



풀어비스 (263750)

차기 신작으로 개발력을 입증할 때까지

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 90,000원

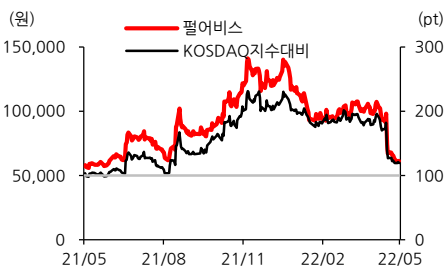
현재 주가(2/15)	57,500원
상승여력	▲56.5%
시가총액	38,077억원
발행주식수	66,222천주
52 주 최고가 / 최저가	141,000 / 55,800원
90 일 일평균 거래대금	799.59억원
외국인 지분율	10.8%
주주 구성	
김대일 (외 15 인)	42.7%
자사주 (외 1 인)	7.7%
풀어비스우리사주 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-42.8	-38.7	-52.1	0.5
상대수익률	-34.1	-33.7	-34.7	14.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	489	404	574	888
영업이익	157	43	139	312
EBITDA	179	67	170	352
지배주주순이익	101	59	135	253
EPS	1,544	896	2,206	4,131
순차입금	-297	123	122	-52
PER	33.7	154.3	26.1	13.9
PBR	5.3	12.7	4.8	3.6
EV/EBITDA	17.3	137.9	23.1	10.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	16.5	8.8	17.9	27.5

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 주요 게임들의 건조한 매출에 비용 효율화가 동반되며 컨센서스에 부합했습니다. 기대했던 신작 흥행 실패로 주가의 단기 반등 가능성은 제한적일 것으로 예상합니다. 다음 신작 성과를 통해 개발력을 증명할 때 가치 부여가 가능할 것으로 전망합니다.

1분기 실적은 시장 기대치 부합

동사의 1분기 실적은 매출액 914억 원, 영업이익 52억 원을 기록하며 시장 기대치에 대체로 부합했다. PC 매출액이 624억 원으로 전분기 대비 9% 증가했고, 모바일 매출액은 214억 원으로 전분기와 유사한 수준을 기록했다. 검은사막 IP 콘텐츠 업데이트와 프로모션이 PC와 모바일 모두에서 진행되면서 매출 하락세가 멈췄다. 이브IP 매출액은 182억 원으로 전분기 수준을 유지했다. 인건비는 전분기와 유사한 437억 원을 기록했고, 광고선전비도 라이브게임의 마케팅 효율성이 증대되며 전분기 대비 43% 감소했다.

중국 검은사막 모바일 성과 부진, 이후 신작 라인업

4월 26일 중국에 출시된 검은사막 모바일은 출시 일주일만에 iOS 매출 순위 100위권 밑으로 하락하며, 예상을 크게 하회하는 성과를 기록 중이다. 회사는 판호 규정상 초기 BM을 약하게 설정할 수 밖에 없었으며, 향후 콘텐츠 업데이트와 강화된 BM 구축으로 매출 반등에 노력하겠다고 언급했다. 하지만 현재 유저 트래픽은 높은 수준이 아닌 것으로 파악하며, 유의미한 매출 반등 가능성은 높지 않다고 판단한다. 이제 남은 신작은 3분기 빅게임스튜디오(43% 지분 보유)가 개발한 블랙클로버IP 기반 게임이 국내와 일본 시장에 출시되고, AAA급으로 개발 중인 붉은사막이 연내 출시 예정이다.

목표주가 9만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 9만 원으로 하향한다. 신작 성과 부진을 반영해 올해와 내년 예상 영업이익을 기존 대비 각각 33%, 21% 하향 조정했다. 기대했던 신작 흥행 실패로 인해 주가의 단기 반등 가능성은 제한적이지만, 3분기부터 순차로 예정되어 있는 신작들의 출시 일정이 구체화될 수 있는 만큼 투자의견은 BUY를 유지한다. 현 시점에서 중요한 것은 동사에게 부여하고 있던 개발력과 기술력에 대한 밸류에이션 프리미엄을 다음 신작 성과를 통해 증명해야 하는 것이라고 판단한다.

[표1] 필어비스의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	100.9	88.5	96.4	118.0	91.4	98.0	126.4	258.1	489.0	403.8	573.9	888.2
YoY (%)	(24.2)	(32.8)	(18.5)	11.5	(9.4)	10.7	31.1	118.8	(8.2)	(17.4)	42.1	54.8
PC	35.7	38.7	36.8	38.8	44.2	41.3	38.3	42.3	136.1	150.0	166.1	179.9
모바일	36.2	21.0	26.0	21.4	21.4	29.9	58.1	118.3	222.0	104.5	227.7	307.5
콘솔	11.1	9.6	8.1	6.8	5.3	5.9	6.5	6.8	55.0	35.6	24.5	27.5
EVEIP 및 기타	17.6	18.1	18.8	18.4	18.2	19.1	20.1	87.1	73.8	72.9	144.4	359.2
영업비용	87.8	94.5	86.2	92.3	86.3	90.4	107.7	150.2	331.5	360.8	434.5	576.1
YoY (%)	1.0	16.5	10.8	7.7	(1.8)	(4.3)	24.9	62.8	(14.7)	8.8	20.4	32.6
인건비	36.4	45.9	41.3	44.0	43.7	44.5	48.0	49.5	126.2	167.5	185.7	215.1
지급수수료	23.6	21.8	18.0	19.1	20.6	20.7	29.1	57.9	111.6	82.5	128.3	198.3
광고선전비	15.1	13.0	11.8	14.3	8.2	11.3	15.2	25.8	44.0	54.3	60.4	89.3
D&A	5.7	6.0	6.3	6.3	6.1	6.1	6.7	7.4	21.9	24.3	26.2	30.2
기타비용	7.0	7.8	8.7	8.6	7.7	7.9	8.7	9.5	27.8	32.1	33.8	43.2
영업이익	13.1	(6.0)	10.2	25.7	5.2	7.6	18.7	107.9	157.5	43.0	139.4	312.2
YoY (%)	(71.7)	적전	(74.8)	27.5	(60.4)	흑전	83.0	319.6	9.3	(72.7)	223.9	123.9
영업이익률 (%)	13.0	(6.8)	10.6	21.8	5.7	7.7	14.8	41.8	32.2	10.7	24.3	35.1
당기순이익	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	10.1	22.5	96.5	100.9	59.4	134.9	252.6
YoY (%)	(57.3)	(88.0)	(3.5)	706.3	(71.9)	254.4	(16.2)	965.3	(36.6)	(41.1)	127.2	87.3
순이익률 (%)	20.5	3.2	27.8	7.7	6.3	10.3	17.8	37.4	20.6	14.7	23.5	28.4

