

펠어비스 (263750)

이재은

jeeyeun.lee@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

38,000

하향

현재주가

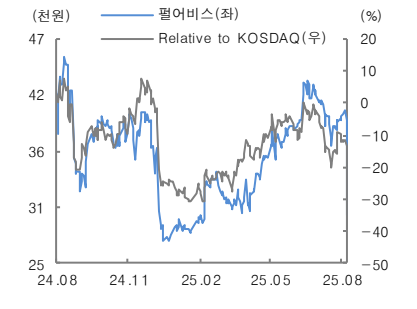
29,650

(25.08.13)

디지털콘텐츠업종

KOSDAQ	814.1
시가총액	1,905십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	45,350원 / 27,150원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	7.86%
주요주주	감대일 외 10 인 37.34% 서용수 5.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.7	-16.6	-10.0	-33.6
상대수익률	-28.9	-25.0	-17.2	-37.6



반복되는 출시 연기, 떠난 민심

- 2분기 검은사막 대형 업데이트 부재로 매출 감소, 컨센 하회하는 실적 기록
- TP 하향. 1) 신작 판매량 하향, 2) 신작 출시 일정 연기에 Target PER 하향
- 개발 완성도, 마케팅 성과, 퍼블리싱 이슈 모두 의구심. 보수적 접근 추천

투자이견 매수, 목표주가 38,000원으로 -28% 하향

2026년 EPS 2,025원에 Target PER은 19배 적용. Target PER은 글로벌 peer 평균 대비 10% 할인 적용. TP 하향: 1) ‘붉은사막’ 판매량 하향 조정하면서 EPS -18% 하향(TP 산출연도 ‘25→‘26), 2) 신작 출시 일정 지연 반영, Target PER -11% 하향

2분기 적자 지속

2Q25 매출 796억원(YoY -2.7%, QoQ -4.9%), 영업손실 -118억원(YoY, QoQ 적자 지속) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회

검은사막 IP 매출 549억원(YoY -8.5%, QoQ -12.9%) 기록. 매출 비중이 가장 큰 PC의 대형 업데이트 부재 영향. 회사는 3분기에 신규 업데이트 등을 통해 성과 대폭 개선될 것으로 언급. 이브 IP 매출 242억원(YoY 12.0%, QoQ 18.0%) 기록. 신규 확장팩을 출시하며 매출 성장. 영업비용의 경우, ‘붉은사막’ 마케팅이 강화되며 마케팅 비105억원(YoY 43.9%, QoQ 43.9%) 기록. 마케팅비는 하반기에도 모든 게임쇼에 참가할 예정으로 ‘붉은사막’ 출시 전까지 증가세 유지할 것으로 전망

개발, 마케팅, 퍼블리싱, 게임 존재 여부 모두 의구심

‘붉은 사막’ 출시 일정을 다시 한 차례 연기하며, 출시 일정을 1Q26으로 발표. 이번 출시 일정 조정이 실적에 큰 영향을 주는 사안은 아니지만, 반복적인 출시 지연은 투자 심리에 상당히 부정적인 요인으로 판단. 특히 회사는 지연 사유로 매번 개발 완성도 제고, 파트너사와의 협업 문제 등을 언급하고 있으나, 2024년부터 본격적인 B2C 마케팅이 시작됐음에도 불구하고 스팀 지표가 저조한 상황(현재 기준 위시리스트 순위 44위, 팔로워 수 약 37,000명)을 고려하면, 현재 마케팅 성과에 대한 의구심까지 들 수밖에 없는 상황으로 판단. 주가는 다시 마케팅 시점, 출시 일정에 따라 기계적인 주가 변동은 발생할 수 있겠으나, 출시 일정에 대한 신뢰도가 낮고, 스팀 지표 상 흥행 성과가 시장 기대에 미치지 못할 가능성을 고려하여 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	잠정치	2Q25			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	82	84	83	80	-2.6	-4.9	81	87	9.5	9.2
영업이익	-6	-5	-4	-12	적지	적지	-10	-8	적지	적지
순이익	9	0	8	-9	적전	적전	1	-6	적지	적지

