

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이진만

kid\_a@sks.co.kr  
02-3773-9957

## Company Data

자본금	65 억원
발행주식수	6,621 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	37,872 억원
주요주주	
김대일(외10)	50.21%
자사주	6.55%
외국인지분율	23.20%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/05/12)	57,200 원
KOSDAQ	967.1 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	80,400 원
52주 최저가	36,100 원
60일 평균 거래대금	164 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.0%	-12.1%
6개월	43.1%	24.3%
12개월	32.7%	-6.1%

## 펄어비스 (263750/KQ | 매수(유지) | T.P 82,000 원(유지))

### 단기 실적보다 다가올 신작 공개에 주목

- 1Q21 매출액, 영업이익 예상치 하회
- 검은사막 PC 북미/유럽 매출 이연 인식과 인건비 증가가 원인
- 단기 실적보다는 대작 공개로 인한 기대감 반영 가능성에 주목 필요하다는 의견 유지
- 올해 콘솔/PC AAA급 대작 붉은사막, 도깨비 모두 공개되며 기대감 점차 증가할 전망
- 투자의견 매수, 목표주가 82,000 원 유지

### 1Q21 실적 예상치 하회. 검은사막 PC 매출 이연, 인건비 증가 등이 원인

펄어비스는 1Q21 매출액 1,009 억원(-24.2% YoY, -4.5% QoQ), 영업이익 131 억원 (-71.7% YoY, -34.5% QoQ) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 하회. 1) 2/25부터 직접 서비스 시작한 검은사막 PC 북미/유럽 버전의 게임 아이템 수익에 대한 회계 처리로 인해 2/25~3/31 결제액 200 여억원 중 46%만 매출로 인식되고 나머지가 이연된 점과 2) 연봉 인상 및 예상보다 많은 인력 충원으로 인건비가 기대치 상회한 점이 영업이익 부진 주요 원인. 4Q20 대비 원달러 환율 변동성이 감소하며 당기순이익(207 억원)은 안정화된 수준 기록

### 여름 신작 공개 이후 기대감 지속 빌드업 전망. 내년 영업이익 2,800 억 예상

동사의 대형 신작 붉은사막과 도깨비 여름 내 공개 예상. 각각 6월, 8월 예정된 글로벌 대형 게임 쇼 E3, Gamescom 또는 Xbox 나 PlayStation 이 주최하는 이벤트가 될 가능성 높음. 작년 12월 공개한 붉은사막에 대한 시장의 높은 관심도와 메타버스 컨셉의 오픈월드 MMORPG 신작 도깨비의 개발 또한 순조롭게 진행되고 있는 점 감안 시 두 타이틀 공개 전후로 기대감 빌드업 전망. 기존작들에서 나오는 단기 실적보다는 연말 이후 크게 성장할 실적에 주목 필요하다 판단. 두 타이틀 모두 기대감에 걸맞는 글로벌 판매량과 매출 기록하며 내년 매출액, 영업이익 올해 대비 33%, 73% 증가 예상

### 투자의견, 목표주가 유지. 기대감 빌드업 전 매수 전략 여전히 유효하다 판단

투자의견 매수, 목표주가 82,000 원 유지. 목표주가는 '22년 예상 지배주주순이익(2,248 억원)에 Target PER 24.1 배 적용한 수치. MMORPG, 메타버스 게임 등의 분야에서 글로벌 탑 티어 콘솔 게임 개발사로 발돋움할 가능성 높아 프리미엄 부여 합당하다 판단

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	4,048	5,359	4,888	6,096	8,133	9,837
yoY	%	0.0	32.4	-8.8	24.7	33.4	21.0
영업이익	억원	1,681	1,506	1,573	1,649	2,858	3,738
yoY	%	0.0	-10.4	4.4	4.8	73.3	30.8
EBITDA	억원	1,729	1,680	1,792	1,928	3,301	4,237
세전이익	억원	1,754	1,813	1,420	1,781	2,882	3,762
순이익(지배주주)	억원	1,464	1,577	1,009	1,405	2,248	2,934
영업이익률%	%	41.5	28.1	32.2	27.1	35.1	38.0
EBITDA%	%	42.7	31.3	36.7	31.6	40.6	43.1
순이익률%	%	36.2	29.4	20.6	23.0	27.6	29.8
EPS(계속사업)	원	2,319	2,424	1,543	2,149	3,398	4,436
PER	배	17.9	15.3	33.7	26.6	16.8	12.9
PBR	배	6.6	4.1	5.4	5.0	3.9	3.0
EV/EBITDA	배	15.1	13.1	17.4	17.1	9.2	6.4
ROE	%	35.9	31.6	16.5	20.1	25.9	26.4
순차입금	억원	-824	-2,208	-2,966	-5,016	-7,578	-10,982
부채비율	%	74.6	47.3	40.9	59.9	53.2	47.7

