



한국IR협회의

기업리서치센터 기업분석 | 2025.09.24



코스닥글로벌상장법인

코스닥글로벌세그먼트

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

필어비스 (263750)

동 트기 전이 가장 어둡다

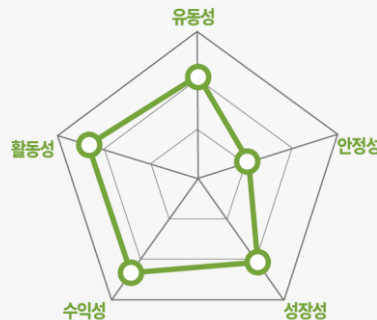
체크포인트

- 필어비스는 대작 IP '검은사막'을 보유한 게임사로 2024년 기준 사업영역은 온라인 71.8%, 모바일 21.2%, 콘솔 4.0%, 기타 3.1%로 구성
- 동사의 투자포인트는 1) 특화된 자체 게임엔진 보유, 2) 신작 출시를 통한 IP 다변화 기대
- 2021년 이후 현재까지 필어비스의 주가는 PBR band 2.2x ~ 12.7x 내에서 형성. 2025년 예상 실적 기준 현재 동사 주가의 밸류에이션은 PBR 2.9x로 역사적 PBR Band 하단에 위치. 최근 2분기 실적발표에서 '붉은사막' 출시가 2026년 1분기로 연기되며 주가는 하락세로 전환함

주가 및 주요이벤트

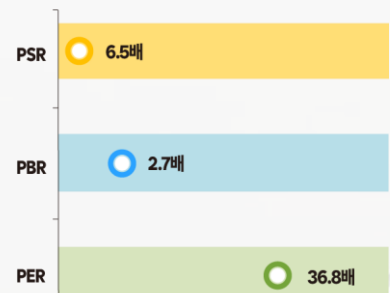


재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

국내 콘솔 게임 시장을 개척한 기업

펄어비스는 국내 장기 흥행 게임 '검은사막'을 보유한 국내 대표 게임 기업. 펄어비스의 2024년 매출은 96.9%가 게임 부문에서 발생하고 있으며, 온라인 71.8%, 모바일 21.2%, 콘솔 4.0%로 구성되어 있음. 게임 매출의 지역별 비중은 국내 18.6%, 아시아 27.2%, 북미·유럽 및 기타 지역 54.2%로 글로벌 의존도가 상대적으로 높으며, IP별로는 MMORPG 장르의 '검은사막'이 75.3%, Sci-Fi 장르인 '이브'가 24.7%를 차지함

자체 엔진 기반의 신작 '붉은사막' 2026년 1분기 출시 예정

동사는 설립 초기부터 자체 게임엔진 개발을 통해 기술 내재화를 추진. 자체 엔진 보유 시 1) 상용 엔진 대비 특정 장르에 최적화된 기능을 제공하고, 2) 외부 라이선스 비용이 발생하지 않으며, 3) 대규모 업데이트와 콘텐츠 확장에 용이하다는 장점이 있음. 자체 엔진을 기반으로 한 신작 '붉은사막'이 2026년 1분기 출시될 예정. 붉은사막은 PC·콘솔 플랫폼 오픈월드 액션 어드벤처 게임으로, 2025년 PAX East, Summer Game Fest, 게임스컴, 도쿄게임쇼 2025 등 주요 게임쇼에 참가하며 마케팅을 확대하고 있음

2025년에도 부진한 실적이 이어질 것으로 전망

2025년 연간 영업실적은 매출액 3,237억원(-5.5%, yoy), 영업손실 390억원(적자확대, yoy)으로 전망. 플랫폼 별 매출액은 온라인 2,717억원(+10.6%, yoy) 모바일 375억원(-48.3%, yoy), 콘솔 99억원(-27.1%, yoy)으로 모바일과 콘솔 매출 축소가 실적 전반을 제약할 것으로 예상되며 이익 부문에서는 붉은사막 관련 광고선전비 증가로 영업손실 폭 확대가 불가피할 것으로 전망. 다만 2026년 1분기 출시 예정인 '붉은사막' 패키지 판매가 본격화되면 외형 성장과 함께 수익성 개선의 전환점이 될 것으로 기대됨

Forecast earnings & Valuation

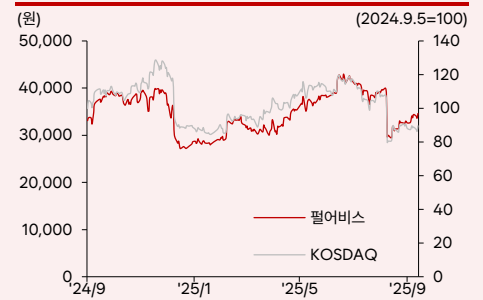
	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	4,038	3,857	3,335	3,424	3,237
YoY(%)	-17.4	-4.5	-13.5	2.7	-5.5
영업이익(억원)	430	164	-164	-123	-390
OP 마진(%)	10.6	4.2	-4.9	-3.6	-12.1
지배주주순이익(억원)	594	-430	152	603	-352
EPS(원)	897	-662	237	939	-548
YoY(%)	-41.9	적전	흑전	296.8	적전
PER(배)	154.1	N/A	163.7	29.5	N/A
PSR(배)	22.7	7.1	7.5	5.2	6.9
EV/EBITDA(배)	131.5	60.2	229.1	116.9	N/A
PBR(배)	12.7	3.9	3.4	2.2	2.9
ROE(%)	8.8	-6.1	2.1	7.9	-4.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/19)	34,700원
52주 최고가	42,950원
52주 최저가	27,150원
KOSDAQ (9/19)	863.11p
자본금	66억원
시가총액	22,294억원
액면가	100원
발행주식수	64백만주
일평균 거래량 (60일)	24만주
일평균 거래액 (60일)	84억원
외국인지분율	68.2%
주요주주	김대일 외 11인 37.5%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	14.0	-7.8
상대주가	-0.4	-2.5	-21.0

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶'글로벌 세그먼트'는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정된 기업



기업 개요

연혁 및 지배구조

‘검은사막’에 이어
‘붉은사막’으로 이어지는
대작 IP 성장 모멘텀

펄어비스는 2010년 설립된 글로벌 하이엔드 게임 스튜디오다. 대표작 ‘검은사막’은 자체 개발 엔진을 활용해 제작된 하이엔드 MMORPG(Massively Multiplayer Online Role-Playing Game, 다중 접속 역할 수행 게임)로, 2014년 말 국내 출시 당시 과금 의존도가 높은 P2W(Pay to Win) 중심 시장에서 Play to Win이라는 차별화된 모델을 제시하며 주목을 받았다. 출시 이후 ‘검은사막’은 IP를 기반으로 플랫폼과 서비스 지역을 꾸준히 확대하며 글로벌 흥행을 이어갔고, 현재는 전 세계적으로 인정받는 대표 MMORPG로 자리매김하였다. 또한 자체 퍼블리싱 전략을 통해 지속적으로 신속한 업데이트 체계를 구축하며 안정적인 라이브 서비스를 운영하고 있으며, 유저 친화적인 커뮤니티 관리와 사후 케어를 강화하여 유저 충성도를 높이고 게임의 수명 주기를 장기화하는 데 성공하였다.

2017년 코스닥 상장 이후, 펄어비스는 신규 IP 확보와 차세대 AI 기반 게임 엔진 Black Space 개발을 추진해왔다. 이 과정에서 고난도의 기술적 요구와 자체 엔진 적용에 따른 부담으로 차기작 ‘붉은사막’의 출시가 다소 지연되었으나, 현재 엔진 안정화가 상당 부분 진척되면서 2026년 초 출시를 앞두고 있다. ‘붉은사막’은 오픈월드 액션 어드벤처 장르로, 높은 자유도와 풍부한 콘텐츠 볼륨감을 특징으로 하며, 향후 펄어비스는 붉은사막 IP를 기반으로 한 확장을 통해 신성장 동력을 확보할 것으로 기대된다.

2025년 6월 말 기준, 펄어비스의 최대주주는 김대일 창립자 겸 이사회의장(36.7%)이며, 허진영 대표이사 외 10인을 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분율은 37.5%이다. 5% 이상 주요 주주는 서용수 전 사내이사(5.2%)로, 그래픽개발 총괄 업무를 담당하였으며, 2022년 3월 퇴임하였다. 이 외에 자기주식으로 4.4%를 보유하고 있다.

2025년 6월 말 기준, 펄어비스는 9개의 자회사와 손자회사 11개를 포함한 총 20개의 종속기업을 보유하고 있으며, 게임 소프트웨어 개발 및 게임 퍼블리싱·운영 서비스를 주요 사업으로 영위하고 있다. 반기보고서 기준, 주요 종속 기업은 펄어비스캐피탈(지분율 100%)과 Pearl Abyss Iceland ehf.(지분율 100%) 2곳이다.

펄어비스캐피탈은 2018년 설립된 신기술사업금융회사로, 게임 분야를 넘어 소프트웨어, 소비재, 반도체 등 다양한 투자 포트폴리오를 구축하고 있다. 과거 달바글로벌(코스피 상장), 포바이포(코스닥 상장), 플리토(코스닥 상장) 등에 투자하였으며, 최근에는 세금 환급 서비스 플랫폼 ‘삼짍삼’을 운영하는 자비스앤빌런즈 등이 투자 포트폴리오에 포함되어 있다. 2025년 상반기 누적 기준으로 매출액 5억원(-94.7%, yoy), 순손실 16억원(적자 전환, yoy)을 기록하였다.

