

크라프톤 (259960)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	620,000원 (I)
현재주가 (8/19)	492,500원
상승여력	26%

시가총액	240,823억원
총발행주식수	48,898,070주
60일 평균 거래대금	8,196억원
60일 평균 거래량	1,857,669주
52주 고	492,500원
52주 저	406,000원
외인지분율	6.08%
주요주주	장병규 외 11인 24.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	0.0	0.0
상대	0.0	0.0	0.0
절대(달러환산)	0.0	0.0	0.0

뉴 스테이트: 세계를 다시 조준하다

투자 의견 BUY, 목표주가 62만원 커버 개시

'NEW STATE' 흥행 크기별 3개 시나리오의 평균(MAU 3천만명)과 21년, 22년 평균 순이익과 4개 유사기업 PER의 평균 36.7배를 적용. 유사기업과 동일하게 총매출로 인식하게 되면 2020년 기준 동사 매출액이 약 9조원에 달하기 때문에 보수적인 벨류에이션이란 판단

로블록스(RBLX; NYSE)와 비교해서도 플랫폼의 가장 중요한 요소인 일사용자수가 40% 더 많고, 매출 및 이익 규모도 동사가 더 많은 반면 시가총액은 41% 수준

NEW STATE

'NEW STATE'의 경우 다양한 캐릭터, 총기 커스터마이징 시스템, 드론 상점 등 신규 콘텐츠 추가를 통한 게임성과 수익성이 한 단계 레벨업 될 전망. 'NEW STATE'의 사전예약자수가 'CALL of DUTY MOBILE'등 기존 글로벌 IP 대작들의 사전예약자수를 크게 상회, 사전예약자 2,700백만명 중 미국에서의 사전예약자수가 두번째로 많아 'NEW STATE'가 타겟하는 미국 슈팅게임 시장에서 흥행가능성이 높음

기존 '베그' 실적도 견조. 중국 게임규제 리스크는 감소

펍지 글로벌이 모바일, PC모두 유료아이템 판매가 증가되며 유료사용자 1인당 매출액이 증가하고 있고, 사용자수는 안정화되고 있어, 전체 매출액은 꾸준히 증가 중. 전체 시장대비 성장률이 높은 신흥국 매출 비중이 높은 것은 향후 성장에 긍정적. 텐센트의 선제적 게임규제&지속적인 게임사업 강화 의지표명으로 중국게임규제 리스크는 크지 않다는 의견

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,593	21.2	-0.4	3,995	15.0
영업이익	1,742	8.0	-23.3	1,744	-0.1
세전계속사업이익	1,728	20.5	-36.3	1,567	10.3
지배순이익	1,421	28.1	-26.7	1,151	23.5
영업이익률 (%)	37.9	-4.7 %pt	-11.4 %pt	43.6	-5.7 %pt
지배순이익률 (%)	30.9	+1.6 %pt	-11.2 %pt	28.8	+2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	10,875	16,704	20,373	27,362
영업이익	3,593	7,739	8,085	11,984
지배순이익	2,789	5,563	6,341	9,502
PER	-	-	38.0	25.3
PBR	-	-	3.9	3.3
EV/EBITDA	-	-	22.1	14.8
ROE	99.2	61.9	17.6	14.7

자료: 유안타증권

Contents

Summary	03
I. VALUATION	04
II. 실적 전망	06
III. 배틀그라운드: NEW STATE	08
IV. 기업개요	11
V. 국내외 게임 산업 현황 및 전망	15

[Summary]

투자의견 BUY, 목표주가 62만원 커버 개시

목표주가 산정을 위한 이익추정은 9~10월 출시 예정인 ‘NEW STATE’ 흥행 크기별 3개 시나리오의 평균(MAU 3천만명)과 21년, 22년 평균 순이익과 증권신고서상 공모가 산정 시 적용된 4개 유사기업 PER의 평균 36.7배를 적용.

동사는 유사기업들의 평균 OPM 대비 월등히 높은 데다가(1H21 평균 8.8% 대비 34.9%pt 높은 43.6%) 대부분 순매출로만 인식하는 동사의 매출인식방법을 유사기업과 동일하게 총매출로 인식하게 되면 2020년 기준 매출액이 약 9조원에 달하기 때문에 유사기업 평균 PER 멀티플은 보수적인 밸류에이션이란 판단

메타버스 플랫폼으로 주목받고 있는 로블록스(RBLX; NYSE)와 비교해서도 플랫폼의 가장 중요한 요소인 일사용자수가 40% 더 많고, 매출 및 이익 규모도 동사가 더 많은 반면 시가총액은 41% 수준이어서, 향후 이에 대한 가치를 인정 받을 시 기업가치의 리레이팅 기대

NEW STATE

‘배틀그라운드’는 북미 매출 비중이 낮았지만(5% 미만), 북미는 ‘Call of Duty’ 등 전통적으로 슈팅 게임시장이 크게 형성되어 있는 시장(미국만 연간 약 5조원 규모 추정)

‘NEW STATE’는 기존 ‘배틀그라운드’의 시장에 더해 북미/유럽 등 고품질, 고사양 모바일 슈팅게임시장을 타겟한 게임. 기존 ‘배틀그라운드’는 서바이벌 슈팅 장르 특성상 유료사용자 비율도 적고, ARPPU도 낮지만, ‘NEW STATE’의 경우 다양한 캐릭터, 총기 커스터마이징 시스템, 드론 상점 등 신규 콘텐츠 추가를 통한 게임성과 수익성이 한 단계 레벨업 될 전망.

‘NEW STATE’의 사전예약자수가 ‘CALL of DUTY MOBILE’ 등 기존 글로벌 IP大作들의 사전예약자수를 크게 상회하고 있다는 것과 출시 후 실제 다운로드 수는 사전예약자수를 크게 상회하고 있다는 점, 사전예약자 2,700백만명 중 미국에서의 사전예약자수가 두번째로 많아 ‘NEW STATE’가 타겟하는 미국 슈팅게임 시장에서 흥행가능성이 높아졌다는 판단

기존 ‘베그’ 실적도 견조. 중국 게임규제 리스크는 감소

펍지 글로벌이 모바일, PC모두 유료아이템 판매가 증가되며 유료사용자 1인당 매출액이 증가하고 있고, 사용자수는 안정화되고 있어, 전체 매출액은 꾸준히 증가 중.