## 펄어비스 1Q21 실적 리뷰

(억원, %, %p)	1Q21P	1Q21	YoY	4Q20	QoQ	1Q21E	vs. 추정치	1Q21C	vs. 컨센
매출액	1,009	1,332	-24.2	1,056	-4.5	1,066	-5.3	1,090	-7.5
영업이익	131	462	-71.7	200	-345	230	-43.1	277	-52.7
OPM	13.0	34.7	-21.7	18.9	-6.0	21.6	-8.6	25.4	-12.4
세전이익	246	584	-58.0	-7	-3,674.3	236	4.2	321	-23.4
Margin	24.3	43.9	-19.5	-0.7	25.0	22.1	2.2	29.4	-5.1
지배주주순이익	207	483	-57.3	11	1,737.8	184	12.4	236	-12.6
Margin	20.5	36.3	-15.8	1.1	19.4	17.2	3.2	21.7	-1.2

자료: 펄어비스, Quantwise, SK증권

## 펄어비스 실적 추정치 변경

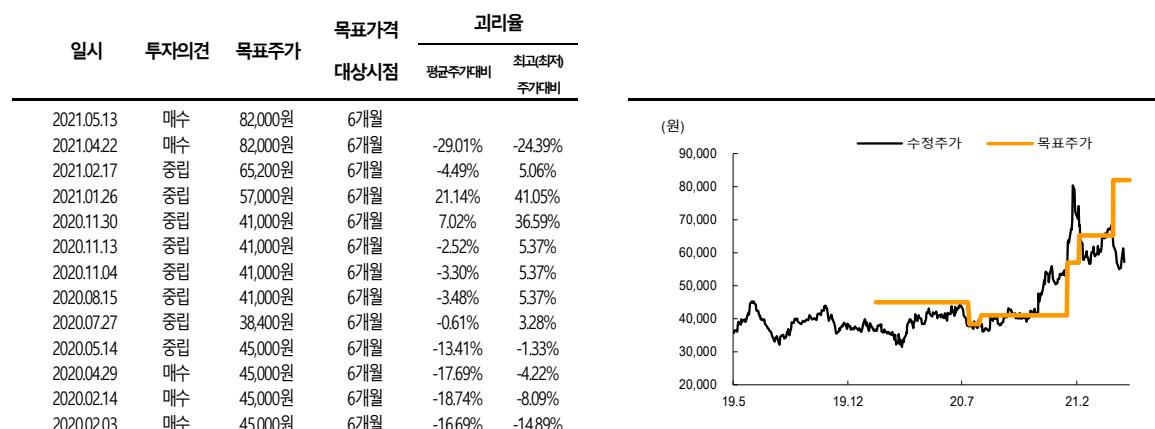
(억원, %, %p)	2021E					2022E				
	기준	변경 후	차이	컨센서스	차이	기준	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	6,017.7	6,095.8	1.3	5,688.3	7.2	8,226.7	8,133.1	-1.1	8,238.1	-1.3
검은사막	3,655.2	3,553.6	-2.8			3,284.0	3,255.1	-0.9		
PC	1,860.2	1,784.1	-4.1			1,712.1	1,701.0	-0.6		
모바일	1,305.0	1,298.4	-0.5			1,130.6	1,127.9	-0.2		
콘솔	458.3	453.4	-1.1			419.3	413.9	-1.3		
쉐도우아레나	31.7	17.7	-44.0			22.0	12.3	-44.0		
CCP (Eve IP)	732.3	722.5	-1.3			639.1	630.4	-1.4		
EVE Online	642.9	633.1	-1.5			569.2	560.4	-1.5		
EVE Echoes	89.4	89.4	0.0			69.9	69.9	0.0		
붉은사막	1,535.3	1,778.2	15.8			2,379.2	2,379.2	0.0		
플랜8						1,809.2	1,809.2	0.0		
도깨비										
기타	94.9	41.4	-56.3			115.3	59.2	-53.5		
영업비용	4,254.1	4,447.1	4.5	3,801.6	17.0	5,412.4	5,275.5	-2.5	4,979.5	5.9
인건비	1,404.9	1,600.3	13.9			1,569.2	1,751.1	11.6		
지급수수료	1,414.9	1,446.6	2.2			2,052.4	2,029.3	-1.1		
광고선전비	849.9	822.0	-3.3			985.3	696.7	-29.3		
D&A	279.0	279.5	0.2			443.0	443.8	0.2		
기타비용	305.4	298.7	-2.2			362.5	354.6	-2.2		
영업이익	1,763.6	1,648.7	-6.5	1,886.7	-12.6	2,814.4	2,857.7	1.5	3,258.7	-12.3
영업이익률	29.3%	27.0%	-2.3%	33.2%	-6.1%	34.2%	35.1%	0.9%	39.6%	-4.4%
지배주주순이익	1,394.2	1,404.5	0.7	1,540.9	-8.9	2,213.8	2,247.6	1.5	2,622.4	-14.3
지배주주순이익률	23.2%	23.0%	-0.1%	27.1%	-4.0%	26.9%	27.6%	0.7%	31.8%	-4.2%

