

펄어비스 263750

조롱을 환호로 바꿨다+붉은사막 플레이 후기

FY26 매출액 9,647억원,영업이익 4,536억원으로 상향

펄어비스 FY26 매출액 9,674억원,영업이익 4,536억원으로 상향한다. 이는 이번 주말 유저지표(스팀 동접자 WoW 10~20% 상승)를 확인한 후 붉은사막 1Y 판매량을 기존 600만장→800만장으로 상향한 데에 따른다. 우리는 기존 시나리오로 Worst 300만장, Bear 400만장, Base 600만장, Bull 800만장, Best 1,000만장을 제시한 바 있다. 출시초기 판매량 호조로 이미 Worst, Bear 시나리오는 폐기되었다. 최종 시나리오로 Bull 시나리오를 채택한다. 추후 판매곡선에 따라 Base~Best에서 판매량은 변동될 수 있다.

게임의 특수성과 시장상황 덕분에 후속판매량 견조할 것

출시 초기 매우 낮은 메타스코어 점수와 유저점수로 후속판매량에 의문부호가 있었으나, 반전된 평가와 패치를 통해 유저점수가 급격히 반등했다. 현재 메타스코어 유저점수는 기존 61점→87점이며, 스팀 유저점수 64점→80점, PS 유저점수 3.6점→4.1점으로 크게 반등했다. 잠재적 구매자들은 유저평가를 보고 구매를 결정한다. 앞으로 유저평가는 지속적으로 반등추세 보일 가능성 높아 후속 판매량에 긍정적이다. 또한 올해 콘솔 주요 신작이 약한 점도 후속판매에 긍정적이다. GTA6 전까지는 유의미한 경쟁작이 없다. 게임 플레이 후기는 뒷장에 상세히 기술해두었다.

초기 부진을 딛고 조롱을 환호로 바꾸는 데에 성공, TP 상향

목표주가를 6.5만원에서 9만원으로 상향한다. '26 EPS에 Target P/E 15배 적용했다. 밸류에이션 논거는 뒤 페이지에 서술했다. 메타스코어 78점이라는 낮은 점수와 초기 유저점수 50점으로 초동판매량이 올해 대부분의 판매량을 설명할 위기에 있었다. 그러나 일주간 두번의 패치와 특유의 게임 구조 덕에 유저평가가 반등 (64→80점대)하며 후속판매를 기대할 수 있는 상황에 위치되었다. 우여곡절이 많았으나 펄어비스는 결국 조롱을 환호로 바꾸는 데에 성공했다. 게임이 가진 잠재력을 고려하면 아쉬운 지점도 많다. 그러나 PUBG 이후 최고의 국내 상장사 성공이라고 판단, 전반적인 게임주 리레이팅을 이끌 이슈로 분석한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	333	342	366	967	807
영업이익	-16	-12	-15	454	319
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	46.9	39.5
세전이익	22	78	-9	512	415
지배주주지분순이익	15	60	-8	376	311
EPS(원)	237	939	-137	6,123	5,068
증감률(%)	흑전	296.8	적전	흑전	-17.2
ROE(%)	2.1	7.9	-1.0	38.7	24.0
PER(배)	163.7	29.5	-273.0	9.6	11.6
PBR(배)	3.4	2.2	3.0	3.3	2.6
EV/EBITDA(배)	229.8	117.1	228.8	6.6	8.3

자료: 펄어비스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2026.03.30

매수(유지)

목표주가(상향)	90,000원
현재주가(03/27)	58,800원
상승여력	53.0%

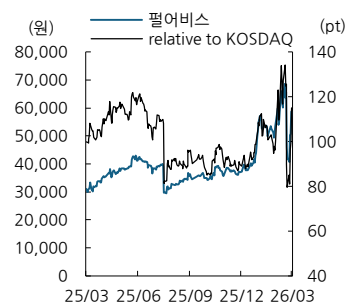
Stock Data

KOSDAQ	1,141.5pt
시가총액(보통주)	3,778십억원
발행주식수	64,248천주
액면가	100원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	1,177천주
60일 평균거래대금	61,041백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	71,500원
52주 최저가	28,750원
주요주주	
김대일(11인)	37.2%
자사주(1인)	4.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.7	14.0
3M	58.5	34.4
6M	64.9	28.3

주가차트



붉은사막 플레이 후기

붉은사막 30시간
플레이후기

붉은사막을 30시간 가까이 플레이 했다. 아직 본편진도는 챕터5에 불과하다. 이는 메인보다 오픈월드&서브퀘스트에 많은 시간을 할애했기 때문이다.

개인적인 판단근거:
그만하고 싶은지
더 하고 싶은지

개인적으로 게임의 재미를 평가할 때 판단하는 나만의 근거가 있다. 엔딩을 앞두고 내가 느끼는 감정이 “엔딩을 앞두고 여기까지 왔으니 빠르게 엔딩을 보자”인지, 아니면 “게임이 끝나가는게 아깝다, 최대한 서브퀘스트 등으로 게임플레이 시간을 늘려보자”인지 이다. 지금까지 붉은사막은 나에게 명백히 후자다. 개인적으로 재미있게 했던 오픈월드 게임인 스카이림-파이널판타지15-호라이즌제로던-레데리2-젤다를 잇는 인생게임으로 평가하고 싶다. 또한 단순히 재미로는 ‘마블 스파이더맨’, ‘호그와트 레거시’, ‘고스트오브쓰시마’와 같은 메가히트 오픈월드 RPG 게임보다는 높은 점수를 주고 싶다.

재미있지만 평론가들 악평
은 이해됨. 결국 완성도 문
제

다만 이는 단순 ‘재미’로 판단한 것이다. 전체적인 게임을 볼 때는 붉은사막은 여러 가지 문제점을 가지고 있는 ‘문제작’이다. 호불호 요소도 명확하다. 즉, 누군가에게는 최악의 게임으로 비춰질 수 있다는 말이다. 따라서 메타스코어 점수가 78점을 획득한 것은 이해되며, 일부 인플루언서들의 악평도 충분히 이해되는 지점이 있다.

평론가들은 게임의 전체적인 완성도를 두고 게임을 평가한다. 가령 호러게임이라면 호러게임이라는 문법에 얼마나 호러게임들의 요소를 잘 살렸는지 볼 것이다. 붉은사막같은 오픈월드 RPG(회사는 RPG가 아니라 하지만)라면 스토리,조작감,컨텐츠등 전체적인 완결성을 보고 평가할 것이다. 그런 점에서 붉은사막은 과하게 불친절한 게임플레이, 불합리한 보스 난이도, 복잡한 조작, 부족한 스토리로 인해 고득점을 받았을 수 없을 것이며 충분히 이해되는 지점이다.

낮은 메타스코어는 유저평
가에도 영향을 줬음

초기 부진했던 유저평가에 메타스코어가 끼친 영향도 지대했다고 판단한다. 사람은 사회적 동물이므로 개인적인 게임플레이에 대한 평가와 감상도 메타스코어 점수나 타인의 평가에 영향을 받는다. 특히 집단주의 문화가 강한 중국/일본/한국이 나란히 초기 악평을, 개인주의 문화가 강한 서구권이 높은 점수를 보였다는 점이 이 논거를 더 강화한다. 현재 유럽&미국은 스팀평가 매우긍정적, 한국은 대체적 긍정적,일본/중국은 복합적일 보이고 있다.

1차리뷰

본 리뷰는 붉은사막 엔딩을 보기 전 1차적으로 작성한 리뷰다. 추후 플레이 완료 시 개인적인 감상이 달라질 수 있음을 고지한다. 또한, 전문 게임웹진 및 게임인플루언서들과 달리 공신력 있는 리뷰도 아니며, 단순히 게이머의 입장에서 작성된 리뷰에 불과함도 알린다. 1)조작감 및 난이도, 2)오픈월드 3)서사 및 완성도 4)그래픽을 중심으로 플레이후기를 남겼다. 마지막 장에는 나름의 점수도 있으며, 스포일러는 사실상 없다. 게임사진은 직접 찍은 것도 있지만 인터넷에서 찾은 사진도 많다.

그림1 메타스코어/PS/스팀 유저평가 모두 반등 조롱을 환호로



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림2 유저평가 개선... 최종적으로 85이상에 위치될 것



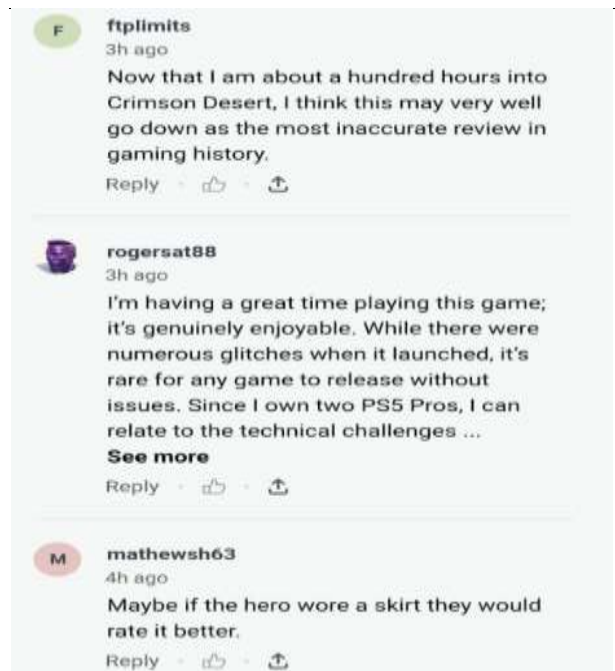
자료: Steamdb, DS투자증권 리서치센터

그림3 IGN 유저평가 점수도 88점



자료: IGN, DS투자증권 리서치센터

그림4 IGN 리뷰에는 악플이 있음.. 오히려 역바이럴이 통함



자료: IGN, DS투자증권 리서치센터

1. 조작감과 액션

게임자체가 이질적이기에
호불호가 많이 갈렸음

물론 초기 유저평가 부진의 본질적인 이유는 메타스코어가 아니라 게임 자체의 이질성이다. 붉은사막은 과도하게 불친절한 UI/UX, 퍼즐, 조작, 게임플레이 등 기존 게임과 차별되는 점이 많다. 펄어비스는 이 부분이 개성이라고 생각했겠지만, 과도한 부분이 분명 있었다는 것은 부정할 수 없다. 이 부분이 유저들의 악평을 이끌어냈을 것이다.

공동적으로 지적받는 부분은 조작감, 퍼즐난이도, 보스난이도, 불합리한 설계다.

그림5 매우 당황스러운 커맨드들



자료: Reddit, DS투자증권 리서치센터

그림6 상호작용 키가 불합리함 - 분노게이지 상승에 일조



자료: DS투자증권 리서치센터

붉은사막은 액션의 자유도가
너무 높아 패드조작이
기괴함

조작감의 경우 (패드기준) 대부분 게임에서 통용되는 방식이 있다. 스킬이 존재하는 대부분 게임들도 R2+동그라미 세모 네모 엑스 정도로 조작이 복잡하지 않다. 이는 게임패드의 특수성(Key가 제한적임)을 고려해 액션의 자유도를 제한하는 방식으로 게임이 발전해왔기 때문이다. 그래서 대부분의 게임들은 피하고 때리는 방식의 액션을 계승해왔고 이 것이 극한까지 발전한 형식이 ‘소울라이크’다.

그러나 붉은사막은 이 문법을 파괴했다. 이는 붉은사막이 역대 그 어떤 게임보다 액션의 자유도가 높기 때문이다. 가히 ‘붉은사막 라이크’라 일컫을만 하다. 근접전투, 레슬링, 특수기술, 마법, 전투액션, 공중액션, 아이템 고유스킬 등 열거하기도 어려울 정도로 다양한 방식으로 전투를 이어나갈 수 있다. 난생 처음보는 전투의 다양성이므로 처음해보는 플레이어 입장에서는 당황스러울 수 밖에 없다. R1+R2를 같이 누른다던지, 동그라미 엑스를 같이 누른다던지, 기타 등등 듣도 보도 못한 새로운 조작법들을 제시한다.

