위 2위에 안착하며 기대치를 어느 정도 충족시키는 성과를 거두었음에도 불구하고, 재료노출과 이를 능가할만한 신규 모멘텀 부재로 인해 주가는 상승하지 못하고 있다.

표43 펠어비스 공모가격 산출 내역

구분	산출내역	비고
최근 3분기 누적 지배주주순이익(천원)	31,209,642	A
적용 순이익(천원)	41,612,856	B = A × (4/3)
적용주식수	13,053,000	C
EPS(원)	3,188	D = B/C
적용 PER(배)	35.39	E
주당 평가가액(원)	112,823	E = D × E

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q18 실적 전망

4Q18 실적은 전분기 대비 감소 예상

동사는 3Q18 영업이익 기준 시장 기대치를 상회하는 실적을 발표하였으나, 3분기 실적 발표 이후 주가는 약세를 지속하고 있다. 그 이유는 물론 마켓 하락의 영향도 있겠으나 4분기 실적에 대한 우려가 반영되고 있다고 판단한다. 4분기 실적에 부정적 영향을 줄 수 있는 요소는 크게 3가지이다. 1) 검은사막 모바일의 유저 지표 하락, 2) CCP 게임즈 인수에 따른 추가적 일회성 비용 발생, 3) 검은사막 콘솔(북미/유럽)을 제외한 신작부재이다

표44 펠어비스 3Q18 실적은 컨센서스를 상회

(억원, %)	3Q18	QoQ	2Q18	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,170	3.8	1,127	1120	4.5%
영업이익	603	10.0	548	541	11.5%
OPM(%)	51.6	+2.9%p	48.7	48.3	+3.2%p

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

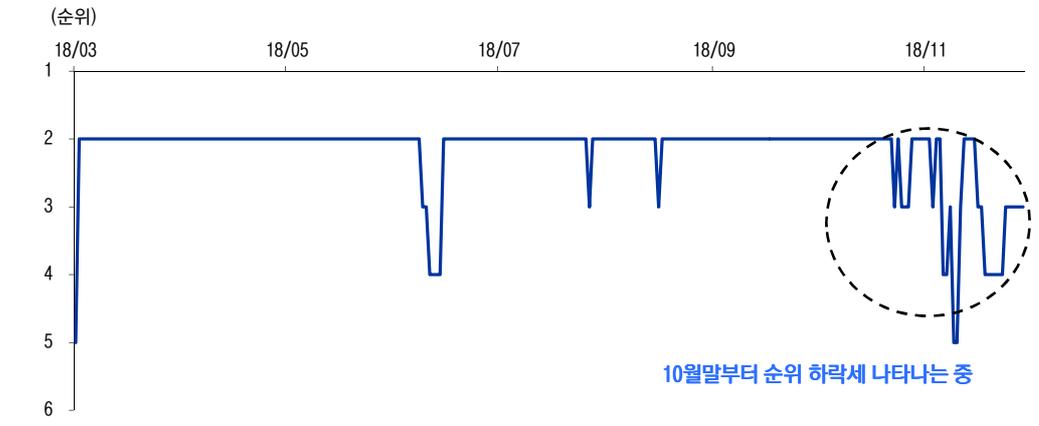
1-1) 검은사막 모바일 유저 지표 하락: 국내

검은사막 모바일(국내)이 동사 매출에 차지하는 비중은 3Q18 기준 66%로 높은 비중을 차지하고 있다. 검은사막 모바일 국내 순위(구글 플레이 기준)는 올해 2월 28일 출시 이후 안정적으로 2위를 유지하다 10월 후반부터 뮤오리진2, L2R 등과 함께 2~5위권에서 등락을 반복하고 있어 4분기 일매출 하락이 일반적인 자연 감소보다 큰 폭으로 발생할 수 있는 상황이다. 그리고 12월에 강력한 IP를 갖춘 동일 장르의 경쟁작이 출시 예정인 점을 감안할 때, 최근 순위 하락에 대한 우려에 일정부분 타당하다. 검은사막 모바일의 지난 분기별 일평균 매출액은 1Q18 일매출 13.0억원(영업일수 32일) → 2Q18 일매출 9.1억원, 3Q18 일매출 8.5억원 가량을 기록한 것으로 추정된다.

경쟁작 출시에 대응하여 동사의 검은사막 모바일 역시 12/5일에 2번째 대규모 업데이트(각성)가 예정되어 있으며 월드경영, 사막 지역 등의 주요 업데이트 역시 임박해있다. 9월말에 진행된 업데이트에서 다소 유저들의 불만을 야기하는 내용이 포함되었던 만큼, 이 업데이트들은 단기적 매출 극대화를 노리기보다는 기존 유저 케어가 중심이 될 가능성이 높다. 공격적인 과금 유도가 없다면 이미 순위하락이 진행된만큼 일정부분 일매출 하락은 불가피하나 장기적으로 PLC 장기화에 기여할 수 있는 업데이트 방향성이다.

