

인터넷/게임

펄어비스 263750

붉은사막 타임라인 신뢰성에 대한 우려로 변동성 구간 돌입

Aug 14 2025

Trading Buy

하향

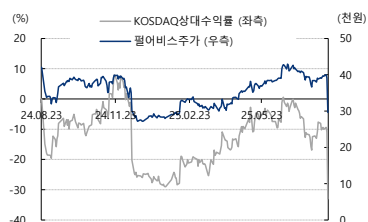
TP 39,000 원

하향

Company Data

현재가(08/13)	29,650 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	45,350 원
52 주 최저가(보통주)	27,150 원
KOSPI (08/13)	3,224.37p
KOSDAQ (08/13)	814.10p
자본금	66 억원
시가총액	19,049 억원
발행주식수(보통주)	6,425 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.7 만주
평균거래대금(60 일)	89 억원
외국인지분(보통주)	6.66%
주요주주	
김대일 외 10 인	37.34%
서용수	5.23%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-27.7	-10.0	-33.6
상대주가	-28.9	-17.2	-37.6

2Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회

펄어비스 2Q25 매출은 796억원(YoY -2.7%, QoQ -4.9%), 영업이익(손실)은 -118억원(YoY, QoQ 적자지속)을 기록해 시장 예상치(매출 810억원, 이익 -96억원) 하회. 매출은 이브 IP 매출 YoY +12.0% 증가한 가운데 검은사막 IP 매출이 -8.5% 감소하면서 791억 원 기록. 비용 항목별로 인건비는 472억원(YoY -3.8%, QoQ +1.5%), 광고선전비는 팩스 이스트, 서머 게임 페스트 등 통한 붉은 사막 마케팅 집행으로 105억원 (YoY +43.9%, QoQ +43.9%) 집행.

투자의견 Trading Buy 하향 & 목표주가 39,000원으로 하향

투자의견 Trading Buy로 하향, 목표주가는 39,000원(종전 51,000원)으로 -23.5% 하향. 목표주가 하향은 기준연도를 2026년으로 변경하고, 붉은사막 출시 분기를 1Q26으로 가정한 2026년 지배주주순이익 추정치 1,206억원 및 글로벌 게임사(EA, Nexon, Konami, Capcom) 26F PER 평균을 10% 할인한 20.7배를 적용한 결과. 할인을 적용은 타임라인 신뢰도 저하를 반영함.

동사는 기존에 '붉은사막'(오픈월드 액션 어드벤처)의 출시 목표일을 4Q25로 지정하고 2Q25 팩스이스트, 서머 게임 페스트 등에 참가하였고 3Q25에도 다수의 글로벌 게임쇼(빌리빌리, 차이나조이, 게임스컴, 팩스웨스트, 도쿄게임쇼)에 참가하였으나 이번 실적발표에서 오프라인 유통, 콘솔 인증 등 협업 스케줄을 이유로 출시일을 1Q26으로 재차 연기.

동사의 영업이익 및 순이익은 적자를 기록하고 있는 만큼 동사 밸류에이션에 있어 붉은사막의 중요성은 절대적. 수년간 출시일이 미뤄졌던 만큼 동사가 제시한 출시 일정에 대한 신뢰도가 다소 낮아졌다고 판단해 투자의견을 Trading Buy로 하향함.

다만 실적발표 컨퍼런스콜에서 내부적으로는 출시 일자를 확정했다고 밝혔고 실제로 게임쇼 시연 등을 통해 관심도를 높이고 있는 만큼, 정확한 일자를 외부적으로 공개할 경우에 주가는 반등 가능하다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	333	342	333	602	468
YoY(%)	-13.5	2.7	-2.9	81.0	-22.3
영업이익(십억원)	-16	-12	-32	143	91
OP 마진(%)	-4.8	-3.5	-9.6	23.8	19.4
순이익(십억원)	15	60	-31	121	80
EPS(원)	237	939	-475	1,877	1,241
YoY(%)	흑전	296.8	적전	흑전	-33.9
PER(배)	163.7	29.5	-62.4	15.8	23.9
PCR(배)	74.7	52.3	-32.0	25.9	68.0
PBR(배)	3.4	2.2	2.5	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	229.1	116.9	-179.2	9.4	13.1
ROE(%)	2.1	7.9	-3.9	14.4	8.5



