

2025. 8. 26



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 48,000 원  
**현재주가 (8.25)** 31,350 원

**상승여력** 53.1%

KOSDAQ 시가총액	798.02pt
발행주식수	20,142억원
유동주식비율	6,425만주
외국인비중	58.19%
52주 최고/최저가	7.12%
평균거래대금	42,950원/27,150원
	89.7억원

**주요주주(%)**

김대일 외 10인	37.34
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.4	-5.4	-25.4
상대주가	-17.4	-8.8	-27.8

**주가그래프**



# 풀어비스 263750

## 짱T의 마인드로 다시 보기

- ✓ 실적 발표 당일 <붉은 사막> 추가 지연되며 주가 급락. 반복된 지연이 낳은 업보
- ✓ 패키지 게임의 오프라인 유통 문제라는 것이 동사 설명. 납득 가능한 이유라고 판단
- ✓ 최근 서프라이즈 요인은 스팀. 특히 중국 중요. 차이나 조이 통해 마케팅 성공적
- ✓ <붉은 사막>은 게임패스, 얼리엑세스, exclusive와 같은 핸디캡이 없어 성과 기대
- ✓ 26년 GTA로 PC/콘솔에 재차 집중될 시기. 사업 가치 1조원대로 가격 매력 높아짐

### 제로 베이스로 다시 보기

실적 발표 당일 동사 주가는 25% 급락했다. 4분기 예고했던 <붉은 사막>이 1분기로 미뤄졌기 때문이다. 이에 대한 풀어비스의 설명은 다음과 같았다. 글로벌 유통이 처음이다 보니 오프라인 납기를 맞추지 못해 지연되었다. 납득 가능한 이유라고 판단한다. 다만 반복된 지연이 낳은 업보가 투자자들의 화를 돋구었다고 생각한다.

지연 자체는 차치하고 마케팅 성과를 살펴보자. 지난 1일 <붉은 사막>은 차이나조이 B2C 부스를 내고 참가하며 높은 반응도를 이끌어냈다. 최근 <스텔라 블레이드>와 <P의 거짓> 서프라이즈 주요인이 중국이었던 점을 고려하면 현지 반응은 출시 후 성과에 대해 기대를 높일 수 있는 요인이다. <P의 거짓> 3관왕/300만장과 비교하여 <붉은 사막>의 성과를 예측하는 것은 적절치 못하다. <P의 거짓>은 당시 게임스컴 메인 스폰서였던 MS의 후광이 있었다. 1) <P의 거짓>은 게임패스 Day1에 포함되며 판매량에 기스가 났지만 <붉은 사막>은 이에 해당하지 않고 2) 얼리엑세스 등으로 콘텐츠 볼륨이 부족하거나 3) 일부 플랫폼만 출시하는 등의 핸디캡이 없다. 온전한 성과를 기대하는 이유다.

당사는 <붉은 사막>이 소니의 2025 회계연도에 해당하는 1Q26 출시를 예상한다. 여타 패키지 게임과 같이 2차년도에 DLC, 이후 멀티 플레이 요소 도입을 예상한다. 무엇보다 중요한 것은 가격이다. 급락으로 시가총액은 2조원까지 하락했다. 현금 2,500억원에 더해 과천 사옥, 아트센터 등 자산 가치 고려 시 사업 가치는 1조원대다. 최근 텐센트, 소니가 글로벌 성과를 거둔 게임사에 대한 투자 가치를 고려했을 때 출시 모멘텀 소멸 후에도 주가는 현재보다 높을 것으로 예상한다. GTA6가 5월로 결정되며 2026년은 재차 PC/콘솔에 투자자 이목이 집중될 전망이다. 지연은 아쉬우나 이유가 이해 가능하다면 한 분기 더 못 기다릴 이유는 없다. 2026년 시작을 열 동사 게임에 대한 베틀을 하기에 좋은 가격으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	333.5	-16.4	15.2	237	-135.7	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024	342.4	-12.3	60.3	939	296.8	12,545	29.5	2.2	116.9	7.9	41.8
2025E	321.2	-49.5	-96.7	-1,505	-260.3	11,039	-20.8	2.8	-62.5	-12.8	44.3
2026E	815.3	201.9	229.3	3,569	-337.1	14,609	8.8	2.1	7.8	27.8	33.8
2027E	553.8	86.0	115.3	1,795	-49.7	16,404	17.5	1.9	14.9	11.6	27.3