붉은사막라이크의 등장

바로 이 지점이 이 게임이 초기에 악평을 받을 수 밖에 없던 지점이다. 유저들은 기존 내가 즐겨왔던 게임의 문법의 양식에 맞게 액션플레이하는 것을 선호할 것이다. 그러나 펠어비스의 ‘붉은사막’은 이 게임을 위해 새롭게 조작법을 익혀야 한다. 이 게임을 위해 새롭게 공부할 가치를 못느끼거나, 조작감에 예민한 유저들은 악평을 쏟아낼 수 밖에 없다.

**개인적으로는 문제 없었음
오히려 이 지점에서 중독성이 발생**

개인적으로는 조작은 큰 문제가 없었다. 일단 패치를 통해 많은 점이 개선되었다. 또한, 회사가 말한대로 “자전거처럼 익숙해지면 괜찮다”의 지점을 벗어나니, 오히려 액션의 자유도를 만끽하며 즐거운 플레이가 가능했다. 즉 초기진입 장벽을 벗어나면 회사가 설계한대로 재미를 느끼는 지점이 분명히 존재한다. 또한 단순로운 액션은 지속되면 플레이를 질리게 하는 측면이 분명 존재한다. 이런 관점에서 보면 붉은사막의 조작은 분명 불친절하고 직관적이지 않지만, 익숙해지면 오히려 질리지 않고 게임플레이를 이어나가게 하는 원동력으로 작용한다. 게임의 주된 중독성도 여기서 온다.

그림7 피하는 것도 어려운데 커맨드가 꼬인다



자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

그림8 하지만 회사 말대로 익숙해지면 재미있다

펠어비스의 월 파워즈 홍보 마케팅 디렉터는 SNS를 통해 유저들의 질문에 답변하며 조작감 논란을 일축했습니다. 그는 "자전거 타는법을 배우는 것과 같다. 일단 배우고 나면 자연스럽게 느껴질 것"이라며 "적응하는 데 시간이 조금 걸릴 뿐"이라고 강조했습니다.

자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터

전투난이도 설계는 문제가 있음

일단 지금까지 즐겨본 바로 난이도는 어렵지 않다. 전투난이도는 자체적으로 하향시킬 수 있다. 음식을 여러 개 만들어서 계속 먹거나, 즉시부활기능을 이용하거나, 파밍을 통해 장비를 강화하면 된다. 다소 이상하긴 하다. 즉시부활/물약 계속먹기 보다 난이도설정을 통해 도전감 있는 목표를 제시했음 어땠을까 하는 아쉬움이 든다. 이 부분은 추후 패치로 개선되기를 기대한다.

2. 퍼즐과 유저편의성

요즘 게임답지 않게 너무 어렵고 복잡하고 불친절함 이런 부분에서 불쾌감 발생

요즘 게임트렌드와 비교하면 붉은사막은 명백히 트렌드에 부합하지 않는다. 최근 RPG 게임들은 소울라이크 장르를 제외하면 난이도 조절을 통해 게임초보자도 스토리 엔딩까지 볼 수 있도록 배려하고 있다. 더 나아가 스퀘어에닉스의 '파이널 판타지 7 리버스'의 경우, 아예 게임 내에 자동사냥(스킬만 누르면 됨) 기능을 넣어 게임 초보자를 배려하며 문턱을 낮추는 데에 집중하고 있다. 게임을 하며 느끼는 불쾌함을 최소화하고 흥미를 계속 유지하기 위한 장치다.

그림9 메타스코어 92점의 명작, 파판7리버스의 초보자설계



자료:스퀘어에닉스, DS투자증권 리서치센터

그림10 심지어 소울라이크도 초보 난이도가 추가됨



자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

반면 붉은사막은 시작부터 게임초보자들, 아니 나아가서는 숙련자들도 망치로 머리를 세계 맞은 거 같은 당황감을 선사한다. 짧은 플레이 속 느낀 필자의 경험은 다음과 같다.(현재는 패치를 통해 개선되었을 수도 있음)

그림11 10분넘게 고민한 첫 퍼즐, 이런 부분에서 분노가 상승



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

그림12 조작도 손에 익지 않는데 퍼즐도 어려우니 불쾌감 상승



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

그림13 마찬가지로 가이드부재+조작감으로 고생한 퍼즐



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

그림14 돌을 어떻게 움직일 수 있는지 맞춰 보세요



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

퍼즐은 이 게임을 구성하는 주요 플레이요소 중 하나다. 문제는 퍼즐에 직관성이 없다는 것이다. 특히 금고 퍼즐은 공략을 봐도 조작하기가 어려울 정도로 너무 지나쳤다. 또한 사실상 가이드가 부재하다. 조금 더 유저를 배려해서 설계할 필요가 있었다고 보인다. 물론 이를 풀어나가는 재미가 있다. 그러나 불합리한 난이도 때문에 몇몇 퍼즐은 핸드폰으로 계속 검색했어야만 했다. 게임 내 가이드로 해결할 수 있는 부분이었을 것이다. 다소 아쉬운 설계다.

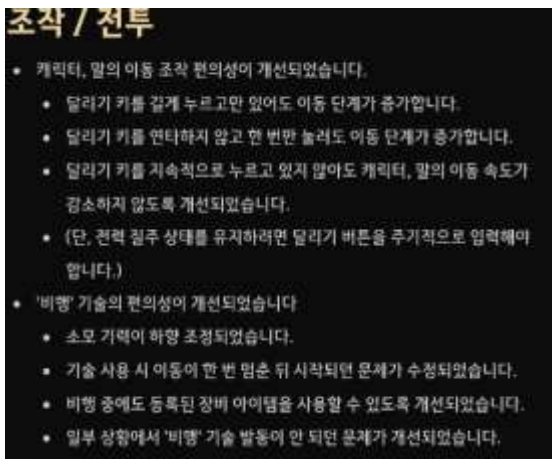
가이드를 통해 안내했어야 하는데, 그런 부분이 부족함. 유저 학습곡선 설계 MISS

우선 퍼즐을 푸는 데 있어서 상호작용되는 Key가 너무 많다. 지정타,섭리의힘,그냥 밀기, 버튼 등 그 어떤 게임에서도 보지 못한 퍼즐 자유도다. 문제는 이 부분에 대한 가이드가 부족하다는 것이다. 특히 게임을 처음 시작할 때는 학습곡선을 고려해 조금 더 친절한 가이드가 필요했을 것이다. 그러나 안타깝게도, 필어비스는 이를 본인들의 개성이라 생각했고, 그대로 게임이 출시되었다. 유저피드백이 분명 있었음에도 그대로 출시되었다는 점에서 필어비스가 매우 오만했다는 생각을 지울 수는 없다. 출시 일주일만에 두번의 패치를 통해 이런 점들이 개선되고 있다는 점은 다행이지만 이렇게 피드백을 수용할 것이라면 왜 그전에는 하지 않았는지에 대한 의문도 든다.

다만, 회사가 개선하겠다고 했으며 개선되는 중

물론 필자 같은 경우에는 이제 붉은사막에 중독된 상황이기 때문에 오히려 난이도 높은 퍼즐을 만나면 흥분되기 까지도 한다. 스스로 퍼즐을 고민해 해결 했을 때 그 짜릿함도 배가 된다. 그러나 게임초보자나 인내심이 높지 않은(또는 그럴 이유가 없는)게이머들은 게임이 익숙해지는 지점까지 가지 못하고 악평을 쏟아냈을 가능성이 높다. 특히 메타스코어 평론가들은 말그대로 맨땅에 헤딩하며 극도의 불쾌감을 느꼈을 가능성이 매우높다. 따라서 조작감/퍼즐 등을 이유로 이 게임에 악평을 쏟는 게이머/평론가들이 잘못된 것은 아니다. 충분히 이해되는 비판이다. 게임의 전체적인 완성도를 위해 초기학습곡선 설계와 친절한 가이드는 필수적이었다. 실제 패치를 통해 이런 점이 개선된 것처럼, 분명히 고치고 나올 수 있는 부분이였다. 그러나 필어비스의 '붉은사막'은 이런 지점에서 유저피드백을 적극적으로 받아들이지 않았다.

그림15 기다렸다는 듯이 나오는 패치는 혹시...? 라는 생각을..



자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터

그림16 패치를 통해 이런 불쾌함은 대부분 해소될 것으로 보임



자료: 한국경제, DS투자증권 리서치센터

설계 부분에서 AAA게임의 거장들과의 격차를 보였음. 고칠 수 있다는 점은 다행

개인적인 지론으로는, 이런 싱글 패키지게임은 10대부터 70대 남녀노소 모두 즐길 수 있는 게임을 목표로 해야 한다. 특히 높은 판매량을 통해 재무실적을 개선할 의무가 있는 주식회사라면 더 그렇다. 붉은사막과 많이 비교되는 위치3를 보아도 그렇다. 위치3는 난이도 조절기능이 있으며, 게임 가이드도 비교적 친절한 편이다. 게임 초보자도 스토리를 목표로 무난히 엔딩까지 갈 수 있다.

다행히도 출시전에는 피드백을 듣지 않던 필어비스가 출시이후에는 유저 피드백을 매우 적극적으로 받아들이는 모습이다. 출시직후 1차패치로 난이도가 대폭 하향되었다. 또한 2차패치가 3/29 진행되며 여러가지 점이 개선되었다. 필어비스는 이전에는 듣지 않던 유저들의 피드백을 출시이후 적극 반영해 전설 탈 것이 영구화 되는 등 다시 게임을 재창조하고 있다. 개인적으로 생각해보면 왜 이런 피드백을 진작에 받지 않았는지 짐작이 되긴한다. 그러나 이제 그 문제가 이제 해소되었으며, 적극적인 패치와 유저피드백을 따르기로 결정했다. 따라서 이런 불편한 점은 점차 개선될 것이다.

표1 제목

구분	1 차 패치 (1.00.01~1.00.03) 3월 22 일	2 차 패치 (1.01) 3월 29 일
패치 성격	-첫 유저 피드백 반영 패치	-구조적 개선 시작
핵심 목적	- 조작 및 플레이 경험/편의성 개선	-플레이 피로도 & 시스템 완성도 개선, 신규 콘텐츠 추가
조작/컨트롤	- 키마/패드 반응속도 개선- 점프 입력 개선- UI 인터랙션 속도 개선	- 조작 체계 지속 개선 - 타겟팅/조건 보정 추가
편의성	- 개인 창고 추가 빠른이동 포인트 확대	- 이동/생활 동선 최적화 반복 콘텐츠 피로도 완화
콘텐츠	- 채집 편의성 개선 (별목 간소화 등)- 음식 회복량 증가	- 채집/생활 효율 추가 상향 성장 속도 완화, 신규탈것 추가
전투 밸런스	- 일부 보스 체력/공격력 하향 공격 패턴 조정	- 난이도 전체 재조정 방향 유지
스킬 시스템	- "보고 배우기" 간소화	- 스킬 습득 속도 개선 지속
콘텐츠 구조	- 창고 시스템 최초 도입	- 콘텐츠 동선/루프 구조 개선
UI/UX	- 메뉴/인터랙션 반응 개선- 단축키 추가	- UI 사용성 지속 개선
성능/안정성	- 크래시/버그 수정	- 크래시/버그 수정 및 지속적 최적화

자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터

2. 스토리

스토리는 지금 평가하기 이르지만, 공통적으로 모두가 지적하고 있음

아직 메인스토리 엔딩을 보지 않았기에 평가하기 이르다. 그러나 초기감상만 따지고 보면 붉은사막은 세간에서 평가하는 것처럼 MMORPG를 싱글 MMOPRG로 옮긴 느낌을 보여준다. 특히 초기 서브퀘스트는 MMORPG 내실작을 떠오르게 한다. 다 떠나서 연출에 있어서 캐릭터성이 두드러지지 않아 매력적이지 않다는 것은 초기 3 시간만 플레이해봐도 알 수 있다.