자료: 펠어비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	333	342	333	543	284
영업이익	-16	-12	-37	134	-44
세전순이익	22	78	-35	165	-13
총당순이익	15	60	-27	130	-10
지배지분순이익	15	60	-27	130	-10
EPS	237	939	-422	2,025	-163
PER	163.7	29.5	NA	14.5	NA
BPS	11,285	12,545	12,521	14,546	14,384
PBR	3.4	2.2	3.1	2.7	2.7
ROE	2.1	7.9	-3.4	15.0	-1.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 펠어비스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	554	352	333	543	-39.8	54.5
판매비와 관리비	411	387	370	410	-10.0	5.9
영업이익	143	-35	-37	134	적자조정	흑자조정
영업이익률	25.8	-10.0	-11.0	24.6	적자조정	흑자조정
영업외손익	57	59	1	31	-97.8	-47.0
세전순이익	199	24	-35	165	적자조정	594.4
자비자분순이익	160	28	-27	130	적자조정	366.5
순이익률	28.8	7.9	-8.1	23.9	적자조정	16.0
EPS(자비자분순이익)	2,485	434	-422	2,025	적자조정	366.5

자료: 필어비스, 대신증권 Research Center

표 1. 필어비스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	130.1	
Target PER(x)	18.7x	글로벌 Peer 의 2026 PER 평균대비 10% 할인 적용
목표 시총(십억원)	2,433.2	
주식 수(천주)	64,247.0	
적정 주가(원)	37,873	
목표 주가(원)	38,000	반올림 적용
현재 주가(원)	29,650	
상승 여력	28.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 필어비스 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	83.7	79.6	87.0	83.1	342.4	333.4	543.3
검은사막 PC	46.1	45.0	41.0	50.0	50.4	46.6	55.5	51.3	182.1	203.8	169.9
검은사막 모바일	17.3	11.8	10.7	12.6	10.1	6.0	5.7	5.5	52.4	27.3	20.3
검은사막 콘솔	3.3	3.3	2.2	3.6	2.5	2.4	1.6	2.7	12.5	9.2	6.7
붉은 사막											256.2
CCP Games	18.0	21.6	20.5	24.9	20.5	24.2	23.6	23.1	85.0	91.5	88.2
기타	0.6	0.2	5.0	4.6	0.2	0.5	0.5	0.5	10.4	1.7	2.1
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.4	88.9	91.3	94.9	94.9	354.5	370.1	409.8
인건비	46.6	46.5	44.2	46.9	49.0	47.2	47.8	48.5	184.2	192.5	203.3
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	18.1	19.6	18.4	71.0	73.4	106.0
마케팅비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	10.5	11.0	11.6	33.6	40.4	37.7
감가상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.1	6.0	6.0	25.2	24.4	23.3
기타 영업비용	9.1	9.1	12.4	10.0	9.0	9.5	10.4	10.6	40.6	39.5	39.5
영업이익	0.5	-5.8	-9.2	2.3	-5.2	-11.8	-7.9	-11.8	-12.1	-36.7	133.6
영업이익률	0.6%	-7.1%	-11.6%	2.4%	-6.2%	-14.8%	-9.1%	-14.2%	-3.5%	-11.0%	24.6%
순이익	12.8	9.1	-7.8	46.8	0.5	-22.7	-1.0	-4.0	60.9	-27.2	130.1
순이익률	14.9%	11.1%	-9.8%	48.9%	0.6%	-28.5%	-1.1%	-4.8%	17.8%	-8.1%	23.9%

자료: 필어비스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	333	342	333	543	284
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	333	543	284
판매비와관리비	350	355	370	410	329
영업이익	-16	-12	-37	134	-44
영업외수익	-49	-36	-11.0	246	-15.6
EBITDA	10	13	-14	154	-25
영업외손익	38	90	1	31	31
관계기업손익	-6	-4	-1	-1	-1
금융수익	57	84	30	35	35
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-32	-14	-36	-10	-10
외환보통손실	19	7	5	5	5
기타	20	25	7	7	7
법인세비용차감전순이익	22	78	-35	165	-13
법인세비용	-7	-17	8	-35	3
계속사업순이익	15	60	-27	130	-10
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	60	-27	130	-10
당기순이익	4.6	17.6	-8.1	23.9	-3.7
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	15	60	-27	130	-10
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	2	2	2
포괄순이익	18	78	-9	149	9
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	18	78	-9	149	9

