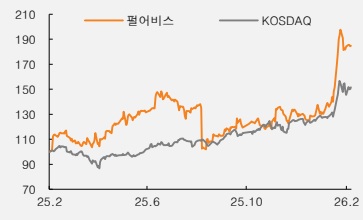


투자 의견(하향)	매도
목표주가(유지)	36,000원
현재주가(26/2/12)	53,500원
상승여력	-32.7%

영업이익(25F,십억원)	-15
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-16
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	18.4
KOSDAQ	1,125.99
시가총액(십억원)	3,437
발행주식수(백만주)	64
유동주식비율(%)	58.3
외국인 보유비중(%)	4.8
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	29,500
52주 최고가(원)	57,200
(%)	1M 6M 12M
절대주가	36.8 36.8 62.9
상대주가	15.4 -1.9 7.8



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

풀어비스

붉은사막 이후도 생각할 시기

4Q25 Review: 매출액 상회, 영업이익 하회

매출액 955억원(flat YoY), 영업손실 84억원으로 매출액은 컨센서스를 5% 상회했으나 영업이익은 컨센서스를 20억원 하회했다. 검은사막 매출액은 630억원(-9% YoY)으로 예상치를 10% 하회했다. 검은사막 모바일 매출액은 견조했으나 3분기 대규모 업데이트 효과가 제거되며 PC 매출액이 빠르게 하향 안정화되었다.

이브 매출액은 273억원(+24% YoY)으로 예상치를 60억원 상회했다. 이는 신규 확장팩 '카탈리스트' 출시 효과에 기인한다. 영업비용은 1,039억원(+11% YoY)으로 예상치를 12% 상회했다. 자회사 구조조정 및 붉은사막 QA 인력 확대 영향이 있었던 인건비는 507억원(+8% YoY)으로 QoQ 8% 증가했다.

다가오는 붉은사막 출시 일정

붉은사막은 현재 최종 폴리싱 및 퀄리티 업그레이드 단계에 있으며 3월 20일 출시될 예정이다. 2월 말부터 글로벌 미디어, 인플루언서를 통해 오프라인 프리뷰 이벤트를 진행할 계획이다. 1분기 붉은사막 홍보를 위한 미디어사와의 협업 등으로 마케팅비는 일시적으로 증가할 전망이다.

출시 시점이 다가오기 시작함에 따라 붉은사막에 대한 유저 관심도 점진적으로 증가하고 있다. 스팀 위시리스트 순위는 10위권 초반까지 상승 중이다. 당사에서는 26년 붉은사막 판매량에 대해 500만장을 가정하고 있다. 1분기 붉은사막 판매량으로는 180만장을 가정한다.

투자 의견 '매도'로 하향, 리스크 관리가 필요한 시점

목표주가를 36,000원(26F 타겟 P/E 12배 유지)으로 유지하나 상승여력 감소로 투자 의견을 '중립'에서 '매도'로 하향한다. 26년 붉은사막 판매량 가정치 500만장을 유지한다. 1월 이후 신작 출시에 대한 관심도가 커지며 급격한 주가 상승이 발생했으나 판매량 가정치를 상회시킬 요인은 없었다. 26F P/E 18.3배에서 거래 중이다.

리스크 관리가 필요한 시점으로 판단한다. 붉은사막 출시 전까지 추가적인 단기 모멘텀이 발생할 것으로 예상되나 출시 직후 모멘텀은 급격하게 소실될 전망이다. 붉은사막 이후로 준비되고 있는 차기 기대작 도깨비는 출시까지 최소 2년은 필요한 상황이다. 이번 붉은사막 출시 이후 27년까지는 신작 공백이 불가피하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	333	342	366	736	540
영업이익 (십억원)	-16	-12	-15	221	104
영업이익률 (%)	-4.8	-3.5	-4.1	30.0	19.3
순이익 (십억원)	15	60	-8	188	91
EPS (원)	237	939	-118	2,927	1,422
ROE (%)	2.1	7.9	-0.9	21.0	8.8
P/E (배)	163.7	29.5	-	18.3	37.6
P/B (배)	3.3	2.1	2.9	3.4	3.1
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	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	84	80	107	96	230	231	142	133	342	366	736	540
(% YoY)	-2.1%	-2.7%	34.4%	-0.2%	175.0%	190.1%	32.6%	39.4%	2.7%	6.8%	101.3%	-26.6%
검은사막	63	55	80	63	59	57	57	56	250	260	229	217
EVE	21	24	21	27	24	24	24	24	82	93	96	92
붉은사막	0	0	0	0	144	147	59	51	0	0	401	220
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	0	0	7	5	2	2	2	2	10	12	10	10
영업비용	89	91	96	104	151	144	112	109	355	380	515	436
인건비	49	47	47	51	50	61	53	53	182	194	217	216
지급수수료	17	18	21	19	49	49	30	28	71	75	157	115
마케팅비	7	10	14	12	35	16	10	10	34	44	71	35
D&A	6	6	6	6	6	6	6	6	25	24	24	24
기타	9	9	9	16	12	12	12	12	43	43	47	47
영업이익	-5	-12	11	-8	79	87	30	25	-12	-15	221	104
(% YoY)	적전	적지	흑전	적전	흑전	흑전	184.1%	흑전	적지	적지	흑전	-52.8%
영업이익률	-6.3%	-14.8%	9.9%	-8.8%	34.2%	37.8%	21.3%	18.5%	-3.6%	-4.1%	30.0%	19.3%
지배주주순이익	0	-23	29	-14	66	73	27	23	60	-8	188	91
순이익률	0.6%	-28.5%	27.1%	-15.1%	28.6%	31.5%	19.0%	16.9%	17.6%	-2.1%	25.6%	16.9%

