

| 게임 |

펄어비스(263750.KQ)

강자가 다시 돌아온다

자체제작 MMO게임을 개발하는 펄어비스

동사는 게임소프트웨어를 개발하여 직접 퍼블리싱하거나 지역별 퍼블리셔를 통해 게임을 유통하는 사업을 영위하고 있다. 주요 IP로는 매출의 80%를 차지하는 검은사막과 20%를 차지하는 이브(EVE)가 있다. 2020년 검은사막 PC의 매출은 YoY 27.95% 증가했으며, 3Q21에는 YoY 31.06%, QoQ 13.01% 증가하며 지속적인 성장을 보였다. 반면, 매출의 절반 이상을 차지하는 검은사막 모바일 매출은 코로나 사태 발생 이후 오히려 악화되어 전사 매출은 2020년 YoY 9.8%, 3Q21 YoY -20.3% 감소를 나타냈다. 다만 검은사막 모바일의 중국 시장 출시에 이어 2022년 이후 붉은 사막을 시작으로 도깨비, Plan8 등 신작 출시가 이어질 것으로 보아 1Q22 이후 매출 반등이 전망된다. 동사의 영업이익은 수수료 비용과 광고선전비 감소로 인해 YoY 4.44% 증가했다.

1. 자체개발 엔진에서 나오는 자신감

게임 엔진은 게임을 구동하는 데 필요한 핵심 소프트웨어이다. 국내 대부분 게임사들이 이러한 상용 엔진을 사용하는 반면 동사는 설립 초기부터 엔진 개발에 많은 시간과 비용을 투자해 게임 엔진을 자체 개발하는 데 성공했다. 전용 게임엔진을 활용할 경우 기업이 원하는 게임환경을 구축하기 용이해지기 때문에 범용성에 초점을 맞춘 상용 엔진보다 게임의 방향성을 100% 전부 구현할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 완성도 높은 그래픽을 구현할 수 있어 메타버스를 활용하기에도 최적화되어 있다. 따라서 동사는 신규 게임에 적용할 차세대 엔진 개발에 힘을 쏟고 있으며 자체 엔진을 기반으로 한 메타버스 제휴 확대에도 나서고 있다.

2. 마지막 남은 해외시장, 중국으로 성공적인 진출

검은사막의 한국 오픈베타 서비스를 시작으로 해외에 진출해왔던 동사는 중국시장만을 남겨놓고 있었는데 지난 6월 검은사막 모바일에 대한 판호를 발급받는 데 성공하면서 12월 출시를 앞두고 있다. 중국 게임 시장은 그 규모가 세계 2위로 큰 비중을 차지하고 있기 때문에 출시 이후 동사의 매출 성장이 기대되고 있다. 검은사막 PC버전에 대한 중국 유통계약도 체결하면서 판호를 발급받을 경우 상당한 수준으로 실적에 기여할 것으로 보인다.

3. 붉은사막, 도깨비로 이어지는 신작 출시 기대감

붉은사막은 2022년 출시를 앞두고 있는 오픈월드 싱글 RPG 게임으로, 출시를 발표한 이후 작년 12월 내놓은 예고 영상이 유튜브에서 100만 조회수를 기록할 만큼 큰 기대를 모으고 있다. 동사의 또다른 시작 도깨비는 수집형 오픈월드 MMORPG 게임장르로서 자체개발 엔진을 활용한 뛰어난 그래픽, 메타버스 요소가 포함되며 유저들의 관심이 뜨거운 상황이다. 2023년 하반기에 출시를 앞두고 있기 때문에 붉은사막의 뒤를 이어 동사의 매출성장을 견인할 것으로 전망된다.

Valuation

동사가 속한 게임 산업의 경우, 꾸준한 게임 IP 개발을 통해 수입을 창출하는 기술산업에 속하기 때문에 주가를 추정함에 있어서 PER 밸류에이션을 적용했다. PER를 산정하기 위해 Peer Group을 찾고자 했으나, 현재 국내 게임 섹터 내 기업들이 메타버스 및 NFT이슈에 의해 상당히 고평가가 되어 있어 해외 게임 시장과 PER 지수가 10배 이상 차이가 난다는 점에서 해당 방법을 사용하는 것에 문제가 있다고 판단하였다. 따라서, 톰슨 로이터에서 제공하는 12M Forward PER 수치인 30.58을 사용했다.

2022년 목표가는 136,247원, 상승여력 2.4% 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

136,247원

현 제주가(11.26)

133,000원

상승여력

2.4%

Stock Data

KOSPI (11/26)	2936.44
KOSDAQ	1005.89
시가총액	8조 8,075억원
발행주식수(주)	66,221,500
52주 최고/최저가(원)	145,200/41,340
외국인지분율(%)	16.66%
주요주주(%)	김대일 외 14인 50.24%
	자사주 7.65%
주가상승률(%)	1개월 20.47% 6개월 51.31% 12개월 127.74%

Stock Price



Investment Fundamentals

(억원, 원 배)

FYE Dec	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	4,048	5,359	4,888	3,853	8,413
영업이익	1,681	1,506	1,573	239	4,251
순이익	1,464	1,577	1,009	541	4,060
EPS	2,318	2,424	1,543		
PER	17.94	15.28	33.73		
PBR	6.13	3.82	4.92		
OPM	41.53	28.10	32.18		
ROE	42.87	31.62	16.45		

Research Team 5

32기 김지윤	Cosmosjiyun0506@gmail.com
32기 김태형	Kth21633@gmail.com
32기 권용수	dydtn307@gmail.com
33기 문해일	ansgodlftg@gmail.com
33기 오주영	dhwn1323@gmail.com
33기 정기정	nakjj1997@gmail.com

I. 기업개요

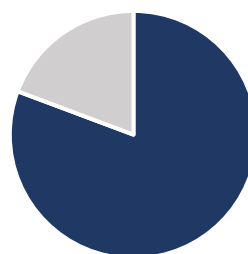
게임산업의 강자, 펄어비스

게임 개발 및 퍼블리싱
사업을 영위하는
펄어비스

펄어비스는 MMORPG 개발에 강점이 있는 개발인력을 바탕으로 2010년에 설립되어 게임소프트웨어의 개발 및 퍼블리싱 사업 등을 영위하고 있다. 당사의 사업부문은 게임사업부문 및 기타부문으로 구성되어 있으나 사업성과에 따른 기준으로 게임사업부문의 성과를 검토하고 있다. 이에 동사의 주요 매출원은 '검은사막' 및 'EVE' IP 등 PC, 콘솔, 모바일 게임의 글로벌 서비스로 구성되어 있고 올해 상반기 기준 매출액 비중은 '검은사막 IP' 80.7%, 'EVE IP 외'가 19.3%를 기록했다. 또한, 동사는 신규 IP 3종을 발표하고 2021년 5월에는 게임 개발력 확보를 위해 팩토리얼게임즈를 인수하는 등 게임산업에서의 경쟁력 확보를 위한 다양한 서비스를 개발, 제공 중이다.

2021년 상반기 IP 부문별 매출액

(단위: %)



■ 검은사막 ■ EVE 외

출처: 펄어비스 사업보고서, RFS Team 3

펄어비스의 효자, 검은사막

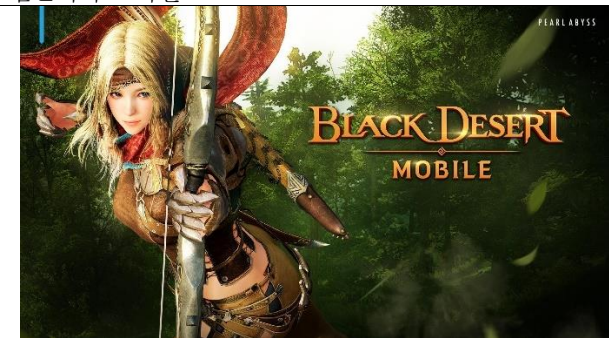
검은사막은 캐릭터 기반 중세 판타지 게임으로 멀티 플랫폼을 이용해 150개국(12개 언어)으로 서비스를 제공하고 있는 전세계에서 인기있는 TOP MMORPG 게임이다. 특히, 동사의 매출액의 80%이상을 책임지는 게임으로 동사가 설립된 후, 2014년 12월까지 약 4년간의 기간을 거친 개발 끝에 PC MMORPG '검은사막'을 한국에 출시했고 이후 출시지역을 글로벌로 확대했다. 또한, pc에 그치지 않고, 뛰어난 그래픽 성능을 바탕으로 높은 자유도와 풍부한 콘텐츠를 제공하며 2018년 2월에는 검은사막 모바일을, 2019년엔 콘솔로 플랫폼을 넓혀 동사만의 멀티플랫폼을 완성시켰다. 특히, 검은사막 IP는 자체 개발한 엔진을 사용하고 자체 퍼블리싱을 통한 유저 친화적인 커뮤니티 운영 및 유저 케어를 한다는 점에서 강점이 있다.

검은사막 PC



출처: 펄어비스, RFS Team 3

검은사막 모바일



출처: 펄어비스, RFS Team 3

EVE

검은사막은 시작일 뿐!

펄어비스의 또다른 효자

EVE

동사는 검은사막 외에도 2018년 12월에 인수한 자회사 CCP 게임즈가 개발한 '이브 온라인' 글로벌 IP도 확보하고 있다. EVE 온라인은 큰 규모의 공상과학 장르 MMO 게임으로 몰입감 높은 PVP 모드 및 실물경제와 연결된 영구적인 세계관을 보유하며 많은 충성 유저와 커뮤니티를 보유하고 있다. 또한, 이에 그치지 않고 2020년에 EVE Echoes(이브 모바일 버전)을 출시하며 EVE의 매출액 비중을 확대해 나가고 있다.