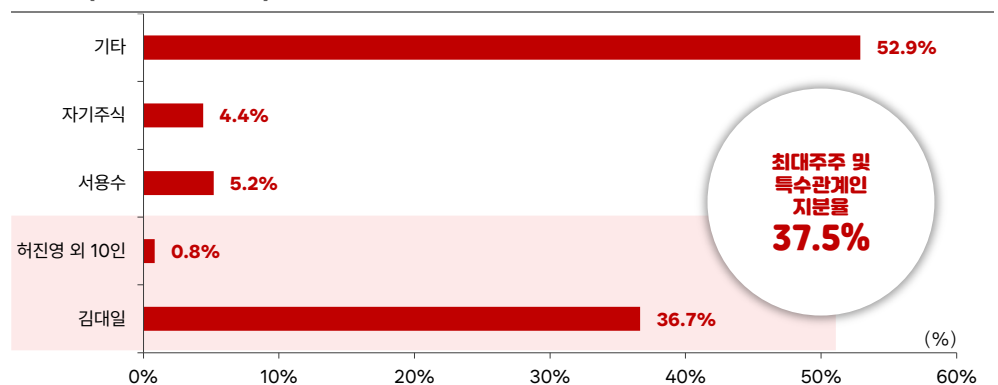
Pearl Abyss Iceland ehf.는 아이슬란드 소재의 투자 및 경영컨설팅 법인으로, 우주 공간을 배경으로 한 오픈월드 MMORPG ‘이브 온라인’을 개발한 CCP게임즈 등을 자회사로 보유하고 있다. 2025년 상반기 누적 기준, 매출액 446억원(-45.6%, yoy), 순손실 152억원(적자 축소, yoy)을 기록하였다.

연혁

2010~2016 설립 및 검은사막 정식 서비스 개시	2017~2019 검은사막 P 기반의 플랫폼 및 지역 확장	2020~ 신규 게임 및 게임 엔진 개발 본격화
2010 펄어비스 법인 설립 2012 검은사막 일본 퍼블리싱 계약 검은사막 국내 퍼블리싱 계약 2013 검은사막 러시아 퍼블리싱 계약 2014 검은사막 북미/유럽 퍼블리싱 계약 검은사막 국내 정식 서비스 2015 검은사막 일본 정식 서비스 검은사막 러시아 정식 서비스 2016 검은사막 북미/유럽 정식 서비스 PearlAbyss Taiwan Corp. 설립 검은사막 남미 퍼블리싱 계약	2017 검은사막 대만 정식 서비스 검은사막 남미 정식 서비스 PearlAbyss H.K. Limited 설립 PearlAbyss EU B.V. 설립 PearlAbyss SEA Pte. Ltd. 코스닥 상장 검은사막 타카(중동/아프리카) 정식 서비스 2018 검은사막 태국/동남아 정식 서비스 검은사막 모바일 국내 정식 서비스 검은사막 모바일 대만, 홍콩, 마카오 정식 서비스 펄어비스캐피탈 설립 Pearl Abyss JP Co., Ltd. 설립 Pearl Abyss America, Inc. 설립 Pearl Abyss Iceland ehf. 지분 취득 2019 검은사막 모바일 일본 정식 서비스 검은사막 X-BOX ONE 북미/유럽 정식 서비스 검은사막 PlayStation4 북미/유럽/한국/일본 등 아시아 8개국 정식 서비스 검은사막 모바일 글로벌 정식 서비스	2020 EVE Online 중국 서비스 새도우 아레나 글로벌 사전 출시 EVE Echoes 글로벌 서비스 2021 EVE Echoes 중국 서비스 2022 검은사막 모바일 중국 서비스 Pearl Abyss Iceland Investment ehf. 설립 피에이아트센터 설립 코스닥 글로벌세그먼트 편입 2024 검은사막 온라인 중국 서비스 2025 검은사막 모바일 중국 서비스 종료

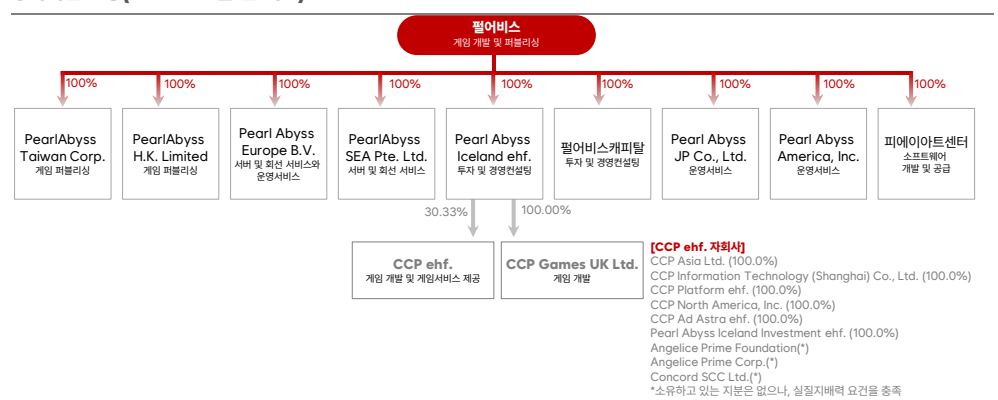
자료: 펄어비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 현황(2025년 6월 말 기준)



자료: 펄어비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속기업 현황(2025년 6월 말 기준)



자료: 펄어비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속기업 재무 현황(2025년 반기 기준)

(단위: 억원)

종속기업	1H25			
	자산총액	부채총액	매출액	반기순손익
PearlAbyss Taiwan Corp.	168	113	100	4
PearlAbyss H.K. Limited	442	415	334	1
Pearl Abyss Europe B.V.	129	35	57	0
PearlAbyss SEA Pte. Ltd.	50	1	4	1
펄어비스캐피탈	1,391	61	5	-16
Pearl Abyss JP Co., Ltd.	69	31	29	2
Pearl Abyss America, Inc.	125	43	88	4
Pearl Abyss Iceland ehf. (주 1)	2,919	1,850	446	-152
피에이아트센터	18	5	15	1

주1) Pearl Abyss Iceland ehf와 그 종속기업이 포함된 중간지배기업의 연결재무정보
자료: 펄어비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

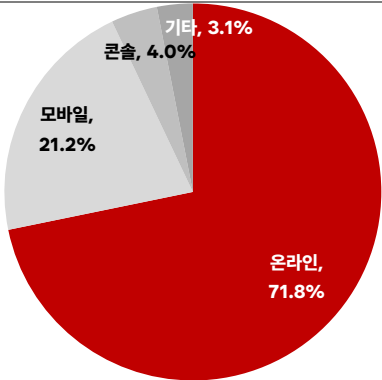
사업 현황

2024년 매출액 비중과
가격정책 및 과금모델

펄어비스의 2024년 매출은 96.9%가 게임 부문에서 발생하고 있으며, 온라인 71.8%, 모바일 21.2%, 콘솔 4.0%로 구성된다. 이 외 기타 3.1%는 펄어비스캐피탈(지분율 100%, 투자 및 경영컨설팅)과 피에이아트센터(지분율 100%, 소프트웨어 개발 및 공급)에서 발생한다. 게임 매출의 지역별 비중은 국내 18.6%, 아시아 27.2%, 북미·유럽 및 기타 지역 54.2%로 글로벌 의존도가 상대적으로 높다. IP별로는 MMORPG(Massively Multiplayer Online Role-Playing Game) '검은사막'이 75.3%, Sci-Fi (Science Fiction) 'EVE'가 24.7%를 차지한다.

온라인 게임의 과금 정책은 패키지 판매, 정액제, 정량제, 부분유료화로 구분된다. 패키지는 유료 다운로드 또는 CD/DVD 등 저장장치를 구매 방식이며, 정액제는 월 단위 과금, 정량제는 시간당 과금 모델이다. 부분유료화는 기본 플레이를 무료로 제공하되, 성장 편의성·외형·시간 단축 등 기능성 아이템을 유료로 판매하는 방식이다. '검은사막'은 고과금 중심의 전통적 MMORPG 구조와 달리 플레이 경험과 콘텐츠 선택의 다양성을 중시하며, 과금은 편의성과 외형, 보너스 제공 등 보조적 성격에 집중되어 있다. 각 플랫폼·지역별 특성에 따라 패키지 판매와 부분유료화를 혼합 적용하기도 하며, '이브 온라인(EVE Online)'과 '이브 에코즈(EVE Echoes)'는 부분유료화 모델을 채택하였다.

펄어비스 부문별 매출 비중 현황(2024년 기준)



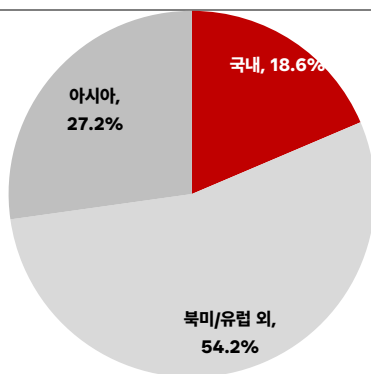
자료: 펄어비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

펄어비스 보유 게임 현황

IP	플랫폼	게임명	수익 모델	출사국가
검은 사막	온라인	검은사막	부분유료화	한국, 일본, 중국, 러시아
			패키지 판매 및 부분유료화	북미, 유럽(러시아 제외), 대만, 남미, 터키, 중동, 태국, 동남아
	모바일	검은사막 모바일	부분유료화	글로벌
	콘솔	검은사막 콘솔	패키지 판매 및 부분유료화	글로벌
EVE	온라인	EVE Online	부분유료화	글로벌, 중국
	모바일	EVE Echoes	부분유료화	글로벌, 중국

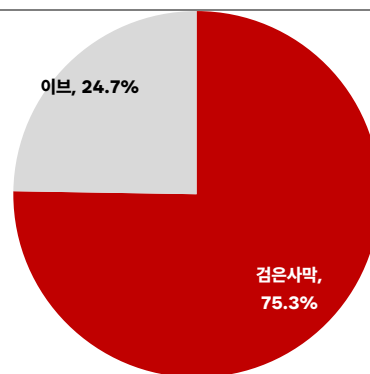
자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 게임 부문의 지역별 매출 비중 현황(2024년 기준)



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 게임 부문의 IP별 매출 비중 현황(2024년 기준)



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

검은사막 (오픈월드 MMORPG)

'검은사막'은 2014년 12월 한국에서 정식 서비스를 시작하였으며, 국내 OBT(Open Beta Test) 당시 회원가입 150만 명, PC방 RPG 1위(전체 4위), 최고 동시접속자 10만명을 기록하였다.