그럼에도 첫번째 대규모 업데이트(8/16)였던 금수랑 업데이트 이후 유저 지표가 회복되었던 사례와 타이트한 업데이트 일정으로 미루어보아 추가적인 순위하락은 크지 않을 것이라 판단한다. 그리고 내년 1분기는 동 게임 출시 1주년으로, 1주년 이벤트 등으로 인한 복귀 유저 증가와 PLC 장기화를 기대한다. 4Q18 검은사막 모바일 국내 일평균 매출액을 7.4억원으로 추정한다.

그림109 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출순위



자료:앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 검은사막 모바일 국내 매출 순위(구글플레이)

순위	게임
1	리니지M
2	리니지2 레볼루션
3	검은사막 모바일
4	세븐나이츠 for Kakao
5	오크: 전쟁의 서막
6	뮤 오리진2
7	MARVEL 퓨처파이트
8	왕이되는자
9	마피아 시티
10	모두의마블 for Kakao

자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 검은사막 모바일 국내 매출 순위(iOS)

순위	게임
1	삼국지M
2	왕이되는자
3	검은사막 모바일
4	리니지2 레볼루션
5	MARVEL 퓨처파이트
6	리니지M
7	검은사막 모바일
8	모두의마블 for Kakao
9	세븐나이츠 for Kakao
10	오크: 전쟁의 서막

자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 말 많았던 아이템 ‘초밥’



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 12/5 일 각성 업데이트 예정

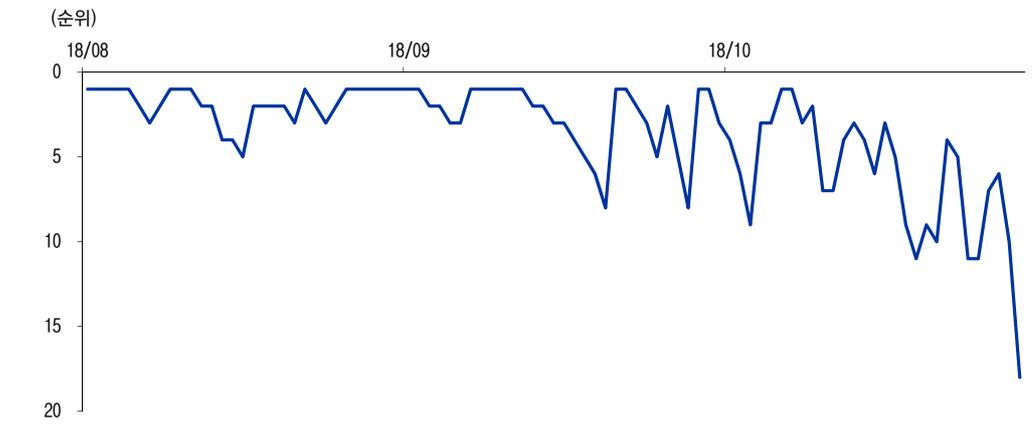


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1-2)검은사막 모바일 유저 지표 하락: 대만

검은사막 모바일 대만은 올해 8 월 29 일 출시되었으며, iOS 기준 출시 초기에는 매출 순위 1~3 위를 기록하다가 10 월 중순부터 5~10 위권을 형성하고 있다. 사전예약자 279 만명을 기록하는 등 높았던 기대치 대비 다소 미흡한 성과라 할 수 있다.

