

SK COMPANY Analysis



Analyst
이진만

kid_a@sk.co.kr
02-3773-9957

Company Data

자본금	65 억원
발행주식수	6,618 만주
자사주	522 만주
액면가	100 원
시가총액	42,354 억원
주요주주	
김대일(와10)	50.23%
자사주	6.55%
외국인지분률	23.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/04/21)	64,000 원
KOSDAQ	1022.22 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	80,400 원
52주 최저가	36,100 원
60일 평균 거래대금	220 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.5%	1.0%
6개월	59.2%	29.4%
12개월	62.7%	0.1%

떨어비스 (263750/KQ | 매수(상향) | T.P 82,000 원(상향))

연말까지 신작 기대감 빌드업 예상

- 1Q21 매출액, 영업이익 기대치 하회 전망
- 검은사막 모바일 부진, 북미/유럽 직접 서비스 매출 이연, 마케팅비 증가 등이 원인
- 하지만 단기 실적보다 대형 신작 공개 행사로 인한 기대감 반영에 주목 필요하다 판단
- 붉은사막 공개 예상 시점인 6월 이후부터 연말 출시까지 기대감 주가 반영 가능성 높음
- 목표주가 82,000 원, 투자의견 매수로 상향. 목표주가 '22년 EPS 대비 24.6배 수준

1Q21 전망치 하회 전망. 모바일 매출 감소, 직접 서비스 매출 안분 인식 영향

1Q21 매출액 1,066 억원(-20.0% YoY, +0.9% QoQ), 영업이익 230 억원(-50.3% YoY, +15.0% QoQ) 기록하며 컨센서스 하회 전망. 1) 검은사막 모바일 매출 하락세 지속, 2) 검은사막 PC 북미/유럽 직접 서비스 매출 안분 인식, 3) 마케팅비 증가 등이 주요 원인. 검은사막 모바일은 전 지역에서 매출 감소세가 지속되고 있어 견조하게 유지되고 있는 PC 매출 효과 상쇄. 카카오페이즈가 퍼블리싱 하던 검은사막 PC 북미/유럽 버전은 2/24부터 동사가 직접 서비스 시작해 긍정적 재무 영향 기대되나 서비스 초기 매출이 일정 기간 동안 안분 인식되며 하반기부터 매출 증가 효과 본격화될 전망. 지난해 낮게 유지된 마케팅비용은 검은사막 온라인 북미/유럽 대규모 프로모션으로 증가 전망

2~3분기 신작 2종 공개 → 연말 붉은사막 출시. 기대감 주가 본격 반영 전망

동사의 대형 신작 붉은사막과 도깨비 여름 내 공개 예상. 대형 게임 쇼 E3와 Gamescom이 각각 6월, 8월 예정돼 있기 때문. 지난 12월 공개된 붉은사막 영상에 대한 글로벌 유저, 매체의 호평과 높은 관심 감안 시 공개 전후로 기대감 빌드업 전망. Witcher, Cyberpunk 2077 등 개발한 폴란드 게임사 CD Projekt의 경우 전작 출시 이후인 '18년 12월에서 '20년 12월 Cyberpunk 출시 전까지 2년 동안 대작 출시 기대감으로 주가 약 3배 상승한 사례 있음. 동사 라인업에 대한 글로벌 기대감 상당한 만큼 출시 전 주가에 기대감 반영 가능성 높음. 개발 순항 중인 도깨비의 경우 높은 대중성, 메타버스 요소 등 감안 시 흥행 가능성 높다 판단해 내년 판매량 예상치 상향 조정

투자의견 '매수', 목표주가 '82,000 원'으로 상향. 기대감 본격 발생 전 매수 추천

모바일 매출 부진 등으로 올해 영업이익은 5% 하향하나 붉은사막과 도깨비 흥행 가능성 높다 판단해 내년 영업이익 전망치 12% 상향 조정. '22년 예상 EPS에 Target PER 24.6배 적용해 목표주가 82,000 원으로 상향하며 투자의견 '중립'에서 '매수'로 상향