게임의 세계관은 고대 문명을 번영시켰으나 결국 몰락으로 이끈 '검은 돌'이라는 자원을 둘러싼 분쟁을 축으로 전개된다. 검은 돌은 칼페온과 발렌시아 왕국 사이에 있는 대사막에 다량 존재하는데, 칼페온은 검은 돌이 묻혔다고 해서 검은 사막이라고 부르며 자원을 쟁탈하기 위한 전쟁을 시작했고, 발렌시아 왕국은 이 전쟁으로 인해 사막에 많은 병사의 피를 흘려 붉은 사막이라고 부른다. 사막을 사이에 둔 칼페온과 발렌시아의 대립 속에서 플레이어는 고대의 비밀과 검은 돌의 진실을 추적한다.

서비스는 지역별로 차별화되어 있다. 한국과 일본은 펄어비스가 직접 서비스하며, 중국은 텐센트가 퍼블리싱을 맡고 있다. 대만·북미·유럽·터키·중동·태국·동남아·러시아·남미는 종속회사인 PearlAbyss Taiwan Corp. 및 PearlAbyss H.K. Limited를 통한 직접 서비스 체계로 운영되며, 일부 해외 지역은 스팀 플랫폼을 통한 직접 서비스가 병행된다. 또한 지역별 단일 월드 구조로 설계되어 서버 간 이동이 가능하다는 특징이 있다.

글로벌 확장은 단계적으로 진행되었다. 2016년 3월 북미·유럽 출시 당시 패키지 판매가 성공하며 출시 1개월 만에 유료 가입자 40만명, 동시접속자 10만명을 기록하였다. 2018년 8월에는 그래픽·사운드 리마스터를 글로벌 전역에 동시 적용해 일본을 포함한 주요 권역에서 복귀 유저가 크게 증가하였다. 2018년 11월 러시아 서비스를 직접 전환하며 첫 달 이용자와 매출이 두 배 이상 성장했고, 2019년 5월 한국도 직접 서비스로 전환되어 신규 및 복귀 유저가 증가하는

성과를 거두었다. 이어 2020년 4월 일본, 2021년 2월 북미/유럽, 2022년 6월 남미로 서비스 체계 전환을 이어갔으며, 2024년 10월에는 중국에서도 정식 서비스를 시작하였다.

검은사막 모바일
(오픈월드 MMORPG, Mobile)

'검은사막 모바일'은 동일한 IP 기반의 오픈월드 MMORPG라는 점에서 원작과 많은 공통점을 지니고 있다. 고퀄리티 그래픽과 높은 자유도를 특징으로 하며 PvE(Player vs Environment, 플레이어 vs 환경), PvP(Player vs Player, 플레이어 vs 플레이어), 생활 콘텐츠를 모두 제공하는 구조는 유사하다. 다만, PC·콘솔 기반의 '검은사막'이 심화된 전투·생활 시스템을 구현한 정통 MMORPG라면, 모바일 버전은 원작의 핵심을 모바일 환경에 맞게 재구성하여 조작 편의성과 접근성을 높이고, 모바일 라이프사이클에 적합한 콘텐츠로 최적화된 차이가 있다.

2018년 2월 한국 출시 당시 사전예약 500만명, 출시 5시간 만에 누적 다운로드 100만 건을 기록하였다. 2018년 8월 대만(사전예약 279만명), 2019년 2월 일본(사전예약 150만명)에서 성공적으로 안착하였고, 2019년 12월에는 북미·유럽을 포함한 150여 개국 글로벌 서비스로 확장하였다(사전예약 450만명, 북미·태국·싱가포르 사전 다운로드 1위 달성).

한국·대만·일본 지역은 동사가 직접 퍼블리싱(현지: PearlAbyss Taiwan Corp., Pearl Abyss JP Co., Ltd.), 글로벌 지역은 Pearl Abyss America, Inc. 및 Pearl Abyss Europe B.V.가 운영을 지원한다. 중국은 2022년 텐센트가 퍼블리싱하였으나 성과가 부진하여 2025년 1월 서비스가 최종 종료되었다.

검은사막 콘솔
(오픈월드 MMORPG)

2019년 3월 북미·유럽에 Xbox One 버전을 출시하여 첫 달 패키지 판매 24만장 이상, 누적 60만장을 기록하였다. 2019년 8월에는 북미·유럽과 한국·일본 등 아시아 지역에 PlayStation4 버전을 출시하여, 일본 PS 스토어 주간 랭킹 1위를 2주 연속 기록하고 출시 40일간 패키지 32만장을 판매했다. 출시 당일 서버는 11개에서 21개로 증설되었다. 2020년 3월에는 PS4와 Xbox One 간 크로스플레이를 도입하였고, 2025년 6월에는 차세대 콘솔 플랫폼 PlayStation5와 Xbox Series X/S 버전을 동시 출시하였다.

EVE Online
(MMORPG, Sci-Fi)

'이브 온라인'은 2003년 5월 글로벌 단일 서버 기반의 SF MMORPG로 출시되어 누적 가입자 4,000만명을 기록하였다. 2018년 10월 동사가 CCP게임을 인수하여 IP를 확보하였다. CCP가 글로벌 직접 서비스를 담당하며, 중국은 넷이즈가 2020년 4월부터 서비스를 시작하였다. 2019년 한국어, 2020년 일본어, 2023년 중국어 간체를 지원하며 아시아 유저 기반이 확대되었다. 이브 온라인은 2025년 2분기 프리랜서 임무와 신규 전함 등을 포함한 확장팩 Legion을 출시하고 게임 내 다양한 이벤트, 상품 구성을 변경하며 안정적인 성장세가 이어지고 있다.

EVE Echoes
(MMORPG, Sci-Fi, Mobile)

'EVE' IP의 모바일 확장작으로, 넷이즈가 개발·퍼블리싱을 담당한다. 2020년 8월 글로벌 서비스 개시 후 한 달 만에 신규 유저 200만명, 2021년 8월 중국 출시 당시 사전예약 590만명을 기록하고 애플 앱스토어 인기 순위 상위권에 오르며 안착하였다. 모바일 전용 튜토리얼과 콘텐츠를 제공하며 대규모 업데이트·이벤트로 장기 흥행을 이어가고 있다.

검은사막 스크린샷



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

이브온라인 스크린샷



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

글로벌 게임시장 현황 및 전망

글로벌 게임 산업 동향

PC·콘솔 강화와 모바일 성장 둔화

NEWZOO에 따르면 2025년 글로벌 게임 시장의 매출은 1,888억 달러로 전년 대비 +3.4% 성장할 것으로 전망된다. 플랫폼별 매출 구성은 모바일 55%(1,030억 달러), 콘솔 24%(459억 달러), PC 21%(399억 달러)이다. 모바일이 가장 큰 비중을 차지하고 있으나 성장률 측면에서는 콘솔과 PC가 상대적으로 더 높은 개선세를 보이고 있으며, 모바일은 과거 대비 둔화되는 흐름이 뚜렷하다. 2022년 ~ 2025년 연평균 성장률(CAGR)은 모바일 +2.7%, PC +4.1%, 콘솔 +2.0%였으나, 2025년 ~ 2028년 전망치는 콘솔 +4.7%, PC +3.3%, 모바일 +2.2%로 재편될 것으로 예상된다. 이는 시장 주도권이 단일 플랫폼에 집중되지 않고, 전통적 주류 플랫폼인 콘솔과 PC의 성장 모멘텀이 강화되는 구조적 변화를 의미한다.

한편, 전 세계 게이머 수는 2025년 35.8억명(+4.4%, yoy)으로 추정된다. 글로벌 인터넷 이용 인구 약 58억명 중 약 61.5%가 최소 한 개 이상의 플랫폼에서 게임을 즐기고 있다. 이 가운데 결제 이용자 수는 약 16억명(+4.9%, yoy)으로 전체 게이머의 44%를 차지하며, 결제 이용자 1인당 평균 지출액(ARPPU)은 약 119.7달러로 전망된다. 이용자 수 확대와 함께 개별 게이머의 지출 규모의 증가도 시장 성장을 견인하고 있다. 특히 결제 이용자의 성장률이 전체 게이머 수 성장률을 상회한다는 점은 향후 산업 성장이 신규 유저 확보뿐 아니라 기존 이용자 기반의 충성도 유지와 수익화 전략 강화에 달려 있음을 보여준다. 이러한 흐름 속에서 플랫폼별 성장 패턴은 변화하고 있으며, PC·콘솔·모바일 각각의 특징적 성장 요인과 부진 요인이 뚜렷하게 나타나고 있다.

1) PC 게임 시장

PC 게임 시장의 매출은 2025년 399억 달러(+2.5%, yoy)가 될 것으로 전망이다. 지역별로는 중동·아프리카가 전년 대비 +7.5%로 가장 빠른 성장세를 기록하고, 아시아·태평양 역시 +3.1%로 견조한 성장이 예상된다. 중동·아프리카 지역은 젊은 인구 비중이 높고 인터넷 보급률이 빠르게 확대되고 있으며, 사우디아라비아·UAE 등을 중심으로 한 정부 차원의 투자와 e스포츠 인프라 확충이 성장을 뒷받침하고 있다. 또한 글로벌 e스포츠 대회의 잇따른 개최로 PC 기반 게임 참여가 늘어나면서 시장 확대에 기여하고 있다. 중국에서는 스팀(Steam) 채택 확대, 2024년 하반기 액티비전 블리자드 타이틀 복귀(넷이즈와의 파트너십 재개), e스포츠 활성화 등이 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 2025년 상반기에는 몬스터 헌터 와일즈, 킹덤 컴: 딜리버런스, 어쌔신 크리드 새도우스 등 대형 신작 출시 효과도 매출을 뒷받침할 것으로 기대된다. 다만 2024년 흥행작인 팰월드와 헬다이버즈2가 여전히 강세를 보이며 신작 매출 확대를 제한하고 있고, 리그 오브 레전드·에이펙스 레전드 등 장기 서비스 게임은 매출 감소세를 기록하고 있다. 심즈4, 카운터 스트라이크2 등의 성장이 있었지만, 기존 게임의 하락분을 모두 상쇄하기에는 부족했다. 그럼에도 불구하고 중국 시장 회복, 중동·아프리카의 구조적 성장, 스팀 기반 글로벌 확산, e스포츠 활성화, 대작 신작 출시 등을 기반으로 2025년 ~ 2028년 동안 연평균 2.9%의 성장률이 전망된다.

