

외자판호 발급 지속, <검은사막> 포함

2024년 6월 7일

비중확대 (유지)

강석오 선임연구원
✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

신한생각 펠어비스 <붉은사막>, <검은사막> 통해 확실한 바닥 형성

<붉은사막> 기대감으로 시작된 펠어비스의 주가 상승이 <검은사막> 중국 판호 발급이 더해져 모멘텀 강화될 전망이다. 중국 흥행 가능성이 높은 작품은 작년에 대부분 출시되어 추가 기대감이 있을 종목은 단기적으로 부재

중국 외자판호 15건 발급

6월 5일 중국 광전총국은 15건의 외자판호를 발급. 한/미/일의 다양한 장르와 IP의 게임들이 고루 포함되어 특정 국가/장르에 대한 필터링은 없는 것으로 보임. 국산 게임으로는 펠어비스의 <검은사막>과 그라비티의 <라고나로크> IP 작품이 포함. 펠어비스 주가는 6월 5일 시간외 상한가로 마감. 2022년 이후 외자판호는 2~3개월에 한 번씩 꾸준히 발급되고 있고 이번 6월 발급으로 중국 게임 산업 진흥에 대한 의지는 여전한 것으로 판단. 다만 외자판호의 1회 발급 건수는 증가세를 보이지 않아 향후 중국 퍼블리셔들의 신중한 작품 선택이 이어질 전망이다

펠어비스의 <검은사막> 중국 성과는?

<검은사막>은 이례적으로 판호 발급 전부터 CBT를 진행. 퍼블리셔인 텐센트는 2023년 5월, 2024년 1월 두 차례 비공개 테스트를 진행. 일반적으로 판호 발급 전에는 현지화 및 콘텐츠/BM 수정 작업을 거치고 판호 발급 후부터 테스트 및 출시 작업이 가시화되는 것을 고려하면, 텐센트 측에서 판호 발급 가능성을 매우 높게 보고 빠른 출시를 위한 준비를 한 것으로 판단. <검은사막>은 콘텐츠가 PC 플레이에 적합하게 설계되어 있어 글로벌 수요 및 흥행 규모는 더 큰 상황. PC MMORPG는 전 세계적으로 신작이 적어 기존작들 중심의 수요가 유지되고 있으며 신작의 경쟁 강도는 낮음. 텐센트는 <검은사막 모바일>이 중국에서 흥행에 실패했음에도 불구하고, 자체 쇼케이스인 <스파크2024>에서도 <검은사막>을 주요 신작으로 소개하는 등 PC 버전에 조금 더 높은 기대를 가진 것으로 보임. 당사 또한 <검은사막>의 중국 성과를 모바일 버전 대비 높을 것으로 추정하며 출시 시기는 2024년 4분기로 예상

향후 중국 진출 관련 투자전략

중국에서 흥행 가능성이 높을 것으로 보였던 작품들은 2023년 이미 대부분 출시가 완료됨. 따라서 어느 정도의 공백기가 존재할 것으로 보이며 향후에는 글로벌 출시를 준비 중인 한국산 신작들의 성과에 따라 중국 퍼블리셔들은 유통 계약을 맺을지 고민할 것. 상장사의 구작들 중 판호 발급 및 중국 흥행 가능성이 높은 작품이 당장은 많지 않다고 판단해 중국 진출을 게임사들의 단기 투자포인트로 삼는 것은 권하지 않음. 다만 펠어비스의 주요 투자포인트는 <붉은사막>이며 <검은사막>의 중국 진출은 부가적이기에 추가 모멘텀 지속 전망 및 Top Pick 유지