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	237	939	-422	2,025	-163
PER	163.7	29.5	NA	14.5	NA
BPS	11,285	12,545	12,521	14,546	14,384
PBR	3.4	2.2	3.1	2.7	2.7
EBITDAPS	151	201	-220	2,404	-389
EV/EBITDA	229.1	116.9	NA	13.4	NA
SPS	5,191	5,329	5,189	8,457	4,425
PSR	7.5	5.2	7.5	4.6	8.8
CFPS	519	530	-1,074	2,016	-777
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-135	2.7	-2.6	63.0	-47.7
영업이익 증/감	작전	작전	작전	흑전	작전
순이익 증/감	흑전	296.8	작전	흑전	작전
수익성					
ROIC	-2.9	-2.4	-7.0	26.5	-9.3
ROA	-1.3	-1.0	-3.2	10.9	-3.4
ROE	2.1	7.9	-3.4	15.0	-1.1
안정성					
부채비율	67.3	41.8	43.2	38.3	40.0
순차입금비율	-37.0	-33.7	-37.6	-46.5	-52.7
이자보상비율	-1.3	-1.8	0.0	0.0	0.0

자료: 팔아비스 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	453	494	666	695
현금및현금성자산	236	143	192	341	411
매출채권 및 기타채권	51	63	63	91	57
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	296	247	240	234	227
비유동자산	630	690	658	627	598
유형자산	194	189	177	167	157
관계기업투자금	48	41	28	16	4
기타비유동자산	387	460	452	444	437
자산총계	1,213	1,143	1,152	1,293	1,293
유동부채	316	133	134	134	135
매입채무 및 기타채무	45	43	43	43	43
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	163	5	6	7	7
기타유동부채	108	85	85	85	85
비유동부채	172	204	214	224	234
차입금	70	81	91	102	112
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	102	122	122	122	122
부채총계	488	337	348	358	369
자본부분	725	806	804	935	924
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	245	245	245
이익잉여금	498	559	531	662	651
기타자본변동	0	21	21	21	21
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	804	935	924
순차입금	-268	-272	-303	-435	-487

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	32	-5	-91	36	-44
당기순이익	15	60	-27	130	-10
비현금항목의 가감	18	-26	-42	-1	-39
감가상각비	26	25	23	21	19
외환손익	4	-19	-11	-11	-11
자본법평가손익	6	4	0	0	0
기타	-18	-37	-53	-10	-47
자산부채의 증감	8	-34	-30	-59	3
기타현금흐름	-9	-5	8	-35	3
투자활동 현금흐름	134	56	16	16	16
투자자산	157	11	12	12	12
유형자산	-9	-3	-3	-3	-3
기타	-13	48	7	7	6
재무활동 현금흐름	-90	-152	32	6	6
단기차입금	-6	0	0	0	0
사채	0	-147	-1	-1	-1
장기차입금	5	11	11	11	11
유상증자	0	0	26	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-88	-16	-4	-4	-4
현금의 증감	76	-93	49	150	70
기초 현금	160	236	143	192	341
기말 현금	236	143	192	341	411
NOPLAT	-11	-10	-28	106	-35
FCF	41	12	-9	123	-19

[Compliance Notice]

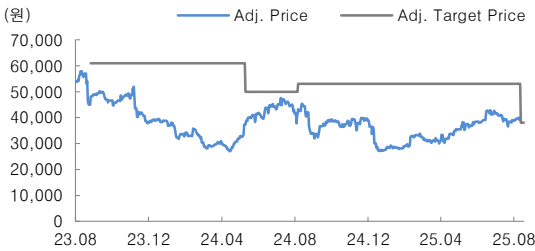
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

펠어비스(263750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.14	25.08.11	25.02.11	25.02.08	24.09.24	24.08.25
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	38,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000
과다율(평균%)		(26.23)	(31.96)	(41.60)	(33.73)	(28.90)
과다율(최대/최소%)		(26.23)	(18.96)	(38.68)	(14.43)	(14.43)
제시일자	24.08.08	24.06.29	24.05.12	24.02.28	23.12.02	23.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	53,000	50,000	50,000	61,000	61,000	61,000
과다율(평균%)	(18.90)	(14.26)	(20.31)	(51.01)	(32.30)	(24.17)
과다율(최대/최소%)	(14.43)	(4.80)	(18.00)	(38.85)	(14.92)	(14.92)
제시일자	23.08.28					
투자의견	Buy					
목표주가	61,000					
과다율(평균%)	(21.01)					
과다율(최대/최소%)	(14.92)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250811)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상