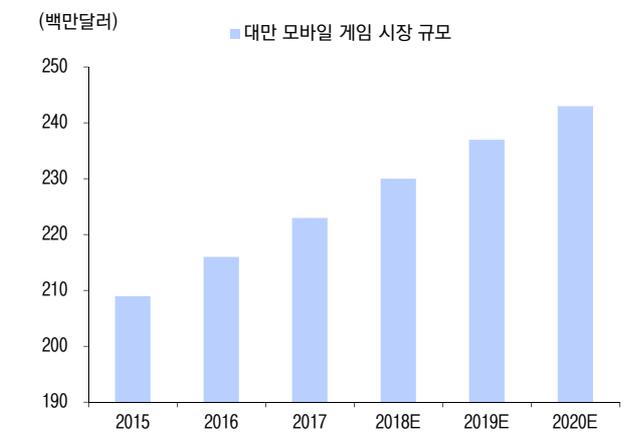
그림114 검은사막 모바일 대만 iOS 매출순위



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

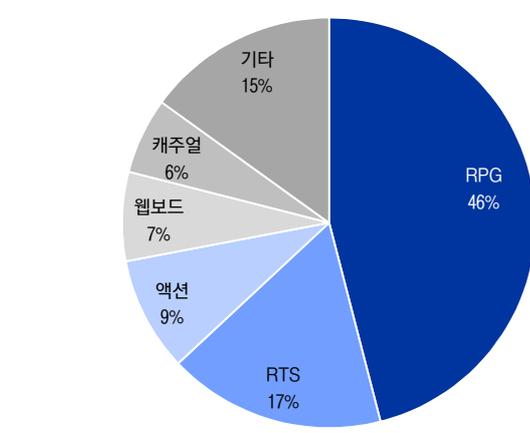
지역의 디바이스 사양/호환성 문제와 한국 지역과의 업데이트 차이에 따른 결제 지연 등이 원인인 것으로 파악된다. 현재는 한국 지역 대비 2배 가량 빠른 업데이트를 통해서 국내 빌드에 거의 근접한 수준이며, 유저 케어 중심의 한국지역과 달리 보다 공격적인 과금 유도 정책을 통한 매출 순위 회복을 예상한다. 검은사막 모바일 대만지역은 3Q18 일매출 3.7억원(영업일수 3일)을 기록한 것으로 추정된다. 검은사막 모바일 국내 지역의 경우 출시 이후 2번째 분기에 전분기 대비 -30.0% 가량 일매출이 감소한바 있다. 첫 분기의 영업일수에 거의 차이가 없으므로 이와 근사하게 일매출 감소할 것으로 가정하였다. 검은사막 모바일 대만 지역 일평균 매출액을 2.6억으로 추정한다.

그림115 대만 모바일 게임 시장 규모 예상



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 대만 모바일 게임 시장 장르별 점유율



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

2) CCP게임즈 인수 추가 비용

CCP게임즈 인수와 관련하여 4분기에 발생할 일회성 비용은 140억 가량이며 주간사 M&A수수료, 회계관련 자문수수료 등이 포함되어있다. 동사와 CCP게임즈에서 각각 70억원 가량 발생하며 4분기 연결로 약 140억의 일회성 비용이 영업단에서 발생하게 된다.

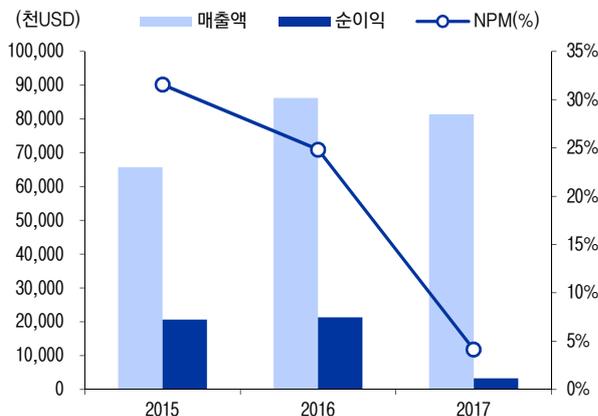
향후 CCP게임즈 인수 관련하여 추가로 발생할 수 있는 비용은 CCP게임즈 영업성과에 따른 추가 매매대금 지급만 남은 상태로 그 외 추가적인 비용 발생은 없을 전망이다. 발생 가능한 최대 금액은 200,000 천USD 수준으로 적지 않은 금액이다. 그러나 VR 사업 이전인 2016년 영업이익이 26,084천USD였다는 점과 기존작의 노후화 정도, 신작 일정 등을 감안시 추가 매매대금 지급이 이루어질 가능성은 낮다. 만약 추가 매매대금을 지급하더라도 비용보다는 CCP게임즈의 턴어라운드와 이에 따른 IP 다양화, 매출처 분산에 주목해야 한다고 판단한다. 언아웃을 전액 지급하더라도 인수금액은 P/E 14 배 수준에 불과하기 때문에, 양호한 매수조건이라는 점에는 변함이 없다. CCP게임즈는 하향 셋업이 완료된 기존 EVE 온라인 매출이 꾸준히 유지되고 있다. 기존 적자의 원인이었던 VR 사업 정리 완료로 4Q18에는 영업이익 BEP 수준일 것으로 예상된다.

