

2021. 8. 13



▲ 인터넷/게임

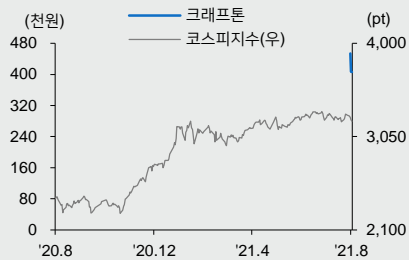
Analyst **김동희**  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월)	720,000 원
현재주가 (8.12)	406,000 원
상승여력	77.3%
KOSDAQ	3,208.38pt
시가총액	198,526억원
발행주식수	4,890만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	5.55%
52주 최고/최저가	454,000원/406,000원
평균거래대금	11,120.6억원
주요주주(%)	
게임빌 외 6 인	24.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	0.0	0.0
상대주가	0.0	0.0	0.0

주가그래프



# 크래프톤 259960

## IP Power House

- ✓ 2Q21 실적, 글로벌 IP Holder로서의 밸류 입증. PUBG PC와 모바일 모두 양호. 로얄 패스, 성장형 무기 등 판매로 수익화 능력 고도화되며 In-game ARPU 상승
- ✓ 8월 11일 기준 '뉴스테이트'의 글로벌 사전예약자수 2,700만명 돌파. 8월 19일 애플 앱스토어 사전예약 오픈시 9월말~10월초 정식출시까지 4천만 돌파 무난할 것
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 72만원 유지

글로벌 IP Holder의 밸류 입증

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,593억원(+21.2% YoY), 1,742억원(-0.3% YoY)을 기록. 당사 추정치(매출액 4,623억원, 영업이익 1,850억원) 대비 대체로 부합하였다. PC 게임 매출액은 886억원(+23.1% YoY) 기록하였는데 6월 출시된 성장형 무기 스킨이 큰 호응을 얻으며 과금 유저 확대 견인했고, In-game ARPU가 80% QoQ 증가하였다. 참고로 성장형 무기관 레벨업에 따라 외향이 진화하면서 애니메이션 스킨이 추가되는 아이템이다. 모바일 게임 매출액은 3,542억원(+4.3% YoY)을 기록하며 콘텐츠 업데이트, 브랜드 콜라보레이션 등의 BM 고도화에 힘입어 역대 최대 분기 매출을 경신하였다. 참고로 2분기 'PUBG'의 글로벌 DAU는 5,900만명 수준으로 이용자 기반이 견고하다. 영업이익률은 37.9%로 8.2%p YoY 하락했는데 일회성 성과급 174억원 반영에 주로 기인한다. 2분기 인건비와 주식보상비용/성과 인센티브는 각각 739억원(+14.1% QoQ), 469억원(+56.6% QoQ)을 기록하였다.

3Q21 매출액과 영업이익은 각각 5,128억원(+11.6% QoQ), 2,018억원(+15.9% QoQ)으로 추정한다. 기존 PUBG 모바일 매출액이 30% 카니발라이제이션 가정하에 '배틀그라운드 모바일 인도의 퍼블리싱 매출 반영(약 60일), 9월말~10월초 출시될 '뉴스테이트' 성과를 감안하였다.

'뉴스테이트' 출시 임박, 투자의견 Buy 및 적정주가 72만원 유지

크래프톤의 적정주가는 12M forward EPS 27,772원 \* 적정 PER 26배 적용한 72만원을 제시한다. 21년 9월말~10월초 출시될 뉴스테이트의 성과에 따라 주가와 실적의 방향성 결정된다. 뉴스테이트의 사전예약자수는 2,700만명을 돌파하였으며 8월 19일 애플 앱스토어 사전예약도 오픈함에 따라 정식 출시 시점에는 4천만명 돌파 가능하다. 글로벌 배틀그라운드 모바일의 DAU가 약 5천만명(중국 제외)으로 추산시 상당수의 유저의 유입 진행될 전망이다. 당사가 추정하는 2022년 뉴스테이트 매출액은 2,44조원, 일평균 67억원 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,087.5	359.3	278.9	7,249	-16.9	14,528	-	-	-	99.2	69.4
2020	1,670.4	773.9	556.3	13,709	89.1	28,376	-	-	-	61.9	41.6
2021E	2,189.2	957.8	763.4	16,809	22.6	130,813	24.2	3.1	13.7	20.1	11.3
2022E	3,921.8	2,119.1	1,655.3	33,852	101.4	164,665	12.0	2.5	5.9	22.9	9.3
2023E	4,573.1	2,578.4	1,946.0	39,797	17.6	204,462	10.2	2.0	4.3	21.6	7.7

