

펄어비스 (263750)

4월은 중국이다

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

스팀 플랫폼 효과에 붙은 화력: 중국 틱톡이 반응하기 시작했다

숏츠의 성장은 게임 산업에 부정적 영향을 미쳤다. 특히 모바일 게임 위주인 국내 업체는 더욱 큰 타격을 입었다. 그러나 숏츠의 중독성과 높은 화제성이 게임에 긍정적 효과를 불러올 수도 있음이 확인되고 있다.

<붉은 사막>은 게임 내 다양한 콘텐츠와 물리 엔진의 상호 작용이 시작적 쾌감을 부여한다. 구매 주요층인 북미/유럽에서 약 60%의 UGC 생산을 담당하고 있고 약 20%는 한국에서 만들어졌다. 게이머들은 자발적으로 숏폼 콘텐츠를 생산했는데 바이럴에 힘입어 지난 주말 2주차임에도 스팀 동시 접속자 수가 전고점을 돌파했다.

동기간, 중국은 비교적 조용했다. 전체 중 중국 비중도 10%에 미치지 못한 것으로 추정한다. 출시 초반 조작감과 최적화에 불만을 표하며 게이머들이 등을 돌렸다. 그러나 지난 주말, 조작감 패치가 이루어지며 중국 틱톡인 '더우인'에서 반응이 포착되기 시작했다. (#红色沙漠) 숏츠가 바이럴을 타며 게임 매출 순위는 3위까지 상승했다.

4월 4일부터 6일은 중국 청명절 연휴다. 일반적으로 숏츠가 구매로 전환되기까지 2~3일 소요되는 점을 고려했을 때 빠르면 오는 주말 효과가 포착되기 시작할 것으로 예상된다. 2분기 중국 판매량을 200만장 신규 가정했다. <바하9>의 성과를 참조했다.

실적 상향 반영, 적정주가 10만원 상향

중국에서의 상업적 성공은 다음 시나리오에 대한 가능성을 높인다. 모바일화 판권 계약 및 글로벌 게임사의 지분투자가 다음 수순으로 예상된다. <엘드링>이 유사 사례다.

펄어비스 적정주가를 10만원으로 상향한다. <붉은 사막>은 완전한 이익 레버리지 구간에 진입해 2025년 시장 눈높이의 2배에 달하는 성과가 예상된다. 스팀 플랫폼 효과와 숏폼의 소비자 자발적 마케팅 덕분이다. 2년차에 출시될 것으로 예상하는 DLC 판매량도 덩달아 상향되고 있다. <그림10>에서와 같이 모바일은 15배에 불과하나 콘솔 게임사는 20배 이상에 거래된다. 실적의 계속되는 상향, 밸류에이션, 글로벌 협업 등 아직 <붉은 사막>은 보여줄 것이 많아 보인다.

Meritz Research 2026. 4. 1

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (3.31)	69,000원
상승여력	44.9%

KOSDAQ	1,052.39pt
시가총액	44,331억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	58.34%
외국인비중	4.21%
52주 최고/최저가	69,000원/29,500원
평균거래대금	694.9억원

주요주주(%)

김대일 외 10인	37.21
-----------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.7	94.6	130.0
상대주가	45.9	55.7	47.1