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	4,048	5,359	4,888	6,018	8,227	9,887
yoy	%	0.0	32.4	-8.8	23.1	36.7	20.2
영업이익	억원	1,681	1,506	1,573	1,764	2,814	3,647
yoy	%	0.0	-10.4	4.4	12.1	59.6	29.6
EBITDA	억원	1,729	1,680	1,792	2,043	3,257	4,145
세전이익	억원	1,754	1,813	1,420	1,787	2,838	3,670
순이익(지배주주)	억원	1,464	1,577	1,009	1,394	2,214	2,863
영업이익률%	%	41.5	28.1	32.2	29.3	34.2	36.9
EBITDA%	%	42.7	31.3	36.7	33.9	39.6	41.9
순이익률	%	36.2	29.4	20.6	23.2	26.9	29.0
EPS(계속사업)	원	2,319	2,424	1,543	2,134	3,348	4,329
PER	배	89.6	76.4	168.7	30.0	19.1	14.8
PBR	배	33.0	20.5	26.7	5.6	4.4	3.4
EV/EBITDA	배	15.1	13.1	17.4	18.3	10.7	7.6
ROE	%	35.9	31.6	16.5	19.9	25.6	25.9
순차입금	억원	-824	-2,208	-2,966	-5,020	-7,653	-10,981
부채비율	%	74.6	47.3	40.9	58.5	54.8	49.1

필어비스 1Q21 실적 전망

(억원, %, %p)	1Q21E	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	1Q21C	vs. 컨센서스
매출액	1,066	1,332	-20.0	1,056	0.9	1,094	-2.6
영업이익	230	462	-50.3	200	15.0	284	-19.2
OPM	21.6	34.7	-13.1	18.9	2.6	26.0	-4.4
세전이익	236	584	-59.7	-7	-3,530.0	321	-26.5
Margin	22.1	43.9	-21.7	-0.7	22.8	29.3	-7.2
지배주주순이익	184	483	-62.0	11	1,535.2	242	-24.0
Margin	17.2	36.3	-19.0	1.1	16.2	22.1	-4.9

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

필어비스 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2021E					2022E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	6,072.6	6,017.7	-0.9	5,740.0	4.8	7,600.0	8,226.7	8.2	8,056.9	2.1
검은사막	3,630.4	3,655.2	0.7			3,316.1	3,284.0	-1.0		
PC	1,834.4	1,860.2	1.4			1,714.5	1,712.1	-0.1		
모바일	1,370.8	1,305.0	-4.8			1,229.1	1,130.6	-8.0		
콘솔	393.6	458.3	16.4			350.6	419.3	19.6		
쉐도우아레나	31.7	31.7	0.0			22.0	22.0	0.0		
CCP (Eve IP)	697.1	732.3	5.1			605.1	639.1	5.6		
EVE Online	635.8	642.9	1.1			562.8	569.2	1.1		
EVE Echoes	61.3	89.4	45.8			42.2	69.9	65.6		
붉은사막	1,650.0	1,535.3	-7.0			2,243.3	2,379.2	6.7		
도깨비						1,320.0	1,809.2	40.8		
플랜 8										
영업비용	4,214.9	4,254.1	0.9	3,821.7	11.3	5,095.0	5,412.4	6.2	4,943.8	9.5
인건비	1,341.6	1,404.9	4.7			1,477.9	1,569.2	6.2		
지급수수료	1,476.6	1,414.9	-4.2			1,947.0	2,052.4	5.4		
광고선전비	812.3	849.9	4.6			864.5	985.3	14.0		
D&A	279.0	279.0	0.0			443.0	443.0	0.0		
기타비용	305.4	305.4	0.0			362.5	362.5	0.0		
영업이익	1,857.7	1,763.6	-5.1	1,918.2	-8.1	2,505.0	2,814.4	12.3	3,113.1	-9.6
영업이익률	30.6%	29.3%	-1.3%	33.4%	-4.1%	33.0%	34.2%	1.2%	38.6%	-4.4%
지배주주순이익	1,486.2	1,394.2	-6.2	1,593.8	-12.5	1,991.1	2,213.8	11.2	2,514.5	-12.0
지배주주순이익률	24.5%	23.2%	-1.3%	27.8%	-4.6%	26.2%	26.9%	0.7%	31.2%	-4.3%

