

펄어비스 (263750/KQ)

기다림과 실망의 반복

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 33,000 원(하향)

현재주가: 29,650 원

상승여력: 11.3%

2Q25 Review: 영업손실 118 억원 기록

매출액 796 억원(-2.7% YoY, -4.9% QoQ), 영업손실 118 억원(적지 YoY, QoQ), 당기순손실 227 억원(적전 YoY, QoQ)을 기록했다. 검은사막 매출은 549 억원(-12.9% QoQ, 이하 동일)으로 PC 대형 업데이트 부재, 모바일 중국 계약 효과 소멸로 매출이 감소했다. EVE IP 매출은 242 억원(+18.1%)으로 확장팩 출시로 매출이 증가했다. 영업비용(+2.7%)은 <검은사막> 오프라인 행사 개최, <붉은사막> 홍보를 위한 게임쇼 참가로 마케팅비(+43.9%)가 증가했다.

기다림->실망->기다림->?

금번 실적 컨퍼런스 콜에서 <붉은사막>의 출시일 연기를 발표했다. 1Q25 실적 컨콜에서 11월 출시를 약속했으나 파트너사들과의 일정 조정 문제로 출시일을 1Q26으로 지연했다. AAA 타이틀이긴 하지만 예상보다 개발에 너무 오랜 시간이 소요되고 있다. 또한 직접 퍼블리싱을 하다보니 파트너사들과의 협의, 패키지 유통 등에서 노이즈가 발생했을 것이다. 다만 막바지 단계인 voice over과 콘솔 인증 완료를 앞두고 있어 현 시점에서 큰 일정 지연은 없을 것으로 예상된다. <붉은사막> 관련 실적을 기존 4Q25에서 1Q26으로 변경 반영했다. 7월 중국 게임쇼에 이어 8월 PAX West, 게임스컴, 9월 도쿄 게임쇼를 참가하며 마케팅 활동의 강도를 높여나간다.


 Analyst
남효지

 hjnam@sk.com
3773-9288

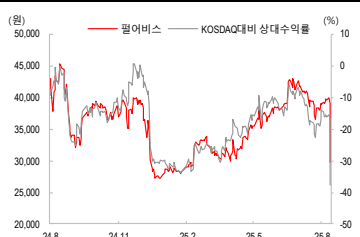
Company Data

발행주식수	6,425 만주
시가총액	1,905 십억원
주요주주	
김대일(와10)	37.34%
서용수	5.23%

Stock Data

주가(25/08/13)	29,650 원
KOSDAQ	814.10 pt
52주 최고가	45,350 원
52주 최저가	27,150 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 중립, 목표주가 3.3 만원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 4.5 만원에서 3.3 만원으로 27% 하향한다. Target multiple은 국내외 peers의 26년 평균 P/E를 50% 할인 적용했다. 멀티플 할인의 이유는 신작 스케줄의 지속적인 연기, 긴 신작 출시 텀, 회사에 대한 신뢰도 하락이다. <붉은사막> 연기 발표 후 주가는 -24.2% 하락했다. 일정 연기에 대한 실망감은 전일 주가에 대부분 반영되었다. 이제부터는 게임쇼를 거치며 마케팅 강도를 높여 나갈텐데 출시일 연기에 대한 우려가 높아 기대감이 반영되기는 어려운 상황이다. 프리오더 일자 확정 정도만 현재 동사의 주가의 트리거가 될 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	386	333	342	320	702	522
영업이익	십억원	16	-16	-12	-54	205	65
순이익(지배주주)	십억원	-43	15	60	-43	178	62
EPS	원	-669	237	939	-662	2,772	971
PER	배	-62.7	163.7	29.5	-44.8	10.7	30.6
PBR	배	3.7	3.3	2.1	2.4	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	60.2	229.1	116.9	-57.2	6.4	15.5
ROE	%	-6.1	2.1	7.9	-5.4	20.9	6.4

목표주가 산정

구분	내용
2026년 순이익(십억원)	178.1
Target P/E	11.6x
목표 시총(십억원)	2,057.5
주식 수(천 주)	61,419.4
적정 주가(원)	33,499
목표 주가(원)	33,000
현재 주가(원)	29,650
상승 여력	11.3%