전체 시장대비 성장률이 높은 신흥국 매출 비중이 높은 것은 향후 성장에 긍정적. 텐센트의 선제적 게임규제&지속적인 게임사업 강화 의지표명으로 중국게임규제 리스크는 크지 않다는 의견

I. VALUATION

크래프톤(259960)에 대한 목표주가 620,000원(시가총액 기준 30.3조원), 투자의견 'BUY' 로 커버리지를 개시한다.

크래프톤 목표주가 산정				(단위: 억원)
NEW STATE MAU (만명)	3,000(Ave.)	2,000(Worst)	5,000(Best)	평균
2021년 예상 순이익 (A)	6,656	5,947	7,365	6,656
2022년 예상 순이익 (B)	9,866	6,598	13,147	9,870
(A), (B)의 평균 = (C)	8,261	6,272	10,256	8,263
유사기업 2021년 PER 평균 (D)	36.7	36.7	36.7	36.7
기업가치 (E) = (C) x (D)	303,186	230,197	376,397	303,260
총 발행주식수 (F)	48,898,070	48,898,070	48,898,070	48,898,070
목표주가 (G)	620,036	470,770	769,758	620,188

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 산정을 위한 이익추정은 신작 게임 'NEW STATE'의 흥행 크기에 따라 변동되는 실적을 아래와 같이 Best Case (MAU 5,000만명), Worst Case (1,000만명), Average (3,000만명)으로 나누어 세 경우의 실적의 평균을 기업가치 산정에 적용하기로 하였다.

참고로 8/11 현재 'NEW STATE'의 사전예약자수는 2,700만명이고, 8/19 iOS도 사전예약을 시작하게 되면 이 숫자는 크게 늘어날 것으로 보여 아래의 가정은 보수적이란 의견이다.

신규게임 흥행에 따른 실적변동성의 불확실성에 대한 실적 반영은, 3가지 다른 시나리오의 평균을 적용하는 것 외에 2021년과 2022년의 평균 순이익을 적용하였다.

이러한 평균 추정 순이익에 적용된 PER 멀티플은 크래프톤 증권신고서상 공모가 산정 시 적용된 4개 유사기업 엔씨소프트, 펠어비스, 카카오게임즈, 넷마블의 2021년 PER의 평균인 36.7배를 적용하였다.

적정주가 산정에 적용된 PER 멀티플 36.7배는 유사기업들의 평균 OPM 대비 월등히 높은 데다가(1H21 평균 8.8% 대비 34.9%pt 높은 43.6%) 순매출로만 인식하는 동사의 매출인식방법을 유사 기업과 동일하게 총 매출로 인식하게 되면 2020년 기준 약 9조원에 달하기 때문에 유사 기업 평균 PER 멀티플은 보수적인 밸류에이션이란 판단이다.

벨류 산정을 위한 피어 기업 벨류에이션 비교 (단위: 억원)

	P/E (2021E)	EPS Growth (2021E)	P/B (2021E)	ROE (2021E)	P/S (2021E)	OPM (2019)	OPM (2020)	OPM (2021 1H)	해외비중 (2020)	시가총액
NCSOFT	27.7	9.6	4.9	19.6	6.8	28.2%	34.1%	16.1%	8%	178,925
NETMARBLE	37.0	0.3	2.0	6.0	4.4	9.3%	10.9%	6.1%	41%	115,607
KAKAO GAMES	37.1	88.8	5.1	15.2	6.6	9.0%	13.4%	9.1%	36%	62,502
PEARL ABYSS	45.0	0.8	6.0	15.6	9.0	28.1%	32.2%	3.7%	77%	46,554
평균	36.7	24.9	4.5	14.1	6.7	18.6%	22.7%	8.8%	40%	
크래프톤	34.5	19.7	3.7	11.0%	11.3	36.5%	46.3%	43.6%	95%	229,332

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

또한, 최근 메타버스 플랫폼으로 주목받고 있는 로블록스(RBLX;NYSE)와 비교해서도 플랫폼의 가장 큰 요소인 일사용자수가 40% 더 많고, 매출 및 이익규모도 크래프톤이 많은 반면에 시가총액은 41% 수준이어서, 향후 이에 대한 가치를 인정 받을 시 기업가치의 리레이팅이 가능할 수 있다는 의견이다.

실제로 중동지역 사용자들은 ‘배틀그라운드’ 게임을 데이팅 플랫폼으로 사용하기도 하고, 인도의 경우에도 게임외에 채팅 플랫폼으로 사용하기도 한다.

크래프톤 vs 로블록스 (단위: 억원)

	크래프톤	로블록스	크래프톤/로블록스
사용자수	5,900	4,210	140%
시가총액(억원)	229,332	560,880	41%
DAU 당 시가총액(원)	336,485	1,307,193	26%
2020 매출액	16,704	10,796	155%
2020 영업이익	7,739	-3,110	-
1Q 21 매출액	4,610	4,522	102%
1Q 21 매출액 YoY	31%	139%	-
1Q 21 영업이익	2,272	-1,578	-
1Q 21 영업이익 YoY	-33%	적자지속	-
2021E PER	29.1	259.5	11%
2021E PBR	3.2	86.8	4%
2021E PSR	9.6	19.9	48%

