

펄어비스 263750

화려한 역전

1Q26 Review: 붉은사막의 흥행이 만들어 낸 대역전극

펄어비스 1Q26실적은 매출액 3,285억원, 영업이익 2,121억원으로 컨센서스를 큰폭으로 상회했다. 매출의 경우에는 컨센에 부합했는데, 이는 PC/콘솔(순매출) 판매 비중 믹스 차이(실제 5:5)와 1Q 일부 오프라인 판매물량이 2Q로 이연되었기 때문이다. 비용 또한 마케팅비 234억원으로 효율적 마케팅 진행하며 예상에 부합했다. 그 외 특이사항으로 CCP 지분 전량매각에 따라 1Q부터 연결손익에서 제거되었다. 작년 CCP 매출액 928억원, 당기순이익 -410억원이었으며, 영업적자는 473억원으로 추정된다. 적자 자회사 매각은 긍정적으로 판단한다.

CCP 연결제거 효과 + 판매량 상향 조정에 따른 영업이익의 상향

펄어비스는 매출액 연간 8,790억원~9,754억원, 영업이익 4,876억원~5,726억원의 가이드언스를 제시했다. 붉은사막이 이미 출시된 상황에서 추정 판매곡선에 따른 시나리오 제시이기 때문에 가이드언스의 신뢰도가 높다고 판단한다. 우리는 CCP 연결제거 효과 반영과 추정변경에 따라 기존 영업이익 4,536억원을→5,298억원으로 상향한다. 붉은사막 기대 판매량 800만장을 →900만장으로 상향했다. 기존 기대판매량 시나리오 800~1,000만장 또한 800~1,100으로 최상단을 상향한다. 당사 추정기준 붉은사막은 현재 600만장 판매고를 돌파했을 것으로 예상된다. 올해 남은 영업일수는 234일로 일평균 일만장 수준의 판매고로도 당사 추정치는 충분히 달성하다. 지속적인 패치로 게임평가가 나날이 반등 중이며 6월까지 사후지원 업데이트 아직 남아있어 긍정적이다.

신작일정 불확실에 따른 향후 실적 급감은 단점이나, 부정할 수 없는 성과

우리는 27년 붉은사막 DLC출시를 가정했다. 그럼에도 27년 추정치는 매출액 7,074억원, 영업이익 3,172억원(YoY-40%)으로 급감한다. 26년 실적 PEAK이후 27년 급감폭이 크나 27년 P/E 기준으로도 10배로 여전히 저렴하다. 물론 붉은사막 주요 이벤트 소멸로 트레이딩 매력도가 떨어짐을 부정할 수는 없다. 모멘텀 매대로 접근한다면 다음 주가의 동력은 차후 DLC 및 도깨비 신작 공개가 될 것이다. 장기적 주가에는 실제 도깨비의 출시시기(2~3년 내 출시 언급)가 중요할 전망이다. 실적 상향 조정에 따라 목표주가를 10만원으로 상향하고 투자의견 유지한다. 글로벌 게임산업에서도 매우 드문 역전극을 이뤄냈다. 회사의 피드백 반영으로 보았을 때, 차후 신작은 더 큰 성공으로 돌아올 것으로 확신한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	333	342	366	973	707
영업이익	-16	-12	-15	530	317
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	54.5	44.8
세전이익	22	78	-9	587	412
지배주주지분순이익	15	60	-8	432	309
EPS(원)	237	939	-137	7,038	5,036
증감률(%)	흑전	296.8	적전	흑전	-28.4
ROE(%)	2.1	7.9	-1.0	43.3	22.8
PER(배)	163.7	29.5	-273.0	7.5	10.5
PBR(배)	3.4	2.2	3.0	2.8	2.2
EV/EBITDA(배)	229.8	117.1	228.8	4.9	7.1

자료: 펄어비스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2026.05.13

매수

목표주가(상향)	100,000원
현재주가(05/12)	52,800원
상승여력	89.3%

Stock Data

KOSDAQ	1,179.3pt
시가총액(보통주)	3,392십억원
발행주식수	64,248천주
액면가	100원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	1,682천주
60일 평균거래대금	94,561백만원
외국인 지분율	6.5%
52주 최고가	77,400원
52주 최저가	29,000원
주요주주	
김대일(위 11인)	37.2%
자사주(위 1인)	4.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-5.0	-12.9
3M	-1.3	-6.0
6M	35.7	5.6

주가차트

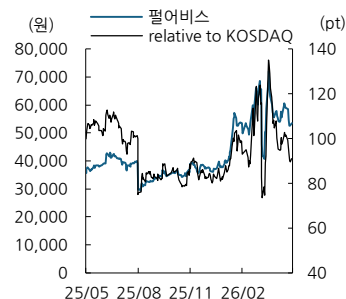


표1 필어비스 실적전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	317.3	185.8	141.0	272.7	972.5	707.4
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	142.9	84.8	98.7	240.6	442.8	390.2
인건비	30.9	28.9	29.6	29.8	38.4	80.1	35.9	60.2	119.2	214.6	206.9
자급수수료	13.1	13.1	16.0	14.5	42.5	44.1	29.3	18.5	56.7	134.4	103.3
마케팅비	3.9	4.9	10.2	9.3	23.4	8.5	9.2	11.5	28.3	65.5	35.1
D&A	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.0	10.2	9.1	7.2
기타	4.9	5.0	5.0	11.3	9.7	7.8	8.1	6.5	26.2	32.1	37.7
영업이익	7.8	0.9	22.7	0.7	212.1	174.4	101.0	42.3	32.1	529.8	317.2
OPM	12%	2%	26%	1%	65%	55%	54%	30%	11.8%	54.5%	44.8%
지배순이익	7.7	-15.5	37.3	-4.2	158.0	144.5	110.7	19.1	25.3	432.2	309.3
NPM	12%		43%	-6%	48%	46%	60%	14%	9.3%	44.4%	43.7%