자료: 펄어비스, Quantwise, SK증권

## 펄어비스 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,326	1,523	1,344	1,166	1,332	1,317	1,183	1,056	1,009	1,102	1,130	2,855	4,888	6,096	8,133
검은사막	1,181	1,374	1,198	1,020	1,186	1,116	962	844	829	907	930	887	4,107	3,554	3,255
PC	266	259	275	259	318	390	344	334	364	462	503	455	1,385	1,784	1,701
모바일	874	950	764	651	723	565	499	398	344	327	311	316	2,185	1,298	1,128
콘솔	41	165	159	110	144	161	119	112	115	114	112	113	537	453	414
CCP (Eve IP)	145	149	146	124	143	189	213	192	176	183	187	177	736	722	630
EVE Online	145	149	146	124	143	189	196	173	163	160	157	152	701	633	560
EVE: Echoes							16	19	13	22	30	24	35	89	70
붉은사막													1,778	1,778	2,379
도깨비															1,809
플랜8															
<b>영업비용</b>	1,145	920	884	937	870	811	778	856	878	934	976	1,658	3,315	4,447	5,275
인건비	340	255	267	331	320	309	306	327	364	391	403	443	1,262	1,600	1,751
지급수수료	411	405	345	310	327	293	253	243	236	246	252	713	1,116	1,447	2,029
광고선전비	303	154	158	168	94	92	92	161	151	167	187	317	440	822	697
D&A	37	41	46	50	51	56	57	55	57	59	61	103	219	279	444
기타비용	54	66	67	78	77	62	69	70	70	72	74	82	278	299	355
<b>영업이익</b>	182	603	395	230	462	506	405	200	131	168	154	1,196	1,573	1,649	2,858
영업이익률	13.7%	39.6%	29.4%	19.7%	34.7%	38.4%	34.3%	18.9%	13.0%	15.2%	13.6%	41.9%	32.2%	27.0%	35.1%
<b>EBITDA</b>	218	644	442	279	513	561	463	255	188	226	215	1,299	1,792	1,928	3,301
EBITDA 마진	16.5%	42.3%	32.9%	23.9%	38.5%	42.6%	39.1%	24.2%	18.6%	20.5%	19.0%	45.5%	36.7%	31.6%	40.6%
<b>지배주주순이익</b>	141	549	438	334	483	236	278	-5	207	135	125	938	993	1,405	2,248
지배주주순이익률	10.7%	36.1%	32.6%	28.7%	36.3%	17.9%	23.5%	-0.5%	20.5%	12.3%	11.0%	32.9%	20.3%	23.0%	27.6%

자료: 펄어비스, SK증권



### Compliance Notice

- 작성자(이진만)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2021년 5월 13일 기준)