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

필어비스 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,326	1,523	1,344	1,166	1,332	1,317	1,183	1,056	1,066	1,179	1,127	2,647	5,359	4,888	6,018	8,227
검은사막	1,181	1,374	1,198	1,020	1,186	1,116	962	844	865	971	913	907	4,773	4,107	3,655	3,284
PC	266	259	275	259	318	390	344	334	391	519	480	471	1,060	1,385	1,860	1,712
모바일	874	950	764	651	723	565	499	398	349	329	312	316	3,238	2,185	1,305	1,131
콘솔	41	165	159	110	144	161	119	112	115	115	114	114	475	537	458	419
CCP (Eve IP)	145	149	146	124	143	189	213	192	179	185	190	179	563	736	732	639
EVE Online	145	149	146	124	143	189	196	173	166	163	160	155	563	701	643	569
EVE: Echoes							16	19	13	22	30	24		35	89	70
붉은사막												1,535			1,535	2,379
도깨비																1,809
플랜 8																
영업비용	1,145	920	884	937	870	811	778	856	836	904	940	1,574	3,886	3,315	4,254	5,412
인건비	340	255	267	331	320	309	306	327	317	344	354	390	1,192	1,262	1,405	1,569
지급수수료	411	405	345	310	327	293	253	243	240	263	251	661	1,472	1,116	1,415	2,052
광고선전비	303	154	158	168	94	92	92	161	150	165	198	337	783	440	850	985
D&A	37	41	46	50	51	56	57	55	57	59	60	103	174	219	279	443
기타비용	54	66	67	78	77	62	69	70	72	74	76	84	265	278	305	363
영업이익	182	603	395	230	462	506	405	200	230	275	187	1,072	1,409	1,573	1,764	2,814
영업이익률	13.7%	39.6%	29.4%	19.7%	34.7%	38.4%	34.3%	18.9%	21.6%	23.3%	16.6%	40.5%	26.3%	32.2%	29.3%	34.2%
EBITDA	218	644	442	279	513	561	463	255	287	333	247	1,175	1,583	1,792	2,043	3,257
EBITDA 마진	16.5%	42.3%	32.9%	23.9%	38.5%	42.6%	39.1%	24.2%	26.9%	28.3%	22.0%	44.4%	29.5%	36.7%	33.9%	39.6%
지배주주순이익	141	549	438	334	483	236	278	-5	184	219	150	841	1,463	993	1,394	2,214
지배주주순이익률	10.7%	36.1%	32.6%	28.7%	36.3%	17.9%	23.5%	-0.5%	17.2%	18.6%	13.3%	31.8%	27.3%	20.3%	23.2%	26.9%

자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2022 년 예상 지배주주순이익	2,214	억원	(a): 1Q22~4Q22 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	6,618	만주	(b): 2021.04 1:5 액면분할 이후 기준
2022 년 예상 EPS	3,345	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	24.6	배	(d): Peer 게임 개발사 5 개사* 2022 년 PER 평균
적정 주가	82,128	원	(e): (c)*(d)
목표 주가	82,000	원	
현재 주가(2021.04.21)	64,000	원	
상승 여력	28.1	%	

자료: Quantwise, SK 증권

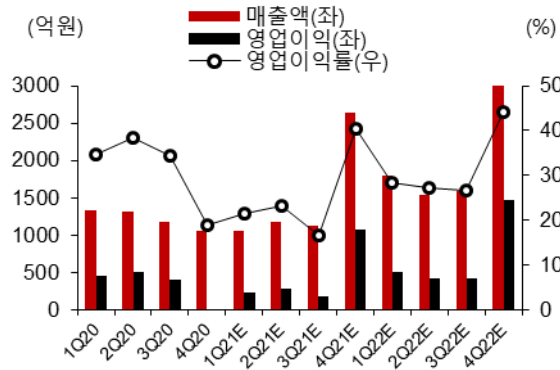
*주: Take-two Interactive(29.7 배), EA(23.4 배), Bandai Namco(23.3 배), Ubisoft(24.3 배), Activision Blizzard(22.0 배) – 글로벌 Top Tier 급 콘솔/PC 게임 전문 개발사