2) 콘솔 게임 시장

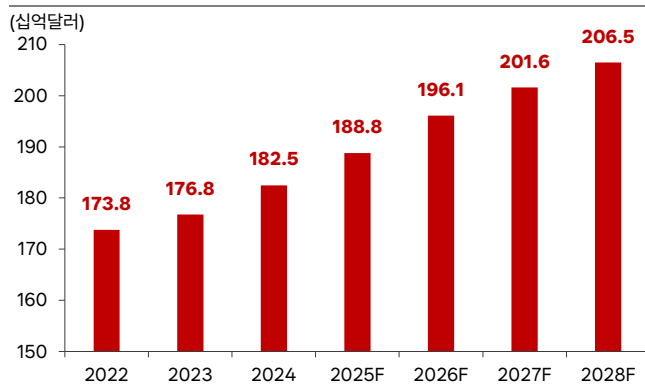
2025년 콘솔 게임 시장 규모는 459억 달러(+5.5%, yoy)이며, 2025년 ~ 2028년 예상 CAGR은 +4.7%로 플랫폼 중 가장 높은 성장률이 전망된다. 닌텐도 스위치2 출시가 하드웨어 교체 수요를 촉발했고, 2026년 예정된 GTA VI 발매는 플레이스테이션5 및 엑스박스 시리즈 업그레이드 수요를 견인할 가능성이 높다고 판단된다. 또한 마리오 카트 월드, Pokémon Legends: Z-A 등大作 신작 라인업과 소프트웨어 가격 인상 효과가 매출 성장에 기여할 것으로 예상된다. 지역별로는 일본을 중심으로 한 아시아-태평양과 북미 시장의 수요가 두드러지고 있으며, 유럽 일부 지역에서도 성장세가 나타나고 있다.

3) 모바일 게임 시장

모바일 게임 시장은 2025년 1,030억 달러(+2.9%, yoy)로, 전체 시장의 55%를 차지하고 있다. 그러나 성장률은 둔화되고 있으며, 2025년 ~ 2028년 CAGR은 +2.2%로 전망된다. 특히 아시아-태평양 지역의 성장률은 +1.5%에 그칠 것으로 예상된다. 성장 요인으로는 기존 흥행작들의 안정적인 매출 유지와 Roblox의 지속적 성장, Match & Merge(퍼즐 게임의 일종) 장르의 북미 중심 흥행, 신규 타이틀 출시 효과가 있다. Royal Match, Royal Kingdom, Gossip Harbor 등은 북미에서 높은 성과를 거두고 있으며, Delta Force Mobile, Once Human Mobile, VALORANT Mobile, 우마무스메 프리티 더비(영문판) 등 신작 라인업은 다운로드 확대와 이용자 참여를 이끌어낼 것으로 예상된다.

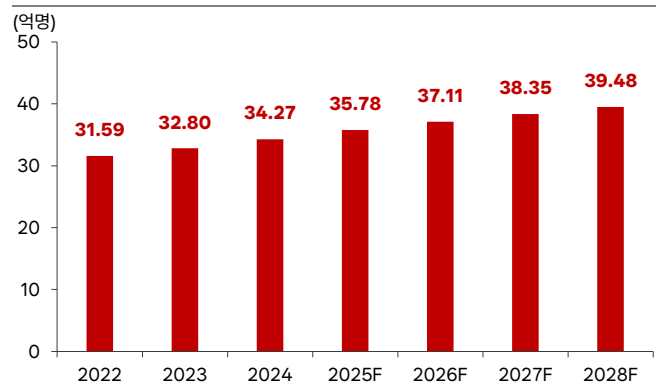
반면, 모바일 시장에서도 구조적 제약 요인이 나타나고 있다. 신작 공급 과잉과 앱스토어 내 콘텐츠 검색성 악화는 신규 게임의 흥행 가능성을 낮추고, 마케팅 및 유저 확보 비용을 상승시킨다. 또한 미국·유럽 시장은 성장세가 정체되고 있으며, 브라질·멕시코·프랑스 등 주요 지역에서는 iOS 점유율이 하락하고 있다. 중저가 안드로이드 기기의 보급 확산은 신규 이용자 유입에는 긍정적이지만, 고부가 소비층 기반의 매출 확대에는 한계 요인으로 작용하고 있다.

글로벌 게임 시장 매출 규모 전망



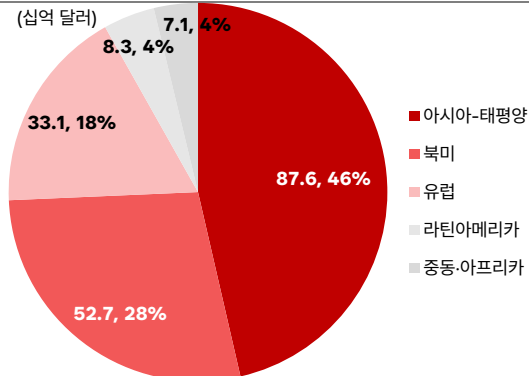
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 게이머 수 전망



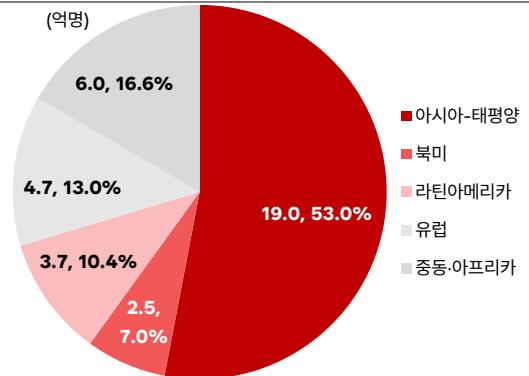
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 지역별 매출액 및 비중(2025년 기준)



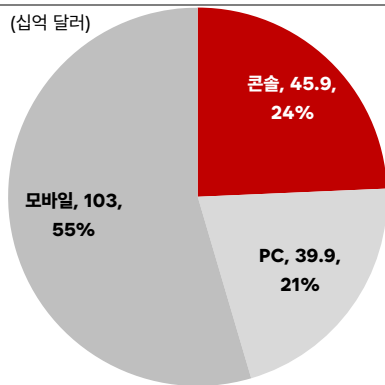
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 지역별 플레이어 수 및 비중(2025년 기준)



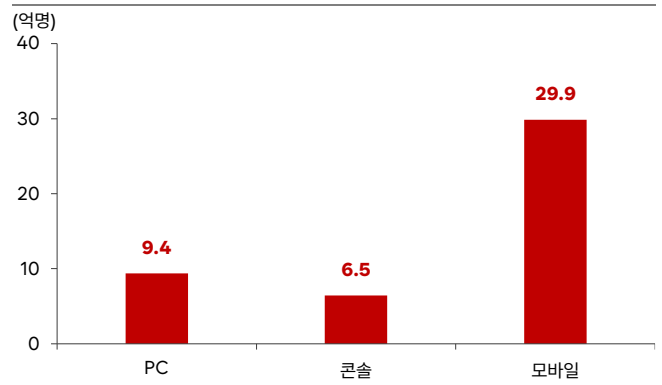
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 플랫폼별 매출액 및 비중(2025년 기준)



자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 플랫폼별 플레이어 수(2025년 기준)



주: 다중 플랫폼 사용자 수 중복 포함
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임산업 밸류체인 현황과 게임 수익 모델의 변화

글로벌 게임 시장 구조와 수익 창출 방식의 진화

게임 산업의 밸류체인은 기획 및 개발, 배급, 유통 및 서비스, 소비 단계로 구분된다. 각 단계별 주요 주체는 개발사, 퍼블리셔(배급), 플랫폼, 소비자가 있다. 온라인 게임의 경우 모바일 게임보다 상대적으로 서버와 네트워크 등의 IT 인프라가 요구되기 때문에 현지에서 운영 경험이 있는 퍼블리셔의 역할이 중요하다. 모바일 게임은 유통 경로에 따라 개발사가 직접 서비스 및 게임 운영까지 담당하거나 메신저 플랫폼 및 해외 퍼블리셔를 통해 서비스가 제공된다.

1. 개발사

게임 개발사는 게임의 제작·개발을 담당한다. 게임의 아이디어를 구상하고 디자인, 프로그래밍, 테스트 등 전 과정을 관리한다. 게임 개발 이후 개발사는 퍼블리셔에게 게임을 공급하고 독점적 판매 권한을 주는 대가로 판권료(License Fee) 및 수익 분배(Revenue Share) 등을 제공한다. 국내 대표 기업으로는 넥슨, 엔씨소프트, 펄어비스 등이 있다. 개발사에게 최근 가장 큰 이슈는 장르 집중이다. 한국 게임 산업은 모바일 플랫폼과 MMORPG 그리고 확률형 아이템을 기반으로 단기간 내 빠른 성장을 기록할 수 있었다. 하지만 현재는 유사 게임들의 지속적인 출시로 인한 시장 포화 상태, 게임 간의 차별화 부족, 게임 외 다양한 콘텐츠 확대 등으로 게임 산업의 성장이 제한되었으며, 새로운 돌파구가 필요한 상황이다.