표45 CCP 게임즈 추가 매매대금 지급 기준 및 금액

회계년도	추가 매매대금 지급 기준 및 금액
2019년	조정 영업이익이 25,000 천USD를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 - 25,000 천USD) × 4 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 100,000 천USD 임
2020년	조정 영업이익이 40,000 천USD를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 1. 조정 영업이익이 50,000 천USD 미만인 경우 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 - 40,000 천USD) × 4 2. 조정 영업이익이 50,000 천USD 이상인 경우 - 추가 매매대금 = (50,000 천USD - 40,000 천USD) × 4 + (조정 영업이익 - 50,000 천USD) × 5 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 100,000 천USD 임

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 CCP 게임즈 실적 추이



자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 VR사업 비용 증가로 실적 부진



자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 검은사막 콘솔(북미/유럽)을 제외한 신작부재

위에서 열거한 기존 게임 매출하락, 일회성 비용 등의 부정적 이슈가 발생하는데, 이를 만회할 모멘텀 역시 부재한 상황이며. 검은사막 콘솔(북미/유럽)외에는 추가적인 신작 출시가 없다. 또한 예정된 검은사막 콘솔(북미/유럽), 검은사막 모바일 일본 진출에 따른 사전마케팅 비용이 이번 분기부터 발생할 가능성이 높아 감익이 불가피한 상황이다. 검은사막 콘솔의 출시시기 역시 12월초인 현재까지 구체적인 발매 예정일이 발표되지 않았다는 점과 출시 시기를 동사가 독단적으로 결정하는 것이 아니라는 점을 고려하여 1Q19에 출시되는 것으로 추정하였다.

표46 4Q18 펠어비스 실적 추정

(억원)	4Q18E	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,320	248	432.7%	1,170	12.8%	1240	6.5%
영업이익	391	66	494.0%	603	-35.1%	582	-32.8%
영업이익률	29.6%	26.6%	+3.1%p	51.6%	-21.9%p	46.9%	-17.3%p

자료: fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트

비록 4분기 실적은 부진할 것으로 예상되는 상황이지만 최근 하락으로 인해 이미 주가에 상당부분 반영된 상태이다. 검은사막 콘솔 출시와 검은사막 모바일 일본 출시가 임박할수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 반영될 것으로 판단한다. 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

1. 검은사막 IP의 글로벌 확장 초기 단계

현재 검은사막IP는 모바일 버전의 글로벌 확장, 콘솔 플랫폼 진출이 진행 중이며, 4Q18(또는 1Q19초) 검은사막 콘솔, 1Q19 검은사막 모바일 일본, 2Q19 검은사막 모바일 북미/유럽 출시가 예정되어 있다.

4Q18 검은사막 콘솔(북미/유럽) 출시

검은사막 콘솔 Xbox는 11.9 ~ 11.13 OBT 진행 이후 출시 시기를 조율하고 있다. 하지만 1)콘솔로 유의미한 성과를 거둔 국내 게임사가 전무하고, 2)MMORPG는 콘솔의 주력 장르가 아니고 3)지속적인 출시 시기 연기로 인해 기대감은 크지 않은 상황이다. 그러나 OBT에는 20만명의 사전예약자가 참가하였으며, 참가자의 90% 이상이 게임 출시 이후 구매의사를 밝히기도 하는 등, 관심 정도와 유저 반응 모두 양호한 모습을 보이고 있다. 대규모의 마케팅 없이 거둔 성과라는 점을 감안하면 더욱 고무적이다. 마이크로소프트와의 독점계약 기간은 길지 않은 수준이라 이후 역시 콘솔 빅마켓인 일본 등으로 진출 시 이익에 큰 기여할 수 있다. 검은사막 콘솔버전이 기대 이상의 성과를 거둔다면 이로인해 다져진 IP인지도가 다시 2Q19에 예정된 검은사막 모바일 북미지역의 성공확률을 높일 것이라 예상한다.

그림119 11.9OBT 진행 완료



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 검은사막 콘솔 in-game



자료: GameShot, 이베스트투자증권 리서치센터

역대 Xbox 콘솔 게임 판매량 순위에서 확인 가능하듯이 콘솔 게임의 대표적인 장르는 슈팅과 스포츠이다. 그나마 RPG 장르에서 상위권을 기록한 베데스다의 Fallout4나 엘더스크롤5: 스카이림, 반다이남코의 워처3 등도 검은사막과 같은 MMORPG라기보다는 솔로 모드의 성격이 강하다. 그리고 이들의 공통점은 이미 수많은 콘솔버전의 게임을 히트시킨 개발력을 보유한 회사의 인기시리즈 중 하나라는 것이다. 이러한 시장 환경에서 20만명이라는 OBT 참여자수는 상당히 의미가 있다고 판단하며, 북미/유럽 시장에서 검은사막IP가 이미 자리잡았음을 알 수 있다. 정식 출시 결과를 통해 동사의 콘솔 부분 개발력을 가늠해볼 수 있을 것이다. 점점 경쟁이 치열해지는 국내 모바일 MMORPG 시장을 감안할 때, 지속적인 플랫폼/글로벌 확장 시도는 바람직하다.

