

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid_a@sksec.co.kr

02-3773-9957

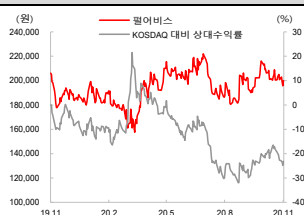
Company Data

자본금	65 억원
발행주식수	1,308 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	26,147 억원
주요주주	
김대일(외14)	50.02%
자사주	6.69%
외국인지분률	23.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/11/12)	199,900 원
KOSDAQ	840.08 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	222,000 원
52주 최저가	157,600 원
60일 평균 거래대금	129 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-2.3%
6개월	-7.2%	-24.5%
12개월	-3.0%	-23.2%

떨어비스 (263750/KQ | 중립(유지) | T.P 205,000 원(유지))

시간 가지고 접근 필요

- 3Q20 검은사막 IP 매출 하향 안정화로 높아진 실적 기대치 하회
- 검은사막 PC, 모바일, 콘솔 모두 전 분기 대비 매출 감소, Eve IP 매출은 성장
- 12월 붉은사막 공개 행사 예정돼 단기 기대감 발생 가능하나 출시까진 1년 이상 남음
- 신작 공백으로 내년 실적 역성장 전망되며 내년 3월 공매도 재개도 부담 요소
- 올해보단 내년 상반기경 매력도 증가 전망. 목표주가 '205,000 원, 투자의견 '중립' 유지

검은사막 매출 안정화로 3분기 실적 높아진 기대치 하회

3Q20 매출액 1,183 억원(-12.0% YoY, -10.2% QoQ), 영업이익 405 억원(+2.5% YoY, -19.8% QoQ) 기록하며 당사 추정치 각각 6.7%, 10.4% 하회. 주요 영업비용은 전 분기 대비 큰 변화 없었으며 신작 공백기 동안 전사적 비용효율화 유지하는 모습

검은사막 IP: 2분기 코로나19 수혜로 웨스턴 지역에서 좋은 모습 보였던 검은사막 PC, 콘솔 매출은 높아진 기대치를 충족하지 못하고 3분기에 예상보다 높은 감소세 보였음. 모바일 매출 역시 감소세 지속. 4분기 하락 추세 보이고 있는 검사모 매출 순위와 연말 다수의 모바일 MMORPG 경쟁작 출시 예정돼있어 개선된 유저지표와 연말 성수기 효과 감안해도 4분기 큰 폭의 매출 반등은 쉽지 않을 전망

EVE IP: 4월 출시한 이브 온라인 중국 버전의 매출 확대와 8월 출시한 모바일 타이틀 이브 에코스 매출 기여로 전 분기 대비 매출 13% 증가

12월 붉은사막 공개 예정이나 내년 실적 역성장과 공매도 재개 부담 존재

12월 검은사막 이후 첫 대형 신작인 붉은사막 공개 행사 개최 예정. 단기적으로 관련 기대감 발생할 수 있으나 출시까지는 아직 1년 이상 남음. 붉은사막 공개 이후 지속적인 신작 홍보, 비용 효율화, 자사주 매입 등 다양한 노력 펼칠 것으로 전망되나 신작 공백기인 내년 이익 역성장 할 것으로 예상돼 단기 매력도는 떨어지는 구간이라 판단

1H21 이 더 나은 투자 시기가 판단. 목표주가 '20.5 만원, 투자의견 '중립' 유지

검은사막 IP 매출 하락세 반영해 올해, 내년 이익 전망치 하향 조정하나 '22년 EPS 기준으로 산정('22년 EPS에 Target PER 14.2배 적용)한 목표주가는 205,000 원으로 유지. 보다 나은 투자 시기는 신작 출시 좀 더 가까워지고 공매도 금지 해제로 수급 정상 화될 내년 상반기라 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201706	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	927	4,048	5,359	5,007	4,775	6,392
yoy	%	175.2	0.0	32.4	-6.6	-4.6	33.9
영업이익	억원	596	1,681	1,506	1,742	1,353	2,291
yoy	%	111.8	0.0	-10.4	15.7	-22.4	69.3
EBITDA	억원	606	1,729	1,680	1,965	1,608	2,577
세전이익	억원	584	1,754	1,813	1,824	1,468	2,406
순이익(지배주주)	억원	509	1,464	1,577	1,308	1,145	1,876
영업이익률%	%	64.2	41.5	28.1	34.8	28.3	35.8
EBITDA%	%	65.4	42.7	31.3	39.3	33.7	40.3
순이익률	%	54.9	36.2	29.4	26.1	24.0	29.4
EPS(계속사업)	원	4,954	11,596	12,120	9,997	8,753	14,357
PER	배	0.0	17.9	15.3	20.0	22.8	13.9
PBR	배	0.0	6.6	4.1	3.6	3.1	2.5
EV/EBITDA	배	0.0	15.1	13.1	11.7	13.9	7.9
ROE	%	101.5	35.9	31.6	19.8	14.4	19.6
순차입금	억원	-681	-824	-2,208	-3,083	-3,848	-5,871
부채비율	%	29.5	74.6	47.3	39.6	36.9	31.5

