



펠어비스 (263750)

컨센서스 상회 추정, 다가오는 붉은사막

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 44,000원

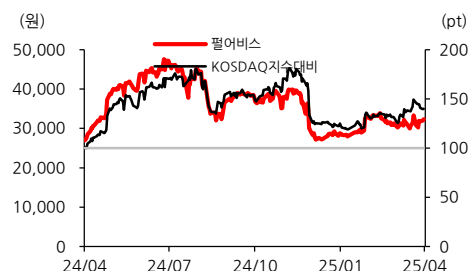
현재 주가(4/16)	31,950 원
상승여력	▲37.7%
시가총액	20,527 억원
발행주식수	64,248 천주
52 주 최고가 / 최저가	47,600 / 27,000 원
90 일 일평균 거래대금	57.0 억원
외국인 지분율	8.3%
주주 구성	
김대일 (외 11 인)	37.3%
서용수 (외 1 인)	5.2%
자사주 (외 1 인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	11.3	-13.3	18.3
상대수익률(KOSDAQ)	7.0	14.8	-4.6	34.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	333	342	542	531
영업이익	-16	-12	99	91
EBITDA	10	13	123	114
지배주주순이익	15	60	119	105
EPS	237	939	1,932	1,709
순차입금	-256	-270	-397	-533
PER	163.7	29.5	16.5	18.7
PBR	3.4	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA	230.3	117.1	13.4	13.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	2.1	7.9	13.7	10.7

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 영업이익 컨센서스를 상회한 것으로 추정합니다. 수년간 기다려온 붉은사막 출시 일정에 대한 기대감과 실망감이 반복되었기에 주가의 다운사이드 리스크는 제한적이라고 판단합니다. 점진적인 매수 대응 의견을 제시합니다.

1Q25 실적은 영업이익 컨센서스 상회 추정

동사의 1Q25 실적은 매출액 857억 원, 영업이익 7억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 -51억 원을 상회한 것으로 추정한다. 검은사막IP 매출은 QoQ 9% 감소에 그친 650억 원, 이브IP 매출은 QoQ 2% 감소한 195억 원을 예상한다. 기존 매출 하향 우려에도 북미 유럽 지역 내 견조한 매출 수준은 이어지고 있는 것으로 파악된다. 전사 인력은 약 1,300명 수준이 지속되고 있고, 인건비는 QoQ 3% 감소를 추정한 다. 마케팅비는 QoQ 38% 줄어든 것으로 예상하는데, 대규모 업데이트가 없었고, GDC 행사 비용 역시 제한적인 마케팅 집행에 그쳤다.

5월부터 붉은사막 B2C 마케팅 본격화 예상

최근 동사의 주가는 시장 변동성과 게임주 디레이팅 국면에도 불구하고 바닥을 다지고 있기에 붉은사막 출시 모멘텀을 기대할 수 있는 시기는 임박했다고 판단한다. 검은사막 IP 매출의 저점을 확인했고, 수급도 빈 집으로 유리하다. 회사가 공개한 4Q25 출시 일정은 변함없고, 올해 거의 매월 마다 대기 중인 게임쇼, 이벤트 등 로드맵이 차질 없이 진행 중인 것으로 파악된다. 3월 진행된 GDC의 경우 B2B 특성이 강했지만, 5월 팩스이스트(미국)를 시작으로 본격화되는 일반 유저 대상 B2C 마케팅은 출시 일정 구체화에 대한 가능성을 점차 확인시킬 것으로 예상된다. 지난해에는 공개되지 않은, 전투 시스템을 넣은 오픈월드 신규 빌드도 공개된다면 주가 모멘텀이 될 것으로 본다.

목표주가 4만 4천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 4만 4천 원('25년 EPS에 목표배수 P/E 22배)으로 낮춰 제시한다. 기존 실적 변동성은 제한적이고, 수년간 기다려온 붉은사막 출시 일정에 대한 기대감과 실망감도 반복되었기에 주가의 다운사이드 리스크 역시 제한적이라고 판단한다. 점진적인 매수 대응 의견을 제시한다.