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	검은사막 콘솔 버전	1/7 사전주문 3/4 출시							
검은사막 PS4	북미/유럽 /한/일	검은사막 콘솔 버전			7/2사전주문 8/22 출시					
쉐도우아레나	글로벌	검은사막 내 그림자전장 모드 스피오프 한 배틀로얄 장르 게임						5/21 열리 엑세스		'21년 PC+콘솔 정식 출시
붉은사막	글로벌	신규 IP 활용한 검은사막 후속 대형 MMORPG. 콘솔에 최적화						공개 행사 예상		4Q21 출시
도깨비	글로벌	차세대 엔진 사용한 수집형 오픈월드 MMORPG 게임. 연내 공개						공개 행사 예상		'22년 말 출시 예상
플랜8	글로벌	엑소수트 MMO-FPS 장르 차세대 엔진 사용한 PC+콘솔 게임								'23년 말 출시 예상
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		
모바일										
Eve: Echoes	글로벌 + 중국	NetEase와 개발한 Sci-Fi MMORPG. 글로벌 출시 후 판호 획득한 중국 출시 예정							8/13 글로벌 출시	3Q21 중국 출시 예상

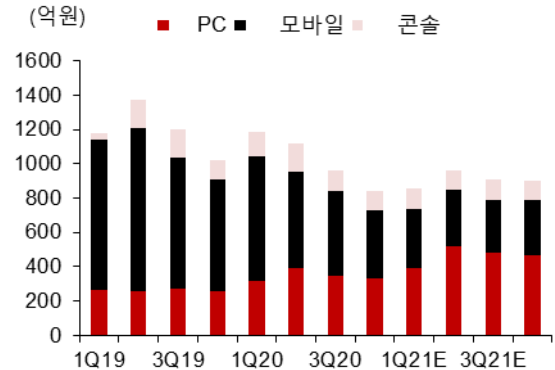
자료: 필어비스, SK증권

필어비스 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



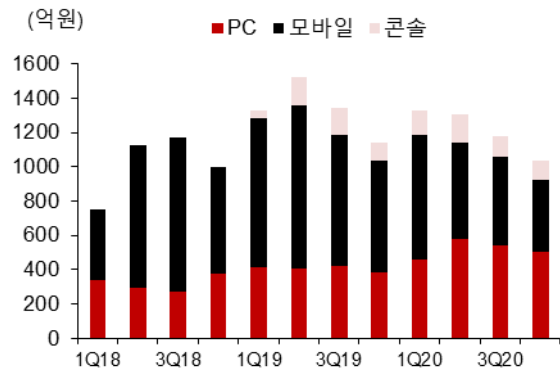
자료 : 필어비스, SK 증권

검은사막 IP 게임 플랫폼별 매출액 추이 및 전망



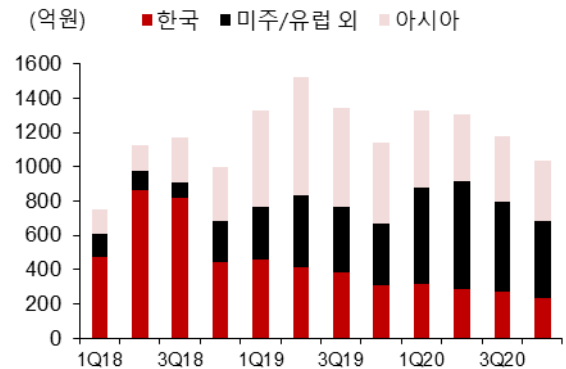
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 플랫폼별 매출액 추이



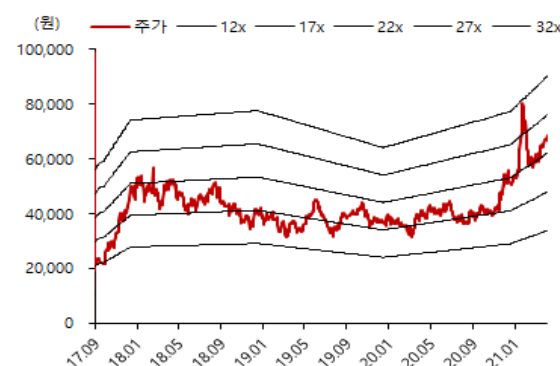
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 지역별 매출액 추이



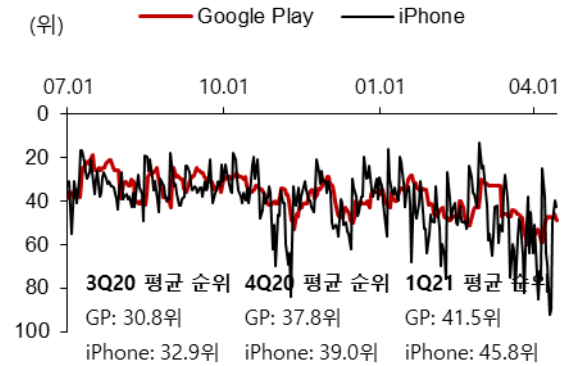
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 12MF PER Band Chart



