

EARNINGS
REVIEW

펠어비스 (263750/KQ)

이젠 출시일까지 잘 도달하는 것이 목표

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: <붉은사막> 프리오더 시작, 트리플 A 급과 유사한 상황**Key:** 출시일 내년 3월 변동 없음, 출시 전까지 마케팅 확대**Step:** 높은 기대감은 이미 반영, 출시 앞두고 변동성 높아 주의 필요

중립(유지)

목표주가: -

현재주가: 38,900 원

상승여력: -

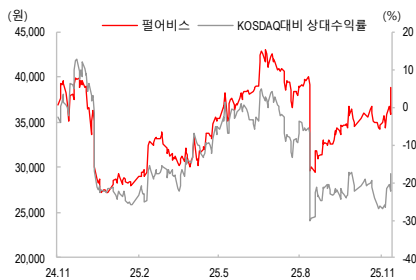
STOCK DATA

주가(25/11/12)	38,900 원
KOSDAQ	906.51pt
52 주 최고가	42,950 원
60 일 평균 거래대금	9 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,499 십억원
주요주주	
김대일(외 10)	37.34%
서용수	5.23%
외국인 지분율	6.78%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

3 분기 매출액 1,068 억원(+34.4% YoY, +34.3% QoQ), 영업이익 106 억원(흑전 YoY, QoQ), 당기순이익 290 억원(흑전 YoY, QoQ)으로 영업이익은 컨센서스를 상회했다. 검은사막 IP 매출이 795 억원으로 전분기대비 45% 증가한 효과가 주효했다. 신규 지역과 클래스 업데이트 효과로 PC 매출이 908 억원으로 전분기대비 34.3% 증가했다. 영업비용은 962 억원(+5.3% QoQ), <붉은사막> 프로모션을 위한 다수의 글로벌 게임쇼 참가에 따른 마케팅비가 QoQ +29.5% 증가했다.

<붉은사막> 내년 3월 출시까지 순항 중

금번 컨퍼런스 콜에서 <붉은사막>의 출시 일자(국내 기준 26/3/20)가 변동 없음을 확인했다. 소니 '스테이트 오브 플레이'에서 공개된 트레일러를 통해 프레임, 렌더링 품질이 검증되었고, 이후 해외 커뮤니티에서 높은 관심을 받았다. 10 월 IGN first 에서 공개한 신규 챕터 영상은 높은 조회 수를 기록하며 글로벌 팬들의 기대감을 입증했다. <붉은사막>의 프리오더도 시작, 피지컬 패키지 기준 스탠다드 \$70, 디럭스 \$90 으로 가격이 형성되었고, 콘솔 판매 비중이 높은 것으로 알려졌다. 현재까지의 프리오더 상황을 보면 트리플 A 급 타이틀과 유사한 수준으로 파악된다. 내년 1월 중순부터는 파트너사들과의 마케팅 강도를 높이며 출시 전 마케팅을 강화한다.

웰메이드 트리플 A 타이틀, 그러나 기대감은 이미 반영

<붉은사막>의 출시 일정이 또 다시 연기되지 않는 이상 현 주가에서 크게 흔들릴 요인은 없다. 방대한 콘텐츠, 타겟유층중의 높은 관심도는 이미 확인했고, 프리오더 진행 상황을 보면 시장 컨센서스 수준의 판매량 달성에는 큰 무리는 없어 보인다. 당사 추정치에는 26 년 판매량 500 만 장을 반영, 이를 뛰어넘기는 쉽지 않아 보이지만 만약 출시 초반 이를 상회할 조짐이 확인되면 추가적인 주가 상승은 가능하다. 다만 출시 초기 변동성이 높은 만큼 보수적인 접근이 필요하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	107	79	35.4	80	33.8	369	320	15.3	324	13.9
영업이익(십억원)	11	-16	-168.8	-12	-191.7	-2	-54	-96.3	-44	-95.5
지배주주순이익(십억원)	29	-5	-680.0	-8	-462.5	12	-43	-127.9	-39	-130.8
영업이익률(%)	10.3	-20.3	30.6%p	-15.0	25.3%p	-0.5	-16.9	16.4%p	-13.6	13.1%p
지배주주순이익률(%)	27.1	-6.3	33.4%p	-10.0	37.1%p	3.3	-13.4	16.7%p	-12.0	15.3%p