## 2분기 실적, 글로벌 IP Holder로서의 밸류 입증

### 배틀그라운드 IP Power

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,593억원(+21.2% YoY), 1,742억원(-0.3% YoY)을 기록, 당사 추정치(매출액 4,623억원, 영업이익 1,850억원)대비 대체로 부합하였다. PC 게임 매출액은 886억원(+23.1% YoY) 기록하였는데 6월 출시된 성장형 무기 스킨이 큰 호응을 얻으며 과금 유저 확대 견인했고, In-game ARPU가 80% QoQ 증가하였다. 참고로 성장형 무기란 레벨업에 따라 외향이 진화하면서 애니메이션 스킨이 추가되는 아이템이다. 모바일 게임 매출액은 3,542억원(+4.3% YoY)을 기록하며 콘텐츠 업데이트, 브랜드 콜라보레이션 등의 BM 고도화에 힘입어 역대 최대 분기 매출을 경신하였다. 참고로 2분기 'PUBG'의 글로벌 DAU(PC, 콘솔, 모바일 포함)는 5,900만명 수준으로 이용자 기반이 견고하다. 영업이익률은 37.9%로 8.2%p YoY 하락했는데 일회성 성과급 174억원 반영에 주로 기인한다. 2분기 인건비와 주식보상비용/성과인센티브는 각각 739억원(+14.1% QoQ), 469억원(+56.6% QoQ)을 기록하였다.

3Q21 매출액과 영업이익은 각각 5,128억원(+11.6% QoQ), 2,018억원(+15.9% QoQ)으로 추정한다. 기존 PUBG 모바일 매출액이 30% 카니발라이제이션 가정하에 '배틀그라운드 모바일 인도'의 퍼블리싱 매출 반영(약 60일), 9월말~10월초 출시될 '뉴스테이트' 성과를 감안하였다. 배틀그라운드 모바일 인도의 누적 이용자수는 약 4,600만명으로 7월 2일 구글플레이 출시 이후 인도 모바일게임 매출 순위 2위를 기록 중이며 8월 18일 인도 앱스토어 마켓에서도 오픈된다. 3분기 '뉴스테이트' 매출액은 1,430억원으로 추정, Daily Active Users 4,000만명, Paying Users 130만명, 일평균 매출 48억원을 가정하였다.

표1 크래프톤 2Q21 Review - 예상치 부합하는 견조한 실적

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>459.3</b>	<b>379.1</b>	<b>21.2%</b>	<b>461.0</b>	<b>-0.4%</b>	<b>462.3</b>	<b>-0.6%</b>	<b>420.4</b>	<b>9.3%</b>
온라인	88.6	71.9	23.1%	66.1	34.0%	70.8	25.1%	-	-
모바일	354.2	339.7	4.3%	378.8	-6.5%	368.0	-3.8%	-	-
콘솔	4.2	7.8	-46.0%	4.0	4.2%	4.0	4.7%	-	-
기타	12.5	10.0	24.7%	12.1	3.2%	19.5	-36.1%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>174.2</b>	<b>174.8</b>	<b>-0.3%</b>	<b>227.2</b>	<b>-23.3%</b>	<b>185.0</b>	<b>-5.8%</b>	<b>177.9</b>	<b>-2.1%</b>
<b>세전이익</b>	<b>171.8</b>	<b>157.0</b>	<b>9.5%</b>	<b>271.4</b>	<b>-36.7%</b>	<b>182.0</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>141.3</b>	<b>111.0</b>	<b>27.3%</b>	<b>194.0</b>	<b>-27.2%</b>	<b>153.2</b>	<b>-7.8%</b>	<b>141.9</b>	<b>-0.4%</b>
영업이익률(%)	37.9	46.1	-8.2%p	49.3	-11.4%p	40.0	-2.1%p	42.3	-4.4%p
순이익률(%)	30.8	29.3	1.5%p	42.1	-11.3%p	33.1	-2.4%p	33.8	-3.0%p

