

2023. 5. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 190,000 원

현재주가 (5.9) 201,000 원

상승여력 -5.5%

KOSPI	2,510.06pt
시가총액	98,967억원
발행주식수	4,828만주
유동주식비율	59.44%
외국인비중	30.25%
52주 최고/최저가	276,500원/156,100원
평균거래대금	284.6억원

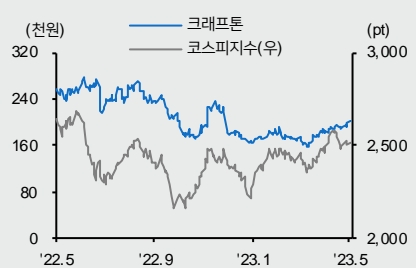
주요주주(%)

장병규 외 26 인	20.67
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.49
국민연금공단	6.94

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	3.1	-20.1
상대주가	8.7	-0.4	-16.9

주가그래프



크래프톤 259960

좋았던 겨울을 뒤로하고

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 2,830억원으로 기대치 크게 상회
- ✓ 수익 구조 고려 시 모바일 대부분이 순매출 인식되는 <화평정영> 실적으로 추정
- ✓ 12월 말 시작된 판호 발급 고려 시 중국 게임 시장, 2분기 이후 신작 집중되며 <화평정영> 실적 하향 안정화 전망
- ✓ 신작 모멘텀까지 당분간 단기 실적에 따른 작은 변동폭 예상

1Q23 Review: 예상보다 더 강했던 중국 호조

크래프톤의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 5,387억원(+3.0% YoY)과 2,830억원 (-10.1% YoY)으로 기대치를 크게 상회했다. 예상 대비 매출은 500억원 상회, 비용은 250억원 하회하며 추정 대비 연결 영업이익은 750억원 상회했다.

일반적으로 게임사 영업이익은 매출의 30% 내외인 앱 수수료와 마케팅 및 지급수수료 10%~20%에서 고정적 비용인 인건비를 차감하는 형태로 산출된다. 1분기 동사 실적에서 보여지는 바와 같이 50%를 상회하는 영업이익률이 가능했던 것은 순매출 형태로 인식되는 중국 중심의 <화평정영> 영향으로 추정된다. 비용 집행 또한 예상을 하회했는데, 주식보상비를 포함한 인건비 및 마케팅 비용이 각각 1,100억원과 51억원으로 예상 대비 300억원 적었다. 영업 외에서는 관계기업 지분법 손실이 507억원 발생했으며 외화 관련 수익이 발생하며 기타손익은 715억원을 기록했다.

신작 모멘텀까지는 단기 실적에 따른 작은 변동폭 예상

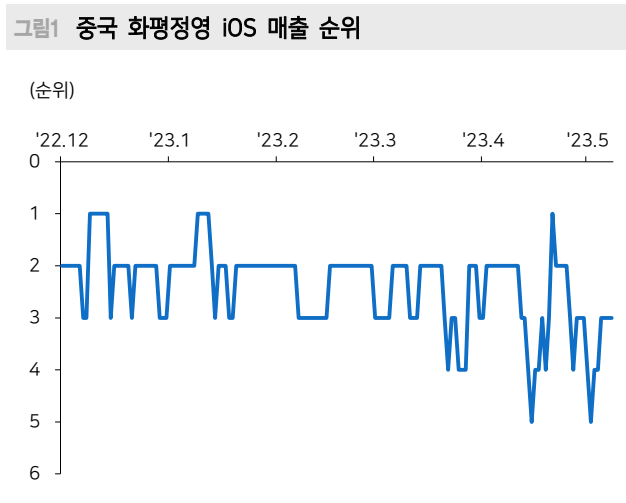
지난 12월 경제공작회의에서 '중국 빅테크 규제 완화가 임시적이 아닌 장구의 변화'일 것임이 공식화된 후 중국 게임 업체들의 수익화 드라이브가 본격적으로 가동된 것으로 추정된다. 동사의 1분기 중국 호조 또한 이러한 맥락으로 해석되는데, 지난 12월 이후 월 1회 간격으로 발급된 다수의 내/외자 판호를 고려했을 때 2분기 이후 텐센트의 마케팅 에너지는 신작으로 집중되며 <화평정영> 실적도 하향 안정화 될 것으로 예상된다.