2. 퍼블리셔

퍼블리셔는 개발사와의 개발비 분담, 수익 분배 방식, IP 소유 등의 조건이 포함된 계약을 통해 게임을 확보하여 시장에 출시하고 판매하는 역할을 담당한다. 국내 대표기업으로는 카카오게임즈, 넷마블 등이 있다. 최근 게임시장에서는 개발사와 유통사(퍼블리셔)의 경계가 불분명해지고 있다. 펄어비스와 같이 일정 규모 이상의 개발사들은 게임을 직접 출시하는 추세이고, 퍼블리셔는 자금 기반의 마케팅 지원 능력을 보유하거나 유통 플랫폼 운영의 명확한 장점을 보유하고 있어야 경쟁력 있는 게임 타이틀 소싱이 가능하게 되었다.

3. 플랫폼

게임이 유통되는 매체를 의미한다. 일반적으로 PC에서는 스팀-에픽게임즈 스토어, 모바일에서는 구글 플레이-애플 앱 스토어 등이 대표적이며 약 30%의 수수료를 수취한다. 플랫폼 부문에서는 최근 앱마켓 반독점법 관련 외부 결제 시스템 사용 및 수수료 이슈가 있다. 2020년 에픽게임즈가 포트나이트의 아이템을 자사 홈페이지에서 앱 마켓 대비 20% 인하된 가격으로 판매하면서 소송이 시작되었다. 당시 애플과 구글이 포트나이트를 앱 마켓에서 퇴출시켰고 에픽게임즈는 미국에서 반독점 혐의로 소송을 제기하였다.

2024년 1월, 에픽게임즈와 애플 간 반독점 소송이 마무리되며 애플은 앱 개발자들이 앱 내에서 외부 결제 시스템으로 연결하는 것을 허용하였으나, 애플은 외부 결제를 통한 거래에 대해서도 최대 27%의 수수료를 부과하는 정책을 도입하였다. 에픽게임즈 및 일부 개발자들은 애플의 새로운 수수료 정책이 법원의 명령을 완전히 준수하지 않았음을 주장하였다. 2025년 4월, 미국 법원은 애플의 외부 결제 수수료 정책이 법원의 명령을 고의적으로 위반했다고 판단하고 강제이행명령을 선고했다. 현재 애플은 외부 결제 수수료 정책에 대한 법원의 판단에 대해서는 항소를 제기한 상태이다.

구글과 에픽게임즈 간의 반독점 소송에서, 2023년 12월 에픽게임즈의 주장이 배심원단에 의해 만장일치로 인정되며 1심 판결이 에픽게임즈의 승소로 결정되었다. 법원은 이 판결에 근거해 구글에 플레이 스토어 정책을 개방하라는 명령을 내렸다. 구글은 이 판결에 불복하여 2025년 2월 항소를 제기하며 법적 다툼을 이어갔다. 구글은 자사의 플레이 스토어가 애플의 앱 스토어와 경쟁하고 있으며 독점적 지위 남용 판결은 부당하다고 주장하고 있다. 한편, 에픽게임즈는 원심 판결이 합리적이었다는 입장을 고수했다. 항소 과정에서 구글은 1심 판결의 효력을 항소심이 진행되는 동안 집행정지를 요청했으나, 2025년 9월 미국 항소법원은 구글의 요청을 기각하였다. 이와 관련하여 구글은 상고를 검토 중인 것으로 확인되며, 구글 및 애플과 에픽게임즈의 분쟁은 최종 판결까지 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다.

4. 게임 산업의 수익 모델 변화

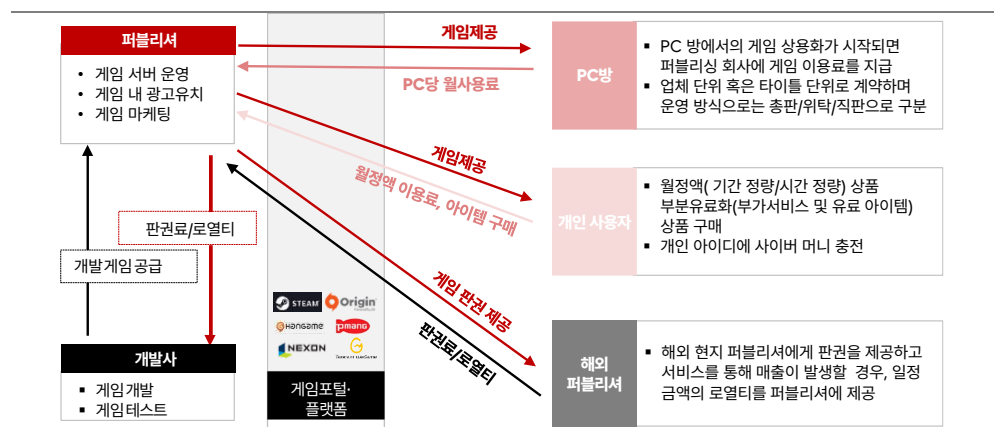
게임 산업의 수익 창출 방식은 기술의 발전, 유저 수요의 변화, 경제적 환경 등 다양한 요인에 따라 변화되어 왔다.

1980년대 초기 게임 산업에서는 카트리지, 디스켓, CD 등의 물리적 패키지를 통한 게임 판매가 주를 이루었다. 사용자는 게임을 한 번 구매하여 영구적으로 소장할 수 있었고, 소유권을 제공하며 심리적 만족감과 충족시켰다. 게임사는 게임 출시 초기에 수익을 빠르게 확보할 수 있었지만, 초기 흥행이 부진할 경우 회복이 어려웠고 중고 시장의 활성화로 추가적인 수익이 제한적이며 불법 복제로 인한 수익 감소라는 단점이 존재했다.

1990년대 후반, 인터넷의 보급과 함께 게임회사들은 온라인으로 게임 서비스를 제공하기 시작하였고, 매달 일정 금액의 구독료 모델을 도입했다. 사용자에게 지속적인 게임 업데이트와 커뮤니티 서비스를 제공하고, 회사는 안정적인 수익을 창출하게 되었다. 하지만 정액제의 경우 게임을 충분히 체험하기 전 일정 금액의 지불이 필요하기 때문에 신규 유저 입장에서 초기 비용 부담이 존재하고, 라이트 유저들의 경우 경제적 부담으로 인해 이탈 가능성이 존재한다는 단점이 있다.

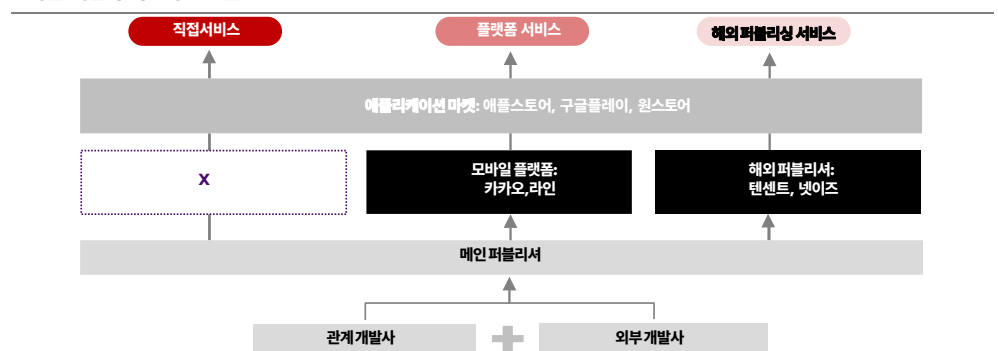
2010년대 디지털 플랫폼 및 모바일 기술 발전 영향과 기존 정액제의 단점을 해결하기 위한 수단으로 부분 유료화 모델이 나타나기 시작했다. 부분 유료화 모델의 경우, 게임은 무료로 제공되며 사용자는 게임 내에서 추가 콘텐츠나 아이템을 유료로 구매할 수 있다. 유저가 일정 금액을 지불하고 랜덤한 보상을 받는 '확률형 아이템'이 대표적이지만, 사행성을 조장하고 게임사의 확률 조작 논란도 발생하는 등의 문제점이 있다.

온라인 게임의 비즈니스 모델



자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

모바일 게임의 비즈니스 모델



자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터



1 특화된 자체 게임엔진 '블랙스페이스' 보유

자체 엔진 역량을 통한 펄어비스의 구조적 경쟁력 확보

펄어비스는 설립 초기부터 자체 게임엔진 개발을 통해 기술 내재화를 추진해왔다. '검은사막'은 언리얼, 유니티 등 범용 상용 엔진 대신 독자 엔진으로 제작되었으며, 이러한 선택은 단순히 한 작품의 성공을 위한 수단이 아니라, 장기적으로 엔진 기술을 자산화하여 안정적이고 차별화된 개발 체계를 확보하기 위한 전략적 판단이었다.

'검은사막' 이후 동사는 글로벌 시장 환경 변화와 게이머들의 눈높이에 대응하기 위해 차세대 자체 엔진인 블랙스페이스(BlackSpace) 엔진을 개발하였다. 블랙스페이스 엔진은 사실적인 질감과 광원 효과를 구현하면서 개발 효율성을 높일 수 있도록 설계되었다. 불·물·바람·날씨가 전투와 탐험에 실시간 반영되고, 신체 부위별 타격 반응과 오브젝트 파괴 효과가 정교하게 구현되는 등 물리 기반 상호작용이 크게 강화되었다. 또한 PC·콘솔·모바일·스트리밍 등 모든 플랫폼에 대응이 가능해 향후 시장 변화에도 유연하게 대응할 수 있다.

