

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid\_a@sks.co.kr

02-3773-9957

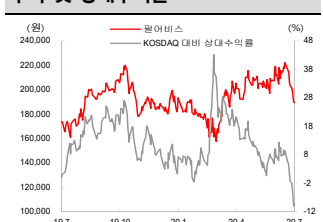
## Company Data

자본금	65 억원
발행주식수	1,308 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	24,747 억원
주요주주	
김대일(와14)	50.02%
자사주	6.69%
외국인지분률	22.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(20/07/24)	189,200 원
KOSDAQ	794.8 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	222,000 원
52주 최저가	157,600 원
60일 평균 거래대금	125 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.6%	-17.4%
6개월	-2.1%	-15.6%
12개월	9.1%	-9.5%

## 떨어비스 (263750/KQ | 중립(유지) | T.P 192,000 원(하향))

### 검사모 부진 지속으로 조금 더 낮아진 눈높이

- 2Q20 매출액 1,221 억원, 영업이익 368 억원 기록하며 컨센서스 하회 예상
- 검은사막 모바일 매출 전망 하향으로 실적 전망치 추가 하향 조정
- 연내 붉은사막 추가 정보 공개 등의 모멘텀 존재하나 출시 전까지 실적 전망은 보수적
- 투자의견 중립 유지. 목표주가 192,000 원으로 하향

### 검은사막 모바일 부진 지속으로 전망치 하회 전망

2Q20 매출액 1,221 억원(-19.8% YoY, -8.3% QoQ), 영업이익 368 억원(-35.3% YoY, -20.3% QoQ)를 기록하며 컨센서스 (매출액 1,283 억원, 영업이익 404 억원)하회 예상. 가장 큰 이유는 매출 비중 가장 높은 검은사막 모바일(이하 검사모)의 부진 지속. 1분기 한국, 일본 이벤트 등에도 기대만큼 반등하지 못한 검사모는 2분기에도 전 지역에서 매출이 전 분기 대비 감소했으며 특히 한국 매출은 QoQ 30% 수준의 감소 예상. 검은사막 PC, 콘솔 매출은 상대적으로 안정적으로 유지되고 있으나 모바일의 경우 작년 하반기 이후 국내에 V4, 리니지 2M, 뮤 아크엔젤, 라그나로크 오리진, 바람의나라:연 등 쟁쟁한 경쟁작들이 지속 출시되며 매출 감소 계속되는 추세. 2분기 이브 차이나 재 출시(4월), 새도우아레나 얼리 액세스 출시(5월) 등 있었으나 매출 기여도는 크지 않음. 신작 부재, 제한적 인력 충원으로 마케팅비, 인건비는 연내 1분기 수준 유지 예상

### 신작 출시 전까지 실적 기대감은 크지 않음. 연내 붉은사막 공개에 주목

동사의 핵심 투자포인트인 4Q21 붉은사막 출시 전까지 주요 신작은 이브 에코스(8월 글로벌 출시), 새도우아레나 정식 출시 및 콘솔 출시(올해 연말) 등이 있음. 하지만 이브 에코스는 진입 장벽이 높은 비주류 장르(Sci-fi MMORPG)이고 새도우 아레나는 과금 요소가 많지 않아 양 게임 모두 매출 기대치는 보수적. 연내 붉은사막 디테일 추가 공개 시 모멘텀 발생할 수 있으나 출시 전까지 단기 실적에 대한 눈높이는 낮출 필요 있음

### 투자의견 '중립' 유지. 목표주가 '192,000 원'으로 하향

낮아진 실적 눈높이 반영해 목표주가 192,000 원으로 하향. 목표주가는 12개월 Forward EPS 10,671 원에 Target PER 18.0 배(단일 IP 의존도 높은 국내외 RPG 게임 전문 개발사 엔씨소프트, 웹젠, CD Projekt 의 12MF PER 평균)를 적용한 수치