EVE 온라인



출처: 펄어비스, RFS Team 3

II. 산업분석

코로나19로 인해 비대면 콘텐츠 수요가 확대되어 국내 게임산업 성장은 가속화되었고 이는 국내 게임주의 거침없는 성장을 야기했다. 과거에는 산업트렌드를 바탕으로 신작에 대한 기대감 분석이 주를 이루었다면 최근 들어 블록체인 기술 등으로 인해 주가 예측이 어려워지면서 게임관련 기업을 분석하기 위한 산업 분석은 필수적인 요소가 되었다. 이에 본 보고서에서는 게임산업에 대한 간단한 정의 및 밸류체인을 파악하고 현재 게임산업에 적용하고 있는 대내외적인 변수 중 핵심 변수인 IP, BM, 블록체인을 분석하며 게임 산업에 대한 이해를 돕고자 한다.

1. 게임산업이란?

1-1. 정의 및 분류

게임제작과 배급업과

유통업까지

아우르는 게임산업

게임산업은 엔터테인먼트 요소와 VA, AR과 같은 첨단기술, 스토리 텔링 등의 아이디어가 복합적으로 어우러진 고부가가치 산업이다. 폭넓게 본다면, 게임물뿐만이 아니라 게임 상품의 기획, 제작, 유통 및 이에 관한 서비스와 관련된 산업 전체를 지칭하는 말이다.

그러므로, 게임산업을 분류할때에는 게임물만을 포함하는 것이 아니라 크게 '게임제작 및 배급업'과 '게임유통업'으로 나누어지게 된다. 그리고 다시 '게임 제작 및 배급업'은 [게임 기획 및 제작업]과 [게임 배급업]으로 나뉘고 '게임 유통업'은 [컴퓨터 게임방 운영업]과 [전자 게임방 운영업]으로 나뉘며, 게임산업은 크게 중분류 2개와 소분류 4개로 나뉠 수 있다. 게임 장르 역시 다양한 분류로 나누어지는데 RPG, 전략 시뮬레이션, 액션, 슈팅, 퍼즐 등이 있고, 게임 참여자(Game Player)가 동시에 접속하여 어떤 종류의 미션을 수행하는가에 따라 장르별로 융합되는 형태로 발전하기도 한다. 이처럼 게임산업은 향후 게임장르의 융복합이 진행될 가능성이 제고되면서 분류체계를 고정적으로 나누기보단, 상황에 따라 다양하게 고려할 필요성이 대두된다. 이렇게 다양한 분류기준 중 펠어비스를 제대로 이해하기 위해서 주목해야할 것은 게임 제작 및 배급업을 할 때 나타나는 다양한 플랫폼 유형으로, 유저들이 이용하는 플랫폼의 종류에 따라 크게 pc게임, 모바일 게임, 콘솔 게임, 아케이드 게임으로 나뉘며 같은 게임 IP라도 수익구조 등이 다른 것을 확인할 수 있다.

게임 산업의 분류

중분류	소분류	분류 체계 정의	표준산업 분류코드
게임 제작 및 배급업	게임 기획 및 제작업	게임을 기획 및 제작하는 사업체	58211
	게임 배급업	제작된 게임을 배급하는 사업체	58219
게임 유통업	컴퓨터 게임방 운영업	인터넷 또는 시디롬 등에 의한 컴퓨터 게임을 제공하는 시설을 운영하는 사업체(PC방)	91222
	전자 게임방 운영업	컴퓨터가 아닌 전자게임기를 갖춘 시설을 운영하는 사업체(오락실)	91221 91229
58211: 온라인, 모바일 게임 소프트웨어 개발 및 공급업 58219: 기타 게임 소프트웨어 개발 및 공급업			

출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 3

플랫폼 유형별 게임의 분류

구분	내용	예시
PC기반	온라인 게임(PC)	통신망 네트워크를 통해 서버에 접속하여 타인과 함께 진행하는 게임 오버워치, 리니지, 리그오브레전드
	PC게임(PC용 패키지 게임)	CD, DVD 등 저장매체에 수록되어 유통되거나 온라인 게임 유통망을 통해 개인이 다운로드 해 진행하는 게임 스타크래프트, 디아블로, 심즈
모바일 게임	스마트폰 등 모바일 기기를 이용한 게임으로 어플리케이션을 다운받아 이용	모두의 마블, 리니지 M, 검은사막 모바일
콘솔 게임	TV나 모니터에 게임 전용기기(PS, Xbox, Wii, Nintendo, Switch)를 연결하여 이용하는 게임으로 조이스틱이나 조이패드 사용	갯 오브 워4, 언차티드, GTA, 젤다의 전설
아케이드 게임	오락실과 같은 게임장에서 이용하는 게임으로 조이스틱을 이용하거나 체감형으로 진행	철권, 하우스 오브 더 데드

출처: 한국콘텐츠진흥원, KDB산업은행, RFS Team 3

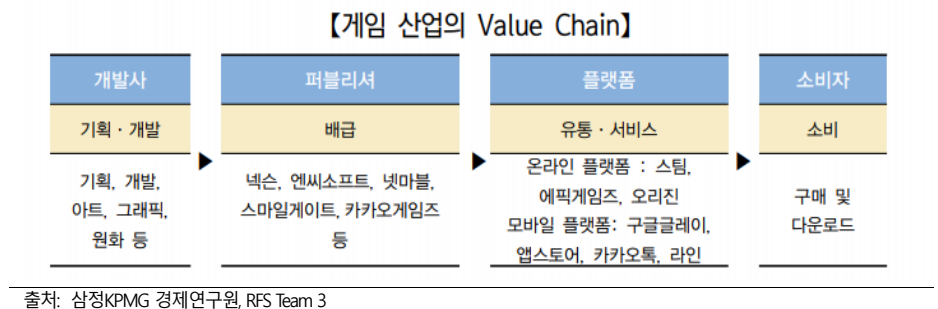
1-2. value chain

4단계로 이루어진

게임 산업

게임 산업의 가치사슬은 크게 개발사의 기획과 개발, 퍼블리셔의 배급, 플랫폼을 통한 유통 서비스, 소비 단계로 구분된다. 제작된 게임을 퍼블리셔(유통사)를 통해 다양한 플랫폼 형태로 유통된 후 소비자가 소비 하는 것이다. 이때 유통사는 퍼블리싱(개발사와 판권 계약을 맺은 퍼블리셔가 게임 출시 전 판매 및 마케팅 전략을 수립하고, 출시 후 서비스를 총괄하는 것)을 하게 되는데, 최근에는 운영 효율성을 높이기 위해 퍼블리셔가 게임 개발 및 플랫폼 사업자의 역할까지 직접 담당하거나 개발사가 퍼블리싱까지 직접 수행하는 형태로 발전하고 있다.

게임 산업의 value chain



좋은 IP는

곧 기업의 경쟁력

2. 게임산업의 핵심 변수 IP

IP란 Intellectual Property로 발표, 상표, 디자인 등의 산업재산권과 문화, 음악, 작품 등에 대한 모든 저작권을 포함한 지식 재산을 의미한다. IP의 대표적인 예는 2016년에 출시되어 큰 인기를 끈 포켓몬고 (Pokemon Go)로, ‘포켓몬스터’라는 애니메이션 IP를 활용해 AR(증강현실) 기술을 접목시키며 큰 인기를 끌었다. 이러한 IP활용은, 2010년대 중반 이후 국내 게임산업의 트렌드가 ‘모바일 MMORPG’로 지속되면서 게임의 흥행여부를 결정하는 핵심 요소로 급부상하였다. 특히, 새로운 IP를 개발하는 것 보다 대형 IP를 활용하면 무조건 흥행한다고 할 정도로 과거 PC 유저를 보유하고 있고, 오랜 시간 PC게임을 통해 IP운영 경험이 있는 대형 IP는 강력한 경쟁력을 띄웠다. 하지만, 최근에는 새로운 IP를 이용한 신작 게임이 오히려 더 흥행하는 모습도 보이며, 더 이상 대형 IP가 필승 요소라는 공식이 성립하지 않게 되었다. 이에 국내 게임산업을 주도하는 핵심 요소로서 IP보다 BM이 더 주목받게 되었고 아래에서 BM에 대한 간단한 설명을 하고자 한다.

3. 게임산업을 이끌 차세대 변수 BM

좋은 BM은

곧 수익

BM(Business Model)은 어떤 제품이나 서비스를 어떻게 소비자에게 제공하고, 마케팅하며, 어떻게 돈을 벌 것인가 하는 계획 또는 사업 아이디어를 뜻한다. 좋은 IP를 보유하고 좋은 제품을 보유하는 것이 끝이 아니라 BM에 따라 수익성이 크게 변화한다는 것이다. 게임산업의 주요 BM은 패키지, 월 정액제, 부분 유료화, 블록체인 (NFT)가 있으며 이 역시 시대가 흐름에 따라 변화하고 있고, 게임산업을 주도하는 가장 강력한 핵심 변수로 작동하고 있다.

과거 블록체인이 BM으로 등장하기 전, 패키지, 월정액제, 부분 유료화 방식이 BM의 대표 주자였다. 패키지 게임은 PC 게임이 성행하기 이전인 80-90년대 주요 BM으로 과거 저장매체의 저장 공간이 크지 않아 게임 소프트웨어를 여러 저장매체에 나눠 담고 이를 게임 공략집이나 설치 매뉴얼 등과 함께 포장해 팔았던 것에 기인했다. 하지만, 여러 단점이 있었는데 게임을 직접 플레이하는 것 외에 게임에 대해 정보를

게임 산업의

변수가 아닌

핵심 !