2025년 샌프란시스코 GDC(Game Developers Conference)에서 공개된 블랙스페이스 엔진 시연은 이러한 기술적 진보를 보여주었다. 심리스 로딩(Seamless Loading, 지역 이동 시 로딩 화면 없이 연결)과 거리 기반 렌더링(Distance-based Rendering, 가까운 곳은 고해상도·먼 곳은 저해상도로 표현)을 통한 오픈월드 구현, 시간·날씨 변화에 따른 다이내믹 조명, 머리카락·천·물·안개 등 세밀한 물리 시뮬레이션이 집중 조명되었다. 특히 고속 푸리에 변환(FFT, 파동을 빠르게 계산해 사실적인 수면 구현)과 쉘로우 워터 시뮬레이션(Shallow Water Simulation, 얇은 물결과 조수 표현)을 통해 파도와 잔물결의 움직임을 사실적으로 구현하고, 플루이드(Fluid, 유체 흐름 시뮬레이션)와 프록셀 레이마칭(Froxel Raymarching, 빛과 입자를 계산해 안개·잔해를 표현)을 적용해 안개가 캐릭터의 움직임에 따라 갈라지고, 전투 시 잔해가 소용돌이 치는 장면까지 정교하게 구현했다. 또한 레이트레이싱(Ray Tracing, 광선 추적을 통한 사실적 빛 표현)과 실시간 조명 계산(Real-time Light Calculation, 모든 빛을 즉시 반영)이 결합되어 창문 틈새로 스며드는 빛이나 불·등불·난로 같은 다양한 광원이 현실적으로 구현되었다. 여기에 대기 산란 효과와 구름(Unified Atmospheric Scattering with Volumetric Cloud)을 자연스럽게 표현하여 폭우·강풍·눈 등 다양한 환경의 날씨를 사실적으로 생동감 있게 표현하며 오픈월드의 몰입도를 크게 높였다.

자체 엔진 보유는 동시에 구조적 강점을 제공한다. 첫째, 특정 장르에 최적화된 기능을 설계할 수 있어 상용 엔진 대비 한층 높은 그래픽 품질과 몰입도 있는 게임성을 구현할 수 있다. 둘째, 외부 라이선스 비용이 발생하지 않아 흥행작 출시 시에도 비용을 낮추고, 수익성을 개선할 수 있다. 셋째, 목적형으로 최적화된 엔진 구조 덕분에 개발 속도가 빠르고 신규 인력의 적응 기간도 짧아, 인력 운용 및 비용 효율성 측면에서 경쟁 우위를 확보할 수 있다. 넷째, 엔진 자체를 유연하게 개조·업그레이드할 수 있어 새로운 기술을 장기 서비스 과정에서도 지속적으로 반영할 수 있으며, 이는 대규모 업데이트와 콘텐츠 확장을 용이하게 만들어 게임 라이프사이클을 장기화하는 기반이 된다.

결과적으로 펄어비스의 자체 엔진 역량은 단순한 그래픽 품질 개선을 넘어, 지속적인 고품질 개발 역량, 비용 효율성, 개발 효율성, 장기 서비스 경쟁력을 동시에 확보할 수 있는 기반이 된다. 이는 '검은사막'의 장기 흥행을 가능하게 한 기반이자, '붉은사막'을 비롯한 차기작들의 글로벌 콘솔·PC 시장 진출에서도 핵심 경쟁력으로 작용할 전망이다.

블랙스페이스 엔진 내에서 촬영된 영상



자료: 붉은사막(<https://youtube.be/WEBAgTozBEU?si=S8I2fIOIQXfwWS4>), 한국IR협회의 기업리서치센터

신작 출시를 통한 IP 다변화 기대

차세대 IP 라인업을 통한 펄어비스의 성장 모멘텀 확보

펄어비스는 차세대 핵심 타이틀인 '붉은사막', '도깨비', '플랜8', 그리고 CCP게임즈가 준비 중인 '이브 프론티어' 등 신규 IP 라인업으로 성장 모멘텀을 확보하고 있다. 블랙스페이스 엔진 기반의 신작들은 기존 '검은사막' 중심의 단일 IP 매출 구조의 다변화와 외형 확장의 기반이 될 것으로 예상된다.

가장 주목받는 작품은 차기 플래그십 타이틀 '붉은사막'(싱글플레이 중심, 오픈월드 액션 어드벤처, PC·콘솔)이다. 2019년부터 개발이 진행된 이 작품은 설립자 김대일 의장이 오랫동안 구상해온 대형 프로젝트로 2026년 1분기 서비스를 앞두고 있다. 광활한 '파이널 대륙'을 배경으로 용병들의 생존과 갈등을 사실적인 그래픽과 깊이 있는 스토리텔링으로 구현하였다. '오픈월드(Open World)' 장르는 플레이어가 특정 퀘스트나 경로에 종속되지 않고 자유로운 이동과 상호 작용을 기반으로 다양한 선택지를 경험할 수 있는 것이 특징이다. 절벽을 기어오르거나 강을 헤엄쳐 건너는 등 공간적 제약이 최소화되어 있으며, 날씨·시간·환경 변화가 게임 플레이에 직접적인 영향을 미친다. '붉은사막'은 이러한 오픈월드 특성을 바탕으로 전투뿐 아니라 암벽 등반, 활강, 생활형 콘텐츠 등 높은 자유도를 제공한다. '붉은사막'은 2020년 TGA(The Game Awards)에서 첫 트레일러 공개 이후 글로벌 게이머들로부터 높은 관심을 받아왔으며, 2023년과 2024년 게임스컴(gamescom)에서 데모 플레이가 이뤄지기도 하였다. 2025년도 PAX East, Summer Game Fest, 게임스컴, 도쿄게임쇼 2025 등 주요 게임쇼에 참가하며 마케팅을 확대하고 있다.

‘도깨비’는 한국적 정서와 K-POP 스타일 음악을 결합한 독창적인 수집형 오픈월드 액션 어드벤처로, 사람들의 꿈에서 힘을 얻고 성장하는 도깨비를 찾아 모험을 떠나는 내용이다. 2021년 게임스컴에서 공개된 트레일러는 유튜브 조회수 770만회를 기록하며 글로벌 유저들의 관심을 입증했다.

‘플랜8’은 Exosuit MMO Shooter 장르로, 사실적인 그래픽과 스타일리시한 전투 액션을 강조한다. 엑소슈트는 플레이어가 착용할 수 있는 로봇 장비로 착용시 특별한 능력을 발휘할 수 있다. 기존 MMORPG나 액션 어드벤처 중심의 포트폴리오에서 벗어나 새로운 장르 확장을 시도하는 작품으로, 콘솔과 PC 플랫폼으로 출시될 예정이다.

종속회사 CCP게임즈는 ‘EVE Online’의 세계관을 계승한 신규 프로젝트 ‘EVE Frontier’를 개발 중이다. ‘EVE Frontier’는 플레이어가 우주에서 기지를 건설하고 무역 및 보안 시스템을 활용하여 생존하는 서바이벌 장르 게임이다. 현재 무료 평가판 액세스와 유료 파운더스 액세스 테스트를 진행 중이다.

붉은사막 홈페이지 메인



자료: 펄어비스, 한국R협의회 기업리서치센터

수집형 오픈월드 액션 어드벤처 게임 ‘도깨비’



자료: 펄어비스, 한국R협의회 기업리서치센터

Exosuit MMO Shooter 게임 ‘플랜8’



자료: 펄어비스, 한국R협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 실적 Review

2019년 이후,
2024년까지 신작의 부재로
부진한 실적이 이어졌음

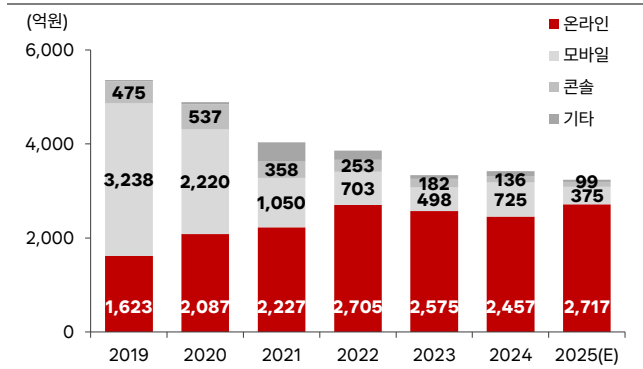
2019년부터 2024년까지 펄어비스의 매출은 5,359억원에서 3,424억원으로 감소하였다. 플랫폼 별로는 온라인은 1,623억원에서 2,457억원으로 성장하며 매출 비중이 30.3%에서 71.8%로 확대되었다. 이는 북미·유럽 지역에서 2021년부터 '검은사막' 직접 서비스가 시작되고, 신규 클래스와 확장팩 등 대규모 업데이트가 지속적으로 제공된 결과이다. 반면 모바일은 3,238억원에서 725억원으로 감소하며 비중이 60.4%에서 21.2%로 축소되었다. 이는 2019년 글로벌 출시 이후 빠르게 확산된 '검은사막 모바일'의 IP 노후화 및 모바일 게임 시장 내 캐주얼 게임의 강세 영향으로 분석되며, 콘솔 역시 패키지 판매 하락 영향으로 475억원에서 136억원으로 감소하였다.

지역별로는 국내 매출이 1,565억원에서 617억원으로, 아시아 매출이 2,296억원에서 903억원으로 줄어들며 모바일 매출 하락의 영향을 직접적으로 받았다. 반면 북미·유럽 지역은 1,475억원에서 1,798억원으로 증가하여 매출 비중이 27.5%에서 54.2%로 확대되었다. 이는 직접 서비스 전환 효과와 더불어, EVE IP의 확장팩 및 신규 콘텐츠 출시로 유저 기반이 확대된 영향으로 판단된다.

IP별로 보면 '검은사막' 매출은 2021년 3,075억원에서 2024년 2,499억원으로 감소하였다. 이는 모바일 매출 감소가 직접적인 원인이며, 다만 PC·콘솔에서는 지속적인 콘텐츠 업데이트('아침의 나라', 신규 클래스 추가 등)와 10주년 기념 행사 개최 효과로 매출 하락을 방어하였다. 'EVE'의 매출액은 'Havoc', 'Revenant' 등 확장팩과 '이브 뱅가드' 테스트, 그리고 유저 페스티벌을 통한 소통 강화가 긍정적으로 기여하며 2021년 736억원에서 2024년 821억원으로 증가하였다.