표47 역대 Xbox 콘솔 게임 판매량 순위(백만 개)

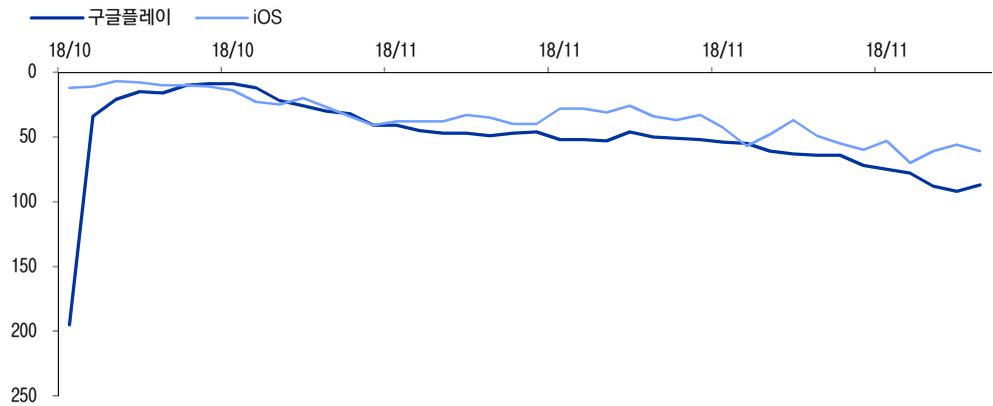
순위	Game	Year	Genre	Publisher	North America	Global
1	Grand Theft Auto V	2014	Action	Rockstar Games	4.4	8.26
2	Call of Duty: Black Ops 3	2015	Shooter	Activision	4.58	7.32
3	Call of Duty: WWII	2017	Shooter	Activision	3.7	6.15
4	Call of Duty: Advanced Warfare	2014	Shooter	Activision	3.25	5.22
5	Battlefield 1	2016	Shooter	Electronic Arts	3.35	5.12
6	Fallout 4	2015	Role-Playing	Bethesda Softworks	2.88	4.94
7	Halo 5: Guardians	2015	Shooter	Microsoft Studios	2.92	4.89
8	MineCraft	2014	Misc	Microsoft Studios	2.71	4.76
9	Call of Duty: Infinite Warfare	2016	Shooter	Activision	2.87	4.74
10	Star Wars Battlefront (2015)	2015	Shooter	Electronic Arts	2.48	4.14
11	Forza Horizon 3	2016	Racing	Microsoft Studios	1.61	3.9
12	FIFA 17	2016	Sports	Electronic Arts	1.04	3.71
13	Gears of War: Ultimate Edition	2015	Shooter	Microsoft Studios	2.87	3.61
14	Assassin's Creed: Unity	2014	Action	Ubisoft	2.34	3.58
15	Halo: The Master Chief Collection	2014	Shooter	Microsoft Studios	2.06	3.44
16	Destiny	2014	Shooter	Activision	2.17	3.41
17	Gears of War 4	2016	Shooter	Microsoft Studios	2.15	3.36
18	FIFA 16	2015	Sports	EA Sports	0.92	3.25
19	FIFA 18	2017	Sports	EA Sports	0.96	3.11
20	Titanfall	2014	Shooter	Electronic Arts	1.87	3.1
21	Call of Duty: Ghosts	2013	Shooter	Activision	1.92	3.06
22	Overwatch	2016	Shooter	Blizzard Entertainment	1.54	2.6
23	Tom Clancy's Rainbow Six: Siege	2015	Shooter	Ubisoft	1.49	2.55
24	Tom Clancy's The Division	2016	Shooter	Ubisoft	1.5	2.54
25	Madden NFL 16	2015	Sports	EA Sports	2.13	2.47
26	Madden NFL 17	2016	Sports	EA Sports	2.14	2.44
27	NBA 2K16	2015	Sports	2K Sports	2.01	2.41
28	Assassin's Creed Origins	2017	Action	Ubisoft	1.29	2.4
29	Forza Motorsport 5	2013	Racing	Microsoft Studios	1.28	2.4
30	Assassin's Creed IV: Black Flag	2013	Action	Ubisoft	1.51	2.32
40	The Elder Scrolls V: Skyrim	2016	Role-Playing	Bethesda Softworks	1.06	1.75
44	The Witcher 3: Wild Hunt	2015	Role-Playing	Namco Bandai Games	0.89	1.64

자료: VGCHART, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q19 검은사막 모바일 일본, 북미/유럽 지역 출시

일본 모바일 게임 시장은 한국 대비 3배 정도의 시장규모와 함께 한국 MMORPG의 분명한 장기 흥행 사례가 존재한다는 점에서 중국 시장이 닫혀 있는 현재 가장 매력적인 시장이다. 최근 일본 시장에 출시된 탈리온과 AXE 등 같은 한국형 MMORPG가 소기의 성과를 거두는 모습을 보였다. 최근 순위는 초반의 기세를 유지하지 못한 채 하락하고 있지만 MMORPG 장르에 대한 수요는 분명하다.

