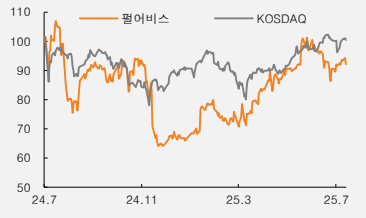
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.8.13

투자의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 36,000원
현재주가(25/8/12)	39,100원
상승여력	-7.9%

영업이익(25F,십억원)	-46
Consensus 영업이익(25F,십억원)	98
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.8
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	11.8
KOSDAQ	807.19
시가총액(십억원)	2,512
발행주식수(백만주)	64
유동주식비율(%)	58.2
외국인 보유비중(%)	7.9
베타(12M) 일간수익률	0.50
52주 최저가(원)	27,150
52주 최고가(원)	45,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.6	19.0	-8.0
상대주가	-5.4	9.9	-11.9



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

263750 · 게임

펄어비스

양치기 소년의 말로는 어땠나?

2Q25 Review: 컨센서스 하회

매출액 796억원(-3% YoY), 영업손실 118억원(적자지속 YoY)으로 컨센서스(매출액 810억원, 영업손실 96억원)를 하회했다. 실적 부진은 검은사막 IP 매출의 지속적인 하향 안정화에 기인한다. 검은사막 매출액은 549억원(-9% YoY, -13% QoQ)으로 역성장세가 심화되며 예상치를 6% 하회했다.

이브 매출액은 242억원(+12% YoY)으로 예상치를 11% 상회했다. 이브 매출 호조는 신규 확장팩 출시 효과에 기인한다. 영업비용은 913억원(+4% YoY)으로 예상치에 부합했다. 마케팅비(105억원)는 오프라인 행사 및 게임쇼 참가 영향으로 YoY 44% 증가하였다.

또다시 연기된 붉은사막 출시 일정

25년 4분기 출시 목표로 밝혀왔던 붉은사막 출시 목표 일정은 26년 1분기로 재차 연기됐다. 추가적인 연기 가능성 역시 높다고 판단한다. 18년에 개발이 시작된 것을 고려하면 개발 기간은 7년 이상으로 장기화되고 있으며 최초 출시 목표(21년 4분기)로부터는 이미 4년 이상 연기되었다.

1) 개발 기간 장기화, 2) 경쟁이 심화되고 있는 AAA급 PC/콘솔 게임 시장을 고려해 출시 이후 26년까지의 붉은사막 판매량 가정치를 기존 560만장에서 500만장으로 하향한다. 26년 붉은사막 예상 매출액으로 4,000억원을 가정한다.

투자에 유의가 필요한 구간

동사에 대한 투자의견 '중립'을 유지한다. 1) 26년 1분기로의 붉은사막 출시 일정 연기(기존 4Q25)에 따른 매출 반영 시기 변경, 2) 26F 타겟 P/E 변경에 따라 목표주가는 35,000원에서 36,000원으로 3% 상향한다. 붉은사막 최초 매출 반영 시기를 26년으로 변경함에 따라 26F 영업이익 추정치를 51% 상향하나 출시 일정의 불확실성 확대 및 흥행 가능성 축소를 고려해 타겟 멀티플은 39% 하향한다.

26F 타겟 P/E는 기존 20.3배에서 12.3배로 변경한다. 신규 타겟 P/E는 네오위즈 P의거짓 출시 이후의 2H23 P/E 평균이다. 출시 일정이 확정될 경우 단기적인 주가 상승은 예상되나 붉은사막 출시 이후 장기간 계속될 신작 공백기에 대한 고려가 필요하다. 27년 영업이익은 YoY 50% 감소가 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	333	342	318	703	569
영업이익 (십억원)	-16	-12	-46	223	112
영업이익률 (%)	-4.8	-3.5	-14.5	31.7	19.7
순이익 (십억원)	15	60	-42	188	93
EPS (원)	237	939	-655	2,927	1,452
ROE (%)	2.1	7.9	-5.4	21.9	9.3
P/E (배)	163.7	29.5	-	13.4	26.9
P/B (배)	3.3	2.1	3.1	2.5	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**85**	**82**	**79**	**96**	**84**	**80**	**78**	**77**	**333**	**342**	**318**	**703**
(% YoY)	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-2.7%	-2.3%	-19.9%	-13.5%	2.7%	-7.3%	121.4%
검은사막	67	60	54	69	63	55	54	53	253	250	225	208
EVE	18	22	21	22	21	24	23	23	73	82	90	89
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	403
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	0	5	5	0	0	0	0	8	10	2	4
영업비용	**85**	**88**	**89**	**94**	**89**	**91**	**92**	**91**	**350**	**355**	**363**	**480**
인건비	46	46	43	47	49	47	46	47	175	182	189	200
지급수수료	17	18	17	18	17	18	17	17	69	71	69	151
마케팅비	6	7	9	12	7	10	13	12	32	34	43	69
D&A	6	6	6	6	6	6	6	6	26	25	25	24
기타	10	10	13	10	9	9	10	10	48	43	37	36
영업이익	**1**	**-6**	**-9**	**2**	**-5**	**-12**	**-14**	**-15**	**-16**	**-12**	**-46**	**223**
(% YoY)	-46.1%	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	흑전
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%	-18.3%	-19.1%	-4.9%	-3.6%	-14.4%	31.7%
지배주주순이익	**13**	**9**	**-8**	**46**	**0**	**-23**	**-10**	**-10**	**15**	**60**	**-42**	**188**
순이익률	15.0%	11.2%	-9.8%	48.3%	0.6%	-28.5%	-12.6%	-13.2%	4.6%	17.6%	-13.3%	26.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	566	587	318	703	-44%	20%	525	530	-39%	33%	
영업이익	119	148	-46	223	-	51%	98	104	-	114%	
지배주주순이익	94	111	-42	188	-	70%	102	111	-	69%	붉은사막 매출 반영 시기 1H26으로 변경
영업이익률	21.0%	25.2%	-14.4%	31.7%	-	-	18.7%	19.7%	-	-	
순이익률	16.5%	18.9%	-13.3%	26.7%	-	-	19.4%	21.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q25 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	79.6	80.7	-1%	81.0	-2%
영업이익	-11.8	-11.4	-	-9.6	-
지배주주순이익	-22.7	-8.6	-	1.2	-