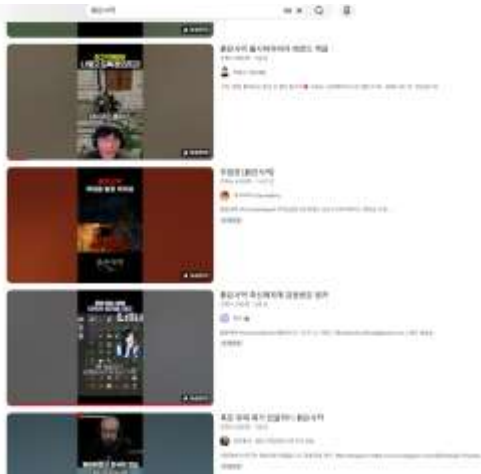
다행인점은 세계관은 매력적이라는 점이다. 광활한 오픈월드를 이끌어가는 메인서사는 부족하지만, 넓은 오픈월드를 구성하는 NPC, 마을, 다양한 테마의 지역들은 유저들을 설레게 하는데 충분하다. 즉, 스토리를 이끌어가는 메인서사는 약하지만, 세계관 구성과 오픈월드는 훌륭하다고 평가하고 싶다.

스토리 중심이 아니기에 역설적으로 후속판매량에는 긍정적

역설적이게도, 오히려 약한 메인 내러티브는 게임의 장기 판매량에 긍정적이다. 사실 스토리가 중심이 되는 게임은 직접 플레이할 필요 없이 유튜브로 시청해도 그 재미를 어느 정도 느낄 수 있다. 붉은사막은 스포일러 당해도 플레이 경험이 크게 해쳐지지 않는 게임이다.

붉은사막의 주요한 재미는 직접 플레이하며 광활한 오픈월드를 탐험하는 데에있다. 이런 경험은 스토리 감상, 유튜브 영상 시청으로 대체될 수 없다. 의도한 것은 아닐 것이다. 또한 앞선 문제점과 달리 스토리는 패치로 개선할 수 없다는 점에서 치명적이다. 다만 회사가 유저 피드백을 적극적으로 반영하는 방향으로 사업기조를 틀었으므로, 추후 DLC는 스토리가 강화될 것으로 예상된다.

그림17 솟츠형 게임? 솟츠 생성량은 18만개를 돌파



자료: Youtube, DS투자증권 리서치센터

그림18 서브퀘스트 스토리는 헛웃음을 짓게 한다



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

3. 오픈월드 탐험과 자유도

메인서사는 부족하지만
세계관은 흥미로움

필자가 가장 높게 평가하며 붉은사막이 오랫동안 흥행할 수 있을 것이라고 보는 가장 주요한 이유다. 필자가 느끼기에 세계관은 충분히 매력적이다. 광활한 오픈월드를 이끌어가는 메인서사는 부족하지만 넓은 오픈월드를 탐험하는 맛은 충분하다.

우선 맵의 크기만 보아도 압도된다. 붉은사막은 GTA5,레데리의 맵크기 2배를 상회한다. 오픈월드 밀도도 충분하다. 다양한 콘텐츠들이 숨겨져있으며, 숨겨져있는 던전, 동굴, 전설의 동물, 전쟁거점지, 마을 등 콘텐츠의 밀도도 매우 높은 편이다.

탐험동기,방식,구조 모두
훌륭함

탐험에 대한 동기도 충분하다. 붉은사막의 모든 맵을 탐험하며 일종의 레벨을 올릴 수 있다. 숨겨져있는 무기 등 보물을 탐색하는 재미도 쏠쏠하며, 퍼즐을 풀면 어비스 아이템을 통해 캐릭터의 능력과 스킬을 해금할 수 있다.

이를 탐험하게 하는 방식도 괜찮다. 맵에 무작정 마커를 채우기 보다는 빛반사 스킬을 통해 유저 스스로 탐험하게하는 방식을 택했다. 플레이어로 하여금 진짜 모험하는 느낌이 들게 한다. 메인스토리를 깨는 것보다 붉은사막이 선사하는 광활한 오픈월드를 탐험하는 재미가 훨씬 뛰어났다.

탐험편의성과 자유도도 훌륭하다. 붉은사막은 3단점프(지정타), 활공, 벽타기, 수영 등 오픈월드 게임에서 선사할 수 있는 대부분의 조작을 허용한다. 플레이어 이동의 자유도가 높기 때문에 탐험할때도 지루하지 않게 다양한 방식을 활용해 탐험할 수 있다. 대부분 오픈월드 게임이 탐험의 자유도가 제한되는 경우가 많다는 점을 고려하면 확실히 붉은사막은 한차원 다른 플레이 경험을 선사한다.

그림19 모험하다가 비밀장소를 발견했다. 매우 흥미로움



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

그림20 탐험 자유도는 역대급



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

4. 그래픽과 최적화

패치전에는 문제 있었으나
 지금은 훌륭함

PS5 노말버전으로 플레이했다. 출시 초기에는 플레이 경험이 매우 나빴다. 우선 맵을 열면 지속적으로 게임이 멈추는 증상이 있었다. 가뜩이나 게임경험도 어려운데 수시로 게임이 프리징되는 현상은 분노계이지를 한계까지 끌어올렸다.

다행히도 출시 2일만 배포된 패치에서 대부분의 문제점이 해소되었다. 프리징 현상은 패치로 해결되었다. 또한 품질모드로 플레이해도 특별히 게임플레이에 지장을 줄 정도로 프레임이 드랍된다던가 하는 경험은 주지 못했다. 언리얼5로 개발된 PS5 게임 대부분이 품질모드에서 프레임드랍 현상이 눈에 띄게 발생하는 점을 감안하면 놀랍다. 그래픽도 실내의 경우에는 다소 품질이 저하되나, 야외 그래픽은 훌륭하다. 또한 자체엔진이 보여주는 특이점도 분명 존재한다. 흔히 보던 언리얼5 기반의 AAA 게임의 그래픽과는 다소 다른 색감과 디테일이 존재한다.

엔진 기술에 대해 긍정적으로
 평가

PS5 노말 버전 기준으로는 여태껏 나왔던 그 어떤 게임보다 높은 그래픽 퍼포먼스와 경험을 주었다고 판단된다. 블랙스페이스 엔진 기술에 대해 매우 긍정적으로 판단한다.

추후 MOD를 통해 게임수
 명이 연장될 것으로 예상

훌륭한 최적화와 그래픽, 그리고 넓은 맵을 자랑하기에 유저 MOD 제작도 활발해질 것이다. 이미 해외 MOD 개발자들은 블랙스페이스엔진 분석에 들어갔다. 회사 자체적으로 모드킷을 단기간에 제공할 가능성은 낮으나 유저들의 MOD 제작에 고소 등으로 공격적으로 대응할 가능성도 낮다. 스카이림처럼 붉은사막이 MOD를 통해 창출할 가치도 결코 적지 않다고 판단된다.

그림21 붉은사막은 훌륭한 최적화를 보여줌 PS5 노말



자료: 본인촬영, DS투자증권 리서치센터

그림22 MOD 커뮤니티에서 화제가 되고있는 붉은사막



자료: NEXUS, DS투자증권 리서치센터

결론

여러가지 문제점에도 불구하고, 붉은사막은 확고한 차별점과 역대급 분량을 가진 걸출한 오픈월드 RPG 신작이다. 평작/수작이라는 이분화된 평가보다는 문제작이라는 평가가 더 적절할 지도 모르겠다.

지난 8년의 개발기간 동안 정말 많은 것들을 녹여내려고 한 흔적이 보인다. 콘텐츠가 과할정도로 방대하다. 취향만 맞다면 가성비(금액대비 플레이타임)로는 안 살 이유가 없는 게임이다. 200시간 그 이상도 플레이할 수 있는 분량을 보이기 때문이다. 게임자체의 재미와 중독성도 훌륭하다. 다양한 스킬을 습득하면서 달라지는 게임플레이가 확실히 체감된다. 이런 점이 주요한 중독요소로 작용된다.

그러나 게임의 자체적인 완성도와 초기 학습곡선 설계에는 분명한 문제가 있다. “자전거를 타듯이 익숙해진다”, “10시간만 지나면 재미있다”는 핑계 좋은 변명이 될 수 없다. 분명히 초기부터 좀 더 납득되는 서사와 튜토리얼을 갖췄다면 진입장벽도 더 낮출 수 있었다. 이 지점은 유저피드백을 반영하지 않은 명백한 필어비스의 실책이다. 또한 세계관에 몰입을 주는 메인스토리 서사가 너무 빈약하다.

개인적인 점수로 1차적으로는 붉은사막에 86점을 주고 싶다. 게이머로서 준다면 90점 그 이상, 평론가처럼 점수를 매긴다면 80점이다. 단순히 게이머의 입장에서는 파이널 대륙의 모험, 방대한 오픈월드 탐험, 익숙해질수록 중독되는 전투와 조작은 환상적이다. 그러나, 전체적인 완성도와 설계에는 분명 결함이 있다. 게임초보자를 배려하지 않은 가이드와 튜토리얼, 의도된 불쾌함, 부족한 서사와 캐릭터성은 평론가들이 점수를 깎기 좋은 요인이다.

그럼에도 불구하고, 훌륭한 최적화, 뛰어난 그래픽, 중독되는 게임플레이만 놓고봐도 플레이경험이 개선된다는 가정하에 붉은사막은 콘솔유저라면 반드시 구매해서 할 수 밖에 없는 Must-Play 게임이 될 것이다. 붉은사막이 8년동안 쌓아올린 오픈월드 밀도와 콘텐츠에 도전장을 낼 수 있는 게임이 드물 것이라는 것은 확실하다. 붉은사막은 K-스카이림으로 불리며 장기적인 흥행가도를 밟을 가능성이 매우 높다.

**조롱을 환호로 바꿨다.
추후 개선을 통해 지속적인
환호를 예상**

게임은 개선될 것이며, 올해 주요신작은 GTA6(11월 출시예정)를 제외하고 전무하다. 초기 악평을 딛고 스팀유저평가가 매우긍정적(80점)으로 반등했다. 결국 필어비스는 우여곡절 끝에 조롱을 환호로 바꾸는 데 성공했다. 앞으로는 패치를 통해 환호의 강도가 더 거세질 것이다. 이 정도면 절반의 성공으로 판단한다. 추후 개선과 무료 DLC를 통해 게임의 흥행가도가 장기화될 것으로 예상된다. 또한 붉은사막의 성공을 통해 게임주 센터도 계속 개선될 것으로 판단한다.

Valuation 및 판단논거

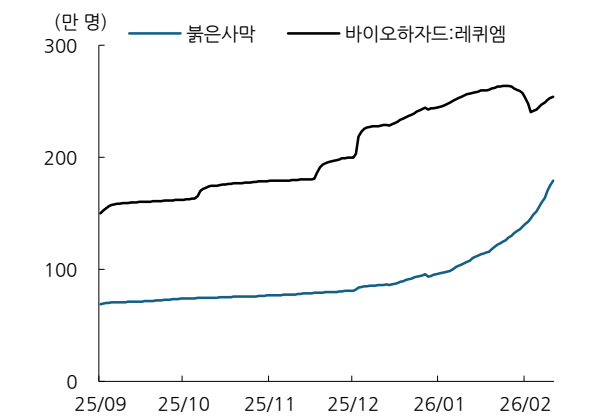
(2026.3.10 레포트 기발간 내용 업데이트)

투자자들의 Q&A: 성공가능성? 이익 지속여부는?

