

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

259960 · 게임

# 크래프톤

## 모바일 회복세가 견인한 서프라이즈

(유지)

매수

목표주가

280,000원

상승여력

62.3%

현재주가(23/11/7)

172,500원

KOSPI	2,443.96	시가총액(십억원)	8,343	발행주식수(백만주)	48	외국인 보유비중(%)	31.6
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 3Q23 Review: 컨센서스 대폭 상회

매출액 4,500억원(+4% YoY), 영업이익 1,890억원(+31% YoY)을 기록하며 컨센서스를 각각 5%, 30% 상회했다. 탑라인 서프라이즈는 모바일 부문 매출 호조에 기인한다. 중국에서의 둔화폭이 완화되고 인도 지역 매출이 정상화된 모바일 매출액은 3,090억원(+9% YoY)을 기록하며 YoY 성장 전환하였다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

크래프톤에 대해 업종 내 Top Pick으로 지속 제시한다. 시장의 가장 큰 우려였던 중국에서의 화평정영 매출 둔화폭이 줄어들고 있는 점이 긍정적인 부분이다. 2분기 30%(자체 추정)에 달했던 중국 매출의 YoY 감소폭이 절반 수준으로 축소된 것으로 추정된다. 디스카운트 요인으로 작용해왔던 1) 지속적인 모바일 매출액 하락, 2) 신작 공백기에 대한 우려가 해소되면서 1H24까지 멀티플 반등이 본격화될 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.5	-13.0	-11.1
상대주가	13.8	-11.0	-13.7

#### 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	12.0	14.2	12.1
P/B (배)	4.9	1.6	1.4	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

### 3Q23 Review: 컨센서스 대폭 상회

3분기 매출액 4,500억원(+4% YoY), 영업이익 1,890억원(+31% YoY)을 기록하며 컨센서스를 각각 5%, 30% 상회했다. 탑라인 서프라이즈는 모바일 부문 매출 호조에 기인한다. 중국에서의 둔화폭이 완화되고 인도 지역 매출이 정상화된 모바일 매출액은 3,090억원(+9% YoY)을 기록하며 YoY 성장 전환(1Q: -12%, 2Q: -23%)하였다.

영업비용은 2,610억원으로 YoY 10% 감소하며 영업이익 서프라이즈로 이어졌다. 분기 100억원 수준을 기록하던 주식보상비가 주가 하락 영향으로 200억원 환입된 영향이 크게 작용했다. TCP 개발 종료에 따른 외주용역비 감소 영향으로 지급수수료는 YoY 24% 감소한 650억원을 기록했다.

### 모바일 부문 매출 회복세 관찰

시장의 가장 큰 우려였던 중국에서의 화평정영 매출 둔화폭이 줄어들고 있는 점이 긍정적인 부분이다. 2분기 30%(자체 추정)에 달했던 중국 매출의 YoY 감소폭이 절반 수준으로 축소된 것으로 추정된다. 모바일 FPS 주요 경쟁작이었던 천열화선의 인기가 급격히 낮아지면서 중국 내 1위 모바일 FPS 게임으로서의 지위가 공고해지고 있다. 2H23 이후 중국 게임 시장 반등이 관찰되기 시작함에 따라 중국 매출 역성장도 24년에는 멈출 것으로 판단한다.

5월 말 서비스가 재개된 인도 매출이 지속적인 상승세를 보이고 있는 점도 긍정적이다. 3분기에 이미 서비스 중단 전 최고 분기 매출(일평균 3~4억 추정)을 돌파한 것으로 보인다. 인도 맞춤형 BM이 지속적으로 출시되고, 광고 BM도 추가되면서 24년까지도 견조한 매출 성장세를 유지할 전망이다.

### 투자의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

크래프톤에 대해 업종 내 Top Pick으로 지속 제시한다. 24F 14배로 글로벌 주요 Peer 게임사 평균 18배 대비 20% 할인된 수준에서 거래되고 있다. 디스카운트 요인으로 작용해왔던 1) 지속적인 모바일 매출액 하락, 2) 신작 공백기에 대한 우려가 해소되면서 1H24까지 멀티플 반등이 본격화될 전망이다.

이번 분기 기대 이상의 성과를 기록한 모바일 부문은 시장의 우려보다 빠르게 PUBG M의 매출 회복세가 이루어지고 있음을 보여준다. 상반기에 접어들며 신작 모멘텀 역시도 강화될 전망이다. 지스타에서 시연 예정인 다크앤다커(1H24), 인조이(2H24)가 출시를 앞두고 있는 상황이며 프로젝트 블랙버릿(2H24), 넥스트 서브노티카(1H25), 프로젝트 골드러시(1H25)도 연이어 출시될 예정이다.

