

펠어비스 263750

조롱을 환호로 바꿀 것

4Q25 Review: 붉은사막 본격적인 마케팅 강화 예정, 도깨비 2년 내 목표

펠어비스 4Q25 실적은 매출액 955억원(QoQ-10.6%), 영업이익 -84억원(QoQ 적전) 기록하며 컨센서스에 부합했다. 신작부재기간 길어지며 매분기 비슷한 실적 시현 중이다. 실적 특이사항은 없다. 27년에는 붉은사막 DLC 혹은 멀티플레이 확장이 가능하며, 28년 목표로 도깨비 개발하고 있음도 알렸다.

초기 지표는 부진한 편, 결국 게임으로 증명해야

붉은사막(3/20출시)은 현재 스팀 위시리스트 14위, PS스토어 미국 위시리스트 5위(1위 MLB 더쇼26, 2위 레지던트 이블), 에픽스토어 위시리스트 14위(2위 넷마블 몬길) 기록하고 있고 위시리스트 200만명 돌파했다. 스팀/에픽 위시리스트는 부진하지만 PS 위시리스트는 무난하다. 신규IP, 잘못된 마케팅 전략(최초 영상공개가 너무 빨랐음), 사실상 무명에 가까운 퍼블리셔 글로벌 인지도로 신뢰도가 낮으며 초기 관심 집중 어렵다. 소비자들은 증명되지 않은 게임사의 게임에 사전구매 진행하는 경향이 적다. CDPR의 사이버펑크에 많은 유저들이 예약구매한 것도 위쳐3로 증명된 CDPR의 개발역량을 믿었기 때문이다. IGN도 이게 그대로 구현된다는 걸 믿을 수 없다(Too good to be true)고 꼬집은 바 있다. CDPR게임이면 이런 멘트가 없었을 것이다. 반대로 말하면, 증명하면 해결된다.

붉은사막: 출시 전 지표보다 출시 후 지표(평가)가 더 중요할 수 있음

출시 전까지 마케팅활동을 강화할 예정이다. 사전지표 또한 마케팅이 강화되면서 점진적인 상승이 기대된다. 투자자와 게이머가 궁금한 것은 실제 게임이 재밌을지, 그리고 판매량이 어떨지에 대한 것이다. 현재 지표를 가지고 숫자로만 판단하면 냉정히 컨센서스 충족 어렵다. 그러나 모든 판매량이 스팀 위시리스트로직대로 움직이는 것은 아니다. 언제나 소수지만 반례가 존재한다. 예를들어 작년 GOTY 수상하고 반년만에 500만장 판매한 33원정대도 출시 전 위시리스트 100만에 불과했다. 해당게임들의 특징은 모두 당시 기준 퍼블리셔(개발사) 인지도가 낮았으며 게임 출시 직후 후행적으로 입소문을 통한 흥행이 되었다는 점이다. 붉은사막이 해당 게임들과 유사한 경로를 갈 것이라는 말은 아니다.(다음장에..)

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	333	342	366	791	706
영업이익	-16	-12	-15	303	193
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	38.2	27.3
세전이익	22	78	-8	363	289
지배주주지분순이익	15	60	-8	268	217
EPS(원)	237	939	-124	4,363	3,529
증감률(%)	흑전	296.8	적전	흑전	-19.1
ROE(%)	2.1	7.9	-1.0	29.8	19.0
PER(배)	163.7	29.5	-430.8	12.3	15.2
PBR(배)	3.4	2.2	4.5	3.3	2.8
EV/EBITDA(배)	229.8	117.1	343.7	9.0	12.6