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	536	489	404	574	888
매출총이익	536	489	404	574	888
영업이익	151	157	43	139	312
EBITDA	168	179	67	170	352
순이자손익	0	1	-2	-7	-7
외화관련손익	2	-25	14	20	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	181	142	78	164	304
당기순이익	158	101	59	135	253
지배주주순이익	158	101	59	135	253
증가율(%)					
매출액	32.4	-8.8	-17.4	42.1	54.8
영업이익	-10.4	4.4	-72.7	224.3	123.9
EBITDA	-2.9	6.7	-62.4	152.2	107.3
순이익	7.7	-36.0	-41.1	127.2	87.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	28.1	32.2	10.6	24.3	35.1
EBITDA 이익률	31.3	36.7	16.7	29.6	39.6
세전이익률	33.8	29.0	19.3	28.5	34.3
순이익률	29.4	20.6	14.7	23.5	28.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	168	157	64	78	287
당기순이익	158	101	59	135	253
자산상각비	17	22	24	30	40
운전자본증감	25	23	25	-27	-7
매출채권 감소(증가)	-20	18	1	-71	19
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	54	-15
투자현금흐름	-180	-70	-238	-79	-117
유형자산처분(취득)	-37	-27	-47	-67	-104
무형자산 감소(증가)	-6	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-136	-38	-110	-3	-3
재무현금흐름	-42	-56	211	0	0
차입금의 증가(감소)	-43	-15	210	0	0
자본의 증가(감소)	1	-41	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	187	179	63	105	295
(-)운전자본증가(감소)	2	-20	287	27	7
(-)설비투자	37	27	47	67	104
(+)자산매각	-6	-2	-1	-1	-1
Free Cash Flow	142	170	-272	10	182
(-)기타투자	-25	1	-233	8	8
잉여현금	167	169	-40	2	174
NOPLAT	131	112	33	115	259
(+) Dep	17	22	24	30	40
(-)운전자본투자	2	-20	287	27	7
(-)Capex	37	27	47	67	104
OpFCF	109	127	-277	51	187

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	450	482	722	809	979
현금성자산	361	410	316	318	492
매출채권	69	53	58	129	110
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	417	415	635	681	754
투자자산	46	49	195	203	211
유형자산	78	97	137	183	257
무형자산	293	270	302	294	286
자산총계	867	897	1,357	1,489	1,733
유동부채	123	182	274	332	321
매입채무	47	40	49	103	88
유동성이자부채	34	90	135	135	135
비유동부채	155	79	363	366	368
비유동이자부채	116	33	304	304	304
부채총계	278	260	638	698	689
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	200	202	211	211	211
이익잉여금	389	490	549	684	937
자본조정	-7	-62	-48	-111	-111
자기주식	-23	-64	-62	-62	-62
자본총계	589	637	719	792	1,044

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,425	1,544	896	2,206	4,131
BPS	9,046	9,739	10,857	11,954	15,769
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,879	2,733	948	1,588	4,450
ROA(%)	20.0	11.4	5.3	9.5	15.7
ROE(%)	31.6	16.5	8.8	17.9	27.5
ROIC(%)	37.8	31.8	6.5	16.2	33.4
Multiples(x, %)					
PER	15.3	33.7	154.3	26.1	13.9
PBR	4.1	5.3	12.7	4.8	3.6
PSR	4.5	7.0	22.7	6.6	4.3
PCR	12.9	19.0	145.8	36.2	12.9
EV/EBITDA	13.0	17.3	137.9	23.1	10.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	47.3	40.9	88.7	88.1	66.0
Net debt/Equity	-37.5	-46.6	17.2	15.4	-5.0
Net debt/EBITDA	-131.5	-165.5	183.3	71.6	-14.9
유동비율	365.1	265.2	263.2	243.5	304.9
이자보상배율(배)	23.9	45.3	10.0	16.5	36.9
자산구조(%)					
투하자본	46.8	41.8	57.0	58.7	53.6
현금+투자자산	53.2	58.2	43.0	41.3	46.4
자본구조(%)					
차입금	20.3	16.2	37.9	35.7	29.6
자기자본	79.7	83.8	62.1	64.3	70.4

[Compliance Notice]

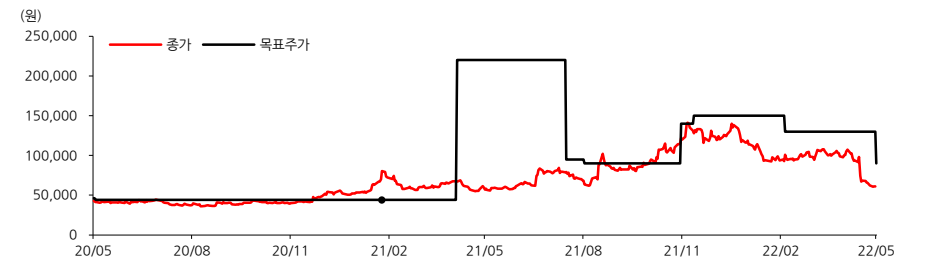
(공표일: 2022년 5월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[풀어비스의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.05.14	2020.08.14	2020.11.13	2021.07.27	2021.08.13	2021.11.11
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	95,000	90,000	140,000
일 시	2021.11.23	2022.01.12	2022.02.16	2022.02.28	2022.04.26	2022.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	130,000	130,000	130,000	90,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.14	Hold	44,000	10.55	82.73
2021.07.27	Buy	95,000	-23.31	-16.84
2021.08.13	Buy	90,000	0.26	27.67
2021.11.11	Buy	140,000	-6.14	0.71
2021.11.23	Buy	150,000	-22.15	-6.67
2022.02.16	Buy	130,000	-28.02	-17.23
2022.05.13	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%



크라프트온 (259960)

기존 라인업 안정적, 신작 기대감 서서히 반영 시점

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (신규)

목표주가(신규): 350,000원

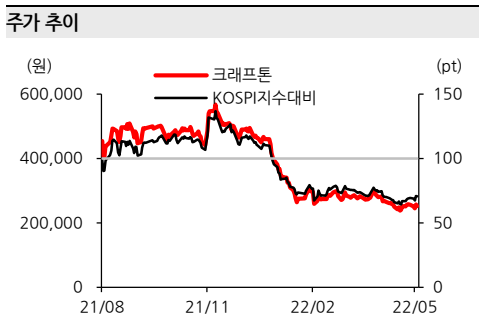
현재 주가(5/12)	252,000원
상승여력	▲38.9%
시가총액	123,662억원
발행주식수	49,072천주
52 주 최고가 / 최저가	567,000 / 238,500원
90 일 일평균 거래대금	641.95억원
외국인 지분율	28.6%