언기 어려워 진입장벽이 높았고 게임 소프트웨어는 쉽게 복제된다는 단점을 갖고 있었다. 그래서 2000년대 들어 새롭게 나타난 것이 월정액제로, 달마다 일정하게 정해진 액수를 지불하고 게임 서비스를 이용하는 방식이다. 월정액제는 게임사에게는, 유저수와 비례하게 꾸준히 수익이 발생되어 수익성이 보장되고 증가한다는 장점이 있다. 하지만, 유저들에게는 게임 플레이 시 필수적으로 일정 금액이 매달 지출되기 때문에 이는 또 다시 게임 진입장벽으로 작용하게 되었다. 그래서 그 후, 월정액제 대신에 2010년대 그리고 지금까지 게임에 대한 욕구가 유저마다 각각 다름을 이용해 기본적으로는 무료로 즐길 수 있지만, 일부 아이템에 대해 돈을 받고 판매해 수익을 얻는 부분 유료화를 Business Model로 사용하게 되었다. 2010년대 게임산업 트렌드가 PC에서 모바일로 이동하면서, 진입장벽이 낮은 부분유료화가 인기를 얻게 된 것이다. 하지만 과도한 게임 BM은 결국 유저의 반발심을 일으키기 때문에 게임산업이 성장하기 위해서는 게임사와 유저간의 적절한 균형을 이루는 BM을 추구해야한다.

월정액제-초기 바람의 나라



출처: 넥슨, RFS Team 3

국내 최초 부분 유료화 게임, 큐플레이

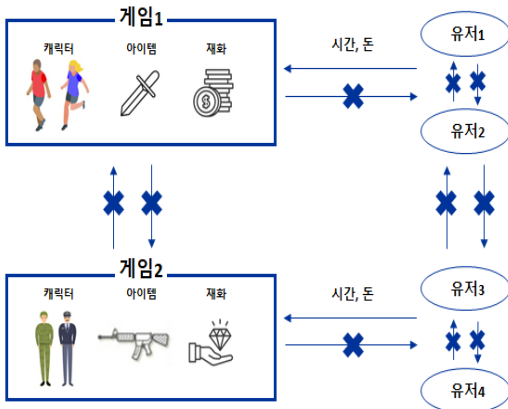


출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 3

3-4-(1) 블록체인(NFT)

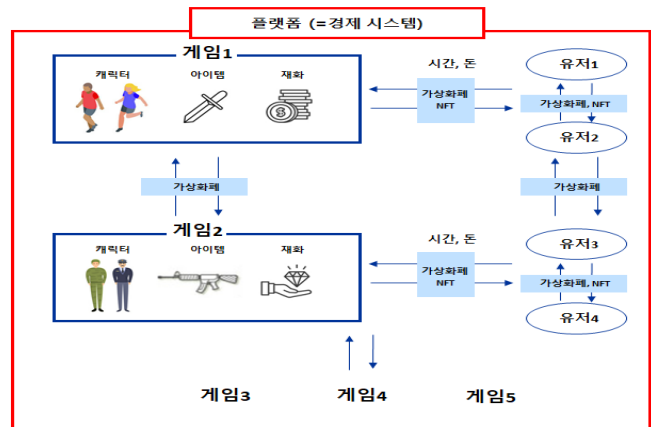
2020년대 부분 유료화보다 더 각광받고 있는 새로운 BM은 바로 블록체인(NFT)으로, 블록체인 게임이란 말 그대로 블록체인 기술이 적용된 게임을 뜻한다. 현재 게임에 적용되는 대표적인 블록체인 기술이 바로 암호화폐와 NFT로 블록체인 시장이 빠르게 성장함에 따라 블록체인 기술과 게임산업과의 시너지 효과에 대해 시장의 관심이 뜨겁다. 암호화 기술을 사용하여 만든 대체가능한 디지털 화폐인 암호화폐와 토큰마다 별도의 고유의 값을 부여해 대체 불가능한 토큰인 NFT는 대체가능성에 따라 차이가 있지만 기존 폐쇄형 게임 시스템에 새로운 패러다임, 이익구조를 가져다준다는 점에서 이 둘은 블록체인 기술로 함께 각광받고 있다. 이때 등장하는 기존 폐쇄형 구조란, 게임내 재화나 아이템 등은 시스템 안에서만 획득 가능하며 오직 현금결제만이 폐쇄적인 구조에서 허용해주는 외부 관여 시스템을 뜻한다. 하지만, 블록체인 기술은 이러한 게임 내의 폐쇄성을 낮추고 이를 게임과 유저간 오픈형 시스템으로 그 범위를 확장시켜 줄 수 있다. 게임사는 기존에 유저들의 현금결제를 통한 아이템 구매 외에도 플랫폼 내에서 발생하는 암호화폐 혹은 NFT 거래에 대한 수수료를 취하기 때문에 완전히 새로운 방식의 BM을 확보하게 되는 것이다.

기존 폐쇄형 게임 시스템



출처: 유진투자증권, RFS Team 3

블록체인 기반 오픈형 게임 시스템



출처: 유진투자증권, RFS Team 3

3-4-(2) 블록체인(NFT) 도입 사례

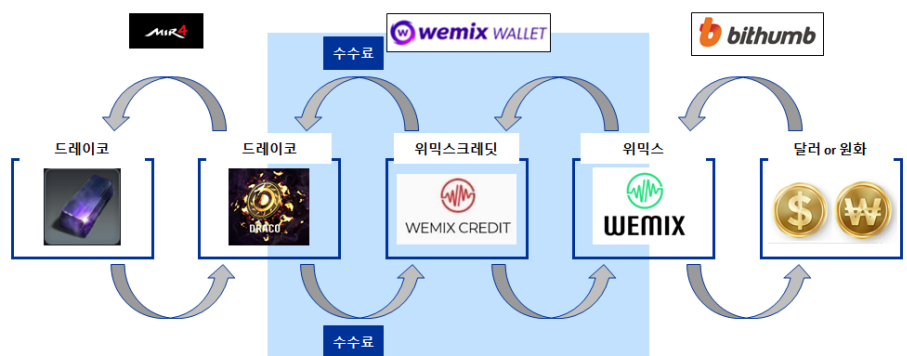
블록체인 BM에 대한 좀 더 명확한 이해를 돕기 위해 대표적인 블록체인 기반 MMORPG 게임인 위메이드의 '미르 4'를 살펴보고자 한다. 미르 4는 국내의 전형적인 MMORPG 장르에 블록체인 기술을 결합한 게임으로 흑철이라는 중요한 재화가 존재한다. 유저들은 퀘스트를 수행한 보상으로 혹은 광산에서 흑철을 채굴할 수 있는데 캐릭터 성장에 사용되거나 유틸리티 토큰인 '드레이크(DRACO)' 즉, 가상화폐로 교환이 가능하다. 흑철을 통해 획득한 드레이크는 유저의 가상화폐 지갑인 '위믹스월렛'에 들어오게 되고 '위믹스월렛'에서 '위믹스 크레딧'을 거쳐 '위믹스'로 교환하면 비로서 현금화가 가능해진다. 이렇게 교환하는 과정에서 일정량의 수수료가 발생하게 되고, 이러한 수수료는 곧 위메이드의 플랫폼 수익으로 연결되게 된다. 즉, 위메이드는 게임 유저가 늘어나고 흑철-드레이크-위믹스의 거래 혹은 위메이드에서 준비중인 유저 간 NFT 거래가 활발하게 진행될수록 더 많은 수익을 얻게 될것이라는것이다. 물론, 아직까지 국내 정책상황 때문에 블록체인 기반 게임을 국내에서 활발하게 적용하지는 못하지만 기존의 유저들에게 많은 피로감을 줬던 과금모델(P2W)에서 어느정도 벗어나 게임 재미 본연의 가치를 추구할 수 있게 되면서 블록체인 기반 게임에 대한 관심도는 나날이 증가하고 있다.

블록체인 기술과

게임산업과의

시너지 효과

블록체인 플랫폼 수익구조



출처: 위메이드, RFS Team 3

III. 투자 포인트

투자포인트 1. 펠어비스만의 특별한 게임 엔진

게임 엔진이란 게임을 구동 시키는 데 필요한 핵심요소들을 담은 소프트웨어를 말한다. 게임 엔진에는 2D나 3D 장면을 화면에 뿌려주는 렌더링 엔진, 오디오를 각종 환경에 맞게 조정하고 재생하는 오디오 엔진, 현실 같은 물리작용 연산을 위한 물리 엔진, 다양한 캐릭터의 행동 양식을 지정해주는 AI 시스템, 네트워크 관리 시스템 등 게임개발에 있어 필요한 여러 도구를 제공해주고 통합적으로 관리해주는 소프트웨어다. 쉽게 말해 게임을 만드는 데 필요한 여러 도구가 담긴 프로그램이다. 국내 대부분의 게임사들은 게임을 만들 때, 다른 회사가 만든 게임엔진인 상용엔진을 활용한다. 대표적인 상용엔진으로는 원신, 폴가이즈 개발에 활용된 '유니티 엔진', 배틀그라운드, 철권 개발에 활용된 '언리얼 엔진', EA 다이스의 '프로스트 바이트 엔진', 크라이텍의 '크라이 엔진' 등이 있다. 상용엔진을 활용할 경우, 게임엔진 제작에 투입되는 시간과 비용을 아낄 수 있는 반면 개발할 게임과 엔진 간 상성을 고려해야 하며 엔진개발사에 로열티도 따로 지불해야 한다. 반면 펠어비스는 설립 초기부터 엔진 개발에 많은 노력을 기울인 결과 자체개발 게임 엔진 시스템을 구축하여 사용한다. 당사는 자체적인 전용 게임엔진을 개발해 '검은사막', '도깨비', '붉은사막' 등 자사 게임제작에 이를 활용하고 있다. 전용엔진은 범용성이 강한 상용엔진과 비교해 만들고자 하는 게임에 특화되어 있어 원하는 기능을 구현하기 쉽고, 단순히 좋은 그래픽을 만들어내는 것을 넘어 게임에 적용 가능한 새로운 환경을 생성하기 용이 해진다. 즉, 만들고자 하는 게임의 방향성을 100% 전부 구현할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 이를 바탕으로 빠른 콘텐츠 개발 속도를 확보하고 안정적으로 정규 업데이트를 하는 것이 용이해지고, 외부엔진 사용 비용 및 외부엔진 신규 업데이트에 따른 교체비용이 없기에 고정 비용을 줄일 수 있다는 장점도 있다.

