

# 펠어비스 (263750)

인터넷/게임  
Analyst 이효진  
hyojinlee@meritz.co.kr

## 〈붉은 사막〉 초기 성과 짚어보기

### 1Q26 Preview: 시장의 연간 추정치, 첫 분기에 넘어설 것

펠어비스의 연결 매출 및 영업이익은 4,775억원(+470% YoY)과 2,752억원(흑전 YoY)으로 시장의 연간 이익 눈높이(2,430억원)를 한 분기만에 넘어설 것으로 전망한다. ASP가 10만원을 상회해 추정치를 상향했다. 당사가 예상하는 첫 분기 판매량은 450만장(기존과 동일)으로 시장의 최종 판매 추정치(300~500만) 상단이다. 일각의 우려와 달리 1분기 마케팅비는 평분기 대비 100억원 높은 수준에 불과하다.

조작감 등 유저 불편함에 대해 당사는 빠른 패치로 분위기를 반전시키고 있다. 지난 6일간 〈붉은 사막〉 관련 스포츠는 약 15만개 생성된 것으로 추정되는데 〈엘드링〉에 준하는, 글로벌 출시 게임 중에서도 최상단에 속한다. 높은 UGC 생성 속도는 잠재 유저를 지속적으로 유입시킨다. 중국은 여전히 서프라이즈의 키로 남아 있다.

### 〈붉은 사막〉이 국내 게임 산업에 미칠 영향

지난주 〈P의 거짓〉은 누적 400만장을 돌파했다고 밝혔다. 출시 2년 반만이다. 〈붉은 사막〉은 첫 4일간 3천억원(300만장)의 매출이 발생했으며 현재 속도라면 이달 내 400만장 달성이 유력하다. 〈스텔라 블레이드〉와 〈P의 거짓〉이 2년여에 걸쳐 기록한 판매량을 〈붉은 사막〉이 n일차에 달성하는 이유는 동시 출시를 결정했기 때문이다. 스팀은 접근 가능한 소비자 풀을 대폭 확대하는데 특히 출시 초기, 플랫폼 효과가 극대화된다. 최근 프리미엄 게임은 2년차부터 매년 DLC를 출시하는 트렌드를 보인다. 〈붉은 사막〉도 유사한 궤적이며 최종적으로 멀티 대전으로 전향이 예상된다. 검은사막 모바일(일매출 1억원 이하)과 CCP게임즈(25년 410억원 적자)의 인력 재배치 등 조치가 취해진다면 비용은 추가적으로 감소한다.

〈붉은 사막〉의 상업적 성공은 글로벌 투자자의 한국 게임사에 대한 관심을 불러 일으킨다(3.19 [〈K-Game, Pivoting〉](#) 참조). 특히 프리미엄 시장(50\$ 이상)에서의 성공은 기업의 밸류에이션을 높인다. 〈그림13〉에서와 같이 모바일은 15배로 수렴시키나 콘솔 게임사는 20배 이상에 거래된다. 산업의 흐름을 바꾸는 기업은 보통 대장주 역할을 한다. 국내 게임주에 대한 바스켓 매매에서 펠어비스를 소외시킬 필요는 없어 보인다.

Meritz Research 2026. 3. 26

**Buy**

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	62,000원
현재주가 (3.25)	50,200원
상승여력	23.5%

KOSDAQ	1,159.55pt
시가총액	32,252억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	58.34%
외국인비중	3.20%
52주 최고/최저가	68,500원/29,500원
평균거래대금	491.5억원

### 주요주주(%)

김대일 외 10 인	37.21
------------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	36.8	56.1
상대주가	-1.3	0.6	-4.2

### 주가그래프



(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
2025	365.6	-14.8	-8.4	-131	-113.9	12,414	-285.5	3.0	446.0	-1.0	39.4
2026E	985.3	412.4	351.5	5,471	-4,276.9	17,885	9.2	2.8	6.4	36.1	27.6
2027E	563.5	148.5	170.9	2,660	-51.4	20,545	18.9	2.4	15.1	13.8	21.1

