펄어비스 (263750)

주주에게도 달라진 대응을 보여줄 때

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 13

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (5.12)	52,800원
상승여력	89.4%

1Q26 Review: 오프라인 판매 수익 이연 제외시 인라인

1분기 펄어비스 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,285억원(+419.6% YoY)과 2,121억원(+2,597% YoY)으로 기대치를 하회했다. 〈붉은 사막〉 판매량 일부가 오프라인 유통망을 통해 공급되었는데 해당 결제 대금이 2분기 인식된데 따른다. 3월 20일 출시한 〈붉은 사막〉은 4월 1일 400만장 판매 달성을 발표한 바 있다. 그러나 오프라인 판매 매출 인식이 지연되며 1분기 약 310만장의 수익만이 반영되었다. 수익의 86%가 북미/유럽에서 발생했으며 스팀:콘솔 판매량 비중은 5:5로 AAA급 게임의 전형적 모습을 보였다. 현재 중국 매출 비중은 5% 내외에 불과하다.

지난 4월 30일, 동사는 〈이브〉 IP를 운영하는 자회사 CCP게임즈를 현 경영진에게 재매각했다. 2018년 2,500억원에 인수한 CCP는 연간 800~900억 매출, 300~400억 적자를 기록해왔다. 1분기부터 관련 손익이 제거되었다. 신규 프로젝트가 안착하지 못하며 영업권 상각이 꾸준히 이루어진 영향으로 1,800억원 수준에 매각했으나 2분기 매각과 관련된 기타손익의 영향은 없을 것으로 전망한다.

펄어비스, 2026년 5천억원 이익을 전망하다

동사는 이례적으로 2분기와 2026년 전망치를 공유했다. 시장에서 가장 높은 당사의 매출/이익 추정치는 동사가 제시한 연간 최소 이익 전망치에 불과하다.

전망에 따르면, 2분기 누적 600~650만장, 연간 867~990만장의 〈붉은 사막〉 판매를 예상하는 것으로 추정된다.(〈표3〉 참조) 출시 4일차에 300만, 12일차 400만, 26일차인 4월 15일 500만장을 달성했다는 점을 고려할 때 2분기 판매량은 무난히 달성 가능해 보인다. 당사는 연말 850만장 달성을 가정했다. 총매출 기준 2026년 〈붉은 사막〉은 8천억원을 상회할 것으로 전망된다.

이벤트의 절정을 지나가고 있음은 부정하기 어렵다. IP 가치를 고려할 때 26/27 PER 8/16배는 하방을 지지한다. 이제 시장의 관심은 1) 중국 잠재 수요의 수익화, 2) DLC 일정 공식화 그리고 3) 주주환원에 있다. 중국 잠재 수요는 전체 판매량의 10%~20%에 해당한다. 최근 콘솔 업계는 출시 2년차부터 DLC 판매가 일반적이다. 다음 신작보다는 DLC가 이를 것으로 판단한다. CCP와 같은 비수익 자산을 매각하고 〈붉은 사막〉이 글로벌 성공을 확보하며 연말 동사의 현금은 1조원 수준까지 높아질 전망이다. 〈붉은 사막〉 패치를 통해 게이머와의 소통에서 달라진 모습을 보인 것처럼 주주와의 소통도 개선된 모습을 기대해 본다.

표1 펄어비스 1Q26P 실적 Review

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**328.5**	63.2	419.6	68.1	382.2	429.2	-23.5	311.9	5.3
영업이익	**212.1**	7.9	2,597.4	0.7	28,369.3	254.2	-16.6	143.5	47.8
세전이익	**228.0**	8.5	2,569.8	6.6	3,356.6	275.8	-17.3	112.2	103.2
순이익	**168.0**	0.5	31,557.1	-15.2	흑전	212.3	-20.9	115.0	46.1
영업이익률(%)	**64.6**	12.4		1.1		59.2		46.0	
세전이익률(%)	**69.4**	13.5		9.7		64.3		36.0	
순이익률(%)	**51.1**	0.8		-22.3		49.5		36.9	