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	201706	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	927	4,048	5,359	5,116	5,085	7,170
yoy	%	175.2	0.0	32.4	-4.6	-0.6	41.0
영업이익	억원	596	1,681	1,506	1,616	1,386	2,560
yoy	%	111.8	0.0	-10.4	7.3	-14.2	84.6
EBITDA	억원	606	1,729	1,680	1,835	1,640	2,852
세전이익	억원	584	1,754	1,813	1,859	1,547	2,721
순이익(지배주주)	억원	509	1,464	1,577	1,535	1,238	2,122
영업이익률%	%	64.2	41.5	28.1	31.6	27.3	35.7
EBITDA%	%	65.4	42.7	31.3	35.9	32.3	39.8
순이익률	%	54.9	36.2	29.4	30.0	24.3	29.6
EPS(계속사업)	원	4,954	11,596	12,120	11,777	9,495	16,238
PER	배	0.0	17.9	15.3	16.1	19.9	11.7
PBR	배	0.0	6.6	4.1	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	배	0.0	15.1	13.1	11.7	12.5	6.4
ROE	%	101.5	35.9	31.6	22.7	14.9	20.8
순차입금	억원	-681	-824	-2,208	-3,350	-4,239	-6,485
부채비율	%	29.5	74.6	47.3	38.9	33.6	31.8

## 필어비스 2Q20 실적 전망

(억원, %, %p)	2Q20E	2Q19	YoY	1Q20	QoQ	2Q20C	vs. 컨센서스
매출액	1,221	1,523	-19.8	1,332	-8.3	1,283	-4.9
영업이익	368	569	-35.3	462	-20.3	404	-8.9
OPM	30.2	37.4	-7.2	34.7	-4.5	31.5	-1.3
세전이익	409	592	-31.0	584	-30.1	459	-10.9
Margin	33.5	38.9	-5.4	43.9	-10.4	35.7	-2.3
지배주주순이익	337	516	-34.6	483	-30.3	383	-12.0
Margin	27.6	33.9	-6.3	36.3	-8.7	29.9	-2.3

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

## 필어비스 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2Q20E					2020E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	1,335.9	1,220.8	-8.6	1,283.4	-4.9	5,463.3	5,115.6	-6.4	5,273.2	-3.0
검은사막	1,100.8	1,039.6	-5.6			4,310.6	4,206.0	-2.4		
PC	289.9	334.3	15.3			1,140.8	1,301.8	14.1		
모바일	660.7	556.9	-15.7			2,582.0	2,328.6	-9.8		
콘솔	150.2	148.4	-1.2			587.7	575.5	-2.1		
CCP Games	150.2	157.3	4.8			805.2	817.5	1.5		
쉐도우아레나	82.0					335.7	78.5	-76.6		
붉은사막										
플랜8										
도깨비										
기타	2.9	3.4	15.3			11.8	13.6	15.3		
영업비용	912.8	852.3	-6.6	879.1	-3.0	3,694.5	3,499.1	-5.3	3,557.5	-1.6
인건비	330.0	326.8	-1.0			1,347.2	1,323.9	-1.7		
지급수수료	328.4	300.1	-8.6			1,343.2	1,257.7	-6.4		
광고선전비	118.1	91.6	-22.4			438.1	368.3	-15.9		
D&A	55.9	53.4	-4.5			235.8	219.0	-7.1		
기타비용	80.5	80.5	0.0			330.2	330.2	0.0		
영업이익	423.1	368.4	-12.9	404.3	-8.9	1,768.8	1,616.5	-8.6	1,715.7	-5.8
영업이익률	31.7%	30.2%	-1.5%	31.5%	-1.3%	32.4%	31.6%	-0.8%	32.5%	-0.9%
지배주주순이익	367.8	337.1	-8.3	383.3	-12.0	1,647.4	1,535.1	-6.8	1,615.2	-5.0
지배주주순이익률	27.5%	27.6%	0.1%	29.9%	-2.3%	30.2%	30.0%	-0.1%	30.6%	-0.6%