표1 펠어비스 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
24.10.24	검은사막 중국 OBT	PC	펠어비스	자체개발
1Q26	붉은사막	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
미정	도깨비	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
미정	플랜8	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발

주1: 상기 출시 일정은 펠어비스의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일  
 자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 최근 텐센트의 주요 게임사 지분 투자 및 인수 현황

유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	지분 투자 가치	내용
투자	2021-10-31	일본	카도가와	300억엔	프롭소프트웨어의 모회사, 지분 6.9% 인수
인수	2022-02-22	캐나다	Inflexion Games	미공개	<나이트게일> 개발사, 지분 전량 매입
투자	2022-08-10	한국	로얄크로우	미공개	<크로우즈> 개발사, 이전 서든어택 개발인력
투자	2022-08-31	일본	프롭소프트웨어	약 195억엔	<엘든링> <다크 소울> 개발사, 지분16.3% 인수
투자	2022-09-06	프랑스	유비소프트	약 3억 유로	지주회사 지분 49.9% 인수, 지분 9.2% 직접 인수
투자	2022-12-15	한국	시프트업	미공개	<승리의 여신:니케> 개발사, 지분 20% 취득
투자	2023-03-17	중국	쿠로 게임즈	미공개	<명조> 개발사, 지분 14.33% 확보
투자	2023-07-25	폴란드	Techland	약 63억 PLN	<Dying Light> 개발사, 지분 67% 인수
투자	2023년 말	한국	시프트업	미공개	기존 지분 20% → 40.1% 확대
투자	2024-04-29	핀란드	Remedy Entertainment	미공개	<Alan wake> 개발사, 기존 지분 3.8% → 14% 확대
투자	2024-06-07	스웨덴	Arrowhead Game Studios	8,300만 달러	<Helldivers> 시리즈 개발사, 지분 약 15.8% 매입
투자	2024-11-30	중국	쿠로 게임즈	미공개	지분 약 37% 추가 확보, 자회사로 영입(총 지분율 51.4%)
투자	2025-03-28	프랑스	유비소프트 자회사	11.6억 유로	<어쌔신 크리드> 포함한 핵심 IP 3종 지분 약 25% 보유

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표3 최근 소니의 주요 게임사 지분 투자 및 인수 현황

유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	지분 투자 가치	내용
인수	2022-01-31	미국	Bungie	36억 달러	<헤일로> <데스티니> 개발사
인수	2022-07-19	미국	Repeat.gg	미공개	e스포츠 토너먼트 플랫폼
투자	2022-09-01	일본	프롭소프트웨어	약 169억엔	<엘든링> <다크 소울> 개발사, 지분 14.1% 인수
투자	2024-12-19	일본	카도가와	약 500억엔	프롭소프트웨어 모회사 기존 지분 2% → 10% 확대
투자	2025-07-24	일본	반다이남코	약 650억엔	<철권> <건담 & 드래곤볼> 등 글로벌 자체 IP 보유, 지분 2.5% 인수