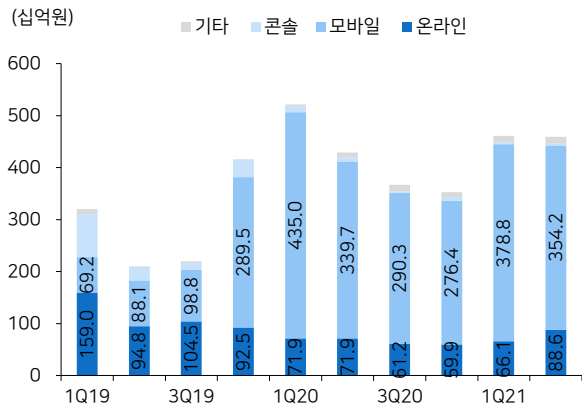
자료: 크래프톤, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 크래프톤 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>508.2</b>	<b>379.1</b>	<b>349.9</b>	<b>433.4</b>	<b>461.0</b>	<b>459.3</b>	<b>512.8</b>	<b>756.1</b>	<b>1,670.4</b>	<b>2,189.2</b>	<b>3,921.8</b>
온라인	71.9	71.9	61.2	59.9	66.1	88.6	63.0	54.5	264.9	272.1	299.3
모바일	435.0	339.7	290.3	276.4	378.8	354.2	436.2	681.9	1,341.4	1,851.1	3,303.5
콘솔	11.3	7.8	3.2	7.2	4.0	4.2	7.5	7.5	29.5	23.3	283.0
기타	3.4	10.0	12.0	9.2	12.1	12.5	6.0	12.2	34.7	42.7	35.9
<b>영업비용</b>	<b>155.7</b>	<b>141.4</b>	<b>258.6</b>	<b>340.8</b>	<b>233.8</b>	<b>285.2</b>	<b>310.9</b>	<b>401.5</b>	<b>896.6</b>	<b>1,231.4</b>	<b>1,802.7</b>
인건비	51.3	63.4	61.9	86.7	64.8	73.9	76.0	80.2	263.3	294.9	339.7
앱수수료/매출원가	35.8	40.6	40.3	34.2	35.8	40.2	44.8	66.1	150.9	186.9	334.2
지급수수료	58.0	78.3	54.8	80.9	76.1	95.3	106.4	156.9	272.0	434.8	807.3
마케팅비	10.6	9.5	10.2	12.3	7.4	8.0	32.0	45.0	42.6	92.4	96.4
주식보상비용/성과보상안센터브	11.2	48.3	16.8	28.3	30.0	46.9	30.2	31.1	104.7	138.2	129.7
기타	15.8	14.5	15.2	17.6	19.7	20.9	21.5	22.1	63.2	84.2	95.4
<b>영업이익</b>	<b>338.9</b>	<b>174.8</b>	<b>167.6</b>	<b>92.6</b>	<b>227.2</b>	<b>174.2</b>	<b>201.8</b>	<b>354.6</b>	<b>773.9</b>	<b>957.8</b>	<b>2,119.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>369.7</b>	<b>157.0</b>	<b>142.5</b>	<b>-2.3</b>	<b>271.4</b>	<b>171.8</b>	<b>200.8</b>	<b>353.7</b>	<b>666.8</b>	<b>997.7</b>	<b>2,130.4</b>
<b>지배순이익</b>	<b>294.0</b>	<b>111.0</b>	<b>110.0</b>	<b>41.3</b>	<b>194.0</b>	<b>141.3</b>	<b>155.0</b>	<b>273.1</b>	<b>556.3</b>	<b>763.4</b>	<b>1,655.3</b>

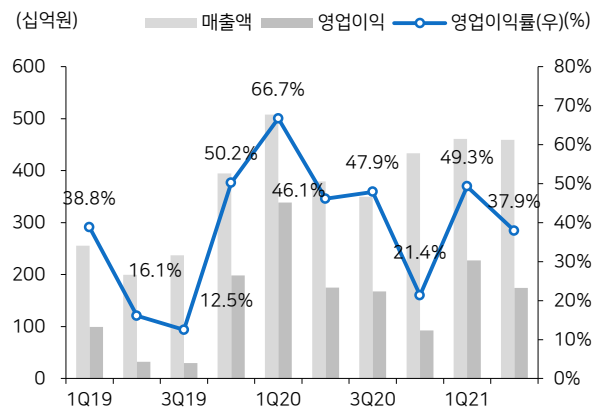
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 플랫폼별 매출액 - PUBG 모바일의 성과 견조