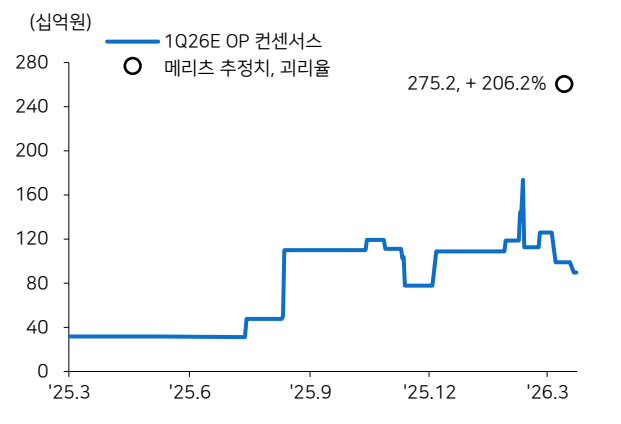
(십억원)	1Q26E	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	477.5	83.7	470.5	95.5	400.0	435.7	9.6	252.7	88.9
영업이익	275.2	-5.2	흑전	-8.4	흑전	247.4	11.2	89.9	206.2
세전이익	280.3	-1.5	흑전	-2.8	흑전	260.2	7.7	108.3	158.8
순이익	210.2	0.5	42,012.8	-15.2	흑전	195.1	7.7	72.5	190.0
영업이익률(%)	57.6	-6.3		-8.8		56.8		35.6	
세전이익률(%)	58.7	-1.7		-3.0		59.7		42.9	
순이익률(%)	44.0	0.6		-15.9		44.8		28.7	

주: 4Q25 세전이익, 순이익은 2025년 12월 사업보고서 기준 수치에서 역산해 적용  
 자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	985.3	916.5	7.5	563.5	449.6	25.3
영업이익	412.4	362.9	13.6	148.5	60.2	146.5
세전이익	469.0	427.1	9.8	229.4	141.2	62.5
순이익	351.5	320.0	9.8	170.9	105.4	62.1
영업이익률(%)	41.9	39.6	+2.3%p	26.3	13.4	+12.9%p
세전이익률(%)	47.6	46.6	+1.0%p	40.7	31.4	+9.3%p
순이익률(%)	35.7	34.9	+0.8%p	30.3	23.4	+6.9%p

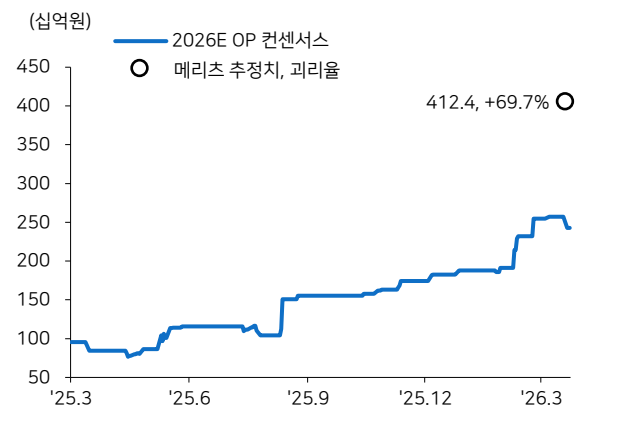
자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26E 영업이익, 컨센서스 206% 상회 전망