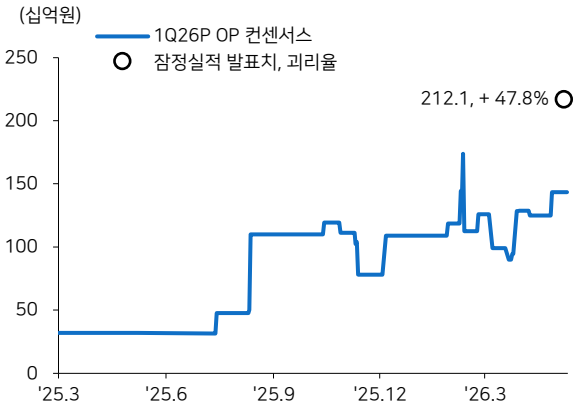
주: 1Q25, 4Q25 분기 실적은 CCP게임즈 매각 반영 후 수치 (DART 공시 기준)
자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 펄어비스 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**929.8**	1,075.2	-13.5	**502.5**	586.1	-14.3
영업이익	**505.4**	492.9	2.5	**204.1**	165.6	23.3
세전이익	**570.9**	583.1	-2.1	**285.4**	246.5	15.8
순이익	**427.3**	442.8	-3.5	**213.3**	184.0	15.9
영업이익률(%)	**54.4**	45.8	+8.6%p	**40.6**	28.2	+12.4%p
세전이익률(%)	**61.4**	54.2	+7.2%p	**56.8**	42.1	+14.7%p
순이익률(%)	**45.9**	41.2	+4.7%p	**42.5**	31.4	+11.1%p

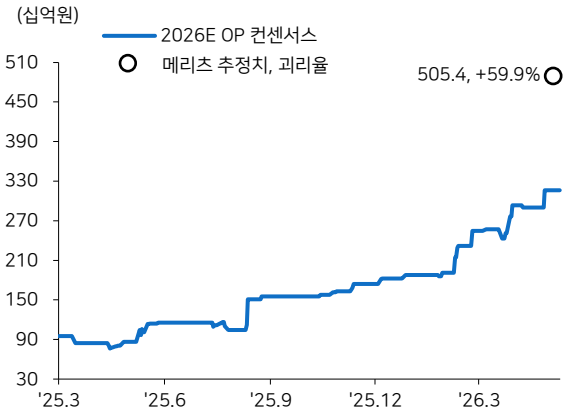
자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26P 영업이익, 컨센서스 48% 상회



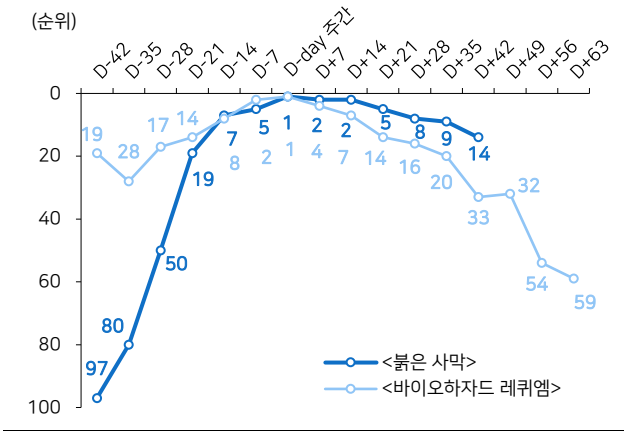
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 60% 상회 전망



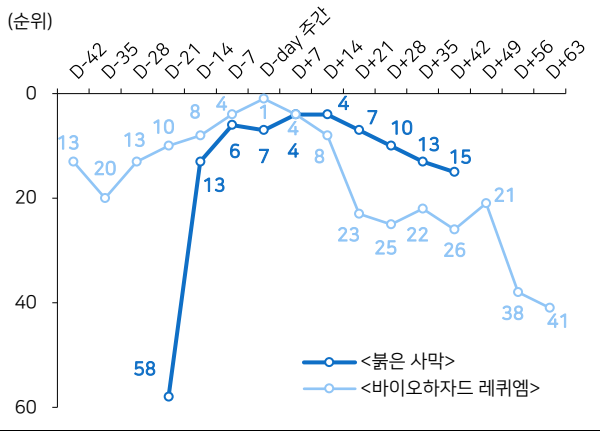
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 〈붉은 사막〉 글로벌 스팀 주간 매출 순위