주가그래프



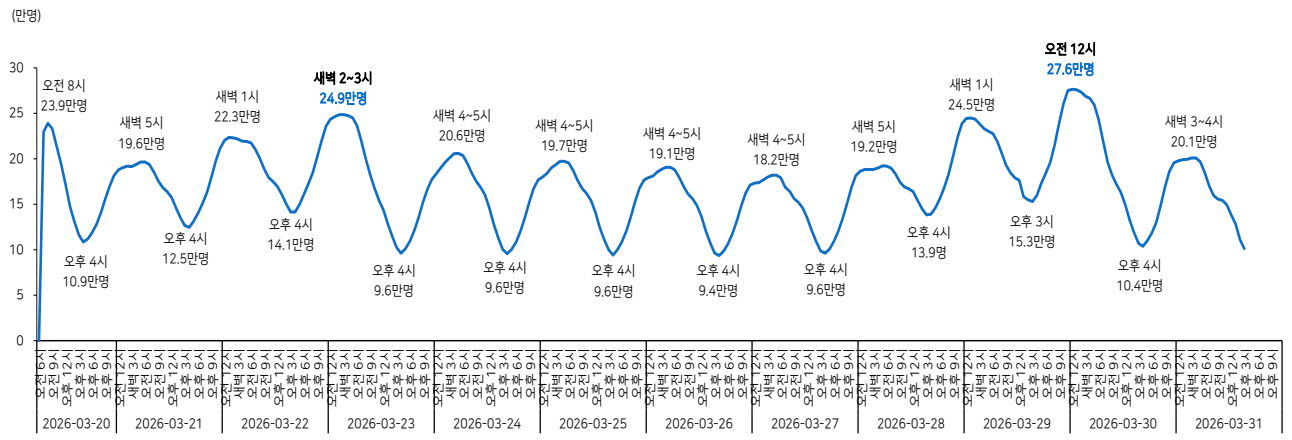
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	333.5	-16.4	15.2	237	-135.7	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024	342.4	-12.3	60.3	939	296.8	12,545	29.5	2.2	116.9	7.9	41.8
2025	365.6	-14.8	-8.4	-131	N/A	12,438	-285.5	3.0	227.3	-1.0	43.8
2026E	1,126.0	515.5	460.3	7,164	N/A	19,602	9.6	3.5	7.1	44.7	25.2
2027E	591.2	169.4	186.9	2,908	-59.4	22,510	23.7	3.1	18.6	13.8	18.5

표1 펠어비스 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	5,036 2026년, 2027년 지배순이익 기준 EPS 평균치
적정배수(X)	20 <붉은 사막> 글로벌 성공 반영, 콘솔사 밸류에이션 하단으로 변경 (기존 18.7배)
적정주가(원)	100,000 100,723 천원 단위 절사
현재주가(원)	69,000
상승여력(%)	44.9

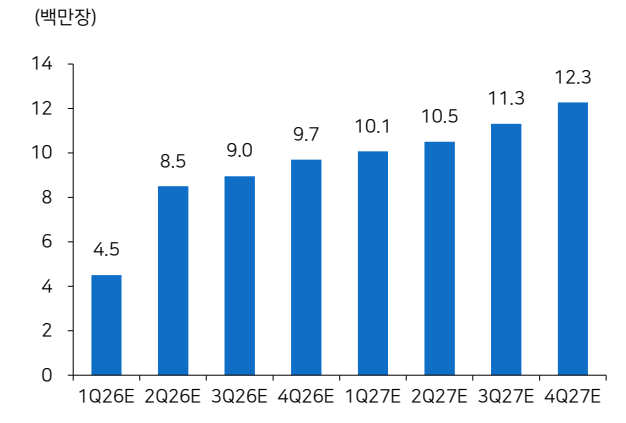
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 <붉은 사막> 시간대별 동시 접속자수: 싱글 플레이에서 이례적인, 파도의 마루와 골 모두 높아지는 모습



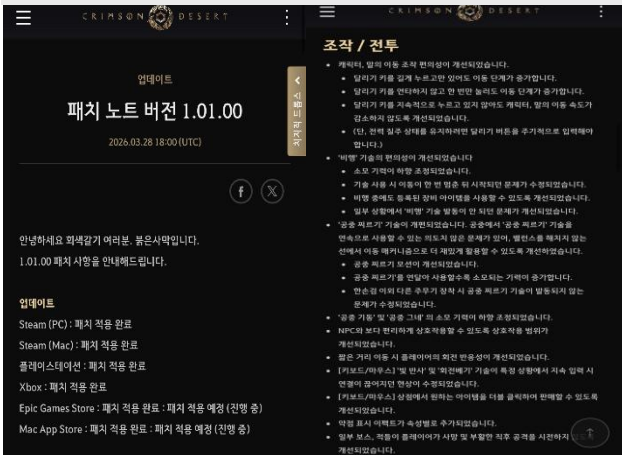
주: 2026.3.31 오후 3시까지 기준
 자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림2 <붉은 사막> 누적 판매량 가정