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)	39,100	
상승여력	-7.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 붉은사막 개발 및 시연 타임라인

연도	내용
2H18	- 개발 시작
2019년	- 11월 지스타 2019에서 처음 공개, 컨콜에서 프로젝트 CD로 언급
2020년	- 12월 게임 어워즈에서 게임 플레이 트레일러 공개 - 12월 미디어 브리핑 통해 일부 정보 공개(멀티플레이 방식, 일부 기술, 오픈월드, 플랫폼)
2021년	- 2월 AAA 타깃 발표, 플랫폼 관련 정보 추가 공개 - 7월 SNS 통해 발매 연기 발표
2022년	- 11월 발매 연기 발표 - 기존 22.11.17 출시 예정(유출 자료)
2023년	- 2월 컨퍼런스 콜에서 게임 관련 정보 추가 공개 - 5월 서머게임 페스트 참여 발표 - 8월 게임스컴에서 전반적 컨텐츠 보여주는 트레일러 공개 - 11월 지스타에서 B2B 부스로 시연
2024년	- 2월 하반기에 출시일 공개할 것이라 발표 - 8월 컨퍼런스 콜에서 하반기 중 발매일 공개하여 25년 봄이나 여름에 발매 예정이라 발표 - 8월 게임스컴에서 30분 데모 시연(하얀 뿔 보스전) 및 1시간 분량 플레이 영상 공개 - 8월 3개 보스전 영상 공개 - 9월 IGN에서 52분 분량 실 플레이 영상 공개 - 9월 콥데이에서 25년 연말 출시 발표 - 11월 지스타에서 30분 데모 시연 - 12월 스팀 상점 등록, 헥세마리 보스전 플레이 영상 공개
2025년	- 2월 25년 4분기 출시 발표 - 3월 GDC에서 블랙스페이스 엔진 데모 공개 및 시연 - 4월 주주총회에서 연내 발매 발표 - 5월 PAXEast 참가 및 데모 시연 - 8월 차이나조이 참가 및 데모 시연 - 8월 컨퍼런스 콜에서 26년 1분기로 발매 연기 발표

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 붉은사막 출시 연기 타임라인

출시 시기	근거	연기
4Q21	- 1Q20 컨콜, 4Q21 글로벌 동시 출시 목표 언급	
-	- 2Q21 컨콜, 코로나19 확산에 따른 어려운 개발환경과 콘텐츠 보강을 위해 연기 - 다만 일정 공개에 따른 개발진의 부담 최소화하고자 일정은 임박하면 공개하고자 한다고 언급	1차
-	- 3Q22 컨콜, 붉은사막은 내년 하반기 개발 완료 예상. 연내 공개 어려움을 밝힘 - 파트너와의 협업 등 마무리 작업뿐 아니라 기술 업데이트도 출시 지연의 주요인이라 밝힘	2차
1Q24	- 23.08 게임스컴에서 출시일을 1Q24로 언급	3차
-	- 3Q23 컨콜, 기존 연내 개발(4Q24) 목표를 완성도를 근거로 내년(24년)으로 연기 - 파트너사와 계약 관련을 근거로 정확한 출시 시기를 미언급	4차
4Q25	- 1Q25 컨콜, 4Q25로 출시 일정 결정 - 개발 공정 및 GTA6 등 해외 기대작과의 경쟁 고려, 완성도 향상을 근거로 꼽음	5차
1Q26	- 2Q25 컨콜, 1Q26으로 연기 - 유통, 보이스오버, 콘솔 인증 등 여러 파트너사와의 협업 지연 사유	6차