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표4 필어비스 실적 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>85.4</b>	<b>81.8</b>	<b>79.5</b>	<b>95.7</b>	<b>83.7</b>	<b>79.6</b>	<b>76.6</b>	<b>81.4</b>	<b>342.4</b>	<b>321.2</b>	<b>815.2</b>
PC	58.5	61.2	56.6	69.3	67.6	67.2	54.7	59.5	245.6	249.0	653.1
콘솔	4.2	3.3	2.2	3.6	2.5	2.4	3.4	3.1	13.4	11.4	96.7
모바일	22.0	17.1	15.6	18.2	13.4	9.5	13.6	14.3	73.1	50.7	55.4
기타	0.6	0.2	5.0	4.6	0.2	0.5	5.0	4.6	10.3	10.2	10.1
<b>% YoY</b>											
매출	-0.4	4.3	-6.4	13.4	-2.1	-2.7	-3.6	-15.0	2.7	-6.2	153.8
PC	-6.3	1.0	-17.2	4.3	15.6	9.9	-3.4	-14.2	-4.7	1.4	162.3
콘솔	-16.3	-14.9	-55.9	-8.8	-40.9	-27.3	50.5	-14.6	-25.5	-15.2	751.5
모바일	30.6	39.6	42.6	89.9	-39.4	-44.6	-13.3	-21.8	46.9	-30.6	9.2
기타	-52.8	-90.3	841.0	2.9	-71.1	186.1	0.2	0.9	28.8	-1.0	-1.0
<b>영업비용</b>	<b>84.9</b>	<b>87.6</b>	<b>88.7</b>	<b>93.5</b>	<b>88.9</b>	<b>91.3</b>	<b>93.3</b>	<b>97.2</b>	<b>354.7</b>	<b>370.7</b>	<b>613.4</b>
% to sales	99.3	107.1	111.6	97.7	106.3	114.8	121.8	119.4	103.6	115.4	75.2
% YoY	0.2	-5.3	7.1	4.0	4.8	4.3	5.2	3.9	1.4	4.5	65.4
인건비	46.7	46.6	44.3	47.2	49.0	47.7	47.3	47.8	184.9	191.9	226.8
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	18.1	16.5	18.3	71.0	70.2	176.5
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	10.5	10.5	14.4	33.6	42.6	125.5
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.1	6.0	6.1	25.2	24.5	24.4
기타	9.0	8.9	12.2	9.9	9.0	9.0	12.9	10.6	40.0	41.5	60.1
<b>영업이익</b>	<b>0.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>-9.2</b>	<b>2.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-11.8</b>	<b>-16.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>-12.3</b>	<b>-49.5</b>	<b>201.9</b>
% YoY	-46.3	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	0.7	-7.1	-11.6	2.3	-6.3	-14.8	-21.8	-19.4	-3.6	-15.4	24.8
<b>세전이익</b>	<b>17.2</b>	<b>10.1</b>	<b>-6.6</b>	<b>57.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-27.8</b>	<b>-40.5</b>	<b>-36.4</b>	<b>77.7</b>	<b>-106.2</b>	<b>240.0</b>
% YoY	26.7	흑전	적전	흑전	적전	적전	적지	적전	250.7	적전	흑전
<b>지배주주순이익</b>	<b>12.8</b>	<b>9.1</b>	<b>-7.8</b>	<b>46.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-22.7</b>	<b>-47.6</b>	<b>-27.0</b>	<b>60.3</b>	<b>-96.7</b>	<b>229.3</b>
% YoY	36.3	흑전	적전	흑전	-96.1	적전	적지	적전	296.8	적전	흑전