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

필어비스 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,326</b>	<b>1,523</b>	<b>1,344</b>	<b>1,166</b>	<b>1,332</b>	<b>1,221</b>	<b>1,276</b>	<b>1,287</b>	<b>1,274</b>	<b>1,236</b>	<b>1,212</b>	<b>1,362</b>	<b>5,359</b>	<b>5,116</b>	<b>5,085</b>
<b>검은사막</b>	<b>1,181</b>	<b>1,374</b>	<b>1,198</b>	<b>1,020</b>	<b>1,186</b>	<b>1,040</b>	<b>999</b>	<b>982</b>	<b>938</b>	<b>924</b>	<b>911</b>	<b>920</b>	<b>4,773</b>	<b>4,206</b>	<b>3,693</b>
PC	266	259	275	259	318	334	328	321	308	305	302	308	1,060	1,302	1,224
모바일	874	950	764	651	723	557	529	520	495	487	479	482	3,238	2,329	1,944
콘솔	41	165	159	110	144	148	143	140	135	132	129	129	475	576	525
<b>CCP (Eve IP)</b>	<b>145</b>	<b>149</b>	<b>146</b>	<b>124</b>	<b>143</b>	<b>157</b>	<b>241</b>	<b>276</b>	<b>242</b>	<b>227</b>	<b>217</b>	<b>211</b>	<b>563</b>	<b>817</b>	<b>897</b>
기타	-	-	-	23	3	24	36	29	94	86	84	232	23	92	495
<b>영업비용</b>	<b>1,145</b>	<b>954</b>	<b>949</b>	<b>807</b>	<b>870</b>	<b>852</b>	<b>877</b>	<b>900</b>	<b>884</b>	<b>886</b>	<b>893</b>	<b>1,035</b>	<b>3,853</b>	<b>3,499</b>	<b>3,698</b>
인건비	340	255	267	331	320	327	333	343	350	354	357	364	1,192	1,324	1,426
지급수수료	411	438	410	180	327	300	314	316	294	285	280	314	1,439	1,258	1,174
광고선전비	303	154	158	168	94	92	90	92	88	90	95	190	783	368	463
D&A	37	41	46	50	51	53	56	59	61	62	64	66	174	219	253
기타비용	54	66	67	78	77	80	84	89	91	94	97	100	265	330	382
<b>영업이익</b>	<b>182</b>	<b>569</b>	<b>395</b>	<b>360</b>	<b>462</b>	<b>368</b>	<b>399</b>	<b>387</b>	<b>390</b>	<b>350</b>	<b>319</b>	<b>327</b>	<b>1,506</b>	<b>1,616</b>	<b>1,386</b>
영업이익률	13.7%	37.4%	29.4%	30.8%	34.7%	30.2%	31.2%	30.1%	30.6%	28.3%	26.3%	24.0%	28.1%	31.6%	27.3%
<b>EBITDA</b>	<b>218</b>	<b>610</b>	<b>442</b>	<b>410</b>	<b>513</b>	<b>422</b>	<b>455</b>	<b>446</b>	<b>450</b>	<b>413</b>	<b>383</b>	<b>393</b>	<b>1,680</b>	<b>1,835</b>	<b>1,640</b>
EBITDA 마진	16.5%	40.1%	32.9%	35.1%	38.5%	34.6%	35.6%	34.7%	35.4%	33.4%	31.6%	28.9%	31.3%	35.9%	32.3%
<b>지배주주순이익</b>	<b>141</b>	<b>516</b>	<b>438</b>	<b>464</b>	<b>483</b>	<b>337</b>	<b>362</b>	<b>353</b>	<b>344</b>	<b>312</b>	<b>287</b>	<b>294</b>	<b>1,560</b>	<b>1,535</b>	<b>1,238</b>
Margin	10.7%	33.9%	32.6%	39.8%	36.3%	27.6%	28.4%	27.4%	27.0%	25.3%	23.7%	21.6%	29.1%	30.0%	24.3%

자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
12개월 Forward 지배주주순이익	1,396	억원	(a): 2Q20~1Q21 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	1,308	만주	(b)
12개월 Forward EPS	10,671	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	18.0	배	(d): Peer 게임 개발사 3개사* 12MF PER 평균
적정 주가	191,904	원	(e): (c)*(d)
<b>목표 주가</b>	<b>192,000</b>	<b>원</b>	
현재 주가(2020.07.24)	189,200	원	
<b>상승 여력</b>	<b>1.5</b>	<b>%</b>	

