

풀어비스 (263750)

이젠 붉은사막 출시 이후가 더 걱정

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

29,650 원(08/13)

시가총액

1,905(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 796억원(-3%yoy), 영업적자 118억원(적자지속yoy) 기록. 시장 컨센서스(-96억원) 하회
- 검은사막IP(549억원)는 대형 업데이트 부재로 매출이 부진했고, 이브IP(242억원)는 신규 확장팩 출시 효과가 있었으나 유의미한 매출 반등은 제한적이었음. 비용에서는 오프라인 행사 개최 및 게임쇼 참가에 따른 마케팅 비용이 전분기 대비 증가함
- 검은사막과 이브 모두 장기화된 IP인 만큼 향후에도 유의미한 반등을 보여주긴 어려우며, 하반기 붉은사막 관련 마케팅 활동으로 인해 분기 영업적자는 하반기에도 이어질 전망
- 올해 4분기로 예정됐던 붉은사막의 출시가 내년 1분기로 연기됨.** 올해 연말에서 내년초로 연기됐기 때문에 그 기간이 길진 않으나, 연이은 출시 지연으로 인해 신작에 대한 기대감이 줄어들어 판매 성과에 대한 부담이 더 커짐. 현재 스팀 위시리스트에서도 44위를 기록하는 등 좋지 못한 유저 기대 지표를 보여줌
- 출시 지연으로 인한 붉은사막 판매량 추정치의 변동은 없으나, 붉은사막 개발 기간에 발생한 연이은 개발 지연은 **내년 1분기 붉은사막 출시 이후에 또 다시 찾아올 장기간의 신작 공백에 대한 우려로 이어짐.** 이는 동사의 밸류에이션에도 부담으로 작용할 수 있음. 이에 동사에 대한 투자의견 HOLD를 유지함

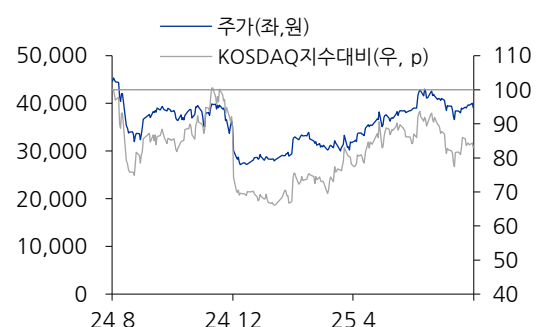
주가(원, 08/13)	29,650
시가총액(십억원)	1,905
발행주식수	64,248천주
52주 최고가	46,150원
최저가	26,750원
52주 일간 Beta	0.68
60일 일평균거래대금	79억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(2025F)	0.0%
주주구성	
김대일 (외 11인)	37.3%
서용수 (외 1인)	5.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-29.4	-18.7	-40.0
절대기준	-27.7	-10.0	-33.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(25)	-47	69	▼
영업이익(26)	121	51	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	333	342	323	585
영업이익	-16	-12	-47	121
세전손익	22	78	-42	127
당기순이익	15	60	-33	98
EPS(원)	237	939	-507	1,524
증감률(%)	흑전	296.8	적전	흑전
PER(배)	163.7	31.6	na	19.5
ROE(%)	2.1	7.9	-4.1	11.9
PBR(배)	3.4	2.4	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	229.8	126.8	na	10.8

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 필어비스 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	83.7	79.6	80.7	79.0	203.5	145.2	131.7	104.7	322.9	585.1
(%yoy)	-2.1%	-2.7%	1.5%	-17.5%	-2.0%	1.1%	13.0%	12.0%	-5.7%	81.2%
게임부문	83.5	79.1	79.5	75.0	203.3	144.8	130.5	100.7	317.1	579.3
기타부문	0.2	0.5	1.2	4.0	0.2	0.5	1.2	4.0	5.9	5.9
영업비용	88.9	91.3	92.8	97.2	134.6	114.8	110.4	104.5	370.2	464.3
(%yoy)	4.8%	4.3%	4.6%	4.0%	51.4%	25.7%	19.0%	7.5%	4.4%	25.4%
영업이익	-5.2	-11.8	-12.1	-18.2	68.9	30.4	21.3	0.2	-47.3	120.8
(%yoy)	적자전환	적자지속	적자지속	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-6.3%	-14.8%	-15.0%	-23.0%	33.8%	21.0%	16.2%	0.2%	-14.6%	16.5%
영업외손익	3.8	-16.0	4.8	13.0	1.5	1.5	1.5	1.5	5.5	6.0
세전이익	-1.5	-27.8	-7.3	-5.1	70.4	31.9	22.8	1.7	-41.7	126.8
당기순이익	0.5	-22.7	-6.4	-4.0	54.2	24.6	17.8	1.3	-32.6	97.9
(%yoy)	-96.1%	적자전환	적자지속	적자전환	10755%	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	333.5	342.4	322.9	585.1
영업이익	-16.4	-12.1	-47.3	120.8
세전이익	22.1	78.4	-41.7	126.8
지배순이익	15.2	61.0	-32.6	97.9
EPS(원)	237	939	-507	1,524
PER(배)	163.7	31.6	na	19.5
OPM(%)	-4.9%	-3.5%	-14.6%	20.6%
NPM(%)	4.6%	17.8%	-10.1%	16.7%