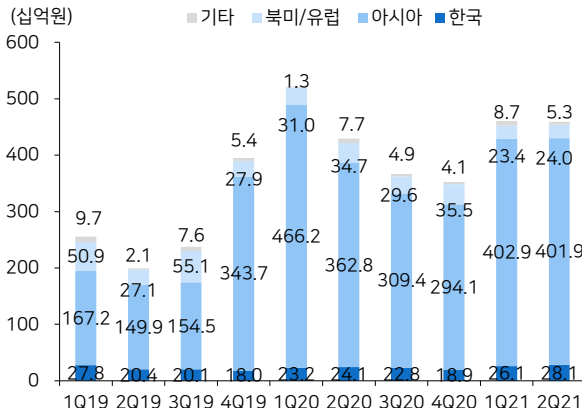
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 분기 매출액과 영업이익 추이



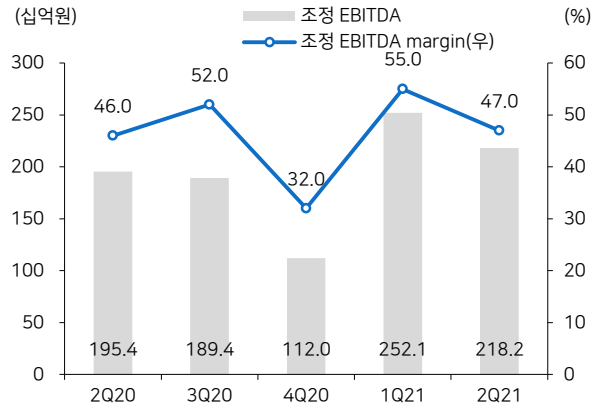
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 지역별 매출액 추이 - 해외 비중 94%



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 조정 EBITDA(일회성 주식보상비용 반영) 추이



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

## 투자의견 Buy 및 적정주가 72만원 유지

### 주가 조정은 매수기회

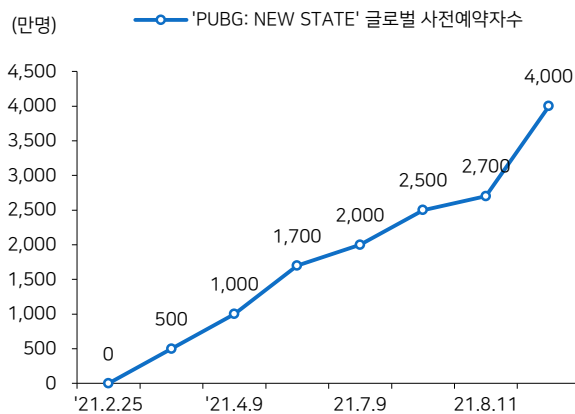
크래프톤의 적정주가는 12M forward EPS 27,772원 \* 적정 PER 26배 적용한 72만원을 제시한다. 21년 9월말~10월초 출시될 뉴스테이트의 성과에 따라 주가와 실적의 방향성 결정된다. 뉴스테이트의 사전예약자수는 2,700만명을 돌파하였으며 8월 19일 애플 앱스토어 사전예약도 오픈함에 따라 정식 출시 시점에는 4천만명 돌파 가능하다. 글로벌 배틀그라운드 모바일의 DAU가 약 5천만명(중국 제외)으로 추산시 상당수의 유저의 유입될 전망이다. 당사가 추정하는 2022년 뉴스테이트 매출액은 2.44조원, 일평균 67억원으로 예상된다.

표3 적정주가 산출 내역

	단위	2021E	2022E	평균
매출액	십억원	2,189.2	3,921.8	3,055.5
순이익률	%	34.9%	42.2%	38.5%
순이익	십억원	763.4	1,655.3	1,358.0
EPS (a)	원	15,613	33,852	27,772.0
3yrs EPS CAGR ('21~'24)	%			44.5%
Target PEG	배			0.6
적정 PER (b)	배			26.0
<b>12개월 적정주가 (a*b)</b>	<b>원</b>			<b>720,000</b>
<b>적정 시가총액</b>	<b>십억원</b>			<b>35,308.0</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 배틀그라운드:뉴스테이트 사전예약자수 추이



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림6 뉴스테이트, 8월 27일 글로벌 28개국 알파테스트