자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2026.02.13

매수

목표주가(상향)	65,000원
현재주가(02/12)	53,500원
상승여력	21.5%

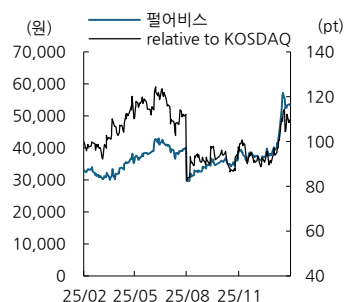
Stock Data

KOSDAQ	1,126.0pt
시가총액(보통주)	3,437십억원
발행주식수	64,248천주
액면가	100원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	287천주
60일 평균거래대금	13,131백만원
외국인 지분율	4.8%
52주 최고가	59,500원
52주 최저가	28,750원
주요주주	
김대일(위 11인)	37.2%
자사주(위 1인)	4.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	36.8	18.3
3M	37.5	13.3
6M	36.8	-2.7

주가차트



**필어비스 FY26
매출액 7,912억원
영업이익 3,025억원으로
상향**

그러나 붉은사막이 정말 엄청난 퀄리티와 볼륨, 그리고 대중성을 보여준다면 후속판 매량이 크게 붙을 수 있다. 현재까지 공개된 영상으로 볼 때 볼륨만은 역대 글로벌 게임 중 TOP임은 확실해 보인다.

우리는 붉은사막의 추정치를 호의적으로 반영해 필어비스 FY26 연간 매출액 7,912억원, 영업이익 3,025억원으로 상향한다. 실적 추정 상향은 붉은사막 디럭스 에디션 (79.9\$) 판매 호조와 환율 상승에 따른 ASP 상향조정(기존9.2→10만원), 프리뷰 영상 및 최근 공개영상 평가에 따른 판매량 추가 상향, 현재 위시리스트 순위 감안한 오프라인-콘솔-PC 판매비중 조정(오프라인/PC 비중 하향, 콘솔 상향)에 따른 영업 이익률 가정 변화에 따른다.

**출시 전 메타스코어 공개
가능성도 있어 주목**

리뷰용 카피가 메타스코어 리뷰어들에게 출시 전 선전달 될 것이다. 게임마다 다르지만 메타스코어 엠바고(메타스코어 점수공개)가 출시 전에 풀릴 가능성도 있다. 우리의 시나리오가 working 하기 위해서는 붉은사막이 퀄리티적으로 훌륭한 게임이어야 한다. 따라서 투자적 관점에서는 메타스코어, 출시 직후 주요 게임 인플루언서 및 유저들의 실제 평가에 면밀히 주목할 필요가 있다. 좋은 평가가 나온다면 구매가 후행적으로 이어질 가능성 매우 높다. 앞서 언급했듯이 필어비스는 아직 증명하지 못한 회사기 때문이다.

**TP6.5만원 상향
실적 상향과 향후 출시
가시성 확보에 따른 것**

목표주가를 6.5만원으로 상향한다. 이는 26년 실적 추정치 상향과 27년 DLC 및 멀티플레이, 28년 도깨비(회사 목표) 출시언급으로 향후 재무실적에 대한 가시성이 확보되었기 때문이다.

물론 회사 전적을 생각하면 도깨비를 2년 내에 출시하겠다는 말은 신뢰성이 떨어진 다. 그러나 오랜 개발기간 동안 개발 결과물이 많이 쌓였기 때문에 1년내 DLC 출시 및 멀티플레이 확장은 매우 가능성 높다고 판단한다.

**P/E는 적정 수준
확실한 밸류에이션 업사이드를 위해서는 우리의 추정
도 뛰어넘는 성과가 필요**

당사 추정기준 '26 P/E는 14.6배로 게임주 적정 P/E 수준이다. 많지 않은 컨센서스 기준으로는 P/E 20배 상회한다. 결국 확실한 밸류에이션 업사이드를 위해서는 호의적인 추정이 가정된 당사의 수치도 뛰어넘는 흥행이 필요하다. 우리는 마지막까지 위시리스트 사전지표, 인터뷰, 유저반응을 확인할 것이다. 출시 전 모든 요소를 종합적으로 고려해 최종적으로 우리 추정치가 변화할 수 있음을 고지한다.