시장 컨센서스 판매량은 상회할 것으로 예상
적정 Target P/E는 Argument 존재 여지 있음

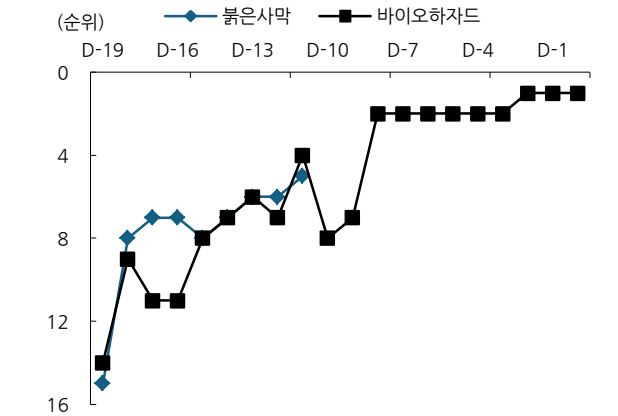
투자자들의 주요 Argument는 1.붉은사막이 시장의 컨센서스(1Y 3-500만장)을 넘어 흥행할 수 있을지, 2.흥행한다고 해도 27년,28년 향후 이익 급감이 예상되는데 적정 밸류에이션을 높게 주는 것이 적절한지에 대한 것이다. 우선 1)의 경우, 우리는 붉은 사막이 시장 컨센서스를 상회하는 판매량을 보일 것으로 예상된다. 우리가 보는 연간 판매량은 800만장이다. 2)의 경우 합리적인 지적이다. 우리는 '27년 하반기 DLC 출시를 가정해두었다. 그럼에도 불구하고 '27년 영업이익은 Y/Y -28% 감소가 예상된다. 28년은 회사 말대로 도깨비를 출시한다면 문제 없으나 출시하지 않는다면 더 큰 감소가 예상된다. 2)가 해소되기 위해서는 붉은사막이 메가IP로 자리매김하며 개발력/자체엔진/브랜드가치 등의 무형의 가치를 인정 받아야한다. 통상적으로 게임주는 기대감을 형성하고 출시일 Sell-on을 맞으므로 이를 이겨내기 위해서는 어쩔 수 없는 일이다. 적정 P/E 12-20배 BAND 제시하며 우리의 적용 P/E는 15배다. 해당 밸류에이션에 대한 근거 및 상세 시나리오 별 추정은 뒤에 서술해 두었다.

그림1 붉은사막 위시리스트 추이 vs 바이오하자드(출시2주전)



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림2 붉은사막 스팀 판매순위 추이 vs 바하 (출시2주전)



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

현재 붉은사막 시장 컨센서스는 1Y 3~500만장이다. 우리는 붉은사막의 판매치가 컨센서스 중간값을 100% 상회할 것으로 예상된다. 우리가 보는 연간 판매 기대치는 연간 800만장이다. 상세 이유는 다음과 같다.

스팀 위시리스트는 판매량 예상의 완벽한 지표가 될 수 없다

바이오하자드:
위시리스트 500만.
출시 5일만에 500만장
판매하며 위시리스트
넘어섬

출시 2주전 기준 붉은사막의 공식 스팀 위시리스트 순위는 5위, 팔로워는 13만 명이었다. 최근 출시했던 대작 바이오하자드:레퀴엠의 경우 출시 2주전 스팀 팔로워 14만명, 스팀 위시리스트3위, 스팀 위시리스트 216만명(비공식)이었다. 그러나 바이오하자드는 출시 5일만에 500만장을 판매하며 역대 프렌차이즈 최고기록을 세웠다. 겨우 출시 5일만에 스팀 위시리스트의 2배를 넘는 판매고를 기록한 셈이다.

플레이스테이션 포함한 전체 위시리스트로 보아도 마찬가지다. 바이오하자드는 출시 2주전인 2월 11일 공식 위시리스트 500만 돌파를 알린 바있다. 5일만에 500만장을 판매했으므로 위시리스트 인원보다 더 많은 판매가 초기에 집중된 셈이다.

그림3 바하는 출시 2주전 전 플랫폼 위시리스트 500만 돌파



2월 27일 출시를 앞둔 캡콤의 '바이오하자드 레퀴엠'이 위시리스트 500만을 달성했다.

자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

그림4 그러나 출시 5일만에 위시리스트를 뛰어넘는 성과를 기록



캡콤은 오늘(4일), 지난 27일 출시한 신작 '바이오하자드 레퀴엠'이 글로벌 판매량 500만 장을 돌파했다고 밝혔다.

자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

놀라운 사례는 더 존재한다. 작년 GOTY 수상한 33원정대는 출시 3주전인 3월29일에 공식 위시리스트 100만을 돌파했다. 그러나 메타스코어 고득점과 함께 급속도로 바이럴되며 출시 한달만에 330만장 판매고를 돌파, 반년만에 500만장 판매한 바 있다.

그림5 33원정대는 출시 3주전 위시리스트 100만 돌파



자료: 인벤, 캡콤, DS투자증권 리서치센터

그림6 출시 한달만에 330만장 판매고를 올림



자료: 인벤, 캡콤, DS투자증권 리서치센터

반대의 사례도 존재한다. 크래프톤의 인조이는 출시 전날 위시리스트 1위, 누적 팔로워 42만명을 기록했으나 출시 일주일 100만장 판매고 달성 후 후속판매가 크게 이어지지 않았다.

최근 출시게임들 위시리스트 - 판매량 표는 다음과 같다.

표1 피어그룹 위시리스트

게임명	스팀위시리스트(만명)	토탈 위시리스트(만명)	판매량	플랫폼
붉은사막	180	300	4일 300만	ALL
바이오하자드RE	260	500	5일 500만	ALL
검은신화:오공	400		한달 2000만	ALL
33원정대	55	100	반년 500만	ALL
몬스터헌터와일즈	230		한달 1000만	ALL
엘드링	280		1년 2000만	ALL
더 데이 비포	300		서비스종료(사기)	ALL
실크송	520		3개월 700만	ALL
스타필드	310		비공개(부진)	ALL
포르자호라이즌6	250		출시전	ALL
서브노티카2	380		출시전	ALL
아크레이더스	250		2개월 1200만	ALL
호그와트 레거시	300		1년 2000만	ALL
배틀필드6	260		2개월 2000만	ALL
디스패치	100		2개월 300만	ALL
인왕3	70		2주 100만	ALL
사일런트힐 F	100		5일 100만	ALL
스텔라블레이드	130		PC 반년 100만 추정	ALL
킹덤컴2	210		1년 500만	ALL
인조이	380		한달 100만	PC
덕코프	50		한달 300만	PC
보더랜드4	220		1주일 250만	ALL

자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

위시리스트는 반례 등이
 많아 판매량 컨빅션 가질
 수 없음
 결국 일정수준 넘으면 문제
 없고 그 다음부터는 실제
 유저평가가 좌우

상세표에서 알 수 있듯이, 위시리스트는 어느정도의 선형관계를 가지나 이를 가지고 실제 판매량을 설명하는 것은 설득력이 떨어짐을 보인다. 220만 위시리스트 보였던 테이크투의 보더랜드4는 출시초기 250만장 판매고 올렸으나 악평이 쏟아지며 출시 하자마자 할인 판매에 돌입, 실패했다. 반면 33원정대, 덕코프, 디스패치는 위시리스트 부진했으나 출시후 호평받으며 위시리스트를 크게 뛰어넘는 흥행을 기록했다.

이렇듯 실제 판매량에는 출시 시 유저/게임인플루언서/평론가 들의 실제 게임평가가 주효하게 작용한다. 이는 출시 전까지 알 수 없는 일이다.

실제로 출시 2주전 스팀 위시리스트 180만에 불과했던 붉은사막은 4일만에 400만 장 판매하며 위의 말이 입증되었다.

게임이 흥행한다고 치고, 적정 밸류에이션은 어떻게 봐야하나

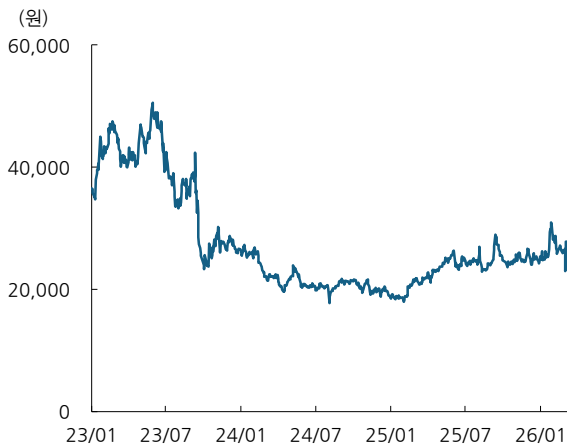
게임이 흥행해 컨센서스를 상회하는 성과를 낸다면, 적정 밸류에이션 및 기업가치에 대한 재평가가 필요하다.

확률적인 트레이딩으로는
출시전 매도전략이
항상 우월전략이었음

게임주, 특히 콘솔게임 출시 셀온의 역사는 깊다. 1)네오위즈 P의거짓(23년) 출시직 전 주가 급등하며 5.3만원기록, 출시 이후 셀온 맞으며 고점대비 67%하락, 3년이 지난 지금도 과거 고점 주가 대비 절반도 회복하지 못했다. 당시 시장 컨센서스는 200-700만장 판매까지 범위가 넓었다. 컨센서스 하단은 맞췄지만 결국 높은 기대치를 만족하지는 못했다.

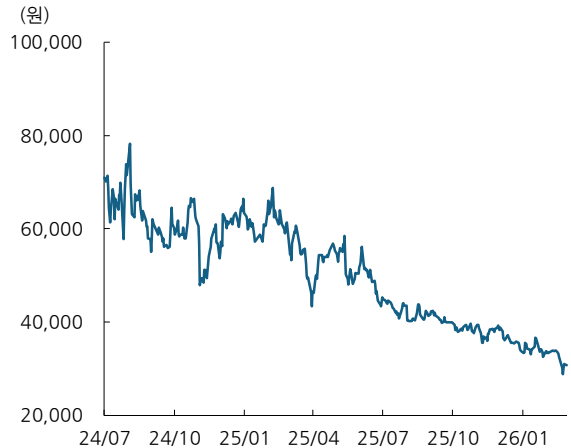
2)시프트업 스텔라블레이드는 상장 전에 플레이스테이션을 통해 출시했기 때문에 직접적 비교가 어렵다. 다만 상장 이후 PC 출시 단행했는데 시장기대치 상단에 적중하며 기대수준 성과 거두었다. 그러나 장기 주가추세는 하락곡선 그렸다.

그림7 네오위즈 주가



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 시프트업 주가



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내게임시장에서 패키지 판매형 게임비중은 크지 않다. 전체 게임시장의 8%만이 콘솔게임이 차지하고 있다. 이로 인해 콘솔게임 개발이 늦었으며 이제서야 히트 IP를 발굴하는 단계에 와있는 셈이다.

캡콤 등 AAA게임사는 수십년 동안 사업을 영위하며 히트IP를 축적, 이를 단기간에 따라잡는다는 건 어불성설

필어비스,네오위즈와 같은 신생 게임사(혹은 이제 막 콘솔게임 시작한 중견 게임사)가 콘솔위주의 사업구조를 짜는 것의 가장 문제점은 이익의 연속성이 없다는 것이다. 캡콤의 사례가 되기 위해서는 이미 인기 IP를 다수 보유하면서 동시에 다작이 이뤄져야한다. 캡콤은 경쟁강도 낮았던 80년대부터 IP를 육성해오며 핵심인기 IP를 다수 확보한 상황이다. 남들이 수십년에 걸쳐서 이뤄낸 업적을 단기간에 따라잡겠다는 것은 사실상 기적에 가까운 일이다. 최근 10년 사례를 보아도 오버워치,위쳐3,펠월드,아크레이더스,검은신화:오공 등 신규IP의 메가히트는 손에 꼽힌다.

