2026.11.13

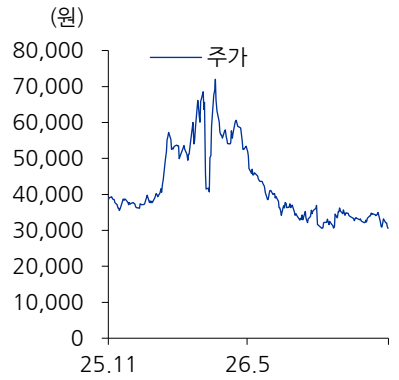
(263750)

펄어비스

인터넷/게임/우주 정의훈
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

양호한 붉은사막 DLC 반응, 다음은?

투자의견	BUY(유지)
목표주가	35,000 원(하향)
현재주가	30,550 원(11/12)



시가총액(십억원)	1,920
발행주식수(천주)	62,844
52 주 최고	77,400 원
최저	29,450 원
52 주 일간 Beta	-0.36
60 일 평균 거래대금	97 억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
김대일 (외 10 인)	38.0%
자사주 (외 1 인)	4.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-5.0	-42.1	-21.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	50,000	▼
영업이익(26E)	328	402	▼
영업이익(27E)	158	222	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	366	726	464
영업이익	-15	328	158
세전손익	-9	315	173
당기순이익	-8	284	129
EPS(원)	-131	4,513	2,060
증감률(%)	적전	흑전	-54.4
PER(배)	na	6.8	14.8
ROE(%)	-1.0	30.3	11.4
PBR(배)	3.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	228.8	3.8	7.0

- 3분기 매출액 1,015억원(-47.3%qoq, +18.0%yoy), 영업이익 207억원(-69.4%qoq)으로 영업이익 컨센서스(442억원)를 하회함. 붉은사막 매출이 하향 구간에 진입한 가운데, 마케팅·외주용역비 증가로 매출과 이익 모두 시장 기대치를 하회. 당기순이익은 원달러 환율 하락에 따른 금융손실(-453억원)에도 PAI 청산 관련 이연법인세자산(286억원) 인식 등 법인세수익 발생으로 108억원을 기록
- 3분기 붉은사막(406억원, -70.2%qoq)은 약 68만장을 판매했고, ASP는 원화 강세와 첫 할인 판매 영향으로 약 5.9만원(2분기 6.3만원)으로 하락함. 한편 신규 보이스 오버 5종·자막 추가와 스토리·컷신을 개선한 인핸스드 버전을 출시하며 접근성을 높였고, Golden Joystick Awards '올해의 PC 게임' 등을 수상하며 기술과 콘텐츠 양쪽에서 경쟁력을 입증
- 3분기 검은사막(610억원)은 신규 클래스와 지역 등 하이델 연회에서 예고한 대규모 업데이트 효과로 전분기 대비 10.9% 증가함. 특히 신규·복귀 유저의 빠른 성장을 지원하는 하이퍼부스트 도입 이후 스팀 순위, DAU 등 유저 지표가 반등함
- 영업비용은 808억원(-35.4%qoq)을 기록. 2분기 지급된 일회성 성과급이 제거되며 인건비(-50.9%qoq)가 크게 감소했고, 붉은사막 매출 하향 안정화로 지급수수료(-40.2%qoq)도 감소. 반면 하이델 연회 개최와 인핸스드·DLC 사전예약 마케팅으로 마케팅비(+22.0%qoq), 보이스 오버 등 외주용역비 반영으로 기타비용(+49.4%qoq)은 증가함
- 동사는 4분기는 원화 강세 영향으로 가이던스 미달 가능성을 언급함. 이는 사업계획 수립 시점 대비 환율이 하락한 가운데 해외 매출 비중이 86%에 달하기 때문. 다만 10월 30일 출시된 첫 DLC '미지의 여정'이 출시 첫날 스팀 8위를 기록했고, 출시 이후 본편 판매량도 동반 증가하고 있어 4분기 붉은사막 매출은 반등할 전망
- 중장기적으로는 스위치 2 버전 출시(2027년 상반기 목표), 차기작 도깨비(2028년 하반기 출시 목표) 등 모멘텀이 유효함. 또한 1,000억원 규모 자사주 취득 신탁계약 전액 매입을 완료했고, 2026년 첫 배당(연간 100억원과 당기순이익의 10% 중 큰 금액)도 예정되는 등 주주환원 정책도 병행
- 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 50,000원에서 35,000원으로 하향함. 목표주가 하향은 원화 강세에 따른 환율 영향과 붉은사막 판매 둔화를 반영한 2026~2027년 이익 추정치 하향에 기인함. 다만 4분기 DLC 출시 효과로 붉은사막 매출 반등이 예상되며, 12월 칼페온 연회(검은사막 2027년 업데이트 계획 공개)와 연내 예정된 도깨비 개발 현황 공개가 주가 모멘텀이 될 전망

