

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid_a@sksec.co.kr

02-3773-9957

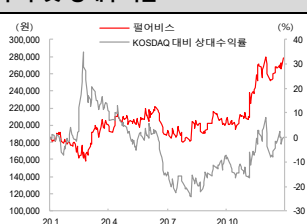
Company Data

자본금	65 억원
발행주식수	1,319 만주
자사주	104 만주
액면가	500 원
시가총액	36,747 억원
주요주주	
김대일(외10)	50.27%
자사주	6.57%
외국인지분률	23.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/01/25)	278,600 원
KOSDAQ	999.3 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	280,000 원
52주 최저가	157,600 원
60일 평균 거래대금	144 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.8%	-3.6%
6개월	47.3%	17.1%
12개월	44.1%	-1.1%

떨어비스 (263750/KQ | 중립(유지) | T.P 285,000 원(상향))

직접 퍼블리싱과 붉은사막 기대감으로 기업가치 UP

- 4Q20 매출액 1,175 억원, 영업이익 314 억원 기록하며 컨센서스 하회 전망
- 검사모 글로벌 부진, 마케팅+인건비 증가, 비우호적 원달러 환율 등이 주요 원인
- 2/25 부터 북미/유럽 검은사막 PC 자체 퍼블리싱으로 변경. 실적 개선 효과
- 신작 '붉은사막' 호평 받으며 글로벌 관심 증가. 최근 판호 기대감도 추가 상승 요인
- 기업가치 상승 요인 반영해 목표주가 28.5 만원으로 상향하나 투자 의견은 중립 유지

4Q20 매출, 영업이익 전 분기 대비 감소 전망

4Q20 매출액 1,268 억원(-2.8% YoY, -4.1% QoQ), 영업이익 314 억원(-12.6% YoY, -22.5% QoQ)를 기록하며 컨센서스 하회 전망. 1) 검은사막 모바일 글로벌의 매출 감소세, 2) 붉은사막 관련 마케팅(약 10 억원), 연말 인건비 성격의 충당금 설정(2~30 억 원) 등으로 인한 비용 증가, 3) QoQ 약 6% 하락한 원달러 환율 영향 등이 부진 원인

검은사막 북미/유럽 자체 서비스, 신작 반응, 판호 기대감 등으로 기업가치 UP

1) 2/24 카카오게임즈와의 검은사막 PC 북미/유럽 버전 퍼블리싱 계약 종료 이후 직접 퍼블리싱 할 예정. 기존 개발사 로열티만 수취하던 구조에서 북미/유럽 매출 전부 총매출로 인식하며 마진율 높은 PC 게임 특성 고려 시 영업이익 기여도도 상당할 전망

2) 12/11 글로벌 게임 행사 TGA 에서 연말 출시 예정 신작 '붉은사막' 추가 공개. 공개 후 3 일만에 유튜브 채널 조회수 200 만 이상 기록하는 등 글로벌 유저 및 매체의 높은 관심 확인. 붉은사막은 오픈월드 MMORPG 장르이며 패키지 판매+인게임 매출의 과금 모델 가질 것으로 예상. 붉은사막 판매량은 올해 200 만장, 내년 220 만장으로 추정하며 \$60 에 달하는 AAA 급 타이틀 가격 감안 시 4 분기 이후 큰 폭의 실적 개선 예상