자료: Quantwise, SK 증권

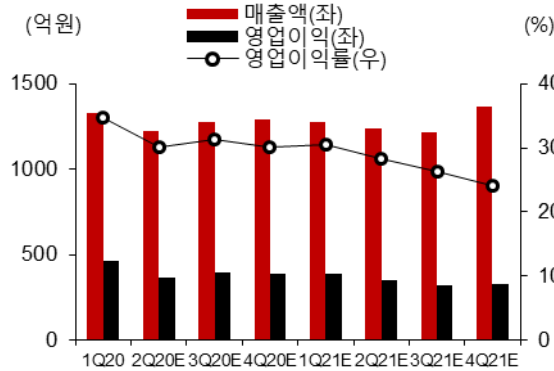
\*주: 엔씨소프트(17.9 배), 웹젠(16.9 배), CD Projekt(19.1 배) - 단일 IP 의존도 높은 국내외 RPG 게임 전문 개발사

필어비스 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20~
<b>필어비스</b>										
<b>PC &amp; 콘솔</b>										
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 스피노프 한 배틀로얄 장르 게임					5/21 열리 엑세스			연말 출시 + '21년 초 콘솔 출시
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
검은사막 MS xCloud	글로벌	검은사막 MS Xbox 버전 모바일 플레이 가능			9/5 시연 버전 공개					
<b>모바일</b>										
검은사막 모바일 일본	일본		1/8사전예약 2/26 출시							
검은사막 모바일 글로벌	글로벌				9/27 사전예약	12/11 글로벌 출시				
<b>CCP</b>										
<b>PC &amp; 콘솔</b>										
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								
<b>모바일</b>										
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			8월 글로벌 출시	(관호 발급 시 중 출시)

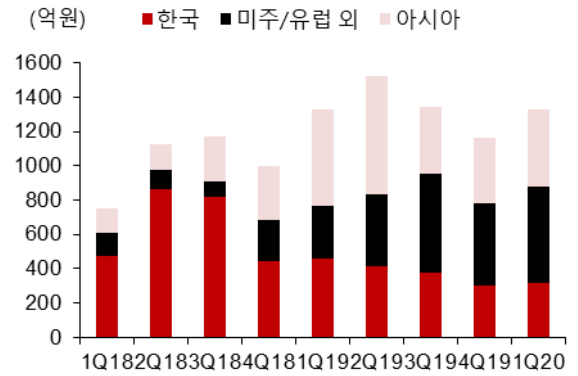
자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



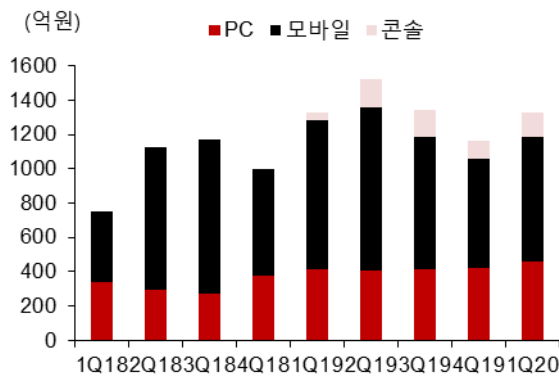
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 지역별 매출액 추이



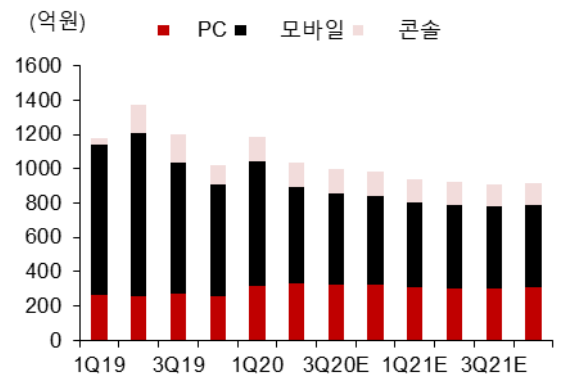
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 플랫폼별 매출액 추이