만들고자 하는 게임의

방향성을 100% 전부

구현할 수 있는

자체 개발 엔진!

펠어비스 자체 그래픽 엔진

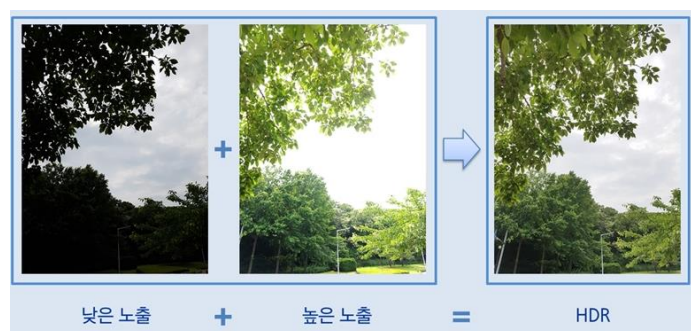


출처: 펠어비스 IR, RFS Team 3

펠어비스의 자체 개발 엔진 그래픽은 '포토리얼리스틱 렌더링'(Photo-realistic Rendering)을 효율적으로 구현할 수 있어 멀티 플랫폼 대응이 가능 해진다는 장점도 있다. 포토리얼리스틱 렌더링이란 말 그대로 실물의 사진과 동일한 이미지를 게임에 구현해 놓는 기술을 뜻한다. 비 게임 분야에서는 해당 기술이 이미 많이 활성화되었지만, 게임업계에서는 기술, 하드웨어적 제약으로 인해 약 2~3 년 전부터 관심을 얻기 시작했다. HDR 과 PBR 이 도입되면서 본격적으로 게임 분야도 실사에 근접하는 품질이 나오기 시작한 것이다. HDR(High Dynamic Range)이란 디지털 영상에서 밝은 곳은 더 밝게, 어두운 곳은 더 어둡게

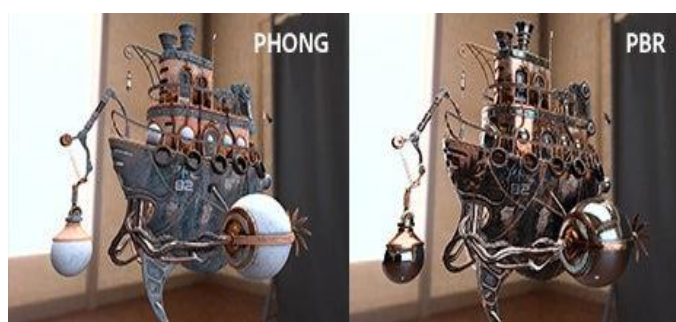
만들어 사람이 실제 눈으로 보는 것에 가깝게 밝기의 범위를 확장시키는 기술이다. 기존에 일반 디스플레이에 입력되는 영상인 LDR(Low Dynamic Range) 또는 SDR(Standard Dynamic Range)은 실감 화질을 구현하는 데 한계가 있는 반면 HDR은 다양한 밝기를 표현하여 영상을 실감 나게 전달할 수 있다. PBR(Physical Based Rendering)이란 물리 기반 렌더링이라고 하며 말 그대로 현실의 물리 법칙에 기반을 둔 질감과 표면을 표현해주는 기술이다. 기존에 렌더링에 사용되던 디퓨즈/스페큘러 방식은 가상의 소재들을 가상의 수단으로 조율해 현실에 가깝게 만든 것에 불과하기에 현실적이지 않다는 단점이 있다. 반면 PBR 기술은 현실의 물리 법칙을 그대로 따라가는 시스템이기에 현실에 존재하지 않는 질감을 표현할 방법이 없다. 따라서 그 무엇보다도 현실과 흡사한 질감을 보여준다는 장점이 있다.

HDR로 처리된 사진



출처: 삼성 디스플레이 뉴스룸, RFS Team 3

PBR 기술 적용



출처: 어도비 코리아, RFS Team 3

메타버스 시대에도

각광받을 펄어비스만의

Engine!

펄어비스의 검은사막 Mobile 도 타 경쟁작의 모바일게임 보다 그래픽 퀄리티가 뛰어나다. 이를 통해 당사의 자체 개발 게임 엔진이 모바일 디바이스에서도 안정적으로 구현된다는 점을 알 수 있다. 향후 메타버스의 시대가 다가오면 결국은 모바일 디바이스에서도 '고사양의 그래픽과 데이터를 가장 안정적으로 구현할 수 있는 엔진'이 요구되는데, 펄어비스의 자체 개발 엔진은 이를 충족시킬 수 있다. 메타버스의 적용 범위와 산업이 늘어날수록 당사의 자체 개발 엔진을 활용한 메타버스 구현 니즈는 폭발적으로 증가할 것이며, 당사는 '도깨비'와 같은 메타버스 게임에서도 손해가 있지만 무엇보다 모바일 환경에서 가장 메타버스를 잘 구현할 수 있는 엔진을 활용한 비즈니스가 기대되는 상황이다.

엔진을 또 만든다고?

펄어비스가 검은사막을 개발할 때 사용했던 기존 엔진은 검은사막이라는 게임 하나를 개발하기 위해 만들어진 엔진이다. 따라서 펄어비스는 미래에 개발할 게임들에 적용하기 적합한 차세대 엔진 개발의 필요성이 대두되었다. 이러한 기조에 맞추어 당사는 차후 개발할 '붉은사막', '도깨비', '플랜 8' 등의 신규 프로젝트에 사용하기 위해 '블랙스페이스'라는 차세대 엔진을 개발하고 있다. 2018년부터 기획한 차세대 신형 엔진의 방향성은 오픈월드를 기반으로 한다. 광활한 오픈월드를 표현하기 위한 원경 표현력을 강화하는 한편 가깝게 보이는 배경이나 그래픽의 디테일도 살리고자 노력하고 있다. 펄어비스의 차세대 신형 엔진 개발의 첫 번째 주안점은 '라이팅' (Lighting)이다. 렌더링의 핵심 요소인 라이팅은 실용적이고 미적인 효과를 만들어내는 작업을 뜻하며 사소한 표현부터 사실적 화면을 출력하기까지 가장 필요한 요소이다. 당사는 사전처리 없이 실시간으로 변하는 환경을 반영할 수 있는 라이팅을 개발하고 있으며 더

나아가 타 표현기법보다 무겁지만 사실적 표현이 가능한 면적광, 매시브 새도우와 레이마치드 새도우, 레이트레이스트 새도우 등 다양한 그림자 표현 기법을 사용해 완성된 그래픽을 만들어가고자 노력하고 있다. 두 번째 주안점은 '대기'(Atmosphere)처리다. 차세대 신형 엔진에는 구름 해상도를 높이기 위한 프레임 분산과 업스케일링 개선이 추가 적용됐다. 근거리는 '프록셀'이라 불리는 절개 정렬 복셀이 사용됐다. 구름 밀도, 안개, 행성, 대기 상태, 공기 밀도 등에 원거리 레이마칭을 수행하고 산란 공식을 이용해 적분하면 대기 원근법부터 구름, 높이 안개, 빛 줄기 등까지 모두 표현할 수 있다. 즉 게임 내에 일어나는 다양한 대기 현상을 한 번에 처리할 수 있으며 이를 통해 각각의 것을 개별 처리해 혼합 시 나올 수 있는 어색함을 해소할 수 있다. 이 외에도 탑승물 구현에 있어서 하복 물리엔진 기반의 시스템 개선을 진행하여 필드 환경에 따라 차량 등의 세밀한 움직임을 극대화하는 기술, 설정만으로 시시각각 극적인 변화를 부여할 수 있는 날씨 시스템 기술, 낙엽, 눈 등 사실성을 극대화한 상호작용 기술 등 다양한 기술적 요소들을 개발하고 있다. 물론 해당 엔진 기술은 여전히 개발 중에 있고 또한 최적화의 문제도 있지만, 이러한 여러 장점을 지닌 엔진이 성공적으로 개발된다면 이는 분명 펠어비스의 차기작에 큰 플러스 요인이 될 수 있을 것이다.

근거리 표현에서 실시간 설정을 적용한 사례



출처: 펠어비스, RFS Team 3

붉은사막의 바람 효과



출처: 펠어비스, RFS Team 3

메타버스와 블록체인의 활용

자체개발 엔진을 활용한

메타버스 산업에서의

동사만의 경쟁력

펠어비스는 위에서 언급했듯, 자체 개발한 신형 게임엔진으로 게임을 제작하고 있기에 호환성 면에서도, 기기 확장성 면에서도 경쟁력이 있다. 이는 메타버스가 활용되기 최적화된 조건으로, 마인크래프트나 로블록스, 네이버 제페토 등 글로벌 인지도가 높은 메타버스 플랫폼들이 대부분 조악한 그래픽을 가지고 있는 것과 달리 디자인과 완성도 높은 그래픽을 구현할 수 있다. 이에 펠어비스에서도 도깨비 게임 출시 시, 자체 엔진을 기반으로 한 메타버스 제휴를 확대할 예정이라고 기존의 입장을 재차 강조하며 메타버스 사업에 적극적임을 나타냈다. 또한 동사는 북미 메타버스 기업 '하이퍼리얼'에 300만 달러를 투자했다. 하이퍼리얼은 높은 인지도를 가진 유명인을 기반으로 한 초현실 디지털 아바타 '하이퍼모델'을 제작하는 회사로, 스캔한 인물을 다양한 미디어에 활용할 수 있다.

