

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

259960 · 게임

크래프톤

NDR 후기: 다시 한번 신작 출시 구간으로!

(유지)

매수

목표주가

280,000원

상승여력

44.4%

현재주가(23/11/13)

193,900원

KOSPI	2,403.76	시가총액(십억원)	9,378	발행주식수(백만주)	48	외국인 보유비중(%)	32.0
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

24년 이후 가속화될 신작 출시

내년에는 지스타에서 시연 예정인 신작 2종 다크앤다커 모바일(1H24), 인조이(2H24)와 블랙버짓(2H24)이 출시를 앞두고 있다. 25년 이후에는 기대작 넥스트 서브노티카(1H25), 프로젝트 골드러시(1H25), 프로젝트 윈드리스(2026)가 출시될 예정이다. 자체 개발작 외에도 소수지분 투자 개발사들의 퍼블리싱도 진행되면서 24~26년 출시 게임 수는 32건 이상에 달할 전망이다. 21~23년 출시 신작 수는 13건에 불과했다.

투자이견 '매수', 목표주가 280,000원, 업종 내 Top Pick 유지

크래프톤에 대해 여전히 강력한 매수 시점으로 판단한다. 1) 동사에 대한 가장 큰 우려였던 모바일 부분의 반등세, 2) 중국과 인도에서의 매출 호조, 3) 24F P/E 16배로 부담 없는 밸류에이션, 4) 24년 매출액, 영업이익 컨센서스 상향 가능성을 고려 시 현 시점 여전히 가장 매력적인 국내 게임주다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.2	-3.3	-14.6
상대주가	27.9	-0.4	-11.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,885	1,854	1,797	2,033	2,272
영업이익 (십억원)	651	752	712	712	848
영업이익률 (%)	34.5	40.6	39.6	35.0	37.3
순이익 (십억원)	520	500	700	590	690
EPS (원)	11,442	10,194	14,367	12,189	14,264
ROE (%)	17.9	10.3	12.8	9.7	10.2
P/E (배)	40.2	16.5	13.5	15.9	13.6
P/B (배)	4.9	1.6	1.6	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

PC, 모바일 게임 현황

3Q23 PC 매출액은 1,210억원으로 YoY 9% 감소했는데 이는 전년도 높았던 기저효과에 기인한다. 3Q22에는 PC 서비스 이후 처음으로 도입한 제련소 업데이트가 높은 매출액을 견인한 바 있다. 4Q23에는 신규 8x8km 대형맵 Rondo와 크로마 적용 성장형 무기 4종을 출시해 분위기 반전을 꾀할 계획이다.

3Q23 모바일 매출액은 3,090억원(+9% YoY)으로 YoY 성장 전환하며 실적 서프라이즈를 견인했다. 2분기까지 역성장이 심화된 중국 매출의 둔화폭이 완화되었으며 인도 매출액이 다시금 온기 반영되기 시작했다. 4분기에도 중국 지역 회복세가 이어지고 있는 것으로 추정된다. BGMI는 비수기인 4분기에도 다양한 인도 현지화 콘텐츠 공급을 통해 3분기 이상의 매출을 목표로 하고 있다.

24년 이후 가속화될 신작 출시

내년에는 지스타에서 시연 예정인 신작 2종 다크앤다커 모바일(1H24), 인조이(2H24)와 프로젝트 블랙버짓(2H24)이 출시를 앞두고 있다. 다크앤다커 모바일은 블루홀 스튜디오에서 Extraction RPG 장르로 개발 중이며 글로벌 출시 예정이다. 배틀로얄과 던전크롤러 요소를 결합하였다. 인조이는 인생 시뮬레이션 게임으로 언리얼엔진5를 기반으로 만들어져 현실 같은 경험과 높은 몰입감을 제공할 예정이다.

25년 이후에는 기대작 넥스트 서브노티카(1H25), 프로젝트 골드러시(1H25), 프로젝트 윈드리스(2026)가 연이어 출시될 예정이다. 자체 개발작 외에도 소수지분 투자 개발사들의 퍼블리싱도 진행되면서 24~26년 출시 게임 수는 32건 이상에 달할 전망이다. 21~23년 출시 신작 수는 13건(21년 4건, 22년 4건, 23년 5건)에 불과했다.