기업가치 상승 요인 반영해 목표주가 28.5 만원으로 상향. 투자 의견 중립 유지

당사는 신작 출시 전의 실적 공백, 3 월 공매도 재개 가능성 등 감안해 동사의 목표주가를 205,000 원으로 유지해 옴. 하지만 위 언급한 최근의 세 가지 기업가치 상승 요인과 공매도가 6 월 일부 대형주 대상으로만 제한적으로 재허가 될 것으로 전망되는 점 반영해 목표주가 '285,000 원'으로 상향 조정. 이는 올해 예상 EPS(13,553 원)에 Target PER 20.9 배(엔씨소프트, Nexon, CD Projekt Red '21 년 PER 평균) 적용해 산정. 최근 가파른 주가 상승폭과 연말까지는 여전히 신작 공백기인 점 감안해 투자 의견은 '중립' 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201706	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	927	4,048	5,359	4,966	6,101	6,742
yoy	%	175.2	0.0	32.4	-7.4	22.9	10.5
영업이익	억원	596	1,681	1,506	1,687	2,158	2,236
yoy	%	111.8	0.0	-10.4	12.1	27.9	3.6
EBITDA	억원	606	1,729	1,680	1,910	2,413	2,523
세전이익	억원	584	1,754	1,813	1,712	2,273	2,351
순이익(지배주주)	억원	509	1,464	1,577	1,220	1,773	1,833
영업이익률%	%	64.2	41.5	28.1	34.0	35.4	33.2
EBITDA%	%	65.4	42.7	31.3	38.5	39.6	37.4
순이익률%	%	54.9	36.2	29.4	24.6	29.1	27.2
EPS(계속사업)	원	4,954	11,596	12,120	9,324	13,553	13,902
PER	배	0.0	17.9	15.3	27.9	20.6	20.0
PBR	배	0.0	6.6	4.1	4.8	4.2	3.5
EV/EBITDA	배	0.0	15.1	13.1	16.3	13.4	12.0
ROE	%	101.5	35.9	31.6	18.8	22.3	18.8
순차입금	억원	-681	-824	-2,208	-2,994	-4,463	-6,401
부채비율	%	29.5	74.6	47.3	40.9	45.4	34.7

필어비스 4Q20 실적 전망

(억원, %, %p)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20C	vs. 컨센서스
매출액	1,134	1,166	-2.8	1,183	-4.1	1,150	-1.4
영업이익	314	360	-12.6	405	-22.5	391	-19.6
OPM	27.7	30.8	-3.1	34.3	-6.6	34.0	-6.3
세전이익	285	563	-49.4	347	-17.8	356	-19.9
Margin	25.1	48.3	-23.1	29.3	-4.2	30.9	-5.8
지배주주순이익	222	481	-53.8	278	-20.0	303	-26.8
Margin	19.6	41.2	-21.6	23.5	-3.9	26.4	-6.8

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

필어비스 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	4Q20E					2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	1,175.2	1,134.0	-3.5	1,150.3	-1.4	4,775.4	6,100.8	27.8	5,397.0	13.0
검은사막	945.1	909.6	-3.8			3,488.2	3,965.0	13.7		
PC	353.3	329.3	-6.8			1,345.9	1,836.6	36.5		
모바일	467.8	446.1	-4.6			1,717.0	1,639.6	-4.5		
콘솔	110.3	120.4	9.2			393.6	457.0	16.1		
쉐도우아레나	13.8	13.8	0.0			31.7	31.7	0.0		
CCP (Eve IP)	221.8	216.2	-2.6			801.7	780.4	-2.7		
EVE Online	185.0	179.4	-3.1			698.0	676.7	-3.1		
EVE Echoes	36.8	36.8	0.0			103.7	103.7	0.0		
붉은사막						450.0	1,320.0	193.3		
플랜 8										
도깨비										
기타	8.2	8.2	0.0			35.5	35.5	0.0		
영업비용	806.1	819.7	1.7	759.5	7.9	3,422.5	3,943.1	15.2	3,569.1	10.5
인건비	321.2	330.4	2.9			1,316.9	1,354.5	2.9		
지급수수료	251.1	238.9	-4.9			997.4	1,374.5	37.8		
광고선전비	103.4	120.0	16.1			540.6	646.5	19.6		
D&A	59.1	59.1	0.0			254.9	254.9	0.0		
기타비용	71.3	71.3	0.0			312.8	312.8	0.0		
영업이익	369.1	314.3	-14.8	390.8	-19.6	1,352.9	2,157.8	59.5	1,827.9	18.1
영업이익률	31.4%	27.7%	-3.7%	34.0%	-6.3%	28.3%	35.4%	7.0%	33.9%	1.5%
지배주주순이익	310.3	222.2	-28.4	303.4	-26.8	1,144.9	1,772.7	54.8	1,498.6	18.3
지배주주순이익률	26.4%	19.6%	-6.8%	26.4%	-6.8%	24.0%	29.1%	5.1%	27.8%	1.3%