그림121 탈리온 일본 매출순위



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

일본 지역은 이미 검은사막 온라인이 큰 성공을 거둔 지역이다. 한국과 거의 비슷한 시기인 2015년부터 정식 서비스되었으며, 아직까지도 20억 중후반의 꾸준한 매출이 발생하고 있다. 또한, 지난 8월 진행된 검은사막 온라인 리마스터링 이후 복귀 유저 증가 등 지표 개선이 가장 활발했던 지역이기도 하다. 이에 검은사막 IP에 대한 높은 인지도와 매니아 층이 형성되어 있다고 판단하며, 급격한 매출순위 하락은 발생하지 않을 것으로 예상된다. 그리고 19년 2분기 검은사막 모바일 북미/유럽 지역 출시가 예정되어 있다. 물론 웨스턴 지역이 국내 모바일 MMORPG의 hit ratio가 높은 지역은 아니다. 검은사막 콘솔의 흥행정도와 모바일 북미/유럽 버전의 로컬라이징 정도에 따라 흥행 강도가 결정될 것이다.

2. 판호 발급 시 즉각적인 중국 시장 진출 기대

물론 판호 발급 재개는 국내 게임회사 공통의 호재로 동사만이 가진 모멘텀은 아니다. 그리고 최근 들어 판호 발급 재개에 대한 기대가 다시 살아나고 있지만, 현실적으로 판호 발급 재개 시점 역시 예상하기 어렵다. 하지만 판호 발급 재개는 머지않은 시점에 언젠가는 발생할 이벤트이며, 동사가 기존 보유한 라인업과 신작의 준비 단계를 고려할 때, 중국 진출로 인한 즉각적인 수혜를 기대할 수 있다.

검은사막 온라인은 스네일게임즈를 퍼블리셔로 선정하고, 출시를 준비 중이다. 이미 로컬라이징 등 개발은 완료 단계에 이르렀고, 마케팅도 일부 진행한 바 있어, 판호만 발급된다면 즉각적으로 진출 가능하다. EVE Online의 중국 시장 재출시 역시 예정되어 있다. 기존 EVE Online은 전세계 단일 서버를 운영하는 가운데 중국만 별도의 서버로 운영하고 있었는데, 퍼블리셔를 넷이즈로 변경하는 과정에서 판호 재발급이 필요해 출시가 잠정 연기되어 있다. 기존에 이미 서비스되던 게임이라는 점에서 판호 발급이 재개된다면 큰 잡음없이 중국 시장에 재진출 할 수 있을 것이다. 넷이즈와 CCP게임즈가 EVE 온라인 IP를 이용하여 개발한 모바일 MMORPG인 EVE Echoes 역시 2019년 출시 예정되어 있다.

가장 큰 이익 기여를 기대해볼 수 있는 이벤트는 역시 검은사막 모바일 중국 진출이다. 다만 검은사막 온라인이 먼저 출시되어 IP 인지도 등을 쌓을 시간이 필요하며, 모바일 중국 버전의 로컬라이징에 필요한 기간 등을 고려할 때, 출시 시기는 보수적으로 감안할 필요가 있다.