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	4,501	4,818	7,927	10,741	14,489
현금및현금성자산	1,764	2,021	4,071	6,633	10,038
매출채권및기타채권	663	514	1,391	1,599	1,883
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	4,173	4,154	4,277	4,170	4,015
장기금융자산	107	189	189	189	189
유형자산	781	968	1,031	925	761
무형자산	2,934	2,701	2,643	2,589	2,538
<b>자산총계</b>	8,674	8,972	12,204	14,911	18,504
<b>유동부채</b>	1,233	1,817	3,381	3,753	4,260
단기금융부채	339	898	898	898	898
매입채무 및 기타채무	285	198	535	616	725
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,551	786	1,192	1,422	1,716
장기금융부채	1,162	332	332	332	332
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	10	13	17	20
<b>부채총계</b>	2,784	2,603	4,573	5,175	5,976
<b>지배주주지분</b>	5,890	6,369	7,631	9,736	12,528
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	6,305	8,553	11,487
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,890	6,369	7,631	9,736	12,528
<b>부채와자본총계</b>	8,674	8,972	12,204	14,911	18,504

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,753	1,621	2,317	2,808	3,621
당기순이익(손실)	1,577	1,009	1,405	2,248	2,934
비현금성항목등	295	777	524	1,054	1,303
유형자산감가상각비	91	131	202	370	430
무형자산상각비	83	88	77	73	70
기타	-141	-13	-186	-56	-27
운전자본감소(증가)	284	276	825	199	270
매출채권및여래원의 감소증가)	-196	177	-876	-209	-284
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	337	80	109
기타	481	99	1,364	327	444
법인세납부	-404	-441	-436	-693	-886
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,801	-704	-239	-218	-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	45	67	96
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-526	258	2,050	2,562	3,404
<b>기초현금</b>	2,290	1,764	2,021	4,071	6,633
<b>기말현금</b>	1,764	2,021	4,071	6,633	10,038
<b>FCF</b>	1,212	1,452	2,110	2,584	3,397

자료 : 펄어비스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	5,359	4,888	6,096	8,133	9,837
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	5,359	4,888	6,096	8,133	9,837
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,853	3,315	4,447	5,275	6,099
영업이익	1,506	1,573	1,649	2,858	3,738
영업이익률 (%)	28.1	32.2	27.1	35.1	38.0
<b>비영업손익</b>	307	-153	133	24	24
순금융비용	4	-14	-17	-39	-68
외환관련손익	22	-246	-71	-71	-71
관계기업투자등 관련손익	1	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,813	1,420	1,781	2,882	3,762
세전계속사업이익률 (%)	33.8	29.1	29.2	35.4	38.2
<b>계속사업법인세</b>	236	411	377	634	828
<b>계속사업이익</b>	1,577	1,009	1,405	2,248	2,934
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,577	1,009	1,405	2,248	2,934
순이익률 (%)	29.4	20.6	23.0	27.6	29.8
<b>지배주주</b>	1,577	1,009	1,405	2,248	2,934
지배주주귀속 순이익률(%)	29.42	20.63	23.04	27.63	29.83
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,658	866	1,262	2,105	2,792
지배주주	1,658	866	1,262	2,105	2,792
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,680	1,792	1,928	3,301	4,237

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	324	-8.8	24.7	33.4	21.0
영업이익	-10.4	4.4	4.8	73.3	30.8
세전계속사업이익	3.4	-21.7	25.5	61.8	30.6
EBITDA	-2.9	6.7	7.6	71.2	28.4
EPS(계속사업)	4.5	-36.3	39.3	58.1	30.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	31.6	165	20.1	25.9	26.4
ROA	20.0	11.4	13.3	16.6	17.6
EBITDA/마진	31.3	36.7	31.6	40.6	43.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	365.2	265.2	234.5	286.2	340.1
부채비율	47.3	40.9	59.9	53.2	47.7
순자금/자기자본	-37.5	-46.6	-65.7	-77.8	-87.7
EBITDA/이자비용(배)	26.7	51.6	68.9	118.0	151.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,424	1,543	2,149	3,398	4,436
BPS	9,046	9,739	11,526	14,705	18,922
CFPS	2,691	1,879	2,577	4,069	5,191
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.7	36.3	37.4	23.7	18.1
PER(최저)	13.0	20.4	23.5	14.8	11.4
PBR(최고)	5.0	5.8	7.0	5.5	4.3
PBR(최저)	3.5	3.2	4.4	3.4	2.7
PCR	13.8	27.7	22.2	14.1	11.0
EV/EBITDA(최고)	16.2	18.8	24.9	13.8	9.9
EV/EBITDA(최저)	10.9	9.8	14.5	7.7	5.2