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

펠어비스 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,326	1,523	1,344	1,166	1,332	1,317	1,183	1,134	1,140	1,249	1,201	2,512	5,359	4,966	6,101	6,742
검은사막	1,181	1,374	1,198	1,020	1,186	1,116	962	910	932	1,046	995	992	4,773	4,172	3,965	3,634
PC	266	259	275	259	318	390	343	329	384	513	475	466	1,060	1,380	1,837	1,724
모바일	874	950	764	651	723	565	487	446	421	411	401	407	3,238	2,221	1,640	1,475
콘솔	41	165	159	110	144	161	121	120	117	115	113	113	475	547	457	413
CCP (Eve IP)	145	149	146	124	143	189	213	216	199	194	197	191	563	761	780	719
EVE Online	145	149	146	124	143	189	189	179	172	170	169	165	563	700	677	624
EVE: Echoes	0	0	0	0	0	0	25	37	27	23	28	25	0	61	104	94
기타	0	0	0	23	3	21	19	22	19	17	16	1,336	23	65	1,387	2,412
영업비용	1,145	920	884	937	870	811	778	820	802	839	900	1,402	3,886	3,278	3,943	4,506
인건비	340	255	267	331	320	309	306	330	320	327	337	370	1,192	1,265	1,354	1,551
지급수수료	411	405	345	310	327	293	253	239	239	261	251	624	1,472	1,112	1,374	1,617
광고선전비	303	154	158	168	94	92	92	120	108	113	170	255	783	398	646	681
D&A	37	41	46	50	51	56	57	59	61	63	65	67	174	223	255	287
기타비용	54	66	67	78	77	62	69	71	73	76	78	86	265	280	313	371
영업이익	182	603	395	230	462	506	405	314	338	409	301	1,109	1,409	1,688	2,158	2,236
영업이익률	13.7%	39.6%	29.4%	19.7%	34.7%	38.4%	34.3%	27.7%	29.6%	32.8%	25.1%	44.2%	26.3%	34.0%	35.4%	33.2%
EBITDA	218	644	442	279	513	561	463	373	399	472	366	1,176	1,583	1,910	2,413	2,523
EBITDA 마진	16.5%	42.3%	32.9%	23.9%	38.5%	42.6%	39.1%	32.9%	35.0%	37.8%	30.5%	46.8%	29.5%	38.5%	39.5%	37.4%
지배주주순이익	141	549	438	334	483	236	278	222	286	342	257	888	1,463	1,220	1,773	1,833
지배주주순이익률	10.7%	36.1%	32.6%	28.7%	36.3%	17.9%	23.5%	19.6%	25.1%	27.4%	21.4%	35.3%	27.3%	24.6%	29.1%	27.2%

자료: 펠어비스, SK 증권

펠어비스 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2021년 예상 지배주주순이익	1,773	억원	(a): 1Q21~4Q21 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	1,308	만주	(b)
2021년 예상 EPS	13,553	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	20.9	배	(d): Peer 게임 개발사 3개사* 2021년 PER 평균
적정 주가	283,909	원	(e): (c)*(d)
목표 주가	285,000	원	
현재 주가(2021.01.25)	278,600	원	
상승 여력	2.3	%	

자료: Quantwise, SK 증권

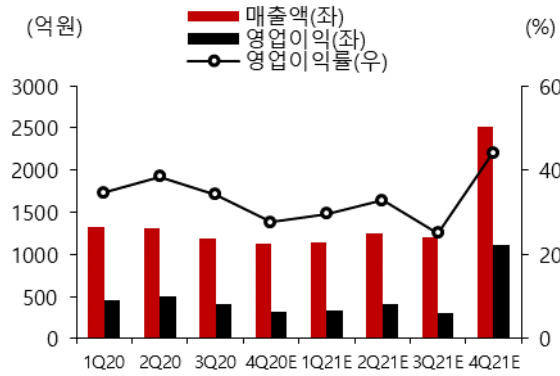
*주: 엔씨소프트(22.0 배), CD Projekt Red(19.2 배), NEXON(21.7 배) - 국내외 Top Tear 급 PC, 콘솔 MMORPG 게임 개발사