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

## 펼어비스 (263750)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>333.5</b>	<b>342.4</b>	<b>321.2</b>	<b>815.3</b>	<b>553.8</b>
매출액증가율(%)	-13.5	2.7	-6.2	153.8	-32.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	321.2	815.3	553.8
판매관리비	349.8	354.7	370.8	613.4	467.8
<b>영업이익</b>	<b>-16.4</b>	<b>-12.3</b>	<b>-49.5</b>	<b>201.9</b>	<b>86.0</b>
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-15.4	24.8	15.5
금융손익	24.7	69.3	-60.9	9.7	44.7
중속/관계기업손익	-6.4	-4.3	-4.3	-2.1	-1.9
기타영업외손익	20.2	25.0	8.5	30.5	25.0
세전계속사업이익	22.1	77.7	-106.2	240.0	153.8
법인세비용	6.9	17.3	-9.5	10.6	38.4
<b>당기순이익</b>	<b>15.2</b>	<b>60.3</b>	<b>-96.7</b>	<b>229.3</b>	<b>115.3</b>
지배주주지분 손이익	15.2	60.3	-96.7	229.3	115.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>32.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>-89.0</b>	<b>138.9</b>	<b>166.5</b>
당기순이익(손실)	15.2	60.3	-96.7	229.3	115.3
유형자산상각비	16.9	15.9	15.0	15.0	15.0
무형자산상각비	9.1	9.3	5.1	5.3	5.5
운전자본의 증감	8.3	-34.2	-12.4	-110.8	30.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>134.3</b>	<b>56.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>-92.7</b>	<b>-38.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-9.1	-3.0	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	-1.4	6.1	0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-89.6</b>	<b>-151.8</b>	<b>-5.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증감	-81.3	-145.3	-5.5	0.0	0.0
자본의 증가	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	76.1	-92.9	-101.3	46.2	128.4
기초현금	159.6	235.7	142.8	41.6	87.8
기말현금	235.7	142.8	41.6	87.8	216.2

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>582.8</b>	<b>453.3</b>	<b>347.0</b>	<b>576.2</b>	<b>653.1</b>
현금및현금성자산	235.7	142.8	41.6	87.8	216.2
매출채권	39.3	45.4	42.6	108.0	73.4
재고자산	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동자산	630.1	689.6	676.3	679.9	688.5
유형자산	194.4	188.8	193.8	198.8	203.8
무형자산	227.0	247.9	252.8	257.5	262.0
투자자산	167.8	213.2	214.6	208.5	207.7
<b>자산총계</b>	<b>1,212.9</b>	<b>1,142.8</b>	<b>1,023.2</b>	<b>1,256.1</b>	<b>1,341.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>315.9</b>	<b>133.2</b>	<b>141.0</b>	<b>140.6</b>	<b>217.4</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	162.9	5.5	0.0	0.0	81.0
비유동부채	172.0	203.7	173.0	177.0	70.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	81.2	81.2	81.2	0.2
<b>부채총계</b>	<b>487.9</b>	<b>336.9</b>	<b>314.0</b>	<b>317.5</b>	<b>287.7</b>
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	219.7	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	32.1	49.9	49.9	49.9	49.9
이익잉여금	498.2	558.6	461.9	691.2	806.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>725.0</b>	<b>806.0</b>	<b>709.3</b>	<b>938.6</b>	<b>1,053.9</b>

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,191	5,329	5,000	12,689	8,619
EPS(지배주주)	237	939	-1,505	3,569	1,795
CFPS	519	530	-1,465	3,920	2,510
EBITDAPS	151	201	-458	3,458	1,657
BPS	11,284	12,545	11,039	14,609	16,404
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	163.7	29.5	-20.8	8.8	17.5
PCR	74.7	52.3	-21.4	8.0	12.5
PSR	7.5	5.2	6.3	2.5	3.6
PBR	3.4	2.2	2.8	2.1	1.9
EBITDA(십억원)	9.7	12.9	-29.4	222.2	106.5
EV/EBITDA	229.0	116.9	-62.5	7.8	14.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.1	7.9	-12.8	27.8	11.6
EBITDA 이익률	2.9	3.8	-9.2	27.3	19.2
부채비율	67.3	41.8	44.3	33.8	27.3
금융비용부담률	3.8	2.0	1.2	0.5	0.7
이자보상배율(x)	-1.3	-1.8	-12.6	52.8	22.5
매출채권회전율(x)	8.3	8.1	7.3	10.8	6.1
재고자산회전율(x)		5,660.4	5,310.5		

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