주주 구성	
장병규 (외 25 인)	35.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.0%
자사주 (외 1 인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.6	-2.7	-53.9	n/a
상대수익률(KOSDAQ)	-1.2	4.5	-39.8	n/a

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,670	1,886	2,059	2,482
영업이익	774	640	729	872
EBITDA	818	707	816	957
순이익	556	520	651	760
EPS(원)	13,001	10,617	13,909	16,232
순차입금	-675	-2,690	-2,926	-3,428
PER	0.0	43.3	18.1	15.5
PBR	0.0	4.9	2.3	2.1
EV/EBITDA	-0.8	28.0	11.6	9.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	61.9	17.9	13.2	13.5



동사의 1 분기 실적은 기존 게임 매출 반등과 비용 구조 개선으로 인해 시장 기대치를 상회했습니다. 우리는 동사에 대한 목표주가를 35 만 원으로 제시하고 커버리지를 개시합니다.

1분기 실적은 시장 기대치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 5230억 원, 영업이익 3119억 원을 기록하며 영업이익 기준 기대치를 크게 상회했다. 성수기에 진입한 라이브 게임 매출들이 반등했고, 비용구조가 개선된 점이 호실적의 이유다. PC 매출액은 무료화 이후 트래픽 증가가 타나났지만, 무료 G-coin 사용 영향으로 전분기 대비 7.2% 감소했다. 모바일 매출액은 3959억 원으로 전분기 대비 30% 증가했는데, 화평정영 성수기 효과와 인도를 비롯한 전 지역 배틀그라운드 매출이 호조세를 보인 것으로 파악된다. 인건비가 전분기 대비 16.6% 늘어났지만, 주식보상비용 환입금액 532억 원이 반영, 지급수수료 감소로 인해 영업이익률은 59.6%로 높아졌다.

기존 라인업 매출의 안정화 확인, 관건은 신작 성과

PC/콘솔 PUBG 무료화 이후 증가세를 나타내고 있는 트래픽이 매출로 연결될지가 관건이다. 무료화 이후 MAU는 3배, 유료 구매자수는 2배 이상 확대되어, 무료 코인 소멸과 함께 하반기 매출 증가가 나타날 가능성이 높다. 우리는 뉴스테이트의 매출 반등 전망은 하지 않았으며, 차기 신작 프로젝트M과 칼리스트프로토콜의 출시 예상 시기는 올해 연말로 예상해 가정했다. 게임 흥행 시에는 동사의 원P게임 디스카운트 요인도 해소될 것으로 기대된다. 이에 따라 배틀그라운드 IP 매출 비중은 1분기 기준 95%에서 22년 말 62%로 낮아질 것으로 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 35만 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 목표주가를 35만 원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS에 PER 목표배수 25배를 적용해 산출했다. 향후 밸류에이션은 1) PC/콘솔 PUBG 무료화 이후 유의미한 매출 반등이 나타나는지와, 2) 하반기 출시될 신작 프로젝트M과 칼리스트프로토콜 성과에 따라 상/하향 추세가 나타날 것으로 전망한다. 우리는 높았던 동사에 대한 실적 눈높이의 하향 조정은 일단락 되었다고 판단하며, 라이브 게임의 안정적인 매출 레벨을 확인했기 때문에 단기적으로는 신작 출시에 대한 구체화된 일정 공개 기대감에 따라 주가 모멘텀이 반영될 것으로 예상한다.

Valuation: 목표주가 35 만 원으로 커버리지 개시

크래프톤에 대한 목표주가를 35만 원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 현주가 대비 상승여력은 +39%다. 목표주가는 올해 예상 EPS에 PER 목표배수 25배를 적용해 산출했다. 목표배수는 국내외 동종업체 2022년 평균 PER에 20% 할증 적용한 수치다. 신작 흥행시에는 추가적인 멀티플 프리미엄을 부여할 수 있다고 판단한다.

현재 동사의 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 18배다. 국내외 동종업체 대비 저평가 국면은 아니지만, 메가IP를 기반으로 하는 글로벌 시장의 높은 트래픽과 인지도를 보유했다는 점이 반영되어 있다고 판단한다.

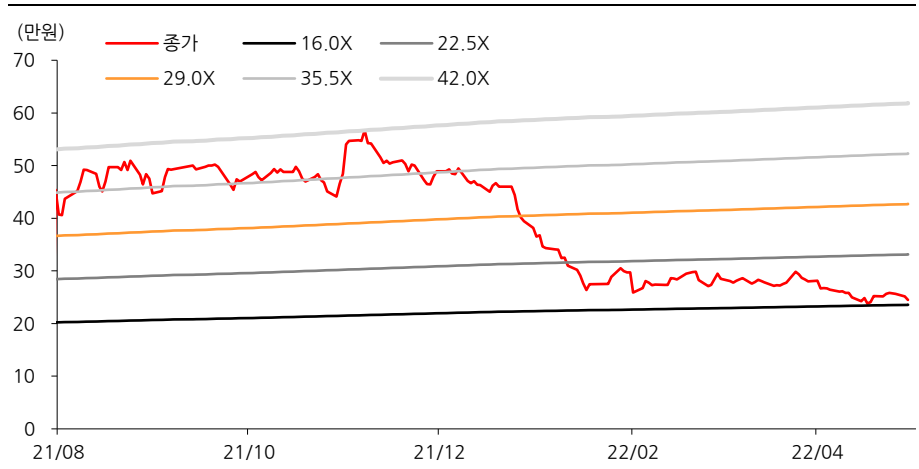
향후 밸류에이션은 1) PC/콘솔 PUBG 무료화 이후 유의미한 매출 반등이 나타나는지와, 2) 하반기 출시될 신작 프로젝트M과 칼리스트프로토콜 성과에 따라 상/하향 추세가 나타날 것으로 전망한다. 우리는 높았던 동사에 대한 실적 눈높이의 하향 조정은 일단락 되었다고 판단하며, 라이브 게임의 안정적인 매출 레벨을 확인했기 때문에 단기적으로는 차기 신작 출시에 대한 구체화된 정보 공개에 따라 주가 모멘텀이 반영될 것으로 예상한다.