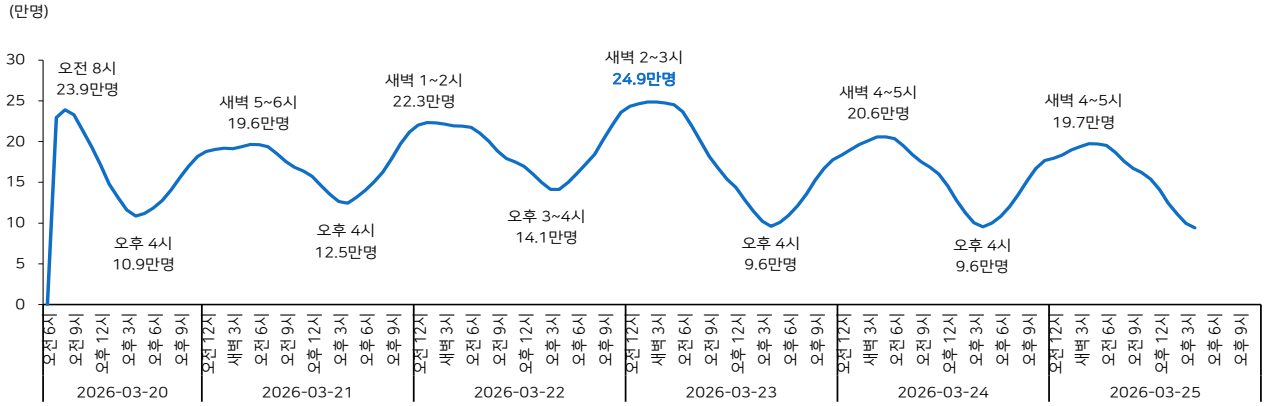
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 70% 상회 전망



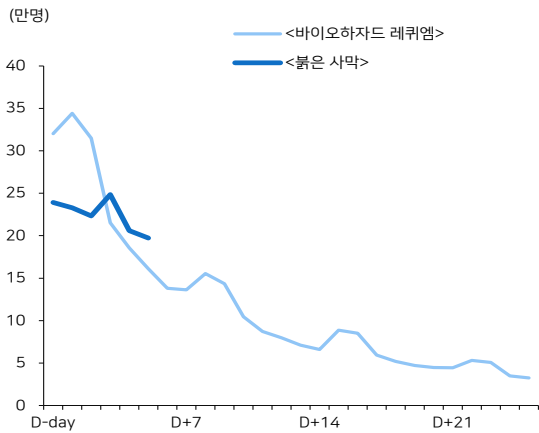
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <붉은 사막> 어디에서 하고 있을까? : 주요 유저는 서구권. 이번주만 동시 접속자수가 관전 포인트



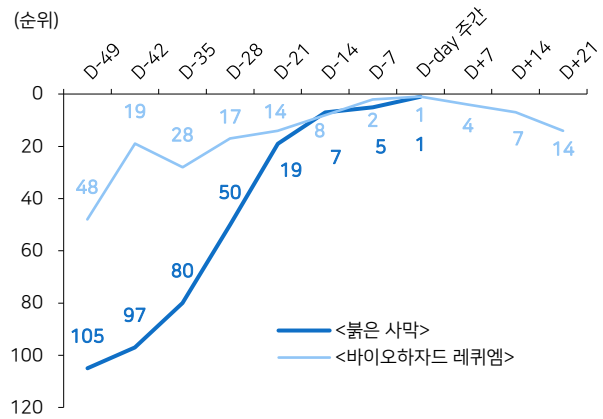
주: 2026.3.25 오후 4시까지 기준 / 자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <바하9>는 5일간 500만, 2주간 600만장 판매



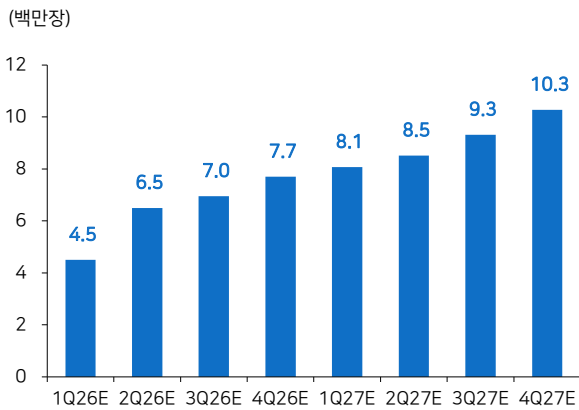
주: 스팀 동시 접속자수 / 자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 <붉은 사막>, <바이오하azard 레퀴엠> 스팀 매출 순위



주: 글로벌 주간 매출 순위 기준 / 자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림6 <붉은 사막> 누적 판매량 가정



주: 조작 패치 후 중국 유입되면 연내 천만 달성도 가능  
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 국가별 <붉은 사막> 스팀 리뷰: 아시아와 서구권으로 양분