동사는 개발 중인 신작을 통해 또 한번의 장르 도전을 준비 중이다. 도전에 대한 기대는 유효하나 출시까지의 공백으로 주가는 당분간 단기 실적에 따른 작은 변동폭의 등락을 보일 것이란 기존 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,885.4	650.6	519.9	11,442	-16.5	94,107	40.2	4.9	27.6	17.9	24.1
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,151	16.5	1.6	6.3	10.3	17.9
2023E	1,759.3	612.6	417.7	8,568	-16.0	110,507	23.5	1.8	9.8	8.0	13.7
2024E	1,711.8	375.9	306.9	6,657	-22.3	120,417	30.2	1.7	13.8	5.7	14.0
2025E	1,585.4	330.6	295.3	6,475	-2.7	126,681	31.0	1.6	14.9	5.2	13.4

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	538.7	523.0	3.0	473.8	13.7	489.6	10.0	485.4	11.0
영업이익	283.0	315.0	-10.1	126.2	124.3	212.7	33.0	208.0	36.0
세전이익	362.4	332.7	8.9	-222.9	흑전	231.7	56.4	223.4	62.2
지배순이익	267.5	245.2	9.1	-165.4	흑전	169.7	57.6	171.5	56.0

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

출시시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율 100%)	형태
2Q22	로드 투 발러: 앰파이어스	모바일	드림모션	자회사 개발
3Q22	문브레이커	PC	언노운월즈	자회사 개발
4Q22	칼리스토 프로토콜	PC, 콘솔	Striking Distance Studios	자회사 개발
2023	디펜스더비	모바일	라이징윙스	자회사 개발
2024~	프로젝트FF		블루홀스튜디오	자회사 개발
	프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발
	헌팅킹		라이징윙스	자회사 개발
	캐슬크래프트		라이징윙스	자회사 개발
	렐릭 키퍼스		크래프톤	자체개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔, 모바일	크래프톤	자체개발

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

날짜	플랫폼	게임	장르	퍼블리셔
2/23	PC/모바일	언던	오픈월드 서바이벌	텐센트
3/10	PC/모바일	디스라이트	RPG	릴리스 게임즈
3/16	모바일	에이스 레이스	레이싱	넷이즈
3/20 사전예약	모바일	A3: 스틸얼라이브	MMORPG	NextWorld Games
3/30 사전예약	모바일	에픽세븐	RPG	즈롱게임
3/31 사전예약	모바일	블루 아카이브	RPG	상하리 로밍스타
4/12 early access	PC	로스트아크	MMORPG	텐센트
4/18	모바일	메탈슬러그: 각성	액션	텐센트
4/20	모바일	워패스	RTS	릴리스 게임즈
4/24 CBT	모바일	명조: 워더링 웨이브	RPG	쿠로게임즈
4/25 사전예약	PC/모바일	타리스랜드	MMORPG	텐센트
4/26	모바일	붕괴: 스타레일	RPG	미호요
4/28 사전예약	모바일	쿠키런 킹덤	RPG	창유, 텐센트
5월 CBT	모바일	데빌 메이 크라이: 피크 오브 컴뱃	액션 어드벤처	NebulaJoy
5/4	모바일	소울랜드: 세컨드 커밍	MMORPG	세븐로드