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovst.com

[도표 1] 필어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	83.7	79.6	83.3	86.0	245.8	140.9	112.8	102.5	333.5	342.4	332.5	602.0
성장률(YoY %)	-2.1%	-2.7%	4.8%	-10.2%	193.7%	77.1%	35.4%	19.2%	-13.6%	2.7%	-2.9%	81.0%
검은사막 IP	63.0	56.0	59.7	62.4	57.5	55.7	60.2	62.6	260.5	255.8	241.1	236.0
EVE IP	20.5	24.2	24.2	24.2	23.7	23.2	22.8	22.3	73.0	82.1	93.1	92.0
붉은사막	-	-	-	-	165.3	62.6	30.5	18.3	-	-	-	276.7
영업비용	88.9	91.3	92.4	91.6	154.3	108.7	97.9	98.1	349.8	354.5	364.3	459.0
인건비	49.0	47.2	47.4	51.5	50.7	48.1	48.3	52.5	175.2	182.1	195.1	199.6
지급수수료	17.3	18.1	17.0	14.7	63.1	31.9	23.3	20.2	69.1	71.0	67.1	138.4
광고선전비	7.3	10.5	11.7	9.5	24.6	12.7	10.1	9.2	31.8	33.6	38.9	56.6
주식보상비용	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D&A	6.3	6.1	6.1	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	26.0	25.2	24.8	25.5
기타비용	9.0	9.5	10.2	9.7	9.6	9.7	9.8	9.7	47.8	42.6	38.4	38.9
영업이익	-	5.2	-	11.8	-	9.1	-	5.6	91.5	32.2	14.8	4.4
성장률(YoY %)	적자전환	적자지속	적자지속	-338.0%	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자전환	적자전환	적자지속	흑자전환	-550.3%
OPM(%)	-6.3%	-14.8%	-11.0%	-6.5%	37.2%	22.9%	13.1%	4.3%	-4.9%	-3.5%	-9.5%	23.8%
순이익	0.5	-	22.7	-	4.9	-	3.4	74.4	28.4	13.6	4.2	15.4
NPM(%)	-6.3%	-14.8%	-11.0%	-6.5%	30.3%	20.1%	12.0%	4.1%	4.6%	17.8%	-9.2%	20.0%

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 필어비스 Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	120.6	Electronic Arts, Nexon, Konami, Capcom 26F PER 평균 10% 할인
target PER	20.7	
적정시가총액	2,496	
발행주식수	64,248	
적정주가	38,856	
목표주가	39,000	
현재주가	29,450	
상승여력	32%	

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

[필어비스 263750]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	333	342	333	602	468
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	333	602	468
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	350	355	364	459	377
영업이익	-16	-12	-32	143	91
영업이익률 (%)	-4.9	-3.6	-9.5	23.8	19.4
EBITDA	10	13	-9	164	110
EBITDA Margin (%)	2.9	3.8	-2.8	27.2	23.4
영업외손익	38	90	-9	12	12
관계기업손익	-6	-4	-2	-2	-2
금융수익	57	84	19	19	19
금융비용	-32	-14	-44	-24	-24
기타	20	25	19	19	19
법인세비용차감전순이익	22	78	-40	155	102
법인세비용	7	17	-10	34	22
계속사업순이익	15	60	-31	121	80
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	60	-31	121	80
당기순이익률 (%)	4.6	17.6	-9.2	20.0	17.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	15	60	-31	121	80
지배순이익률 (%)	4.6	17.6	-9.2	20.0	17.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	18	18	18	18
포괄순이익	18	78	-13	138	98
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	18	78	-13	138	98

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	32	-5	-91	21	32
당기순이익	15	60	-31	121	80
비현금항목의 가감	18	-26	-52	-19	-41
감가상각비	17	16	14	13	12
외환손익	4	-19	-11	-11	-11
자본법평가손익	6	4	2	2	2
기타	-9	-28	-57	-23	-44
자산부채의 증감	8	-34	-30	-67	-13
기타현금흐름	-9	-5	21	-14	6
투자활동 현금흐름	134	56	47	41	36
투자자산	156	11	12	12	12
유형자산	-9	-3	0	0	0
기타	-13	49	35	29	24
재무활동 현금흐름	-90	-152	1	-141	-141
단기차입금	-6	0	0	0	0
사채	0	-147	-147	-147	-147
장기차입금	5	11	11	11	11
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-88	-16	137	-5	-5
현금의 증감	76	-93	36	-4	-4
기초 현금	160	236	143	179	175
기말 현금	236	143	179	175	172
NOPLAT	-11	-10	-24	112	71
FCF	14	-22	-31	65	76