- English Very Positive (25,150)
- Simplified Chinese Mixed (5,424)
- Korean Mixed (4,910)
- Russian Mostly Positive (4,461)
- German Very Positive (1,158)
- Spanish - Spain Very Positive (1,045)
- Portuguese - Brazil Very Positive (957)
- French Very Positive (803)
- Turkish Very Positive (693)
- Traditional Chinese Mixed (558)
- Japanese Mixed (482)
- Spanish - Latin America Very Positive (433)
- Polish Mostly Positive (350)
- Italian Very Positive (255)
- Thai Mostly Positive (238)

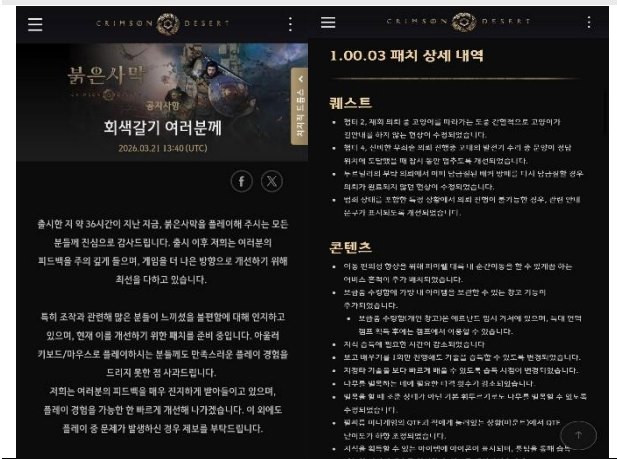
주: 2026.3.25 오후 5시 기준  
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림8 <P의 거짓>, 출시 2년반만에 판매량 400만 돌파