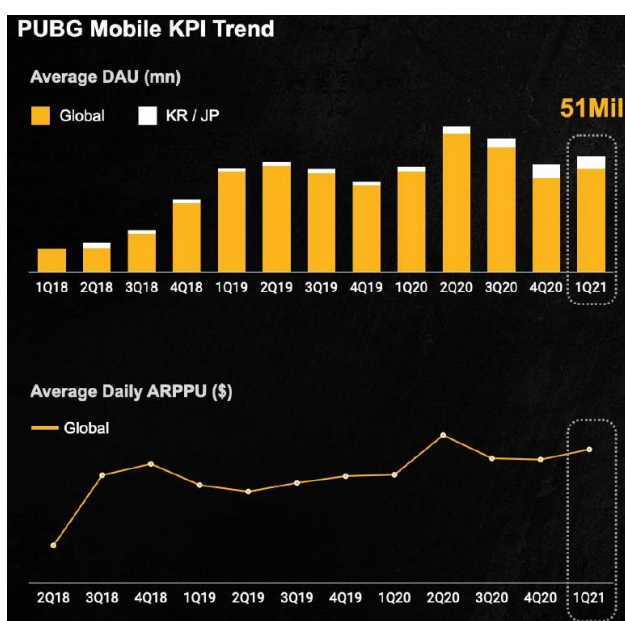
자료: 유안타증권 리서치센터

II. 실적 전망

동사 매출은 중국 텐센트와 공동개발한 ‘화평정영’ 기술지원료, 펍지(배틀그라운드) 글로벌 매출액, STEAM을 통한 PC 매출액으로 크게 구성되어 있다.

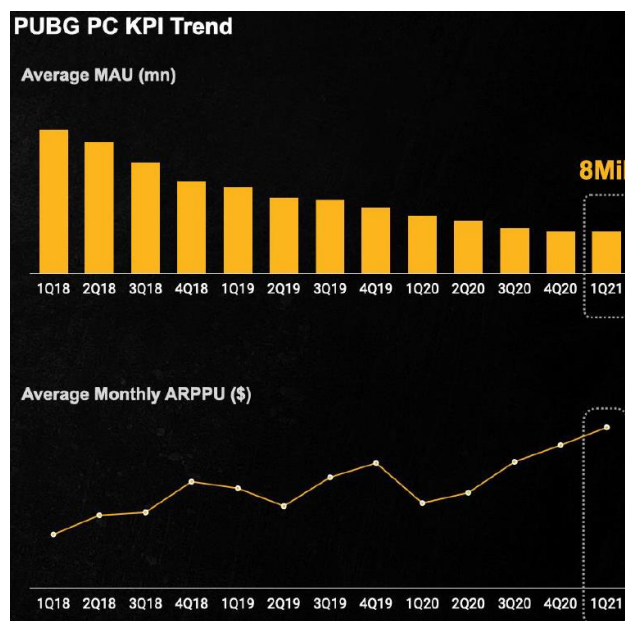
중국 ‘화평정영’ 현지 매출액에 일정 비율(10~20% 추정)을 매출액으로 인식하는 부분이 동사 매출액에서 가장 크게 차지 하고 있으나, 아래 그림과 같이 펍지 글로벌이 모바일, PC모두 유료 아이템 판매가 증가되며 ARPPU(Average Revenue Per Paying User, 유료사용자 1인당 게임 지출액)가 증가하고 있고, 사용자수(DAU, MAU)는 안정화되고 있어, 전체 매출액은 꾸준히 증가 중에 있다.

글로벌 배틀그라운드 모바일 사용자수(DAU) & ARPPU



자료: 크레프톤

글로벌 배틀그라운드 PC 사용자수(MAU) & ARPPU



자료: 크레프톤

특히, PC 매출은 6월 출시된 성장형 무기 스킨이 큰 호응을 얻으며, 유료사용자수의 증가 및 ARPPU를 증가시키고 있어, 2Q21 매출액 886억원 QoQ +34%, YoY +23%의 큰 폭의 성장을 하며, 출시된 지 4년이 지났지만 향후 지속적인 성장이 예상된다.

모바일의 경우도 다양한 콘텐츠 업데이트와 브랜드 콜라보레이션 등의 BM 고도화에 힘입어 ‘화평정영’ 기술로열티 매출을 제외한 2Q21 역대 최대 분기 매출액을 경신하여 ‘화평정영’ 매출감소에도 QoQ -6.5%, YoY +4.3%를 기록하였다.

게임회사의 미래 실적 추정은 신작 게임의 흥행여부, 흥행크기에 따라 변동성이 매우 크다. 2021년 9~10월경 출시예정인 동사의 신규게임 ‘배틀그라운드: NEW STATE’(이하 ‘NEW STATE’)의 흥행크기별 시나리오에 따른 각기 다른 실적은 아래와 같이 추정하였다. 2021년 4분기 ‘NEW STATE’ 실제 흥행 크기가 확인되면 아래와 같은 실적 추정 근거하에 목표주가도 조정할 계획이다.

신작 NEW STATE 흥행 시나리오별 실적 전망 (단위: 억원)								
NEW STATE MAU 3000만명인 경우 (AVERAGE CASE)								
	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,610	4,593	4,742	6,427	10,875	16,704	20,373	27,362
온라인	661	886	965	1,042	4,509	2,649	3,554	4,087
모바일	3,788	3,542	3,594	5,184	5,456	13,414	16,107	22,038
(뉴 스테이트)	-	-	-	1,957	-	-	1,957	12,326
영업이익	2,272	1,742	1,781	2,290	3,969	7,739	8,085	11,984
순이익	1,940	1,413	1,445	1,858	2,789	5,563	6,656	9,866
NEW STATE MAU 1000만명인 경우 (WORST CASE)								
	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2,019	2,020	2021E	2022E
매출액	4,610	4,593	4,742	5,123	10,875	16,704	19,068	21,199
온라인	661	886	965	1,042	4,509	2,649	3,554	4,087
모바일	3,788	3,542	3,594	3,879	5,456	13,414	14,803	15,875
(뉴 스테이트)	-	-	-	652	-	-	652	6,163
영업이익	2,272	1,742	1,781	1,416	3,969	7,739	7,211	8,000
순이익	1,940	1,413	1,445	1,149	2,789	5,563	5,947	6,598
NEW STATE MAU 5000만명인 경우 (BEST CASE)								
	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,610	4,593	4,742	7,732	10,875	16,704	21,678	33,525
온라인	661	886	965	1,042	4,509	2,649	3,554	4,087
모바일	3,788	3,542	3,594	6,489	5,456	13,414	17,412	28,201
(뉴 스테이트)	-	-	-	3,262	-	-	3,262	18,489
영업이익	2,272	1,742	1,781	3,165	3,969	7,739	8,959	15,992
순이익	1,940	1,413	1,445	2,567	2,789	5,563	7,365	13,147

자료: 유안타증권 리서치센터

‘NEW STATE’출시로 기존 ‘배틀그라운드’와 ‘화평정영’ 기술지원료 매출 감소는 약 18%를 가정하였다. 최근 중국 게임규제리스크는 ‘화평정영’ 서비스 기업인 텐센트의 8/19 2분기 실적발표에서 실제 중국 당국의 게임규제는 청소년 보호를 위함이며, 텐센트 서비스 게임 중 16세 이하의 게이머 비중이 2.6%, 12세 이하의 비중이 0.3%에 불과해 지난번 ‘왕자영요’에 대한 12세 미만 초등학생에 대한 유료결제 금지, 미성년자 게임시간 축소에 따른 매출 감소 크기가 크지 않음을 시사했다.

