



기업 업데이트

Marketperform(Downgrade)

목표주가: 39,000원(상향)

주가(12/5): 38,650원

시가총액: 24,832억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (12/5)		924.74pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,950원	27,150원
등락률	-10.0%	42.4%
수익률	절대	상대
1M	11.1%	8.3%
6M	1.6%	-16.9%
1Y	14.7%	-22.2%

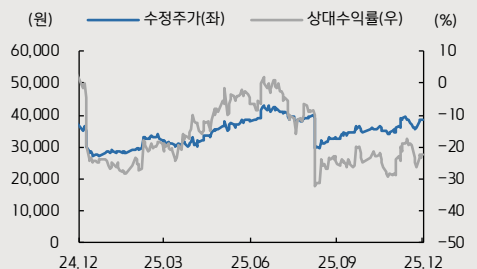
Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	217천주
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	12,884원
주요 주주	김대일 외 10인 37.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	333.5	342.4	365.3	727.5
영업이익	-16.4	-12.3	-9.0	243.8
EBITDA	9.7	12.9	16.2	269.7
세전이익	22.1	77.7	-9.8	241.8
순이익	15.2	60.3	4.0	183.7
지배주주지분순이익	15.2	60.3	4.0	183.7
EPS(원)	237	939	62	2,859
증감률(% YoY)	흑전	296.8	-93.4	4,511.0
PER(배)	163.7	29.5	623.3	13.5
PBR(배)	3.43	2.21	3.00	2.41
EV/EBITDA(배)	229.1	116.9	134.7	7.6
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-2.5	33.5
ROE(%)	2.1	7.9	0.5	19.8
순차입금비율(%)	-37.0	-33.7	-35.9	-42.6

Price Trend



펼어비스 (263750)

밸류에이션 부담



동사의 목표주가를 기존 3.4만원에서 3.9만원으로 상향하나 당사 기준을 적용해 투자의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 하향 조정한다. 붉은사막 출시에 따른 26E 실적 개선세가 관측되나 도깨비 개발 진척 및 출시 타임라인에 대한 불확실성이 존재함으로써 이에 대한 27E 실적 단절 여지에 따른 밸류에이션 이슈를 인지할 필요가 있다.

>>> 동사 투자의견 하향

동사에 대한 목표주가를 기존 3.4만원에서 3.9만원으로 상향하나 당사 기준을 적용 투자의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 하향 조정한다. 목표주가 산정은 26E 지배주주지분 1,837억원에 목표 PER 15배와 연 할인율 10%를 적용한 결과이다. 붉은사막 출시 성과는 추정치에 증립 이상으로 반영 중인 상태에서 도깨비 출시 불확실성을 염두할 필요가 존재한다.

>>> 신작별 추정치 분석

당사는 붉은사막 초기 분기 성과를 1Q26E 기준 패키지 판매 375만장과 이후 4년간 누적 판매 750만장으로 추정치에 반영중이다. 또한 도깨비 출시 시점을 3Q27E로 가정해 출시 초기 분기 패키지 판매고 400만장과 이후 4년간 누적 판매 1천만장을 추정치에 반영 중이다. 다만 도깨비는 직전 인게임 영상 공개 이후 상당 기간 단절이 존재하며 동 게임에 대한 개발 과정이 명확히 업데이트 되지 않는 상황과 전작인 붉은사막에 대한 장기간 개발 및 출시 관련 연기 등 레퍼런스를 종합적으로 감안시 도깨비의 출시 시점 가정 및 이에 연계한 추정 반영에 리스크가 존재할 수 있음을 투자자들에게 다시 한번 강조하며 내년 중 동 게임의 개발 진척 및 출시 타임라인 등에 대한 확인이 되지 않을 경우 27E 추정치에서 배제될 수 있음을 밝힌다. 또한 동 결과가 발생할 경우 27E 기준 실적에 대한 단절 현상이 발생할 수 있으며 이에 따른 밸류에이션 이슈가 존재할 수 있기에 당사는 현재 동사에 부여 중인 타겟 멀티플 수준 이상의 고려가 어렵다는 점을 강조한다.

