

## Company Analysis

## 크래프톤 259960

Jan 22, 2024

## 꾸준한 성장이 가능한 거인

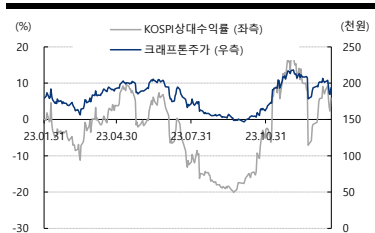
Buy 유지

TP 270,000 원 상향

## Company Data

현재가(01/19)	193,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	218,000 원
52 주 최저가(보통주)	146,500 원
KOSPI (01/19)	2,472.74p
KOSDAQ (01/19)	842.67p
자본금	49 억원
시가총액	93,582 억원
발행주식수(보통주)	4836 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	134 만주
평균거래대금(60 일)	259 억원
외국인지분(보통주)	33.41%
주요주주	
장병규 외 26 인	21.05%
IMAGE FRAME INVESTMENT	13.73%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	5.6	12.2
상대주가	-3.8	11.3	8.0

## 4Q23 Preview: 매출 &amp; 영업이익 컨센서스 부합 예상

4Q23 매출은 비수기에도 신규 맵 ‘론도’ 효과와 인도 BGMI 매출 반영으로 4,326 억원(YoY -8.7%, QoQ -3.9%), 영업이익은 효율적인 비용 집행 이어지며 1,048 억원(YoY -17.0%, OPM 24.2%)으로 컨센서스(매출 4,237억원, 영업이익 1,095 억원)에 부합했을 것으로 예상. PC 매출은 전분기비 비수기임에도 신규 맵 ‘론도’ 효과로 하락폭은 QoQ -0.8% 감소에 그쳤을 것으로 추정하며, TCP 매출 반영되었던 전년 동기비로는 YoY -7.5% 감소한 1,203억원, 모바일 매출은 글로벌 매출 견조하게 방어되는 가운데 BGMI 매출 반영되며 2,902억원(YoY +13.9%, QoQ -6.1%) 기록 추정.

영업비용 중 앱수수료/매출원가는 619억원(QoQ +3.3%, 매출 대비 14.3%), 인건비는 효율적 인건비 집행 이루어지며 1,025억원(QoQ +3.3%)에 그쳤을 것으로 추정. 2023년 1~3분기 누적 318억원 집행된 마케팅비는 신작 ‘다크 앤 다커 모바일’ 등 마케팅 이루어지며 4분기 390억원(YoY -8.4%, QoQ +115.7%) 기록 예상.

## 투자 의견 Buy, 목표주가 270,000원으로 상향

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 270,000원으로 상향. 목표주가 상향은 견조한 PC 및 모바일 PUBG의 트래픽 및 이익 기여를 반영해 2024년 지배주주순이익 추정치를 7,100억원으로 상향하고, target PER 18.6배(글로벌 게임사 peer 12MF PER 10% 할인)을 적용함에 따름.

동사는 2H23에 이루어진 라인업 구체화를 통해 신작을 통한 성장 가능성을 보여줬을 뿐 아니라, 2023년 12월 신규 맵 ‘론도’의 흥행을 통해 PUBG IP의 진화 가능성을 증명. PUBG IP의 강화/확장을 위해서 콘솔 전용 버전 개발, 유저 저변 확대를 위한 게임성 다변화 등 다양한 가능성을 고려하고 있는 것으로 파악되어 긴 호흡의 성장이 가능할 것으로 판단.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,885	1,854	1,809	1,975	2,139
YoY(%)	12.9	-1.7	-2.4	9.2	8.3
영업이익(십억원)	651	752	708	743	815
OP 마진(%)	34.5	40.6	39.1	37.6	38.1
순이익(십억원)	520	500	684	711	765
EPS(원)	11,442	10,194	13,927	14,752	15,880
YoY(%)	-83.3	-10.9	36.6	5.9	7.6
PER(배)	40.2	16.5	13.9	13.1	12.2
PCR(배)	21.9	9.6	9.0	8.9	8.6
PBR(배)	4.9	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	27.6	6.2	7.3	6.5	5.4
ROE(%)	17.9	10.3	12.6	11.6	11.1