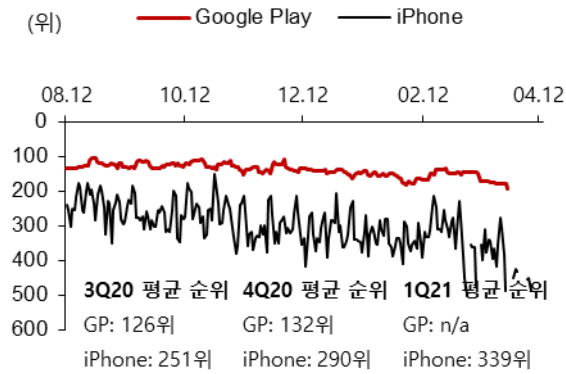
자료 : Quantiwise, SK 증권

검은사막 모바일 한국 매출 순위



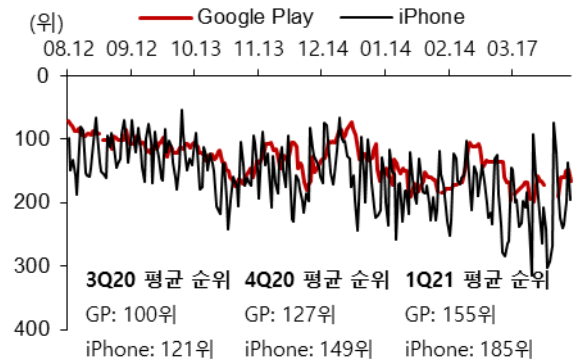
자료 : App Annie, SK 증권

검은사막 모바일 미국 매출 순위



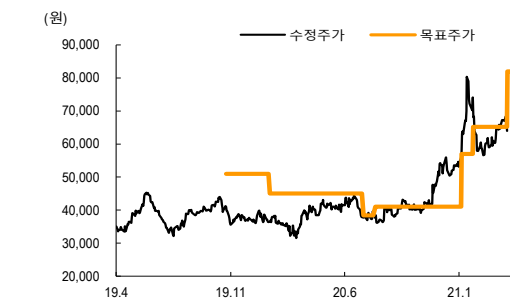
자료 : App Annie, SK 증권

검은사막 모바일 일본 매출 순위



자료 : App Annie, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.22	매수	82,000원	6개월		
2021.02.17	중립	65,200원	6개월	-4.49%	5.06%
2021.01.26	중립	57,000원	6개월	21.14%	41.05%
2020.11.30	중립	41,000원	6개월	7.02%	36.59%
2020.11.13	중립	41,000원	6개월	-2.52%	5.37%
2020.11.04	중립	41,000원	6개월	-3.30%	5.37%
2020.08.15	중립	41,000원	6개월	-3.48%	5.37%
2020.07.27	중립	38,400원	6개월	-0.61%	3.28%
2020.05.14	중립	45,000원	6개월	-13.41%	-1.33%
2020.04.29	매수	45,000원	6개월	-17.69%	-4.22%
2020.02.14	매수	45,000원	6개월	-18.74%	-8.09%
2020.02.03	매수	45,000원	6개월	-16.69%	-14.89%
2019.11.13	매수	51,000원	6개월	-26.44%	-19.69%



Compliance Notice

- 작성자(이)진만는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 3 자에게 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 4 월 22 일 기준)

매수	90.24%	중립	9.76%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,501	4,818	7,809	10,829	14,495
현금및현금성자산	1,764	2,021	4,075	6,708	10,037
매출채권및기타채권	663	514	1,289	1,609	1,888
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,173	4,154	4,267	4,172	4,017
장기금융자산	107	189	189	189	189
유형자산	781	968	1,031	927	763
무형자산	2,934	2,701	2,643	2,589	2,538
자산총계	8,674	8,972	12,076	15,001	18,512
유동부채	1,233	1,817	3,199	3,771	4,270
단기금융부채	339	898	898	898	898
매입채무 및 기타채무	285	198	496	620	727
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,551	786	1,256	1,538	1,830
장기금융부채	1,162	332	332	332	332
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	10	13	17	20
부채총계	2,784	2,603	4,455	5,309	6,099
지배주주지분	5,890	6,369	7,621	9,692	12,413
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	2,000	2,023	2,023	2,023	2,023
기타자본구성요소	-117	-527	-527	-527	-527
자기주식	-227	-641	-641	-641	-641
이익잉여금	3,892	4,901	6,295	8,509	11,372
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,890	6,369	7,621	9,692	12,413
부채외자본총계	8,674	8,972	12,076	15,001	18,512

