

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

259960 · 게임

크래프톤

중국 게임 규제안에 대한 과도한 우려

(유지)

매수

목표주가

300,000원

상승여력

68.1%

현재주가(23/12/22)

178,500원

KOSPI	2,599.51	시가총액(십억원)	8,633	발행주식수(백만주)	48	외국인 보유비중(%)	33.0
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

신규 규제안 도입에 따른 화평정영 영향은 제한적

중국 신규 규제안은 유저 개인당 지출액이 과도하게 높은 게임을 타겟으로 한다. 화평정영의 경우 스킨 판매가 주요 매출원이며 ARPU 자체가 수천 원 수준에 불과한 게임이다. ARPU가 수만 원 수준인 수집형 RPG나 수십만 원 수준인 MMORPG와는 비교가 어려운 수준의 라이트한 게임이다. P2W 요소에 대한 규제, 계정 당 충전 한도의 제한 등과 같은 신규 규제가 생기더라도 영향을 받을 부분이 제한적이다.

이번 급락은 매수 기회. 업종 내 Top Pick 유지

이번 중국 규제안 발표에 따른 조정으로 11월 이후 주가 급등에 따른 밸류에이션 부담이 해소된 상황이다. 24F P/E 13.7배 수준에 불과하다. 동사가 준비 중인 미래 스토리(24년, 25년 신작)에 중국은 애초에 존재하지 않았다. 24년부터 가속화될 신작 모멘텀과 생성 AI 도입에 따른 게임 산업 리레이팅 가능성을 고려 시 여전히 국내 게임사 중 가장 매력적인 투자처다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.2	-12.3	-0.3
상대주가	-17.1	-12.5	-9.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,885	1,854	1,796	2,093	2,356
영업이익 (십억원)	651	752	712	768	921
영업이익률 (%)	34.5	40.6	39.6	36.7	39.1
순이익 (십억원)	520	500	700	631	744
EPS (원)	11,442	10,194	14,362	13,048	15,383
ROE (%)	17.9	10.3	12.8	10.3	10.9
P/E (배)	40.2	16.5	12.4	13.7	11.6
P/B (배)	4.9	1.6	1.5	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

중국 신규 게임 규제 초안 발표

12/22일 중국 국가신문출판서가 온라인 게임에 대한 신규 규제 초안을 공개했다. 주요 규제 사항은 1) 일일 로그인 보상과 최초 충전 보너스, 연속 충전 보너스와 같은 BM 금지, 2) 유저들의 계정에 대한 충전 한도 설정, 3) 경매장과 같은 게임 내 아이템 매매가 가능한 요소의 금지다. 1/22일까지 의견을 수렴한 이후 최종안을 내놓을 예정이다.

전반적인 장르에서의 매출 타격이 불가피할 것으로 보이거나 이번 신규 규제안의 주 타겟은 MMORPG와 수집형 RPG 장르로 판단한다. 일일 로그인, 연속 충전 보너스, VIP 등에 대한 규제는 수집형 RPG가 타겟으로 하며 계정에 대한 충전 한도 설정 및 경매장 등의 금지는 MMORPG가 주 타겟이 될 전망이다.

화평정영 영향은 제한적일 전망

이번 규제안에서 관찰되는 중국 당국의 의도는 유저 개인당 사회적으로 용인되기 어려운 수준의 과금을 하는 것은 지양하자는 것이다. 게임 산업에 대한 탄압이 목적이라고 한다면 내자 판호, 외자 판호의 연속적 발급을 통한 콘텐츠 공급 확대 기초를 가져갈 필요가 없다. 이번 규제는 ARPU, ARPPU가 과도하게 높은 게임들이 타겟이다.

화평정영의 경우 스킨 판매가 주요 매출원이며 ARPU 자체가 수천 원 수준에 불과한 게임이다. ARPU가 수만 원 수준인 수집형 RPG나 수십만 원 수준인 MMORPG와는 비교 자체가 어려운 라이트한 게임이다. P2W 요소에 대한 규제, 계정 당 충전 한도의 제한 등과 같은 신규 규제가 생기더라도 영향을 받을 부분이 제한적이다.

이번 급락은 매수 기회. 업종 내 Top Pick 유지

동사에 목표주가 300,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지하며 이번 중국 신규 규제안 이슈에 따른 주가 급락은 매력적 매수 기회로 판단한다. 동사는 국가신문출판서의 신규 규제안 발표 이후 22일 13.7% 급락했는데 이는 텐센트(-12.3%)보다도 큰 낙폭이다. 이번 규제안에서 논의되고 있는 사항들과는 동사의 BM이 거리가 있는 점을 고려 시 화평정영의 매출 영향은 제한적일 것으로 예상한다.