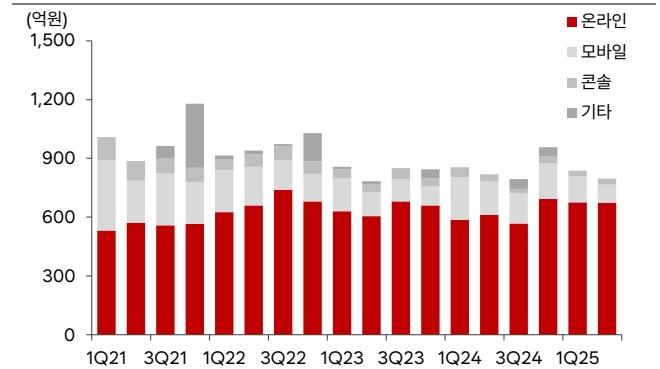
영업이익은 2019년 1,506억원(OPM 28.1%)과 2020년 1,573억원(OPM 32.2%)으로 높은 수준을 유지하였다. 그러나 2021년에는 인력 확충과 개발비 증가로 영업이익이 430억원(OPM 10.6%)까지 급감하였다. 2022년에도 매출 감소와 개발비 증가가 지속되며 영업이익 164억원(OPM 4.2%)을 기록하였고, 2023년에도 동일한 기조가 이어지며 적자전환(영업손실 164억원)하였다. 2024년에는 확장팩 '아침의 나라: 서울' 및 서비스 10주년 행사 효과로 4분기 흑자 전환했으나, 연간으로는 여전히 영업손실 123억원(OPM -3.6%)을 기록하며 적자가 지속되었다.

펄어비스 연간 부문별 매출액 추이



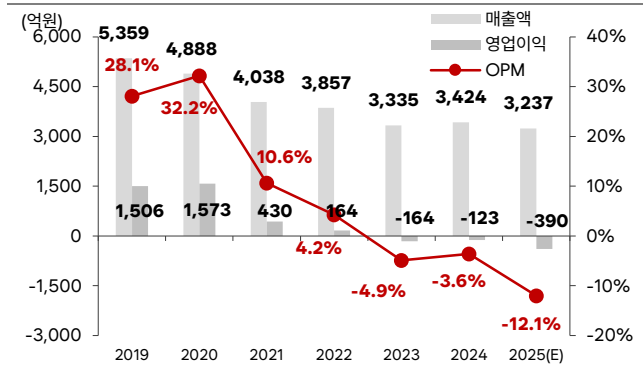
자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 분기 부문별 매출액 추이



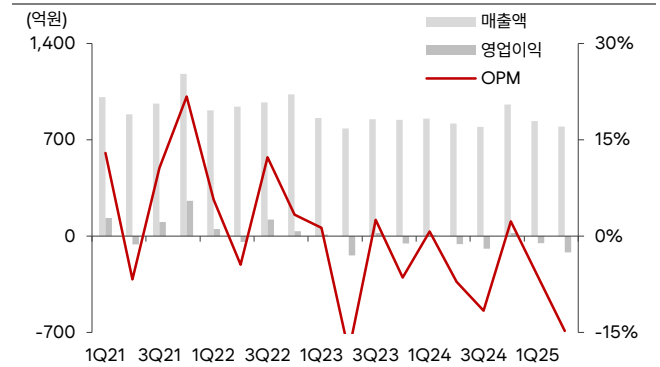
자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 연간 실적 추이



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 분기 실적 추이



자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2025년 실적 전망

2025년에도

부진한 실적이 이어질 것으로

예상

2025년 상반기 누적 매출액은 1,632억원(-2.4%, yoy), 영업손실 170억원(적자확대, yoy)을 기록했다. 플랫폼별로 살펴보면 모바일은 -41.2%, 콘솔 -35.6%의 성장률을 기록한 반면 온라인 부문은 12.6% 증가했다. 지역별로 살펴보면 국내 +1.1%, 북미/유럽 +9.1% 성장한 반면 아시아 지역에서 -27.1% 매출이 감소하였다. IP별로는 검은사막이 -6.9%, 이브가 +12.9%를 기록하였다. 영업이익 부문에서는 '붉은사막' 북미 마케팅(팩스 이스트, 서머 게임 페스트 참여) 강화로 광고선전비가 크게 증가하면서 비용 부담이 가중되었다.

2025년 연간 영업실적은 매출액 3,237억원(-5.5%, yoy), 영업손실 390억원(적자확대, yoy)으로 전망된다. 플랫폼 별 매출액은 온라인 2,717억원(+10.6%, yoy) 모바일 375억원(-48.3%, yoy), 콘솔 99억원(-27.1%, yoy)으로 상반기와 마찬가지로 모바일과 콘솔 매출 축소가 실적 전반을 제약할 것으로 예상된다. 영업이익 부문에서도 전년 대비 붉은사막 관련 광고선전비 증가세가 이어지며 전년 대비 적자 폭 확대가 불가피할 것으로 보인다. 다만 2026년 1분기 출시 예정인 '붉은사막' 패키지 판매가 본격화되면 외형 성장과 함께 수익성 개선의 전환점이 될 것으로 기대된다.

펄어비스 분기 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출액	1,009	885	964	1,180	914	940	973	1,030	858	784	849	844	854	818	795	957	837	796
게임부문	1,005	880	899	852	894	921	961	885	844	767	844	799	847	815	745	912	835	791
온라인	532	570	558	567	625	661	740	680	630	605	680	660	587	611	567	692	676	672
모바일	358	216	264	212	216	196	149	142	167	122	113	96	218	171	154	182	134	95
콘솔	115	93	77	73	54	64	72	63	47	40	52	43	43	33	24	37	25	24
기타	3	6	65	328	20	19	11	144	13	16	5	45	7	2	50	46	2	5
영업이익	131	-60	102	257	52	-42	120	35	11	-141	21	-55	6	-58	-92	22	-52	-118
OPM	13.0%	-6.8%	10.6%	21.8%	5.7%	-4.5%	12.3%	3.4%	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%

자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄어비스 연간 실적 Table

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)
매출액	5,359	4,888	4,038	3,857	3,335	3,424	3,237
게임부문	5,337	4,843	3,636	3,662	3,255	3,319	3,191
온라인	1,623	2,087	2,227	2,705	2,575	2,457	2,717
모바일	3,238	2,220	1,050	703	498	725	375
콘솔	475	537	358	253	182	136	99
기타	23	45	402	195	80	105	46
영업이익	1,506	1,573	430	164	-164	-123	-390
OPM	28.1%	32.2%	10.6%	4.2%	-4.9%	-3.6%	-12.1%

자료: 펄어비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

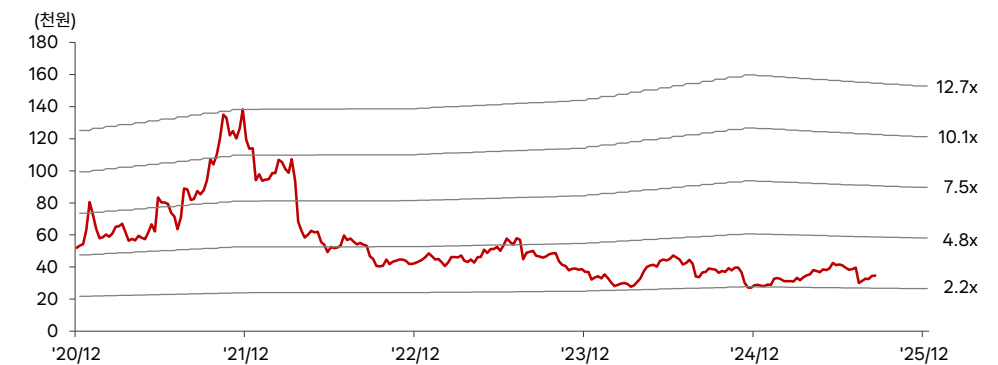
1 Historical Valuation 비교

**2025년 예상 실적 기준
PBR 2.9x로 역사적 PBR Band
하단에 위치**

2021년 이후 현재까지 펄어비스의 주가는 PBR band 2.2x ~ 12.7x에서 형성되었다. 2025년 예상 실적 기준 현재 동사 주가의 밸류에이션은 PBR 2.9x로 역사적 PBR Band 하단에 위치한 것으로 판단된다.

2021년 초 액면분할(액면가 500원 → 100원) 영향으로 주가는 5만원 수준에서 7만원 수준까지 상승하였다. 이어 6월에는 '검은사막 모바일'이 중국에서 판호를 획득했고, 8월 독일 게임스컴에서 신작 '도깨비' 트레일러 영상을 공개하면서 투자자 기대감이 크게 높아졌다. 같은 해 코로나19 팬데믹에 따른 글로벌 게임 수요 확대와 함께 업종 전반의 밸류에이션이 리레이팅되면서, 주가는 2021년 11월 최고가 145,200원까지 상승하였다. 그러나 2022년 4월 중국 시장에서 출시된 '검은사막 모바일' 성과가 기대에 미치지 못하자 주가는 5만원 이하로 하락하였다. 이후 실적 부진이 이어졌고, 2023년 하반기부터는 글로벌 인플레이션과 경기 침체 우려, '붉은사막' 출시 지연 등이 겹치면서 주가는 2024년 4월 최저가 26,600원까지 하락하였다. 이후 기존 IP의 안정적 업데이트와 실적 개선 기대가 반영되며 2025년 8월 4만원 수준까지 반등하기도 했다. 그러나 2025년 2분기 실적 발표에서 '붉은사막' 출시가 2026년 1분기로 연기되며 다시 하락세로 전환, 현재는 3만원 수준에서 거래되고 있다.

펄어비스 PBR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

2 참고사항: 콘솔·PC 게임사 Valuation 비교

**신작 모멘텀에 따라
주가가 차별화되는
국내 게임사**

최근 시장에서 게임업의 특성상 신작 출시 일정에 따라 주가가 차별화되는 점을 고려할 때, 동사의 차기작 '붉은사막' 공개 시점은 내년으로 예정되어 있으며 올해 당기순손실이 지속될 것으로 예상되는 만큼, 단기적인 밸류에이션 비교는 적절하지 않다고 판단된다. 다만, 자체 신작 IP를 기반으로 콘솔·PC 글로벌 시장까지 확장하는 네오위즈, 시프트업의 밸류에이션 수준은 참고 지표로 활용할 수 있다.