NFT 활용 가능성

시사

펠어비스는 블록체인을 활용한 NFT와 P2E(Play to Earn) 시스템도 긍정적으로 검토중이라고 밝혔다. 실제로 동사가 2018년 12월에 인수한 자회사 CCP 게임즈가 개발한 '이브 온라인'의 게임대회인 얼라이언스 토너먼트에 NFT를 적용하여 암호화폐를 상금으로 지급하는 등 다양한 적용을 시도 및 검토 중이다. 이후 게임에서 블록체인 적용 계획은 구체적으로 공개하지는 않았으나, 김대일 대표는 다양한 기회를 두고 고민 중이라고 밝히면서 앞으로의 응용 가능성을 시사했다. 실제로 위메이드에서 제작한 미르4에서 NFT 기술이 적용되고 있기 때문에 NFT 실질적 적용에 있어 기술적인 장벽은 많이 높지 않은 상황이다.

투자포인트 2. 검은사막 중국진출로 향후 긍정적인 영업이익 증가 기대

검은사막은 2014년 12월 한국에서 오픈베타 서비스를 시작해 출시 직후 뛰어난 그래픽과 타격감, 오픈 월드 콘텐츠로 RPG장르 1위에 올랐다. 검은사막IP의 성장 가능성을 확인한 펠어비스는 한국 서비스 개시 이후 일본, 러시아, 북미, 유럽, 대만, 남미, 터키와 중동 아프리카 시장에 검은사막을 선보였고 2018년 1월 태국과 동남아시아에도 검은사막을 출시했다. 검은사막 모바일의 경우에는 2018년 2월 한국에 출시된 이후 대만과 일본에 출시되었는데 3개 국가의 총 누적 다운로드 수가 1000만 명을 돌파하며 흥행에 성공했다. 이후 약 10개월동안 글로벌 서비스를 준비한 동사는 영어를 비롯한 7개 언어로 150여개국에 서비스를 시작했고 북미 및 주요 동남아시아 인기 1위를 달성하며 유의미한 성과를 얻었다. 현재 동사의 매출은 해외 비중이 77%에 달할 정도로 해외 매출이 많이 발생하고 있다.

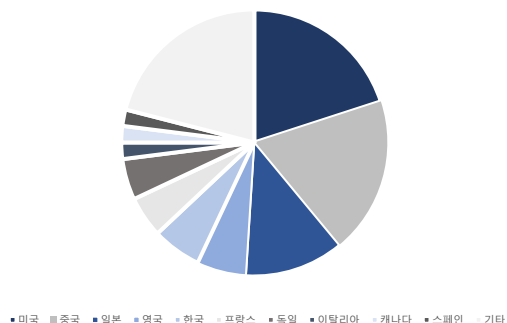
중국 판호 획득으로,

출시만을 남겨둔

검은사막 모바일

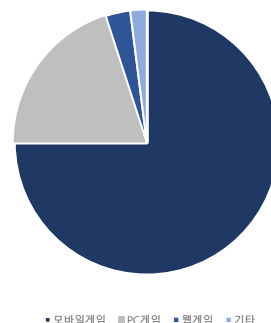
해외시장 중 중국만을 남겨두었던 동사는 2021년 6월 중국 국가신문출판서(NPPA)로부터 검은사막 모바일에 대한 판호를 발급받는 데 성공했다. 판호는 게임 저작권 번호의 약자로 중국 국가신문출판서에서 게임 소프트웨어 개발사 또는 개인 개발자가 개발한 게임 소프트웨어에 저작권을 법적으로 부여하고 보호하는 조치이다. 중국 내에서 게임 서비스를 제공하기 위해서는 반드시 판호를 발급받아야 한다. 2016년 한중 사드 갈등 이후 한국 게임은 판호가 발급되지 않았지만 지난해부터 컴투스의 서머너즈워와 룬즈 PS4, 이브에코스, 가디언테일즈, 검은사막 모바일이 판호를 받게 되었다. 서머너즈워는 판호를 다시 발급받은 것이고 룬즈 PS4는 인디게임 장르, 이브에코스과 가디언테일즈는 개발사가 해외에 위치하고 있기 때문에 검은사막 모바일의 중국 판호 획득은 2020년 이후 판호를 받은 다른 국내 게임보다 의미가 깊다고 볼 수 있다. 현재 검은사막 모바일의 중국 FGT(포커스 그룹 테스트) 및 기술 테스트가 완료됐고 비공개 테스트(CBT)를 거쳐 12월에 출시할 예정이다.

중국 게임 시장 규모



출처: IBK투자증권, RFS Team 3

중국 게임시장 디바이스별 비중(2020년)



출처: IBK 투자증권, RFS Team 3

게임시장 세계 2위인

중국에서의 흥행을 통해

매출상승 기대

검은사막 모바일의 중국 판호 획득에 관심이 몰리는 이유는 중국의 게임시장 점유율은 19%로 세계 2위이며 20%로 1위인 미국과 근소한 차이만을 보이고 있기 때문이다. 중국의 게임시장 규모는 2020년 기준 약 47조원을 기록했고 월평균 6.6억 명의 게이머가 활동 중인 것으로 나타났다. 지난해 중국 내에서 게임 산업 보호 정책이 강화되면서 자체 모바일게임의 매출이 크게 증가했고 모바일게임 이용자수가 급증하면서 6.5억 명까지 상승했다. 중국 전체 게임 시장에서 모바일게임이 75%, PC게임이 20%를 차지하고 있는데, PC게임 시장은 정체되어 있지만 모바일게임 시장이 급성장하면서 전체 게임시장은 높은 성장세를 유지하는 것으로 보인다. 모바일게임만 놓고보면 시장규모는 35조원으로 RPG와 MOBA 장르 매출 비중이 높은 상황이다. 중국 게임시장 내에서 뚜렷하게 강세를 나타내는 MMORPG가 없고 중국 최대 게임 사이트 '17173'내 모바일 게임 기대 순위 2위에 올라있어 흥행가능성은 충분할 것으로 전망된다.

또한, 중국에서 검은사막 PC버전에 대한 유통계약을 체결했다. 다만 아직 판호를 얻지는 못했기 때문에 중국 유통 파트너를 통해 적극적으로 판호 획득에 나설 예정이다. 동사는 가까운 시기에 판호를 획득할 수 있을 거라고 판단하고 있다. 판호까지 획득하고 나면 검은사막 모바일 대비 상당한 수준으로 실적에 기여할 것으로 보고 있다.

투자포인트 3. 폭발적인 주가 상승을 이끈 신작 라인업!

동사의 폭발적인

주가 상승을 이끈

신작

도깨비(DokeV)

동사의 자체 개발 엔진을 활용한 도깨비(DokeV)와 붉은 사막

지난 8월 26일, 동사의 주가는 25.6% 상승했다. 이러한 기록적인 주가 상승의 배경에는 동사의 신작 게임 '도깨비(DokeV)'가 있었다. 같은 날 세계 3대 게임쇼인 독일 '게임스컴 2021'에서 공개된 펠어비스의 신작 게임의 플레이 영상은 폭발적인 반응을 얻었다.

생생한 그래픽 기술에 화려한 액션을 더한 도깨비(DokeV)

동사의 폭발적인 주가 상승을 이끈 이 게임은 주인공이 도깨비(몬스터)를 찾아 모험을 떠나는 이야기를 메타버스 오픈월드에 구현한 게임으로 탐험과 전투, 수집 등 다양한 콘텐츠가 포함됐다. '온 가족이 할 수 있는 게임'을 목표로 제작된 도깨비는, 주인공이 도깨비를 찾아 떠나는 모험을 독특한 세계관으로 풀어낸 '도깨비 수집 오픈월드 액션 어드벤처 (Creature-collecting open world action-adventure)' 게임이다.

도깨비(DokeV) 인게임 트레일러 영상



출처 : 펠어비스, RFS Team 3

붉은 사막 인게임 트레일러 영상



출처: 펠어비스, RFS Team 3

이처럼 출시 예정인 신작들의 트레일러 영상이 많은 호평을 받은 이유는 영상에서 보여지는 게임의 활공 및 와이어 액션 등의 높은 플레이 자유도와 압도적인 그래픽 퀄리티에 있다. 동사의 '더 빠르게, 더 멀리, 더 자세히' 표현할 수 있는 차세대 엔진을 적극 활용한 도깨비는, 다음과 같은 메인시스템의 기술과 서브시스템의 기술이 적용되어 게임 그래픽을 더욱 사실감 있게 구현하였다.