이번 조정으로 11월 이후 주가 급등에 따른 밸류에이션 부담이 해소된 상황이다. 24F P/E 13.7배 수준에 불과하다. 동사가 준비 중인 미래 스토리(24년, 25년 신작)에 중국은 애초에 존재하지 않았다. 24년부터 가속화될 신작 모멘텀과 생성 AI 도입에 따른 게임 산업 리레이팅 가능성을 고려 시 여전히 국내 게임사 중 가장 매력적인 투자처다.

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,854	1,796	2,093	2,356
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,854	1,796	2,093	2,356
판매비와관리비	1,102	1,084	1,325	1,435
조정영업이익	752	712	768	921
영업이익	752	712	768	921
비영업손익	-68	214	73	71
금융손익	26	27	31	38
관계기업등 투자손익	-35	0	0	0
세전계속사업손익	684	926	841	992
계속사업법인세비용	169	226	210	248
계속사업이익	515	700	631	744
중단사업이익	-15	0	0	0
당기순이익	500	700	631	744
지배주주	500	700	631	744
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	537	700	631	744
지배주주	537	700	631	744
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	859	833	875	1,019
FCF	486	450	703	799
EBITDA 마진율 (%)	46.3	46.4	41.8	43.3
영업이익률 (%)	40.6	39.6	36.7	39.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.0	39.0	30.1	31.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,893	4,475	5,115	5,842
현금 및 현금성자산	675	1,299	1,922	2,632
매출채권 및 기타채권	557	759	770	781
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,661	2,417	2,423	2,429
비유동자산	2,138	2,397	2,416	2,460
관계기업투자등	425	553	558	564
유형자산	223	271	240	220
무형자산	861	892	935	991
자산총계	6,030	6,872	7,532	8,302
유동부채	411	531	539	546
매입채무 및 기타채무	94	99	102	105
단기금융부채	64	207	209	211
기타유동부채	253	225	228	230
비유동부채	506	528	550	568
장기금융부채	140	401	401	401
기타비유동부채	366	127	149	167
부채총계	917	1,059	1,088	1,115
지배주주지분	5,112	5,812	6,443	7,187
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	3,468	4,167	4,798	5,542
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	5,113	5,813	6,444	7,188

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	590	753	854
당기순이익	500	700	631	744
비현금수익비용가감	360	319	287	308
유형자산감가상각비	76	92	81	75
무형자산상각비	32	29	26	24
기타	252	198	180	209
영업활동으로인한자산및부채의변동	-134	-231	14	12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	-210	-7	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	0	0	0
법인세납부	-245	-226	-210	-248
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,863	-206	-126	-141
유형자산처분(취득)	-26	-140	-50	-55
무형자산감소(증가)	5	-60	-70	-80
장단기금융자산의 감소(증가)	-124	-6	-6	-6
기타투자활동	-2,718	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-56	143	2	2
장단기금융부채의 증가(감소)	31	143	2	2
자본의 증가(감소)	-2,391	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	2,304	0	0	0
현금의 증가	-2,345	624	623	709
기초현금	3,019	675	1,299	1,922
기말현금	675	1,299	1,922	2,632

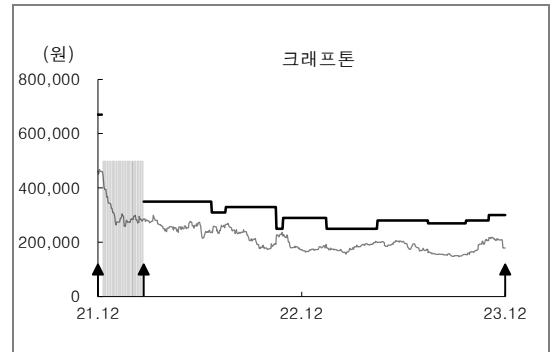
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	12.4	13.7	11.6
P/CF (x)	9.6	8.5	9.4	8.2
P/B (x)	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	8.9	6.7	5.7	4.2
EPS (원)	10,194	14,362	13,048	15,383
CFPS (원)	17,541	20,918	18,974	21,751
BPS (원)	104,151	120,167	133,214	148,597
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-1.7	-3.1	16.5	12.6
EBITDA증가율 (%)	19.6	-3.1	5.1	16.4
조정영업이익증가율 (%)	15.5	-5.3	7.9	19.9
EPS증가율 (%)	-10.9	40.9	-9.2	17.9
매출채권 회전율 (회)	3.5	2.8	2.8	3.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	8.5	10.8	8.8	9.4
ROE (%)	10.3	12.8	10.3	10.9
ROIC (%)	43.1	34.2	33.9	39.7
부채비율 (%)	17.9	18.2	16.9	15.5
유동비율 (%)	946.7	842.8	949.7	1,069.4
순차입금/자기자본 (%)	-12.2	-52.5	-57.1	-61.1
조정영업이익/금융비용 (x)	99.2	73.6	68.2	81.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)				
2023.11.27	매수	300,000	-	-
2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38
2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40
2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48
2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00
2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.09.27	매수	670,000	-27.04	-15.37



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 크래프톤 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.