

풀어비스 (263750)

이젠 출시만 남았다

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

35,900 원(11/11)

시가총액

2,306(십억원)

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

- 3분기 매출액 1,068억원(+34%yoy), 영업이익 106억원(흑자전환yoy) 기록. 시장 컨센서스(-125억원) 상회
- 이번 컨센서스 상회는 PC부문(853억원) 매출 호조가 견인했는데, 이브IP는 대규모 업데이트 효과 소진되며 qoq 감소했지만 검은사막이 신규클래스 '오공', 신규지역 '에다니아' 등 대규모 콘텐츠 업데이트로 21년 자체서비스 개시 이래 최고 분기 매출 달성함
- 비용에서는 붉은사막 게임쇼 참가 및 대규모 콘텐츠 업데이트로 마케팅비가 다소 증가함
- 내년 3/19일 출시가 예고된 붉은사막은 지난 9월부터 프리오더를 시작했으며, 신규 트리플A급 IP 수준의 판매량이 나오는 것으로 파악됨. 현재는 출시 마무리 작업에 집중하는 만큼 우려했던 출시 지연 리스크는 제한적이기 때문에 향후 출시에 대한 기대감은 반영될 수 있겠으나, 내년도 판매량 추정치(300만장)를 감안한 밸류에이션 상승여력은 현재 주가 수준에서 그리 크지 않음. 이에 동사에 대한 투자의견 HOLD를 유지함

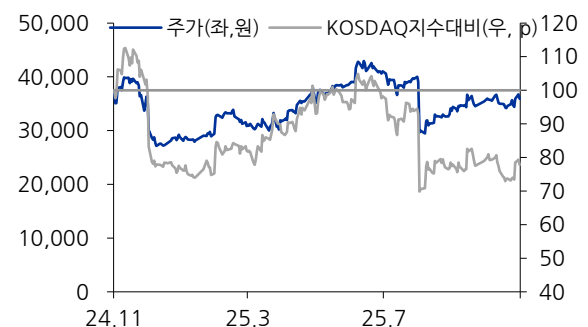
주가(원, 11/11)	35,900
시가총액(십억원)	2,306
발행주식수	64,248천주
52주 최고가	43,450원
최저가	26,750원
52주 일간 Beta	0.32
60일 일평균거래대금	90억원
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(2025F)	0.0%
주주구성	
김대일 (외 11인)	37.3%
서용수 (외 1인)	5.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-1.5	-28.4	-27.5
절대기준	1.4	-6.0	-6.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(25)	-25	-47	▲
영업이익(26)	129	121	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	333	342	349	595
영업이익	-16	-12	-25	129
세전손익	22	78	-11	135
당기순이익	15	60	3	105
EPS(원)	237	939	44	1,627
증감률(%)	흑전	296.8	-95.3	3,595.4
PER(배)	163.7	38.2	815.4	22.1
ROE(%)	2.1	7.9	0.4	12.2
PBR(배)	3.4	2.9	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	229.8	157.9	na	12.6

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 필어비스 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	83.7	79.6	106.8	79.0	146.8	201.9	148.4	97.6	349.1	594.7
(%yoy)	-2.1%	-2.7%	34.4%	-17.5%	-2.0%	1.1%	1.0%	3.0%	1.9%	70.4%
게임부문	83.5	79.1	100.3	75.0	146.6	201.5	141.9	93.6	337.9	583.5
기타부문	0.2	0.5	6.5	4.0	0.2	0.5	6.5	4.0	11.2	11.2
영업비용	88.9	91.3	96.2	97.2	120.5	129.0	113.3	102.7	373.6	465.4
(%yoy)	4.8%	4.3%	8.5%	4.0%	35.5%	41.2%	17.7%	5.7%	5.4%	24.6%
영업이익	-5.2	-11.8	10.6	-18.2	26.4	73.0	35.1	-5.1	-24.6	129.3
(%yoy)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	230.8%	적자지속	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-6.3%	-14.8%	9.9%	-23.0%	18.0%	36.1%	23.7%	-5.3%	-7.0%	16.5%
영업외손익	3.8	-16.0	12.5	13.0	1.5	1.5	1.5	1.5	13.2	6.0
세전이익	-1.5	-27.8	23.1	-5.1	27.9	74.5	36.6	-3.6	-11.3	135.3
당기순이익	0.5	-22.7	29.0	-4.0	21.5	57.3	28.6	-2.8	2.8	104.5
(%yoy)	-96.1%	적자전환	흑자전환	적자전환	4196.6%	흑자전환	-1.5%	적자지속	-95.4%	3595.5%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	333.5	342.4	349.1	594.7
영업이익	-16.4	-12.1	-24.6	129.3
세전이익	22.1	78.4	-11.3	135.3
지배순이익	15.2	61.0	2.8	104.5
EPS(원)	237	939	44	1,627
PER(배)	163.7	38.2	815.4	22.1
OPM(%)	-4.9%	-3.5%	-7.0%	21.7%
NPM(%)	4.6%	17.8%	0.8%	17.6%

자료: 유진투자증권

도표 3. 펠어비스 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	349	595	323	585	8.0%	1.7%
영업이익	-25	129	-47	121	적자지속	6.6%
세전이익	-11	135	-42	127	적자지속	6.3%
지배순이익	3	105	-33	98	흑자전환	7.1%
% of Sales						
영업이익	-7.2%	21.7%	-14.6%	20.7%		
세전이익	-3.2%	22.7%	-13.0%	21.7%		
지배순이익	0.9%	17.6%	-10.2%	16.8%		

자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 4. 검은사막 PS5, XSX|S 버전(6/27 출시)



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 5. 이브온라인 확장팩 'LEGION'(5/27 출시)