텐센트의 이러한 선제적 게임 규제가 아직 ‘화평정영’에는 적용되고 있지는 않지만, 실제 적용된다 하여도 매출 감소폭은 제한적일 것이란 판단이다.

III. 배틀그라운드: NEW STATE

‘NEW STATE’는 ‘배틀그라운드’를 개발한 ‘펍지 스튜디오’가 개발한 서바이벌 슈팅 게임이며 ‘배틀그라운드’의 2021년 미래 환경에서의 AAA급 배틀 로얄 게임이다.

‘배틀그라운드’는 복미 매출 비중이 낮았지만(5% 미만), 복미는 아래표와 같이 ‘Call of Duty’ 등 전통적으로 슈팅 게임시장이 크게 형성되어 있는 시장(미국만 연간 약 5조원 규모 추정)인데 ‘NEW STATE’는 기존 ‘배틀그라운드’의 시장에 더해 복미/유럽 등 고품질, 고사양 모바일 슈팅게임시장을 타겟한 게임이다.

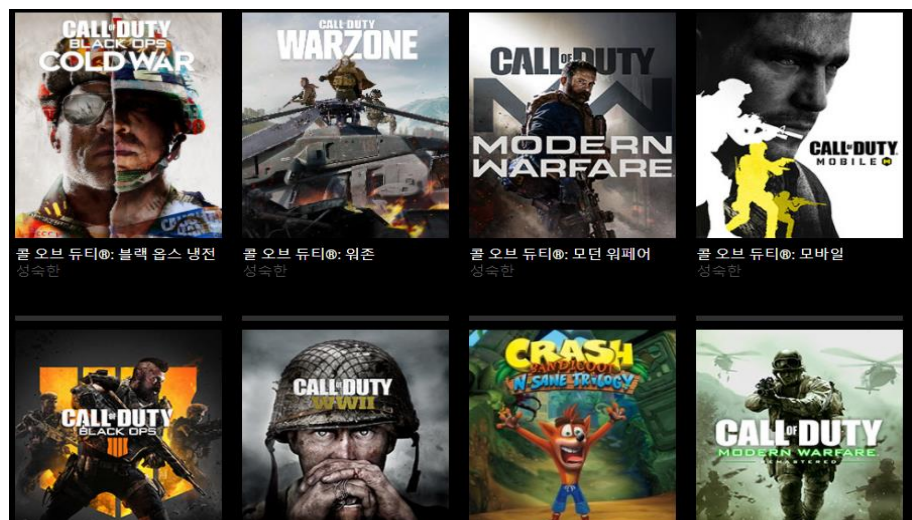
ACTIVISION BLIZZARD(Call Of Duty) 플랫폼별, 지역별 매출액

(단위: 백만달러)

Net Revenues by Platform								
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Console	\$241	\$595	\$594	\$655	\$695	\$840	\$799	\$740
PC	341	521	498	482	514	561	622	628
Mobile and ancillary	525	633	570	622	661	707	734	795
Other	175	237	126	173	84	305	120	133
Total net revenues	\$1,282	\$1,986	\$1,788	\$1,932	\$1,954	\$2,413	\$2,275	\$2,296
Net Revenues by Geographic Region								
Americas	\$655	\$935	\$948	\$1,112	\$1,127	\$1,247	\$1,307	\$1,346
EMEA	452	713	566	615	589	910	731	695
Asia Pacific	175	338	274	205	238	256	237	255
Total net revenues	\$1,282	\$1,986	\$1,788	\$1,932	\$1,954	\$2,413	\$2,275	\$2,296

자료: ACTIVISION BLIZZARD, 주: CY 기준

ACTIVISION BLIZZARD(Call Of Duty) 게임 라인업



자료: 유안타증권 리서치센터

‘NEW STATE’가 기존 ‘배틀그라운드’와 다르게 새롭게 선보이는 것은 총기 커스터마이징 기능과 전기차, 드론, 설치형 방패 등 미래형 전투 전술에 다양성을 더해 모바일 환경에 최적화된 조작감과 반응성이다. 또한, 팀업모드를 새롭게 선보이며 이용자들의 생존을 위한 더욱 다양한 전술적 판단과 협동플레이가 강화될 예정인 것으로 알려져 있다.

기존 ‘배틀그라운드’는 서바이벌 슈팅 장르 특성상 유료아이템 판매가 제한적이어서 다른 장르, 특히 MMORPG 대비 유료 사용자 비율도 적고, ARPPU도 낮을 것으로 추정된다. 하지만, ‘NEW STATE’의 경우 다양한 캐릭터, 총기 커스터마이징 시스템, 드론 상점 등 ‘배틀그라운드’ 경험을 바탕으로 신규 콘텐츠 추가를 통한 게임성과 수익성이 한 단계 레벨업 될 전망이다.

이러한 한층 새로워진 콘텐츠는 실제로 2월25일 안드로이드 사전예약 시작 후 43일만에 사전예약자 1천만명을 돌파하였으며, 6월12일~14일 1차 알파 테스트(게임이 만들어지는 과정에서 가장 처음 시행하는 테스트. 비공개로 진행하며, 개발사 내에서도 극소수 인원만이 참여. Alpha Test는 개발중인 게임의 문제점이나 콘셉트, 시장성 등을 검증하기 위해 개발사 내부에서 가장 처음으로 실시하는 테스트를 말하며 사실상 Beta Test)를 거치며 8월11일 기준 사전예약자(중국/인도/베트남 제외)는 27백만명을 넘어선 상황이다.