자료: DS투자증권 리서치센터

표2 필어비스 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	432	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	7,038	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	15	CDPR '27 P/E 15배 적용(종전 적용 배수 유지)
목표주가	(원)	100,000	적정주가 105,563원에서 천단위 내림
현재주가	(원)	52,800	5/12 종가 기준
Upside	(%)	89.3	5/12 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 필어비스 2026E 가이드스

(억원)	1Q26	2Q26E	2026E
영업수익	3,281	2,713~3,247	8,790~9,754
검은사막	616	471~482	2,349~2,406
붉은사막	2,665	2,242~2,765	6,441~7,348
영업비용	1,164	1,417~1,480	3,914~4,028
영업이익	2,117	1,296~1,767	4,876~5,726
OPM	64.5%	47.8~54.4%	55.5~58.7%

자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터

[필어비스 263750]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	583	453	445	881	1,216	매출액	333	342	366	973	707
현금 및 현금성자산	236	143	134	525	834	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	51	63	51	85	100	매출총이익	333	342	366	973	707
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	350	355	380	443	390
기타	296	247	260	270	281	영업이익	-16	-12	-15	530	317
비유동자산	630	690	704	700	696	(EBITDA)	10	13	9	554	341
관계기업투자등	167	212	226	235	244	금융손익	5	40	4	68	156
유형자산	194	189	178	172	164	이자비용	13	7	4	2	2
무형자산	227	248	257	248	240	관계기업등 투자손익	-6	12	-1	-2	-2
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,582	1,911	기타영업외손익	39	38	3	-9	-59
유동부채	316	133	136	163	178	세전계속사업이익	22	78	-9	587	412
매입채무 및 기타채무	45	43	44	67	79	계속사업법인세비용	7	17	-1	155	103
단기금융부채	163	5	5	5	5	계속사업이익	15	60	-8	432	309
기타유동부채	108	85	87	90	94	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	172	204	214	219	224	당기순이익	15	60	-8	432	309
장기금융부채	85	97	88	88	88	지배주주	15	60	-8	432	309
기타비유동부채	87	107	127	131	137	총포괄이익	18	78	-8	432	309
부채총계	488	337	350	382	402	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	725	806	799	1,200	1,509	영업이익률 (%)	-4.9	-3.6	-4.1	54.5	44.8
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	2.9	3.8	2.6	57.0	48.1
자본잉여금	220	220	220	220	220	당기순이익률 (%)	4.6	17.6	-2.3	44.4	43.7
이익잉여금	498	559	550	982	1,292	ROA (%)	1.2	5.1	-0.7	31.7	17.7
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.1	7.9	-1.0	43.3	22.8
자본총계	725	806	799	1,200	1,509	ROIC (%)	-2.8	-3.1	-3.4	129.3	82.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	32	-5	24	423	338	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	15	60	-8	432	309	P/E	163.7	29.5	-273.0	7.5	10.5
비현금수익비용가감	18	-26	16	-1	30	P/B	3.4	2.2	3.0	2.8	2.2
유형자산감가상각비	17	16	15	15	14	P/S	7.5	5.2	6.6	3.5	4.8
무형자산상각비	9	9	10	10	9	EV/EBITDA	229.8	117.1	228.8	4.9	7.1
기타현금수익비용	-8	-51	-18	-25	-77	P/CF	74.7	52.3	323.9	7.9	10.0
영업활동 자산부채변동	8	-34	12	-9	-1	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	1	-3	9	-34	-15	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-13.5	2.7	6.8	166.0	-27.3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	24	12	영업이익	적전	적지	적지	흑전	-40.1
기타자산 부채변동	7	-31	3	2	2	세전이익	흑전	250.7	적전	흑전	-29.7
투자활동 현금	134	56	-22	-31	-30	당기순이익	흑전	296.8	적전	흑전	-28.4
유형자산처분(취득)	-9	-3	-1	-9	-6	EPS	흑전	296.8	적전	흑전	-28.4
무형자산 감소(증가)	36	-1	5	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	76	60	-26	-20	-21	부채비율	67.3	41.8	43.8	31.8	26.7
기타투자활동	32	0	0	-2	-2	유동비율	184.5	340.4	327.9	541.1	682.3
재무활동 현금	-90	-152	-9	0	0	순차입금/자기자본(x)	-36.0	-33.4	-33.4	-55.7	-65.3
차입금의 증가(감소)	-90	-152	-31	0	0	영업이익/금융비용(x)	-1.3	-1.8	-3.9	213.9	128.1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	248	102	93	93	93
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-261	-270	-267	-668	-986
기타재무활동	0	0	21	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	76	-93	-9	392	309	EPS	237	939	-137	7,038	5,036
기초현금	160	236	143	134	525	BPS	11,284	12,545	12,438	18,673	23,487
기말현금	236	143	134	525	834	SPS	5,191	5,329	5,690	15,137	11,011
NOPLAT	-11	-10	-11	390	238	CFPS	519	530	115	6,714	5,280
FCF	176	56	-3	392	309	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 필어비스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

필어비스 (263750) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-28	담당자변경				
2025-04-28	매수	43,000	-10.7	33.0	
2025-12-09	매수	43,000	0.5	33.0	
2026-02-13	매수	65,000	-15.3	5.4	
2026-03-30	매수	90,000	-35.1	-20.0	
2026-05-13	매수	100,000			

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자이견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.