표1 펠어비스 실적전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	83.7	79.6	106.8	95.5	170.2	281.3	177.8	161.9	342.4	365.6	791.2
영업비용	88.9	91.3	96.2	103.9	126.5	131.6	113.0	117.6	354.4	380.4	488.7
인건비	49.0	47.2	46.8	50.7	51.5	52.2	54.1	60.2	182.1	193.7	218.0
자급수수료	17.3	18.1	20.9	19.2	28.2	48.8	31.2	28.5	70.9	75.5	136.7
마케팅비	7.3	10.5	13.6	12.3	25.1	14.1	9.2	11.5	33.6	43.7	65.5
D&A	6.3	6.1	5.8	5.9	5.5	5.4	5.3	5.2	25.2	24.1	21.4
기타	9.0	9.5	9.1	15.8	16.2	11.1	13.2	12.2	42.6	43.3	52.7
영업이익	-5.2	-11.7	10.6	-8.4	43.7	149.8	64.8	44.3	-12.0	-14.8	302.5
OPM	-6%	-15%	10%	-9%	26%	53%	36%	27%			38.2%
지배순이익	0.5	-22.7	29.0	-14.4	35.6	126.2	83.9	22.2	60.3	-7.6	268.0
NPM	1%		27%	-15%	21%	45%	47%	14%	18%		33.9%

자료: DS투자증권 리서치센터

표2 펠어비스 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	268	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	4,363	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	15	불확실한 신작일정 고려 게임주 Historical 3개년 PER 하단 적용
목표주가	(원)	65,000	적정주가 65,445원에서 백단위 버림
현재주가	(원)	53,500	2/12 종가 기준
Upside	(%)	21.5	2/12 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

**결국 실제 유저들의
평가가 가장 중요**

24년 독일 게임스컴 붉은사막 데모, 25년 일본 도쿄게임쇼 붉은사막 데모, 25년 한국 지스타 붉은사막 데모로 3번의 플레이를 해본 경험이 있다. 데모버전으로는 24년, 25년 두가지 버전을 플레이 해본 셈이다. 펠어비스는 '24년 데모에서는 3종의 보스전을 시연했고, '25년 데모에서는 초기 스토리 요소 포함한 버전을 선보인 바 있다. 해당 데모에서 당시 플레이 해본 소감으로는 조작이 지나치게 복잡하고 난이도가 높다는 점이였다. 회사의 말에 따르면, 복잡한 조작과 높은 난이도는 듀토리얼을 건너뛰었기 때문이며, 차근차근 플레이 할 시 복잡한 조작으로 와닿지 않는다고 한다. 그 외 그래픽 및 게임의 볼륨은 탭티어 게임 수준을 보여주었다. 물론 시연 당 30분만 플레이할 수 있어 오픈월드 RPG 게임을 전반적으로 체험하기는 전반적으로 역부족이었다. 따라서 우리의 의견보다는 리뷰카피 획득해 장시간 게임 플레이 할 게임 인플루언서들의 의견이 더 중요하다.

지나치게 매니악해 대중성을 잃을 수 있다는 점이 게임에 대해 우리가 가장 우려하는 지점임을 알린다. 최근 회사인터뷰 및 리뷰영상으로 보면 해당부분이 많이 개선된 것으로 보이니 출시 전까지 확인 할 방법은 없다. 물론 최근 인터뷰 및 영상내용 보면 25년 데모 시연버전에 비해서도 게임이 많은 업그레이드와 업데이트를 거친 것으로 보인다.

표3 프리뷰 영상 주요 내용.. 마케팅은 이제 시작일 뿐

영상	핵심 공개 내용
1 편	오픈월드 콘텐츠 중심의 공개: 파이월 5개 지역 공개, 용병단 설정, 다수 캐릭터 구조, 어비스 파편 성장 시스템, 로봇 등 다양한 세계관 소개
2 편	전투요소 중심의 공개: 무기 획득 루트, 콤보 구성, 보스 보상시그니처 스킬, 강화 재료 구조
3 편	생활 콘텐츠 중심의 공개: 화색갈기 캠프 운영, 동료 파견, 커스터마이징, NPC 반응 등 수배 시스템 공개

자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터

그림1 프리뷰 3편 - 파이월에서의 삶



자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터

그림2 중간중간 매우 인상적인 전투 장면이 있음..