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

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,769	2,025	1,797	2,033	2%	0%	1,762	1,923	2%	6%	
영업이익	643	705	712	712	11%	1%	658	677	8%	5%	
순이익	592	589	700	590	18%	0%	599	591	17%	0%	
영업이익률	36.3%	34.8%	39.6%	35.0%	-	-	37.3%	35.2%	-	-	
순이익률	33.4%	29.1%	39.0%	29.0%	-	-	34.0%	30.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q23 실적 비교

(십억원)	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	450	430	5%	428	5%
영업이익	189	141	35%	146	30%
지배주주순이익	212	117	81%	127	66%

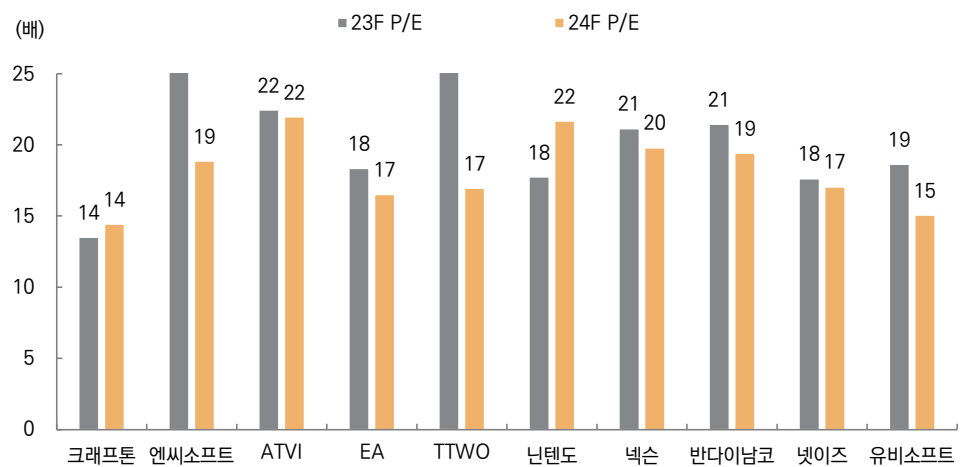
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	590	
Target P/E (배)	23	엔씨소프트 2H17~1H18 P/E 평균 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	13,559	
주식 수 (천주)	48,363	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	172,500	
상승여력	62.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 주요 게임사 블룸버그 컨센서스



주: 크래프톤과 엔씨소프트는 당사 추정치 기준.

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## 크래프톤 (259960)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,854</b>	<b>1,797</b>	<b>2,033</b>	<b>2,272</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,854</b>	<b>1,797</b>	<b>2,033</b>	<b>2,272</b>
판매비와관리비	1,102	1,085	1,320	1,423
<b>조정영업이익</b>	<b>752</b>	<b>712</b>	<b>712</b>	<b>848</b>
<b>영업이익</b>	<b>752</b>	<b>712</b>	<b>712</b>	<b>848</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-68</b>	<b>214</b>	<b>74</b>	<b>72</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>500</b>	<b>700</b>	<b>590</b>	<b>690</b>
지배주주	500	700	590	690
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>537</b>	<b>700</b>	<b>590</b>	<b>690</b>
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
<b>유동자산</b>	<b>3,893</b>	<b>4,475</b>	<b>5,070</b>	<b>5,741</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>2,138</b>	<b>2,397</b>	<b>2,416</b>	<b>2,460</b>
관계기업투자등	425	553	558	564
유형자산	223	271	240	220
무형자산	861	892	935	991
<b>자산총계</b>	<b>6,030</b>	<b>6,872</b>	<b>7,486</b>	<b>8,201</b>
<b>유동부채</b>	<b>411</b>	<b>531</b>	<b>538</b>	<b>546</b>
매입채무 및 기타채무	94	99	102	105
단기금융부채	64	207	209	211
기타유동부채	253	225	227	230
<b>비유동부채</b>	<b>506</b>	<b>528</b>	<b>545</b>	<b>562</b>
장기금융부채	140	401	401	401
기타비유동부채	366	127	144	161
<b>부채총계</b>	<b>917</b>	<b>1,059</b>	<b>1,084</b>	<b>1,108</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,112</b>	<b>5,812</b>	<b>6,401</b>	<b>7,091</b>
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	3,468	4,168	4,757	5,447
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,113</b>	<b>5,813</b>	<b>6,402</b>	<b>7,092</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>513</b>	<b>591</b>	<b>707</b>	<b>799</b>
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
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,863</b>	<b>-206</b>	<b>-126</b>	<b>-141</b>
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
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-56</b>	<b>143</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>-2,345</b>	<b>625</b>	<b>578</b>	<b>654</b>
기초현금	3,019	675	1,299	1,877
기말현금	675	1,299	1,877	2,531

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

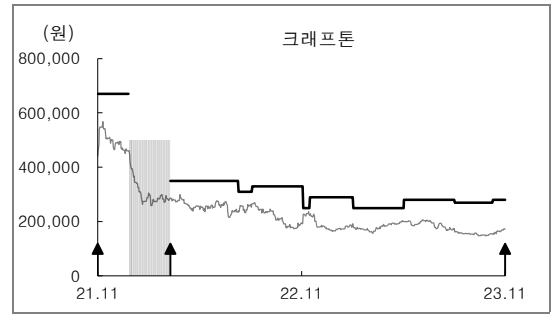
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	12.0	14.2	12.1
P/CF (x)	9.6	8.2	9.7	8.5
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	8.9	6.4	5.7	4.3
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 주가하락이 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.