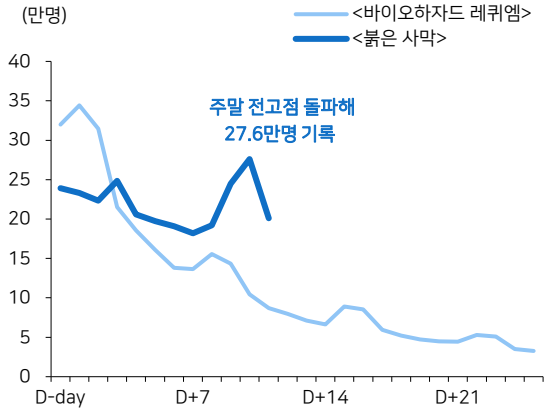
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림3 3월 29일, 가장 불만 많던 조작 패치 발표



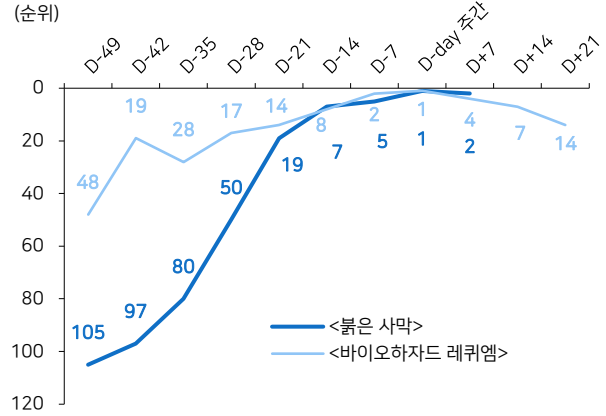
자료: 펠어비스

그림4 일간 동시 접속자수 추이 vs. <바하9>



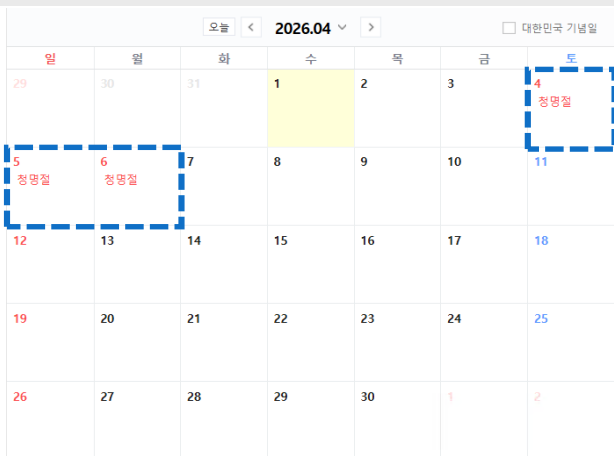
자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 <붉은 사막> 출시 2주차 스팀 2위 예상



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

그림6 중국, 오는 주말은 '청명절 연휴'



자료: NAVER

그림7 <검은 신화: 오공> 2,200만장 중 70%가 중화권



자료: Game Science

그림8 3월 25일 기준 리뷰

- 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

그림9 3/31: 아직 돌아섰던 중국인이 모두 돌아오지는 않았다

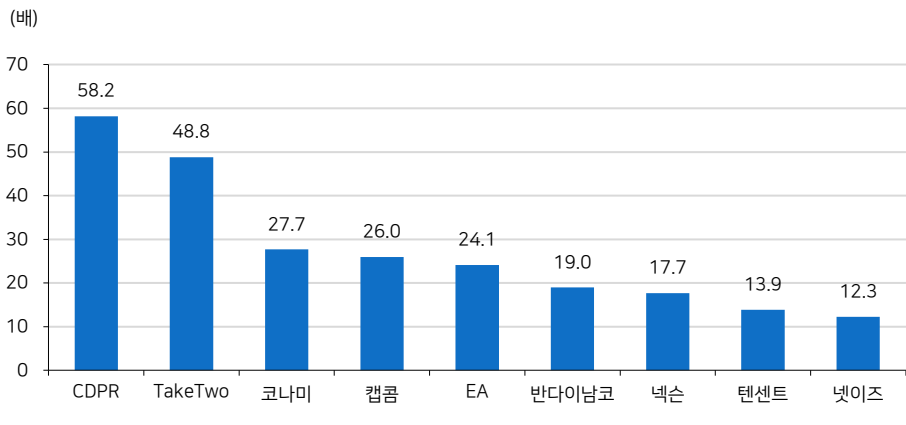
- English **Very Positive** (36,021)
- Simplified Chinese **Mixed** (7,273)
- Korean **Mostly Positive** (7,097)
- Russian **Mostly Positive** (5,743)
- German **Very Positive** (1,766)
- Spanish - Spain **Very Positive** (1,495)
- Portuguese - Brazil **Very Positive** (1,392)
- French **Very Positive** (1,256)
- Turkish **Very Positive** (1,001)
- Traditional Chinese **Mixed** (764)
- Japanese **Mixed** (625)
- Spanish - Latin America **Very Positive** (578)
- Polish **Very Positive** (473)
- Italian **Very Positive** (359)
- Thai **Very Positive** (305)
- Ukrainian **Mostly Positive** (258)
- Czech **Very Positive** (216)

