

(263750)

풀어비스

인터넷게임/우주 정의훈

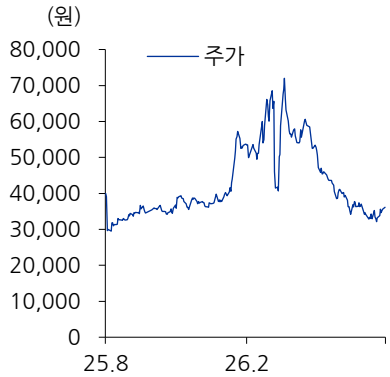
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

판매량은 나쁘지 않았으나,

- “ 2분기 매출액 1,926억원(-41.4%qoq, +247.7%yoy), 영업이익 676억원 (-68.1%qoq) 기록. 컨센서스(매출액 2,759억원, 영업이익 1,402억원)를 하회함. 붉은사막 출시 효과가 약해진 가운데, 매출 이연과 성과급 지급 등 일회성 비용 반영으로 매출과 이익 모두 시장 기대치를 하회. 지배순이익은 CCP 매각 관련 중단영업이익(287억원)이 반영되며 995억원을 기록
- “ 2분기 붉은사막(1,361억원)은 약 211만장(디지털 172만장, 피지컬 39만 장)을 판매하며 누적 판매량 600만장을 돌파함(6월 11일 기준). 다만 500 만장 달성(4월 15일) 이후 추가 100만장 판매에 57일이 소요되는 등 판매 속도는 점차 둔화되고 있으며, 판매 금액의 일정 부분을 매출로 인식하는 채널의 판매 비율이 높아지며 ASP도 약 6.3만원(1분기 7.4만원)으로 하락함
- “ 특히 실물 패키지의 경우 도소매 간 정산절차에 따라 판매와 매출 인식 시 점에 차이가 존재하고, 정산대상 금액의 20%를 환불 보증 목적으로 이연함에 따라 시장 기대치를 하회하는 매출을 기록함. 이연된 매출은 하반기에 순차적으로 반영될 예정
- “ 2분기 검은사막(550억원)은 대규모 업데이트보다는 콘텐츠 개선에 집중하며 전분기 대비 소폭 감소함. PC는 '붉은전쟁' 매칭과 거점/점령전 등을 개편했고, 모바일은 서비스 3,000일 기념 업데이트 진행함
- “ 비용에서는 붉은사막 출시 성과급 지급으로 인건비(+94.8%qoq)가 크게 증가한 반면, 매출 하향 안정화로 지급수수료(-28.0%qoq)와 출시 마케팅 종료로 광고선전비(-61.1%qoq)는 감소. 성과급 관련 일회성 비용을 제외하면 하반기 비용 부담은 완화될 전망
- “ 회사는 상반기 실적과 추정사항 변경을 반영해 연간 가이드언스를 하향 조정함(매출액 8,790~9,754억원 → 7,098~7,438억원, 영업이익 4,876~5,726억원 → 3,155~3,452억원). 붉은사막은 연내 DLC 출시를 목표로 개발 중이며, 구체적인 가격·구성·출시 시점은 3분기 중 공식 발표할 예정. 할인 등 가격 전략과 스위치 2 버전 출시(2027년 상반기 목표)도 준비하고 있어 판매량 확대와 라이프사이클 연장이 기대됨. 차기작 도깨비는 2028년 하반기 출시를 목표로 개발 중이며, 2027년 하반기부터 본격적인 마케팅을 진행할 계획
- “ 목표주가를 기존 72,000원에서 50,000원으로 하향함. 이번 실적 발표에서 확인된 유통채널 믹스 변화에 따른 ASP 하락과 피지컬 패키지의 매출 인식 이연, 출시 효과 소진에 따른 판매 속도 둔화 등 시장 기대치 하회의 원인들은 하반기 실적에도 영향이 불가피함. 회사가 연간 가이드언스를 하향 조정한 것도 이를 반영한 결과로, 목표주가 하향은 2026~2027년 실적 추정치 하향을 반영함

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
50,000 원(하향)
36,900 원(8/11)



시가총액(십억원)	2,319
발행주식수(천주)	62,844
52 주 최고	77,400 원
최저	29,000 원
52 주 일간 Beta	-0.43
60 일 평균 거래대금	191 억원
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
김대일 (외 10 인)	38.0%
자사주 (외 1 인)	2.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-0.4	-30.9	-7.8
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	50,000	72,000	▼
영업이익(26E)	402	497	▼
영업이익(27E)	222	232	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	366	778	530
영업이익	-15	402	222
세전순익	-9	442	236
당기순이익	-8	342	177
EPS(원)	-131	5,320	2,754
증감률(%)	적전	흑전	-48.2
PER(배)	na	6.9	13.4
ROE(%)	-1.0	35.2	14.3
PBR(배)	3.0	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	219.8	3.7	5.9