[표1] 크래프톤의 목표주가 산정

2022E EPS(원)	13,909	
목표배수 PER(배)	25.1	국내의 동종업체 PER 평균에 20% 할증 적용
적정주가	349,116	
목표주가(원)	350,000	
현재주가(원)	252,000	
상승여력	38.9%	

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 크래프톤의 12 개월 선행 PER Band Chart



자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

실적 전망

1Q22 실적은
시장 기대치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 5230억 원, 영업이익 3119억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 크게 상회했다. 성수기에 진입한 라이브 게임 매출들이 호조세를 나타냈고, 비용 구조가 개선된 점이 호실적의 요인이다. PC 매출액은 무료화 버전 업데이트 이후 트래픽 증가가 나타나지만, 무료 G-coin 사용 영향으로 전분기 대비 7.2% 감소했다. 모바일 매출액은 3959억 원으로 전분기 대비 30% 증가했는데, 중국 화평정영 성수기 효과와 인도를 비롯한 전 지역 배틀그라운드 매출이 호조세를 보인 것으로 파악된다. 인건비가 전분기 대비 16.6% 늘어났지만, 주식보상비용 환입금액 532억 원이 반영되고 지급수수료 감소로 인해 영업이익률은 59.6%로 높아졌다.

2022년 매출액 2.06조 원,
영업이익 7286억 원 전망

우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 2.06조 원, 영업이익 7286억 원을 전망한다. 이는 전년대비 각각 9.2%, 13.9% 성장하는 수준이다. 2분기는 라이브 게임의 비수기에 신작이 없는 모멘텀 공백기이지만, 조만간 연내 신작 출시에 대한 구체화된 정보가 공개되면서 기대감이 높아질 것으로 예상된다. PC/콘솔 PUBG 무료화 이후 증가세를 나타내고 있는 트래픽이 매출로 연결될지가 관건이다. 무료화 이후 MAU는 3배, 유료 구매자 수는 2배 이상 확대되어, 무료 코인 소멸과 함께 하반기 매출 증가가 나타날 가능성이 높다. 우리는 뉴스테이트의 매출 반등 전망은 하지 않았으며, 차기 신작 프로젝트M과 칼리스토프로토클의 출시 예상 시기는 올해 연말로 예상해 가정했다. 게임 흥행 시에는 동사의 원P게임 디스카운트 요인도 해소될 것으로 기대된다. 이에 따라 배틀그라운드 IP 매출 비중은 1분기 기준 95%에서 22년 말 62%로 낮아질 것으로 전망한다.

[표2] 크래프톤의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	461.0	459.3	521.9	444.0	523.0	480.3	481.0	575.0	1,670	1,886	2,059	2,482
YoY (%)	-11.6	7.0	42.3	25.9	13.5	4.6	-7.8	29.5	53.6	12.9	9.2	20.5
PC	66.1	88.6	129.5	114.4	106.1	107.5	109.7	119.0	264.9	398.5	442.3	706.0
모바일	378.8	354.2	380.5	303.7	395.9	352.0	348.0	203.1	1,341	1,417	1,299	1,362
콘솔	4.0	4.2	5.0	6.7	15.0	8.9	8.7	232.4	29.5	19.9	265.0	356.0
기타	12.1	12.5	6.9	19.3	5.9	11.9	14.6	20.6	34.7	50.7	53.0	57.9
영업비용	233.8	285.2	326.7	401.0	211.1	331.4	363.1	425.1	897	1,247	1,331	1,610
YoY (%)	28.0	12.0	64.0	54.2	-9.7	16.2	11.2	6.0	23.1	39.1	6.7	21.0
인건비	84.7	93.4	80.8	94.8	110.5	130.0	140.0	72.3	331	354	453	539
앱수수료	35.8	40.2	59.6	57.7	51.6	50.5	57.6	74.3	151	193	234	283
지급수수료	76.1	95.3	70.0	118.1	55.9	62.9	77.8	144.9	272	360	342	420
광고선전비	10.0	27.4	70.6	59.0	-53.2	48.5	42.5	66.3	43	82	100	139
영업이익	227.2	174.2	195.3	43.0	311.9	148.9	117.9	150.0	773.9	639.6	728.6	871.8
YoY (%)	-33.0	-0.3	16.5	-53.6	37.3	-14.5	-39.6	248.8	115.4	-17.3	13.9	19.7
영업이익률 (%)	49.3	37.9	37.4	9.7	59.6	31.0	24.5	26.1	46.3	33.9	35.4	35.1
당기순이익	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	103.7	91.2	117.2	556	520	556	641
YoY (%)	-31.6	16.6	62.1	-84.9	26.4	-26.6	-48.8	1778.5	99.5	-6.5	6.9	15.3
순이익률 (%)	42.1	30.8	34.2	1.4	46.9	21.6	19.0	20.4	33.3	27.6	27.0	25.8

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 크래프톤 신작 라인업

게임명	장르	개발사	지역	출시 예정 시기
더칼리스토프로토콜	액션/호러	스트라이킹 디스턴스	글로벌	2H22
프로젝트 M	턴제 전략	언노운 윌즈	글로벌	2H22

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 국내외 동종 업체 밸류에이션 비교

(단위: %, 국내: 원, 심역 원, 해외: \$, M\$)

	게임사	현재주가	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		매출액성장률		영업이익성장률		영업이익률	
				2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E
국내	엔씨소프트	413,000	8,749	33.3	15.6	4.1	2.4	25.1	9.5	-4.4	21.6	-54.4	82.2	16.3	24.4
	넷마블	88,600	7,211	42.6	21.8	1.8	1.2	33.2	12.5	0.9	27.9	-44.5	107.4	6.0	9.8
	카카오게임즈	57,900	4,278	12.9	19.2	3.4	1.8	45.5	10.3	104.3	45.5	68.4	198.1	11.1	22.7
	펄어비스	61,200	3,808	142.1	18.5	11.8	4.1	121.1	13.0	-17.4	66.0	-72.7	441.1	10.6	34.7
	쿠팡스	88,600	1,000	14.6	10.6	1.6	0.8	25.9	6.7	9.8	33.8	-53.9	75.6	9.4	12.4
	NHN	30,450	1,112	17.1	15.4	0.9	0.5	6.3	3.2	14.8	16.1	-4.3	5.7	5.1	4.6
	더블유게임즈	44,700	771	7.8	6.1	1.2	0.8	4.4	3.6	-5.2	0.2	-2.0	-1.4	30.5	30.0
	위메이드	69,700	2,082	19.1	14.2	9.4	3.1	55.8	8.8	164.4	95.0	n/a	103.3	29.1	30.3
해외	Blizzard	77	60,572	18.9	25.5	2.9	3.1	12.0	16.0	8.9	-3.0	19.2	-8.3	37.0	36.9
	Electronic Arts	120	33,884	34.8	16.7	4.7	4.2	21.3	11.3	1.7	21.2	7.9	127.7	16.1	32.1
	Netease	88	57,693	27.3	20.0	4.6	3.6	18.3	14.4	18.9	10.5	12.9	16.0	18.7	20.1
	Bandai Namco	8,422	14,370	22.0	21.1	3.5	3.0	11.6	10.4	2.3	-5.6	48.2	-16.0	14.1	13.4
	Square Enix	5,390	4,967	27.2	15.4	3.0	2.3	10.8	7.7	24.8	-11.8	44.2	-1.8	14.3	15.8
	NEXON	2,976	20,403	17.3	25.7	2.4	2.9	14.5	16.2	-6.3	1.5	-17.9	8.5	33.4	35.7
	Gungho	2,574	1,791	7.6	9.0	1.5	1.3	1.8	4.3	5.8	-18.0	8.8	-24.1	31.4	29.5
	Mixi	2,252	1,344	13.3	16.3	1.1	0.9	2.5	3.1	6.4	-20.6	33.7	-49.7	19.2	12.2