자료: SK 증권

필터비스 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	83.7	79.6	106.8	98.9	342.4	368.9	722.9
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.5	88.9	91.3	96.2	94.7	354.7	371.1	489.7
인건비	46.0	45.7	43.5	46.3	48.3	46.8	46.4	47.6	181.5	189.1	206.9
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	18.1	20.9	19.7	71.0	76.0	151.3
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	10.5	13.6	11.4	33.6	42.7	53.2
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.1	5.8	6.2	25.1	24.4	24.6
기타	9.7	9.8	13.1	10.8	9.7	9.8	9.5	9.8	43.4	38.9	53.7
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-5.2	-11.8	10.6	4.2	-12.3	-2.2	233.2
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%	9.9%	4.2%	-3.6%	-0.6%	32.3%
순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	0.5	-22.7	29.0	5.1	60.3	11.9	177.4
YoY growth rate											
매출액	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-2.7%	34.4%	3.3%	2.7%	7.8%	95.9%
PC	-6.8%	1.0%	-16.6%	4.9%	15.5%	10.7%	60.1%	20.4%	-4.6%	26.0%	50.9%
모바일	30.0%	40.3%	36.4%	90.1%	-38.5%	-44.2%	-30.6%	-50.6%	45.5%	-41.2%	-22.2%
콘솔	-9.5%	-17.3%	-54.1%	-14.7%	-41.1%	-27.8%	125.2%	3.7%	-25.1%	3.2%	1434.5%
영업비용	0.2%	-5.3%	7.1%	4.0%	4.8%	4.3%	8.5%	1.2%	1.4%	4.6%	32.0%
인건비	3.9%	-7.8%	6.9%	14.0%	5.0%	2.4%	6.6%	2.7%	3.6%	4.2%	9.4%
지급수수료	-10.8%	1.5%	18.6%	5.8%	1.4%	-1.6%	22.7%	6.9%	2.8%	7.2%	98.9%
광고선전비	0.4%	-8.8%	-11.5%	45.6%	29.3%	43.9%	52.7%	-3.6%	5.9%	27.1%	24.6%
상각비	1.5%	-2.2%	-3.6%	-7.9%	-1.9%	-4.7%	-5.6%	-0.1%	-3.1%	-3.1%	0.9%
기타	4.4%	-4.0%	15.9%	-36.6%	0.2%	0.3%	-27.3%	-9.1%	-9.3%	-10.4%	38.0%
영업이익	-46.3%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	91.5%	적지	적지	흑전
영업이익률	-0.6%p	10.9%p	-14.1%p	8.8%p	-7.0%p	-7.7%p	21.6%p	2.0%p	1.3%p	3.0%p	32.9%p
순이익	36.3%	흑전	적전	흑전	-96.1%	적전	흑전	-88.9%	292.2%	-80.2%	1387.2%

자료: 필터비스, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	79.2	77.5	316.8	211.4	106.8	98.9	313.8	216.0	34.9%	27.6%	-0.9%	2.2%
영업이익	-16.0	-21.1	160.2	77.2	10.6	4.2	169.2	80.4	흑전	흑전	5.6%	4.1%
순이익	-5.3	-15.0	131.1	67.5	29.0	5.1	122.4	59.3	흑전	흑전	-6.6%	-12.1%

자료: SK 증권

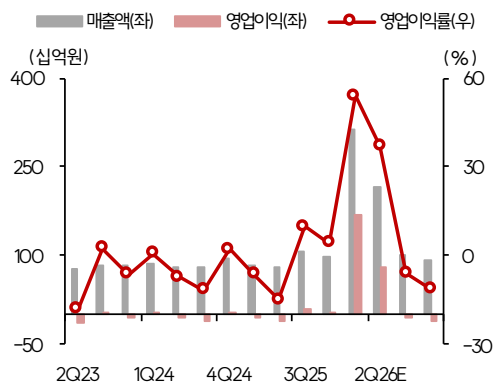
연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	319.9	701.9	522.0	368.9	722.9	560.9	15.3%	3.0%	7.4%
영업이익	-54.1	204.5	64.9	-2.2	233.2	87.1	적지	14.0%	34.1%
순이익	-42.5	178.1	62.4	11.9	177.4	66.2	흑전	-0.4%	6.1%

