



펄어비스 (263750)

이벤트 정점은 지났지만, 프리미엄 밸류는 남을 것

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 72,000원

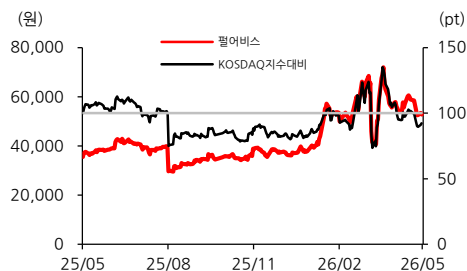
현재 주가(5/12)	52,800 원
상승여력	▲36.4%
시가총액	33,923 억원
발행주식수	64,248 천주
52 주 최고가 / 최저가	72,000 / 29,500 원
90 일 일평균 거래대금	931.72 억원
외국인 지분율	6.5%
주주 구성	
김대일 (외 11 인)	37.2%
자사주 (외 1 인)	4.4%
펄어비스우리사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.0	-1.3	35.7	50.2
상대수익률(KOSDAQ)	-12.9	-6.0	5.6	-12.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	342	366	886	525
영업이익	-12	-15	445	312
EBITDA	13	9	470	335
지배주주순이익	60	-8	260	174
EPS	939	-137	4,238	2,839
순차입금	-270	-267	-544	-736
PER	56.2	-385.4	12.5	18.6
PBR	4.2	4.2	3.2	2.7
EV/EBITDA	242.1	334.8	6.1	7.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.9	-1.0	28.0	15.2

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 붉은사막 출시 효과가 크게 반영되며 컨센서스를 상회했습니다. 동사에 대한 목표주가를 신작 성과 추정치 반영으로 7만 2천 원으로 높여 제시합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 큰 폭 상회

동사의 1Q26 실적은 매출액 3,285억 원, 영업이익 2,121억 원을 기록하며 컨센서스를 크게 상회했다. 붉은사막 효과는 예상보다 컸다. 붉은사막은 출시 후 1일만에 200만장, 4일 300만장, 26일 500만장 판매라는 기록을 달성하며 수년간 준비해온 AAA 게임 개발사로서의 역량을 확인시켰다. 출시 후 유저 피드백을 신속히 반영한 패치 업데이트 능력도 우수했다고 본다. 붉은사막 매출 약 2,600억 원 내 콘솔과 PC 판매 비중은 약 5:5로 추정된다. 검은사막 IP 매출은 QoQ 2.2% 감소하며 하향 안정화 추세를 이어갔다. 인건비 및 지급수수료는 QoQ 각각 28.9%, 193% 늘어났고, 광고선전비는 붉은사막 마케팅 집행으로 QoQ 151% 늘어난 234억 원을 기록했다.

판매량 급감 우려는 당연한 상황, 메가IP 추가 밸류를 부여

동사는 올해 매출액 8,790~9,754억 원, 영업이익 4,876~5,726억 원 가이던스를 제시했으며, 가이던스 신뢰도는 매우 높다고 판단한다. 실적 레벨이 대폭 상향되는 것뿐만 아니라 원IP 게임사에서 글로벌 메가IP 하나가 더 추가되는 구간이라는 점에서 더 유의미하다. 2분기는 패키지 게임 특성상 초기 판매 효과 제거되었지만, 난이도 조절/조작법 개선/보스 재대결 등 지속적 업데이트로 신규 유저를 확보하겠다는 계획도 밝혔다. 현재 판매량은 약 600만장까지 달성했을 것으로 추정해, 우리는 기대판매량을 800만 장으로 추정한다. 회사는 도깨비 및 Plan8 출시에 대해 2~3년 주기의 사이클을 예상했고, 개발 진척도에 따라 도깨비에 대한 정보가 추가 공개될 것으로 예상된다.

목표주가 7만 2천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 붉은사막 성과 조정으로 인한 추정치 상향으로 7만 2천 원으로 높여 제시한다. 2분기부터 판매량 및 이익이 감소할 것이고, 내년 이익 역시 DLC 출시를 가정한다해도 당연히 감익이 예상되는 요인이다. 다만, 국내 업체의 신규 IP가 글로벌 시장에서 성과를 입증시킨 것은 수년만이며, 이는 멀티플 프리미엄 요인으로 부여해야 한다고 판단한다.

[표1] 필어비스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	275.0	165.2	117.1	272.7	885.8	525.0
YoY (%)					419.6	396.5	92.2	71.9		224.8	(40.7)
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	139.8	87.3	97.1	240.6	440.6	213.2
인건비	30.9	28.9	29.6	29.8	38.4	39.5	39.4	42.2	119.2	159.5	175.2
지급수수료	13.1	13.1	16.0	14.5	42.5	38.9	20.2	19.5	56.7	121.1	88.9
광고선전비	3.9	4.9	10.2	9.3	23.4	9.5	9.2	11.5	28.3	53.6	38.9
영업이익	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	135.2	77.9	20.0	32.1	445.2	311.8
YoY (%)					2,597	14,872	243	2,585		1,286	(30.0)
영업이익률 (%)	12.4	1.6	26.4	1.1	64.6	49.2	47.2	17.1	11.8	50.3	59.4
당기순이익	0.5	(22.7)	29.0	(45.2)	158.0	64.9	30.5	7.1	(18.8)	260.3	174.3
YoY (%)					31,555	흑전	5.3	흑전		흑전	(33.0)
순이익률 (%)	0.8	(41.0)	33.7	(66.3)	48.1	23.6	18.5	6.1	(6.9)	29.4	33.2