필어비스 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20~
필어비스										
PC & 콘솔										
검은사막 Xbox One	북미/유럽		1/7 사전주문 3/4 출시							
검은사막 PS4	북미/유럽 /한/일				7/2사전주문 8/22 출시					
쉐도우아레나	글로벌	검은사막 내 그림자전장 모드 스핀오프 한 배틀로얄 장르 게임						5/21 얼리 엑세스		'21년 PC+콘솔 정식출시
붉은사막	글로벌	신규 IP 활용한 검은사막 후속 대형 MMORPG. 콘솔에 최적화.								4Q21 출시
도깨비	글로벌	차세대 엔진 사용한 수집형 오픈월드 MMORPG 게임. 연내 공개								22년 출시
플랜8	글로벌	엑소수트 MMO-FPS 장르 차세대 엔진 사용한 PC+콘솔 게임								23년 출시
모바일										
검은사막 모바일 일본	일본		1/8사전예약 2/26 출시							
검은사막 모바일 글로벌	글로벌				9/27 사전예약	12/11 글로벌 출시				
CCP										
PC & 콘솔										
Eve Online	글로벌	CCP 대표 Sci-fi 온라인게임				11/14 한국 출시		4/27 중국 출시		
Eve: Aether Wars	글로벌	Hadean사 Aether 엔진 사용해 1만명 동시전투 가능한 이브 IP 기반 MMO								
Project Omega	글로벌	MMORPG 장르 신규 IP. 출시 예상 시기 미정								
모바일										
Eve: War of Ascension	글로벌	'19년(4분기 예상) 추가 소프트런칭 계획. 출시일은 미정				추가 소프트런칭				
Eve: Echoes	글로벌 +중국	NetEase 와 개발 중인 Sci-fi MMORPG. 연내 중국 OBT 진행				12/2 OBT			8/13 글로벌 출시	(판호 발급 시 중 출시)

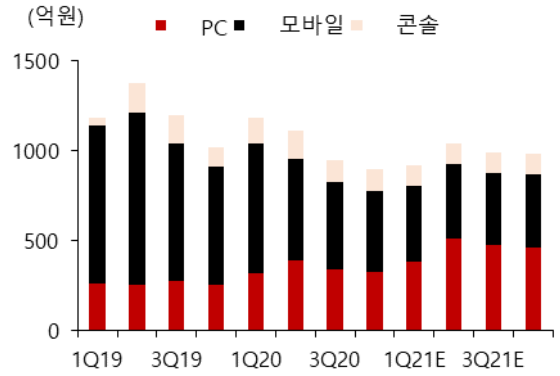
자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