자료: SK 증권

필터비스 수익 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	79.2	77.5	342.4	319.9	701.9
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.5	88.9	91.3	95.2	98.5	354.7	373.9	497.3
인건비	46.0	45.7	43.5	46.3	48.3	46.8	48.0	50.2	181.5	193.3	215.4
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	18.1	19.0	20.0	71.0	74.5	155.8
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	10.5	11.9	12.7	33.6	42.4	54.4
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.1	6.3	6.3	25.1	25.0	25.8
기타	9.7	9.8	13.1	10.8	9.7	9.8	9.9	9.3	43.4	38.8	45.9
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-5.2	-11.8	-16.0	-21.1	-12.3	-54.1	204.5
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%	-20.2%	-27.2%	-3.6%	-16.9%	29.1%
순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	0.5	-22.7	-5.3	-15.0	60.3	-42.5	178.1
YoY growth rate											
매출액	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-2.7%	-0.4%	-19.1%	2.7%	-6.6%	119.4%
PC	-6.8%	1.0%	-16.6%	4.9%	15.5%	10.7%	15.2%	-9.6%	-4.6%	7.2%	83.6%
모바일	30.0%	40.3%	36.4%	90.1%	-38.5%	-44.2%	-39.8%	50.6%	45.5%	-43.2%	-19.6%
콘솔	-9.5%	-17.3%	-54.1%	-14.7%	-41.1%	-27.8%	18.2%	-13.3%	-25.1%	-20.1%	1515.9%
영업비용	0.2%	-5.3%	7.1%	4.0%	4.8%	4.3%	7.3%	5.3%	1.4%	5.4%	33.0%
인건비	3.9%	-7.8%	6.9%	14.0%	5.0%	2.4%	10.5%	8.2%	3.6%	6.5%	11.4%
지급수수료	-10.8%	1.5%	18.6%	5.8%	1.4%	-1.6%	11.8%	8.6%	2.8%	5.0%	109.2%
광고선전비	0.4%	-8.8%	-11.5%	45.6%	29.3%	43.9%	33.2%	7.9%	5.9%	26.0%	28.5%
상각비	1.5%	-2.2%	-3.6%	-7.9%	-1.9%	-4.7%	2.1%	2.8%	-3.1%	-0.5%	3.1%
기타	4.4%	-4.0%	15.9%	-36.6%	0.2%	0.3%	-24.1%	-14.4%	-9.3%	-10.7%	18.4%
영업이익	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
영업이익률	-0.6%p	10.9%p	14.1%p	8.8%p	-7.0%p	-7.7%p	-8.6%p	-29.5%p	1.3%p	-13.3%p	46.0%p
순이익	36.3%	흑전	적전	흑전	-96.1%	적전	적지	적전	292.2%	적전	흑전

자료: 필터비스, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	78.9	75.0	336.2	221.1	79.6	79.2	77.5	316.8	0.8%	5.6%	-77.0%	43.3%
영업이익	-12.1	-14.6	179.5	98.7	-11.8	-16.0	-21.1	160.2	적지	적지	적전	62.4%
순이익	1.1	-11.5	142.9	82.5	-22.7	-5.3	-15.0	131.1	적전	적지	적전	58.8%

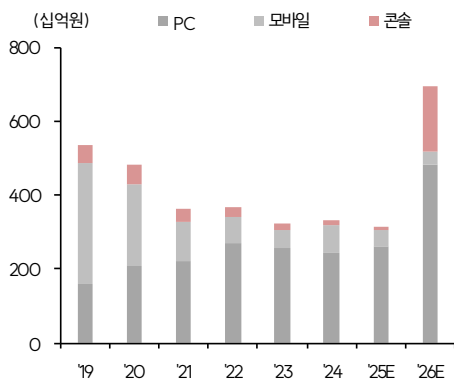
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출총이익	573.8	494.7	577.1	319.9	701.9	522.0	-44.3%	41.9%	-9.5%
영업이익	147.5	71.4	100.4	-54.1	204.5	64.9	적전	186.6%	-35.3%
순이익	133.0	74.6	89.0	-42.5	178.1	62.4	적전	138.8%	-29.9%