자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림4 〈붉은 사막〉 중국 스팀 주간 매출 순위



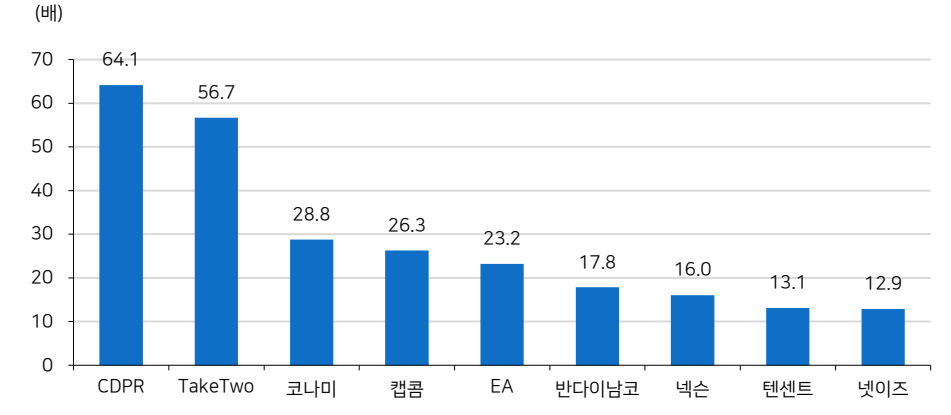
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

표3 펄어비스 2026년 실적 가이던스

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26(min)	2Q26(max)	2H26(min)	2H26(max)	2026(min)	2026(max)
영업수익	**328.1**	**271.3**	**324.7**	**279.6**	**322.6**	**879.0**	**975.4**
검은 사막	61.6	47.1	48.2	126.2	130.8	234.9	240.6
붉은 사막	**266.5**	**224.2**	**276.5**	**153.4**	**191.8**	**644.1**	**734.8**
영업비용	116.4	141.7	148.0	133.3	138.4	391.4	402.8
영업이익	**211.7**	**129.6**	**176.7**	**146.3**	**184.2**	**487.6**	**572.6**
영업이익률	*64.5%*	*47.8%*	*54.4%*	*54.4%*	*54.4%*	*55.5%*	*58.7%*
<붉은 사막> 판매량(천장)	**3,089**	**2,843**	**3,460**	**2,732**	**3,330**	**8,664**	**9,880**

자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 게임사 2026년 PER: 모바일이면 15배, 프리미엄 게임이면 20배 이상



주: 2026.5.12 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 펄어비스 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	**83.7**	**79.6**	**106.8**	**95.5**	**328.5**	**289.5**	**162.1**	**149.7**	**365.6**	**929.8**	**502.5**
PC	67.6	67.2	85.3	74.0	193.8	144.6	117.6	102.0	294.2	558.0	329.1
콘솔	2.5	2.4	5.0	4.5	124.8	137.7	30.9	34.0	14.4	327.4	129.3
모바일	13.4	9.5	10.0	11.7	9.9	6.7	7.2	8.5	44.6	32.3	31.7
기타	0.2	0.5	6.5	5.2	0.0	0.5	6.5	5.2	12.4	12.2	12.4
% YoY											
매출	*-2.1*	*-2.7*	*34.4*	*-0.2*	*292.5*	*263.9*	*51.8*	*56.7*	*6.8*	*154.4*	*-46.0*
PC	*15.6*	*9.9*	*50.6*	*6.8*	*186.6*	*115.0*	*37.9*	*37.8*	*19.8*	*89.7*	*-41.0*
콘솔	*-40.9*	*-27.3*	*124.4*	*23.8*	*4,883.2*	*5,703.4*	*515.6*	*652.1*	*7.6*	*2,172.1*	*-60.5*
모바일	*-39.4*	*-44.6*	*-35.9*	*-35.6*	*-26.2*	*-29.3*	*-28.4*	*-27.2*	*-38.9*	*-27.6*	*-1.9*
기타	*-71.1*	*186.1*	*31.6*	*14.8*	*N/A*	*8.0*	*-0.4*	*-0.5*	*20.2*	*-1.6*	*1.7*
영업비용	**88.9**	**91.3**	**96.2**	**103.9**	**116.4**	**150.7**	**77.7**	**79.6**	**380.4**	**424.4**	**298.3**
% to sales	*106.3*	*114.8*	*90.1*	*108.8*	*35.4*	*52.1*	*47.9*	*53.2*	*104.1*	*45.6*	*59.4*
% YoY	*4.8*	*4.3*	*8.5*	*11.1*	*30.9*	*65.0*	*-19.2*	*-23.4*	*7.2*	*11.6*	*-29.7*
인건비	49.0	47.7	47.3	51.2	38.5	80.6	33.3	33.5	195.2	185.9	139.0
지급수수료	17.3	18.1	20.9	19.2	42.5	33.8	28.0	25.0	75.5	129.4	81.3
광고선전비	7.3	10.5	13.6	12.3	23.4	5.4	6.6	8.7	43.7	44.1	41.5
상각비	6.3	6.1	5.8	5.9	2.3	2.2	2.2	2.3	24.1	9.0	9.8
기타	9.0	9.0	8.6	15.4	9.7	28.7	7.7	10.1	41.9	56.1	26.7
영업이익	**-5.2**	**-11.8**	**10.6**	**-8.4**	**212.1**	**138.8**	**84.4**	**70.1**	**-14.8**	**505.4**	**204.1**
% YoY	*적전*	*적지*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*695.1*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*-59.6*
영업이익률(%)	*-6.3*	*-14.8*	*9.9*	*-8.8*	*64.6*	*47.9*	*52.1*	*46.8*	*-4.1*	*54.4*	*40.6*
세전이익	-1.5	-27.8	23.1	-2.8	228.1	153.0	99.0	90.9	-9.0	570.9	285.4
% YoY	*적전*	*적전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*328.3*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*-50.0*
지배주주순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	170.1	114.8	74.2	68.2	-8.4	427.3	213.3
% YoY	*-96.1*	*적전*	*흑전*	*적전*	*33,971.9*	*흑전*	*156.0*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*-50.1*