실적전망 및 밸류에이션

펼어비스 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	192.6	139.4	117.3	272.7	777.8
(%yoy)	-26.0%	-32.3%	8.1%	-28.8%	419.6%	247.8%	62.2%	72.1%	-20.4%	185.2%
게임부문	63.0	54.9	79.5	63.0	328.1	243.8	135.7	112.8	260.4	820.4
기타부문	0.2	0.5	6.5	5.1	0.4	0.5	3.7	4.5	12.3	9.1
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	125.0	66.6	67.6	240.5	375.5
(%yoy)	-34.8%	-37.8%	-28.7%	-27.8%	110.3%	129.4%	5.2%	0.3%	-32.2%	56.2%
영업이익	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	67.6	72.8	49.7	32.2	402.3
(%yoy)	1238.1%	흑자전환	흑자전환	-68.3%	2597.4%	7389.0%	220.7%	6571.3%	흑자전환	1148.3%
OPM(%)	12.4%	1.6%	26.4%	1.1%	64.6%	35.1%	52.2%	42.4%	11.8%	51.7%
영업외손익	0.7	-18.6	11.3	5.9	15.9	12.0	4.9	6.6	-0.8	39.3
세전이익	8.5	-17.7	34.0	6.6	228.0	79.6	77.7	56.3	31.4	441.6
당기순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	158.0	99.5	51.1	33.2	-8.4	341.8
(%yoy)	-96.1%	적자전환	흑자전환	적자전환	31557%	흑자전환	76.2%	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	342.4	272.7	777.8	529.8
영업이익	-12.1	32.2	402.3	221.5
세전이익	78.4	31.4	441.6	235.9
지배순이익	61.0	-8.4	341.8	176.9
EPS(원)	939	-131	5,320	2,754
PER(배)	29.5	na	6.9	13.4
OPM(%)	-3.5%	11.8%	51.7%	41.8%
NPM(%)	17.8%	-3.1%	43.9%	33.4%

자료: 유진투자증권

필어비스 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	778	530	829	542	-6.2%	-2.2%
영업이익	402	222	497	232	-19.1%	-4.3%
세전이익	442	236	529	246	-16.4%	-4.1%
지배순이익	342	177	356	184	-3.9%	-3.8%
% of Sales						
영업이익	51.7%	41.9%	60.0%	42.8%		
세전이익	56.8%	44.5%	63.8%	45.4%		
지배순이익	44.0%	33.4%	42.9%	33.9%		

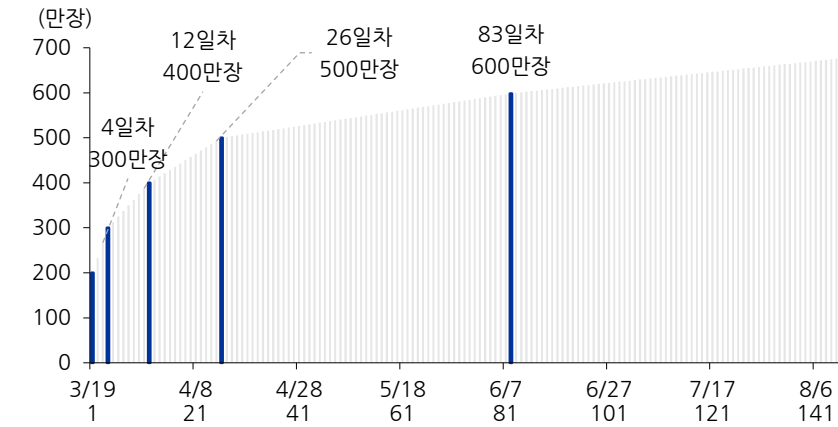
자료: 필어비스, 유진투자증권

필어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	2,482	12M Fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	20.0	
목표주가(원)	50,000	기존 72,000 원 대비 30.6% 하향