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	708	572	736	540	4%	-6%	714	553	3%	-2%	검은사막, 이브 매출액 상향 27년 신작 매출액 제거 인건비 상향 영업외수익 상향
영업이익	226	111	221	104	-2%	-6%	229	103	-4%	1%	
지배주주순이익	188	90	188	91	0%	1%	191	91	-1%	1%	
영업이익률	32.0%	19.5%	30.0%	19.3%	-	-	32.1%	18.7%	-	-	
순이익률	26.6%	15.8%	25.6%	16.9%	-	-	26.7%	16.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	96	94	1%	91	5%
영업이익	-8	1	-	-6	-
지배주주순이익	-14	3	-	-3	-

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)	53,500	
상승여력	-32.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

필어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	342	366	736	540
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	342	366	736	540
판매비와관리비	355	380	515	436
조정영업이익	-12	-15	221	104
영업이익	-12	-15	221	104
비영업손익	90	7	14	10
금융손익	10	10	15	20
관계기업등 투자손익	-4	-4	0	-10
세전계속사업손익	78	-8	235	114
계속사업법인세비용	17	-1	47	23
계속사업이익	60	-8	188	91
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	60	-8	188	91
지배주주	60	-8	188	91
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	78	-8	188	91
지배주주	78	-8	188	91
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	13	8	242	125
FCF	-8	69	188	112
EBITDA 마진율 (%)	3.8	2.2	32.9	23.1
영업이익률 (%)	-3.5	-4.1	30.0	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.5	-2.2	25.5	16.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	453	446	646	744
현금 및 현금성자산	143	134	317	419
매출채권 및 기타채권	60	39	54	46
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	250	273	275	279
비유동자산	690	705	696	692
관계기업투자등	41	40	40	41
유형자산	189	178	174	171
무형자산	248	257	252	251
자산총계	1,143	1,151	1,342	1,436
유동부채	133	136	138	139
매입채무 및 기타채무	17	18	18	18
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	111	113	115	116
비유동부채	204	214	216	217
장기금융부채	97	72	72	72
기타비유동부채	107	142	144	145
부채총계	337	350	353	356
지배주주지분	806	800	989	1,080
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220
이익잉여금	559	551	739	830
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	806	800	989	1,080

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	-5	72	197	122
당기순이익	60	-8	188	91
비현금수익비용가감	-26	11	54	23
유형자산감가상각비	16	14	13	13
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	-51	-12	33	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	57	-12	10
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	1	-47	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	56	-37	-14	-18
유형자산처분(취득)	-3	-3	-9	-10
무형자산감소(증가)	-1	-18	-3	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	44	-14	-2	-2
기타투자활동	16	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-152	-23	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-145	-25	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-7	2	0	0
현금의 증가	-93	-9	182	103
기초현금	236	143	134	317
기말현금	143	134	317	419

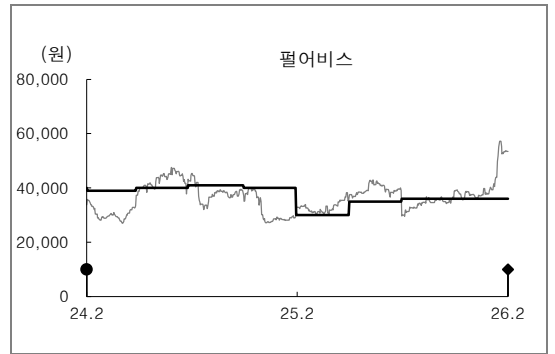
자료: 필어비스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	29.5	-	18.3	37.6
P/CF (x)	52.3	679.9	14.2	30.0
P/B (x)	2.1	2.9	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	117.1	278.1	12.2	22.8
EPS (원)	939	-118	2,927	1,422
CFPS (원)	530	55	3,761	1,783
BPS (원)	13,086	13,001	15,928	17,350
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	6.8	101.3	-26.6
EBITDA증가율 (%)	33.0	-41.6	3,113.1	-48.5
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	-52.8
EPS증가율 (%)	296.8	적전	흑전	-51.4
매출채권 회전율 (회)	8.1	10.4	29.3	21.3
재고자산 회전율 (회)	5,660.4	3,006.8	5,991.6	4,353.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.1	-0.7	15.1	6.6
ROE (%)	7.9	-0.9	21.0	8.8
ROIC (%)	-2.6	-4.7	47.7	22.8
부채비율 (%)	41.8	43.8	35.7	33.0
유동비율 (%)	340.4	327.5	469.6	535.8
순차입금/자기자본 (%)	-33.4	-38.4	-49.8	-55.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.8	-4.2	72.4	34.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
필어비스 (263750)				
2026.02.13	매도	36,000	-	-
2025.08.13	중립	36,000	5.44	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
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 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.