[표1] 필어비스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	85.7	80.4	81.3	294.2	385.7	333.5	342.4	541.6
YoY (%)	(0.4)	4.3	(6.4)	13.4	0.3	(1.6)	2.4	207.3	(4.5)	(13.5)	2.7	58.2
PC	40.5	39.6	36.1	49.2	42.6	41.1	37.5	50.9	198.1	184.8	165.5	172.0
모바일	22.0	17.1	15.6	18.2	16.5	17.1	17.7	18.2	70.2	49.7	73.0	69.6
콘솔	4.2	3.3	2.2	3.6	3.5	3.5	3.6	101.2	24.7	18.0	13.4	111.8
붉은사막								97.5				97.5
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.4	84.9	85.1	86.1	186.6	369.3	349.8	354.5	442.7
YoY (%)	0.2	(5.3)	7.1	3.8	0.1	(2.9)	(2.9)	99.8	2.4	(5.3)	1.3	24.9
인건비	46.6	46.5	44.2	46.9	45.6	46.2	44.7	47.8	178.1	176.0	184.2	184.2
자급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	16.4	15.6	17.1	95.8	78.4	69.1	71.0	144.9
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	7.6	8.1	26.5	41.0	31.8	33.6	49.5
D&A	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	25.7	26.0	25.2	25.4
기타비용	9.1	9.1	12.4	10.0	9.4	9.3	9.7	10.1	46.1	47.0	40.6	38.6
영업이익	0.6	(5.8)	(9.2)	2.4	0.7	(4.6)	(4.8)	107.6	16.4	(16.4)	(12.1)	98.9
YoY (%)	(46.3)	적지	적전	흑전	23.4	적지	적지	4,471	(61.9)	적전	적지	흑전
영업이익률 (%)	0.7	(7.1)	(11.6)	2.5	0.8	(5.8)	(5.9)	36.6	4.2	(4.9)	(3.5)	18.3
당기순이익	12.8	9.1	(7.8)	46.2	10.5	6.2	6.2	95.7	(41.4)	25.3	60.3	118.7
YoY (%)	36.3	흑전	적지	흑전	(18.0)	(31.7)	흑전	107.1	(169.7)	흑전	138.9	96.7
순이익률 (%)	15.0	11.2	(9.8)	48.3	12.3	7.8	7.6	32.5	(10.7)	7.6	17.6	21.9

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	386	333	342	542	531
매출총이익	386	333	342	542	531
영업이익	16	-16	-12	99	91
EBITDA	42	10	13	123	114
순이자손익	-3	2	10	10	11
외화관련손익	12	3	30	20	10
지분법손익	6	-6	12	0	0
세전계속사업손익	-56	22	78	148	131
당기순이익	-43	15	60	119	105
지배주주순이익	-43	15	60	119	105
증가율(%)					
매출액	n/a	-13.5	2.7	58.2	-2.0
영업이익	n/a	적전	적지	흑전	-8.0
EBITDA	n/a	-76.9	33.0	857.3	-7.4
순이익	n/a	흑전	296.8	96.7	-11.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	4.2	-4.9	-3.6	18.3	17.1
EBITDA 이익률	10.9	2.9	3.8	22.8	21.5
세전이익률	-14.5	6.6	22.7	27.4	24.7
순이익률	-11.1	4.6	17.6	21.9	19.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	48	32	-5	135	143
당기순이익	-43	15	60	119	105
자산상각비	26	26	25	25	23
운전자본증감	-15	8	-34	-13	11
매출채권 감소(증가)	5	1	-3	-104	36
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	89	-28
투자활동 현금	-108	134	56	-16	-17
유형자산처분(취득)	-93	-9	-3	-5	-5
무형자산 감소(증가)	12	36	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-30	70	48	-9	-10
재무현금흐름	-23	-90	-152	0	0
차입금의 증가(감소)	-23	-90	-152	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	75	33	34	147	133
(-)운전자본증가(감소)	-204	-137	27	13	-11
(-)설비투자	94	9	3	5	5
(+)자산매각	12	36	0	0	0
Free Cash Flow	198	197	3	129	138
(-)기타투자	215	91	-6	2	2
잉여현금	-18	106	9	128	136
NOPLAT	12	-11	-10	79	73
(+) Dep	26	26	25	25	23
(-)운전자본투자	-204	-137	27	13	-11
(-)Capex	94	9	3	5	5
OpFCF	148	142	-15	86	102