인터넷/게임 김동우

3771-9249,

20210135@iprovest.com

## 게임

4Q23 Preview: 계획과 희망의 경계

[도표 19] 크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	523.0	423.6	433.7	473.8	538.7	387.1	450.3	432.6	1,670.4	1,885.4	1,854.0	1,808.7	1,975.2
성장률(YoY %)	13.5%	-7.8%	-16.9%	6.8%	3.0%	-8.6%	3.8%	-8.7%	53.6%	12.9%	-1.7%	-2.4%	9.2%
온라인	106.1	88.6	131.1	139.1	178.5	117.0	121.3	120.3	264.9	398.4	465.0	537.1	590.0
모바일	395.9	319.7	282.4	254.7	348.2	244.9	309.1	290.2	1,341.4	1,417.2	1,252.8	1,192.3	1,302.0
콘솔	15.0	9.6	11.7	67.7	7.2	19.0	12.0	11.7	29.5	19.6	133.9	50.0	50.3
기타	5.9	5.7	8.4	12.2	4.8	6.1	7.9	10.5	34.7	50.1	32.2	29.3	33.0
영업비용	208.0	257.7	289.1	347.6	255.7	255.6	261.0	327.9	896.6	1,234.7	1,102.4	1,100.2	1,232.0
인건비	108.3	94.2	98.9	63.4	100.8	103.2	102.3	102.5	331.2	345.0	364.8	408.8	431.4
주식보상비용	53.2	8.4	7.8	9.7	10.0	9.1	19.8	5.0	36.8	167.0	63.6	4.4	21.7
지급수수료	55.8	81.5	85.2	102.7	61.6	70.6	64.9	86.5	272.0	359.4	325.3	283.5	328.4
앱수수료	51.6	50.1	47.8	57.7	46.7	32.2	59.9	61.9	150.9	192.9	207.1	200.8	218.8
마케팅비용	17.5	11.3	19.7	81.2	5.1	8.7	18.1	38.9	42.6	82.2	129.7	70.7	99.2
기타	28.0	29.0	29.7	52.4	31.4	31.9	35.6	33.0	63.2	88.2	139.1	132.0	132.6
영업이익	315.0	165.8	144.6	126.2	283.0	131.5	189.3	104.8	773.9	650.6	751.6	708.5	743.2
성장률(YoY %)	36.8%	-6.2%	-27.0%	178.8%	-10.1%	-20.7%	30.9%	-17.0%	115.4%	-15.9%	15.5%	-5.7%	4.9%
OPM(%)	60.2%	39.2%	33.3%	26.6%	52.5%	34.0%	42.0%	24.2%	46.3%	34.5%	40.5%	39.2%	37.6%
순이익	239.5	199.7	226.4	165.4	267.2	128.5	211.6	76.9	556.3	519.9	500.2	684.2	710.8
NPM(%)	45.8%	47.1%	52.2%	-34.9%	49.6%	33.2%	47.0%	17.8%	33.3%	27.6%	27.0%	37.8%	36.0%

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 크래프톤 Valuation Table

(단위: 십억원, 천 주)

항목	가치산정	비교
12MF 지배주주순이익	710.8	
target PER	18.6	글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균 10% 할인
적정시가총액	13,221.59	
발행주식수	49,237	
적정주가	268,530	
목표주가	270,000	
현재주가	193,500	
상승여력	39.5%	

자료: 교보증권 리서치센터

## 게임

4Q23 Preview: 계획과 희망의 경계

[도표 21] 크래프톤 PUBG 10 번째 신규 맵 '론도'



자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 크래프톤 '다크 앤 다커 모바일'



자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 크래프톤 조직 개편 전략 'Scale-up the Creative': '글로벌 퍼블리셔'로의 전환을 추구

구분	내용
1. 퍼블리싱 실명제	'챔피언' 중심 스튜디오/프로젝트 관리 가상 조직 도입
2. 퍼블리싱 중심 조직화	헤드쿼터는 1PP 및 2PP 퍼블리싱에 집중. 2PP 강화 관점 조직 정비 및 구조 개편
3. Creative 발굴	'The Creative' 신설: 최대 30명, 1.5년 내 소프트웨어팀 소수지분 투자 확대: 2PP Title 확보

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 크래프톤 신작 라인업

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
1H24	Dark and Darker Mobile	Extraction RPG	글로벌	모바일	자체
2H24	Project inZOI	라이프 시뮬레이션	글로벌	PC	자체
	Project Black Budget	Extraction Shooter	글로벌	PC/콘솔	자체
2025	The Next Subnautica	어드벤처/생존	글로벌	PC/콘솔	자체
	Project Gold Rush	액션 어드벤처 샌드박스	글로벌	PC/콘솔	자체
2026	Project Windless	-	글로벌	PC/콘솔	자체
2024~	2PP Project 7건+	-	글로벌	-	퍼블리싱