필어비스 3Q20 실적 리뷰

(억원, %, %p)	3Q20P	3Q19	YoY	2Q20	QoQ	3Q20E	vs. 추정치	3Q20C	vs. 컨센
매출액	1,183	1,344	-12.0	1,317	-10.2	1,268	-6.7	1,282	-7.7
영업이익	405	395	2.5	506	-19.8	452	-10.4	467	-13.2
OPM	34.3	29.4	4.8	38.4	-4.1	35.7	-1.4	36.4	-2.2
세전이익	347	457	-24.2	496	-30.1	488	-29.0	488	-29.0
Margin	29.3	34.0	-4.7	37.7	-8.4	38.5	-9.2	38.1	-8.8
지배주주순이익	278	438	-36.6	236	17.5	381	-27.1	382	-27.2
Margin	23.5	32.6	-9.1	17.9	5.5	30.0	-6.6	29.8	-6.3

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

필어비스 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2020E					2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	5,159.9	5,006.8	-3.0	5,205.4	-3.8	5,064.8	4,775.4	-5.7	5,411.2	-11.7
검은사막	4,395.5	4,208.0	-4.3			3,854.6	3,488.2	-9.5		
PC	1,421.9	1,404.3	-1.2			1,339.2	1,345.9	0.5		
모바일	2,279.7	2,242.1	-1.6			1,773.6	1,717.0	-3.2		
콘솔	613.4	536.7	-12.5			577.1	393.6	-31.8		
쉐도우아레나	101.0	33.0	-67.3			164.6	31.7	-80.8		
CCP (Eve IP)	723.1	766.8	6.0			705.9	801.7	13.6		
EVE Online	666.4	705.5	5.9			615.2	698.0	13.5		
EVE Echoes	56.7	61.3	8.1			90.7	103.7	14.3		
붉은사막						450.0	450.0	0.0		
플랜 8										
도깨비										
기타	41.3	32.0	-22.6			54.2	35.5	-38.0		
영업비용	3,335.2	3,264.5	-2.1	3,369.5	-3.1	3,598.3	3,422.5	-4.9	3,668.9	-6.7
인건비	1,268.3	1,256.3	-1.0			1,373.8	1,316.9	-4.1		
지급수수료	1,178.2	1,123.9	-4.6			1,109.7	997.4	-10.1		
광고선전비	393.0	381.7	-2.9			546.9	540.6	-1.2		
D&A	226.0	222.9	-1.3			277.2	254.9	-8.1		
기타비용	269.7	279.6	3.7			290.7	312.8	7.6		
영업이익	1,824.6	1,742.3	-4.5	1,835.9	-5.1	1,466.5	1,352.9	-7.7	1,742.3	-22.3
영업이익률	35.4%	34.8%	-0.6%	35.3%	-0.5%	29.0%	28.3%	-0.6%	32.2%	-3.9%
지배주주순이익	1,444.1	1,307.6	-9.5	1,467.1	-10.9	1,256.2	1,144.9	-8.9	1,475.4	-22.4
지배주주순이익률	28.0%	26.1%	-1.9%	28.2%	-2.1%	24.8%	24.0%	-0.8%	27.3%	-3.3%