주: 2022년 5월 12일 종가 기준. 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

기업개요

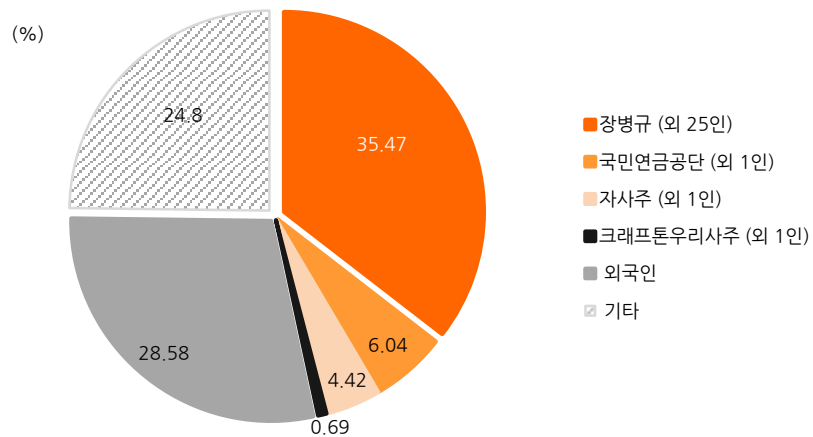
크래프톤은 2007년 3월 블루홀 스튜디오로 설립된 후 글로벌 게임의 개발 및 퍼블리싱을 주사업으로 영위하고 있으며, 현재 크래프톤 본사 산하 총 7개의 독립된 개발 스튜디오(라이징윙스, 블루홀, 드림모션, 펄지, 스트라이킹 디스턴스, 언노운 윙즈, 5민랩 등)를 갖추고 있다.

동사의 강점은 글로벌 메가 IP <배틀그라운드>를 보유하고 있다는 점이며, 이 외에도 <테라>, <엘리온> 등 여러 게임을 서비스하고 있다. 2021년 8월 코스피 시장에 상장하여 본격적으로 사업 확대를 이어가는 중이다.

동사의 매출 구성을 살펴보면 지난해 말 기준 매출의 94%가 해외에서 발생하고 있으며 전세계 권역에서 동사의 게임이 서비스되고 있다. 나아가, 당사는 향후 성장성이 주목되는 인도, 동남아, 중동을 포함한 신흥시장에 주목하고 있다. 2021년 11월에 자체 개발한 <뉴스테이트 모바일>을 글로벌 시장에 런칭했다.

올해 동사는 <더 칼리스트 프로토콜>, <프로젝트M> 등 AAA급 신작 라인업이 대기 중이고, 게임 산업 트렌드에 맞춰 웹3.0 및 NFT 사업을 통해 사업 영역 확장을 시도하고 있다.

[그림2] 크래프톤의 주주 구성



자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 크래프톤의 연혁

날짜	연혁
2017년 3월	블루홀지노게임즈, 배틀로얄 게임 <배틀그라운드> 스팀 Early Access 출시
2017년 12월	블루홀피닉스, 모바일 스포츠 게임 <미니골프킹> 글로벌 출시
2018년 4월	블루홀, <테라> 콘솔버전 북미, 유럽 출시
2018년 11월	크래프톤, <테라> 콘솔버전 일본 출시
2019년 5월	스트라이킹 디스턴스 스튜디오 설립
2019년 9월	크래프톤, 모바일 게임 <미니라이프> 글로벌 출시
2019년 10월	스콜, 모바일 RPG <테라 오리진> 일본 출시
2019년 10월	크래프톤, <미스트오버> 콘솔 및 PC 출시
2019년 11월	피닉스, 모바일 게임 <골프킹> 글로벌 출시
2020년 3월	레드사하라스튜디오, 모바일 게임 <테라 히어로> 출시
2020년 6월	크래프톤, <빅배드몬스터즈> 일본 출시
2020년 12월	블루홀스튜디오 분할 신설
2020년 12월	블루홀스튜디오, <엘리온> 출시
2021년 7월	크래프톤, <배틀그라운드 모바일 인도> 출시
2021년 5월	드림모션 스튜디오 인수
2021년 10월	블루홀스튜디오, <엘리온> 북미/유럽 출시
2021년 10월	라이징윙스, <캐슬 크래프트> 글로벌 출시
2021년 10월	언노운 월즈 스튜디오 인수
2021년 11월	크래프톤, <뉴스테이트 모바일> 글로벌 출시
2022년 2월	5 민랩 스튜디오 인수

자료: 크래프톤, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

스튜디오 현황

블루홀 블루홀 스튜디오는 크래프톤 내에서 MMORPG를 주력으로 담당하고 있는 스튜디오이다. 동사 내 인하우스 스튜디오 형태에서 2020년 12월 분할 신설되었다. 주요 개발 게임은 <테라>와 <엘리온> 등이 있다.

스트라이킹 디스턴스 스트라이킹 디스턴스 스튜디오는 서구권에서 AAA급 타이틀(데드 스페이스, 콜 오브 듀티 등)을 주로 제작하던 글렌 스코필드가 이끄는 스튜디오로 2019년 5월에 설립되었다. 올해는 목성의 달 칼리스토에 위치한 감옥을 배경으로 한 스토리 기반 싱글플레이어 생존 공포 게임 <더 칼리스토 프로토콜> 출시 예정이다.