자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터

표4 오픈월드 게임 판매량 목록...상방은 크게 열려있음.. 우리는 마지막까지 지표를 확인하고 최종적으로 실적추정을 변경할 예정

게임	플레이타임(시간)	판매량(만장)	출시년도	게임사	플랫폼
붉은사막	40~300 추정		2026	필어비스	PC/콘솔
GTA5	32~200	22,000	2013	락스타게임즈	PC/콘솔
레드데드리뎀션 2	50~180	7,900	2018	락스타게임즈	PC/콘솔
위쳐 3	50~174	5,000	2015	CD 프로젝트	PC/콘솔
젤다의전설:야습	50~193	3,400	2017	닌텐도	닌텐도
젤다의전설:왕눈	59~248	2,240	2023	닌텐도	닌텐도
사이버펑크 2077	25~105	3,500	2020	CD 프로젝트	PC/콘솔
호그와트 레거시	27~70	4,000	2023	아발란체	PC/콘솔
엘든링	60~133	3,000	2022	프롬	PC/콘솔
호라이즌 제로던	22~61	2,000	2017	소니	PS
호라이즌 포비든웨스트	29~90	840(23 발표)	2022	소니	PS/추후 PC
어쌔신크리드:발할라	61~146	1,500(추정)	2020	유비소프트	PC/콘솔
어쌔신크리드:오디세이	46~144	1,000	2018	유비소프트	PC/콘솔
어쌔신크리드:새도우즈	35~98	430(비공식)	2025	유비소프트	PC/콘솔
와치독스 2	20~47	1,000(추정)	2016	유비소프트	PC/콘솔
고스트오브 쓰시마	25~60	1,300	2020	소니	PS
고스트 오브 요테이	29~59	330(한달)	2025	소니	PS
킹덤 컴	41~130	1,000	2018	답실버	PC/콘솔
킹덤 컴 2	54~141	3 개월 300	2025	답실버	PC/콘솔
드래곤스 도그마 2	31~93	250(11 일)	2024	캡콤	PC/콘솔
파이널판타지 16	38~81	첫주 300	2023	스퀘어에닉스	PS
파이널판타지 7 리버스	48~165	비공개(부진)	2024	스퀘어에닉스	PS/추후 PC
스파이더맨 2	17~28	1,000, 하루 250	2023	인섬니악	PS
P의거짓	28~58	1 년 200	2023	네오위즈	PC/콘솔
스텔라블레이드	20~55	1 년 200	2024	시프트업	PS/추후 PC