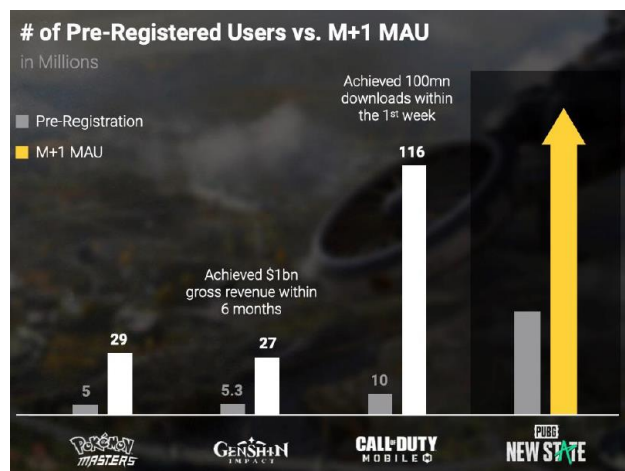
8월 19일부터는 iOS에서도 사전예약을 받을 예정이어서 사전예약자수는 9월~10월 정식 출시 전까지 계속 늘어날 전망이다. 또한, 아래 그림처럼 ‘NEW STATE’의 사전예약자수가 ‘CALL of DUTY MOBILE’ 등 기존 글로벌 IP 대작들의 사전예약자수를 크게 상회하고 있다는 것과 출시 후 실제 다운로드 수는 사전예약자수를 크게 상회하고 있다는 점이다.

NEW STATE vs 글로벌 IP 사전예약자수 비교 (구글플레이)



자료: 크래프톤

사전예약자수 vs 출시 후 MAU

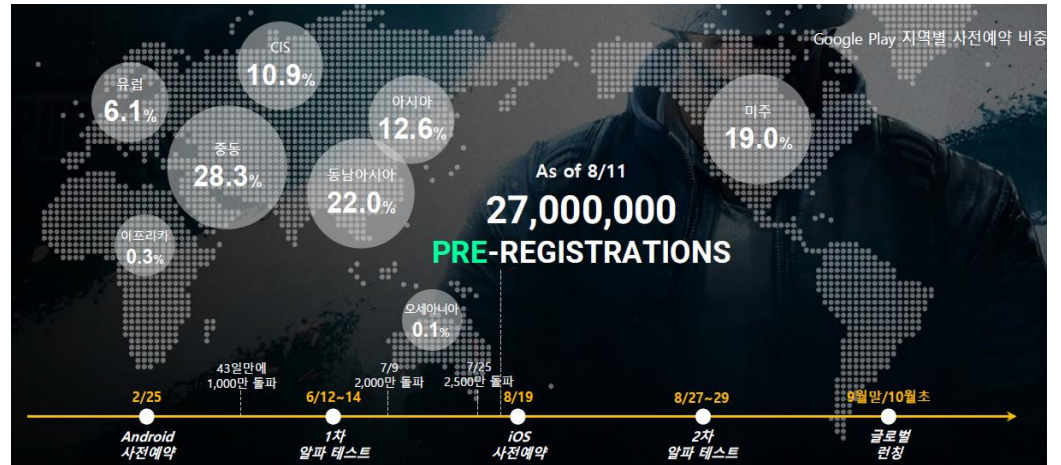


자료: 크래프톤

사전예약자수 보다 더욱 긍정적인 점은 그동안 매출 비중이 적었던 미국에서의 사전예약자수가 두번째로 많아 'NEW STATE'에 대한 기대가 높다는 점이다.

'NEW STATE'가 타겟하는 미국 슈팅게임 시장에 일단 사전 마케팅에는 성공하였다는 판단이다.

NEW STATE 구글플레이 지역별 사전예약 비중



자료: 크래프톤

IV. 기업개요

설립 연도: 2007년 3월, 연결대상 종속 기업 22개사

업종: 모바일, PC, 콘솔 게임 개발 및 서비스: 대표 게임 타이틀로서 전세계 200개국 이상에서 서비스되고 있는 <배틀그라운드>

실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,610	4,593	4,742	6,427	10,875	16,704	20,373	27,362
YoY	31%	0%	3%	36%	-3%	54%	22%	34%
온라인	661	886	965	1,042	4,509	2,649	3,554	4,087
모바일	3,788	3,542	3,594	5,184	5,456	13,414	16,107	22,038
(뉴 스테이트)	-	-	-	1,957	-	-	1,957	12,326
콘솔	40	42	46	47	802	295	175	640
기타	121	125	137	154	107	347	537	598
한국	261	281	314	945	863	890	1,801	2,342
아시아	4,029	4,019	3,867	4,501	8,153	14,325	16,415	18,877
북미/유럽	234	240	271	814	1,611	1,309	1,559	2,258
기타	87	53	290	168	248	181	598	3,885
합계	4,610	4,593	4,742	6,427	10,875	16,704	20,373	27,362
비용합계	2,338	2,852	2,961	4,137	6,906	8,966	12,288	15,378
플랫폼수수료	358	402	546	1,476	1,836	1,509	2,781	5,989
인건비	648	739	806	966	1,907	2,633	3,159	3,814
주식보상비용	300	469	359	404	593	1,047	1,532	766
지급수수료	761	953	895	877	1,872	2,720	3,486	3,078
마케팅비	74	80	142	193	436	426	489	602
기타	197	209	213	221	261	632	840	1,128
영업이익	2,272	1,742	1,781	2,290	3,969	7,739	8,085	11,984
영업이익률	49.3%	37.9%	37.6%	35.6%	36.5%	46.3%	39.7%	43.8%
YoY	-33%	0%	6%	147%	30%	95%	4%	48%
순이익	1,940	1,413	1,445	1,858	2,789	5,563	6,656	9,866
YoY	-34%	27%	31%	143%	11%	99%	20%	48%