동사의 독자적인

자체 개발 엔진을

적극 활용해 개발한

도깨비와 붉은 사막

메인시스템	대기표현(Atmosphere)	하늘, 태양과 달, 구름과 안개, 빛 줄기 등 다양한 대기 현상을 한 번에 처리
	지오메트리(Geometry)	수백만 오브젝트를 실시간으로 렌더링하고 설정을 변경하면 전혀 다른 환경도 실시간으로 표현

	물리효과(Physics)	하복 물리엔진 기반의 시스템을 개선
서브시스템	매터리얼 시스템 (Material System)	시퀀스 에디터와 연동하여 다양한 연출이 가능한 시스템
	날씨 시스템 (Weather System)	실시간 날씨 변화가 가능하고 이 변화에 따라 진흙탕이나 눈이 쌓이는 표현도 만들어내는 시스템
	복셀 내비게이션 (Voxel Navigation)	캐릭터간 실시간 충돌을 회피하고 이동경로를 개선한 시스템
	인터랙션 (Interaction)	사실적 표현을 위해 주변 개체와 상호작용하는 인터랙션
	워터 리플 (Water Ripple)	움직이는 개체의 표면에서 웨이브를 생성

생생한 그래픽과

메타버스적인 요소가

가미된 도깨비

도깨비의 경우, 이러한 차세대 엔진 적용을 토대로 캐릭터간 실시간 이동 경로가 개선되고 대기 움직임에 따른 움직임을 보다 사실적으로 표현할 수 있게 하였다. 또한 최근 대세로 떠오른 메타버스적인 요소도 게임에 반영되면서 유저들의 뜨거운 관심을 모으고 있다. 한복, 교복, 후드티 등 캐릭터에 다양한 옷차림을 원하는대로 입힐 수 있고, 오픈 월드 게임답게 메인 전투 외에도 플레이어간 아이템 교환 등 다양한 활동이 제약없이 이뤄질 것으로 보인다.

사용자의 자유도를

중시하는 게임업계

트렌드를 적극 반영한

붉은 사막

각각 2022년과 2023년에 출시예정인 붉은 사막과 플랜8의 트레일러 영상도 많은 호평을 받으며 유저들의 기대감을 드러냈다. 기존 히트작인 검은 사막을 출시한지 4년이 넘었지만 후속 히트작이 없어 '원 히트원더'라는 평가를 받으며 홍보하던 동사는 신작 붉은 사막 출시를 발표하며 뜨거운 관심을 받았다. 붉은 사막은 올 4분기 출시가 예상되는 오픈월드 RPG 게임이다. 사용자의 자유도를 중시하는 게임업계 트렌드와 부합하는 기획으로 작년 12월 내놓은 예고 영상이 유튜브에서 100만 조회수를 기록할 만큼 큰 기대를 모으고 있다. 이베스트투자증권에 따르면, 붉은 사막 출시 후 1년 동안 845만 장의 판매량을 기록할 것으로 예상된다.

물론 아직 도깨비와 붉은 사막, 플랜8의 정식 출시가 안된 상황에서 시장의 기대가 주가에 조금하게 반영되었다는 우려가 있다. 하지만 기록적인 주가 상승이 반증하는 만큼 동사의 독보적인 기술을 바탕으로 한 신작 라인업에 대한 시장의 기대가 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 동사는 향후 정식 출시에 힘입어 검은 사막을 이은 대형 신작으로 또 한 번 글로벌 시장의 게임체인저가 될 것이라 기대된다.

IV. Risk

NFT 게임, 국내 서비스는 NO

NFT 게임은 현재 게임산업의 가장 큰 성장동력 중 하나이다. 시장분석업체 년편저블닷컴에 따르면 2019년 1600억원이었던 글로벌 NFT 시장 규모는 작년 약 4000억원 수준으로 두 배 이상 성장했다. 동사도 블록체인 관련 연구를 진행하고 있으며 2021년 3분기 실적 발표를 위한 컨퍼런스 콜에서 NFT 적용 의사를 내비치기도 했다. 하지만, NFT 게임 개발 및 출시에 성공하더라도 국내 규제로 인해 국내서비스는 당분간 어려울 전망이다.

국내 NFT 게임 규제

현재 국내에서 NFT가 적용된 게임은 서비스가 불가능하다. 게임물등급위원회가 현행 게임법에 따라 2018년부터 지금까지 사행성과 환금성을 이유로 등급분류를 허락하지 않고 있기 때문이다. NFT를 가상자산으로 바꾸고 이를 다시 현금화할 수 있는 환금성과 NFT 획득에 있어 유저의 노력과는 상관없이 우연에 의해 이뤄지는 사행성 여지를 해결하지 않는 이상 국내 서비스는 제한될 것이라는 게 게임위의 입장이다.

불확실한 NFT 게임법제화

시기/여부

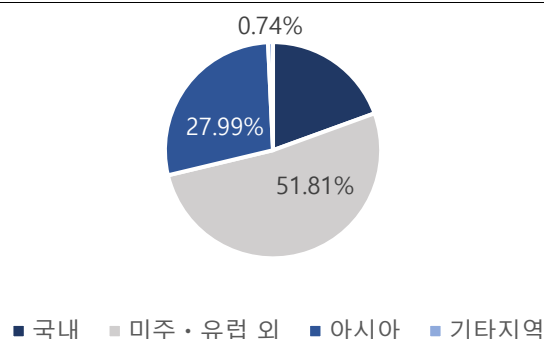
게임위의 단호한 입장에도 불구하고 성장하는 새로운 시장에서 글로벌 경쟁력을 갖추기 위해 NFT 게임의 국내 서비스 환경을 마련해야 한다는 요구가 커지고 있다. 초기 스마트폰 게임시장이 형성될 때 모바일 게임은 게임등급분류문제 때문에 국내 서비스가 불가능했기에 초기 시장 진입이 늦어진 다수의 국내 게임사는 4년간 실적 부진에 시달렸다. 이러한 과거 경험을 거울 삼아 NFT 게임 규제를 개선해야 한다는 것이다. 그럼에도 국내 서비스 논의는 아직 시작조차 못하고 있는 상황이다. 2021년 5월 시작된 NFT 게임의 국내 서비스에 대한 행정재판이 3번 연기되어 11월 말에 변론기일이 잡히면서 결정까지는 더 오랜 시간이 소요될 예정이다. 법원의 판단이 언제, 어떻게 이뤄질지 모르는 상황은 최근 NFT에 대한 투자를 늘리고 있는 동사에 리스크로 작용한다.

해외 시장을 통한 성장가능성

긍정적인 면은 동사 매출의 상당부분이 해외 매출로 이루어져 있다는 것이다. 국내 비중은 19.46%에 불과하며, 매출의 80.54%는 미주, 유럽, 아시아 등 해외에서 이루어지고 있어 글로벌 시장에서 동사 IP의 경쟁력을 확인할 수 있다. 따라서 2022년 이후 출시될 신작들이 해외에서 기존 IP에 준하는 경쟁력을 유지한다면 게임성이 더욱 중요시되는 글로벌 NFT 게임 시장에서 향후 출시될 동사의 NFT 게임도 좋은 성과를 얻을 수 있을 것이기 때문에 동사는 국내 시장의 부재에도 불구하고 해당 분야에서 지속적인 성장을 이룰 수 있을 것으로 기대된다.

필어비스 지역별 매출 비중

(단위: %)



출처: Dart, RFS Team 3

중국 게임산업 규제

미성년자 게임시간 제한 강화

중국에서 청소년 게임 중독이 심각한 사회현상으로 부각되면서 해당 산업에 대한 규제가 더욱 강화되고 있다. 관영 경제참고보는 2021년 8월 정신적 아편, 마약이라는 극단적인 표현을 사용하며 게임 관련 기업들을 비난하는 기사를 실었고, 이후 당국은 미성년자의 게임 시간을 주말과 휴일에 한정해 주당 3시간으로 제한했다. 이전 규제는 미성년자의 게임 시간을 휴일 하루 3시간, 평일 하루 1.5시간으로 제한했었다. 그러나 게임 중독이 완화되지 않는다 판단해 규제정책을 한층 강화한 것이다.

유례없는 신규 게임 허가 중단

이와 같은 맥락으로 중국의 신규 게임 허가가 중단되고 있다. 중국 당국은 신규 게임 허가를 중단한 지 100일이 지났으며 이는 유례없는 최장기간이다. 또한, 향후 허가가 재개되더라도 중국 당국의 엄격한 요구 조건을 감안하면 허가를 받는 게임의 수는 이전보다 감소할 것으로 전망된다. 중국 시장이 글로벌 게임시장에서 차지하는 비중이 약 19%임을 고려할 때, 이는 최근 이브 에코스 외자판호 발급을 시작으로 중국 게임시장 진출에 힘쓰고 있는 동사의 성장을 저해할 수 있는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

MMORPG 특성상 영향 적을 것

긍정적인 면은 동사가 주력하고 있는 MMORPG의 경우 주 고객층이 30~50대 남성이며 이들의 1인당 평균 결제 금액이 타 연령층에 비해 훨씬 크다는 점이다. 최근 중국의 게임산업 규제 강화가 결제금액이 상대적으로 작은 청소년을 대상으로 주로 이루어지고 있다는 점에서 게임 콘텐츠의 내용, 확실한 실명 인증 및 보호자 모니터링 시스템 등 중국 당국의 요구조건을 갖춰 신규 게임 판호를 취득한다면 동사 주력 게임 장르의 특성을 고려했을 때 타 게임사 대비 동사의 피해는 상대적으로 작을 것으로 기대된다.

V. 재무분석

검은사막 모바일 부진에 감소하는 매출액

코로나, PC 부문 호재로 작용

동사 PC 부문의 매출은 코로나19 사태로 인한 게임 이용량 증가 수혜를 직접적으로 입었다. 세계적인 봉쇄조치로 많은 사람들이 집에 머물며 여가활동 수단으로 게임을 선택했고 2020년 세계 게임 시장 규모는 전년 대비 9.3% 성장했다. 이에 따라 동사의 주요 IP인 검은사막 PC의 매출은 2020년 YoY 27.95% 증가했으며, 3Q21에는 YoY 31.06%, QoQ 13.01% 증가하며 지속적인 성장을 보였다.