투자의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

크래프톤에 대해 여전히 강력한 매수 시점으로 판단하며 업종 내 Top Pick으로 지속 제시한다. 1) 동사에 대한 가장 큰 우려였던 모바일 부문의 반등세, 2) 중국과 인도에서의 매출 호조, 3) 24F P/E 16배로 부담 없는 밸류에이션, 4) 24년 매출액, 영업이익 컨센서스 상향 가능성을 고려 시 현 시점 여전히 가장 매력적인 국내 게임주다.

크래프톤에 23F, 24F 영업이익에 대한 당사 추정치는 7,120억원(Flat YoY) 수준이며 컨센서스는 23F 7,080억원, 24F 7,200억원이다. 3분기 탑라인, 바텀라인 서프라이즈에도 불구하고 24년 추정치가 보수적인 이유는 신작 정보(다크앤다커) 및 출시 시기(블랙버짓)에 대한 구체화가 이루어지지 않았기 때문이다. 지스타 시연 이후 다크앤다커 정보 구체화, 1H24 이후 블랙버짓 출시 시기 구체화 이후 컨센 상향이 이어질 전망이다.

주요 Q&A

Q. PC 4분기 상황은 어떤지?

- 4분기가 비수기다 보니 신규 업데이트들을 통한 복귀 유저 증가를 통해 방어를 하려고 하는 중
- 신규 대형맵 Rondo를 출시하고 크로마 적용 성장형 무기 4종을 출시

Q. 모바일 부문 중국 상황은 어떤지?

- 3분기 중국 둔화폭이 2분기 대비 상당 부분 축소. 4분기에도 둔화폭의 완화세가 이어지는 중
- 서바이벌 슈팅 장르 내에서의 선두 지위를 공고하게 유지 중인 상황. 중국 시장 자체의 회복세도 관찰 중

Q. BGMI 매출 수준은 어떤 수준인지?

- 구체적으로 말씀드리긴 어려우나 22년 좋은 시기 모바일 매출의 약 10% 수준

Q. BGMI 4분기 상황은 어떤지?

- 4분기가 크리켓 월드컵과 시험 기간 영향으로 비수기이다 보니 QoQ로 늘기는 쉽지 않음. 다양한 인도 현지화 업데이트를 통해서 방어 계획
- 상반기 이후에는 무료유저의 비중이 높은 것을 고려한 광고BM 도입을 고려 중

Q. 다크앤다커 출시 시기와 특징?

- 이번 지스타에서 시연 예정이며 내년 상반기 출시 계획
- 모바일 Extraction RPG로 배틀로얄, 던전크롤러 요소를 결합. 1인칭이었던 PC 버전과 달리 3인칭이며 자기장 개념을 도입

Q. 다크앤다커 소송 이슈? 만약 넥슨이 승소하면?

- 다크앤다커 모바일은 이름을 제외한 나머지 부분 100%를 자체 개발하였음. 넥슨이 승소하는 경우에는 다른 이름으로 출시되게 될 것

Q. 인조이 출시 시기, 특징, BM?

- 이번 지스타에서 시연 예정이며 내년 하반기 출시 계획
- 언리얼엔진5 기반으로 한 사실적인 그래픽으로 현실성과 몰입감을 극대화한 인생 시뮬레이션 게임
- 구체적인 BM에 대해서는 패키지판매 등 다양한 방안이 논의되고 있음

Q. 블랙버짓 개발 인력, 출시 시기, 트레일러 공개 계획?

- 개발 인력은 150명 수준으로 1H24 외부 테스트, 2H24 정식 출시를 계획 중
- 트레일러 등 공개 계획은 아직은 구체적으로 갖고 있지는 않은 단계

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	539	387	450	421	594	432	486	522	1,885	1,854	1,797	2,033
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	-11.2%	10.2%	11.5%	7.9%	23.9%	12.9%	-1.7%	-3.1%	13.1%
PC	178	117	121	115	189	129	135	164	399	465	532	617
모바일	348	245	309	290	389	286	333	318	1,417	1,253	1,192	1,326
콘솔	7	19	12	7	7	7	9	31	19	104	46	54
기타	5	6	8	8	8	9	9	9	51	32	27	35
영업비용	256	256	261	313	316	317	324	363	1,247	1,102	1,085	1,320
인건비	101	103	102	104	106	109	111	113	354	365	411	439
앱수수료/매출원가	47	32	60	54	70	61	67	78	193	207	193	277
지급수수료	62	71	65	85	65	74	68	89	360	325	282	296
광고선전비	5	9	18	22	23	25	27	30	82	130	54	105
주식보상비용	10	9	-20	11	15	11	12	13	167	-64	10	51
기타	31	32	36	36	37	38	39	39	91	139	135	153
영업이익	283	131	189	108	277	115	162	159	651	752	712	712
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	-14.2%	-2.0%	-12.7%	-14.5%	46.6%	-15.9%	15.5%	-5.3%	0.1%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	25.7%	46.7%	26.6%	33.3%	30.4%	34.5%	40.5%	39.6%	35.0%
지배주주순이익	267	129	212	93	220	99	136	134	520	500	700	590
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	22.0%	37.1%	23.0%	27.9%	25.7%	27.6%	27.0%	39.0%	29.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 1H24 신작 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2H24 신작 인조이(inZOI)