주: 2026.3.31 오후 3시 기준
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

표2 텐센트와 소니, <엘드링> 차지하기 위한 지분 경쟁					
회사	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	지분 투자 가치	내용
투자	2021-10-31	일본	카도카와	약 300억엔	프롬소프트웨어의 모회사, 지분 6.9% 인수
투자	2022-08-31	일본	프롬소프트웨어	약 195억엔	<엘드링> <다크 소울> 개발사, SixJoy HK 명의로 지분 16.3% 인수
투자	2025-03-03	일본	카도카와	비공개	1.11% 지분 추가 취득해 누계 7.97% 확보
소니	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	지분 투자 가치	내용
투자	2021-02-04	일본	카도카와	약 50억엔	사이버에이전트와 동시 발행. 142만 2,475주(약 2%) 확보
투자	2022-08-31	일본	프롬소프트웨어	약 169억엔	텐센트와 동시 발행. <엘드링> <다크 소울> 개발사, 지분 14.1% 인수
투자	2024-12-19	일본	카도카와	약 500억엔	프롬소프트웨어 모회사 기존 지분 2% → 약 10%로 확대

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림10 글로벌 게임사 2026년 PER: 모바일이면 15배, 프리미엄 게임이면 20배 이상



주: 2026.3.31 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 필어비스 실적 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	83.7	79.6	106.8	95.5	479.9	364.8	142.3	139.0	365.6	1,126.0	591.2
PC	67.6	67.2	85.3	74.0	324.8	284.3	109.3	108.0	294.2	826.4	431.8
콘솔	2.5	2.4	5.0	4.5	144.6	70.8	16.8	14.7	14.4	246.9	108.0
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
% YoY											
매출	-2.1	-2.7	34.4	-0.2	473.5	358.5	33.2	45.5	6.8	208.0	-47.5
PC	15.6	9.9	50.6	6.8	380.3	322.9	28.2	45.8	19.8	180.9	-47.8
콘솔	-40.9	-27.3	124.4	23.8	5,674.4	2,885.1	234.9	224.7	7.6	1,613.9	-56.2
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
영업비용	88.9	91.3	96.2	103.9	203.1	175.8	108.0	123.6	380.4	610.5	421.8
% to sales	106.3	114.8	90.1	108.8	42.3	48.2	75.9	89.0	104.1	54.2	71.4
% YoY	4.8	4.3	8.5	11.1	128.3	92.4	12.3	19.0	7.2	60.5	-30.9
인건비	49.0	47.7	47.3	51.2	59.0	57.7	51.5	59.4	195.2	227.6	198.0
지급수수료	17.3	18.1	20.9	19.2	83.3	72.9	29.3	29.4	75.5	214.9	115.3
광고선전비	7.3	10.5	13.6	12.3	26.2	16.5	12.1	12.3	43.7	67.1	42.3
상각비	6.3	6.1	5.8	5.9	6.0	5.9	5.9	6.0	24.1	23.7	24.8
기타	9.0	9.0	8.6	15.4	28.5	22.8	9.3	16.6	41.9	77.1	41.4
영업이익	-5.2	-11.8	10.6	-8.4	276.9	189.0	34.3	15.4	-14.8	515.5	169.4
% YoY	적전	적지	흑전	적전	흑전	흑전	222.6	흑전	적지	흑전	-67.1
영업이익률(%)	-6.3	-14.8	9.9	-8.8	57.7	51.8	24.1	11.0	-4.1	45.8	28.6
세전이익	-1.5	-27.8	23.1	-2.8	298.4	206.6	63.8	36.9	-9.0	605.7	250.3
% YoY	적전	적전	흑전	적전	흑전	흑전	176.2	흑전	적전	흑전	-58.7
지배주주순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	229.8	154.9	47.9	27.7	-8.4	460.3	186.9
% YoY	-96.1	적전	흑전	적전	45,922.5	흑전	65.1	흑전	적전	흑전	-59.4