자료: 네오위즈

그림10 <붉은 사막> 이용자 불편사항 수정 중



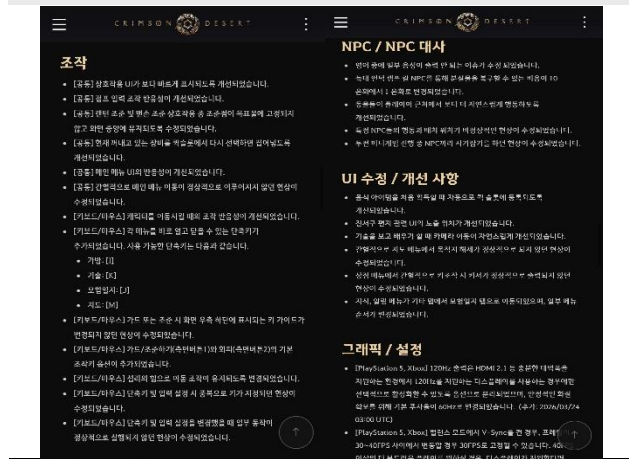
자료: 필어비스

그림9 <붉은 사막>, 출시 4일만에 매출 3천억 돌파



자료: 필어비스

그림11 <붉은 사막> 향후 조작 패치도 예정



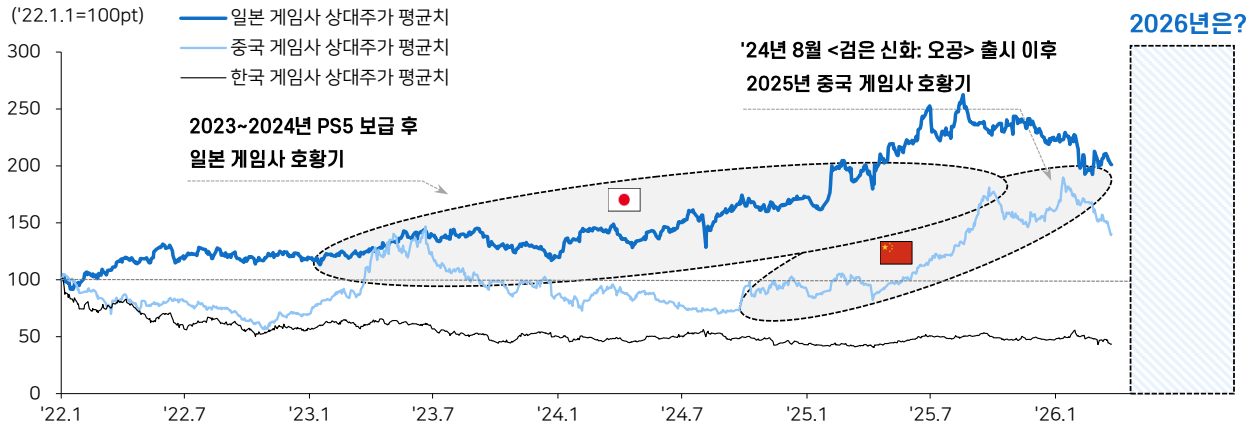
자료: 필어비스

표3 국내 게임사 주가 절대수익률: YTD 기준 내림차순

(단위: %)	YTD	전일	1 주 전	1 개월 전	3 개월 전	6 개월 전	1 년 전
필어비스	34.2	23.3	-23.5	-1.8	34.4	36.8	56.1
데브시스터즈	32.0	14.6	-5.3	1.0	31.8	-23.7	3.2
NHN	29.3	2.0	-4.1	-3.0	29.7	40.6	104.3
엔씨	12.9	4.6	-1.1	-4.2	8.9	1.8	41.0
넷마블	6.5	0.2	-4.3	-10.5	3.8	-19.6	27.7
네오위즈	4.1	3.5	-8.0	-4.0	0.2	-3.3	16.6
크래프톤	-2.2	1.7	2.8	-9.6	-3.0	-19.7	-28.4
카카오게임즈	-4.8	1.4	4.7	-5.8	-7.2	-11.8	-7.3
더블유게임즈	-6.3	1.1	-2.5	-10.2	-8.7	-6.0	-1.2
넥슨게임즈	-6.7	1.8	1.2	-7.1	-8.7	-22.2	-14.6
시프트업	-11.3	5.7	2.1	-5.7	-13.7	-22.3	-42.5
위메이드	-11.4	3.3	-3.5	-16.8	-12.3	-17.7	-27.3

주: 2026.3.25 증가 기준 / 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 23/24 일본 게임사 아웃퍼폼, 24.08 <검은 오공> 이후 25년 중국 게임사 아웃퍼폼. 26년은?

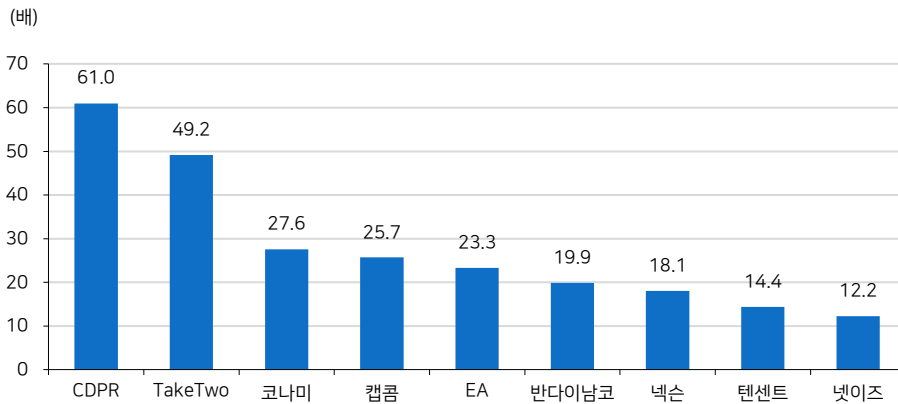


주1: 2026.3.24 종가 기준. 넥슨은 한국게임사에 포함.