자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

주요 매출처: STEAM, AppStore, Googleplay 등 게임, 모바일 플랫폼을 통한 게임 아이템, 패스권 등의 인앱결제(부분유료화), 텐센트 ‘화평정영’의 기술로열티 수취

2020년 실적: 매출액 1조 6,704억원(YoY +54%), 영업이익 7,739억원(영업이익률 46.3%, YoY +115.4%), 당기순이익 5,563억원

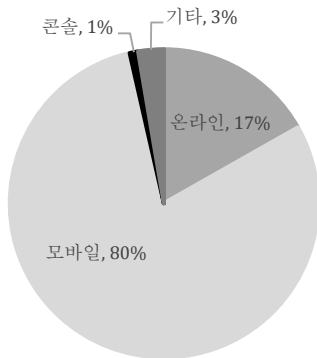
2021년 6월말 재무 현황: 총자산 2조 2,905억원, 자본총계 1조 5,697억원

크래프톤 개발/서비스 주요 게임

	게임명	개발 스튜디오	장르	플랫폼
1	<베틀그라운드>	펍지	베틀로얄	PC, 모바일, 콘솔
2	<테라>	블루홀	MMORPG	PC, 콘솔
3	<엘리온>	블루홀	MMORPG	PC
4	<골프킹: 월드투어>	라이징윙스	캐주얼 스포츠	모바일
5	<미니골프킹>	라이징윙스	캐주얼 스포츠	모바일
6	<볼링킹>	라이징윙스	캐주얼 스포츠	모바일
7	<로드 투 발러: 월드워2>	드림모션	전략	모바일
8	<로닌: 더 라스트 사무라이>	드림모션	액션	모바일

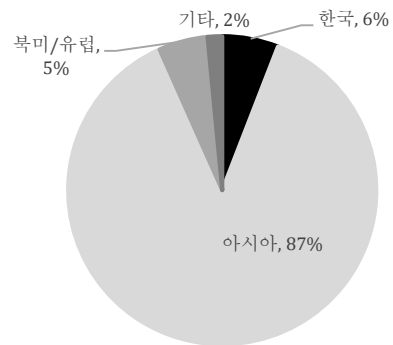
자료: 크래프톤

플랫폼별 매출액 비중 (1H21)



자료: 크래프톤

지역별 매출액 비중 (1H21)



자료: 크래프톤

플레이어언노운스 배틀그라운드 (이하 '배틀그라운드')

동사 매출의 약 50% 이상(중국 텐센트의 '화평정영' 포함 95% 이상)을 차지할 것으로 예상되는 '배틀그라운드'는 2017년 3월 Steam Early Access 출시, 12월 정식 서비스를 시작, 게임의 역사를 새로 쓴 글로벌 역대 최다 판매 PC 게임으로 2021년 3월 기준 6,700만장, 콘솔 포함 시 7,500만장 이상 판매되었다. 2018년 3월 출시된 '배틀그라운드 모바일'은 150여개 이상 국가에서 모바일 다운로드 1위를 달성하였고, 'Sensor Tower' 기준 2020년 전세계 총매출 순위에서 1위를 기록하였다. 또한, 2021년 3월에는 중국을 제외한 글로벌 지역에서 누적 다운로드 수 10억건을 돌파하였다.

특히, '배틀그라운드 모바일'은 고성장 중인 인도, 중동 지역 내 최초로, 독보적 지위를 얻은 프리미엄 게임으로 인도 시장에서는 2020년 게임 앱 매출 순위 1위, 누적 다운로드수는 2억 7,000만 다운로드를 돌파하였으며, 중동 및 북아프리카 16개국 중 15개 국가에서 매출 순위 1위를 기록, 전체 인구의 50% 수준인 2억 5,000만 다운로드를 돌파하는 등 신흥 시장에서 큰 인기를 얻고 있다.

2017~2018년 세계 유료 PC 게임 순위 (단위: 백만달러)

	2017년		2018년	
	게임명	매출액	게임명	매출액
1	배틀그라운드	714	배틀그라운드	1,028
2	Overwatch	382	FIFA 18	790
3	Counter-Strike: Global	341	Grand Theft Auto V	628
4	Destiny 2	218	Call of Duty: Black Ops IIII	612
5	Grand Theft Auto V	118	Red Dead Redemption 2	516
6	Battlefield 1	113	Call of Duty: WWII	506
7	Minecraft	92	FIFA 19	482
8	Guild Wars 2	87	Monster Hunters: World	467
9	Divinity: Original Sin 2	85	Tom Clancy's Rainbow Six:	440
10	Tom Clancy's Rainbow Six:	67	Overwatch	429

자료: SuperData

2018~2020년 글로벌 이용량 상위 10개 모바일 게임 (구글플레이 기준)

순위	2018년	2019년	2020년
1	캔디 크러쉬 사가	캔디 크러쉬 사가	배틀그라운드 모바일
2	배틀그라운드 모바일	배틀그라운드 모바일	캔디 크러쉬 사가
3	클래시 오브 클랜	Garena Free Fire	Ludo King
4	클래시 로얄	Subway Surfers	Among Us
5	Subway Surfers	Roblox	Garena Free Fire
6	Pokemon Go	Pokemon Go	Roblox
7	Helix Jump	마인크래프트	Call of Duty Mobile
8	8 Ball Pool	클래시 오브 클랜	Subway Surfers
9	Garena Free Fire	브롤스타즈	마인크래프트
10	캔디 크러쉬 소다 사가	클래시 로얄	Pokemon Go

자료: AppAnnie

2021년 8월 19일 배틀그라운드 모바일 전세계 국가별 매출순위 (구글플레이기준)

	매출순위
인도	2위
말레이시아	1위
이라크	2위
사우디 아라비아	2위
우즈베키스탄	1위
러시아	2위
중국(화평정영, 화평정영)	2위
미국(앱스토어)	20위

자료: 구글플레이, 앱스토어

V. 국내외 게임 산업 현황 및 전망

2020년 글로벌 게임 시장은 코로나 19 영향으로 인한 게임 소비 및 이용자 확대, 휴대성과 접근성이 뛰어난 모바일게임과 차세대 콘솔 기기 출시 등이 전체 시장 성장을 견인하고 있다.