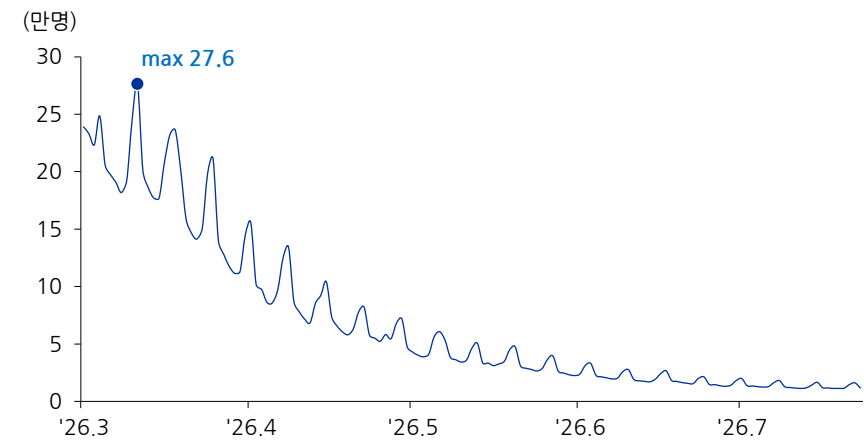
자료: 유진투자증권

붉은사막 누적 판매량 추이



자료: 필어비스, 유진투자증권

붉은사막 스팀 동시 접속자 수 추이



자료: SteamDB, 유진투자증권

펼어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,351	1,532
유동자산	583	453	445	927	1,107
현금성자산	508	372	360	834	1,006
매출채권	51	63	51	59	67
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	704	424	425
투자자산	209	253	269	255	266
유형자산	194	189	178	157	149
기타	227	248	257	11	11
부채총계	488	337	350	205	210
유동부채	316	133	136	110	114
매입채무	45	43	44	21	23
유동성이자부채	163	5	5	2	2
기타	108	85	87	88	88
비유동부채	172	204	214	95	96
비유동이자부채	85	97	88	76	76
기타	87	107	127	19	20
자본총계	725	806	799	1,146	1,322
지배지분	725	806	799	1,146	1,322
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	221	221
이익잉여금	498	559	550	892	1,069
기타	0	21	23	26	26
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	799	1,146	1,322
총차입금	248	102	93	78	78
순차입금	(261)	(270)	(267)	(756)	(928)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	32	(5)	24	500	187
당기순이익	15	60	(8)	342	177
자산상각비	26	25	24	16	13
기타비현금성손익	(8)	(51)	(8)	(37)	(39)
운전자본증감	8	(34)	12	99	(4)
매출채권감소(증가)	1	(3)	9	(20)	(8)
재고자산감소(증가)	0	(0)	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	(52)	3
기타	7	(31)	3	171	1
투자현금	134	56	(22)	22	(23)
단기투자자산감소	70	48	(26)	11	(8)
장기투자증권감소	6	12	0	(8)	(11)
설비투자	9	3	3	4	4
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	36	(1)	5	22	(0)
재무현금	(90)	(152)	(9)	15	0
차입금증가	(90)	(152)	(31)	14	0
자본증가	0	0	0	1	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	76	(93)	(9)	504	164
기초현금	160	236	143	134	638
기말현금	236	143	134	638	801
Gross Cash flow	33	34	7	404	191
Gross Investment	(73)	25	(15)	(110)	20
Free Cash Flow	106	9	23	514	172

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	333	342	366	778	530
증가율(%)	(13.5)	2.7	6.8	112.8	(31.9)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	366	778	530
판매 및 일반관리비	350	355	380	376	308
기타영업손익	(5)	1	7	(1)	(18)
영업이익	(16)	(12)	(15)	402	222
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	(44.9)
EBITDA	10	13	9	418	234
증가율(%)	(76.9)	33.0	(27.6)	4,378.6	(44.0)
영업외손익	38	90	6	39	14
이자수익	15	16	12	11	11
이자비용	13	7	4	2	2
지분법손익	(6)	12	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	42	69	(1)	31	6
세전순이익	22	78	(9)	442	236
증가율(%)	흑전	250.7	적전	흑전	(46.6)
법인세비용	7	17	(1)	99	59
당기순이익	15	60	(8)	342	177
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
지배주주지분	15	60	(8)	342	177
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	237	939	(131)	5,320	2,754
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
수정EPS(원)	237	939	(131)	5,320	2,754
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	237	939	(131)	5,320	2,754
BPS	11,284	12,545	12,438	17,830	20,584
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	163.7	29.5	n/a	6.9	13.4
PBR	3.4	2.2	3.0	2.1	1.8
EV/ EBITDA	229.8	117.1	219.8	3.7	5.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	74.7	52.3	319.6	5.9	12.4
수익성(%)					
영업이익율	(4.9)	(3.6)	(4.1)	51.7	41.8
EBITDA이익율	2.9	3.8	2.6	53.7	44.2
순이익율	4.6	17.6	(2.3)	43.9	33.4
ROE	2.1	7.9	(1.0)	35.2	14.3
ROIC	(2.8)	(3.1)	(3.4)	138.6	117.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(36.0)	(33.4)	(33.4)	(66.0)	(70.2)
유동비율	184.5	340.4	327.9	839.5	970.8
이자보상배율	(1.3)	(1.8)	(3.9)	203.4	112.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.6	0.4
매출채권회전율	6.5	6.0	6.4	14.1	8.4
재고자산회전율	n/a	n/a	2,039.2	4,867.9	6,068.0
매입채무회전율	7.2	7.7	8.4	24.1	24.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 당사에 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

