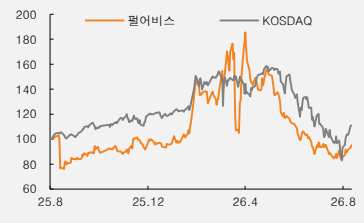


투자 의견(유지)	매도
목표주가(하향)	▼ 30,000원
현재주가(26/8/11)	36,900원
상승여력	-18.7%

영업이익(26F, 십억원)	338
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	477
EPS 성장률(26F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(26F, %)	277.0
P/E(26F, x)	7.1
MKT P/E(26F, x)	6.2
KOSDAQ	857.84
시가총액(십억원)	2,319
발행주식수(백만주)	63
유동주식비율(%)	58.3
외국인 보유비중(%)	7.3
베타(12M) 일간수익률	0.71
52주 최저가(원)	29,500
52주 최고가(원)	72,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.4	-30.9	-7.8
상대주가	-2.8	-10.2	-12.7



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

263750 · 게임

풀어비스

기나긴 터널의 초입

2Q26 Review: 컨센서스 하회

매출액 1,926억원(-41% QoQ), 영업이익 676억원(-68% QoQ)으로 컨센서스를 각각 30%, 52% 하회했다. 1분기 실적 발표 당시 제시한 2분기 매출액 가이드스(2,713억원~3,247억원), 영업이익 가이드스(1,296억원~1,767억원)도 대폭 하회했다. 실적 부진은 붉은사막 매출액의 가파른 하향 안정화에 기인한다.

붉은사막 매출액은 1,361억원으로 QoQ 49% 감소했다. 2분기 붉은사막 판매량은 211만장(1분기: 약 400만장)을 기록했다. ASP는 약 6.3만원(1분기 7.4만원)으로 감소했다. 대규모 업데이트보다는 콘텐츠 개선에 집중한 검은사막 매출액은 550억원(-11% QoQ)으로 역성장이 지속됐다.

붉은사막 기대치 조정, 연간 가이드스 대폭 하향

동사는 붉은사막 기대치를 조정함에 따라 26년 매출액 가이드스(7,098억원~7,438억원)는 19~24% 하향, 영업이익 가이드스(3,155억원~3,452억원)는 35~40% 하향했다. IP별 하반기 매출액 기대치는 검은사막은 1,220~1,280억원, 붉은사막은 660억원~950억원 수준이다.

붉은사막은 DLC 출시 및 플랫폼 확장으로 반전을 꾀하고 있다. 현재 콘텐츠 방향성과 완성도를 점검하며 개발 중인 DLC는 3분기 중 구체적인 정보를 공개할 예정이며 연내 출시를 목표로 하고 있다. 내년 상반기를 목표로 스쿼드2 출시도 준비 중에 있으며 성능 최적화를 진행하고 있다.

투자 의견 '매도' 유지, 목표주가 30,000원으로 하향

여전히 보수적으로 접근할 시기로 판단하며 투자 의견 '매도'를 유지한다. 1) 붉은사막 판매량 추이를 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준연도 변경(26F→2H26F~1H27F)을 반영해 목표주가는 36,000원에서 30,000원(타겟 P/E 12배 유지)으로 하향한다. DLC 일정이 지연될 경우 26F 가이드스의 추가적인 하향 가능성도 존재한다.

장기간 이어질 신작 부재 구간의 초입에 위치해 추가적인 디레이팅이 불가피하다는 판단이다. 붉은사막 DLC 출시만으로 유의미한 매출 반등을 기대하기는 어렵다. 차기작 도깨비는 연기 이슈가 없다고 가정해도 28년 하반기에나 출시가 가능하다. 또 다른 신작 Plan 8은 2~3년의 출시 간격을 고려하며 개발하고 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	342	366	731	400	427
영업이익 (십억원)	-12	-15	338	98	102
영업이익률 (%)	-3.5	-4.1	46.2	24.5	23.9
순이익 (십억원)	60	-8	328	102	106
EPS (원)	939	-131	5,169	1,630	1,690
ROE (%)	7.9	-1.0	34.1	8.7	8.3
P/E (배)	29.5	-	7.1	22.6	21.8
P/B (배)	2.1	2.9	2.0	1.8	1.7
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)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	63	55	86	68	328	193	113	97	342	273	731	400
(% YoY)	-26.0%	-32.3%	8.2%	-28.8%	419.6%	247.8%	31.0%	42.7%	2.7%	-20.3%	168.1%	-45.3%
검은사막	63	55	80	63	62	55	61	65	250	260	242	254
붉은사막	0	0	0	0	267	136	51	30	0	0	484	140
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	0	0	6	5	0	2	1	2	92	12	5	6
영업비용	55	54	63	67	116	125	77	75	355	240	393	302
인건비	31	29	30	30	38	75	39	39	182	119	191	157
지급수수료	13	13	16	15	43	31	18	17	71	57	109	73
마케팅비	4	5	10	9	23	9	9	9	34	28	50	34
D&A	3	3	3	3	2	2	2	2	25	10	9	9
기타	5	5	5	11	10	8	8	8	43	26	35	29
영업이익	8	1	23	1	212	68	36	22	-12	32	338	98
(% YoY)	-	흑전	흑전	-66.0%	-	-	58.5%	-	적지	흑전	-	-71.0%
영업이익률	12.4%	1.6%	26.4%	1.1%	64.6%	35.1%	32.0%	22.8%	-3.6%	11.8%	46.2%	24.5%
지배주주순이익	0	-23	29	-15	158	100	41	30	60	-8	328	102
순이익률	0.8%	-41.0%	33.7%	-22.3%	48.1%	51.7%	36.2%	30.6%	17.6%	-3.1%	44.9%	25.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	736	540	731	400	-1%	-26%	901	526	-19%	-24%	붉은사막 판매량 조정 DLC 판매량 반영
영업이익	221	104	338	98	53%	-6%	477	199	-29%	-51%	
지배주주순이익	188	91	328	102	74%	12%	360	169	-9%	-39%	
영업이익률	30.0%	19.3%	46.2%	24.5%	-	-	52.9%	37.8%	-	-	
순이익률	25.6%	16.9%	44.9%	25.6%	-	-	39.9%	32.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q26 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	193	231	-17%	276	-30%
영업이익	68	87	-22%	140	-52%
지배주주순이익	100	73	36%	109	-9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2H26~1H27 지배주주순이익 (십억원)	153	
Target P/E (배)	12	네오위즈 P의 거짓 출시 이후 2H23 P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	1,885	
주식 수 (천주)	62,844	
목표주가 (원)	30,000	
현재주가 (원)	36,900	
상승여력	-18.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