주2: 일본게임사(반다이남코, 캡콤, 코나미, 스퀘어에닉스), 중국게임사(텐센트, 넷이즈, 37인터랙티브, 퍼펙트월드, 쿤룬, 자이언트 네트워크, 지비츠), 국내 게임사(엔씨소프트, 크래프톤, 넷마블 필어비스, 카카오게임즈, 네오위즈, 위메이드, 데브시스터즈, 웹젠, 컴투스, 넥슨게임즈) 상대 주가 평균 기준

자료: Bloomberg, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 글로벌 게임사 2026년 PER: 모바일이면 15배, 프리미엄 게임이면 20배 이상



주: 2026.3.25 오후 2시 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 펠어비스 실적 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출</b>	<b>83.7</b>	<b>79.6</b>	<b>106.8</b>	<b>95.5</b>	<b>477.5</b>	<b>245.3</b>	<b>122.2</b>	<b>140.4</b>	<b>365.6</b>	<b>985.3</b>	<b>563.5</b>
PC	67.6	67.2	85.3	74.0	322.4	164.8	90.2	109.8	294.2	687.2	406.4
콘솔	2.5	2.4	5.0	4.5	144.6	70.8	15.8	14.2	14.4	245.5	105.8
모바일	13.4	9.5	10.0	11.7	10.2	9.2	9.7	11.2	44.6	40.2	39.0
기타	0.2	0.5	6.5	5.2	0.2	0.5	6.5	5.2	12.4	12.4	12.4
<b>% YoY</b>											
매출	-2.1	-2.7	34.4	-0.2	470.5	208.3	14.4	47.0	6.8	169.5	-42.8
PC	15.6	9.9	50.6	6.8	376.6	145.2	5.8	48.2	19.8	133.6	-40.9
콘솔	-40.9	-27.3	124.4	23.8	5,674.4	2,885.1	215.4	215.0	7.6	1,604.1	-56.9
모바일	-39.4	-44.6	-35.9	-35.6	-23.4	-3.6	-3.8	-4.6	-38.9	-9.8	-3.1
기타	-71.1	186.1	31.6	14.8	12.5	8.0	-0.4	-0.5	20.2	0.1	0.0
<b>영업비용</b>	<b>88.9</b>	<b>91.3</b>	<b>96.2</b>	<b>103.9</b>	<b>202.3</b>	<b>140.1</b>	<b>103.2</b>	<b>127.4</b>	<b>380.4</b>	<b>572.9</b>	<b>415.0</b>
% to sales	106.3	114.8	90.1	108.8	42.4	57.1	84.4	90.8	104.1	58.1	73.7
% YoY	4.8	4.3	8.5	11.1	127.5	53.3	7.3	22.6	7.2	50.6	-27.6
인건비	49.0	47.7	47.3	48.0	59.0	57.7	51.5	59.4	192.0	227.6	194.7
지급수수료	17.3	18.1	20.9	19.2	82.7	43.0	24.5	29.9	75.5	180.1	108.9
광고선전비	7.3	10.5	13.6	12.3	26.2	16.5	12.1	12.3	43.7	67.1	42.0
상각비	6.3	6.1	5.8	5.8	5.9	5.9	5.8	5.9	24.1	23.5	24.6
기타	9.0	9.0	8.6	18.6	28.3	17.0	9.3	19.9	45.1	74.5	44.7
<b>영업이익</b>	<b>-5.2</b>	<b>-11.8</b>	<b>10.6</b>	<b>-8.4</b>	<b>275.2</b>	<b>105.3</b>	<b>19.0</b>	<b>13.0</b>	<b>-14.8</b>	<b>412.4</b>	<b>148.5</b>
% YoY	적전	적지	흑전	적전	흑전	흑전	79.1	흑전	적지	흑전	-64.0
영업이익률(%)	-6.3	-14.8	9.9	-8.8	57.6	42.9	15.6	9.2	-4.1	41.9	26.3
<b>세전이익</b>	<b>-1.5</b>	<b>-27.8</b>	<b>23.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>280.3</b>	<b>117.1</b>	<b>42.8</b>	<b>28.8</b>	<b>-9.0</b>	<b>469.0</b>	<b>229.4</b>
% YoY	적전	적전	흑전	적전	흑전	흑전	85.4	흑전	적전	흑전	-51.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.5</b>	<b>-22.7</b>	<b>29.0</b>	<b>-15.2</b>	<b>210.2</b>	<b>87.8</b>	<b>32.1</b>	<b>21.3</b>	<b>-8.4</b>	<b>351.5</b>	<b>170.9</b>
% YoY	-96.1	적전	흑전	적전	42,012.8	흑전	10.8	흑전	적전	흑전	-51.4

