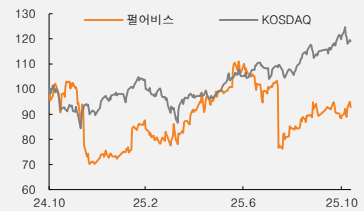


투자 의견(유지)	중립
목표주가(유지)	36,000원
현재주가(25/11/11)	35,900원
상승여력	0.3%

영업이익(25F,십억원)	-5
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-44
EPS 성장률(25F,%)	-84.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	240.7
MKT P/E(25F,x)	14.5
KOSDAQ	884.27
시가총액(십억원)	2,306
발행주식수(백만주)	64
유동주식비율(%)	58.2
외국인 보유비중(%)	6.8
베타(12M) 일간수익률	0.17
52주 최저가(원)	27,150
52주 최고가(원)	42,950

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.4	-6.0	-6.1
상대주가	-1.4	-23.2	-22.6



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

263750 · 게임

풀어비스

붉은사막 연기 가능성 일축

3Q25 Review: 컨센서스 상회

매출액 1,068억원(+34% YoY), 영업이익 106억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 797억원, 영업손실 125억원)를 상회했다. 실적 호조는 신규 클래스 및 지역 업데이트가 있었던 검은사막 PC 매출 반등에 기인한다. 검은사막 매출액은 795억원(+47% YoY, +45% QoQ)으로 예상치를 47% 상회했다.

이브 매출액은 208억원(+1% YoY)으로 예상치를 10% 하회했다. 신규 확장팩 출시 효과가 제거됨에 따라 전분기 대비로는 14% 감소했다. 영업비용은 962억원(+8% YoY)으로 예상치를 5% 상회했다. 마케팅비(136억원)는 글로벌 게임쇼 등 오프라인 행사 참가 영향으로 YoY 53% 증가했다.

붉은사막 출시 일정 재확인

붉은사막 3월 출시에 대한 의지를 재확인했다. 붉은사막은 소니 '스테이트 오브 플레이' 행사에서 출시 일정을 26년 3월 20일로 공개하고 사전 예약을 시작한 바 있다. 지난 8월에는 게임스컴과 차이나조이, 9월에는 도쿄게임쇼에 참가하며 적극적인 해외 마케팅을 이어오고 있다.

동사는 이번 실적 발표에서 붉은사막 출시 준비가 순조롭게 진행되고 있으며 프리오더를 시작한만큼 유저들의 기대에 부응할 수 있도록 발표한 일정에 맞춰 출시하겠다고 밝혔다. 현재 폴리싱 및 마무리 작업을 진행 중에 있다. 출시 2개월 전인 1월부터 파트너사들과 본격적인 마케팅을 진행할 예정이다.

투자 의견 '중립', 목표주가 36,000원 유지

동사에 대한 투자 의견 '중립' 및 목표주가 36,000원(26F 타겟 P/E 12배를 유지)을 유지한다. 26F P/E 12.3배에서 거래 중이다. 이번 실적에서 검은사막 PC 매출 반등을 보여주고 붉은사막 연기 가능성에 대해 일축한 부분은 긍정적이다. 다만 검은사막의 유의미한 매출 성장세를 이어나가기에는 어려울 것으로 보인다.

보수적인 접근을 추천한다. 출시 4개월 앞으로 다가왔으나 스팀 위시리스트 등 해외에서의 뜨거운 기대감이 아직까지는 관찰되고 있지 않다. 26년 붉은사막 판매량에 대한 시장 기대치는 400~500만장 수준(당사는 400만장)으로 결코 낮은 수준이 아니다. 붉은사막 출시 이후의 모멘텀 소멸까지 고려할 필요가 있는 시기다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	333	342	364	708	572
영업이익 (십억원)	-16	-12	-5	226	111
영업이익률 (%)	-4.8	-3.5	-1.4	31.9	19.4
순이익 (십억원)	15	60	10	188	90
EPS (원)	237	939	149	2,927	1,405
ROE (%)	2.1	7.9	1.2	20.7	8.6
P/E (배)	163.7	29.5	240.7	12.3	25.6
P/B (배)	3.3	2.1	2.7	2.2	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 풀어비스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	85	82	79	96	84	80	107	94	333	342	364	708
(% YoY)	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-2.7%	34.4%	-1.7%	-13.5%	2.7%	6.4%	94.3%
검은사막	67	60	54	69	63	55	80	70	253	250	267	221
EVE	18	22	21	22	21	24	21	21	73	82	86	80
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	403
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	0	5	5	0	0	7	4	8	10	11	4
영업비용	85	88	89	94	89	91	96	93	350	355	369	481
인건비	46	46	43	47	49	47	47	47	175	182	190	203
지급수수료	17	18	17	18	17	18	21	20	69	71	76	152
마케팅비	6	7	9	12	7	10	14	11	32	34	42	67
D&A	6	6	6	6	6	6	6	6	26	25	24	23
기타	10	10	13	10	9	9	9	9	48	43	37	36
영업이익	1	-6	-9	2	-5	-12	11	1	-16	-12	-5	226
(% YoY)	-46.1%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	-38.0%	적전	적지	적지	흑전
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%	9.9%	1.4%	-4.9%	-3.6%	-1.4%	32.0%
지배주주순이익	13	9	-8	46	0	-23	29	3	15	60	10	188
순이익률	15.0%	11.2%	-9.8%	48.3%	0.6%	-28.5%	27.1%	2.9%	4.6%	17.6%	2.6%	26.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	318	703	364	708	15%	1%	324	639	12%	11%	검은사막 PC 매출 상향
영업이익	-46	223	-5	226	-	1%	-44	163	-	39%	
지배주주순이익	-42	188	10	188	-	0%	-39	150	-	26%	
영업이익률	-14.4%	31.7%	-1.4%	32.0%	-	-	-13.5%	25.6%	-	-	
순이익률	-13.3%	26.7%	2.6%	26.6%	-	-	-12.2%	23.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	107	78	38%	80	34%
영업이익	11	-14	-	-13	-
지배주주순이익	29	-10	-	-8	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	188	
Target P/E (배)	12	네오위즈 P의 거짓 출시 이후 2H23 P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	2,313	
주식 수 (천주)	64,248	
목표주가 (원)	36,000	
현재주가 (원)	35,900	
상승여력	0.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