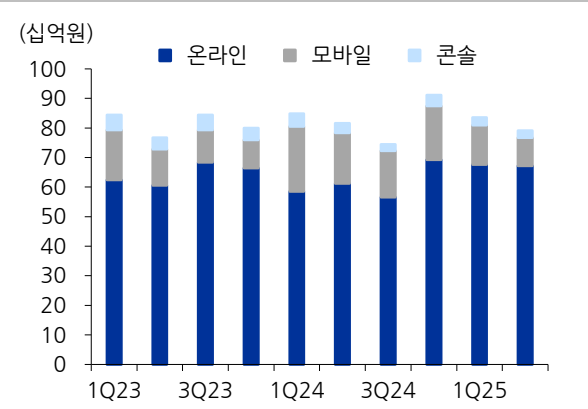
자료: 유진투자증권

도표 3. 펠어비스 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	323	585	489	476	-33.9%	22.9%
영업이익	-47	121	69	51	적자전환	137.3%
세전이익	-42	127	95	80	적자전환	58.8%
지배순이익	-33	98	73	62	적자전환	58.1%
% of Sales						
영업이익	-14.6%	20.7%	14.1%	10.7%		
세전이익	-13.0%	21.7%	19.4%	16.8%		
지배순이익	-10.2%	16.8%	14.9%	13.0%		

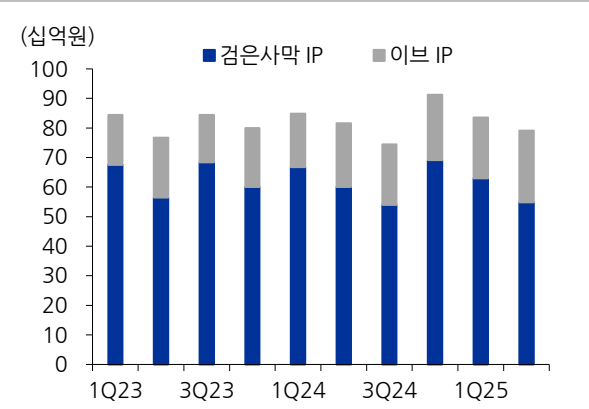
자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 4. 게임부문 플랫폼별 매출 추이



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 5. 게임부문 IP 별 매출 추이



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 6. 검은사막 PS5, XSX|S 버전(6/27 출시)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 7. 검은사막 '2025 하이델 연회'(6/28)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 8. 이브온라인 확장팩 'LEGION'(5/27 출시)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 9. 이브온라인 Fanfest 2025(5/1-3)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 10. 붉은사막 '차이나조이 2025'(8/1-4) 부스



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 11. 붉은사막 '게임스컴 2025'(8/20-24) 출품



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 12. 붉은사막 스팀 위시리스트 44위(8/13)

37.	Fable	—	—	TBA	48,927	+181
38.	The Bustling World	—	—	TBA	74,086	+190
39.	KARLSON	—	—	Soon	159,587	+78
40.	SAND	—	—	2025	57,023	+169
41.	Paralives	—	—	Dec 2025	148,380	+369
42.	Crosswind	Free	—	Soon	55,262	+1,149
43.	Beautiful Light	—	—	Dec 2026	58,680	+79
44.	Crimson Desert	—	—	2025	37,637	+633
45.	Nivalis	—	—	2025	47,188	+145
46.	Deep Rock Galactic: Rogue Core	—	—	TBA	54,164	+263
47.	No, I'm not a Human	—	—	Q3 2025	30,052	+460
48.	Paradise	Free	—	Soon	101,675	+526
49.	Anno 117: Pax Romana	\$59.99	—	Nov 2025	41,793	+639
50.	Low-Budget Repairs	—	—	Soon	37,020	+460
51.	Onimusha: Way of the Sword	—	—	2026	22,274	+133