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 6. 검은사막 신규 클래스 '오공'(7/2)



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 7. 검은사막 '마계: 에다니아'(8/21)



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 8. 붉은사막 '게임스컴 2025'(8/20-24)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 9. 붉은사막 'TGS 2025'(9/25-28)



자료: 필어비스, 유진투자증권

도표 10. 붉은사막 스팀 위시리스트 27위(11/12)

20.		Rooted	—	—	TBA	104,959
21.		Outbound	—	—	Q2 2026	48,802
22.		Anno 117: Pax Romana	₩ 69000	—	Nov 2025	66,610
23.		Solarpunk™	—	—	TBA	61,375
24.		Escape from Tarkov	—	—	Nov 2025	53,416
25.		Solo Leveling: ARISE OVERDRIVE	₩ 46000	—	Nov 2025	77,175
26.		Crosswind	—	—	Soon	64,436
27.		Crimson Desert	₩ 79800	—	Mar 2026	48,559
28.		Everwind	—	—	Soon	33,000
29.		Operation Lovecraft: Fallen Doll	Free	—	Soon	212,299
30.		Fable	—	—	TBA	49,586
31.		Paralives	—	—	Dec 2025	157,667
32.		Falling Frontier	—	—	Soon	90,182
33.		The Bustling World	—	—	TBA	77,517
34.		SAND: Raiders of Sophie	—	—	Soon	61,998

자료: SteamDB, 유진투자증권

필어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	1,223	1,213	1,143	1,126	1,245
유동자산	557	583	453	446	565
현금성자산	351	508	372	382	491
매출채권	52	51	63	46	56
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	690	681	680
투자자산	225	209	253	280	291
유형자산	210	194	189	177	168
기타	231	227	248	224	221
부채총계	523	488	337	325	339
유동부채	236	316	133	204	215
매입채무	47	45	43	43	53
유동성이자부채	94	163	5	75	75
기타	96	108	85	86	86
비유동부채	287	172	204	121	125
비유동이자부채	235	85	97	26	26
기타	52	87	107	95	99
자본총계	699	725	806	802	906
지배지분	699	725	806	802	906
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	559	561	666
기타	(6)	0	21	14	14
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	806	802	906
총차입금	329	248	102	101	101
순차입금	(22)	(261)	(270)	(281)	(390)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	48	32	(5)	45	132
당기순이익	(43)	15	60	3	105
자산상각비	26	26	25	24	23
기타비현금성손익	93	(8)	(51)	(25)	(44)
운전자본증감	(15)	8	(34)	13	0
매출채권감소(증가)	5	1	(3)	15	(11)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	(1)	10
기타	(20)	7	(31)	(1)	1
투자현금	(108)	134	56	(43)	(33)
단기투자자산감소	(30)	70	48	(28)	(10)
장기투자증권감소	1	6	12	(6)	(10)
설비투자	94	9	3	3	5
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	12	36	(1)	(4)	(6)
재무현금	(23)	(90)	(152)	(3)	0
차입금증가	(23)	(90)	(152)	(3)	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(84)	76	(93)	(2)	99
기초현금	244	160	236	143	141
기말현금	160	236	143	141	240
Gross Cash flow	75	33	34	37	132
Gross Investment	93	(73)	25	2	23
Free Cash Flow	(18)	106	9	35	109

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	386	333	342	349	595
증가율(%)	(4.5)	(13.5)	2.7	2.0	70.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	342	349	595
판매 및 일반관리비	369	350	355	374	465
기타영업손익	2	(5)	1	5	25
영업이익	16	(16)	(12)	(25)	129
증가율(%)	(61.9)	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	42	10	13	(0)	152
증가율(%)	(37.5)	(76.9)	33.0	적전	흑전
영업외손익	(72)	38	90	13	6
이자수익	7	15	16	12	12
이자비용	9	13	7	4	4
지분법손익	6	(6)	12	(2)	(1)
기타영업외손익	(76)	42	69	7	(1)
세전순이익	(56)	22	78	(11)	135
증가율(%)	적전	흑전	250.7	적전	흑전
법인세비용	(13)	7	17	(14)	31
당기순이익	(43)	15	60	3	105
증가율(%)	적전	흑전	296.8	(95.3)	3,595.4
지배주주지분	(43)	15	60	3	105
증가율(%)	적전	흑전	296.8	(95.3)	3,595.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(669)	237	939	44	1,627
증가율(%)	적전	흑전	296.8	(95.3)	3,595.4
수정EPS(원)	(669)	237	939	44	1,627
증가율(%)	적전	흑전	296.8	(95.3)	3,595.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(669)	237	939	44	1,627
BPS	10,887	11,284	12,545	12,477	14,104
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	163.7	38.2	815.4	22.1
PBR	3.9	3.4	2.9	2.9	2.5
EV/EBITDA	63.5	229.8	157.9	n/a	12.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	35.8	74.7	67.7	62.0	17.5
수익성(%)					
영업이익율	4.2	(4.9)	(3.6)	(7.0)	21.7
EBITDA이익율	10.9	2.9	3.8	(0.1)	25.6
순이익율	(11.1)	4.6	17.6	0.8	17.6
ROE	(6.1)	2.1	7.9	0.4	12.2
ROIC	2.0	(2.8)	(3.1)	(5.8)	34.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(3.2)	(36.0)	(33.4)	(35.1)	(43.0)
유동비율	235.6	184.5	340.4	218.8	263.4
이자보상배율	1.8	(1.3)	(1.8)	(5.6)	29.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
매출채권회전율	7.0	6.5	6.0	6.4	11.7
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	3,133.6	5,226.6
매입채무회전율	8.0	7.2	7.7	8.1	12.4

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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