그림122 차이나조이 스네일게임즈 부스에 시연된 검은사막



자료: Gameshot, 이베스트투자증권 리서치센터

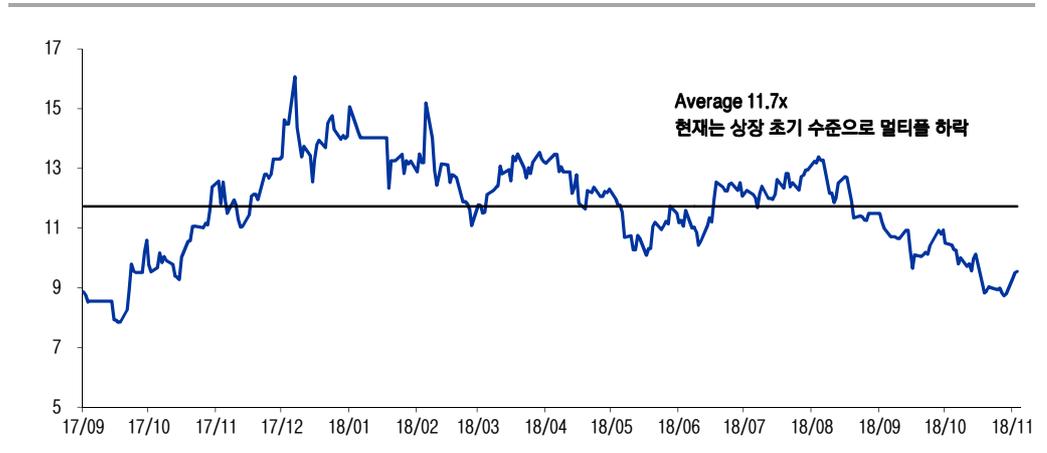
그림123 EVE Echoes



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 낮은 밸류에이션

그림124 펠어비스 12M Fwd P/E



자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

비록 4분기 실적은 부진할 것으로 예상되는 상황이지만 최근 하락으로 인해 이미 주가에 상당부분 반영된 상태이다. 12m Forward P/E는 상장 초기 수준까지 하락했다. 검은사막 콘솔 출시와 검은사막 모바일 일본 출시가 임박할수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감으로 멀티플이 리레이팅될 것으로 예상된다. 현재 동사의 12M Forward P/E는 컨센서스 기준 11.7배, 당사 추정치 기준 11.4배 불과한 수준이며 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

또한 최근 동종업 경쟁사들의 적극적인 주주환원 정책 시행과 장기간 홍보하고 있는 동사의 주가 수준을 고려할 때, 동사 역시 주주환원 정책을 고려할 수 있는 환경이라고 판단한다.

신작 현황

가장 주목해야할 신작 일정은 1Q19에 예정된 검은사막 모바일 일본지역 출시이다. 연내 사전예약 일정 등이 발표된다면 내년 2월 중하순경에는 론칭될 수 있다. 사전예약 이후로는 공개되는 사전예약자수 추이가 주가의 방향성을 결정하는 주요 요인이 될 것으로 판단한다. 신규 IP게임으로는 내년 하반기부터 프로젝트K, 프로젝트 V순으로 출시가 예정되어있다. 카운터스트라이크 개발자를 영입하여 개발 중인 프로젝트K는 이스포츠화 역시 염두에 두고 개발 중인 것으로 언론보도되었으며, 향후 모바일 버전으로 출시될 계획이다. 아직 게임 공개조차 되지 않은 상황이라 구체적인 흥행 정도를 예상하는 것은 이르다. 하지만 흥행을 가정 시 1)상대적으로 긴 PC게임의 라이프사이클, 2)PC버전의 성공이 모바일 버전의 성공을 어느 정도 담보, 3)단일IP리스크의 완전한 해소라는 점을 고려할 때, 중국 시장 진출 여부와 더불어 동사의 주가 중장기 방향성을 결정할 중요한 요소라고 판단한다.

표48 펠어비스 향후 신작 론칭일정

구분	론칭목표	신작	지역	비고
펠어비스	4Q18	검은사막 콘솔(Xbox)	북미/유럽	1Q19 유력 판단
	1Q19	검은사막 모바일	일본	
	1H19	검은사막 모바일	북미/유럽	
	2019	검은사막 콘솔(Xbox)	글로벌	
	2019	프로젝트K		PC/콘솔, AOS+FPS
	2019	프로젝트V		모바일, 캐주얼
CCP 게임즈	2019	EVE War of Ascension		모바일, 전략, 프로젝트 오로라
	2019	EVE Universe		PC, FPS, 프로젝트 노바
	2019	EVE Echoes		IP 라이선싱, 넷이즈 개발
	2020	프로젝트 오메가		PC, MMORPG, 신규 IP