주: 2025년 실적은 CCP게임즈 매각 반영 전 수치
자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

펄어비스 (263750)

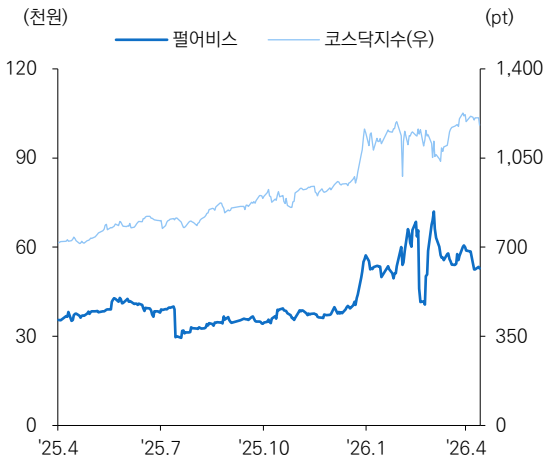
KOSDAQ	1,179.29pt
시가총액	33,923억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	58.34%
외국인비중	6.51%
52주 최고/최저가	72,000원/29,500원
평균거래대금	905.1억원

주요주주(%)

김대일 외 10 인	37.21

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	35.7	50.2
상대주가	-11.9	4.3	-7.6

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	333.5	-16.4	15.2	237	-135.7	11,284	163.7	3.43	229.0	2.1	67.3
2024	342.4	-12.3	60.3	939	296.8	12,545	29.5	2.21	116.9	7.9	41.8
2025	365.6	-14.8	-8.4	-131	-113.9	12,438	-285.5	3.01	227.3	-1.0	43.8
2026E	929.8	505.4	427.3	6,650	-5,177.3	19,088	7.9	2.77	5.0	42.2	25.9
2027E	502.5	204.1	213.3	3,320	-50.1	22,408	15.9	2.36	10.6	16.0	18.7