대한민국은 콘솔 후발주자로서, 메가히트 IP 발굴이 히트IP의 다발보다 더 필요

콘솔위주의 사업진행은 글로벌 시장을 타겟한다는 점에서 기업경영관점에서는 매우 탁월한 일이나 투자자들은 몇 개의 Good 히트 IP가 나올 때까지 기다려주지 않는다는 점을 인지할 필요가 있다. 타 섹터에 더 기다릴만한 가치가 많은 주식들이 많기 때문이다. 따라서 후발주자 한국 입장에서는 콘솔위주의 포트폴리오는 단순 히트 IP가 아닌 메가히트IP(누적 천만장 이상 타겟하는)발굴에 힘을 쏟는 방향이 맞다고 판단된다. 그런 점에서 ‘붉은사막’을 통해 단순히 메가IP를 창출하는 것을 목표로 두는 필어비스는 경쟁사 대비 타겟이 좋다. 또한 라이프타임 누적 천만장 이상 판매하며 붉은사막은 메가히트 IP로 자리매김할 것이 기대된다.

표2 역대 비디오게임 IP 프랜차이즈 판매량 순위... 신규 IP의 히트는 극히 드뭄...

Rank	Franchise	Sales (millions)	Genre(s)	Debut year	Publisher(s)
1	Mario	893.5	Various	1983	Nintendo
2	Tetris	520	Puzzle	1988	Various
3	Call of Duty	500	First-person shooter	2003	Activision
4	Pokémon	489	Creature collector role-playing	1996	Nintendo / The Pokémon Company
5	Grand Theft Auto	465	Action-adventure	1997	Rockstar Games
6	Minecraft	350	Sandbox survival	2011	Mojang Studios
7	FIFA	325	Sports football	1993	Electronic Arts
8	Assassin's Creed	230	Action-adventure	2007	Ubisoft
9	Final Fantasy Wii	204 204	Action-adventure Simulation	1987 2006	Square Enix Nintendo
11	The Sims	200	Social simulation	2000	Electronic Arts
12	Resident Evil	183	Survival horror	1996	Capcom
13	NBA 2K	170	Sports basketball	1999	2K
14	Madden NFL Need for Speed	150 150	Sports American football Racing	1988 1994	Electronic Arts Electronic Arts

16	Sonic the Hedgehog	140	Platformer kart racing	1991	Sega
17	The Legend of Zelda	133	Action-adventure	1986	Nintendo
18	Monster Hunter	125	Action role-playing	2004	Capcom
19	Pro Evolution Soccer	112.5	Sports football	1995	Konami
20	Red Dead	110	Action-adventure	2004	Rockstar Games
21	Mortal Kombat	100	Fighting	1992	Warner Bros. Games
	Tomb Raider	100	Action-adventure	1996	Various[f]
	Gran Turismo	100	Racing	1997	Sony Interactive Entertainment
	Bejeweled	100	Puzzle tile-matching	2000	Electronic Arts
	Borderlands	100	Action-adventure	2009	2K
26	Tamagotchi	98.1	Virtual pet	1996	Bandai
27	WWE 2K	98	Sports professional wrestling	2000	2K
28	Dragon Quest	95	Role-playing	1986	Square Enix
29	Just Dance	90	Rhythm dance	2009	Ubisoft
30	Battlefield	88.7	First-person shooter	2002	Electronic Arts
31	The Witcher	85	Action role-playing	2007	CD Projekt
32	Donkey Kong	82	Platformer	1981	Nintendo
33	Halo	81	First-person shooter	2001	Xbox Game Studios
34	Civilization	80	Strategy	1991	2K
	The Walking Dead	80	Adventure	2012	Telltale Games / Skybound Games
36	Worms	75	Turn-based tactics artillery	1995	Team17
37	Super Smash Bros.	72	Platform fighter	1999	Nintendo
	Counter-Strike	72	First-person shooter	2000	Valve
39	Animal Crossing	70	Social simulation	2001	Nintendo
40	God of War	66	Action-adventure	2005	Sony Interactive Entertainment
41	Metal Gear	65.5	Action-adventure stealth	1987	Konami
42	The Oregon Trail	65	Strategy	1971	Gameloft
43	Tekken	61	Fighting	1994	Bandai Namco Entertainment
44	Far Cry	60	First-person shooter	2004	Ubisoft
45	Street Fighter	58	Fighting	1987	Capcom
46	Kirby	50	Platformer	1992	Nintendo
	Destiny	50	First-person shooter	2014	Bungie
	Overwatch	50	First-person shooter	2016	Blizzard Entertainment
	Marvel's Spider-Man	50	Action-adventure	2018	Sony Interactive Entertainment
50	Pac-Man	48	Maze platformer	1980	Bandai Namco Entertainment

자료: Wikipedia, DS투자증권 리서치센터

CDPR이 제시하는 국내 콘솔게임사의 전략 방향

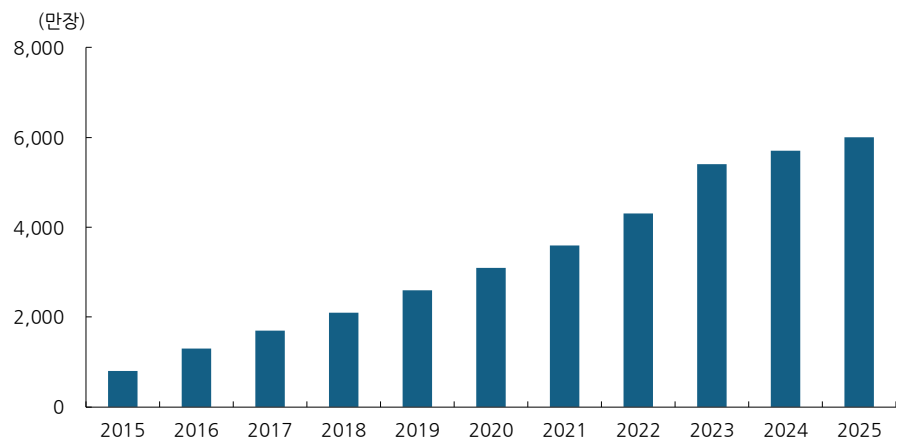
콘솔 후발주자인 한국이
참고할 기업, CDPR

필어비스 및 국내 게임사에게 귀감이 되는 게임사가 있다. 폴란드의 CDPR이다. 설립 자체는 94년도에 이뤄졌으나 본격적인 주요 게임개발은 2007년 위치1부터 시작되었다. 위치1, 위치2는 컬트적인 인기는 있었으나 모든 게이머가 일정도로 대단한 인기를 구가하지 못했다. 이에 2014년 CDPR 매출액은 384억원 수준에 머물렀다. 당시 엔씨소프트 매출액이 8,387억원에 달했음을 고려하면 (뒤바뀐 처지를 보면) 상 전벽해다.

위치3는 불후의명작으로
순식간에 메가IP로 발돋움.
후속판매량도 뛰어났음

그러나 2015년 위치3를 출시하고 출시 6주 600만장, 7개월 1천만장이라는 대히트를 기록하면서 회사가 레벨업하기 시작한다. 워낙 명작으로 호평받다보니 후속 판매도 할인등에 힘입어 성과가 좋았다. 2015-2020년 누적 3천만장 판매되었고, 2015-2025 누적으로는 6천만장 판매고 거두었다.

그림9 위치3 누적판매량 추이



자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터
주: 중간중간 발표없는 시점은 비례적인 추정이 있음

그림10 내러티브가 크게 호평받았던 위치3



자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터

그림11 오픈월드 깊이감, 전투, 조작은 지적받기도

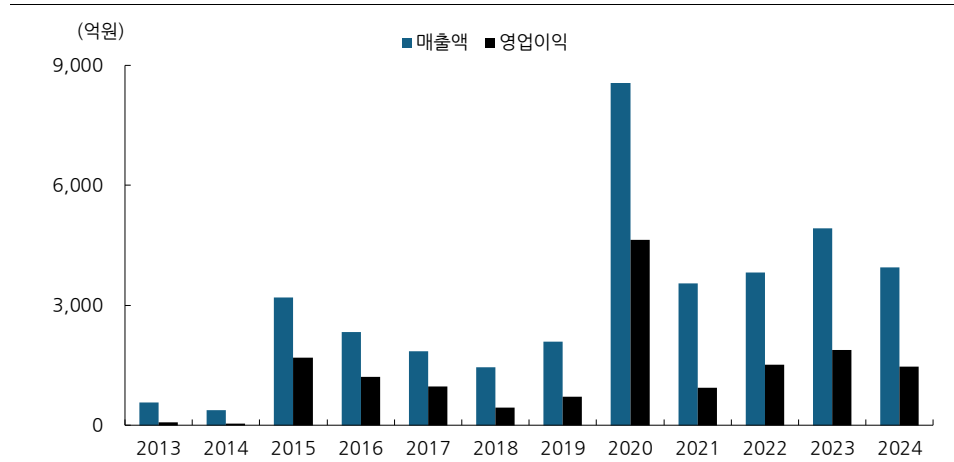


자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터

실적 매년 Y/Y 20%이상 감소.
이마저도 역대급히트에 따라 최대한 방어된 것

이로인해 CDPR의 2015년 매출액은 3,192억원으로 급성장 했으며 2016년 2,335억 원, 2017년 1,852억원, 2018년1,451억, 2019년 2,085억원으로 게임이 역대급 히트를 기록함에 따라 DLC출시/후속할인판매 등으로 실적을 최대한 방어했다.

그림12 CDPR 매출/영업이익 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 1조원=400억 원 일률계산

위쳐3이후에도 주가는 가파르게 상승하다 사이버펑크를 기점으로 무너짐

위쳐3 출시이후 주가의 급등락은 반복되었으나 장기적 추세는 가파르게 상승, 2015년 0.8조에서 시작해 2020년 사이버펑크 출시 전 까지 20조원 수준까지 가파르게 성장했다. 이는 위쳐3 출시 이후 이익의 가시성이 확보되지 않음에도(실제로 이익은 가파르게 YoY 감익) 메가히트 개발사로 발돋움한 CDPR의 개발역량을 시장이 인정해주었다고 읽힌다.

CDPR의 실적은 2020년 사이버펑크 출시하면서 2020년 8,555억원으로 PEAK치를 달성했다. 그 후 사이버펑크가 압도적으로 부정적인 평가를 받으며 후속판매는 좋지 못했다. 21년 3,552억원, 22년 3,810억원, 23년은 4,920억원 시현하며 고점대비 50%이상 실적이 하락했고, 주가도 최대 낙폭 50% 시현했다.

사이버펑크 대실패로 회사
개발역량 및
추후 파이프라인 의구심 →
급격한 Sell-on

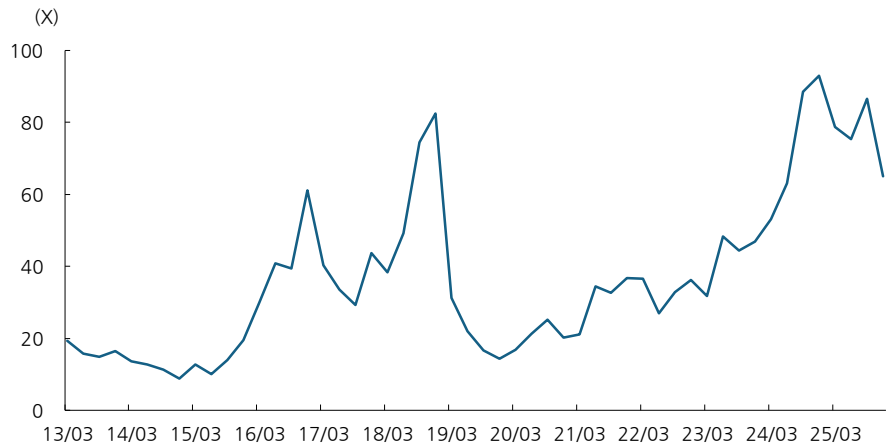
즉, 위치3의 성공으로 가파르게 인정받던 회사의 개발력이 사이버펑크로 급하게 저평가 받으며 주가의 추세도 꺾였다고 볼 수 있다.