자료: 필어비스, Quantwise, SK증권

펠어비스 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,326	1,523	1,344	1,166	1,332	1,317	1,183	1,175	1,106	1,081	1,067	1,522	5,359	5,007	4,775	6,392
검은사막	1,181	1,374	1,198	1,020	1,186	1,116	962	945	893	873	855	867	4,773	4,208	3,488	3,171
PC	266	259	275	259	318	390	343	353	339	336	332	339	1,060	1,404	1,346	1,253
모바일	874	950	764	651	723	565	487	468	441	430	420	426	3,238	2,242	1,717	1,545
콘솔	41	165	159	110	144	161	121	110	103	99	96	96	475	537	394	350
CCP (Eve IP)	145	149	146	124	143	189	213	222	204	199	202	196	563	767	802	738
EVE Online	145	149	146	124	143	189	189	185	177	176	174	171	563	706	698	644
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	466	23	65	517	2,505
영업비용	1,145	920	884	937	870	811	778	806	780	788	824	1,030	3,886	3,264	3,423	4,101
인건비	340	255	267	331	320	309	306	321	312	318	327	360	1,192	1,256	1,317	1,508
지급수수료	411	405	345	310	327	293	253	251	236	231	228	302	1,472	1,124	997	1,252
광고선전비	303	154	158	168	94	92	92	103	98	101	126	215	783	382	541	684
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	369	325	292	242	493	1,409	1,742	1,353	2,291
<i>영업이익률</i>	<i>13.7%</i>	<i>39.6%</i>	<i>29.4%</i>	<i>19.7%</i>	<i>34.7%</i>	<i>38.4%</i>	<i>34.3%</i>	<i>31.4%</i>	<i>29.4%</i>	<i>27.1%</i>	<i>22.7%</i>	<i>32.4%</i>	<i>26.3%</i>	<i>34.8%</i>	<i>28.3%</i>	<i>35.8%</i>
EBITDA	218	644	442	279	513	561	463	428	386	355	307	559	1,583	1,965	1,608	2,577
<i>EBITDA 마진</i>	<i>16.5%</i>	<i>42.3%</i>	<i>32.9%</i>	<i>23.9%</i>	<i>38.5%</i>	<i>42.6%</i>	<i>39.1%</i>	<i>36.4%</i>	<i>34.9%</i>	<i>32.9%</i>	<i>28.8%</i>	<i>36.7%</i>	<i>29.5%</i>	<i>39.3%</i>	<i>33.7%</i>	<i>40.3%</i>
지배주주순이익	141	549	438	334	483	236	278	310	276	250	211	407	1,463	1,308	1,145	1,876
<i>Margin</i>	<i>10.7%</i>	<i>36.1%</i>	<i>32.6%</i>	<i>28.7%</i>	<i>36.3%</i>	<i>17.9%</i>	<i>23.5%</i>	<i>26.4%</i>	<i>25.0%</i>	<i>23.2%</i>	<i>19.8%</i>	<i>26.7%</i>	<i>27.3%</i>	<i>26.1%</i>	<i>24.0%</i>	<i>29.4%</i>

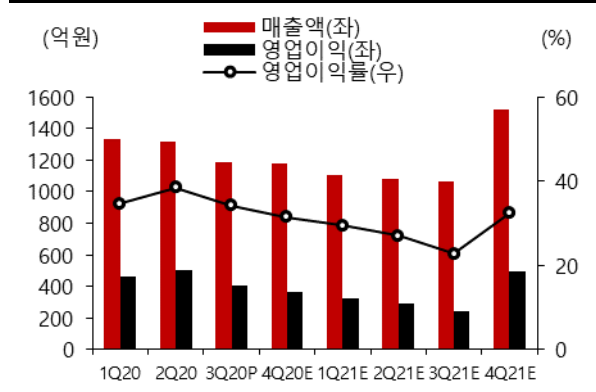
자료: 펠어비스, SK 증권

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 스펀오프한 배틀로얄 장르 게임					5/21 얼리 액세스			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					
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 소프트론칭 계획. 출시일은 미정				추가 소프트론칭				
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 中 출시)

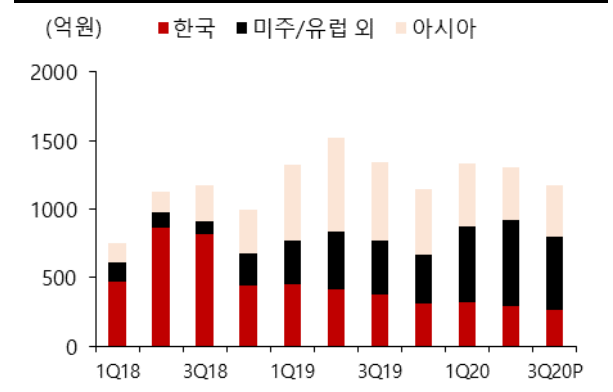
자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