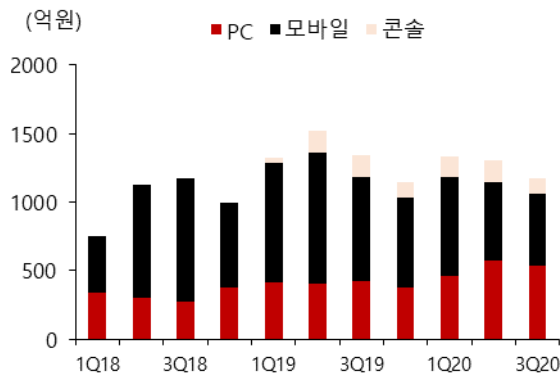
자료 : 필어비스 SK 증권

검은사막 IP 게임 플랫폼별 매출액 추이 및 전망



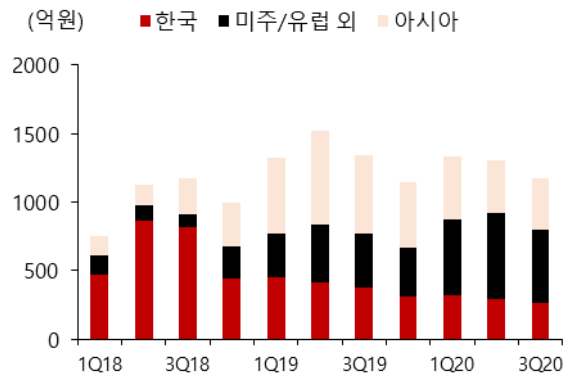
자료 : 필어비스 SK 증권

필어비스 플랫폼별 매출액 추이



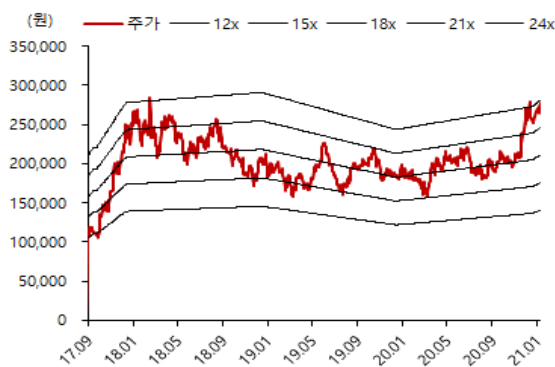
자료 : 필어비스 SK 증권

필어비스 지역별 매출액 추이



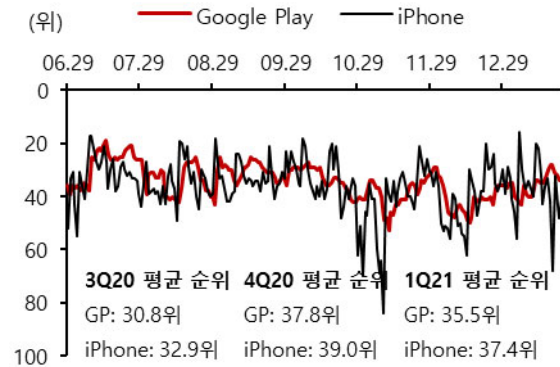
자료 : 필어비스 SK 증권

필어비스 12MF PER Band Chart



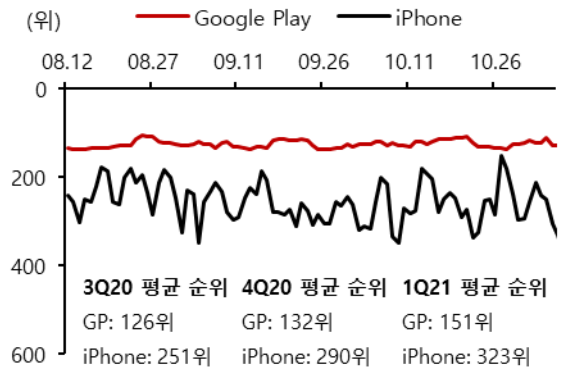
자료 : Quantwise, SK 증권

검은사막 모바일 한국 매출 순위



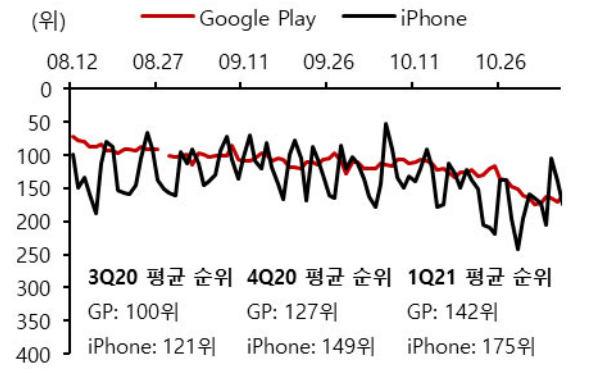
자료 : App Annie, SK 증권

검은사막 모바일 미국 매출 순위



자료 : App Annie, SK 증권

검은사막 모바일 일본 매출 순위



자료 : App Annie, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.26	중립	285,000원	6개월		
2020.11.30	중립	205,000원	6개월	7.02%	36.59%
2020.11.13	중립	205,000원	6개월	-2.53%	5.37%
2020.11.04	중립	205,000원	6개월	-3.30%	5.37%
2020.08.15	중립	205,000원	6개월	-3.48%	5.37%
2020.07.27	중립	192,000원	6개월	-0.61%	3.28%
2020.05.14	중립	225,000원	6개월	-13.41%	-1.33%
2020.04.29	매수	225,000원	6개월	-17.69%	-4.22%
2020.02.14	매수	225,000원	6개월	-18.74%	-8.09%
2020.02.03	매수	225,000원	6개월	-16.69%	-14.89%
2019.11.13	매수	255,000원	6개월	-26.44%	-19.69%



Compliance Notice

- 작성자(이)진만은 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 26 일 기준)

매수	88.28%	중립	11.72%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,545	4,501	5,315	7,677	9,400
현금및현금성자산	2,290	1,764	1,397	2,867	4,805
매출채권및기타채권	494	663	615	1,363	1,183
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,580	4,173	4,675	5,165	4,923
장기금융자산	87	107	186	186	186
유형자산	356	781	1,173	1,470	1,267
무형자산	2,877	2,934	2,952	2,933	2,916
자산총계	7,125	8,674	9,990	12,842	14,323
유동부채	1,151	1,233	1,185	2,192	1,950
단기금융부채	400	339	355	355	355
매입채무 및 기타채무	159	285	264	586	509
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,894	1,551	1,713	1,818	1,742
장기금융부채	1,636	1,162	1,231	1,231	1,231
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	6	10	14	18
부채총계	3,045	2,784	2,897	4,010	3,691
지배주주지분	4,080	5,890	7,093	8,832	10,632
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	1,921	2,000	2,023	2,023	2,023
기타자본구성요소	-190	-117	-123	-123	-123
자기주식	-239	-227	-226	-226	-226
이익잉여금	2,316	3,892	5,112	6,885	8,718
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,080	5,890	7,093	8,832	10,632
부채외자본총계	7,125	8,674	9,990	12,842	14,323