자료: 언론 보도자료를 메리츠증권 리서치센터 정리

표4 크래프톤 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	523.0	423.6	433.7	473.8	538.7	368.5	413.6	438.6	1,885.4	1,854.0	1,759.3	1,711.8
PC	106.1	88.6	131.1	139.1	178.5	118.6	124.6	109.6	398.4	465.0	531.2	438.2
모바일	395.9	319.7	282.4	254.7	348.2	239.9	274.2	312.1	1,417.2	1,252.8	1,174.4	1,173.3
콘솔	15.0	9.6	11.7	67.7	7.2	5.5	8.1	7.2	19.6	104.1	27.9	77.1
기타	5.9	5.7	8.4	12.2	4.8	4.6	6.7	9.7	50.1	32.2	25.8	23.2
% YoY												
매출	<i>13.5</i>	<i>-7.8</i>	<i>-16.9</i>	<i>6.8</i>	<i>3.0</i>	<i>-13.0</i>	<i>-4.6</i>	<i>-7.4</i>	<i>12.9</i>	<i>-1.7</i>	<i>-5.1</i>	<i>-2.7</i>
PC	<i>60.7</i>	<i>0.0</i>	<i>1.3</i>	<i>21.6</i>	<i>68.2</i>	<i>33.9</i>	<i>-5.0</i>	<i>-21.3</i>	<i>50.4</i>	<i>16.7</i>	<i>14.2</i>	<i>-17.5</i>
모바일	<i>4.5</i>	<i>-9.7</i>	<i>-25.8</i>	<i>-16.1</i>	<i>-12.1</i>	<i>-25.0</i>	<i>-2.9</i>	<i>22.5</i>	<i>5.6</i>	<i>-11.6</i>	<i>-6.3</i>	<i>-0.1</i>
콘솔	<i>283.5</i>	<i>137.9</i>	<i>135.0</i>	<i>912.0</i>	<i>-51.8</i>	<i>-43.1</i>	<i>-31.3</i>	<i>-89.4</i>	<i>-33.4</i>	<i>430.2</i>	<i>-73.2</i>	<i>175.8</i>
기타	<i>-51.2</i>	<i>-54.2</i>	<i>23.9</i>	<i>-35.3</i>	<i>-19.0</i>	<i>-20.0</i>	<i>-20.0</i>	<i>-20.0</i>	<i>44.6</i>	<i>-35.8</i>	<i>-19.8</i>	<i>-10.0</i>
영업비용	208.0	257.7	289.1	347.6	255.7	274.5	284.7	331.8	1,234.7	1,102.4	1,146.7	1,335.9
% to sales	<i>39.8</i>	<i>60.8</i>	<i>66.7</i>	<i>73.4</i>	<i>47.5</i>	<i>74.5</i>	<i>68.8</i>	<i>75.7</i>	<i>65.5</i>	<i>59.5</i>	<i>65.2</i>	<i>78.0</i>
% YoY	<i>-9.8</i>	<i>-8.7</i>	<i>-10.7</i>	<i>-12.7</i>	<i>22.9</i>	<i>6.5</i>	<i>-1.5</i>	<i>-4.5</i>	<i>37.7</i>	<i>-10.7</i>	<i>4.0</i>	<i>16.5</i>
인건비	57.3	88.5	109.9	45.6	110.8	114.5	114.3	103.4	512.0	301.3	443.0	467.3
앱수수료/매출원가	51.6	50.1	47.8	57.7	46.7	34.1	36.3	63.0	192.9	207.1	180.1	216.2
지급수수료	55.8	81.5	85.2	102.7	61.6	84.4	90.5	100.4	359.4	325.3	336.8	359.7
광고선전비	17.5	11.3	19.7	81.2	5.1	10.6	14.2	20.8	82.2	129.7	50.7	124.1
기타	25.8	26.3	26.5	60.4	31.5	31.0	29.5	44.2	88.2	139.1	136.2	168.7
이익 추정												
영업이익	315.0	165.8	144.6	126.2	283.0	94.0	128.9	106.7	650.6	751.6	612.6	375.9
% YoY	<i>36.8</i>	<i>-6.2</i>	<i>-27.0</i>	<i>178.8</i>	<i>-10.1</i>	<i>-43.3</i>	<i>-10.9</i>	<i>-15.4</i>	<i>-15.9</i>	<i>15.5</i>	<i>-18.5</i>	<i>-38.6</i>
영업이익률(%)	<i>60.2</i>	<i>39.2</i>	<i>33.3</i>	<i>26.6</i>	<i>52.5</i>	<i>25.5</i>	<i>31.2</i>	<i>24.3</i>	<i>34.5</i>	<i>40.5</i>	<i>34.8</i>	<i>22.0</i>
중단영업손익	-3.0	-3.4	-4.2	-4.4					-10.4	-15.0		
세전이익	332.7	260.3	313.7	-222.9	362.4	114.4	170.1	-85.2	761.2	683.9	561.6	411.5
% YoY	<i>21.2</i>	<i>49.2</i>	<i>15.1</i>	<i>적전</i>	<i>8.9</i>	<i>-56.0</i>	<i>-45.8</i>	<i>적지</i>	<i>14.2</i>	<i>-10.2</i>	<i>-17.9</i>	<i>-26.7</i>
지배주주순이익	245.2	194.0	226.4	-165.4	267.5	86.8	125.0	-61.6	519.9	500.2	417.7	306.9
% YoY	<i>26.4</i>	<i>37.3</i>	<i>27.0</i>	<i>적전</i>	<i>9.1</i>	<i>-55.3</i>	<i>-44.8</i>	<i>적지</i>	<i>-6.5</i>	<i>-3.8</i>	<i>-16.5</i>	<i>-26.5</i>