실적전망 및 밸류에이션

펄어비스 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E
매출액	**63.2**	**55.4**	**86.0**	**68.1**	**328.5**	**192.6**	**101.5**	**103.1**	**272.7**	**725.7**
(%yoy)	-26.0%	-32.3%	8.1%	-28.8%	419.6%	247.8%	18.1%	51.3%	-20.4%	166.1%
게임부문	63.0	54.9	79.5	63.0	328.1	191.1	101.6	103.0	260.4	723.8
기타부문	0.2	0.5	6.5	5.1	0.4	1.5	-0.1	0.1	12.3	1.9
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	125.0	80.8	75.8	240.5	398.1
(%yoy)	-34.8%	-37.8%	-28.7%	-27.8%	110.3%	129.4%	27.8%	12.5%	-32.2%	65.5%
영업이익	**7.9**	**0.9**	**22.7**	**0.7**	**212.1**	**67.6**	**20.7**	**27.3**	**32.2**	**327.7**
(%yoy)	1238.1%	흑자전환	흑자전환	-68.3%	2597.4%	7389.0%	-9.0%	3561.1%	흑자전환	916.8%
OPM(%)	12.4%	1.6%	26.4%	1.1%	64.6%	35.1%	20.4%	26.5%	11.8%	45.2%
영업외손익	0.7	-18.6	11.3	5.9	15.9	12.0	-45.8	5.2	-0.8	-12.7
세전이익	8.5	-17.7	34.0	6.6	228.0	79.6	-25.1	32.4	31.4	314.9
당기순이익	**0.5**	**-22.7**	**29.0**	**-15.2**	**158.0**	**99.5**	**10.8**	**15.3**	**-8.4**	**283.6**
(%yoy)	-96.1%	적자전환	흑자전환	적자전환	31557%	흑자전환	-62.7%	흑자전환	적자전환	흑자전환

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	342.4	272.7	725.7	463.6
영업이익	-12.1	32.2	327.7	158.2
세전이익	78.4	31.4	314.9	172.6
지배순이익	61.0	-8.4	283.6	129.4
EPS(원)	939	-131	4,513	2,060
PER(배)	29.5	na	6.8	14.8
OPM(%)	-3.5%	11.8%	45.2%	34.1%
NPM(%)	17.8%	-3.1%	39.1%	27.9%

자료: 유진투자증권

펄어비스 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	726	464	778	530	-6.7%	-12.5%
영업이익	328	158	402	222	-18.4%	-28.8%
세전이익	315	173	442	236	-28.7%	-26.7%
지배순이익	284	129	342	177	-17.0%	-27.1%
% of Sales						
영업이익	45.2%	34.1%	51.7%	41.9%		
세전이익	43.4%	37.3%	56.8%	44.5%		
지배순이익	39.1%	27.8%	44.0%	33.4%		

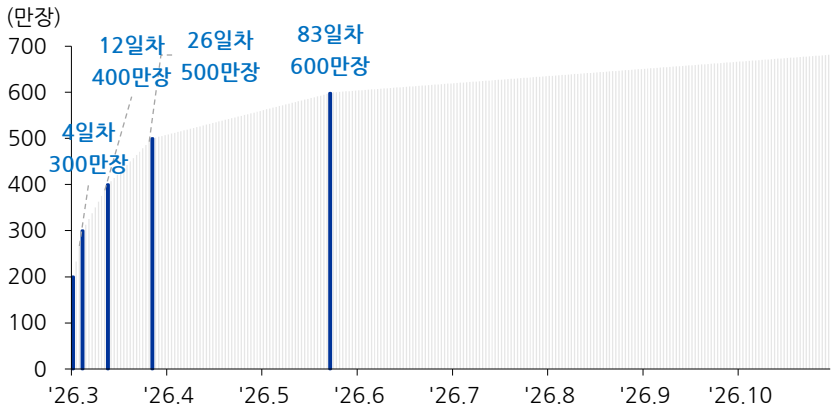
자료: 펄어비스, 유진투자증권

펄어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	1,789	12M Fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	20.0	
목표주가(원)	**35,000**	**기존 50,000 원 대비 30.0% 하향**