자료: 필어비스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	453	460	475	447
현금및현금성자산	236	143	179	175	172
매출채권 및 기타채권	51	63	71	120	121
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	296	247	210	179	154
비유동자산	630	690	659	630	603
유형자산	194	189	174	161	149
관계기업투자금	48	41	33	25	16
기타금융자산	119	172	172	172	172
기타비유동자산	268	288	280	272	265
자산총계	1,213	1,143	1,119	1,105	1,050
유동부채	316	133	275	275	275
매입채무 및 기타채무	45	43	43	43	43
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	163	5	147	147	147
기타유동부채	108	85	85	85	85
비유동부채	172	204	69	-66	-201
차입금	70	81	92	104	115
사채	0	0	-147	-294	-441
기타비유동부채	102	122	123	125	126
부채총계	488	337	344	209	74
지배자분	725	806	775	896	976
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
이익잉여금	498	559	528	649	728
기타자본변동	-32	-29	-29	-29	-29
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	775	896	976
총차입금	248	102	109	-26	-160

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

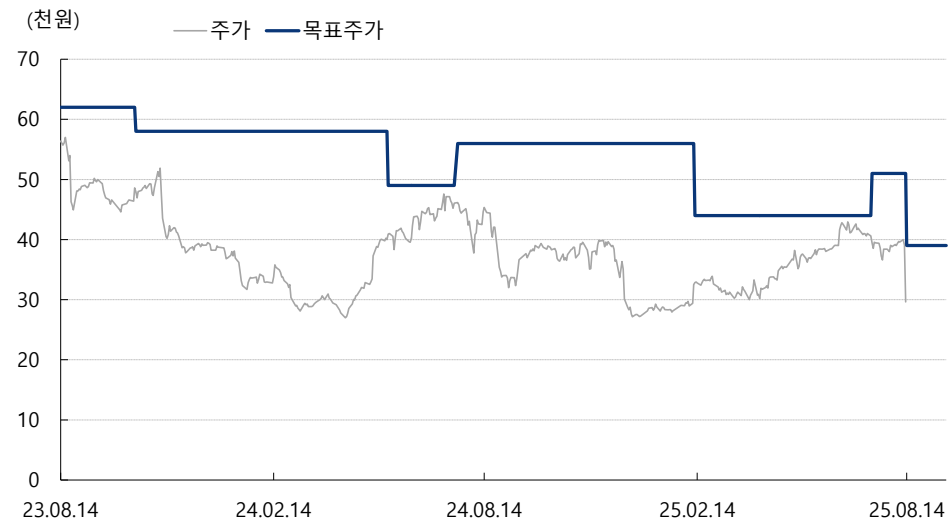
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	237	939	-475	1,877	1,241
PER	163.7	29.5	-62.4	15.8	23.9
BPS	11,284	12,545	12,070	13,947	15,187
PBR	3.4	2.2	2.5	2.1	2.0
EBITDAPS	151	201	-143	2,547	1,705
EV/EBITDA	229.1	116.9	-179.2	9.4	13.1
SPS	5,191	5,329	5,175	9,369	7,280
PSR	7.5	5.2	5.7	3.2	4.1
CFPS	218	-336	-485	1,017	1,189
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-13.5	2.7	-2.9	81.0	-22.3
영업이익 증가율	적 전	적 지	적 지	흑 전	-36.6
순이익 증가율	흑 전	296.8	적 전	흑 전	-33.9
수익성					
ROIC	-3.2	-2.6	-6.3	28.8	18.0
ROA	1.2	5.1	-2.7	10.8	7.4
ROE	2.1	7.9	-3.9	14.4	8.5
안정성					
부채비율	67.3	41.8	44.3	23.3	7.6
순차입금비율	20.4	9.0	9.8	-2.3	-15.3
이자보상배율	-1.3	-1.8	-4.4	-76.8	-8.2

펠어비스 최근 2년간 목표주가 변동추이



펠어비스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	72,000	(22.22)	(17.46)	2024.07.23	매수	56,000	(56.28)	(22.40)
2022.08.12	매수	72,000	(46.20)	(23.29)	2025.02.12	매수	44,000	(23.86)	(2.44)
2022.11.10	매수	50,000	(14.44)	(7.53)	2025.07.15	매수	51,000	(32.72)	(27.50)
2023.01.30	매수	51,000	(9.22)	(5.15)	2025.08.14	Trading Buy	39,000		
2023.02.15	Trading Buy	51,000	(12.90)	(7.65)					
2023.04.25	Trading Buy	47,000	(3.48)	(17.02)					
2023.07.17	Trading Buy	59,000	(5.85)	(1.37)					
2023.08.11	Trading Buy	62,000	(26.45)	(7.08)					
2023.10.18	Trading Buy	58,000	(20.05)	(17.65)					
2023.11.06	Trading Buy	58,000	(66.50)	(11.75)					
2024.05.23	Trading Buy	49,000	(13.14)	(2.94)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과이익 예상되거나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하