글로벌 시장 조사기관 Newzoo 에 따르면 글로벌 게임 시장은 2020년 전년 동기 대비 19.6% 성장한 약 1,749억 달러 규모로 성장한 것으로 추정되며, 2023년까지 약 2,179억달러 규모로 확대되며 중장기적으로도 최근의 확장세를 지속할 것으로 예상된다. 권역별로는 아시아가 약 48%로 가장 높은 비중을 차지하고, 북미(26%), 유럽(19%), 남미(4%), 중동 및 아프리카(3%)로 구성되고 있다.

글로벌 게임 시장의 성장 추이를 플랫폼별로 살펴보면, 2010년 이후 최근 시장의 성장을 견인해온 모바일게임의 고성장이 유지되며 타 플랫폼의 성장세를 압도할 것으로 예상된다. 모바일게임은 2023년까지 기존 PC 게임 시장을 점진적으로 대체하며 전체 시장 내 절반 이상의 비중을 차지할 것으로 전망된다. 특히 인도, 남미와 같은 신흥국에서는 전반적인 인구 성장과 스마트폰 보급을 확대해 신규 이용자들이 지속 유입되고, 선진국에서는 5G, 스마트폰 고사양화 기반 성장, 멀티 플랫폼(Multi-Platform) 및 클라우드 서비스에 힘입어 PC 또는 콘솔에서만 즐길 수 있었던 게임을 모바일로도 즐길 수 있게 되어 기존 사용자들의 모바일로의 유입이 가속화될 것으로 판단된다.

국내게임시장과 해외 게임시장의 가장 큰 차이는 모바일 인터넷인프라, 스마트폰 보급률의 차이로, 국내는 해외 전체 게임시장 대비 모바일 비중이 높고(55% vs 43%), 콘솔 비중이 낮다. (5% vs 26%).

향후 게임시장은 스마트폰 보급률이 95%로 전세계 1위인 국내보다 해외 성장률이 더 높을 것이란 전망이다.

게임은 영화, 공연, 레저 스포츠 등에 비해 상대적으로 저렴한 비용으로 여가 시간을 즐길 수 있는 수단이라는 점에서 경기 불황 시 저렴한 엔터테인먼트 대체재로 주목받아 왔다. 과거부터 경기 상승기에는 게임 이용자의 지출 규모가 커지는 반면, 경기 하강기에는 타 여가수단을 즐기던 이용자들이 보다 저렴한 레저 수단인 게임으로 유입되는 현상을 보여 게임 산업은 경기 변동에 대한 민감성이 높다고 보기 어렵다.

오히려 코로나로 인한 언택트 생활의 일상화, 기대수명증가, 저성장, 저소득 시대에 적합한 장기성장산업으로 국내외 모두 사용자수(MAU), 1인당 게임 지출액 (ARPPU) 모두 증가 중에 있다.

Ⅵ. 투자포인트 요약

1. 유료 아이템 매출 증가로 ARPU 상승에 있는 '배틀그라운드', 전세계 200개 국가에서 PC, 모바일 모두 안정적인 실적 성장 중
2. '배틀그라운드' 인기에 기반한 신규 'NEW STATE'의 북미 및 전세계 흥행 가능성 및 이에 따른 실적 개선. One Game Discount 해소 가능성
3. 'Callisto Protocol'(2023년 출시 예정인 PC 콘솔 슈팅게임) 등 13개 신작 라인업, 공모 자금 4.3조원 재원으로 M&A 통한 게임 IP 확대. One Game Discount 해소
4. 중국 '화평정영' 기술지원료 매출 비중 축소로 중국 게임 규제 리스크 감소 중
5. 일 사용자 5,900만명, '화평정영' 포함시 월 사용자 4억명(추정) 기반한 글로벌 메타버스 플랫폼으로의 진화 발전. Valuation Re-rating 기대

Key Chart

	크래프톤	로블록스	크래프톤/로블록스
사용자수	5,900	4,210	140%
시가총액(억원)	229,332	560,880	41%
DAU 당 시가총액(원)	336,485	1,307,193	26%
2020 매출액	16,704	10,796	155%
2020 영업이익	7,739	-3,110	-
1Q 21 매출액	4,610	4,522	102%
1Q 21 매출액 YoY	31%	139%	-
1Q 21 영업이익	2,272	-1,578	-
1Q 21 영업이익 YoY	-33%	적자지속	-
2021E PER	29.1	259.5	11%
2021E PBR	3.2	86.8	4%
2021E PSR	9.6	19.9	48%

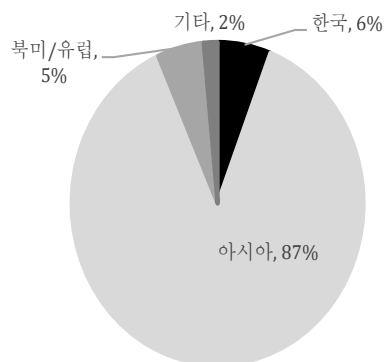
자료: 유안타증권 리서치센터

NEW STATE vs 글로벌 IP 사전예약자수 비교 (구글플레이)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출 비중 (1H21)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