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,753	1,621	2,320	2,878	3,544
당기순이익(손실)	1,577	1,009	1,394	2,214	2,863
비현금성항목등	295	777	648	1,044	1,282
유형자산감가상각비	91	131	202	370	429
무형자산상각비	83	88	77	73	70
기타	-141	-13	-76	-55	-26
운전자본감소(증가)	284	276	730	304	265
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-196	177	-775	-320	-279
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	298	123	107
기타	481	99	1,206	501	437
법인세납부	-404	-441	-452	-683	-866
투자활동현금흐름	-1,801	-704	-238	-217	-188
금융자산감소(증가)	-1,403	-433	0	0	0
유형자산감소(증가)	-369	-265	-265	-265	-265
무형자산감소(증가)	-57	-19	-19	-19	-19
기타	27	13	47	68	97
재무활동현금흐름	-487	-604	-28	-28	-28
단기금융부채증가(감소)	-400	-300	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-25	154	0	0	0
자본의증가(감소)	7	-411	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-68	-47	-28	-28	-28
현금의 증가(감소)	-526	258	2,054	2,633	3,328
기초현금	2,290	1,764	2,021	4,075	6,708
기말현금	1,764	2,021	4,075	6,708	10,037
FCF	1,212	1,452	2,096	2,654	3,320

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,359	4,888	6,018	8,227	9,887
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,359	4,888	6,018	8,227	9,887
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,853	3,315	4,254	5,412	6,241
영업이익	1,506	1,573	1,764	2,814	3,647
영업이익률 (%)	28.1	32.2	29.3	34.2	36.9
비영업손익	307	-153	24	24	24
순금융비용	4	-14	-19	-40	-69
외환관련손익	22	-246	-71	-71	-71
관계기업투자등 관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,813	1,420	1,787	2,838	3,670
세전계속사업이익률 (%)	33.8	29.1	29.7	34.5	37.1
계속사업법인세	236	411	393	624	807
계속사업이익	1,577	1,009	1,394	2,214	2,863
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,577	1,009	1,394	2,214	2,863
순이익률 (%)	29.4	20.6	23.2	26.9	29.0
지배주주	1,577	1,009	1,394	2,214	2,863
지배주주귀속 순이익률(%)	29.42	20.63	23.17	26.91	28.96
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,658	866	1,252	2,071	2,720
지배주주	1,658	866	1,252	2,071	2,720
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,680	1,792	2,043	3,257	4,145

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	32.4	-8.8	23.1	36.7	20.2
영업이익	-10.4	4.4	12.1	59.6	29.6
세전계속사업이익	3.4	-21.7	25.9	58.8	29.3
EBITDA	-2.9	6.7	14.0	59.5	27.3
EPS(계속사업)	4.5	-36.3	38.2	56.9	29.3
수익성 (%)					
ROE	31.6	16.5	19.9	25.6	25.9
ROA	20.0	11.4	13.3	16.4	17.1
EBITDA마진	31.3	36.7	33.9	39.6	41.9
안정성 (%)					
유동비율	365.2	265.2	244.1	287.1	339.5
부채비율	47.3	40.9	58.5	54.8	49.1
순차입금/자기자본	-37.5	-46.6	-65.9	-79.0	-88.5
EBITDA/이자비용(배)	26.7	51.6	73.0	116.4	148.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,424	1,543	2,134	3,348	4,329
BPS	9,046	9,739	11,516	14,646	18,757
CFPS	2,691	1,879	2,561	4,018	5,083
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	93.4	181.4	188.4	120.1	92.9
PER(최저)	65.1	102.1	30.0	19.1	14.8
PBR(최고)	25.0	28.8	34.9	27.5	21.4
PBR(최저)	17.4	16.2	5.6	4.4	3.4
PCR	68.8	138.6	25.0	15.9	12.6
EV/EBITDA(최고)	16.2	18.8	23.5	13.9	10.2
EV/EBITDA(최저)	10.9	9.8	13.7	7.8	5.3