>>> 검은사막 성과 이슈

검은사막 온라인 매출은 3분기 개선이 돋보였으나, 이에 대한 지속성은 확인이 필요한 사안이고, 특히 최근 MMORPG 장르에서의 경쟁사 신작 출시를 통한 국내외 경쟁강도 증가 등을 복합적으로 감안시 내년도 검은사막 온라인의 매출 증가는 쉽지 않을 것으로 판단하며, 이에 당사는 26E 검은사막 IP 기반 매출 감소율을 16% 수준으로 반영 중에 있음을 부연 설명한다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	83.7	79.6	106.8	95.3	342.4	365.3	727.5
게임부문	84.8	81.6	74.5	91.2	83.5	79.1	100.3	90.3	332.1	353.2	715.1
PC	58.5	61.2	56.6	69.3	67.6	67.2	85.3	77.0	245.6	297.2	428.8
콘솔	4.2	3.3	2.2	3.6	2.5	2.4	5.0	4.0	13.4	13.9	249.2
모바일	22.0	17.1	15.6	18.2	13.4	9.5	10.0	9.2	73.1	42.1	37.0
기타부문	0.6	0.2	5.0	4.5	0.2	0.5	6.5	5.0	10.3	12.1	12.4
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.5	88.9	91.3	96.2	97.9	354.7	374.3	483.7
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-5.2	-11.8	10.6	-2.6	-12.3	-9.0	243.8
영업이익률(%)	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.8%	9.9%	-2.7%	-3.6%	-2.5%	33.5%
영업외손익	16.6	15.9	2.6	54.8	3.8	-16.0	12.5	-1.0	89.9	-0.8	-2.0
법인세차감전순이익	17.2	10.1	-6.6	57.0	-1.5	-27.8	23.1	-3.6	77.7	-9.8	241.8
법인세차감전순이익률(%)	20.1%	12.3%	-8.4%	59.6%	-1.7%	-35.0%	21.6%	-3.8%	22.7%	-2.7%	33.2%
법인세비용	4.4	0.9	1.2	10.8	-2.0	-5.1	-5.9	-0.8	17.3	-13.8	58.1
법인세율(%)	25.6%	9.4%	-17.5%	19.0%	134.2%	18.4%	-25.5%	22.0%	22.3%	140.8%	24.0%
당기순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	0.5	-22.7	29.0	-2.8	60.3	4.0	183.7
당기순이익률(%)	15.0%	11.2%	-9.8%	48.3%	0.6%	-28.5%	27.1%	-2.9%	17.6%	1.1%	25.3%
지배주주지분	12.8	9.1	-7.8	46.2	0.5	-22.7	29.0	-2.8	60.3	4.0	183.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

펠어비스 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	329.3	699.1	609.5	365.3	727.5	633.8	10.9%	4.1%	4.0%
영업이익	-40.7	221.1	146.0	-9.0	243.8	166.8	적축	10.3%	14.2%
영업이익률	-12.3%	31.6%	24.0%	-2.5%	33.5%	26.3%	9.9%	1.9%	2.4%
법인세차감전순이익	-58.9	211.1	138.0	-9.8	241.8	166.8	적축	14.5%	20.8%
당기순이익	-44.3	160.4	105.1	4.0	183.7	126.9	흑전	14.5%	20.8%
지배주주지분	-44.3	160.4	105.1	4.0	183.7	126.9	흑전	14.5%	20.8%

자료: 키움증권 리서치센터

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	82.1	402.2	96.1	101.1	95.3	419.4	99.3	106.9	16.0%	4.3%	3.4%	5.7%
영업이익	-14.5	220.1	-0.4	3.3	-2.6	233.2	2.3	8.4	적축	5.9%	흑전	152.2%
영업이익률	-17.7%	54.7%	-0.4%	3.3%	-2.7%	55.6%	2.3%	7.8%	14.9%	0.9%	2.7%	4.6%
법인세차감전순이익	-17.5	217.6	-2.9	0.8	-3.6	232.7	1.8	7.9	적축	6.9%	흑전	858.8%
당기순이익	-13.7	165.4	-2.2	0.6	-2.8	176.8	1.4	6.0	적축	6.9%	흑전	858.5%
지배주주지분	-13.7	165.4	-2.2	0.6	-2.8	176.8	1.4	6.0	적축	6.9%	흑전	858.5%

자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	333.5	342.4	365.3	727.5	633.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	365.3	727.5	633.8
판매비	349.8	354.7	374.3	483.7	467.0
<b>영업이익</b>	-16.4	-12.3	-9.0	243.8	166.8
<b>EBITDA</b>	9.7	12.9	16.2	269.7	193.3
영업외손익	38.5	89.9	-0.8	-2.0	0.0
이자수익	15.0	16.4	17.5	23.8	31.2
이자비용	12.7	6.9	6.9	6.9	6.9
외환관련이익	22.0	37.5	17.7	18.6	19.5
외환관련손실	19.1	7.2	5.7	6.0	6.3
종속 및 관계기업손익	-6.4	-4.3	-0.8	0.0	1.0
기타	39.7	54.4	-22.6	-31.5	-38.5
<b>법인세차감전이익</b>	22.1	77.7	-9.8	241.8	166.8
법인세비용	6.9	17.3	-13.8	58.1	39.9
계속사업손익	15.2	60.3	4.0	183.7	126.9
<b>당기순이익</b>	15.2	60.3	4.0	183.7	126.9
<b>지배주주순이익</b>	15.2	60.3	4.0	183.7	126.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-13.5	2.7	6.7	99.2	-12.9
영업이익 증감율	-200.1	-25.0	-26.8	-2,808.9	-31.6
EBITDA 증감율	-76.9	33.0	25.6	1,564.8	-28.3
지배주주순이익 증감율	흑전	296.7	-93.4	4,492.5	-30.9
EPS 증감율	흑전	296.8	-93.4	4,511.0	-30.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	-2.5	33.5	26.3
EBITDA Margin(%)	2.9	3.8	4.4	37.1	30.5
지배주주순이익률(%)	4.6	17.6	1.1	25.3	20.0