검은사막 모바일 부진, 전사 매출 감소로

반면, 동사의 전사 매출은 2020년 YoY 9.8%, 3Q21 YoY -20.3% 감소하는 등 코로나 사태 발생 이후 오히려 악화되고 있다. 이는 동사 매출의 절반 이상을 차지하던 검은사막 모바일의 매출 부진 때문이다. 검은사막 모바일의 매출 감소는 출시 직후 높은 매출을 기록하다 시간이 지날수록 매출이 빠르게 줄어드는 경향을 보이는 모바일 게임의 특성에 기인한다. 2018년 2월 출시된 후 시간의 경과가 매출 감소로 이어진 것이다. 이에 따라 검은사막 모바일의 매출 비중은 2019년 60.17%에서 3Q21 23.16%로 감소했으며, 지역별 매출을 고려해도 국내, 해외 모두 감소세를 보이고 있어 새로운 시장 진출이나 신작 출시 외에는 하락세를 막기 어려울 것으로 전망된다. 하지만 앞서 언급한 연내 검은사막 모바일의 중국 시장 출시에 이어 2022년 이후 붉은 사막을 시작으로 도깨비, Plan8 등 신작 출시 모멘텀이 이어질 것으로 예상됨에 따라 1Q22 이후 동사의 매출 반등이 전망된다.

잠시 쉬어 가는 영업 이익

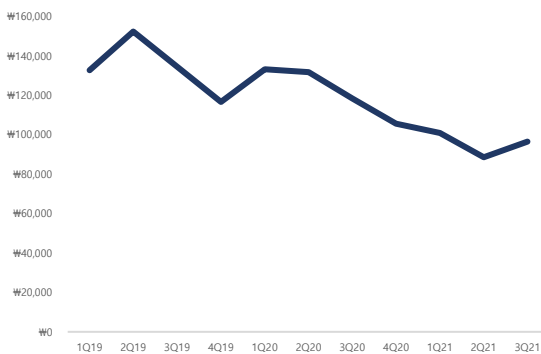
수수료비용 감소에도
일회성 비용 증가로
영업이익 부진

영업이익은 수수료 비용과 광고선전비 감소로 인해 2020년 오히려 YoY 4.44% 증가했다. 게임산업은 자체적으로 게임 서비스를 제공할 능력이 없어 퍼블리셔를 통해 게임을 유통하는 경우 수수료 비용이 발생하기 때문에 자체 유통능력이 수익성에 핵심적인 요인으로 작용한다. 당사는 2018년 이전까지 대부분의 게임을 퍼블리셔를 통해 유통했으나, 2018년 11월 러시아 서비스를 시작으로 2020년 4월까지 한국과 일본 서비스를 직접 서비스로 전환하였다. 이에 따라 판관비의 40% 이상을 차지하던 수수료 비용이 2020년 YoY 17.96% 감소했다. 2021년 2월에는 동사의 최대 매출처인 북미/유럽 지역도 직접 서비스로 전환하면서 수수료 비용 감소 추이가 지속되고 있다. 광고선전비의 경우, 코로나 19 사태로 다수의 마케팅 행사가 취소되며 2020년 YoY 43.83% 감소해 영업이익 개선에 기여했다. 하지만, 2021년에는 봉쇄조치 완화와 붉은 사막과 도깨비 관련 마케팅 활동 증가로 광고선전비가 코로나 이전 수준을 기록함에 따라 2021년 영업이익은 1Q21 QoQ 34.5% 감소했고 2Q21에는 스톡 옵션 등 일회성 비용 증가에 매출 감소가 더해져 영업이익이 적자 전환했다. 3Q21에는 인건비와 광고선전비가 각각 QoQ 9.9%, 9.1% 감소하고 매출이 증가하며 흑자로 전환했다.

높은 영업이익률.
투자 지출 증가로
수익성 일시적 악화

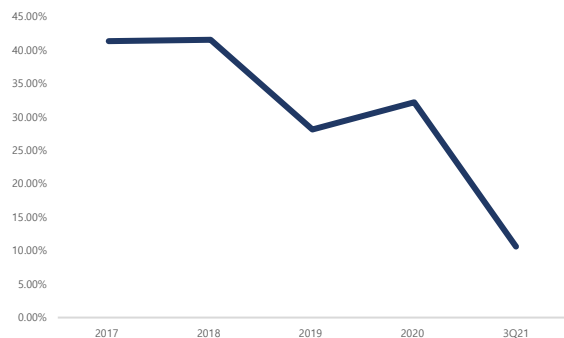
영업이익률은 2020년까지 3년간 평균 40%대를 기록해 영업이익률이 높은 동종 산업 타 기업에 대비해 서도 우월한 수익성을 보였다. 이는 동사가 자체개발 엔진을 사용해 게임 엔진 사용료가 발생하지 않고, 게임을 직접 퍼블리싱해 퍼블리셔에 지급하는 수수료가 적기 때문이다. 반면, 2021년에는 매출감소와 광고선전비 증가, 신작 출시와 메타버스 및 NFT 시장 진출을 위한 연구개발비 증대로 인해 2Q21을 제외하면 10%대의 영업이익률을 기록하고 있다. 수익성 악화의 원인이 연구개발과 서비스 원활화를 위한 투자 지출임을 감안했을 때, 신작 출시 이후에는 2020년 이전에 준하는 영업이익률을 회복할 것으로 기대된다.

펠어비스 매출액 추이



출처 : Dart, RFS Team 3

펠어비스 영업이익률 추이



출처 : 네이버금융, RFS Team 3

주식으로 선방한 당기순이익

금융자산 평가이익
증가로 양호한
당기순이익

당기순이익은 2021년 매출과 영업이익 감소에도 흑자를 유지했는데, 이는 당기손익-공정가치측정 금융자산 평가이익 증가에 기인한다. 당사는 주식시장 호조에 따라 2Q21 94억, 3Q21 158억원의 평가이익을 기록했다. 이는 환율 급등에 따른 외환차손 증가분을 크게 상회해 동사가 영업이익에 비해 준수한 당기순이익을 기록하는데 기여했다.

영업이익 대비 양호한 영업활동현금흐름

일회성 지출 정상화시 회복 전망

영업활동현금흐름은 2019년까지 증가해왔으나, 2020년 소폭 하락 후 3Q21엔 YoY 27% 감소했다. 하지만, 이는 앞서 언급한 일회성 지출의 증가로 인한 것으로 해당 요인들이 제거되고 신작 출시 모멘텀이 본격화되는 2022년 이후에는 다시 좋은 영업활동현금흐름을 보일 것으로 기대된다. 또한, 2Q21 영업이익 적자 전환에도 영업활동현금흐름은 2020년과 비슷한 수준을 기록하는 등 2021년 영업활동현금흐름이 영업이익 대비 상대적으로 양호한 모습을 보이는 점도 긍정적인 신호로 판단된다.

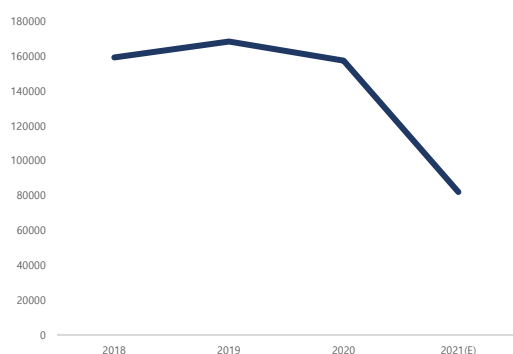
안정적인 재무구조와 유동성

재무안정성과 유동성을 통한 적극적인 투자

동사는 매우 안정적인 재무구조를 갖추고 있다. 1Q21 부채비율은 42.68%를 기록했으며, 총 차입금은 540억원인데 비해 현금성 자산을 3162억원을 보유해 순차입금은 -2622억원이다. 차입금 의존도는 13.4%로 실질적인 무차입 경영이라 평가된다. 또한, 동사는 높은 유동성을 지닌다. 동사는 총 자산 중 25%를 현금 및 현금성 자산으로 보유하고 있으며, 유동비율은 268.83%에 달한다.

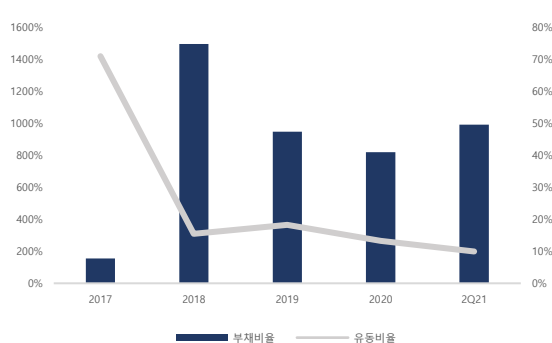
이러한 재무구조의 안정성과 높은 유동성을 바탕으로 동사는 적극적인 인수합병과 설비 투자에 나서고 있다. 2020년 11월 신생 게임사 빅게임 스튜디오 지분 27%를 30억원에 매입했고, 2021년 5월에는 팩토리얼게임즈 지분 100%를 200억원에 인수했다. 경기도 안양시에 게임 기술과 디자인 연구 용도의 '필어비스 아트센터'에 300억원을 투자해서 건설에 착수하기도 했다. 또한, 동사는 충분한 유보 자금을 갖고 있으면서도 올해 차입금을 350억원 늘리며 공격적인 인수합병에 대한 의지를 재차 보이기도 했다. 이러한 활발한 인수합병은 게임 라인업이 제한적이라는 단점이 있는 동사에 있어 직접 개발 외의 방법으로 사업 포트폴리오를 다각화할 수 있는 기회가 될 것으로 기대된다.