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	333.5	342.4	365.6	1,126.0	591.2
매출액증가율(%)	-13.5	2.7	6.8	208.0	-47.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	365.6	1,126.0	591.2
판매관리비	349.8	354.7	380.4	610.5	421.8
영업이익	-16.4	-12.3	-14.8	515.5	169.4
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	45.8	28.6
금융손익	24.7	69.3	1.2	70.9	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	605.7	250.3
법인세비용	6.9	17.3	-0.6	145.5	63.4
당기순이익	15.2	60.3	-8.4	460.3	186.9
지배주주지분 손이익	15.2	60.3	-8.4	460.3	186.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	32.4	-5.4	23.9	312.3	263.4
당기순이익(손실)	15.2	60.3	-8.4	460.3	186.9
유형자산상각비	16.9	15.9	14.6	14.6	14.6
무형자산상각비	9.1	9.3	9.6	9.6	9.6
운전자본의 증감	8.3	-34.2	11.6	-172.1	52.4
투자활동 현금흐름	134.3	56.5	-22.4	-58.9	-36.8
유형자산의증가(CAPEX)	-9.1	-3.0	-2.6	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	-14.1	4.5	2.0
재무활동 현금흐름	-89.6	-151.8	-9.4	-5.2	0.0
차입금의 증감	-81.3	-145.3	-9.5	-5.2	0.0
자본의 증가	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	76.1	-92.9	-9.0	248.2	226.6
기초현금	159.6	235.7	142.8	133.9	382.1
기말현금	235.7	142.8	133.9	382.1	608.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	582.8	453.3	444.8	905.5	1,039.2
현금및현금성자산	235.7	142.8	133.9	382.1	608.7
매출채권	39.3	45.4	36.7	113.1	59.4
재고자산	0.0	0.1	0.2	0.7	0.4
비유동자산	630.1	689.6	704.3	671.2	675.1
유형자산	194.4	188.8	178.1	183.5	188.9
무형자산	227.0	247.9	257.0	257.4	257.9
투자자산	167.8	213.2	226.4	221.9	219.9
자산총계	1,212.9	1,142.8	1,149.1	1,576.7	1,714.3
유동부채	315.9	133.2	135.7	137.0	212.7
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	5.2	0.0	81.0
비유동부채	172.0	203.7	214.3	180.3	55.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	81.2	56.2	56.2	-24.8
부채총계	487.9	336.9	350.0	317.3	268.0
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	46.8	46.8	46.8
이익잉여금	498.2	558.6	550.2	1,010.4	1,197.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	725.0	806.0	799.1	1,259.4	1,446.2

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	5,191	5,329	5,690	17,526	9,202
EPS(지배주주)	237	939	-131	7,164	2,908
CFPS	519	530	116	9,601	3,938
EBITDAPS	151	201	145	8,400	3,012
BPS	11,284	12,545	12,438	19,602	22,510
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	163.7	29.5	-285.5	9.6	23.7
PCR	74.7	52.3	323.8	7.2	17.5
PSR	7.5	5.2	6.6	3.9	7.5
PBR	3.4	2.2	3.0	3.5	3.1
EBITDA(십억원)	9.7	12.9	9.3	539.7	193.5
EV/EBITDA	229.0	116.9	227.3	7.1	18.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.1	7.9	-1.0	44.7	13.8
EBITDA 이익률	2.9	3.8	2.6	47.9	32.7
부채비율	67.3	41.8	43.8	25.2	18.5
금융비용부담률	3.8	2.0	1.0	0.3	0.6
이자보상배율(x)	-1.3	-1.8	-3.9	145.4	49.2
매출채권회전율(x)	8.3	8.1	8.9	15.0	6.9
재고자산회전율(x)		5,660.4	2,039.2	2,323.3	1,059.6

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 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