필어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	342	364	708	572
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	342	364	708	572
판매비와관리비	355	369	481	461
조정영업이익	-12	-5	226	111
영업이익	-12	-5	226	111
비영업손익	90	2	9	9
금융손익	10	10	15	20
관계기업등 투자손익	-4	-8	-6	-11
세전계속사업손익	78	-3	235	120
계속사업법인세비용	17	-12	47	30
계속사업이익	60	10	188	90
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	60	10	188	90
지배주주	60	10	188	90
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	78	10	188	90
지배주주	78	10	188	90
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	13	18	248	132
FCF	-8	51	189	108
EBITDA 마진율 (%)	3.8	4.9	35.0	23.1
영업이익률 (%)	-3.5	-1.4	31.9	19.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.5	2.7	26.6	15.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	-5	59	198	118
당기순이익	60	10	188	90
비현금수익비용가감	-26	0	54	31
유형자산감가상각비	16	14	14	13
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	-51	-23	32	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	26	-11	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	20	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-14	12	-47	-30
투자활동으로 인한 현금흐름	56	-20	-14	-18
유형자산처분(취득)	-3	-8	-9	-10
무형자산감소(증가)	-1	13	-3	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	44	-14	-2	-2
기타투자활동	16	-11	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-152	-25	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-145	-25	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-7	0	0	0
현금의 증가	-93	-8	183	99
기초현금	236	143	135	318
기말현금	143	135	318	418

자료: 필어비스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

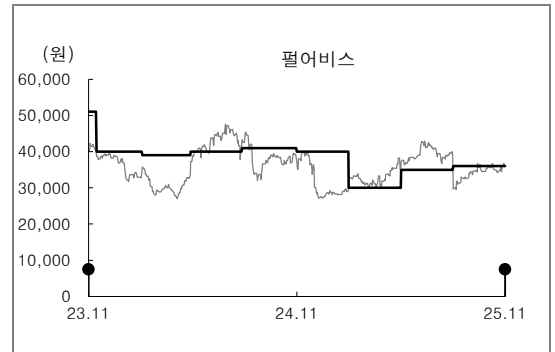
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	453	447	647	744
현금 및 현금성자산	143	135	318	418
매출채권 및 기타채권	60	39	53	48
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	250	273	276	278
비유동자산	690	689	679	675
관계기업투자등	41	41	42	42
유형자산	189	183	178	174
무형자산	248	226	221	220
자산총계	1,143	1,135	1,326	1,419
유동부채	133	134	136	137
매입채무 및 기타채무	17	17	17	17
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	111	112	114	115
비유동부채	204	185	186	188
장기금융부채	97	72	72	72
기타비유동부채	107	113	114	116
부채총계	337	320	322	325
지배주주지분	806	816	1,004	1,094
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220
이익잉여금	559	568	756	846
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	806	816	1,004	1,094

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	29.5	240.7	12.3	25.6
P/CF (x)	52.3	245.6	9.5	19.1
P/B (x)	2.1	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	117.1	112.8	7.3	13.0
EPS (원)	939	149	2,927	1,405
CFPS (원)	530	146	3,767	1,884
BPS (원)	13,086	13,235	16,162	17,567
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	2.7	6.4	94.3	-19.2
EBITDA증가율 (%)	33.0	37.3	1,299.4	-46.7
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	-50.8
EPS증가율 (%)	296.8	-84.1	1,862.2	-52.0
매출채권 회전율 (회)	8.1	10.4	28.2	22.6
재고자산 회전율 (회)	5,660.4	2,995.3	5,763.3	4,611.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.1	0.8	15.3	6.6
ROE (%)	7.9	1.2	20.7	8.6
ROIC (%)	-2.6	3.0	51.4	24.0
부채비율 (%)	41.8	39.2	32.1	29.7
유동비율 (%)	340.4	332.4	476.4	542.6
순차입금/자기자본 (%)	-33.4	-37.8	-49.3	-54.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.8	-1.4	74.2	36.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
필어비스 (263750)				
2025.08.13	중립	36,000	-	-
2025.05.14	중립	35,000	12.72	22.71
2025.02.11	중립	30,000	8.82	27.33
2024.11.12	중립	40,000	-19.93	-0.25
2024.08.08	중립	41,000	-7.49	10.61
2024.05.10	중립	40,000	7.18	19.00
2024.02.15	중립	39,000	-22.17	-9.23
2023.11.27	중립	40,000	-9.02	-1.25
2023.08.10	중립	51,000	-6.34	13.53



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.