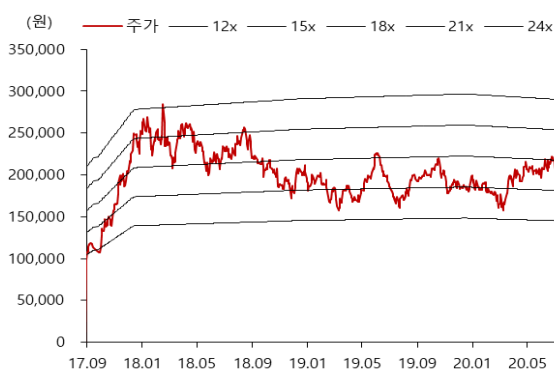
자료 : 필어비스, SK 증권

검은사막 플랫폼별 매출액 추이 및 전망



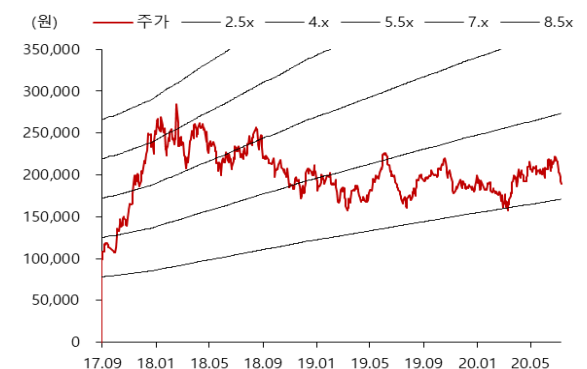
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 12MF PER Band Chart



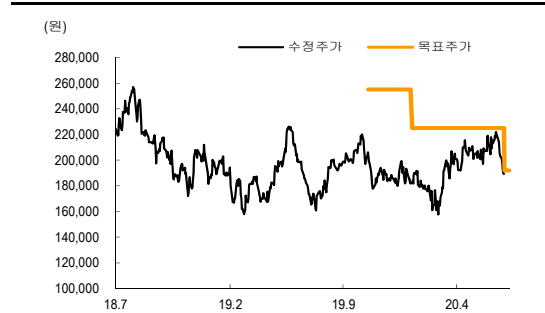
자료 : Quantwise, SK 증권

필어비스 12MF PBR Band Chart



자료 : 필어비스, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.07.27	중립	192,000원	6개월		
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(이진만)는 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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 7월 27일 기준)

매수	85%	중립	15%	매도	0%
----	-----	----	-----	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	3,545	4,501	5,778	6,719	9,385
현금및현금성자산	2,290	1,764	1,958	2,847	5,093
매출채권및기타채권	494	663	753	797	1,148
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	3,580	4,173	4,803	5,363	5,565
장기금융자산	87	107	130	130	130
유형자산	356	781	1,031	1,238	1,029
무형자산	2,877	2,934	3,062	3,034	3,008
<b>자산총계</b>	7,125	8,674	10,581	12,082	14,950
<b>유동부채</b>	1,151	1,233	1,356	1,415	1,888
단기금융부채	400	339	341	341	341
매입채무 및 기타채무	159	285	324	343	493
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,894	1,551	1,607	1,627	1,714
장기금융부채	1,636	1,162	1,188	1,188	1,188
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	6	9	11	14
<b>부채총계</b>	3,045	2,784	2,963	3,042	3,603
<b>지배주주지분</b>	4,080	5,890	7,618	9,041	11,348
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	1,921	2,000	2,014	2,014	2,014
기타자본구성요소	-190	-117	-123	-123	-123
자기주식	-239	-227	-227	-227	-227
이익잉여금	2,316	3,892	5,427	6,665	8,787
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,080	5,890	7,618	9,041	11,348
<b>부채외자본총계</b>	7,125	8,674	10,581	12,082	14,950