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>333.5</b>	<b>342.4</b>	<b>365.6</b>	<b>985.3</b>	<b>563.5</b>
매출액증가율(%)	-13.5	2.7	6.8	169.5	-42.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	365.6	985.3	563.5
판매관리비	349.8	354.7	380.4	572.9	415.0
<b>영업이익</b>	<b>-16.4</b>	<b>-12.3</b>	<b>-14.8</b>	<b>412.4</b>	<b>148.5</b>
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	41.9	26.3
금융손익	24.7	69.3	1.2	37.2	57.0
중속/관계기업손익	-6.4	-4.3	-0.9	-0.9	-1.0
기타영업외손익	20.2	25.0	5.5	20.2	25.0
세전계속사업이익	22.1	77.7	-9.0	469.0	229.4
법인세비용	6.9	17.3	-0.6	117.5	58.5
<b>당기순이익</b>	<b>15.2</b>	<b>60.3</b>	<b>-8.4</b>	<b>351.5</b>	<b>170.9</b>
지배주주지분 순이익	15.2	60.3	-8.4	351.5	170.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>32.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>-11.4</b>	<b>231.5</b>	<b>250.1</b>
당기순이익(손실)	15.2	60.3	-8.4	351.5	170.9
유형자산상각비	16.9	15.9	14.5	14.5	14.5
무형자산상각비	9.1	9.3	5.1	5.3	5.5
운전자본의 증감	8.3	-34.2	-22.6	-139.8	59.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>134.3</b>	<b>56.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>-92.7</b>	<b>-37.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-9.1	-3.0	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	-1.4	6.1	1.1
<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	-23.7	138.8	212.3
기초현금	159.6	235.7	142.8	119.1	257.9
기말현금	235.7	142.8	119.1	257.9	470.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>582.8</b>	<b>453.3</b>	<b>434.8</b>	<b>785.7</b>	<b>909.4</b>
현금및현금성자산	235.7	142.8	119.1	257.9	470.2
매출채권	39.3	45.4	48.4	130.5	74.6
재고자산	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>630.1</b>	<b>689.6</b>	<b>676.7</b>	<b>680.8</b>	<b>689.7</b>
유형자산	194.4	188.8	194.3	199.8	205.2
무형자산	227.0	247.9	252.8	257.5	262.0
투자자산	167.8	213.2	214.6	208.5	207.4
<b>자산총계</b>	<b>1,212.9</b>	<b>1,142.8</b>	<b>1,111.5</b>	<b>1,466.6</b>	<b>1,599.1</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
<b>비유동부채</b>	<b>172.0</b>	<b>203.7</b>	<b>173.0</b>	<b>177.0</b>	<b>61.7</b>
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>279.1</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	550.2	901.6	1,072.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>725.0</b>	<b>806.0</b>	<b>797.6</b>	<b>1,149.0</b>	<b>1,320.0</b>

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,191	5,329	5,690	15,336	8,770
EPS(지배주주)	237	939	-131	5,471	2,660
CFPS	519	530	18	7,407	3,557
EBITDAPS	151	201	75	6,728	2,623
BPS	11,284	12,545	12,414	17,885	20,545
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	-285.5	9.2	18.9
PCR	74.7	52.3	2,032.6	6.8	14.1
PSR	7.5	5.2	6.6	3.3	5.7
PBR	3.4	2.2	3.0	2.8	2.4
EBITDA(십억원)	9.7	12.9	4.8	432.3	168.5
EV/EBITDA	229.0	116.9	446.0	6.4	15.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.1	7.9	-1.0	36.1	13.8
EBITDA 이익률	2.9	3.8	1.3	43.9	29.9
부채비율	67.3	41.8	39.4	27.6	21.1
금융비용부담률	3.8	2.0	1.1	0.4	0.7
이자보상배율(x)	-1.3	-1.8	-3.8	108.0	38.9
매출채권회전율(x)	8.3	8.1	7.8	11.0	5.5
재고자산회전율(x)		5,660.4	6,043.7		

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