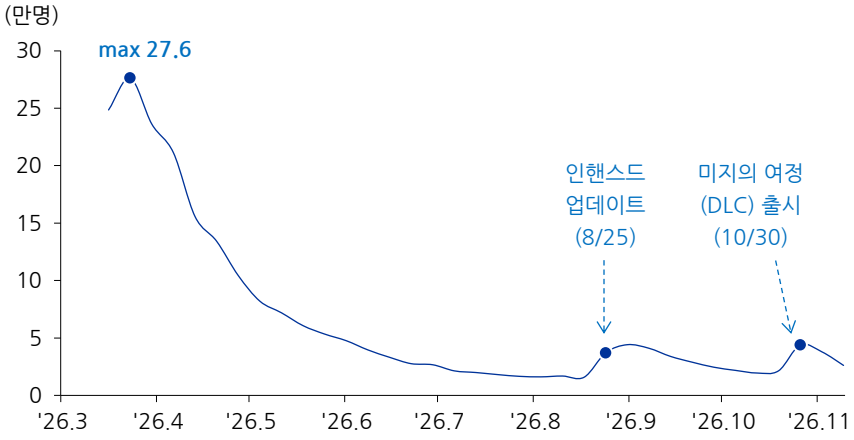
자료: 유진투자증권

붉은사막 누적 판매량 추이



자료: 펄어비스, 유진투자증권

붉은사막 스팀 동시 접속자 수 추이



자료: SteamDB, 유진투자증권

펄어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,285	1,419
유동자산	583	453	445	813	944
현금성자산	508	372	360	685	804
매출채권	51	63	51	94	106
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	704	472	475
투자자산	209	253	269	302	315
유형자산	194	189	178	158	149
기타	227	248	257	11	11
부채총계	488	337	350	213	218
유동부채	316	133	136	118	123
매입채무	45	43	44	29	32
유동성이자부채	163	5	5	2	2
기타	108	85	87	88	88
비유동부채	172	204	214	94	95
비유동이자부채	85	97	88	75	75
기타	87	107	127	19	19
자본총계	725	806	799	1,072	1,202
지배지분	725	806	799	1,072	1,202
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	221	221
이익잉여금	498	559	550	817	946
기타	0	21	23	28	28
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	725	806	799	1,072	1,202
총차입금	248	102	93	78	78
순차입금	(261)	(270)	(267)	(607)	(727)

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	333	342	366	726	464
증가율(%)	(13.5)	2.7	6.8	98.5	(36.1)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	333	342	366	726	464
판매 및 일반관리비	350	355	380	398	305
기타영업손익	(5)	1	7	5	(23)
영업이익	(16)	(12)	(15)	328	158
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	(51.7)
EBITDA	10	13	9	343	171
증가율(%)	(76.9)	33.0	(27.6)	3,579.8	(50.2)
영업외손익	38	90	6	(13)	14
이자수익	15	16	12	16	16
이자비용	13	7	4	3	3
지분법손익	(6)	12	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	42	69	(1)	(26)	2
세전순이익	22	78	(9)	315	173
증가율(%)	흑전	250.7	적전	흑전	(45.2)
법인세비용	7	17	(1)	39	43
당기순이익	15	60	(8)	284	129
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(54.4)
지배주주지분	15	60	(8)	284	129
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(54.4)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	237	939	(131)	4,513	2,060
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(54.4)
수정EPS(원)	237	939	(131)	4,513	2,060
증가율(%)	흑전	296.8	적전	흑전	(54.4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	32	(5)	24	228	136
당기순이익	15	60	(8)	284	129
자산상각비	26	25	24	16	13
기타비현금성손익	(8)	(51)	(8)	32	1
운전자본증감	8	(34)	12	(73)	(8)
매출채권감소(증가)	1	(3)	9	(52)	(12)
재고자산감소(증가)	0	(0)	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	(6)	4
기타	7	(31)	3	(14)	1
투자현금	134	56	(22)	(78)	(33)
단기투자자산감소	70	48	(26)	(202)	(16)
장기투자증권감소	6	12	0	(5)	(11)
설비투자	9	3	3	3	3
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	36	(1)	5	22	(0)
재무현금	(90)	(152)	(9)	(4)	0
차입금증가	(90)	(152)	(31)	13	0
자본증가	0	0	0	(16)	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	76	(93)	(9)	155	103
기초현금	160	236	143	134	289
기말현금	236	143	134	289	392
Gross Cash flow	33	34	7	352	144
Gross Investment	(73)	25	(15)	(51)	24
Free Cash Flow	106	9	23	403	119

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	237	939	(131)	4,513	2,060
BPS	11,284	12,545	12,438	17,061	19,121
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	163.7	29.5	n/a	6.8	14.8
PBR	3.4	2.2	3.0	1.8	1.6
EV/ EBITDA	229.8	117.1	228.8	3.8	7.0
배당수익율	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	74.7	52.3	323.9	5.5	13.4
수익성(%)					
영업이익율	(4.9)	(3.6)	(4.1)	45.2	34.1
EBITDA이익율	2.9	3.8	2.6	47.3	36.9
순이익율	4.6	17.6	(2.3)	39.1	27.9
ROE	2.1	7.9	(1.0)	30.3	11.4
ROIC	(2.8)	(3.1)	(3.4)	112.0	57.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(36.0)	(33.4)	(33.4)	(56.7)	(60.5)
유동비율	184.5	340.4	327.9	686.3	768.3
이자보상배율	(1.3)	(1.8)	(3.9)	124.6	62.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3
매출채권회전율	6.5	6.0	6.4	10.0	4.6
재고자산회전율	n/a	n/a	2,039.2	4,087.8	3,715.1
매입채무회전율	7.2	7.7	8.4	20.0	15.2

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-11-13	Hold	40,000	1년	-20.0	-0.3
2025-02-12	Hold	33,000	1년	-0.9	15.8
2025-05-15	Hold	35,000	1년	22.3	-15.7
2025-08-14	Hold	35,000	1년	26.0	105.7
2025-11-12	Hold	35,000	1년	39.5	1.6
2026-02-13	Hold	35,000	1년	62.4	16.3
2026-05-13	Buy	72,000	1년	-46.7	-29.7
2026-08-12	Buy	50,000	1년	-33.8	-27.6
2026-11-13	Buy	35,000	1년		

펄어비스(263750.KQ) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 정의훈