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,565	1,753	1,346	1,971	1,948
당기순이익(손실)	1,464	1,577	1,220	1,773	1,833
비현금성항목등	412	295	805	640	689
유형자산감가상각비	28	91	136	170	203
무형자산상각비	20	83	87	85	84
기타	80	-141	112	-32	-8
운전자본감소(증가)	-229	284	-222	97	-18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-205	-196	93	-747	180
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	113	321	-77
기타	-24	481	-428	523	-121
법인세납부	-83	-404	-456	-539	-556
투자활동현금흐름	-3,022	-1,801	-1,843	-461	29
금융자산감소(증가)	-428	-1,403	-1,366	0	0
유형자산감소(증가)	-105	-369	-467	-467	0
무형자산감소(증가)	-71	-57	-66	-66	-66
기타	-2,418	27	56	71	95
재무활동현금흐름	1,386	-487	124	-40	-40
단기금융부채증가(감소)	200	-400	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,350	-25	200	0	0
자본의증가(감소)	-164	7	5	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	-68	-80	-40	-40
현금의 증가(감소)	-115	-526	-367	1,470	1,938
기초현금	2,405	2,290	1,764	1,397	2,867
기말현금	2,290	1,764	1,397	2,867	4,805
FCF	1,230	1,212	878	1,498	1,942

자료 : 펠리버스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,048	5,359	4,966	6,101	6,742
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,048	5,359	4,966	6,101	6,742
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,367	3,853	3,278	3,943	4,506
영업이익	1,681	1,506	1,687	2,158	2,236
영업이익률 (%)	41.5	28.1	34.0	35.4	33.2
비영업손익	72	307	24	115	115
순금융비용	-15	4	-24	-31	-55
외환관련손익	60	22	50	50	50
관계기업투자등 관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,754	1,813	1,712	2,273	2,351
세전계속사업이익률 (%)	43.3	33.8	34.5	37.3	34.9
계속사업법인세	289	236	492	500	517
계속사업이익	1,464	1,577	1,220	1,773	1,833
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,464	1,577	1,220	1,773	1,833
순이익률 (%)	36.2	29.4	24.6	29.1	27.2
지배주주	1,464	1,577	1,220	1,773	1,833
지배주주귀속 순이익률(%)	36.18	29.42	24.56	29.06	27.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,439	1,658	1,186	1,739	1,800
지배주주	1,439	1,658	1,186	1,739	1,800
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,729	1,680	1,910	2,413	2,523

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	0.0	32.4	-7.4	22.9	10.5
영업이익	0.0	-10.4	12.1	27.9	3.6
세전계속사업이익	0.0	3.4	-5.6	32.8	3.4
EBITDA	0.0	-2.9	13.7	26.3	4.6
EPS(계속사업)	0.0	4.5	-23.1	45.4	2.6
수익성 (%)					
ROE	35.9	31.6	18.8	22.3	18.8
ROA	20.6	20.0	13.1	15.5	13.5
EBITDA마진	42.7	31.3	38.5	39.6	37.4
안정성 (%)					
유동비율	308.1	365.2	448.7	350.3	482.2
부채비율	74.6	47.3	40.9	45.4	34.7
순차입금/자기자본	-20.2	-37.5	-42.2	-50.5	-60.2
EBITDA/이자비용(배)	107.1	26.7	48.8	60.8	63.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,596	12,120	9,324	13,553	13,902
BPS	31,525	45,229	54,225	66,959	80,606
CFPS	11,976	13,456	11,028	15,501	16,077
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.5	18.7	30.0	20.6	20.0
PER(최저)	14.8	13.0	16.9	18.6	18.1
PBR(최고)	9.0	5.0	5.2	4.2	3.5
PBR(최저)	5.5	3.5	2.9	3.8	3.1
PCR	17.4	13.8	23.6	18.0	17.3
EV/EBITDA(최고)	19.4	16.2	17.6	13.4	12.0
EV/EBITDA(최저)	12.4	10.9	9.2	11.8	10.5