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	333	342	366	886	525
매출총이익	333	342	366	886	525
영업이익	-16	-12	-15	445	312
EBITDA	10	13	9	470	335
순이자손익	2	10	8	13	14
외화관련손익	3	30	-4	-6	-4
지분법손익	-6	12	-1	0	0
세전계속사업손익	22	78	-9	381	291
당기순이익	15	60	-8	260	174
지배주주순이익	15	60	-8	260	174
증가율(%)					
매출액	-13.5	2.7	6.8	142.3	-40.7
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-30.0
EBITDA	-76.9	33.0	-27.6	4,929.7	-28.7
순이익	흑전	296.8	적전	흑전	-33.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-4.9	-3.6	-4.1	50.3	59.4
EBITDA 이익률	2.9	3.8	2.6	53.0	63.8
세전이익률	6.6	22.7	-2.5	43.0	55.3
순이익률	4.6	17.6	-2.3	29.4	33.2

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	32	-5	24	287	200
당기순이익	15	60	-8	260	174
자산상각비	26	25	24	24	23
운전자본증감	8	-34	12	-5	-2
매출채권 감소(증가)	1	-3	9	-20	-22
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	12	18
투자활동 현금	134	56	-22	-20	-17
유형자산처분(취득)	-9	-3	-1	-8	-5
무형자산 감소(증가)	36	-1	5	-1	-1
투자자산 감소(증가)	70	48	-26	-9	-10
재무현금흐름	-90	-152	-9	0	0
차입금의 증가(감소)	-90	-152	-31	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	33	34	7	293	203
(-)운전자본증가(감소)	-137	27	1	5	2
(-)설비투자	9	3	3	8	5
(+)자산매각	36	0	6	-1	-1
Free Cash Flow	197	3	10	278	195
(-)기타투자	91	-6	-12	2	2
잉여현금	106	9	23	277	193
NOPLAT	-11	-10	-11	304	187
(+) Dep	26	25	24	24	23
(-)운전자본투자	-137	27	1	5	2
(-)Capex	9	3	3	8	5
OpFCF	142	-15	10	315	203

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	583	453	445	743	959
현금성자산	508	372	360	636	829
매출채권	51	63	51	71	93
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	704	691	675
투자자산	209	253	269	271	273
유형자산	194	189	178	171	162
무형자산	227	248	257	248	240
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,433	1,634
유동부채	316	133	136	151	173
매입채무	45	43	44	56	74
유동성이자부채	168	5	5	5	5
비유동부채	172	204	214	219	224
비유동이자부채	85	97	88	88	88
부채총계	488	337	350	371	397
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
이익잉여금	498	559	550	810	985
자본조정	0	21	23	26	26
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
자본총계	725	806	799	1,063	1,237

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	237	939	-137	4,238	2,839
BPS	11,284	12,545	12,438	16,538	19,252
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	519	530	115	4,554	3,153
ROA(%)	1.2	5.1	-0.7	20.2	11.4
ROE(%)	2.1	7.9	-1.0	28.0	15.2
ROIC(%)	-2.8	-3.1	-3.4	101.4	65.8
Multiples(x, %)					
PER	223.1	56.2	-385.4	12.5	18.6
PBR	4.7	4.2	4.2	3.2	2.7
PSR	10.2	9.9	9.3	3.8	6.5
PCR	101.8	99.6	457.3	11.6	16.7
EV/EBITDA	323.4	242.1	334.8	6.1	7.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	67.3	41.8	43.8	34.9	32.1
Net debt/Equity	-35.3	-33.4	-33.4	-51.2	-59.5
Net debt/EBITDA	-2,639.4	-2,090.2	-2,860.5	-115.8	-219.8
유동비율	184.5	340.4	327.9	490.3	555.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	179.7	125.9
자산구조(%)					
투자자본	29.6	34.2	32.8	24.4	20.0
현금+투자자산	70.4	65.8	67.2	75.6	80.0
자본구조(%)					
차입금	25.8	11.3	10.4	8.0	7.0
자기자본	74.2	88.7	89.6	92.0	93.0

[Compliance Notice]

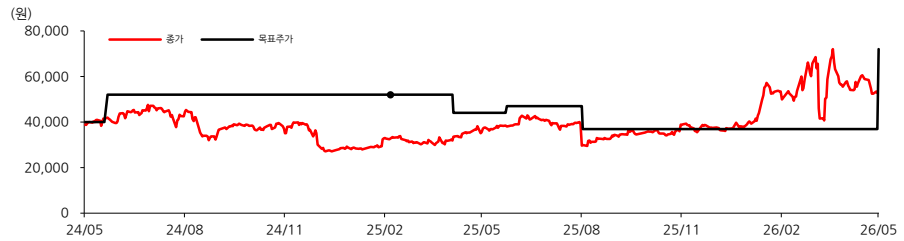
(공표일: 2026년 5월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[필어비스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.06.03	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.09.03	2024.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.05	2025.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	44,000	44,000	44,000	44,000	47,000	37,000
일 시	2025.10.31	2026.05.13				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	37,000	72,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.03	Buy	52,000	-30.16	-8.46
2025.04.17	Buy	44,000	-17.67	-12.50
2025.06.05	Buy	47,000	-15.34	-8.62
2025.08.14	Buy	37,000	18.98	94.59
2026.05.13	Buy	72,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%