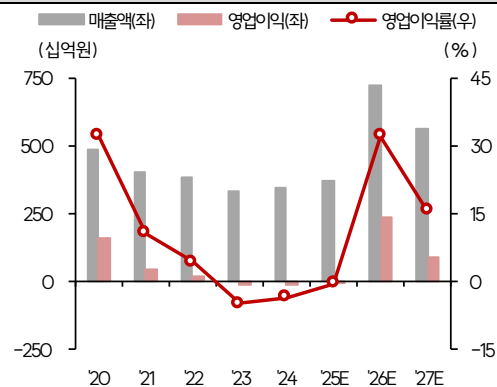
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



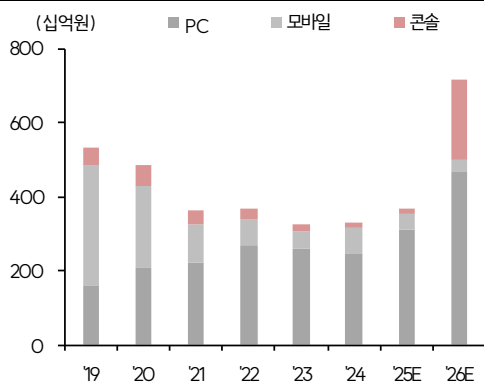
자료: 펄어비스, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



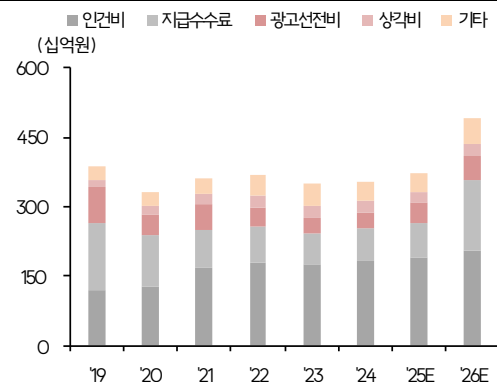
자료: 펄어비스, SK 증권

플랫폼별 매출 추이



자료: 펄어비스, SK 증권

항목별 영업비용 추이



자료: 펄어비스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	453	393	581	706
현금및현금성자산	236	143	69	279	343
매출채권 및 기타채권	51	63	65	61	74
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	692	665	652
장기금융자산	119	172	183	183	183
유형자산	194	189	195	180	166
무형자산	227	248	221	212	205
자산총계	1,213	1,143	1,085	1,246	1,358
유동부채	316	133	138	129	155
단기금융부채	163	5	6	5	6
매입채무 및 기타채무	17	17	55	51	62
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	136	129	149
장기금융부채	85	97	26	26	26
장기매입채무 및 기타채무	4	7	8	8	8
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	488	337	274	258	304
지배주주지분	725	806	811	988	1,054
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	570	748	814
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	811	988	1,054
부채와자본총계	1,213	1,143	1,085	1,246	1,358

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	32	-5	51	189	120
당기순이익(손실)	15	60	12	177	66
비현금성항목등	18	-26	23	66	23
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14
무형자산상각비	9	9	9	9	8
기타	-8	-51	-2	42	2
운전자본감소(증가)	8	-34	12	-12	33
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	-3	-5	5	-13
재고자산의감소(증가)	0	-0	-0	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	11	-4	11
기타	-18	-19	1	-103	-24
법인세납부	-9	-14	-3	-61	-23
투자활동현금흐름	134	56	-48	19	-54
금융자산의감소(증가)	71	48	-24	16	-45
유형자산의감소(증가)	-9	-3	-21	0	0
무형자산의감소(증가)	36	-1	18	0	0
기타	37	12	-21	3	-8
재무활동현금흐름	-90	-152	-72	-0	1
단기금융부채의증가(감소)	-90	-11	-70	-0	1
장기금융부채의증가(감소)	0	-141	-3	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	-74	210	64
기초현금	160	236	143	69	279
기말현금	236	143	69	279	343
FCF	23	-8	30	189	120