주: 4Q23 인도 재개 가정

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크라프트 (259960)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,885.4	1,854.0	1,759.3	1,711.8	1,585.4
매출액증가율 (%)	12.9	-1.7	-5.1	-2.7	-7.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,885.4	1,854.0	1,759.3	1,711.8	1,585.4
판매관리비	1,234.7	1,102.4	1,146.7	1,335.9	1,254.8
영업이익	650.6	751.6	612.6	375.9	330.6
영업이익률	34.5	40.5	34.8	22.0	20.9
금융손익	3.9	26.1	34.0	40.9	46.4
종속/관계기업손익	-1.0	-35.3	-112.5	-56.2	-59.2
기타영업외손익	106.7	-58.6	27.4	51.0	77.9
세전계속사업이익	761.2	683.9	561.6	411.5	395.7
법인세비용	230.9	168.7	144.2	104.6	100.3
당기순이익	519.9	500.2	417.4	306.9	295.3
지배주주지분 순이익	519.9	500.2	417.7	306.9	295.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,653.7	3,892.6	3,832.3	3,967.4	4,250.4
현금및현금성자산	3,019.3	674.7	875.9	928.8	1,255.4
매출채권	530.7	525.6	498.7	485.2	449.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,064.1	2,137.7	2,233.4	2,308.6	2,302.0
유형자산	243.8	223.1	229.9	215.9	219.7
무형자산	911.4	860.5	949.4	1,038.6	1,028.2
투자자산	621.0	693.3	693.3	693.3	693.3
자산총계	5,717.8	6,030.3	6,065.7	6,276.0	6,552.4
유동부채	638.2	411.2	326.7	339.6	339.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	471.4	506.3	403.4	433.2	432.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	30.0	30.0
부채총계	1,109.6	917.5	730.0	772.8	771.8
자본금	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7
자본잉여금	3,839.1	1,447.8	1,447.8	1,447.8	1,447.8
기타포괄이익누계액	50.8	88.1	88.1	88.1	88.1
이익잉여금	557.8	3,467.6	3,717.3	3,867.5	4,146.8
비지배주주지분	0.1	1.0	0.7	0.7	0.7
자본총계	4,608.2	5,112.9	5,335.7	5,503.2	5,780.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	713.9	512.7	448.3	149.9	454.2
당기순이익(손실)	519.9	500.2	417.4	306.9	295.3
유형자산상각비	61.7	75.6	93.2	119.0	106.5
무형자산상각비	5.8	31.8	11.2	10.8	10.4
운전자본의 증감	-34.8	-134.4	-73.4	-69.9	42.0
투자활동 현금흐름	-1,199.7	-2,863.0	-52.5	12.4	-109.6
유형자산의증가(CAPEX)	-61.3	-26.6	-100.0	-105.0	-110.3
투자자산의감소(증가)	-489.7	-107.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2,736.2	-56.1	-194.6	-109.4	-18.0
차입금의 증감	292.8	57.6	0.0	30.0	0.0
자본의 증가	2,836.0	-2,391.3	-0.1	-0.1	-0.0
현금의 증가(감소)	2,299.5	-2,344.6	201.2	52.9	326.6
기초현금	719.9	3,019.3	674.7	875.9	928.8
기말현금	3,019.3	674.7	875.9	928.8	1,255.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,494	37,789	36,094	37,131	34,762
EPS(지배주주)	11,442	10,194	8,568	6,657	6,475
CFPS	21,019	17,542	13,107	6,444	10,600
EBITDAPS	15,806	17,509	14,709	10,968	9,812
BPS	94,107	104,151	110,507	120,417	126,681
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	40.2	16.5	23.5	30.2	31.0
PCR	21.9	9.6	15.3	31.2	19.0
PSR	11.1	4.4	5.6	5.4	5.8
PBR	4.9	1.6	1.8	1.7	1.6
EBITDA	718.2	859.0	717.0	505.6	447.5
EV/EBITDA	27.6	6.3	9.8	13.8	14.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.9	10.3	8.0	5.7	5.2
EBITDA 이익률	38.1	46.3	40.8	29.5	28.2
부채비율	24.1	17.9	13.7	14.0	13.4
금융비용부담률	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	93.6	99.2	75.5	44.8	38.2
매출채권회전율(x)	3.8	3.5	3.4	3.5	3.4
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크라프트 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