네오위즈는 1997년 설립된 국내 게임사로, 보드게임 플랫폼 '피망'을 기반으로 안정적인 매출을 유지해 왔으며 최근에는 콘솔·PC 패키지 시장으로 외연을 확장하고 있다. 대표작으로는 액션 RPG 'P의 거짓'(PC/콘솔), 전략 RPG '브라운

더스트2'(모바일/PC) 등이 있다. 특히 P의 거짓은 2023년 9월 출시 이후 글로벌 판매량 300만장을 돌파하며 패키지 사업 경쟁력을 입증했다고 판단된다. 2025년 상반기 누적 기준 플랫폼별 매출 비중은 PC/콘솔 47.2%, 모바일 44.9%, 기타 7.9%로, 전통적인 모바일 매출 기반을 유지하면서도 콘솔·PC 비중이 절반 수준까지 확대되었다. 2024년 9월 출시한 '세이프 오브 드림즈'는 스팀 매출 순위 6위를 기록하며 흥행에 성공했고, 이에 힘입어 동사의 주가는 9월 16일 52주 최고가를 경신하기도 했다. 네오위즈는 과거 '스컬', '산나비' 등을 통해 인디 퍼블리싱 역량을 입증하였으며, '안녕서울', '킬 더 새도우' 등 새로운 인디 타이틀을 연내 추가 출시할 계획이다.

시프트업은 2013년 설립된 게임 개발사로, 글로벌 수집형 RPG '승리의 여신: 니케'(모바일/PC)와 2024년 출시된 액션 어드벤처 '스텔라 블레이드'(콘솔/PC)를 통해 모바일과 콘솔 플랫폼에서 성과를 나타내고 있다. 니케는 출시 첫해 매출 1조 원을 돌파하며 글로벌 흥행에 성공했고, 콘솔 타이틀인 스텔라 블레이드도 글로벌 시장에서 상업적 성과를 입증했다고 판단된다. 2025년 상반기 누적 기준 IP별 매출 비중은 니케 50.1%, 스텔라 블레이드 47.0%, 기타 2.9%로, 양대 핵심 IP가 전체 매출을 견인하고 있다. 다만, 최근 2분기 역대 최고 실적을 달성했음에도 불구하고, 신작 공백과 단기 모멘텀 부재로 주가 상승은 제한적인 것으로 판단된다.

콘솔·PC 게임사 실적 Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		펄어비스	네오위즈	시프트업	평균
코드		A263750	A095660	A462870	
현재 주가 (09/22)		34,600	27,350	40,850	
시가총액		22,230	5,978	24,012	
매출액	2022	3,857	2,946	653	
	2023	3,335	3,656	1,686	
	2024	3,424	3,668	2,241	
	2025F	3,237	3,907	2,964	
영업이익	2022	164	196	222	
	2023	-164	316	1,111	
	2024	-123	329	1,527	
	2025F	-390	518	1,907	
영업이익률	2022	4.2	6.6	34.0	
	2023	-4.9	8.6	65.9	
	2024	-3.6	9.0	68.1	
	2025F	-12.1	13.3	64.3	
순이익	2022	-430	131	204	
	2023	152	487	1,067	
	2024	603	24	1,480	
	2025F	-352	402	1,666	
EPS 성장률	2022	-173.8	-77.0	209.1	
	2023	135.8	272.5	406.7	
	2024	296.8	-95.1	27.4	
	2025F	-158.4	1,445.9	4.6	
PER	2022	N/A	62.3	N/A	
	2023	163.7	12.1	N/A	
	2024	29.5	173.6	23.3	
	2025F	N/A	15.6	14.8	15.2
PBR	2022	3.9	1.7	0.0	
	2023	3.4	1.1	0.0	
	2024	2.2	0.8	4.8	
	2025F	2.9	1.1	2.7	1.9
ROE	2022	-6.1	2.9	36.7	
	2023	2.1	10.4	86.4	
	2024	7.9	0.5	31.3	
	2025F	-4.5	7.9	20.2	14.0
PSR	2022	7.1	2.8	0.0	
	2023	7.5	1.6	0.0	
	2024	5.2	1.1	15.4	
	2025F	6.9	1.6	8.3	

주1) 펄어비스의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 주2) 시가총액과 주가는 9월 22일 종가 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

리스크 요인

리스크 요인

‘붉은사막’ 출시 일정 지연

동사의 기대작 ‘붉은사막’ 출시 일정 지연은 주요 리스크 요인으로 판단된다. 특히 현재 매출의 75% 이상이 출시된 지 10년이 지난 ‘검은사막’에 의존하고 있는 만큼, 신작 출시가 추가 지연될 경우 매출 구조 다변화와 성장 모멘텀 확보가 더욱 제한될 수 있다.

회사는 2024년 하반기 붉은사막이 개발 마지막 단계에 진입했다는 점을 강조했으나, 같은 해 12월 ‘더 게임 어워드’에서 공개된 일정은 2025년 4분기로 제시되었다. 이후 2025년 2분기 콘퍼런스 콜에서 출시 시점이 다시 2026년 초로 연기되면서 불확실성이 확대되었으며, 이는 단기 실적뿐 아니라 중기 성장 스토리의 가시성을 낮추는 요인으로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	4,038	3,857	3,335	3,424	3,237
증가율(%)	-17.4	-4.5	-13.5	2.7	-5.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,038	3,857	3,335	3,424	3,237
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	3,608	3,693	3,498	3,547	3,627
판매비율(%)	89.4	95.7	104.9	103.6	112.0
EBITDA	673	421	97	129	-140
EBITDA 이익률(%)	16.7	10.9	2.9	3.8	-4.3
증가율(%)	-62.4	-37.5	-76.9	33.0	적전
영업이익	430	164	-164	-123	-390
영업이익률(%)	10.6	4.2	-4.9	-3.6	-12.1
증가율(%)	-72.7	-61.9	적전	적지	적지
영업외손익	374	-642	449	942	-52
금융수익	502	523	569	836	298
금융비용	135	530	323	143	413
기타영업외손익	6	-635	202	250	63
총속/관계기업관련손익	-26	-80	-64	-43	-8
세전계속사업이익	777	-558	221	777	-451
증가율(%)	-45.2	적전	흑전	250.7	적전
법인세비용	184	-128	69	173	-99
계속사업이익	594	-430	152	603	-352
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	594	-430	152	603	-352
당기순이익률(%)	14.7	-11.1	4.6	17.6	-10.9
증가율(%)	-41.1	적전	흑전	296.8	적전
지배주주지분 순이익	594	-430	152	603	-352

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	644	476	324	-54	-69
당기순이익	594	-430	152	603	-352
유형자산 상각비	152	161	169	159	153
무형자산 상각비	92	95	91	93	98
외환손익	12	194	89	18	220
운전자본의감소(증가)	254	-151	83	-342	-75
기타	-460	607	-260	-585	-113
투자활동으로인한현금흐름	-2,377	-1,080	1,343	565	-145
투자자산의 감소(증가)	-3,018	921	1,561	109	-93
유형자산의 감소	1	6	1	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-474	-939	-91	-30	-55
기타	1,114	-1,068	-128	485	3
재무활동으로인한현금흐름	2,110	-226	-896	-1,518	-14
차입금의 증가(감소)	694	-174	-853	0	-14
사채의증가(감소)	1,467	0	0	-1,470	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-51	-52	-43	-48	0
기타현금흐름	40	-13	-10	79	5
현금의증가(감소)	417	-843	761	-928	-223
기초현금	2,021	2,439	1,596	2,357	1,428
기말현금	2,439	1,596	2,357	1,428	1,205

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	7,217	5,565	5,828	4,533	4,080
현금성자산	2,439	1,596	2,357	1,428	1,205
단기투자자산	4,030	3,313	2,800	2,311	2,191
매출채권	447	408	393	454	363
재고자산	0	0	0	1	1
기타유동자산	301	248	278	339	320
비유동자산	6,349	6,661	6,301	6,896	6,798
유형자산	1,374	2,098	1,944	1,888	1,791
무형자산	3,024	2,313	2,270	2,479	2,394
투자자산	1,680	1,791	1,678	2,132	2,216
기타비유동자산	271	459	409	397	397
자산총계	13,566	12,226	12,129	11,428	10,878
유동부채	2,742	2,362	3,159	1,332	1,993
단기차입금	1,303	60	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,439	2,302	3,159	1,332	1,993
비유동부채	3,634	2,870	1,720	2,037	1,177
사채	1,467	1,468	0	0	0
장기차입금	1,437	746	700	812	112
기타비유동부채	730	656	1,020	1,225	1,065
부채총계	6,376	5,233	4,879	3,368	3,170
지배주주지분	7,190	6,993	7,250	8,060	7,708
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	2,113	2,158	2,197	2,197	2,197
자본조정 등	-599	-352	-317	-289	-289
기타포괄이익누계액	115	296	321	499	499
이익잉여금	5,495	4,825	4,982	5,586	5,234
자본총계	7,190	6,993	7,250	8,060	7,708

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	154.1	N/A	163.7	29.5	N/A
P/B(배)	12.7	3.9	3.4	2.2	2.9
P/S(배)	22.7	7.1	7.5	5.2	6.9
EV/EBITDA(배)	131.5	60.2	229.1	116.9	N/A
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	897	-662	237	939	-548
BPS(원)	10,857	10,887	11,284	12,545	11,997
SPS(원)	6,103	5,939	5,191	5,329	5,038
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	8.8	-6.1	2.1	7.9	-4.5
ROA	5.3	-3.3	1.2	5.1	-3.2
ROIC	10.4	1.5	-4.4	-1.8	-8.8
안정성(%)					
유동비율	263.2	235.6	184.5	340.4	204.7
부채비율	88.7	74.8	67.3	41.8	41.1
순차입금비율	-42.1	-23.1	-37.0	-33.7	-31.0
이자보상배율	10.0	1.8	-1.3	-1.8	-7.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	9.2	9.0	8.3	8.1	7.9
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	5,660.5	2,750.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
펄어비스	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.09.24	펄어비스-동 트기 전이 가장 어렵다

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생될 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.