

(263750)

펄어비스

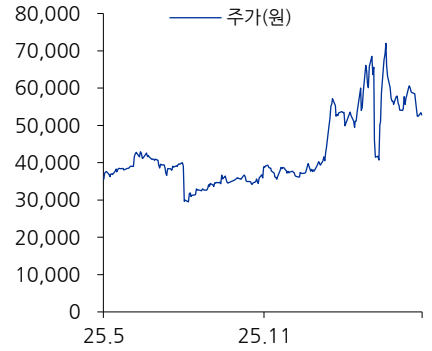
인터넷게임우주 정의훈
6170/uihoon0607@eugenefn.com

26일만에 500만장 판매가 의미하는 바

- “ 1분기 매출액 3,285억원(+419.8%yoy, +382.4%qoq), 영업이익 2,121억원(흑자전환yoy) 기록. 컨센서스(1,435억원)를 큰 폭으로 상회함. 붉은사막 신작 출시 효과로 매출과 이익 모두 큰 폭으로 증가
- “ 지난 3월 20일 출시된 붉은사막(2,665억원)은 출시 하루만에 200만장, 4일 300만장, 12일 400만장, 26일 500만장 판매를 기록하며 당사의 연간 판매량 추정치(300만장)를 아득히 상회하는 성과를 달성함. 콘솔과 PC 판매 비중은 약 5:5이며, 미주/유럽 비중이 80% 이상을 차지
- “ 출시 초기에는 난해한 조작감, 빈약한 스토리, PS5 성능모드 프레임 드랍 등 최적화 이슈가 부각되며 메타크리틱 78점으로 시장 기대치를 하회했으나, 높은 그래픽 퀄리티, 오픈월드의 높은 자유도 등이 부각 받으면서 흥행에 성공함. 특히 출시 후 1주일간 4차례의 핫픽스 등 빠른 유저 피드백 대응도 주요했음
- “ 1분기 검은사막(616억원)은 PC가 길드 우두머리·푸른 전장 개편, 모바일이 PC 클라이언트 도입 및 리마스터 진행하며 전 플랫폼 견조한 성과 유지
- “ 비용에서는 붉은사막 출시 관련 단기 인력 증가 및 연봉 인상으로 인건비(+28.9%qoq)가 증가했고, 판매 증가에 따른 지급수수료(+193.1%qoq)와 마케팅 확대로 광고선전비(+151.6%qoq)도 증가. 참고로 콘솔의 경우, 플랫폼 수수료를 차감한 금액을 매출로 인식했으며, PC의 경우 유저의 결제금액에서 세금을 차감한 금액을 매출로 인식함
- “ 2분기는 패키지 게임 특성상 초기 판매 효과 제거에도 난이도 조절·조작법 개선·보스 재대결·반려동물 추가 등 지속적 업데이트로 신규 유저 확보를 감안해 280만장의 판매량을 전망하며, 연간 판매량은 850만장으로 추정
- “ 연간 판매량 800만장 돌파는 단순히 단기 실적 호조를 넘어 펄어비스 IP 생태계 전반의 가치 재평가로 이어질 수 있음. 800만장 규모 이상의 충성 유저 기반은 향후 출시될 붉은사막 DLC의 판매 기반이 될 뿐만 아니라, 차기작 도깨비·Plan 8에 대한 사전 기대감으로도 직결될 전망
- “ 투자 의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향함. 펄어비스가 검은사막 단일 IP 의존 구조에서 벗어나고, 판매량 그 자체보다 중장기 IP 밸류에이션 프리미엄 형성의 출발점으로서 의미가 더 크다고 판단함. 또한 목표주가도 기존 35,000원에서 72,000원으로 상향함. 목표주가 상향은 붉은사막 판매량 추정치 상향 및 2027년 DLC 판매량 추정치를 반영함

투자 의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
72,000 원(유지)
52,800 원(5/12)



시가총액(십억원)	3,392
발행주식수(천주)	64,248
52 주 최고	77,400 원
최저	29,000 원
52 주 일단 Beta	-0.77
60 일 평균 거래대금	946 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
김대일 (외 11 인)	37.2%
자사주 (외 1 인)	4.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-5.0	35.7	50.2
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	Buy	Hold	-
목표주가	72,000	35,000	▲
영업이익(26E)	497	142	▲
영업이익(27E)	232	43	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	366	829	542
영업이익	-15	497	232
세전손익	-9	529	246
당기순이익	-8	356	184
EPS(원)	-131	5,545	2,872
증감률(%)	적전	흑전	-48.2
PER(배)	na	95	184
ROE(%)	-1.0	36.5	148
PBR(배)	3.0	29	25
EV/EBITDA(배)	228.8	5.3	10.1