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터

주:P의거짓,스텔라는 오픈월드 게임아님

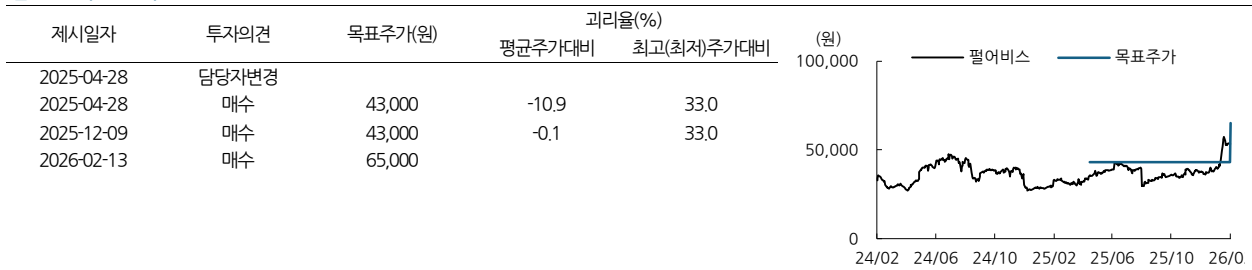
[필어비스 263750]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	453	393	701	936	매출액	333	342	366	791	706
현금 및 현금성자산	236	143	101	365	581	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	51	63	48	82	91	매출총이익	333	342	366	791	706
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	350	355	380	489	513
기타	296	247	243	253	263	영업이익	-16	-12	-15	303	193
비유동자산	630	690	687	683	679	(EBITDA)	10	13	9	326	215
관계기업투자등	167	212	229	239	248	금융손익	5	40	37	67	155
유형자산	194	189	177	169	162	이자비용	13	7	4	3	3
무형자산	227	248	230	222	214	관계기업등 투자손익	-6	12	-1	-1	-1
자산총계	1,213	1,143	1,080	1,383	1,615	기타영업외손익	39	38	-30	-6	-58
유동부채	316	133	129	161	172	세전계속사업이익	22	78	-8	363	289
매입채무 및 기타채무	45	43	41	70	77	계속사업법인세비용	7	17	-1	95	72
단기금융부채	163	5	5	5	5	계속사업이익	15	60	-8	268	217
기타유동부채	108	85	82	86	89	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	186	190	193	당기순이익	15	60	-8	268	217
장기금융부채	85	97	91	91	91	지배주주	15	60	-8	268	217
기타비유동부채	87	107	95	99	102	총포괄이익	18	78	-8	268	217
부채총계	488	337	315	350	365	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	725	806	765	1,033	1,250	영업이익률 (%)	-4.9	-3.6	-4.1	38.2	27.3
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	2.9	3.8	2.6	41.2	30.5
자본잉여금	220	220	220	220	220	당기순이익률 (%)	4.6	17.6	-2.1	33.9	30.7
이익잉여금	498	559	551	819	1,036	ROA (%)	1.2	5.1	-0.7	21.8	14.5
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.1	7.9	-1.0	29.8	19.0
자본총계	725	806	765	1,033	1,250	ROIC (%)	-2.8	-3.1	-3.4	73.0	50.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	32	-5	-14	292	244	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	15	60	-8	268	217	P/E	163.7	29.5	-430.8	12.3	15.2
비현금수익비용가감	18	-26	-23	27	26	P/B	3.4	2.2	4.5	3.3	2.8
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14	P/S	7.5	5.2	9.4	4.3	4.9
무형자산상각비	9	9	9	9	8	EV/EBITDA	229.8	117.1	343.7	9.0	12.6
기타현금수익비용	-8	-51	-70	4	-80	P/CF	74.7	52.3	n/a	11.6	14.1
영업활동 자산부채변동	8	-34	12	-3	1	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	1	-3	17	-34	-9	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-13.5	2.7	6.8	116.4	-10.8
매입채무 증가(감소)	0	0	-7	29	8	영업이익	적전	적지	적지	흑전	-36.2
기타자산 부채변동	7	-31	2	2	2	세전이익	흑전	250.7	적전	흑전	-20.3
투자활동 현금	134	56	-19	-28	-28	당기순이익	흑전	296.8	적전	흑전	-19.1
유형자산처분(취득)	-9	-3	-2	-7	-6	EPS	흑전	296.8	적전	흑전	-19.1
무형자산 감소(증가)	36	-1	-2	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	76	60	-14	-19	-20	부채비율	67.3	41.8	41.2	33.9	29.2
기타투자활동	32	0	-1	-2	-2	유동비율	184.5	340.4	305.1	436.2	544.8
재무활동 현금	-90	-152	-8	0	0	순차입금/자기자본(x)	-36.0	-33.4	-29.1	-48.0	-57.7
차입금의 증가(감소)	-90	-152	-29	0	0	영업이익/금융비용(x)	-1.3	-1.8	-3.7	88.9	56.7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	248	102	96	96	96
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-261	-270	-222	-496	-721
기타재무활동	0	0	21	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	76	-93	-42	264	216	EPS	237	939	-124	4,363	3,529
기초현금	160	236	143	101	365	BPS	11,284	12,545	11,909	16,080	19,453
기말현금	236	143	101	365	581	SPS	5,191	5,329	5,690	12,314	10,990
NOPLAT	-11	-10	-11	223	145	CFPS	519	530	-481	4,595	3,785
FCF	176	56	-37	264	216	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

펠어비스 (263750) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.