펄어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**333.5**	**342.4**	**365.6**	**929.8**	**502.5**
매출액증가율(%)	-13.5	2.7	6.8	154.4	-46.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	365.6	929.8	502.5
판매관리비	349.8	354.7	380.4	424.4	298.3
영업이익	**-16.4**	**-12.3**	**-14.8**	**505.4**	**204.1**
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-4.1	54.4	40.6
금융손익	24.7	69.3	1.2	64.5	57.0
종속/관계기업손익	-6.4	-4.3	-0.9	-0.5	-0.7
기타영업외손익	20.2	25.0	5.5	1.6	25.0
세전계속사업이익	22.1	77.7	-9.0	570.9	285.4
법인세비용	6.9	17.3	-0.6	143.7	72.1
당기순이익	**15.2**	**60.3**	**-8.4**	**427.3**	**213.3**
지배주주지분 순이익	15.2	60.3	-8.4	427.3	213.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**32.4**	**-5.4**	**23.9**	**316.6**	**270.9**
당기순이익(손실)	15.2	60.3	-8.4	427.3	213.3
유형자산상각비	16.9	15.9	14.6	14.6	14.6
무형자산상각비	9.1	9.3	9.6	9.6	9.6
운전자본의 증감	8.3	-34.2	11.6	-134.8	33.4
투자활동 현금흐름	**134.3**	**56.5**	**-22.4**	**71.4**	**-36.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-9.1	-3.0	-2.6	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	-14.1	4.5	2.0
재무활동 현금흐름	**-89.6**	**-151.8**	**-9.4**	**-5.2**	**0.0**
차입금의 증감	-81.3	-145.3	-9.5	-5.2	0.0
자본의 증가	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	76.1	-92.9	-9.0	382.8	234.0
기초현금	159.6	235.7	142.8	133.9	516.7
기말현금	235.7	142.8	133.9	516.7	750.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	582.8	453.3	444.8	1,002.8	1,164.3
현금및현금성자산	235.7	142.8	133.9	516.7	750.7
매출채권	39.3	45.4	36.7	93.4	50.5
재고자산	0.0	0.1	0.2	0.6	0.3
비유동자산	630.1	689.6	704.3	540.9	544.8
유형자산	194.4	188.8	178.1	183.5	188.9
무형자산	227.0	247.9	257.0	127.1	127.6
투자자산	167.8	213.2	226.4	221.9	220.0
자산총계	**1,212.9**	**1,142.8**	**1,149.1**	**1,543.7**	**1,709.1**
유동부채	315.9	133.2	135.7	137.0	212.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	162.9	5.5	5.2	0.0	81.0
비유동부채	172.0	203.7	214.3	180.3	56.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	81.2	56.2	56.2	-24.8
부채총계	**487.9**	**336.9**	**350.0**	**317.3**	**269.5**
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	219.7	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	32.1	49.9	46.8	46.8	46.8
이익잉여금	498.2	558.6	550.2	977.4	1,190.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**725.0**	**806.0**	**799.1**	**1,226.4**	**1,439.7**

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	5,191	5,329	5,690	14,473	7,821
EPS(지배주주)	237	939	-131	6,650	3,320
CFPS	519	530	116	9,028	4,419
EBITDAPS	151	201	145	8,242	3,553
BPS	11,284	12,545	12,438	19,088	22,408
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	163.7	29.5	-285.5	7.9	15.9
PCR	74.7	52.3	323.8	5.8	11.9
PSR	7.5	5.2	6.6	3.6	6.8
PBR	3.43	2.21	3.01	2.77	2.36
EBITDA(십억원)	9.7	12.9	9.3	529.5	228.3
EV/EBITDA	229.0	116.9	227.3	5.0	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.1	7.9	-1.0	42.2	16.0
EBITDA 이익률	2.9	3.8	2.6	57.0	45.4
부채비율	67.3	41.8	43.8	25.9	18.7
금융비용부담률	3.8	2.0	1.0	0.4	0.7
이자보상배율(x)	-1.3	-1.8	-3.9	142.5	59.3
매출채권회전율(x)	8.3	8.1	8.9	14.3	7.0
재고자산회전율(x)		5,660.4	2,039.2	2,209.1	1,079.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

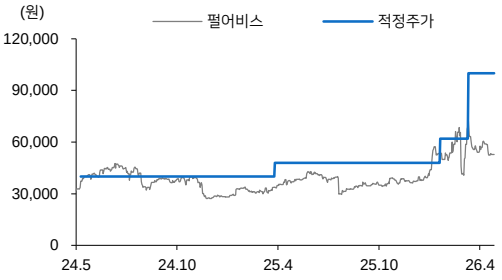
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.10	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-8.7	19.0
2025.04.21	산업분석	Buy	48,000	이효진	-20.8	19.2
2026.02.10	기업브리프	Buy	62,000	이효진	-10.1	11.3
2026.04.01	기업브리프	Buy	100,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이