주가의 반등은 23-24년 시기 나타났다. 지속적인 사후대처와 23년 출시한 사이버펑크DLC가 히트하며 명예졌던 회사의 명예가 일부 복구되었다. 그 와중에 24년 TGA에서 위치4 트레일러를 공개하며 주가는 다시 위치4에 대한 기대감을 반영하고 있다. 위치4는 빠르면 27년 늦으면 그 이후 출시될 것으로 보인다. 28년 출시된다고 가정해도 전작에서 무려 8년의 시간이 소요된 셈이다. 그럼에도 불구하고 주가는 현재 일정수준을 지지하고 있다. 현재 CDPROJEKT의 '26 PER은 70배를 상회한다. 이는 빠르면 향후 위치4의 기대감을 선반영하고 있기 때문으로 분석한다.

사이버펑크 DLC 흥행하며
위치4의 기대감을 다시
반영하기 시작

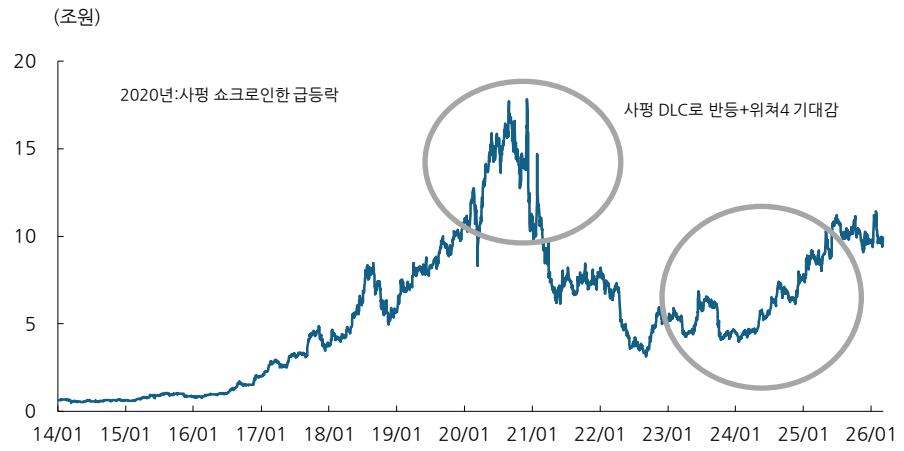
즉 적어도 폴란드 주식시장에서는 메가 IP를 보유한 회사는 신작이 없어 이익이 급감하는 시기에 40배 이상의 고 P/E를 부여해 그 가치를 인정하고 있음을 알 수 있다. 회사의 장기 가치를 인정받은 것이다.

그림13 CDPR의 밸류에이션은 신작이 없던 시기에도 3-90배의 높은 밸류에이션을 유지.. 이는 출시시기가 늦어도 위치3로 인해 회사의 높은 개발력이 인정받았기 때문으로 분석
CDPR 12MF PE 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림14 2015년 이후 C DPR 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
 주: 1원=400즈위티로 일률계산

그림15 2015년 C DPR 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

투자적 관점에서 펼어비스의 가장 큰 문제점은 기존 레포트에서 계속 서술했듯이 26년 히트가 가정된다 해도 27년, 28년 이익에 대한 가시성이 확보되지 않는다는 것이다. 27년, 28년 이익가시성이 확보되지 않으므로 Target P/E를 낮게 부여하는 것은 정당하다. 적정 P/E밴드는 12-20배로 판단하나, 우리가 부여한 밸류에이션은 15배다. 이 정도의 성과와 평가면 붉은사막은 P/E, EPS를 모두 상향시킬 트리거로 작용하기에 충분하다고 판단된다.

다음은 우리가 제시하는 붉은사막 시나리오별 적정주가다. 이는 3/10 발간된 게임산 업자료 “미워도 다시한번 ver2”에서 제시되었던 시나리오다.

표3 붉은사막 시나리오 분석

	1Y 판매량 가정치(만장)	붉은사막 매출액	붉은사막 영업이익	26F EPS
BEST SCENARIO	1,000	7,965	6,615	7,761
BULL SCENARIO	800	6,386	5,368	6,123
BASE SCENARIO	600	4,779	3,969	4,528
BEAR SCENARIO	400	3,186	2,646	2,916
WORST SCENARIO	300	2,390	1,985	2,119

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 콘솔(순매출반영),PC,오프라인 각자의 마진과 비중 고려된 수치로, 약식계산 시 ASP*판매량 *OPM 50%로 계산해도 무방

표4 붉은사막 시나리오 별 적정주가

	Target P/E 12	Target P/E 15	Target P/E 20
BEST SCENARIO	93,132	116,415	155,220
BULL SCENARIO	73,476	91,846	122,461
BASE SCENARIO	54,336	67,920	90,560
BEAR SCENARIO	34,992	43,740	58,320
WORST SCENARIO	25,428	31,785	42,380

자료: DS투자증권 리서치센터

**최종시나리오 선택
BULL(800만장)**

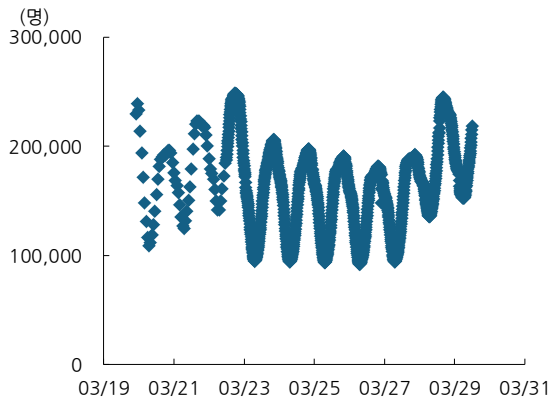
우리의 최종시나리오 선택은 BULL 시나리오(800만장)이다. 적정 Target P/E는 15 배로 판단한다. 27년,28년 이익 급감에 따라 Target P/E를 낮게 부여해야하는 것은 맞다. 그러나 붉은사막은 올해 패키지 게임 전체 판매량 2-3위권을 기록할 가능성이 높다.(1위 GTA6). 1위에게는 1위에 맞는 밸류에이션이 필요하다.

**당사가 부여한 Target P/E
15배는 과하지 않다고
판단.**

CDPR은 신작이 없던 시기에 7-80배의 밸류에이션을 받았다. 테이크투는 매년 적 자 행진 이어가고 있으나 회사의 개발력을 믿고 시장에서는 PBR 10배이상의 밸류에 이션을 부여하고 있다. 붉은사막이 메가히트IP로 발돋움한다면 26년이 PEAK 이익 시기라 하더라도 15배의 밸류에이션은 과하지 않다고 판단한다. 출시일정이 멀겠지 만 일단 ‘도깨비’라는 신작이 대기중인 점도 긍정적이다. 붉은사막은 연내 지속된 패 치와 무료 DLC를 통해 점진적인 개선을 예상한다. 또한 ‘27-’28년 붉은사막 DLC 출시를 예상하며, 도깨비는 ‘29년 경 출시를 예상한다. 다만 회사의 전적을 고려하면 도깨비 출시는 더 많은 시간이 소요될 가능성이 높다.

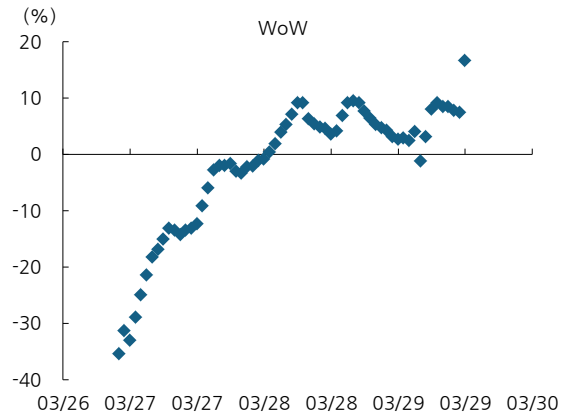
물론 트레이딩 로직 상 쉽지 않을 것이라는 점을 간과할 수 없다. 결국 지표는 하락 할 것이고, 게임주 투자에 가장 중요한 재료공급은 이제 판매량 공개만 남아 있다. 이는 다음신작이 멀기 때문에 가지는 문제점이다. 그러나 이정도 수준의 성과는 밸 류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단한다. 이에 목표주가를 9만원으로 상향한다.

그림16 붉은사막 Steam 동시접속자 추이



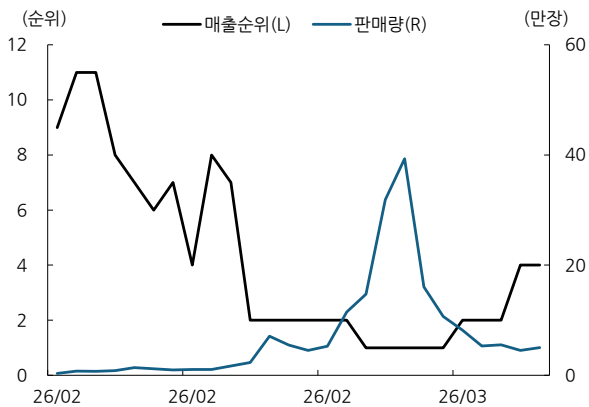
자료: Steamdb, DS투자증권 리서치센터

그림17 붉은사막 Steam 동시접속자 WoW 변화율 추이



자료: Steamdb, DS투자증권 리서치센터

그림18 바이오하자드 추이..이를보면 붉사는 확실한 역주행 중



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림19 이는 게임의 플레이타임 및 특성이기 때문이도 함



자료: Steamdb, DS투자증권 리서치센터

그림20 메타스코어/PS/스팀 유저평가 모두 반등 조롱을 환호로



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림21 유저평가 개선... 최종적으로 85이상에 위치될 것



자료: Steamdb, DS투자증권 리서치센터

표5 펠어비스 실적전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	83.7	79.6	106.8	95.5	410.2	241.5	169.8	145.9	342.4	365.6	967.4
영업비용	88.9	91.3	96.2	103.9	162.5	124.8	111.7	114.9	354.4	380.4	513.9
인건비	49.0	47.2	46.8	50.7	51.5	52.2	54.1	60.2	182.1	193.7	218.0
지급수수료	17.3	18.1	20.9	19.2	64.2	42.0	29.9	25.8	70.9	75.5	161.9
마케팅비	7.3	10.5	13.6	12.3	25.1	14.1	9.2	11.5	33.6	43.7	65.5
D&A	6.3	6.1	5.8	5.9	5.5	5.4	5.3	5.2	25.2	24.1	21.4
기타	9.0	9.5	9.1	15.8	16.2	11.1	13.2	12.2	42.6	43.3	52.7
영업이익	-5.2	-11.7	10.6	-8.4	247.7	116.7	58.2	31.0	-12.0	-14.8	453.6
OPM	-6%	-15%	10%	-9%	60%	48%	34%	21%			46.9%
지배순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	184.6	101.8	79.0	10.8	60.3	-7.6	376.1
NPM	1%		27%	-16%	45%	42%	47%	7%	18%		38.9%

자료: DS투자증권 리서치센터

표6 펠어비스 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	376	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	6,123	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	15	브랜드가치 획득 고려 게임주 중단 P/E 적용 이는 27,280이익 감소도 고려한 밸류에이션 부여
목표주가	(원)	90,000	적정주가 91,845원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	58,800	3/27 종가 기준
Upside	(%)	53.0	3/27 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

게임: 미워도 다시한번 2 (3/10 기발간 산업자료 발췌)

Executive Summary - 3월은 게임의 달

25년 하반기보다
개선 중인 게임주 퍼포먼스
1)낙폭과대
2)글로벌 위주 게임라인업
3)비용감소

약망갈던 25년 하반기를 지나 26년은 게임주의 퍼포먼스가 회복되고 있다. 작년 게임주는 신작 출시를 앞두고도 기대감이 거의 반영되지 않으며 트레이딩 매력도도 부족했다. 그러나 26년에는 데브시스터즈, 필어비스, 넷마블 등 주요신작을 앞두고 주가가 급등하는 추세를 보이며 과거대비 트레이딩 매력도가 개선되고 있다. 이는 1)코스피/코스닥 지수가 지속성장하는 가운데 작년 최하위 퍼포먼스를 보였던 게임주의 수급개선, 2) '25년 대비 훨씬 개선된 글로벌 타겟 위주의 신작라인업, 3)전반적인 게임사들의 비용감소 및 주주환원 강화에 따른다. 여기에 어제자로 구글 수수료 인하 발표로センチ도 개선되며 전반적인 수급 개선은 계속 이어질 것으로 보인다.