언노운 윌즈 언노운 윌즈 스튜디오는 <하프라이프 모드>, <내추럴 셀렉션>, <서브노티카> 등의 개발사로 크래프톤이 유가증권시장 상장 이후 첫 번째로 2021년 10월에 인수한 스튜디오이다. 신작으로는 올해 PC와 모바일 플랫폼을 지원하는 Sci-Fi 세계관의 턴제 전략 게임 <프로젝트M>을 얼리 액세스하는 것이 목표다.

[표6] 크래프톤 스튜디오 현황

개발 스튜디오	전문 장르	특징
펍지	배틀로얄, 서바이벌	- <배틀그라운드>, <배틀그라운드 모바일> 등 대형 배틀로얄 개발 - <배틀그라운드: 뉴스테이트>, <Thunder Tier One> 출시
블루홀	MMORPG	- 당사 내 In-House 스튜디오 형태에서 2020년 12월 분할신설 - <테라>, <엘리온> 등 대형 MMORPG 개발
라이징윙스	캐주얼(스포츠, 아케이드)	- 피닉스와 딜루전스튜디오가 합병하며 신설 - <볼링킹>, <골프킹> 등 캐주얼 모바일게임 개발 전문
드림모션	액션, 전략, 로그라이크	- <Gun Strider>, <Road to Valor: World War II>, <Ronin: The Last Samurai> 개발, 모바일게임 전문 - 다양한 장르 도전을 통한 기존 게임 및 플레이 패턴을 재해석하고 새롭게 조합
스트라이킹 디스턴스	서바이벌, 호러	- 서구권에서 AAA급 타이틀을 주로 제작하던 제작진을 주축으로 미국 캘리포니아에 설립 - AAA급 게임인 <더 칼리스토 프로토콜> 올해 출시 예정(PC, 콘솔)
언노운 윌즈	액션, 어드벤처, 전략, FPS	- <서브노티카>, <내추럴 셀렉션> 시리즈 등 개발 - <Project M>을 2022년 Early Access 출시 목표로 개발 중
5 민랩	모바일	- <스매시 레전드>, <토이클래시> 등 개발 - 모바일게임, VR 게임, 하이퍼 캐주얼 게임 다수 출시

자료: 크래프톤, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,087	1,670	1,886	2,059	2,482
매출총이익	1,087	1,670	1,886	2,059	2,482
영업이익	359	774	640	729	872
EBITDA	397	818	707	816	957
순이자손익	-3	-2	4	-10	-9
외화관련손익	-2	-90	104	0	0
지분법손익	-3	-1	0	0	0
세전계속사업손익	362	667	750	834	950
당기순이익	279	556	520	651	760
지배주주순이익	279	556	520	651	760
증가율(%)					
매출액	-2.9	53.6	12.9	9.2	20.5
영업이익	19.7	115.4	-17.3	13.9	19.7
EBITDA	29.8	106.1	-13.5	15.4	17.3
순이익	11.1	99.5	-6.5	25.2	16.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	33.0	46.3	33.9	35.4	35.1
EBITDA 이익률	36.5	49.0	37.5	39.6	38.6
세전이익률	33.3	39.9	39.8	40.5	38.3
순이익률	25.6	33.3	27.6	31.6	30.6

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	62	649	714	342	623
당기순이익	279	556	520	651	760
자산상각비	38	44	68	87	85
운전자본증감	-355	-153	-35	-398	-223
매출채권 감소(증가)	-292	-124	-61	-287	-314
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	-8	61	-120	83
투자현금흐름	-53	-1	-1,200	-107	-122
유형자산처분(취득)	-15	-26	-60	-67	-81
무형자산 감소(증가)	-2	-3	9	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-27	117	-25	-2	-2
재무현금흐름	15	-27	2,736	0	0
차입금의 증가(감소)	-135	-28	-39	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	2,773	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	499	949	955	740	846
(-)운전자본증가(감소)	462	-138	-148	398	223
(-)설비투자	16	26	61	67	81
(+)자산매각	-1	-3	9	-1	-1
Free Cash Flow	20	1,058	1,051	273	541
(-)기타투자	-98	379	1,305	37	39
잉여현금	118	679	-254	236	503
NOPLAT	277	646	443	569	697
(+) Dep	38	44	68	87	85
(-)운전자본투자	462	-138	-148	398	223
(-)Capex	16	26	61	67	81
OpFCF	-163	801	597	191	479

주: IFRS 별도기준

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	726	1,293	3,654	4,178	4,997
현금성자산	172	763	3,060	3,296	3,799
매출채권	381	474	547	834	1,148
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	264	427	1,981	1,999	2,034
투자자산	131	275	909	946	984
유형자산	127	140	244	229	230
무형자산	6	12	829	824	820
자산총계	990	1,719	5,635	6,177	7,032
유동부채	288	407	638	528	622
매입채무	91	196	340	220	303
유동성이자부채	28	34	55	55	55
비유동부채	118	98	389	390	391
비유동이자부채	67	54	316	316	316
부채총계	406	505	1,027	918	1,013
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	985	1,004	3,839	3,839	3,839
이익잉여금	-518	38	558	1,209	1,968
자본조정	114	168	206	206	206
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	584	1,214	4,608	5,259	6,019

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	6,932	13,001	10,617	13,909	16,232
BPS	72,638	141,883	94,107	107,400	122,914
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	12,401	22,191	19,504	15,112	17,286
ROA(%)	34.7	41.1	14.1	11.0	11.5
ROE(%)	n/a	61.9	17.9	13.2	13.5
ROIC(%)	n/a	147.3	50.6	37.3	38.0
Multiples(x, %)					
PER	0.0	0.0	43.3	18.1	15.5
PBR	0.0	0.0	4.9	2.3	2.1
PSR	0.0	0.0	11.9	6.0	5.0
PCR	0.0	0.0	23.6	16.7	14.6
EV/EBITDA	-0.2	-0.8	28.0	11.6	9.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	69.4	41.6	22.3	17.5	16.8
Net debt/Equity	-13.0	-55.6	-58.4	-55.6	-57.0
Net debt/EBITDA	-19.2	-82.5	-380.4	-358.5	-358.3
유동비율	252.2	317.8	572.5	791.0	804.0
이자보상배율(배)	41.0	136.6	91.9	29.8	35.7
자산구조(%)					
투자자본	60.0	29.0	25.1	28.8	29.0
현금+투자자산	40.0	71.0	74.9	71.2	71.0
자본구조(%)					
차입금	14.0	6.8	7.4	6.6	5.8
자기자본	86.0	93.2	92.6	93.4	94.2

[Compliance Notice]