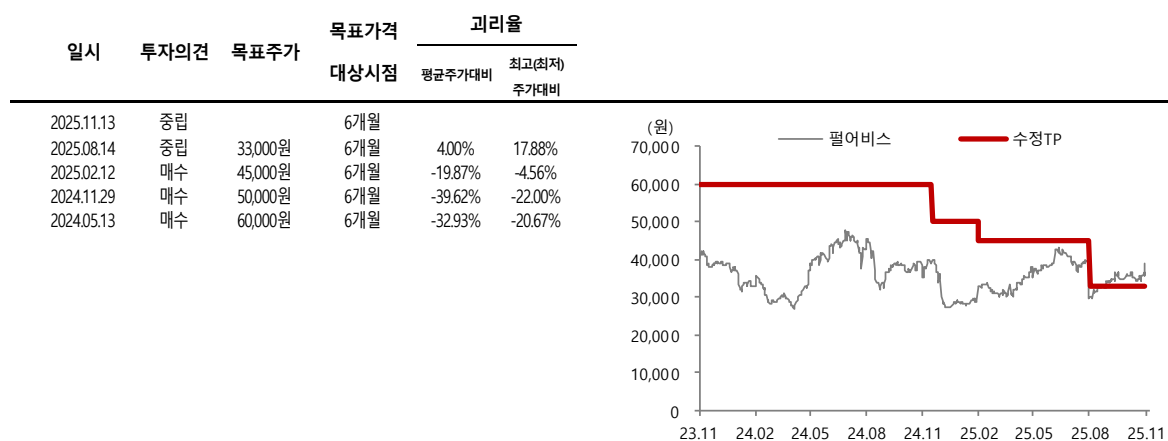
자료 : 펄어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	333	342	369	723	561
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	369	723	561
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	350	355	371	490	474
영업이익	-16	-12	-2	233	87
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-0.6	32.3	15.5
비영업손익	38	90	3	5	2
순금융손익	2	10	8	19	21
외환관련손익	3	30	-17	0	0
관계기업등 투자손익	-6	-4	-1	-5	-3
세전계속사업이익	22	78	1	238	89
세전계속사업이익률(%)	6.6	22.7	0.2	32.9	15.8
계속사업법인세	7	17	-11	61	23
계속사업이익	15	60	12	177	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15	60	12	177	66
순이익률(%)	4.6	17.6	3.2	24.5	11.8
지배주주	15	60	12	177	66
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	17.6	3.2	24.5	11.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	78	4	177	66
지배주주	18	78	4	177	66
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	10	13	22	257	109

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-13.5	2.7	7.8	95.9	-22.4
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-62.7
세전계속사업이익	흑전	250.7	-99.1	32,987.3	-62.7
EBITDA	-76.9	33.0	73.9	1,045.5	-57.7
EPS	흑전	296.8	-80.2	1,387.2	-62.7
수익성 (%)					
ROA	1.2	5.1	1.1	15.2	5.1
ROE	2.1	7.9	1.5	19.7	6.5
EBITDA마진	2.9	3.8	6.1	35.5	19.4
안정성 (%)					
유동비율	184.5	340.4	284.5	451.1	455.3
부채비율	67.3	41.8	33.9	26.1	28.8
순차입금/자기자본	-37.0	-33.7	-34.1	-47.5	-54.8
EBITDA/이자비용(배)	0.8	1.9	6.2	64.6	38.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	237	939	186	2,761	1,030
BPS	11,826	13,086	13,160	15,920	16,950
CFPS	642	1,331	569	3,130	1,365
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	163.7	29.5	209.6	14.1	37.8
PBR	3.3	2.1	3.0	2.4	2.3
PCR	60.3	20.8	68.4	12.4	28.5
EV/EBITDA	229.1	116.9	90.5	7.2	15.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



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 11월 13일 기준)

매수 92.64% 중립 7.36% 매도 0.00%