게임주 디레이팅은 필요하
나 지금은 그 정도가 과함
게임주 Trading BUY
→BUY 상향

물론 게임산업은 시장침체에 빠져있으며, 향후 성장경로도 물가상승률을 넘기 어렵다. 밸류에이션 디레이팅은 불가피하다. 그러나 지수가 상승한 상황에서 과거 15-20배 평균 10-15배의 PER 배수 하락은 더블 디레이팅이다. 적어도 과거 밸류에이션인 15-20배로의 회복이 적절하다는 의견을 지속 제시한다. 이것이 우리가 그동안 단기 신작 위주의 트레이딩, Trading BUY 의견을 제시해왔던 이유다. 그러나 앱수수료 인하, 낙폭과대, 기업들 이익전망치 변경에 따라 Trading BUY를 BUY로 상향한다.

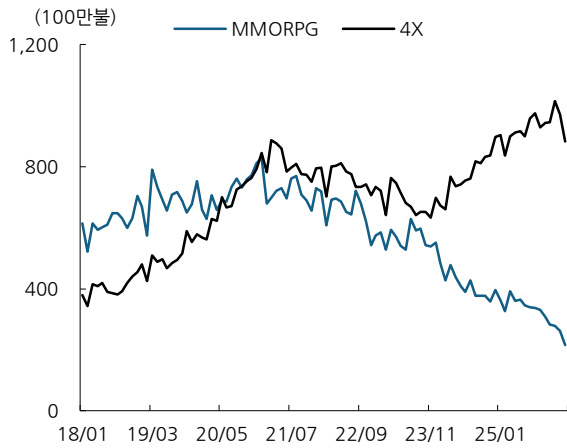
センチ변화가 더 중요.
WOW 포인트가
발생해야 할 것

앞으로 지속해서 게임산업은 M/S 싸움으로 흘러갈 것이다. 대한민국 게임산업의 밸류에이션을 지지하기 위해서는 WOW 포인트가 필요하다. 국내에서 리니지라이크로 매출을 벌었다는 이슈로는 집나간 투자자들을 불러오거나 밸류에이션을 지지할 수 없다. 모바일 MMORPG 장르는 게임장르 중에서도 가장 가파른 하락세를 보이고 있다. 숏츠/틱톡 시대에 결이 맞지 않는 장르임을 인지할 필요가 있다. 결국 글로벌에서 히트했다는 경험이 필요하다. 25년 하반기 주요신작을 살펴보면 엔씨소프트의 아이온2 국내/대만 출시가 유일했었다. 결국 이마저도 국내시장 타겟 게임으로 (10월 글로벌 타겟 전망) 국내 게임시장의 규모가 계속 축소되고 경쟁이 심화되는 환경에서 이벤트 매력도는 비교적 떨어졌다고 분석된다.

올해 글로벌 타겟하는 게임
많아 기대해볼 만

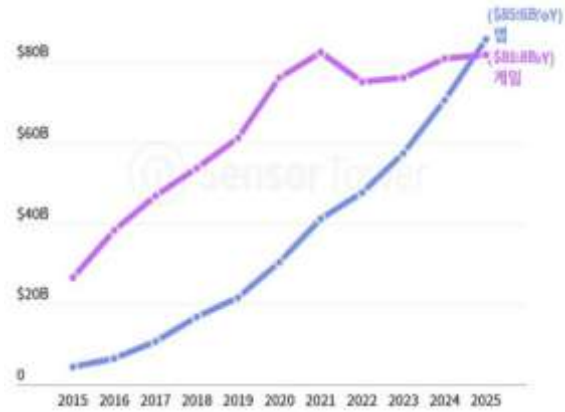
반면 26년에는 3월 필어비스 붉은사막, 넷마블 7대죄 오리진, 데브시스터즈 오븐스 매시, 6월 조이시티 프리스타일풋볼2, 10월 아이온2 글로벌, 4Q 카카오게임즈 아키에이지 크로니클 등이 출시 예정이다. 해당시기 모멘텀이 강하게 발생할 전망이다. 해당 게임들의 히트는 단순 해당회사뿐만 아니라 대한민국 게임섹터의 경쟁력을 살펴볼 수 있는 기회가 될 것이다. 전체적인 적정 밸류에이션/センチ가 크게 바뀔 수 있어 주목한다.

그림22 글로벌 인앱결제 추이 - 한국도 4X/키우기 위주로 변화



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림23 비게임앱이 처음으로 게임앱을 넘어섬



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림24 2022년 국내 모바일 게임순위 - 호시절

순위	게임	장르	게임사
1	리니지 M	MMORPG	엔씨
2	리니지 W	MMORPG	엔씨
3	오딘	MMORPG	카카오게임즈
4	리니지 2M	MMORPG	엔씨
5	던파 M	MMORPG	NEXON
6	히어로즈 테일즈	MMORPG	37Games
7	FC 온라인 M	스포츠	NEXON
8	원신	오픈월드 RPG	Hoyoverse
9	히트 2	MMORPG	NEXON
10	로블록스	샌드박스	Roblox

자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터
 주: BOLD체는 한국게임(한국상장사)

그림25 2026년 YTD 국내 게임 매출순위 - MMORPG의 몰락

순위	게임	장르	게임사
1	메이플키우기	방치형	NEXON
2	라스트워	4X	Funfly
3	WOS	4X	Century
4	리니지 M	MMORPG	엔씨
5	로블록스	샌드박스	Roblox
6	킹샷	4X	Century
7	라스트 Z	4X	Florere
8	로얄매치	퍼즐	Dream
9	FC 모바일	스포츠	NEXON
10	가십하버	퍼즐	Microfun

자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터
 주: BOLD체는 한국게임(한국상장사)

이제 최상위권 강자(엔씨, 카카오게임즈, 넥슨 등)를 제외하고 MMORPG 개발은 의미가 퇴색됨

뉴미디어(유튜브, 숏츠, 틱톡)의 급격한 성장으로 전세계 게이머들의 취향이 유사하게 맞춰지는 경향이 있다. 4X, 퍼즐은 과거 국내에서 큰 인기를 거둔 장르는 아니었다. 한국게이머들의 취향이 점점 글로벌과 유사하게 맞춰지면서 MMORPG 장르는 과거의 영광을 되찾지 못할 가능성이 높다. 핵심 IP 보유하고 높은 개발역량 가지고 있는 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈를 제외하고는 반전의 기회를 맞이하기 어려울 전망이다.

표7 2026~ 주요 신작일정

회사	게임명	장르	플랫폼	구분	출시예정일	이익대비중요도	모멘텀중요도
크래프톤	서브노티카2	수중 어드벤처	PC/콘솔	자체개발	5월	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	PUBG:블랙버릿	익스트랙션 슈터	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★☆	★★★★★
	딩컴투게더	생활RPG	모바일	자체개발	2027~	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	팰월드 모바일	수렵 RPG	모바일	자체개발	2027~	☆☆☆☆☆	★★★★☆
엔씨소프트	신더시티	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	2026~	★★★★☆	★★★★★
	브레이커스	수집형RPG	모바일	퍼블리싱	1H26	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	아이온모바일중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	리니지M/2M 중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	아이온2 글로벌	MMORPG	PC	자체개발	9-10월	★★★★★	★★★★★
	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
시프트업	타입테이커스	히어로 슈터	PC	퍼블리싱	2Q26~	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	스텔라블레이드2	액션어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
넷마블	프로젝트 스피릿	서브컬처 RPG	모바일	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	몬걸:스타 다이브	수집형RPG	모바일	자체개발	2Q26	★★★★★	★★★★★
	SOL:인챈트	MMORPG	모바일	퍼블리싱	1H26	★★★★☆	★★☆☆☆
	프로젝트 이블베인	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2H26	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	상그릴라 프론티어	액션RPG	모바일	자체개발	2026	★★★★☆	★★★★☆
	프로젝트 옥토퍼스	로그라이크RPG	모바일	자체개발	2026	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	나훈랩:카르마	로그라이크RPG	PC/콘솔	자체개발	2026	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
필어비스	도깨비	오픈월드RPG	PC/콘솔	자체개발	2028~	★★★★★	★★★★★
	붉은사막 DLC	오픈월드RPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
카카오게임즈	프로젝트C	서브컬처	모바일	자체개발	4Q26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	더큐브세이버어스	익스트랙션 액션	PC	자체개발	2Q26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	던전어라이즈	4X전략	모바일	자체개발	2Q26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	크로노오디세이	MMORPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2027	★★★★★	★★★★★
	아카이메이지크로니클	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	4Q26	★★★★★	★★★★★
	오딘 후속작	MMORPG	모바일	자체개발	2Q26	★★★★★	★★☆☆☆
	프로젝트OQ	MMORPG	모바일	퍼블리싱	3Q26	★★★★★	★★☆☆☆
	갯세이버버밍엄	액션 PRG	PC/콘솔	자체개발	3Q26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
위메이드	미르5	MMORPG	모바일	자체개발	2027~	★★★★★	★★☆☆☆
	나이트크로우2	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★★★★	★★☆☆☆
	TAL	액션RPG	PC/콘솔	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
네오위즈	고양이와스프	시뮬레이션	모바일	자체개발	1H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	킬 더 새도우	MOBA로그라이크	PC	퍼블리싱	1H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	안녕서울:이태원편	퍼즐플랫폼	PC	퍼블리싱	2H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	킹덤2	MMORPG	모바일	자체개발	2H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
데브시스터즈	쿠기런 크럼블	키우기	모바일	자체개발	3Q26	★★★★★	★★★★☆
넥슨게임즈	던파 아라드	오픈월드RPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
	우치:웨이퍼이러	RPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	듀랑고월드	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
웹젠	테르비스	서브컬처	모바일	자체개발	2H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	뮤 IP	MMORPG	모바일	자체개발	2026	★★★★★	★★☆☆☆
컴투스	데스티니차일드 IP	키우기 RPG	모바일	자체개발	2026	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	제우스:오만의 신	MMORPG	모바일	퍼블리싱	2026	★★★★☆	★★☆☆☆
조이시티	프로젝트 임진	MMORPG	모바일	퍼블리싱	2Q26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	프리스타일 풋볼2	스포츠	PC/콘솔	자체개발	2Q26	☆☆☆☆☆	★★★★☆