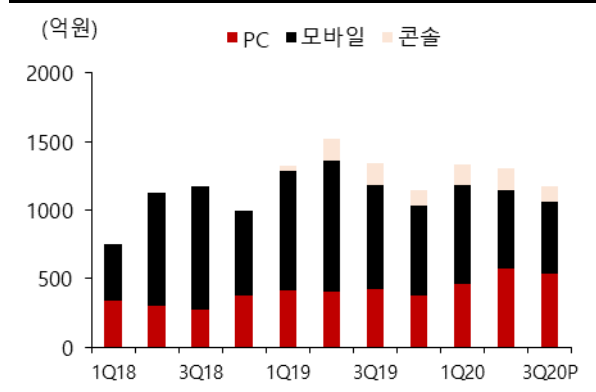
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 지역별 매출액 추이



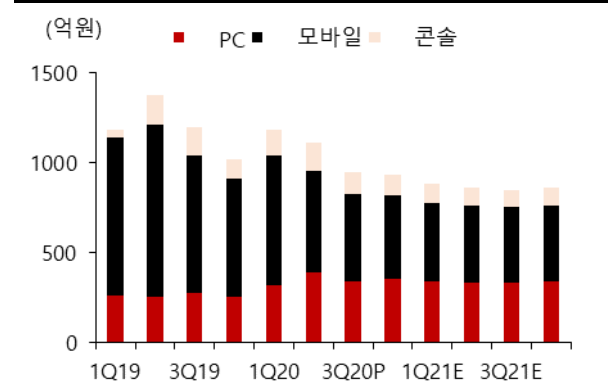
자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 플랫폼별 매출액 추이



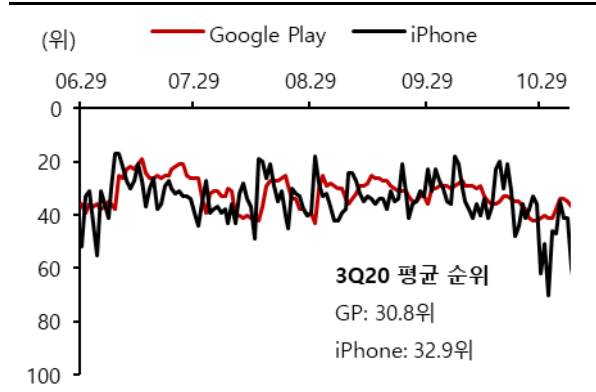
자료 : 필어비스, SK 증권

검은사막 플랫폼별 매출액 추이 및 전망



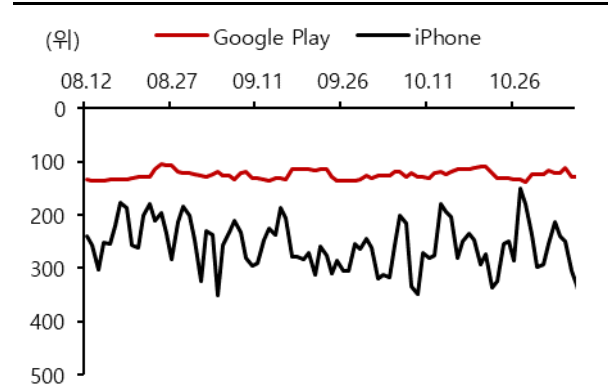
자료 : 필어비스, SK 증권

검은사막 모바일 국내 Google Play, App Store 매출 순위 추이



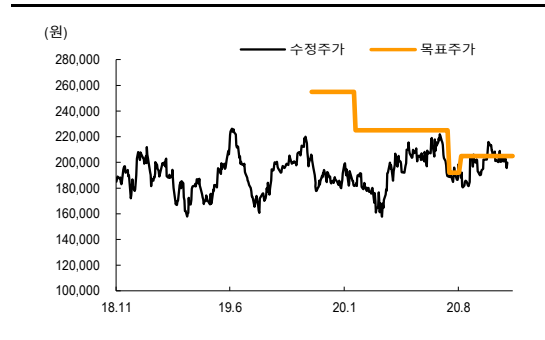
자료 : App Annie, SK 증권

검은사막 모바일 미국 Google Play, App Store 매출 순위 추이



자료 : App Annie, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.13	중립	205,000원	6개월		
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(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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 11월 13일 기준)