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	32.4	-5.4	-25.6	91.2	118.8
당기순이익	15.2	60.3	4.0	183.7	126.9
비현금항목의 가감	18.1	-26.3	-55.9	9.6	-16.4
유형자산감가상각비	16.9	15.9	15.5	16.0	16.4
무형자산감가상각비	9.1	9.3	9.7	10.0	10.2
지분법평가손익	-6.5	-22.6	0.8	0.0	-1.0
기타	-1.4	-28.9	-81.9	-16.4	-42.0
영업활동자산부채증감	8.3	-34.2	1.7	-61.0	23.8
매출채권및기타채권의감소	1.5	-3.0	-4.3	-67.1	17.3
재고자산의감소	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	2.1	2.3	2.4
기타	6.8	-31.1	3.9	3.9	4.1
기타현금흐름	-9.2	-5.2	24.6	-41.1	-15.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	134.3	56.5	25.7	25.5	25.3
유형자산의 취득	-9.1	-3.0	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	35.8	-0.6	-12.5	-12.5	-12.5
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	9.0	8.9	8.8
단기금융자산의감소(증가)	51.3	48.9	-5.8	-5.9	-6.1
기타	51.3	60.7	55.0	55.0	55.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-89.6	-151.8	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	-85.3	-147.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.3	-4.8	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	-1.0	7.9	24.4	24.4	24.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	76.1	-92.8	19.5	136.1	163.5
기초현금 및 현금성자산	159.6	235.7	142.8	162.3	298.4
기말현금 및 현금성자산	235.7	142.8	162.3	298.4	461.9

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	582.8	453.3	483.2	692.8	845.4
현금 및 현금성자산	235.7	142.8	162.3	298.4	461.9
단기금융자산	280.0	231.1	236.9	242.8	248.9
매출채권 및 기타채권	51.4	63.4	67.7	134.7	117.4
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2
기타유동자산	15.7	15.9	16.2	16.6	17.0
<b>비유동자산</b>	630.1	689.6	687.9	686.3	685.3
투자자산	167.8	213.2	203.4	194.5	186.6
유형자산	194.4	188.8	193.3	197.3	201.0
무형자산	227.0	247.9	250.7	253.2	255.5
기타비유동자산	40.9	39.7	40.5	41.3	42.2
<b>자산총계</b>	1,212.9	1,142.8	1,171.0	1,379.2	1,530.7
<b>유동부채</b>	315.9	133.2	137.4	141.9	146.4
매입채무 및 기타채무	45.4	43.0	45.1	47.4	49.8
단기금융부채	162.9	5.5	5.5	5.5	5.5
기타유동부채	107.6	84.7	86.8	89.0	91.1
<b>비유동부채</b>	172.0	203.7	205.8	208.0	210.2
장기금융부채	84.8	97.0	97.0	97.0	97.0
기타비유동부채	87.2	106.7	108.8	111.0	113.2
<b>부채총계</b>	487.9	336.8	343.2	349.9	356.7
<b>지배지분</b>	725.0	806.0	827.8	1,029.3	1,174.0
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	219.7	219.7	219.7	219.7	219.7
기타자본	-31.7	-28.9	-28.9	-28.9	-28.9
기타포괄손익누계액	32.1	49.9	67.8	85.6	103.4
이익잉여금	498.2	558.6	562.6	746.2	873.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	725.0	806.0	827.8	1,029.3	1,174.0
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	237	939	62	2,859	1,975
BPS	11,284	12,545	12,884	16,021	18,273
CFPS	519	530	-808	3,009	1,720
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	163.7	29.5	623.3	13.5	19.6
PER(최고)	252.6	50.7	700.7		
PER(최저)	159.5	28.3	445.1		
PBR	3.43	2.21	3.00	2.41	2.12
PBR(최고)	5.30	3.80	3.37		
PBR(최저)	3.35	2.12	2.14		
PSR	7.47	5.20	6.80	3.41	3.92
PCFR	74.7	52.3	-47.8	12.8	22.5
EV/EBITDA	229.1	116.9	134.7	7.6	9.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.2	5.1	0.3	14.4	8.7
ROE	2.1	7.9	0.5	19.8	11.5
ROIC	-4.3	-1.8	0.9	42.4	27.3
매출채권회전율	6.5	6.0	5.6	7.2	5.0
재고자산회전율		5,660.4	2,922.0	3,768.1	2,635.5
부채비율	67.3	41.8	41.5	34.0	30.4
순차입금비율	-37.0	-33.7	-35.9	-42.6	-51.8
이자보상배율	-1.3	-1.8	-1.3	35.3	24.2
총차입금	247.7	102.4	102.4	102.4	102.4
순차입금	-267.9	-271.5	-296.8	-438.8	-608.3
NOPLAT	9.7	12.9	16.2	269.7	193.3
FCF	45.8	-19.0	-1.9	117.6	144.6