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[크래프톤 259960]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,885	1,854	1,809	1,975	2,139
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,885	1,854	1,809	1,975	2,139
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,235	1,102	1,100	1,232	1,324
영업이익	651	752	708	743	815
영업이익률 (%)	34.5	40.5	39.2	37.6	38.1
EBITDA	718	859	791	809	868
EBITDA Margin (%)	38.1	46.3	43.7	41.0	40.6
영업외손익	111	-68	196	196	196
관계기업손익	-1	-35	0	0	0
금융수익	11	34	39	39	39
금융비용	-7	-8	-9	-9	-9
기타	108	-59	166	166	166
법인세비용차감전순이익	761	684	904	939	1,011
법인세비용	231	169	220	228	246
계속사업순이익	530	515	684	711	765
중단사업순이익	-10	-15	0	0	0
당기순이익	520	500	684	711	765
당기순이익률 (%)	27.6	27.0	37.8	36.0	35.8
비지배지분순이익	0	0	-1	-1	-2
지배지분순이익	520	500	685	712	767
지배순이익률 (%)	27.6	27.0	37.9	36.1	35.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	18	37	83	83	83
포괄순이익	538	537	767	794	848
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	538	537	767	794	848

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	714	513	802	752	795
당기순이익	520	500	684	711	765
비현금항목의 가감	435	360	372	339	320
감가상각비	62	76	56	42	31
외환손익	-60	-34	0	0	0
지분법평가손익	1	29	0	0	0
기타	433	290	316	298	289
자산부채의 증감	-35	-134	-87	-148	-147
기타현금흐름	-206	-214	-167	-150	-144
투자활동 현금흐름	-1,200	-2,863	-273	-274	-276
투자자산	-415	-2,658	-55	-55	-55
유형자산	-61	-27	0	0	0
기타	-724	-178	-218	-219	-221
재무활동 현금흐름	2,736	-56	-55	-56	-56
단기차입금	0	7	7	7	7
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	2,772	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-36	-62	-61	-62	-62
현금의 증감	2,299	-2,345	675	597	583
기초 현금	720	3,019	675	1,350	1,947
기말 현금	3,019	675	1,350	1,947	2,529
NOPLAT	453	566	536	563	617
FCF	425	513	531	481	524

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,654	3,893	4,602	5,326	6,098
현금및현금성자산	3,019	675	1,350	1,947	2,529
매출채권 및 기타채권	547	558	577	687	858
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	87	2,660	2,675	2,692	2,711
비유동자산	2,064	2,138	2,145	2,169	2,205
유형자산	244	223	167	125	94
관계기업투자금	395	425	515	605	695
기타금융자산	226	268	268	268	268
기타비유동자산	1,199	1,221	1,195	1,170	1,148
자산총계	5,718	6,030	6,747	7,495	8,303
유동부채	638	411	421	430	440
매입채무 및 기타채무	340	223	223	223	223
차입금	0	7	14	20	27
유동상채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	298	181	184	187	190
비유동부채	471	506	527	554	586
차입금	0	0	-1	-1	-2
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	471	506	528	555	587
부채총계	1,110	917	949	984	1,026
지배지분	4,608	5,112	5,797	6,509	7,276
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	3,839	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	558	3,468	4,153	4,865	5,632
기타자본변동	156	104	104	104	104
비지배지분	0	1	1	1	1
자본총계	4,608	5,113	5,798	6,511	7,277
총차입금	327	381	413	448	489

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	11,442	10,194	13,927	14,752	15,880
PER	40.2	16.5	13.9	13.1	12.2
BPS	94,107	104,151	120,082	134,834	150,714
PBR	4.9	1.6	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	15,806	17,509	16,077	16,763	17,986
EV/EBITDA	27.6	6.2	7.3	6.5	5.4
SPS	41,494	37,789	36,749	40,914	44,305
PSR	11.1	4.4	5.3	4.7	4.4
CFPS	9,347	10,450	10,795	9,966	10,845
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	12.9	-1.7	-2.4	9.2	8.3
영업이익 증가율	-15.9	15.5	-5.7	4.9	9.7
순이익 증가율	-6.5	-3.8	36.8	3.9	7.6
수익성					
ROIC	62.0	45.0	40.7	43.0	44.5
ROA	14.0	8.5	10.7	10.0	9.7
ROE	17.9	10.3	12.6	11.6	11.1
안정성					
부채비율	24.1	17.9	16.4	15.1	14.1
순차입금비율	5.7	6.3	6.1	6.0	5.9
이자보상배율	93.6	99.2	89.5	90.3	95.4