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,565	1,753	1,554	1,279	2,241
당기순이익(손실)	1,464	1,577	1,535	1,238	2,122
비현금성항목등	412	295	415	402	730
유형자산감가상각비	28	91	133	168	209
무형자산상각비	20	83	86	85	83
기타	80	-141	-138	-68	-46
운전자본감소(증가)	-229	284	-47	8	46
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-205	-196	-61	-44	-351
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	100	19	151
기타	-24	481	-87	33	246
법인세납부	-83	-404	-349	-369	-658
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,022	-1,801	-1,337	-346	51
금융자산감소(증가)	-428	-1,403	-986	0	0
유형자산감소(증가)	-105	-369	-375	-375	0
무형자산감소(증가)	-71	-57	-57	-57	-57
기타	-2,418	27	81	86	108
<b>재무활동현금흐름</b>	1,386	-487	-65	-45	-45
단기금융부채증가(감소)	200	-400	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,350	-25	0	0	0
자본의증가(감소)	-164	7	5	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	-68	-69	-45	-45
<b>현금의 증가(감소)</b>	-115	-526	195	888	2,247
기초현금	2,405	2,290	1,764	1,958	2,847
기말현금	2,290	1,764	1,958	2,847	5,093
FCF	1,230	1,212	1,133	936	2,276

자료 : 필어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	4,048	5,359	5,116	5,085	7,170
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	4,048	5,359	5,116	5,085	7,170
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	2,367	3,853	3,499	3,698	4,610
<b>영업이익</b>	1,681	1,506	1,616	1,386	2,560
영업이익률 (%)	41.5	28.1	31.6	27.3	35.7
<b>비영업손익</b>	72	307	243	161	161
순금융비용	-15	4	-26	-41	-63
외환관련손익	60	22	50	50	50
관계기업투자등 관련손익	1	1	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	1,754	1,813	1,859	1,547	2,721
세전계속사업이익률 (%)	43.3	33.8	36.3	30.4	37.9
<b>계속사업법인세</b>	289	236	324	309	599
<b>계속사업이익</b>	1,464	1,577	1,535	1,238	2,122
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,464	1,577	1,535	1,238	2,122
순이익률 (%)	36.2	29.4	30.0	24.3	29.6
<b>지배주주</b>	1,464	1,577	1,535	1,238	2,122
지배주주귀속 순이익률(%)	36.18	29.42	30.01	24.34	29.6
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,439	1,658	1,720	1,422	2,307
<b>지배주주</b>	1,439	1,658	1,720	1,422	2,307
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,729	1,680	1,835	1,640	2,852

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	32.4	-4.6	-0.6	41.0
영업이익	0.0	-10.4	7.3	-14.2	84.6
세전계속사업이익	0.0	3.4	2.6	-16.8	75.9
EBITDA	0.0	-2.9	9.3	-10.7	73.9
EPS(계속사업)	0.0	4.5	-2.8	-19.4	71.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	35.9	31.6	22.7	14.9	20.8
ROA	20.6	20.0	16.0	10.9	15.7
EBITDA마진	42.7	31.3	35.9	32.3	39.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	308.1	365.2	426.2	474.8	497.1
부채비율	74.6	47.3	38.9	33.6	31.8
순차입금/자기자본	-20.2	-37.5	-44.0	-46.9	-57.2
EBITDA/이자비용(배)	107.1	26.7	41.1	36.6	63.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,596	12,120	11,777	9,495	16,238
BPS	31,525	45,229	58,244	69,119	86,756
CFPS	11,976	13,456	13,457	11,439	18,475
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.5	18.7	18.9	23.4	13.7
PER(최저)	14.8	13.0	13.4	16.6	9.7
PBR(최고)	9.0	5.0	3.8	3.2	2.6
PBR(최저)	5.5	3.5	2.7	2.3	1.8
PCR	17.4	13.8	14.1	16.5	10.2
EV/EBITDA(최고)	19.4	16.2	14.0	15.1	7.9
EV/EBITDA(최저)	12.4	10.9	9.4	9.9	4.9