Compliance Notice

- 당사는 12월 5일 현재 '펄어비스(263750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

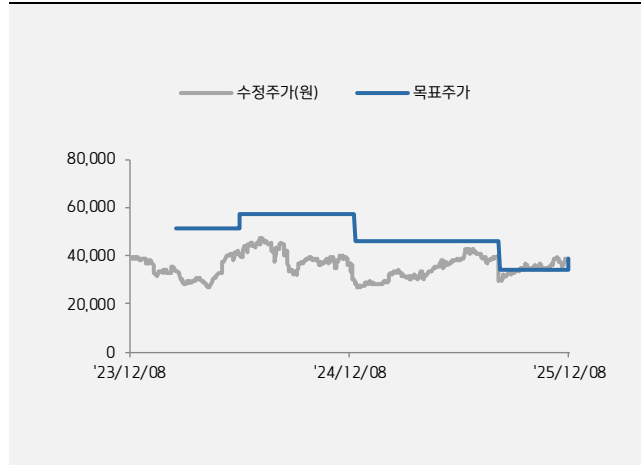
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동 내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스 (263750)	2024-02-22	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-40.54	-26.86
	2024-05-13	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-37.74	-19.61
	2024-05-27	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-35.87	-17.84
	2024-06-07	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.22	-16.49
	2024-08-26	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-26.38	-16.49
	2024-09-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-27.81	-16.49
	2024-10-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.10	-16.49
	2024-11-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.34	-16.49
	2024-11-20	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.40	-16.49
	2024-11-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.54	-16.49
	2024-12-16	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-37.50	-28.37
	2025-02-17	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-29.65	-15.11
	2025-08-14	Outperform(Downgrade)	34,000원	6개월	2.83	15.74
	2025-12-08	Marketperform(Downgrade)	39,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

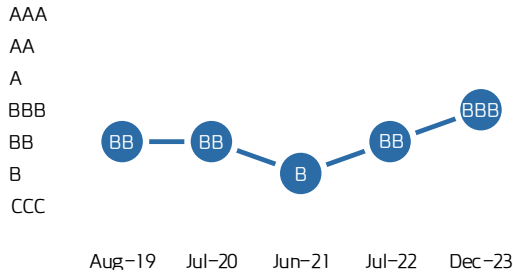
기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

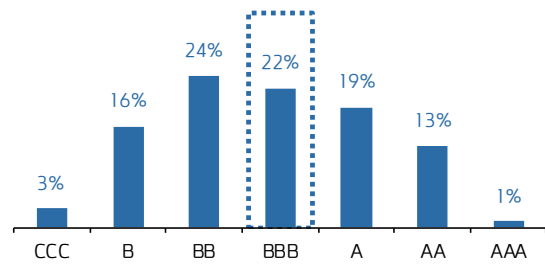
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 67개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.0	4.8		
<b>환경</b>	8.0	7.6	5.0%	▲1.3
탄소 배출	8.0	8	5.0%	▲1.3
<b>사회</b>	6.5	4.5	51.0%	▲0.8
인력 자원 개발	5.1	3	26.0%	▲1.5
개인정보 보호와 데이터 보안	7.9	5.7	25.0%	
<b>지배구조</b>	2.9	4.8	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	3.0	5.4		▲0.2
기업 활동	6.0	5.7		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2023년 10월	문화체육관광부 국정감사 결과 공용 PC를 사용하여 초과 근무 추적 시스템을 우회한 것으로 드러났으며, 보류 중인 공용 PC 제거 요청

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
PearlAbyss Corp.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ●	BBB	▲
Kakao Games Corp.	●	● ●	● ●	● ● ● ●	●	BB	◀▶
Webzen Inc.	●	● ●	● ● ●	● ● ●	●	BB	◀▶
Wemade Co., Ltd.	●	● ●	● ● ●	●	● ●	B	▲
DoubleUGames Co., Ltd.	●	● ●	●	● ● ●	●	B	◀▶
NEOWIZ	●	●	● ●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치