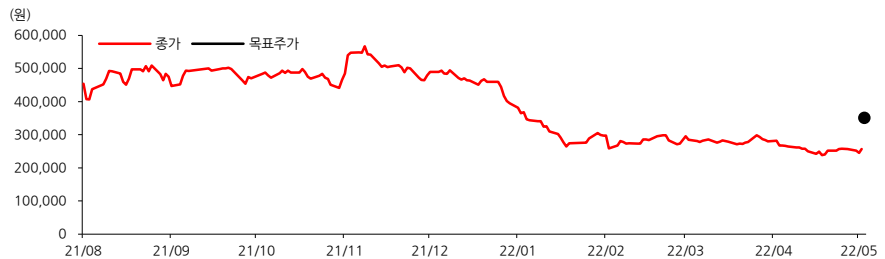
(공표일: 2022년 5월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[크래프트론 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.05.13				
투자의견	Buy				
목표가격	350,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리를]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.13	Buy	350,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%



엔씨소프트 (036570)

많은 우려가 반영된 주가, 다음 체크포인트는?

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (상향)

목표주가(유지): 580,000원

현재 주가(5/13)	439,500원
상승여력	▲32.0%
시가총액	96,488억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	872,000 / 398,500원
90 일 일평균 거래대금	734.3억원
외국인 지분율	42.1%
주주 구성	
김택진 (외 7 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.1	-14.0	-38.5	-47.7
상대수익률(KOSPI)	0.0	-8.8	-26.3	-31.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,416	2,309	2,739	3,149
영업이익	825	375	680	792
EBITDA	891	469	832	978
지배주주순이익	587	397	536	644
EPS	26,756	18,078	26,372	31,732
순차입금	-452	103	600	388
PER	34.8	35.6	16.7	13.9
PBR	6.5	4.5	3.3	2.8
EV/EBITDA	22.4	30.3	12.3	10.3
배당수익률	0.9	0.9	1.3	1.3
ROE	20.8	12.6	17.6	20.1

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 영업이익 기준 시장 기대치를 크게 상회했습니다. 라이브 게임의 매출 안정화는 매우 긍정적이지만, 리니지 W 매출이 2 분기부터 감소 추세가 불가피한 만큼 신작 출시에 대한 구체화가 밸류에이션 리레이팅을 견인할 것으로 전망합니다.

1분기 실적은 시장 기대치 크게 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 7903억 원, 영업이익 2442억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 크게 상회했다. 이는 자연스러운 매출 감소를 예상했던 리니지M과 2M이 콘텐츠 업데이트로 인해 전분기 대비 각각 31%, 2.3%로 성장했고, 리니지W의 매출도 온기로 반영되며 전분기 대비 4% 증가했기 때문이다. 리니지W의 일평균 매출은 41억 원을 기록했다. 인건비는 일회성 인센티브 제거로 인해 전분기 대비 15% 감소, 마케팅비는 신작 부재로 65% 감소했으며, 이에 따라 영업 이익률은 30.9%까지 높아지며 호실적을 시현했다.

2분기와 3분기 이익 감소 불가피, 신작 모멘텀이 관건

리니지W의 매출이 하향 안정화되며 2분기와 3분기 영업이익은 감소 추세가 불가피 할 것으로 예상된다. 우리는 2분기와 3분기 영업이익이 전분기 대비 각각 39%, 22% 감소할 것으로 전망한다. 이익 반등을 위해서는 신작이 관건인데, 리니지W 2권역(미국/유럽)과 TL 출시는 4분기로 계획되어 있어 단기 모멘텀 공백이 불가피하다. 한편, 동사가 글로벌 시장을 타겟하는 신규 IP 5종은 TL 제외하고 아직 출시 계획이 정해져있지 않았지만, MMORPG 뿐만 아니라 액션 배틀로열, 수집형 RPG, 인터랙티브 무비 등 다양한 장르로 확장이 예상되어, 리니지IP 탈피 기대감이 높아질 수 있다.

목표주가 58만 원 유지하고 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가 58만 원을 그대로 유지한다. 연간 실적 전망치에 대한 큰 변경은 없다. 연초 이후 크게 하락한 동사의 주가는 신작 부재와 이익 부진 우려가 반영되었다고 판단해 투자의견을 Buy로 상향한다. 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 17배다. 기존 라이브 게임의 매출 안정화는 매우 긍정적이다. 다만, 리니지W의 매출이 1분기를 피크로 2분기부터 감소 추세가 불가피한 만큼 신작 출시에 대한 구체화가 밸류에이션 리레이팅을 견인할 것으로 전망한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	624.5	598.6	725.9	2,416	2,309	2,739	3,149
YoY (%)	(29.9)	(0.0)	(14.4)	34.9	54.2	16.0	19.6	(4.1)	42.0	(4.4)	18.6	14.9
리니지 1	48.9	36.4	29.1	19.6	26.2	21.7	18.0	36.1	176	134	102	144
리니지 2	26	24	25	24	23	23	22	21	104	100	90	79
아이온	23	20	18	14	16	16	16	17	46	75	65	72
블레이드앤소울	14	10	10	9	7	10	9	7	72	44	34	39
길드워 2	16	16	19	22	20	23	23	18	61	74	84	83
모바일&기타	343	376	353	262	285	245	262	244	1,762	1,728	2,109	1,831
Lineage M	173	134	150	89	116	99	104	81	829	546	399	324
Lineage 2M	152	218	158	124	127	101	120	129	850	653	477	515
블&소 2M			23	32	24	23	19	18		54	84	72
리니지 W				358	373	225	189	234		358	1,021	792
로열티	45	43	41	43	39	43	43	42	218	172	167	168
영업비용	456	426	404	648	546	476	483	554	1,591	1,934	2,060	2,357
YoY (%)	(6.9)	29.2	10.0	60.1	19.8	11.9	19.4	(14.4)	30.2	21.5	6.5	14.4
인건비	233	186	175	256	219	229	241	265	718	849	954	1062
지급수수료	147	161	152	248	259	187	180	218	683	708	844	945
마케팅비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	33.4	35.1	43.8	127	283	154	234
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	148.1	115.8	171.6	825	375	680	792
YoY (%)	(76.5)	(46.0)	(55.8)	(30.2)	330.4	31.3	20.4	56.8	72.2	(54.5)	81.2	16.5
영업이익률 (%)	11.1	20.9	19.2	14.5	30.9	23.7	19.4	23.6	34.1	16.3	24.8	25.1
당기순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	123.4	99.4	145.6	587	396	536	644
순이익률 (%)	15.6	17.5	19.9	16.1	21.3	19.8	16.6	20.1	24.3	17.1	19.5	20.5