자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 프로젝트 K 원화



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 EVE War of Ascension



자료: 펠어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망 및 Valuation

표49 연간 실적전망

	2016	2017	2018	2019	2020
영업수익	616	1,172	4,372	6,886	6,736
검은사막 온라인(퍼블리싱)	-	692	622	428	306
국내	-	193	173	116	83
아시아	-	81	106	84	60
북미/유럽	-	418	343	228	163
검은사막온라인(자체)	-	480	540	391	280
대만	-	476	307	252	180
동남아 외	-	4	234	139	100
검은사막 모바일	-	-	3,059	5,069	4,024
국내	-	-	2,705	2,162	1,762
해외	-	-	354	3,479	2,923
검은사막 콘솔	-	-	-	258	281
CCP게임즈	-	-	151	740	977
기타(신작)	-	-	-	-	868
영업비용	170	525	2,495	3,996	4,200
인건비	-	220	503	626	759
지급수수료	-	96	1,112	1,683	1,569
광고선전비	-	91	454	751	785
주식보상비용	-	51	32	17	17
D&A	-	16	43	78	84
기타비용	-	50	349	840	985
영업이익	446	647	1,877	2,890	2,537
영업이익률(%)	72.4%	55.2%	42.9%	42.0%	37.7%
순이익	405	496	1,641	2,460	2,156
순이익률(%)	65.7%	42.3%	37.5%	35.7%	32.0%
YoY(%)					
매출액	-	90.3%	273.0%	57.5%	-2.2%
영업이익	-	45.1%	375.3%	60.2%	5.1%
순이익	-	22.4%	231.2%	49.9%	-12.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표50 분기 실적전망

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
영업수익	755	1,127	1,170	1,320	1,637	1,820	1,740	1,689
검은사막 온라인(퍼블리싱)	193	155	143	131	121	111	102	94
국내	60	39	39	36	33	30	28	25
아시아	21	32	28	26	24	22	20	18
북미/유럽	113	84	76	70	64	59	54	50
검은사막온라인(자체)	146	144	130	120	110	101	93	86
대만	83	63	84	77	71	65	60	55
동남아 외	63	81	46	43	39	36	33	31
검은사막 모바일	416	828	897	918	1,158	1,412	1,315	1,185
국내	416	828	777	684	602	560	521	479
해외	-	-	120	234	556	972	1,028	923
검은사막 콘솔	-	-	-	-	92	36	19	111
CCP게임즈	-	-	-	151	156	160	210	214
영업비용	420	579	567	929	945	995	1,008	1,047
인건비	98	150	119	137	145	152	160	169
지급수수료	178	300	315	319	390	465	434	394
광고선전비	105	92	100	158	192	149	176	235
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
D&A	6	7	9	21	20	19	19	20
기타비용	18	20	21	290	195	206	215	225
영업이익	335	548	603	391	691	825	732	642
영업이익률(%)	44.3%	48.7%	51.6%	29.6%	42.2%	45.3%	42.1%	38.0%
순이익	278	522	517	324	589	709	620	543
순이익률(%)	36.9%	46.3%	44.2%	24.5%	36.0%	39.0%	35.6%	32.1%
QoQ(%)								
매출액	204.8%	49.2%	3.8%	12.8%	24.0%	11.2%	-4.4%	-2.9%
영업이익	408.5%	37.6%	-2.0%	63.9%	1.8%	5.3%	1.3%	3.9%
순이익	2050.1%	87.4%	-0.9%	-37.4%	81.8%	20.4%	-12.6%	-12.5%
YoY(%)								
매출액	137.4%	241.2%	323.8%	432.8%	116.7%	61.5%	48.7%	28.0%
영업이익	60.3%	147.1%	300.1%	494.2%	106.6%	50.4%	21.3%	64.2%
순이익	83.1%	165.9%	284.9%	2402.3%	111.6%	35.9%	19.8%	67.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표51 Global Peer 펀더멘탈 비교

(단위: %)		2019E			2020E			
업체	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
NEXON	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
TENCENT	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
DENA	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
GREE	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
ZYNGA	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Aristocrat	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
Churchill Downs	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	19.0	24.9	29.9	18.9	11.0	26.3	31.1	16.9
필어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표52 Global Peer 대비 상대평가 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 배)			2019E			2020E		
업체	현재가	목표가	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
NEXON	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
TENCENT	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
DENA	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
GREE	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
ZYNGA	3.61	4.67	0.16	22.0	28.5	0.215	16.8	21.7
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	28,816	16.4	20.1	38,262	12.4	15.2
넷마블	132,500	165,000	5,293	23.2	28.3	6,688	18.4	22.4
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.2	12.5	17,639	7.5	10.2
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.0	13.7	6,367	9.6	13.2
NHN엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	16.3	21.6	3,834	14.2	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	11.9	13.6	1,888	9.0	10.3
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.6	9.9	9,135	6.1	7.0
Everage				18.1	23.6		14.8	19.1
필어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표53 목표주가 산출 내역

항목	산출 내역	비고
12개월 Forward 순이익(억원)	2,242	
12개월 Forward EPS(원)	17,319	
Target P/E(x)	13.7	글로벌 Peer 대비 25% 할인
적정가치(원)	246,629	
목표주가(원)	245,000	
현재주가(원)	197,000	2018년 11월 30일 종가 기준
상승여력	24.3%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터