자료: SteamDB, 유진투자증권

필어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	1,223	1,213	1,143	1,108	1,224
유동자산	557	583	453	423	545
현금성자산	351	508	372	352	457
매출채권	52	51	63	53	70
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	690	685	679
투자자산	225	209	253	270	281
유형자산	210	194	189	177	167
기타	231	227	248	239	231
부채총계	523	488	337	333	351
유동부채	236	316	133	131	145
매입채무	47	45	43	40	53
유동성이자부채	94	163	5	5	5
기타	96	108	85	86	86
비유동부채	287	172	204	202	206
비유동이자부채	235	85	97	96	96
기타	52	87	107	106	110
자본총계	699	725	806	775	873
지배지분	699	725	806	775	873
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	559	526	624
기타	(6)	0	21	22	22
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	806	775	873
총차입금	329	248	102	102	102
순차입금	(22)	(261)	(270)	(250)	(355)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	48	32	(5)	(4)	123
당기순이익	(43)	15	60	(33)	98
자산상각비	26	26	25	25	23
기타비현금성손익	93	(8)	(51)	(41)	(40)
운전자본증감	(15)	8	(34)	5	(3)
매출채권감소(증가)	5	1	(3)	9	(17)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	(2)	13
기타	(20)	7	(31)	(2)	1
투자현금	(108)	134	56	(46)	(28)
단기투자자산감소	(30)	70	48	(32)	(11)
장기투자증권감소	1	6	12	(8)	(10)
설비투자	94	9	3	3	5
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	12	36	(1)	(1)	(1)
재무현금	(23)	(90)	(152)	(1)	0
차입금증가	(23)	(90)	(152)	(1)	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(84)	76	(93)	(50)	94
기초현금	244	160	236	143	93
기말현금	160	236	143	93	187
Gross Cash flow	75	33	34	(6)	126
Gross Investment	93	(73)	25	8	21
Free Cash Flow	(18)	106	9	(14)	105

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	386	333	342	323	585
증가율(%)	(4.5)	(13.5)	2.7	(5.7)	81.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	342	323	585
판매 및 일반관리비	369	350	355	370	464
기타영업손익	2	(5)	1	4	25
영업이익	16	(16)	(12)	(47)	121
증가율(%)	(61.9)	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	42	10	13	(23)	144
증가율(%)	(37.5)	(76.9)	33.0	적전	흑전
영업외손익	(72)	38	90	6	6
이자수익	7	15	16	14	14
이자비용	9	13	7	5	5
지분법손익	6	(6)	12	(2)	(1)
기타영업손익	(76)	42	69	(2)	(2)
세전순이익	(56)	22	78	(42)	127
증가율(%)	적전	흑전	250.7	적전	흑전
법인세비용	(13)	7	17	(9)	29
당기순이익	(43)	15	60	(33)	98
증가율(%)	적전	흑전	296.8	적전	흑전
지배주주지분	(43)	15	60	(33)	98
증가율(%)	적전	흑전	296.8	적전	흑전
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(669)	237	939	(507)	1,524
증가율(%)	적전	흑전	296.8	적전	흑전
수정EPS(원)	(669)	237	939	(507)	1,524
증가율(%)	적전	흑전	296.8	적전	흑전

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(669)	237	939	(507)	1,524
BPS	10,887	11,284	12,545	12,057	13,581
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	163.7	31.6	n/a	19.5
PBR	3.9	3.4	2.4	2.5	2.2
EV/ EBITDA	63.5	229.8	126.8	n/a	10.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	35.8	74.7	55.9	n/a	15.1
수익성(%)					
영업이익율	4.2	(4.9)	(3.6)	(14.6)	20.6
EBITDA이익율	10.9	2.9	3.8	(7.0)	24.6
순이익율	(11.1)	4.6	17.6	(10.1)	16.7
ROE	(6.1)	2.1	7.9	(4.1)	11.9
ROIC	2.0	(2.8)	(3.1)	(11.0)	31.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(3.2)	(36.0)	(33.4)	(32.3)	(40.7)
유동비율	235.6	184.5	340.4	322.6	376.0
이자보상배율	1.8	(1.3)	(1.8)	(10.2)	26.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
매출채권회전율	7.0	6.5	6.0	5.6	9.5
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	2,822.4	4,666.0
매입채무회전율	8.0	7.2	7.7	7.8	12.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