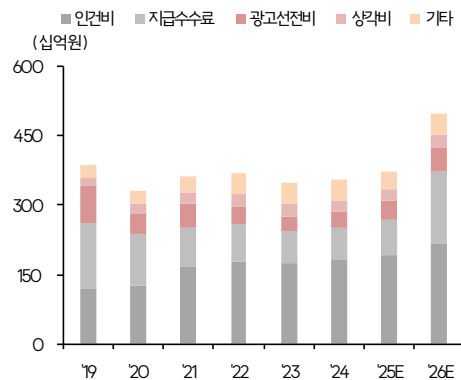
자료: SK 증권

플랫폼별 매출 추이



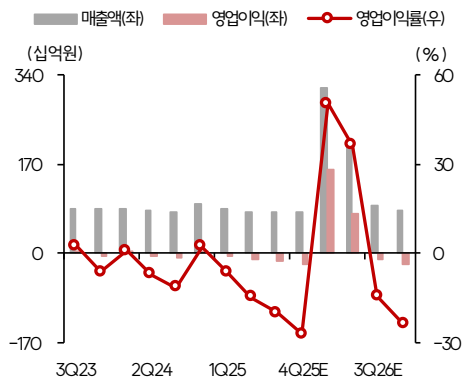
자료: 필러비스, SK 증권

항목별 영업비용 추이



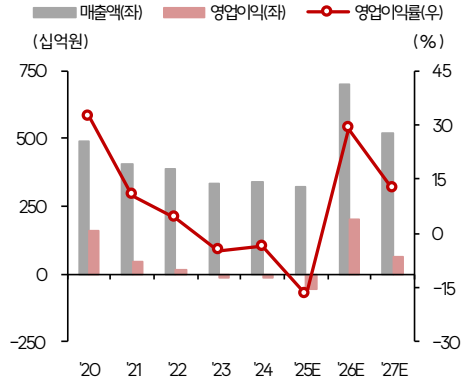
자료: 필러비스, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 필러비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 필러비스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	453	403	616	750
현금및현금성자산	236	143	149	348	414
매출채권 및 기타채권	51	63	51	54	68
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	687	664	652
장기금융자산	119	172	177	177	177
유형자산	194	189	194	179	165
무형자산	227	248	238	229	221
자산총계	1,213	1,143	1,090	1,280	1,401
유동부채	316	133	140	148	185
단기금융부채	163	5	4	5	6
매입채무 및 기타채무	17	17	39	41	52
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	184	189	211
장기금융부채	85	97	96	96	96
장기매입채무 및 기타채무	4	7	7	7	7
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	488	337	325	338	396
지배주주지분	725	806	765	943	1,005
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
기타자본구성요소	-32	-29	-28	-28	-28
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	498	559	516	694	757
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	765	943	1,005
부채와자본총계	1,213	1,143	1,090	1,280	1,401

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	32	-5	-24	212	128
당기순이익(손실)	15	60	-43	178	62
비현금성항목등	18	-26	9	50	19
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14
무형자산상각비	9	9	9	9	8
기타	-8	-51	-16	26	-3
운전자본감소(증가)	8	-34	0	9	44
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	-3	11	-3	-14
재고자산의감소(증가)	0	-0	0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-3	2	10
기타	-18	-19	15	-66	-11
법인세납부	-9	-14	5	-40	-14
투자활동현금흐름	134	56	28	-13	-59
금융자산의감소(증가)	71	48	42	-11	-50
유형자산의감소(증가)	-9	-3	-21	0	0
무형자산의감소(증가)	36	-1	0	0	0
기타	37	12	7	-2	-9
재무활동현금흐름	-90	-152	-2	0	1
단기금융부채의증가(감소)	-90	-11	-1	0	1
장기금융부채의증가(감소)	0	-141	-1	0	0
자본의증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	76	-93	7	198	66
기초현금	160	236	143	149	348
기말현금	236	143	149	348	414
FCF	23	-8	-45	212	128

포괄손익계산서

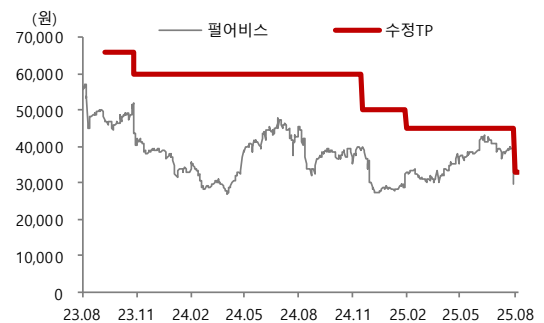
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	333	342	320	702	522
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	320	702	522
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	350	355	374	497	457
영업이익	-16	-12	-54	205	65
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-16.9	29.1	12.4
비영업손익	38	90	-0	14	12
순금융손익	2	10	6	14	17
외환관련손익	3	30	1	0	0
관계기업등 투자손익	-6	-4	-3	-6	-8
세전계속사업이익	22	78	-54	218	76
세전계속사업이익률(%)	6.6	22.7	-16.9	31.1	14.6
계속사업법인세	7	17	-12	40	14
계속사업이익	15	60	-43	178	62
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15	60	-43	178	62
순이익률(%)	4.6	17.6	-13.3	25.4	11.9
지배주주	15	60	-43	178	62
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	17.6	-13.3	25.4	11.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	78	-42	178	62
지배주주	18	78	-42	178	62
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	10	13	-29	229	87

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-13.5	2.7	-6.6	119.4	-25.6
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-68.3
세전계속사업이익	흑전	250.7	적전	흑전	-65.0
EBITDA	-76.9	33.0	적전	흑전	-62.0
EPS	흑전	296.8	적전	흑전	-65.0
수익성 (%)					
ROA	1.2	5.1	-3.8	15.0	4.7
ROE	2.1	7.9	-5.4	20.9	6.4
EBITDA마진	2.9	3.8	-9.1	32.6	16.6
안정성 (%)					
유동비율	184.5	340.4	287.1	415.1	404.6
부채비율	67.3	41.8	42.5	35.8	39.4
순차입금/자기자본	-37.0	-33.7	-30.8	-47.1	-55.6
EBITDA/이자비용(배)	0.8	1.9	-4.4	22.9	12.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	237	939	-662	2,772	971
BPS	11,826	13,086	12,444	15,216	16,187
CFPS	642	1,331	-274	3,147	1,311
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	163.7	29.5	-44.8	10.7	30.6
PBR	3.3	2.1	2.4	1.9	1.8
PCR	60.3	20.8	-108.1	9.4	22.6
EV/EBITDA	229.1	116.9	-57.2	6.4	15.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 펠어비스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.14	중립	33,000원	6개월		
2025.02.12	매수	45,000원	6개월	-19.87%	-4.56%
2024.11.29	매수	50,000원	6개월	-39.62%	-22.00%
2023.11.10	매수	60,000원	6개월	-37.84%	-20.67%
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.68%	-21.36%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 14일 기준)

매수	94.23%	중립	5.77%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------