필어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	366	731	400	427
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	366	731	400	427
판매비와관리비	380	393	302	325
조정영업이익	-15	338	98	102
영업이익	-15	338	98	102
비영업손익	6	58	30	31
금융손익	7	14	23	26
관계기업등 투자손익	-1	43	7	4
세전계속사업손익	-9	396	128	133
계속사업법인세비용	-1	84	26	27
계속사업이익	-8	311	102	106
중단사업이익	0	17	0	0
당기순이익	-8	328	102	106
지배주주	-8	328	102	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-12	328	102	106
지배주주	-12	328	102	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	353	112	115
FCF	21	214	125	116
EBITDA 마진율 (%)	2.5	48.3	28.0	26.9
영업이익률 (%)	-4.1	46.2	24.5	23.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.2	44.9	25.5	24.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	445	892	1,007	1,123
현금 및 현금성자산	134	381	501	612
매출채권 및 기타채권	48	62	53	53
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	263	449	453	458
비유동자산	704	471	460	452
관계기업투자등	40	40	41	41
유형자산	178	164	152	144
무형자산	257	11	10	10
자산총계	1,149	1,363	1,467	1,574
유동부채	136	140	142	143
매입채무 및 기타채무	16	16	17	17
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	115	119	120	121
비유동부채	214	95	95	96
장기금융부채	70	88	88	88
기타비유동부채	144	7	7	8
부채총계	350	236	237	239
지배주주지분	799	1,127	1,230	1,336
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220
이익잉여금	550	878	981	1,087
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	799	1,127	1,230	1,336

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	24	214	127	120
당기순이익	-8	328	102	106
비현금수익비용가감	16	89	16	13
유형자산감가상각비	15	14	13	12
무형자산상각비	10	0	0	0
기타	-9	75	3	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	12	-129	11	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	9	-4	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-4	-89	-26	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	61	-6	-8
유형자산처분(취득)	-1	0	-2	-4
무형자산감소(증가)	5	246	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-185	-4	-4
기타투자활동	-29	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-28	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	19	0	0	0
현금의 증가	-9	247	120	111
기초현금	143	134	381	501
기말현금	134	381	501	612

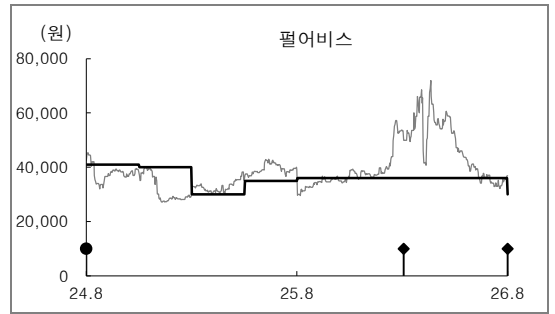
자료: 필어비스, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	7.1	22.6	21.8
P/CF (x)	323.9	5.6	19.5	19.5
P/B (x)	2.9	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	226.9	4.5	13.3	11.9
EPS (원)	-131	5,169	1,630	1,690
CFPS (원)	115	6,576	1,892	1,894
BPS (원)	12,979	18,489	20,119	21,809
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 (%)	6.8	100.0	-45.3	6.8
EBITDA증가율 (%)	-27.6	3,679.0	-68.4	2.8
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-71.0	4.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	-68.5	3.7
매출채권 회전율 (회)	8.9	19.0	9.9	10.4
재고자산 회전율 (회)	2,039.2	3,061.9	1,659.4	1,754.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-0.7	26.1	7.2	7.0
ROE (%)	-1.0	34.1	8.7	8.3
ROIC (%)	-3.6	97.7	67.5	81.4
부채비율 (%)	43.8	20.9	19.3	17.9
유동비율 (%)	327.9	635.4	710.5	784.7
순차입금/자기자본 (%)	-35.7	-63.4	-68.2	-71.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-3.9	92.6	26.9	28.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
필어비스 (263750)				
2026.08.12	매도	30,000	-	-
2026.02.13	매도	36,000	18.39	100.00
2025.08.13	중립	36,000	5.80	58.89
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



* 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 추가하락이 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 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 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.