실적전망 및 밸류에이션

펼어비스 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	244.3	139.4	117.3	272.7	829.5
(%yoy)	-26.0%	-32.3%	8.1%	-28.8%	419.6%	341.0%	62.2%	72.1%	-20.4%	204.1%
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	81.6	66.6	67.6	240.5	332.2
(%yoy)	-34.8%	-37.8%	-28.7%	-27.8%	110.3%	49.8%	5.2%	0.3%	-32.2%	38.1%
영업이익	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	162.6	72.8	49.7	32.2	497.3
(%yoy)	1238.1%	흑자전환	흑자전환	-68.3%	2597.4%	17910%	220.7%	6571.3%	흑자전환	1443.2%
OPM(%)	12.4%	1.6%	26.4%	1.1%	64.6%	66.6%	52.2%	42.4%	11.8%	60.0%
영업외손익	0.7	-18.6	11.3	5.9	15.9	4.1	4.9	6.6	-0.8	31.5
세전이익	8.5	-17.7	34.0	6.6	228.0	166.7	77.7	56.3	31.4	528.7
당기순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	158.0	114.9	50.3	33.1	-8.4	356.2
(%yoy)	-96.1%	적자전환	흑자전환	적자전환	31557%	흑자전환	73.5%	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	342.4	272.7	829.5	541.9
영업이익	-12.1	32.2	497.3	231.6
세전이익	78.4	31.4	528.7	246.0
지배순이익	61.0	-8.4	356.2	184.5
EPS(원)	939	-131	5,545	2,872
PER(배)	29.5	na	9.5	18.4
OPM(%)	-3.5%	11.8%	60.0%	42.7%
NPM(%)	17.8%	-3.1%	42.9%	34.0%

자료: 유진투자증권

필어비스 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	829	542	612	618	35.5%	-12.3%
영업이익	497	232	142	43	250.0%	439.5%
세전이익	529	246	148	71	257.4%	246.5%
지배순이익	356	184	115	55	209.6%	234.5%
% of Sales						
영업이익	60.0%	42.8%	23.2%	7.0%		
세전이익	63.8%	45.4%	24.2%	11.5%		
지배순이익	42.9%	33.9%	18.8%	8.9%		

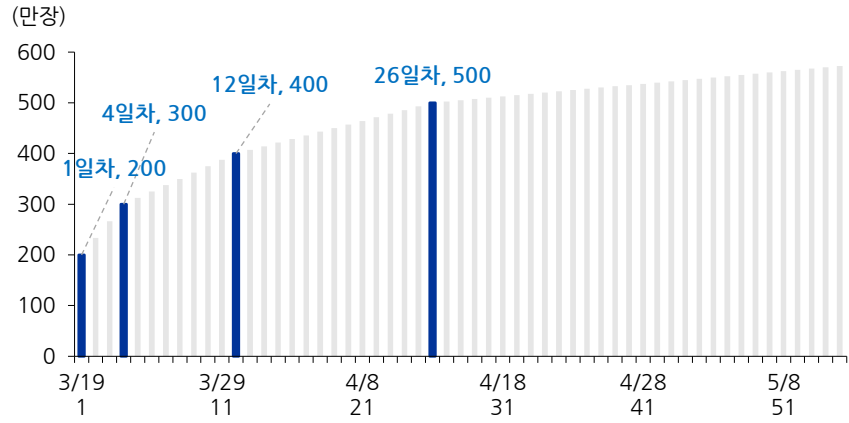
자료: 필어비스, 유진투자증권

필어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	3,558	12m fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	20.0	
목표주가(원)	72,000	기존 35,000 원 대비 105.7% 상향