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,854	1,797	2,033	2,272
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,854	1,797	2,033	2,272
판매비와관리비	1,102	1,085	1,320	1,423
조정영업이익	752	712	712	848
영업이익	752	712	712	848
비영업손익	-68	214	74	72
금융손익	26	27	31	37
관계기업등 투자손익	-35	0	0	0
세전계속사업손익	684	926	786	920
계속사업법인세비용	169	226	197	230
계속사업이익	515	700	590	690
중단사업이익	-15	0	0	0
당기순이익	500	700	590	690
지배주주	500	700	590	690
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	537	700	590	690
지배주주	537	700	590	690
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	859	833	820	947
FCF	486	451	657	744
EBITDA 마진율 (%)	46.3	46.4	40.3	41.7
영업이익률 (%)	40.6	39.6	35.0	37.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.0	39.0	29.0	30.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,893	4,475	5,070	5,741
현금 및 현금성자산	675	1,299	1,877	2,531
매출채권 및 기타채권	557	759	769	780
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,661	2,417	2,424	2,430
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	7,486	8,201
유동부채	411	531	538	546
매입채무 및 기타채무	94	99	102	105
단기금융부채	64	207	209	211
기타유동부채	253	225	227	230
비유동부채	506	528	545	562
장기금융부채	140	401	401	401
기타비유동부채	366	127	144	161
부채총계	917	1,059	1,084	1,108
지배주주지분	5,112	5,812	6,401	7,091
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	3,468	4,168	4,757	5,447
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	5,113	5,813	6,402	7,092

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	591	707	799
당기순이익	500	700	590	690
비현금수익비용가감	360	319	273	291
유형자산감가상각비	76	92	81	75
무형자산상각비	32	29	26	24
기타	252	198	166	192
영업활동으로인한자산및부채의변동	-134	-230	10	10
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	-197	-230
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	625	578	654
기초현금	3,019	675	1,299	1,877
기말현금	675	1,299	1,877	2,531

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

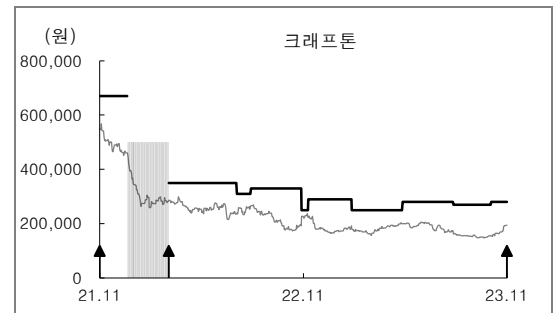
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	13.5	15.9	13.6
P/CF (x)	9.6	9.3	10.9	9.6
P/B (x)	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	8.9	7.6	7.0	5.4
EPS (원)	10,194	14,367	12,189	14,264
CFPS (원)	17,541	20,925	17,834	20,275
BPS (원)	104,151	120,171	132,361	146,624
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	13.1	11.8
EBITDA증가율 (%)	19.6	-3.0	-1.6	15.5
조정영업이익증가율 (%)	15.5	-5.3	0.1	19.1
EPS증가율 (%)	-10.9	40.9	-15.2	17.0
매출채권 회전율 (회)	3.5	2.8	2.7	3.0
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	8.2	8.8
ROE (%)	10.3	12.8	9.7	10.2
ROIC (%)	43.1	34.2	31.4	36.6
부채비율 (%)	17.9	18.2	16.9	15.6
유동비율 (%)	946.7	842.8	941.4	1,051.1
순차입금/자기자본 (%)	-12.2	-52.5	-56.7	-60.5
조정영업이익/금융비용 (x)	99.2	73.6	63.3	75.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)				
2023.10.17	매수	280,000	-	-
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.