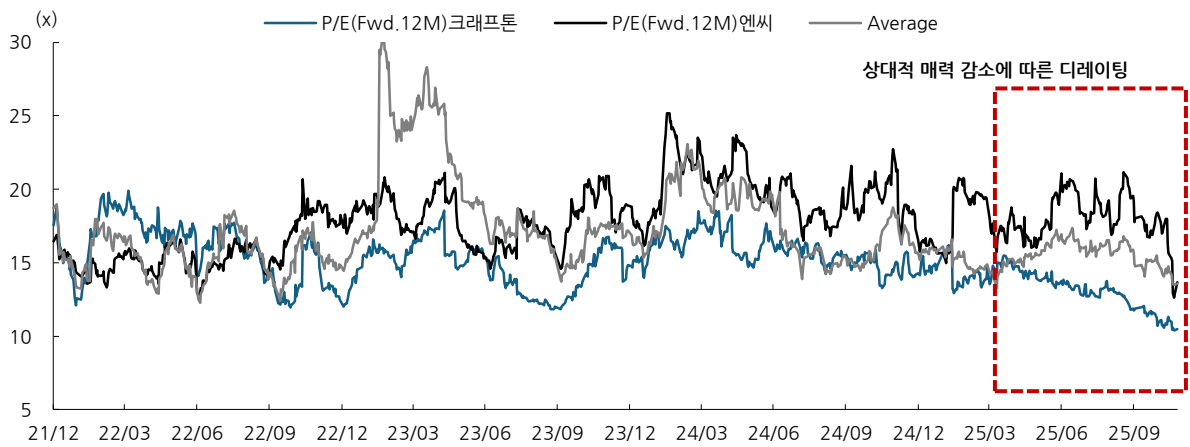
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표8 글로벌 게임사 TABLE

이름		넥슨	캡콤	코나미	스퀘어 에닉스	사이버 에이전트	텐센트	넷이즈	닌텐도	TakeTwo Interactive	유비소프트	CDPROJEKT
타커		3659 JT	9697 JT	9766 JT	9684 JT	4751 JT	700 HK	9999 HK	7974 JT	TTWO US	UBIFP	CDR PW
매출액 (십억)	25	475	170	422	325	874	660	113	1,165	6	2	1
	26F	543	186	478	295	920	831	121	2,341	7	2	1
	27F	558	206	525	305	958	909	132	2,527	9	2	3
영업익 (십억)	25	124	66	102	41	72	208	36	283	-4	0	0
	26F	166	77	131	51	77	286	40	392	1	-1	0
	27F	171	86	157	51	79	322	45	531	2	0	2
OPM (%)	25	26	39	24	13	8	32	32	24	-78	-4	37
	26F	30	41	28	17	8	34	33	17	14	-65	34
	27F	31	42	30	17	8	35	34	21	19	-2	55
순이익 (십억)	25	92	48	75	24	32	194	34	279	-4	0	0
	26F	129	55	95	29	39	292	41	410	1	-1	0
	27F	133	63	113	36	42	324	45	457	1	0	2
EPS (달러) (원)	25	114	116	551	68	63	21		239	-26	-1	5
	26F	161	131	699	79	76	31	13	353	4	-6	3
	27F	171	146	832	99	82	35	14	401	8	-1	16
BPS (달러) (원)	25	1,336	598	3,960	948	368	128		2,555	19	12	31
	26F	1,440	621	4,076	956	423	152	60	2,478	17	12	34
	27F	1,544	723	4,657	1,230	507	179	68	2,649	21	10	50
PER (배)	25	27	22	32	37	16	19		25			44
	26F	19	26	29	32	17	15	13	25	55		74
	27F	18	23	24	26	16	13	12	22	26		15
PBR (배)	25	475	170	422	325	874	660	113	1,165	6	2	1
	26F	543	186	478	295	920	831	121	2,341	7	2	1
	27F	558	206	525	305	958	909	132	2,527	9	2	3

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림26 2025년 크래프톤/엔씨소프트/ 게임주 평균 12MF P/E 변화



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림27 2018년 위기시기 Strong&Weak 섹터 분석

Type	Sector	Drawdown_Pct
Strong	의류/패션	-8.61
Strong	소프트웨어/게임	-10.31
Strong	핀테크	-11.89
Strong	제약/바이오	-15.29
Strong	운송	-18.18
Strong	화장품	-20.03
Strong	미디어/엔터	-20.42
Strong	2 차전지	-24.22
Strong	IT 하드웨어/서비스	-24.4
Strong	음식료	-25.76
Weak	철강/금속	-36.04
Weak	IT 하드웨어	-36.24
Weak	유틸리티	-37.34
Weak	화학/소재	-37.76
Weak	방산/우주항공	-38.91
Weak	금융(증권)	-40.61
Weak	자동차/모빌리티	-41.58
Weak	여행/레저	-42.78
Weak	신재생에너지	-44.51
Weak	기계	-49.34

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

그림28 2020년 위기시기 Strong&Weak 섹터 분석

Type	Sector	Drawdown_Pct
Strong	금융(보험)	6.88
Strong	운송	2.85
Strong	통신	1.78
Strong	의류/패션	0.73
Strong	소프트웨어/게임	-0.02
Strong	신재생에너지	-1.67
Strong	음식료	-2.95
Strong	화학/소재	-3.83
Strong	방산/우주항공	-4.1
Strong	여행/레저	-4.35
Weak	화장품	-9.93
Weak	의료기기	-10.58
Weak	핀테크	-11.26
Weak	반도체	-12.77
Weak	금융(증권)	-14.82
Weak	제약/바이오	-16.48
Weak	IT 하드웨어	-24.07
Weak	전력/유틸리티	-33.03
Weak	기계	-46.36
Weak	소프트웨어/플랫폼	-65.72

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

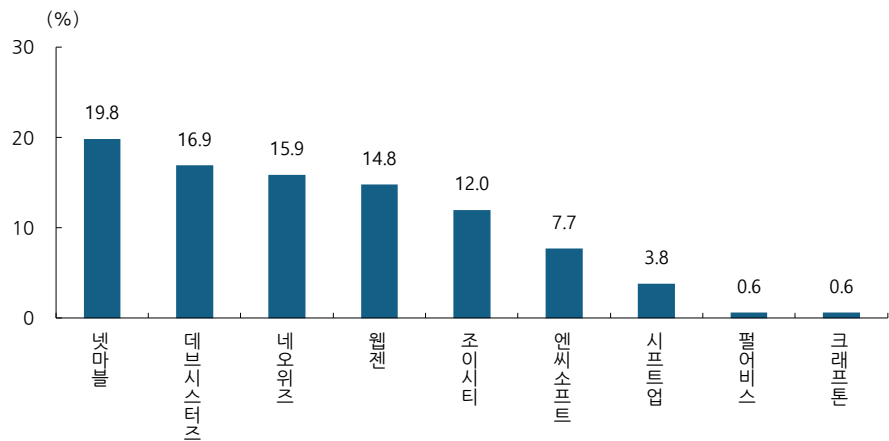
표9 구글 앱수수료 절감에 따른 '27년 예상 실적

(십억원)	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	필어비스	시프트업	데브시스터즈	웹젠	네오위즈	조이시티
'27년 예상 매출액	3,407	2,440	4,730	706	241	365	205	391	221
모바일총매출	3,066	878.4	7520	31	605	333	123	202	137
추정 구글 인앱결제액	1,533	615	273	22	242	150	86.1	164	92
수수료 절감액	100	37	8	1	7	9	4	7	4
기존 추정 영업이익	503	478	1,451	211	177	53	29	43	35
반영 후 영업이익	603	515	1,459	212	184	62	33	50	39
기존 영업이익률	14.8%	19.6%	30.7%	29.9%	73.4%	14.5%	14.1%	11.0%	15.6%
반영 후 영업이익률	17.7%	21.1%	30.8%	30.1%	76.3%	17.0%	16.2%	12.8%	17.5%
영업이익률 개선폭	3%p	1.3%p	0.1%p	0.2%p	2.9%p	2.5%p	2.1%p	1.8%p	1.9%p
영업이익 개선폭	19.8%	7.7%	0.6%	0.6%	3.8%	16.9%	14.8%	15.9%	12.0%

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 크래프톤은 텐센트-크래프톤 PUBG M 퍼블리싱 계약세부내용을 알 수 없어 부정확한 추정임을 고지함

그림29 수수료 개선에 따른 '27년 영업이익 개선폭 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

[필어비스 263750]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	583	453	445	828	1,173	매출액	333	342	366	967	807
현금 및 현금성자산	236	143	134	469	776	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	51	63	51	88	115	매출총이익	333	342	366	967	807
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	350	355	380	514	488
기타	296	247	260	270	281	영업이익	-16	-12	-15	454	319
비유동자산	630	690	704	700	696	(EBITDA)	10	13	9	478	342
관계기업투자등	167	212	226	235	244	금융손익	5	40	4	68	156
유형자산	194	189	178	172	165	이자비용	13	7	4	2	2
무형자산	227	248	257	248	240	관계기업등 투자손익	-6	12	-1	-2	-2
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,528	1,869	기타영업외손익	39	38	3	-8	-58
유동부채	316	133	136	165	190	세전계속사업이익	22	78	-9	512	415
매입채무 및 기타채무	45	43	44	70	91	계속사업법인세비용	7	17	-1	136	104
단기금융부채	163	5	5	5	5	계속사업이익	15	60	-8	376	311
기타유동부채	108	85	87	90	94	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	214	219	224	당기순이익	15	60	-8	376	311
장기금융부채	85	97	88	88	88	지배주주	15	60	-8	376	311
기타비유동부채	87	107	127	131	137	총포괄이익	18	78	-8	376	311
부채총계	488	337	350	384	414	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	725	806	799	1,144	1,455	영업이익률 (%)	-4.9	-3.6	-4.1	46.9	39.5
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	2.9	3.8	2.6	49.4	42.4
자본잉여금	220	220	220	220	220	당기순이익률 (%)	4.6	17.6	-2.3	38.9	38.6
이익잉여금	498	559	550	926	1,237	ROA (%)	1.2	5.1	-0.7	28.1	18.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.1	7.9	-1.0	38.7	24.0
자본총계	725	806	799	1,144	1,455	ROIC (%)	-2.8	-3.1	-3.4	110.4	82.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	32	-5	24	366	338	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	15	60	-8	376	311	P/E	163.7	29.5	-273.0	9.6	11.6
비현금수익비용가감	18	-26	16	-1	30	P/B	3.4	2.2	3.0	3.3	2.6
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14	P/S	7.5	5.2	6.6	3.9	4.7
무형자산상각비	9	9	10	10	9	EV/EBITDA	229.8	117.1	228.8	6.6	8.3
기타현금수익비용	-8	-51	-18	-25	-77	P/CF	74.7	52.3	323.9	10.1	11.1
영업활동 자산부채변동	8	-34	12	-9	-3	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	1	-3	9	-37	-27	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-13.5	2.7	6.8	164.6	-16.6
매입채무 증가(감소)	0	0	0	26	21	영업이익	적전	적지	적지	흑전	-29.7
기타자산 부채변동	7	-31	3	2	2	세전이익	흑전	250.7	적전	흑전	-18.9
투자활동 현금	134	56	-22	-31	-31	당기순이익	흑전	296.8	적전	흑전	-17.2
유형자산처분(취득)	-9	-3	-1	-9	-7	EPS	흑전	296.8	적전	흑전	-17.2
무형자산 감소(증가)	36	-1	5	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	76	60	-26	-20	-21	부채비율	67.3	41.8	43.8	33.6	28.5
기타투자활동	32	0	0	-2	-2	유동비율	184.5	340.4	327.9	500.8	616.7
재무활동 현금	-90	-152	-9	0	0	순차입금/자기자본(x)	-36.0	-33.4	-33.4	-53.4	-63.8
차입금의 증가(감소)	-90	-152	-31	0	0	영업이익/금융비용(x)	-1.3	-1.8	-3.9	183.1	128.8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	248	102	93	93	93
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-261	-270	-267	-611	-928
기타재무활동	0	0	21	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	76	-93	-9	335	307	EPS	237	939	-137	6,123	5,068
기초현금	160	236	143	134	469	BPS	11,284	12,545	12,438	17,799	22,643
기말현금	236	143	134	469	776	SPS	5,191	5,329	5,690	15,058	12,559
NOPLAT	-11	-10	-11	333	239	CFPS	519	530	115	5,840	5,311
FCF	176	56	-3	335	307	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

필어비스 (263750) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-28	담당자변경				
2025-04-28	매수	43,000	-10.7	33.0	
2025-12-09	매수	43,000	0.5	33.0	
2026-02-13	매수	65,000	-15.3	5.4	
2026-03-30	매수	90,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.