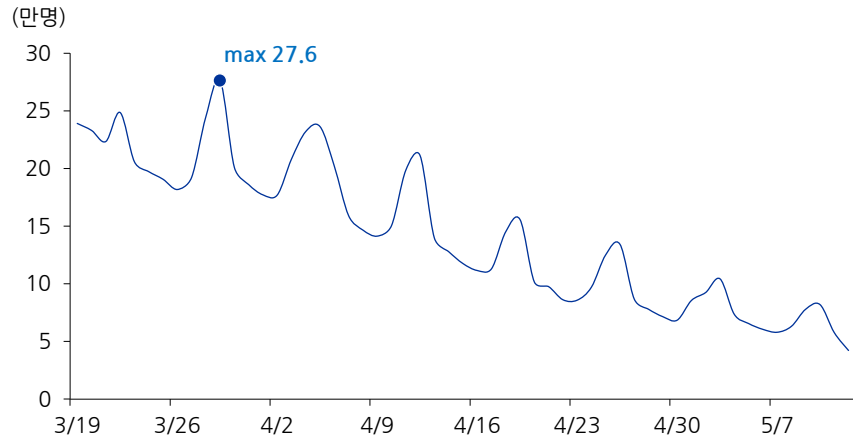
자료: 유진투자증권

붉은사막 누적 판매량 추이



자료: 필어비스, 유진투자증권

붉은사막 스팀 동시 접속자 수 추이



자료: SteamDB, 유진투자증권

필어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,523	1,723
유동자산	583	453	445	825	1,030
현금성자산	508	372	360	720	914
매출채권	51	63	51	71	82
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	704	698	692
투자자산	209	253	269	280	292
유형자산	194	189	178	170	160
기타	227	248	257	248	240
부채총계	488	337	350	368	383
유동부채	316	133	136	149	158
매입채무	45	43	44	56	65
유동성이자부채	163	5	5	5	5
기타	108	85	87	88	88
비유동부채	172	204	214	219	224
비유동이자부채	85	97	88	88	88
기타	87	107	127	131	137
자본총계	725	806	799	1,155	1,340
지배지분	725	806	799	1,155	1,340
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
이익잉여금	498	559	550	906	1,091
기타	0	21	23	23	23
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	799	1,155	1,340
순차입금	248	102	93	93	93
순차입금	(261)	(270)	(267)	(627)	(821)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	32	(5)	24	378	211
당기순이익	15	60	(8)	356	184
자산상각비	26	25	24	24	22
기타비현금성손익	(8)	(51)	(8)	(72)	(38)
운전자본증감	8	(34)	12	(7)	(2)
매출채권감소(증가)	1	(3)	9	(20)	(11)
재고자산감소(증가)	0	(0)	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	12	9
기타	7	(31)	3	1	1
투자현금	134	56	(22)	(27)	(27)
단기투자자산감소	70	48	(26)	(9)	(10)
장기투자증권감소	6	12	0	(10)	(11)
설비투자	9	3	3	6	4
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	36	(1)	5	(1)	(1)
재무현금	(90)	(152)	(9)	0	0
차입금증가	(90)	(152)	(31)	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	76	(93)	(9)	351	185
기초현금	160	236	143	134	485
기말현금	236	143	134	485	669
Gross Cash flow	33	34	7	385	213
Gross Investment	(73)	25	(15)	25	19
Free Cash Flow	106	9	23	360	194

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	333	342	366	829	542
증가율(%)	(13.5)	2.7	6.8	126.9	(34.7)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	366	829	542
판매 및 일반관리비	350	355	380	332	310
기타영업손익	(5)	1	7	(13)	(7)
영업이익	(16)	(12)	(15)	497	232
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	(53.4)
EBITDA	10	13	9	521	254
증가율(%)	(76.9)	33.0	(27.6)	5,479.0	(51.2)
영업외손익	38	90	6	31	14
이자수익	15	16	12	9	9
이자비용	13	7	4	2	2
지분법손익	(6)	12	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	42	69	(1)	25	8
세전순이익	22	78	(9)	529	246
증가율(%)	흑전	250.7	적전	흑전	(53.5)
법인세비용	7	17	(1)	133	61
당기순이익	15	60	(8)	356	184
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
지배주주지분	15	60	(8)	356	184
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	237	939	(131)	5,545	2,872
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)
수정EPS(원)	237	939	(131)	5,545	2,872
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(48.2)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	237	939	(131)	5,545	2,872
BPS	11,284	12,545	12,438	17,982	20,854
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	163.7	29.5	n/a	9.5	18.4
PBR	3.4	2.2	4.2	2.9	2.5
EV/ EBITDA	229.8	117.1	334.8	5.3	10.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	74.7	52.3	457.3	8.8	15.9
수익성(%)					
영업이익률	(4.9)	(3.6)	(4.1)	60.0	42.7
EBITDA이익률	2.9	3.8	2.6	62.8	46.9
순이익률	4.6	17.6	(2.3)	42.9	34.0
ROE	2.1	7.9	(1.0)	36.5	14.8
ROIC	(2.8)	(3.1)	(3.4)	123.9	61.1
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	(36.0)	(33.4)	(33.4)	(54.3)	(61.3)
유동비율	184.5	340.4	327.9	554.1	650.2
이자보상배율	(1.3)	(1.8)	(3.9)	251.5	117.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3
매출채권회전율	6.5	6.0	6.4	13.6	7.1
재고자산회전율	n/a	n/a	2,039.2	3,748.6	2,453.5
매입채무회전율	7.2	7.7	8.4	16.6	9.0

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