매수	87.05%	중립	12.95%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,545	4,501	5,454	6,445	8,583
현금및현금성자산	2,290	1,764	2,094	2,858	4,882
매출채권및기타채권	494	663	640	829	925
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,580	4,173	4,760	5,278	5,274
장기금융자산	87	107	180	180	180
유형자산	356	781	1,183	1,499	1,295
무형자산	2,877	2,934	3,010	2,983	2,958
자산총계	7,125	8,674	10,214	11,722	13,857
유동부채	1,151	1,233	1,216	1,471	1,600
단기금융부채	400	339	353	353	353
매입채무 및 기타채무	159	285	275	356	398
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,894	1,551	1,684	1,689	1,715
장기금융부채	1,636	1,162	1,254	1,254	1,254
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	6	12	19	25
부채총계	3,045	2,784	2,899	3,160	3,316
지배주주지분	4,080	5,890	7,315	8,563	10,541
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	1,921	2,000	2,023	2,023	2,023
기타자본구성요소	-190	-117	-125	-125	-125
자기주식	-239	-227	-226	-226	-226
이익잉여금	2,316	3,892	5,200	6,345	8,221
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,080	5,890	7,315	8,563	10,541
부채외자본총계	7,125	8,674	10,214	11,722	13,857

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,565	1,753	1,400	1,273	2,025
당기순이익(손실)	1,464	1,577	1,308	1,145	1,876
비현금성항목등	412	295	792	463	701
유형자산감가상각비	28	91	137	170	204
무형자산감가상각비	20	83	86	85	83
기타	80	-141	40	-28	-7
운전자본감소(증가)	-229	284	-364	30	18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-205	-196	59	-189	-96
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	107	81	41
기타	-24	481	-530	138	73
법인세납부	-83	-404	-336	-365	-571
투자활동현금흐름	-3,022	-1,801	-1,207	-464	43
금융자산감소(증가)	-428	-1,403	-731	0	0
유형자산감소(증가)	-105	-369	-486	-486	0
무형자산감소(증가)	-71	-57	-58	-58	-58
기타	-2,418	27	67	79	100
재무활동현금흐름	1,386	-487	122	-44	-44
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	-83	-44	-44
현금의 증가(감소)	-115	-526	330	765	2,023
기초현금	2,405	2,290	1,764	2,094	2,858
기말현금	2,290	1,764	2,094	2,858	4,882
FCF	1,230	1,212	913	790	2,028

자료 : 필어비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,048	5,359	5,007	4,775	6,392
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,048	5,359	5,007	4,775	6,392
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,367	3,853	3,264	3,423	4,101
영업이익	1,681	1,506	1,742	1,353	2,291
영업이익률 (%)	41.5	28.1	34.8	28.3	35.8
비영업손익	72	307	82	115	115
순금융비용	-15	4	-26	-35	-56
외환관련손익	60	22	50	50	50
관계기업투자등 관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,754	1,813	1,824	1,468	2,406
세전계속사업이익률 (%)	43.3	33.8	36.4	30.7	37.6
계속사업법인세	289	236	517	323	529
계속사업이익	1,464	1,577	1,308	1,145	1,876
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,464	1,577	1,308	1,145	1,876
순이익률 (%)	36.2	29.4	26.1	24.0	29.4
지배주주	1,464	1,577	1,308	1,145	1,876
지배주주귀속 순이익률(%)	36.18	29.42	26.12	23.98	29.35
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,439	1,658	1,410	1,248	1,979
지배주주	1,439	1,658	1,410	1,248	1,979
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,729	1,680	1,965	1,608	2,577

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	0.0	32.4	-6.6	-4.6	33.9
영업이익	0.0	-10.4	15.7	-22.4	69.3
세전계속사업이익	0.0	3.4	0.6	-19.6	63.9
EBITDA	0.0	-2.9	17.0	-18.2	60.3
EPS(계속사업)	0.0	4.5	-17.5	-12.4	64.0
수익성 (%)					
ROE	35.9	31.6	19.8	14.4	19.6
ROA	20.6	20.0	13.9	10.4	14.7
EBITDA마진	42.7	31.3	39.3	33.7	40.3
안정성 (%)					
유동비율	308.1	365.2	448.6	438.3	536.3
부채비율	74.6	47.3	39.6	36.9	31.5
순차입금/자기자본	-20.2	-37.5	-42.2	-44.9	-55.7
EBITDA/이자비용(배)	107.1	26.7	45.6	36.6	58.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,596	12,120	9,997	8,753	14,357
BPS	31,525	45,229	55,926	65,464	80,593
CFPS	11,976	13,456	11,702	10,702	16,552
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.5	18.7	22.2	25.4	15.5
PER(최저)	14.8	13.0	15.8	18.0	11.0
PBR(최고)	9.0	5.0	4.0	3.4	2.8
PBR(최저)	5.5	3.5	2.8	2.4	2.0
PCR	17.4	13.8	17.1	18.7	12.1
EV/EBITDA(최고)	19.4	16.2	13.2	15.7	9.0
EV/EBITDA(최저)	12.4	10.9	8.9	10.4	5.7