크래프트론 (259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	10,875	16,704	20,373	27,362	32,704	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	10,875	16,704	20,373	27,362	32,704	
판매비	7,282	8,966	12,288	15,378	17,571	
영업이익	3,593	7,739	8,085	11,984	15,133	
EBITDA	3,969	8,180	8,607	12,468	15,514	
영업외손익	25	-1,071	176	198	234	
외환관련손익	-16	-898	0	0	0	
이자손익	-31	-22	184	205	238	
관계기업관련손익	-9	-3	0	0	0	
기타	81	-148	-7	-7	-4	
법인세비용차감전순손익	3,618	6,668	8,261	12,182	15,367	
법인세비용	830	1,105	1,921	2,680	3,381	
계속사업순손익	2,789	5,563	6,341	9,502	11,986	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,789	5,563	6,341	9,502	11,986	
지배지분순이익	2,789	5,563	6,341	9,502	11,986	
포괄순이익	2,764	5,924	6,457	9,619	12,103	
지배지분포괄이익	2,764	5,924	6,457	9,619	12,103	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	619	6,490	5,951	9,020	12,037	
당기순이익	2,789	5,563	6,341	9,502	11,986	
감가상각비	360	409	474	446	356	
외환손익	85	793	-315	0	0	
중속, 관계기업관련손익	9	3	3	0	0	
자산부채의 증감	-3,552	-1,525	-3,138	-2,616	-1,980	
기타현금흐름	929	1,248	2,587	1,687	1,675	
투자활동 현금흐름	-528	-8	-2,357	-1,441	-1,441	
투자자산	-1,721	1,206	-1,111	-1,026	-1,026	
유형자산 증가 (CAPEX)	-163	-259	-86	-86	-86	
유형자산 감소	11	2	0	0	0	
기타현금흐름	1,345	-957	-1,160	-329	-329	
재무활동 현금흐름	149	-271	43,632	-286	-286	
단기차입금	-1,120	-6	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-1	0	-10	0	0	
자본	0	0	43,929	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	1,271	-265	-286	-286	-286	
연결범위변동 등 기타	-12	-479	-2,502	-1,113	-1,113	
현금의 증감	229	5,731	44,725	6,179	9,196	
기초 현금	1,239	1,467	7,198	51,924	58,102	
기말 현금	1,467	7,198	51,924	58,102	67,298	
NOPLAT	3,593	7,739	8,085	11,984	15,133	
FCF	456	6,231	5,865	8,934	11,951	

자료: 유안타증권

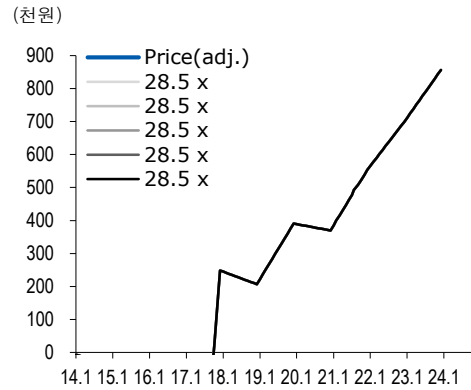
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	7,262	12,925	60,588	69,466	80,724	
현금및현금성자산	1,467	7,198	51,924	58,102	67,298	
매출채권 및 기타채권	3,806	4,737	7,865	10,564	12,626	
재고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	2,638	4,266	6,966	7,591	8,319	
유형자산	1,273	1,404	1,869	1,509	1,239	
관계기업 등 지분관련자산	45	167	1,190	2,213	3,236	
기타투자자산	731	1,156	1,415	1,415	1,415	
자산총계	9,901	17,191	67,554	77,056	89,043	
유동부채	2,880	4,067	5,644	5,644	5,644	
매입채무 및 기타채무	906	1,961	0	0	0	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	10	0	0	0	
비유동부채	1,177	983	2,133	2,133	2,133	
장기차입금	10	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	4,057	5,050	7,777	7,777	7,777	
지배지분	5,844	12,141	59,777	69,279	81,265	
자본금	40	43	244	244	244	
자본잉여금	9,846	10,038	53,765	53,765	53,765	
이익잉여금	-5,183	379	3,870	13,372	25,358	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	5,844	12,141	59,777	69,279	81,265	
순차입금	-2,462	-7,196	-50,535	-56,714	-65,909	
총차입금	671	555	1,909	1,909	1,909	

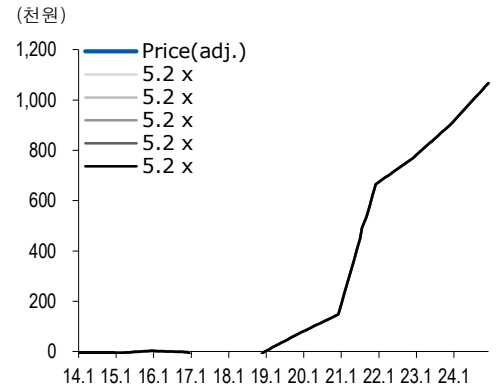
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	7,249	13,709	12,967	19,433	24,512	
BPS	14,528	28,376	127,918	148,252	173,902	
EBITDAPS	49,810	100,801	17,602	25,498	31,728	
SPS	28,069	41,168	41,664	55,958	66,883	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	-	-	38.0	25.3	20.1	
PBR	-	-	3.9	3.3	2.8	
EV/EBITDA	-	-	22.1	14.8	11.3	
PSR	-	-	11.8	8.8	7.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-2.9	53.6	22.0	34.3	19.5	
영업이익 증가율 (%)	19.7	115.4	4.5	48.2	26.3	
지배순이익 증가율 (%)	11.1	99.5	14.0	49.9	26.1	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	33.0	46.3	39.7	43.8	46.3	
지배순이익률 (%)	25.6	33.3	31.1	34.7	36.6	
EBITDA 마진 (%)	36.5	49.0	42.2	45.6	47.4	
ROIC	367.0	221.4	136.8	129.0	127.2	
ROA	34.7	41.1	15.0	13.1	14.4	
ROE	99.2	61.9	17.6	14.7	15.9	
부채비율 (%)	69.4	41.6	13.0	11.2	9.6	
순차입금/자기자본 (%)	-42.1	-59.3	-84.5	-81.9	-81.1	
영업이익/금융비용 (배)	41.0	136.6	0.0	0.0	0.0	

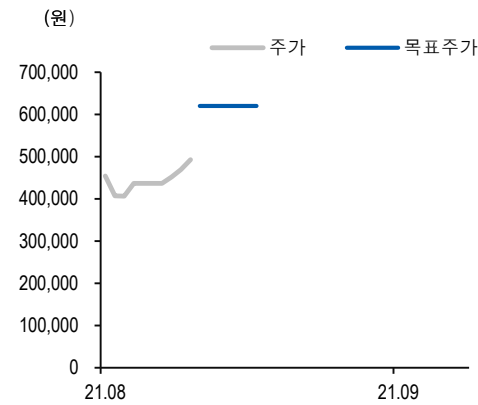
P/E band chart



P/B band chart



크라프트톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-20	BUY	620,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-17

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.