떨어비스 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	83.5	81.4	86.7	333.5	337.0	785.3
(% YoY)	(6.2)	(16.7)	(12.7)	(18.2)	(0.4)	6.6	(4.1)	2.6	(13.6)	1.1	133.0
(% QoQ)	(16.9)	(8.6)	8.4	(0.6)	1.2	(2.3)	(2.5)	6.4			
[매출구성]											
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	56.9	56.7	63.7	257.8	235.8	518.3
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	21.9	20.0	18.2	49.7	82.2	62.3
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	4.1	4.0	4.1	18.0	16.5	201.9
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.6	0.6	0.7	8.0	2.6	2.8
[매출비중]											
PC	72.8	77.3	80.5	78.6	68.5	68.1	69.6	73.5	77.3	70.0	66.0
모바일	19.7	15.7	12.9	11.4	25.8	26.3	24.6	21.0	14.9	24.4	7.9
콘솔	5.9	4.9	6.0	4.7	5.0	4.9	5.0	4.7	5.4	4.9	25.7
기타	1.6	2.1	0.6	5.3	0.7	0.7	0.8	0.8	2.4	0.8	0.4
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	95.0	93.1	96.2	349.8	369.2	508.9
(% YoY)	(1.8)	(5.9)	(3.0)	(9.7)	0.2	2.7	12.5	7.0	(5.3)	5.5	37.9
(% QoQ)	(15.0)	9.2	(10.5)	8.6	(5.6)	11.9	(2.0)	3.3			
[비용구성]											
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	53.3	46.7	48.9	175.2	194.9	224.8
자급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	17.2	17.1	17.2	69.1	68.5	149.0
마케팅비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	8.2	12.7	13.3	31.8	39.8	65.3
D&A	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.6	6.7	6.8	26.0	26.5	28.0
기타	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	9.8	9.9	10.0	47.8	39.4	41.9
영업이익	1.1	(14.1)	2.1	(5.5)	0.6	(11.5)	(11.7)	(9.6)	(16.3)	(32.1)	276.4
(% YoY)	(78.9)	적지	(82.1)	적전	(46.3)	적지	적전	적지	적전	적지	흑전
(% QoQ)	(70.0)	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			
(% OPM)	1.3	(18.0)	2.5	(6.5)	0.7	(13.7)	(14.4)	(11.0)	(4.9)	(9.5)	0.4
당기순이익	9.4	(4.4)	15.0	(4.4)	12.8	(2.1)	(1.7)	(18.6)	15.5	(9.6)	222.0
(% YoY)	61.9	적전	(29.9)	적지	36.3	적지	적전	적지	흑전	적전	흑전
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			
(% NPM)	11.0	(5.7)	17.6	(5.2)	15.0	(2.5)	(2.1)	(21.5)	4.6	(2.9)	28.3
지배기업순이익	9.4	(4.4)	14.8	(4.6)	13.1	(2.1)	(1.7)	(18.6)	15.2	(9.4)	222.0
(% YoY)	61.9	적전	(30.4)	적지	39.0	적지	적전	적지	흑전	적전	흑전
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2022년 12월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
제2의나라: 크로스월드	넷마블네오	MMORPG	모바일
샵타이탄	카밤 (넷마블 자회사)	시뮬레이션	모바일
A3: 스틸 얼라이브	넷마블엔투	MMORPG	모바일
메이플스토리M	넥슨	MMORPG	모바일
로스트아크	스마일게이트알피지	MMORPG	PC
에픽세븐	슈퍼크리에이티브	수집형 RPG	모바일
그랑사가	엔픽셀	MMORPG	모바일
뮤: 레전드	웹젠	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 3월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
쿠키런: 킹덤	데브시스템즈	수집형 RPG	모바일
블루아카이브	넥슨게임즈	수집형 RPG	모바일
메이플스토리: H5	넥슨(라스타)	방치형 RPG	모바일
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	넷마블(고단샤)	MMORPG	모바일
오디션: 모두의 파티	티쓰리	리듬/캐주얼	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 8월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
라그나로크 오리진	그라비티	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 12월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
블레이드&소울 2	엔씨소프트	MMORPG	모바일
미르 M	위메이드	MMORPG	모바일
라그나로크 X: 넥스트 제너레이션	그라비티	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2024년 2월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
던전앤파이터: 오리진	넥슨	액션 RPG	모바일
킹 오브 파이터 올스타	넷마블	액션 RPG	모바일
고양이와 스프	네오위즈	힐링 시뮬레이션	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

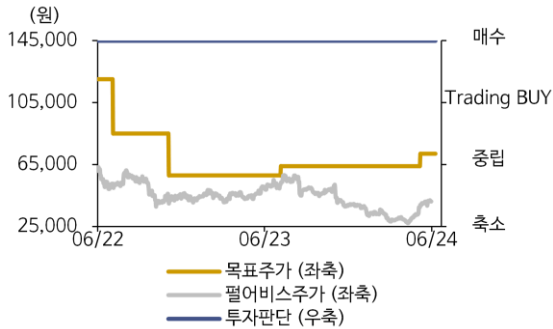
2024년 6월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
검은사막	펄어비스	MMORPG	PC/콘솔
라그나로크 IP 신작 (仙境传说: 破晓)	그라비티	-	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

펄어비스 (263750)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 02일	매수	120,000	(51.8)	(45.3)
2022년 07월 11일	매수	85,000	(40.3)	(27.9)
2022년 11월 10일	매수	58,000	(23.6)	(16.4)
2023년 05월 11일		6개월경과	(14.6)	(5.2)
2023년 07월 13일	매수	64,000	(27.2)	(9.1)
2024년 01월 14일		6개월경과	(51.1)	(41.7)
2024년 05월 13일	매수	72,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 6월 4일 기준)

매수 (매수)	93.50%	Trading BUY (중립)	4.47%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------