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크라프트톤(259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,087.5</b>	<b>1,670.4</b>	<b>2,189.2</b>	<b>3,921.8</b>	<b>4,573.1</b>
매출액증가율 (%)	-2.9	53.6	31.1	79.1	16.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	2,189.2	3,921.8	4,573.1
판매관리비	728.2	896.6	1,231.4	1,802.7	1,994.7
<b>영업이익</b>	<b>359.3</b>	<b>773.9</b>	<b>957.8</b>	<b>2,119.1</b>	<b>2,578.4</b>
영업이익률	33.0	46.3	43.8	54.0	56.4
금융손익	-3.1	-2.3	-2.5	-2.7	-3.0
중속/관계기업손익	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4
기타영업외손익	6.5	-104.6	52.0	57.2	62.9
세전계속사업이익	361.9	666.8	997.7	2,130.4	2,494.9
법인세비용	83.0	110.5	234.3	475.1	548.9
<b>당기순이익</b>	<b>278.9</b>	<b>556.3</b>	<b>763.4</b>	<b>1,655.3</b>	<b>1,946.0</b>
지배주주지분 순이익	278.9	556.3	763.4	1,655.3	1,946.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>726.2</b>	<b>1,292.5</b>	<b>6,295.1</b>	<b>7,693.4</b>	<b>9,436.2</b>
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,705.2	7,028.3	8,754.9
매출채권	367.9	462.5	476.4	490.6	505.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>263.9</b>	<b>426.6</b>	<b>812.4</b>	<b>832.1</b>	<b>853.6</b>
유형자산	127.3	140.4	382.0	393.5	405.3
무형자산	5.5	11.6	15.1	19.7	25.6
투자자산	77.6	132.3	177.6	181.1	184.9
<b>자산총계</b>	<b>990.1</b>	<b>1,719.1</b>	<b>7,122.4</b>	<b>8,799.4</b>	<b>10,767.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>288.0</b>	<b>406.7</b>	<b>541.1</b>	<b>557.3</b>	<b>574.0</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>117.7</b>	<b>98.3</b>	<b>184.8</b>	<b>190.3</b>	<b>196.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>405.7</b>	<b>505.0</b>	<b>725.9</b>	<b>747.7</b>	<b>770.1</b>
<b>자본금</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>
자본잉여금	984.6	1,003.8	5,606.1	5,606.1	5,606.1
기타포괄이익누계액	-3.2	33.0	-3.1	-3.1	-3.1
이익잉여금	-518.3	37.9	80.1	245.7	440.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>584.4</b>	<b>1,214.1</b>	<b>6,396.5</b>	<b>8,051.8</b>	<b>9,997.8</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>61.9</b>	<b>649.0</b>	<b>835.7</b>	<b>1,735.1</b>	<b>2,027.8</b>
당기순이익(손실)	278.9	556.3	763.4	1,655.3	1,946.0
유형자산상각비	36.0	40.9	76.4	54.8	33.5
무형자산상각비	1.7	3.3	6.1	4.0	2.4
운전자본의 증감	-355.2	-152.5	-198.3	-257.8	-335.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-52.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>-18.1</b>	<b>-18.8</b>	<b>-19.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-16.3	-25.9	-33.7	-43.8	-56.9
투자자산의감소(증가)	-42.9	-55.0	-71.5	-93.0	-120.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>14.9</b>	<b>-27.1</b>	<b>4,626.2</b>	<b>1,005.7</b>	<b>1,296.7</b>
차입금의 증감	-153.6	-7.3	-13.8	-19.1	-25.5
자본의 증가	179.9	19.4	4,602.3	50.0	65.0
현금의 증가(감소)	22.9	573.1	4,985.4	1,323.1	1,726.6
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,705.2	7,028.3
기말현금	146.7	719.9	5,705.2	7,028.3	8,754.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,270	41,168	48,204	80,204	93,523
EPS(지배주주)	7,249	13,709	16,809	33,852	39,797
CFPS	12,968	23,399	28,064	47,440	57,462
EBITDAPS	10,318	20,160	22,907	44,539	53,464
BPS	14,528	28,376	130,813	164,665	204,462
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	24.2	12.0	10.2
PCR	-	-	14.5	8.6	7.1
PSR	-	-	8.4	5.1	4.3
PBR	-	-	3.1	2.5	2.0
EBITDA	396.9	818.0	1,040.3	2,177.9	2,614.3
EV/EBITDA	-0.5	-0.8	13.7	5.9	4.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	20.1	22.9	21.6
EBITDA 이익률	36.5	49.0	47.5	55.5	57.2
부채비율	69.4	41.6	11.3	9.3	7.7
금융비용부담률	0.8	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	41.0	136.6	153.7	309.1	341.9
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.7	8.1	9.2
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 해당 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