필어비스 영업활동현금흐름 추이 (단위: 백만원)



출처 : Dart, RFS Team 3

필어비스 유동비율, 부채비율 추이 (단위: %)



출처 : Dart, RFS Team 3

VI. Valuation

1) 매출액 추정

검은사막 PC 매출은 코로나19의 수혜로 4Q19 이전 평균 매출 대비 1Q20 이후 평균 매출이 약 31% 증가했다. 현재 확진자 수가 3000명 이상 발생하고 있고 재봉쇄가 고려되고 있어 코로나19의 수혜가 2Q22까지 지속될 것이라고 판단해 내년 2분기까지 분기별 매출을 코로나19 이후 증가한 분기별 매출에 이동평균을 적용하여 추정하였다. 3Q22부터는 코로나 특수가 사라질 것으로 가정하여 31% 증가분을 2분기에 걸쳐 다시 축소시켰다. 이브PC도 검은사막PC와 매출 증감추세가 유사하다고 판단해 동일한 방식을 적용했다.

앞서 언급한 모바일게임 산업의 특성에 따라 검은사막 모바일 매출은 1Q18에 출시 이후 2Q19까지 증가하다가 3Q19부터 최근까지 꾸준한 감소세를 나타내고 있어 이후 매출에 평균감소율인 85.2%를 곱해주었다. 4Q21부터는 중국 출시를 앞두고 있는 검은사막 모바일의 예상매출액을 추가했다. 중국 모바일게임 일평균 매출의 경우 매출순위 1위가 5~60억 원, 10위가 20억 원 내외를 기록하고 있고 검은사막 모바일은 중국 게이머들 사이에서 기대순위 2위에 오르는 등 매출순위 Top5 안에 진입이 충분할 것이라고 생각해 출시 직후 일평균 매출 30억 원, RS(Revenue Sharing)비율 25%를 적용했고 1Q22부터 20억 원, RS는 동일하게 반영해 매출을 추정했다. 또한, 출시 초반 매출이 증가하고 이후 감소추세를 보이는 모바일 게임의 특성에 따라 동사의 검은사막 모바일을 국내에 출시했을 때 1년 동안 매출이 증가한 점을 고려하여 그 증가율만큼 2022년 1년간 매출에 반영시켰다. 그리고 2023년부터 85.2%의 감소율을 적용했다. 이브 모바일의 경우에는 3Q21에 중국 서비스를 시작한 점이 검은사막 모바일과 유사하다고 판단해 같은 증가율 및 감소율을 적용해 매출을 추정했다.

신작 싱글RPG 장르인 붉은사막은 캡콤 사의 '몬스터 헌터 월드'와 장르와 게임성이 유사하고 스팀, PS4, Xbox 등 출시 플랫폼이 같아 Q는 '몬스터 헌터 월드'의 판매량을 벤치마킹했고 P는 스팀 트리플A급 게임의 경우 60달러 내외로 출시된 점을 고려하여 환율을 보수적으로 적용해 70,000원으로 추정했다. 또한, 동사 IP 대비 몬스터헌터IP의 경쟁력이 높다고 판단하여 Q에 40% 디스카운트를 적용했다. 동사의 또다른 신작인 도깨비는 게임장르가 수집형 오픈월드 MMORPG이고 캐릭터디자인과 예상 BM이 미호요 사 게임 '원신'과 유사하여, 타겟층이 동일할 것으로 판단해 원신의 매출액을 벤치마킹하였다. 다만 '원신'과 달리 도깨비는 중국시장에 진출하지 않고 모바일로 출시가 안 된다는 점을 감안하여 중국의 게임시장 점유율 20%, 게임 디바이스 중 모바일의 글로벌 비중 75%를 디스카운트해주었다. 2024년에 출시가 예정되어 있는 플랜8의 경우 동사의 다른 신작 게임에 비해 관심도가 적고, FPS MMORPG라는 생소한 장르로서 성공 사례가 전무하며 현재 출시되어 있는 게임도 큰 성과를 거두지 못하고 있어 벤치마킹이 어렵다는 점에서 적절한 매출 추정이 불가능하다고 판단했다. 또한 향후 매출액 비중도 미미할 것으로 예상되어 매출 추정에서 제외시켰다.

동사 콘솔 매출은 현재 뚜렷한 매출 관련 이슈가 없어 기존매출에 이동평균을 적용하여 향후 매출을 추정하였고 신작게임이 PC와 콘솔로만 출시되어 PC 대비 콘솔 매출 비중만큼 콘솔 매출에 가산했다. 기타 수익 부분은 매출 비중이 0.5% 내외로 미미해서 이전 매출에 이동평균을 적용하여 추정했다.

앞서 투자포인트로 제시한 메타버스와 블록체인 활용예정에 대해서는 업계 선두주자 위메이드의 경우 수익구조를 구축하는 데 약 4년 이상 소요되어 동사 역시 빠른 시일 내에 해당 기술을 활용한 신작이 나오기 어려울 것이라고 판단했다. 당장 2023년 신작인 도깨비에도 적용이 되지 않았고 플랜8에는 적용할 수 있

지만 2024년 이후에나 출시가 예정되어 있어 매출액 추정에서 제외했다.

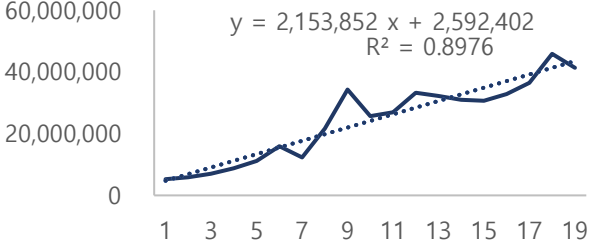
(단위:천원)	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2023E	2024E
총매출액	99,553,331	129,846,684	131,720,134	343,091,213	236,737,061	1,750,091,358	1,980,371,127
모바일	36,193,365	67,181,059	68,064,209	65,125,921	62,621,883	170,635,516	145,417,260
PC	50,337,653	49,491,446	50,440,253	229,481,203	141,525,397	1,286,185,704	1,528,455,199
콘솔	11,829,173	11,915,723	11,938,001	47,195,086	31,365,462	288,036,740	301,243,540
기타수익	1,193,139	1,258,454	1,277,670	1,289,002	1,224,317	5,233,396	5,255,127

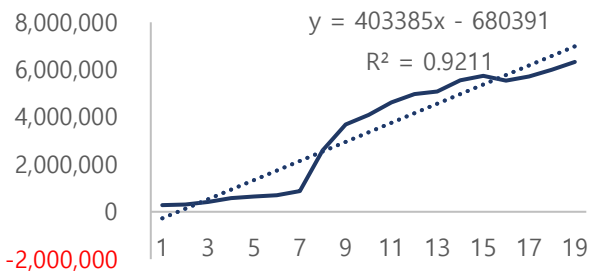
2) 비용추정

(1) 매출원가 근거

게임기업의 특성상 매출원가를 따로 계상하지 않고 게임 제작에 소요된 모든 비용들을 판매관리비로 계상한다. 따라서 동사의 손익계산서에 매출원가 계정이 존재하지 않으며, 매출액과 매출총이익이 같다.

(2) 비용추정 근거

항목명	적용방법	근거
인건비	선형추정	인건비  인건비의 급여가 많은 비중을 차지하고 있고, 상관계수도 0.9947로 강한 양적 관계를 띄고 있음. 또한 2014년과 2015년 검은사막 베타서비스 후 직원수가 계속해서 증가함, 뿐만 아니라 최저임금의 꾸준한 증가로 인건비가 상승함에 기인함

유무형자산상각비	선형추정	유무형자산상각비  $y = 403385x - 680391$ $R^2 = 0.9211$ 동사의 신사옥과 아트센터 건설로 인해 2022년부터 감가상각비 증가가 예상됨, 또한 2018년 감가상각비가 증가한 이후부터 종속회사의 감가상각비 계상되므로 선형추정함
광고선전비	이동평균법	경향성 없음
판매비	이동평균법	경향성 없음
관리비	이동평균법	경향성 없음
기타비용	이동평균법	경향성 없음
대손상각비	이동평균법	매출채권 이동 평균법으로 구한 후 대손충당률 0.48% 곱함
금융손익	이동평균법	경향성 없음
기타손익	이동평균법	경향성 없음
종속기업, 공동지배 기업및관계기업관련 손익	이동평균법	경향성 없음
법인세 비용	이동평균법	경향성 없음

3) 주가추정

펠어비스가 속한 게임 산업의 경우, 꾸준한 게임 IP 개발을 통해 수입을 창출하는 기술산업에 속하기 때문에 주가를 추정함에 있어서 PER 밸류에이션 방법을 사용하였다. PER를 산정하기 위해 Peer Group을 찾고자 했으나, 현재 국내 게임 섹터 내 기업들이 메타버스 및 NFT이슈에 의해 상당히 고평가가 되고 있다는 점, 이로 인해 해외 게임 시장과 PER 지수가 10배 이상 차이가 난다는 점에서 해당 방법을 사용하는 것에 문제가 있다고 판단하였다. 따라서, 톰슨 로이터에서 제공하는 12M Forward PER 수치인 30.58을 사용하였고, 이에 주가 136,247원으로 상승여력 2.4%를 제시한다.

예상 당기순이익 (천원)				예상 당기순이익 (천원)
4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	합계
3,835,592	29,919,834	27,276,226	234,013,553	295,045,205

3)-1. Valuation

구분		단위	비고
당기순이익	295,045,205	(천원)	(A)
Target P/E	30.58	(배)	(B) FOWARDING PER
적정기업가치	9,022,482,369	(천원)	(C)=(A)×(B)
유통주식수	66,221,500	(주)	(D)
적정주가	136,247	원	(E)=(C)÷(D)
목표주가	136,247	원	12 개월 목표주가
현재주가	133,000	원	21.11.26 기준 종가
상승여력	2.4	%	

편집의 편의를 위해 남겨둔 페이지입니다.