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,701	2,416	2,309	2,739	3,149
매출총이익	1,701	2,416	2,309	2,739	3,149
영업이익	479	825	375	680	792
EBITDA	531	891	469	832	978
순이자손익	29	26	35	31	33
외화관련손익	38	24	35	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	496	803	491	690	800
당기순이익	359	587	396	536	644
지배주주순이익	358	587	397	536	644
증가율(%)					
매출액	-0.8	42.0	-4.4	18.6	14.9
영업이익	-22.1	72.2	-54.5	81.2	16.5
EBITDA	-17.3	67.6	-47.3	77.3	17.6
순이익	-14.8	63.3	-32.5	35.3	20.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	28.2	34.1	16.3	24.8	25.1
EBITDA 이익률	31.2	36.9	20.3	30.4	31.1
세전이익률	29.2	33.2	21.3	25.2	25.4
순이익률	21.1	24.3	17.1	19.5	20.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	392	708	391	18	780
당기순이익	359	587	396	536	644
자산상각비	52	66	94	152	186
운전자본증감	-71	-46	35	-60	-56
매출채권 감소(증가)	-106	11	-30	51	-22
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	3	0
매입채무 증가(감소)	3	3	0	-62	21
투자현금흐름	-234	-696	-188	-413	-467
유형자산처분(취득)	-50	-62	-286	-340	-391
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-177	-599	100	-17	-18
재무현금흐름	-46	-159	-112	-119	-119
차입금의 증가(감소)	86	-40	249	0	0
자본의 증가(감소)	-122	-108	-361	-119	-119
배당금의 지급	125	108	176	-119	-119
총현금흐름	560	904	511	77	836
(-)운전자본증가(감소)	-136	481	112	60	56
(-)설비투자	51	64	287	340	391
(+)자산매각	-2	2	1	-1	-1
Free Cash Flow	642	360	113	-323	388
(-)기타투자	211	-401	-145	54	57
잉여현금	432	761	258	-378	332
NOPLAT	347	602	302	528	637
(+) Dep	52	66	94	152	186
(-)운전자본투자	-136	481	112	60	56
(-)Capex	51	64	287	340	391
OpFCF	484	123	-3	280	377

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,088	2,444	2,453	1,960	2,256
현금성자산	980	796	677	180	393
매출채권	271	282	327	275	298
재고자산	2	1	6	3	4
비유동자산	1,259	1,637	2,129	2,373	2,636
투자자산	859	1,219	1,340	1,394	1,451
유형자산	350	368	747	937	1,143
무형자산	50	50	42	42	42
자산총계	3,346	4,081	4,582	4,333	4,892
유동부채	450	509	663	608	636
매입채무	195	234	316	254	275
유동성이자부채	43	42	181	181	181
비유동부채	384	427	767	773	779
비유동이자부채	324	301	599	599	599
부채총계	834	937	1,431	1,381	1,415
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	436	433	433	433	433
이익잉여금	2,382	2,857	3,071	3,488	4,013
자본조정	-329	-160	-367	-983	-983
자기주식	-431	-431	-616	-616	-616
자본총계	2,512	3,145	3,151	2,952	3,478

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	16,315	26,756	18,078	26,372	31,732
BPS	113,836	143,098	143,429	134,360	158,292
DPS	5,220	8,550	5,860	5,860	5,860
CFPS	25,489	41,161	23,268	3,528	38,089
ROA(%)	11.4	15.8	9.2	12.0	14.0
ROE(%)	14.7	20.8	12.6	17.6	20.1
ROIC(%)	29.9	43.6	16.5	24.2	26.1
Multiples(x, %)					
PER	33.2	34.8	35.6	16.7	13.9
PBR	4.8	6.5	4.5	3.3	2.8
PSR	7.0	8.5	6.1	3.5	3.1
PCR	21.2	22.6	27.6	124.6	11.5
EV/EBITDA	21.2	22.4	30.3	12.3	10.3
배당수익률	1.0	0.9	0.9	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	33.2	29.8	45.4	46.8	40.7
Net debt/Equity	-24.4	-14.4	3.3	20.3	11.1
Net debt/EBITDA	-115.5	-50.8	22.0	72.2	39.6
유동비율	464.2	479.9	369.7	322.4	354.9
이자보상배율(배)	56.9	91.9	28.5	45.7	53.2
자산구조(%)					
투하자본	38.7	44.3	50.5	59.5	58.3
현금+투자자산	61.3	55.7	49.5	40.5	41.7
자본구조(%)					
차입금	12.7	9.8	19.8	20.9	18.3
자기자본	87.3	90.2	80.2	79.1	81.7

[Compliance Notice]

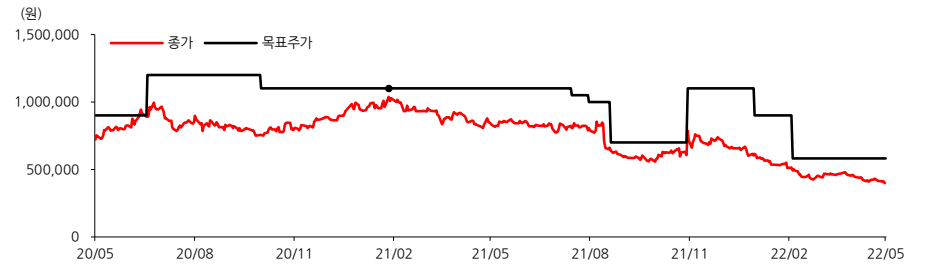
(공표일: 2022년 5월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2020.05.13	2020.06.30	2020.08.14	2020.10.13	2020.11.17
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		900,000	1,200,000	1,200,000	1,100,000	1,100,000
일시	2020.12.15	2021.07.27	2021.08.12	2021.09.01	2021.11.11	2021.11.23
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표 가격	1,100,000	1,050,000	1,000,000	700,000	1,100,000	1,100,000
일시	2021.12.07	2022.01.12	2022.02.16	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.16
투자 의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표 가격	1,100,000	900,000	580,000	580,000	580,000	580,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.06.30	Buy	1,200,000	-29.67	-17.08
2020.10.13	Buy	1,100,000	-20.58	-5.64
2021.07.27	Buy	1,050,000	-22.28	-19.90
2021.08.12	Buy	1,000,000	-22.96	-14.70
2021.09.01	Hold	700,000	-13.37	-6.14
2021.11.11	Buy	1,100,000	-37.64	-28.55
2022.01.12	Buy	900,000	-38.28	-31.56
2022.02.16	Hold	580,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%