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	557	583	453	686	787
현금성자산	351	508	372	500	636
매출채권	52	51	63	168	132
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	690	672	655
투자자산	225	209	253	254	256
유형자산	210	194	189	178	168
무형자산	231	227	248	239	231
자산총계	1,223	1,213	1,143	1,358	1,442
유동부채	236	316	133	226	201
매입채무	47	45	43	132	104
유동성이자부채	94	168	5	5	5
비유동부채	287	172	204	208	212
비유동이자부채	235	85	97	97	97
부채총계	523	488	337	433	413
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	559	677	782
자본조정	-6	0	21	21	21
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
자본총계	699	725	806	925	1,030

주요지표 (단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-669	237	939	1,932	1,709
BPS	10,887	11,284	12,545	14,392	16,025
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,173	519	530	2,292	2,063
ROA(%)	-3.3	1.2	5.1	9.5	7.5
ROE(%)	-6.1	2.1	7.9	13.7	10.7
ROIC(%)	2.0	-2.8	-3.1	24.8	24.3
Multiples(x, %)					
PER	-62.7	163.7	29.5	16.5	18.7
PBR	3.9	3.4	2.2	2.2	2.0
PSR	7.0	7.5	5.2	3.8	3.9
PCR	35.8	74.7	52.3	13.9	15.5
EV/EBITDA	63.5	230.3	117.1	13.4	13.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	74.8	67.3	41.8	46.9	40.1
Net debt/Equity	-3.2	-35.3	-33.4	-43.0	-51.8
Net debt/EBITDA	-52.5	-2,639.4	-2,090.2	-321.8	-466.4
유동비율	235.6	184.5	340.4	304.1	391.9
이자보상배율	1.8	n/a	n/a	19.3	17.8
자산구조(%)					
투자자본	46.5	29.6	34.2	29.5	24.1
현금+투자자산	53.5	70.4	65.8	70.5	75.9
자본구조(%)					
차입금	32.0	25.8	11.3	10.0	9.0
자기자본	68.0	74.2	88.7	90.0	91.0

[Compliance Notice]

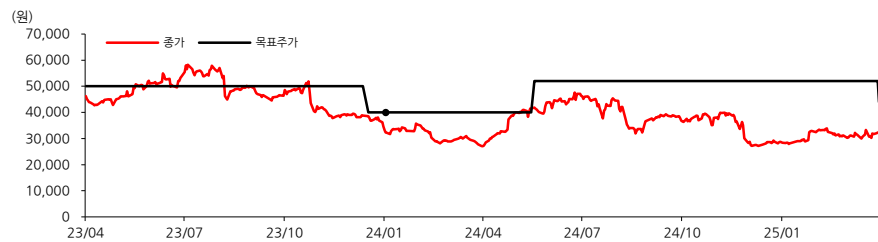
(공표일: 2025년 4월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[펠어비스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.07.13	2024.01.02	2024.06.03	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	40,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2024.09.03	2024.11.19	2025.04.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	52,000	52,000	44,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Hold	40,000	-17.33	3.75
2024.06.03	Buy	52,000	-30.12	-8.46
2025.04.17	Buy	44,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%