자료: 미래에셋증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**342**	**318**	**703**	**569**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**342**	**318**	**703**	**569**
판매비와관리비	**355**	**363**	**480**	**456**
조정영업이익	**-12**	**-46**	**223**	**112**
영업이익	**-12**	**-46**	**223**	**112**
비영업손익	**90**	**-8**	**12**	**12**
금융손익	10	9	12	17
관계기업등 투자손익	-4	-17	0	-5
세전계속사업손익	78	-54	235	124
계속사업법인세비용	17	-12	47	31
계속사업이익	60	-42	188	93
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**60**	**-42**	**188**	**93**
지배주주	60	-42	188	93
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**78**	**-42**	**188**	**93**
지배주주	78	-42	188	93
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	13	-23	245	133
FCF	-8	-29	185	112
EBITDA 마진율 (%)	3.8	-7.2	34.9	23.4
영업이익률 (%)	-3.5	-14.5	31.7	19.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.5	-13.2	26.7	16.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**453**	**398**	**598**	**622**
현금 및 현금성자산	143	84	264	291
매출채권 및 기타채권	60	39	57	51
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	250	275	277	280
비유동자산	**690**	**682**	**672**	**668**
관계기업투자등	41	41	42	42
유형자산	189	183	178	174
무형자산	248	226	221	220
자산총계	**1,143**	**1,080**	**1,270**	**1,290**
유동부채	**133**	**197**	**198**	**124**
매입채무 및 기타채무	17	17	17	17
단기금융부채	5	75	75	0
기타유동부채	111	105	106	107
비유동부채	**204**	**120**	**120**	**121**
장기금융부채	97	27	27	27
기타비유동부채	107	93	93	94
부채총계	**337**	**316**	**318**	**245**
지배주주지분	**806**	**764**	**952**	**1,045**
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220
이익잉여금	559	516	705	798
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**806**	**764**	**952**	**1,045**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-5**	**-21**	**194**	**122**
당기순이익	60	-42	188	93
비현금수익비용가감	-26	2	57	35
유형자산감가상각비	16	14	14	13
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	-51	-21	35	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	-2	-16	8
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	12	-47	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	**56**	**-32**	**-15**	**-19**
유형자산처분(취득)	-3	-8	-9	-10
무형자산감소(증가)	-1	13	-3	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	44	-22	-3	-3
기타투자활동	16	-15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-152**	**0**	**0**	**-75**
장단기금융부채의 증가(감소)	-145	0	0	-75
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-7	0	0	0
현금의 증가	**-93**	**-59**	**179**	**27**
기초현금	236	143	84	264
기말현금	143	84	264	291

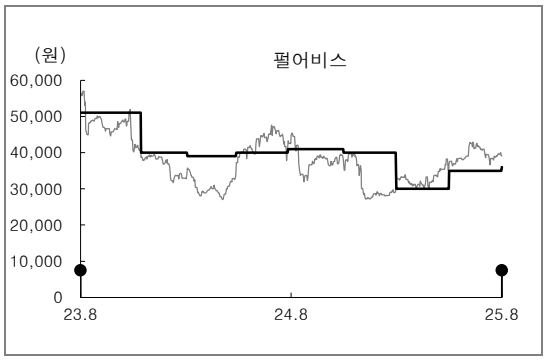
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	29.5	-	13.4	26.9
P/CF (x)	52.3	-	10.3	19.6
P/B (x)	2.1	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	117.1	-	8.6	15.0
EPS (원)	939	-655	2,927	1,452
CFPS (원)	530	-631	3,811	1,990
BPS (원)	13,086	12,431	15,358	16,810
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	-7.3	121.4	-19.1
EBITDA증가율 (%)	33.0	적전	흑전	-45.7
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	-49.7
EPS증가율 (%)	296.8	적전	흑전	-50.4
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.0	28.0	22.5
재고자산 회전율 (회)	5,660.4	2,611.7	5,725.8	4,584.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.1	-3.8	16.0	7.3
ROE (%)	7.9	-5.4	21.9	9.3
ROIC (%)	-2.6	-12.2	49.4	23.5
부채비율 (%)	41.8	41.4	33.4	23.4
유동비율 (%)	340.4	202.6	302.1	503.3
순차입금/자기자본 (%)	-33.4	-30.8	-43.8	-50.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.8	-11.4	55.3	44.0

자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
펄어비스 (263750)				
2025.08.13	중립	36,000	-	-
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
2023.08.10	중립	51,000	-6.34	13.53



* 괴리율 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 주가하락이 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 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 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.