

2021. 8. 27



▲ 인터넷/게임

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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 720,000 원**

**현재주가 (8.26) 469,500 원**

**상승여력 53.4%**

KOSPI	3,128.53pt
시가총액	229,576억원
발행주식수	4,890만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	5.81%
52주 최고/최저가	492,500원/406,000원
평균거래대금	6,018.7억원

**주요주주(%)**

장병규 외 11인	24.05
IMAGE FRAME INVESTMENT Ltd	13.58

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-	-	-
상대주가	-	-	-

**주가그래프**



# 크래프톤 259960

## 성공이 우려를 압도한다

- ✓ 글로벌 IP Holder로서의 밸류 입증. 'PUBG' PC와 모바일 모두 양호. 로얄패스, 성장형 무기 스킨 등의 판매로 수익화 능력 고도화되며 In-game ARPU 및 매출 성장
- ✓ 8월 27일부터 3일간 글로벌 28개국에서 2차 알파테스트 진행하며 출시 임박. 8월 현재 '뉴스테이트'의 글로벌 사전예약자수 2,800만명 돌파하였으며 8월 19일 애플 앱스토어 사전예약 오픈되어 9월말~10월초 출시까지 4천만 돌파 무난할 것
- ✓ 예측 가능한 성공. 2022년 '뉴스테이트' 매출액은 2.24조원, 일평균 61억원 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 72만원 유지

### 글로벌 게임사에 투자할 기회

2022년 매출액과 영업이익은 각각 3.8조원(+76.3% YoY), 2.1조원(+121.2% YoY)으로 예상. 'PUBG 모바일' 매출액은 37.5% YoY 감소한 9,165억원, '뉴스테이트' 매출액은 2.24조원으로 배틀그라운드 이용자 및 수익 기반 확대된다. '뉴스테이트' 성공을 통해 배틀그라운드 IP가 지속 성장할 수 있다는 점, 그리고 2022년 '더 칼리스트 프로토콜', 23년 '타이탄' 등의 신작 라인업으로 또 한번 도약할 동사에 대한 비중 확대 전략을 추천한다.

### 성공이 우려를 압도한다

'PUBG:뉴스테이트'는 2월 25일 안드로이드 사전예약 시작 이후 8월 중순 2,800만 명이 등록하였으며 19일부터 iOS 사전예약 개시되어 정식 출시 시점에는 약 4천만 이상의 트래픽 유입이 가능한 글로벌 메가 IP이다. 2021년 현재 'PUBG 모바일'의 글로벌 DAU가 약 5천만명(중국 제외)으로 추산시 상당수의 유저의 유입되어 순조로운 출발 가능하다. 그리고 높은 수준의 그래픽, 커스텀 키트, 방패, 드론 상점 등의 새로운 콘텐츠에 기반하여 수익모델의 고도화 기대된다. 당사가 추정하는 2022년 '뉴스테이트' 매출액은 2.24조원, 일평균 61억원 수준이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 72만원 유지

크래프톤 주가는 8월 10일 상장 이후 공모가(498천원) 대비 5.7% 낮은 수준에서 거래되고 있다. 8월 27일부터 3일간 '뉴스테이트'는 글로벌 28개국에서 2차 알파테스트를 진행하며 출시 임박하였다. 당사는 크래프톤에 대한 투자의견 Buy, 적정주가는 12M forward EPS 27,772원 × 적정 PER 26배 적용한 72만원을 유지한다.

(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	2,143.7	935.2	746.0	16,426	19.8	130,456	28.6	3.6	17.0	19.6	11.4
2022E	3,780.3	2,057.9	1,607.8	32,880	100.2	163,336	14.3	2.9	7.6	22.4	9.4
2023E	4,360.8	2,481.9	1,870.8	38,259	16.4	201,595	12.3	2.3	5.7	21.0	7.8

### 글로벌 게임사에 투자할 기회

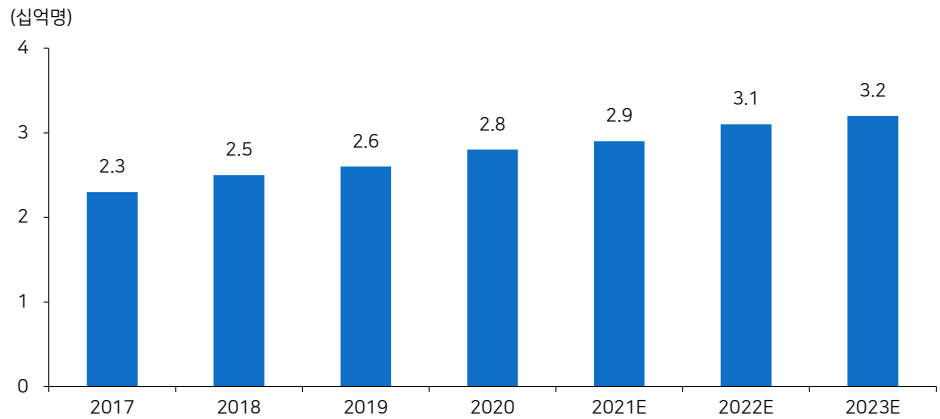
#### 가장 인기있는 콘텐츠는 게임

글로벌 인구의 35%인 28억명이 게임 플레이를 하고 있으며 메타버스/클라우드 등으로 인해 게임 콘텐츠 이용채널이 많아지고 이용자 저변도 확대되고 있다. 특히 게임은 유튜브 사용자들에게 가장 관심도 높은 콘텐츠이며 연간 게임 콘텐츠 소비 시간은 500억 시간, 게임 영상 시청자수는 6억 6,500만명에 달한다.

#### 이머징 시장의 성장

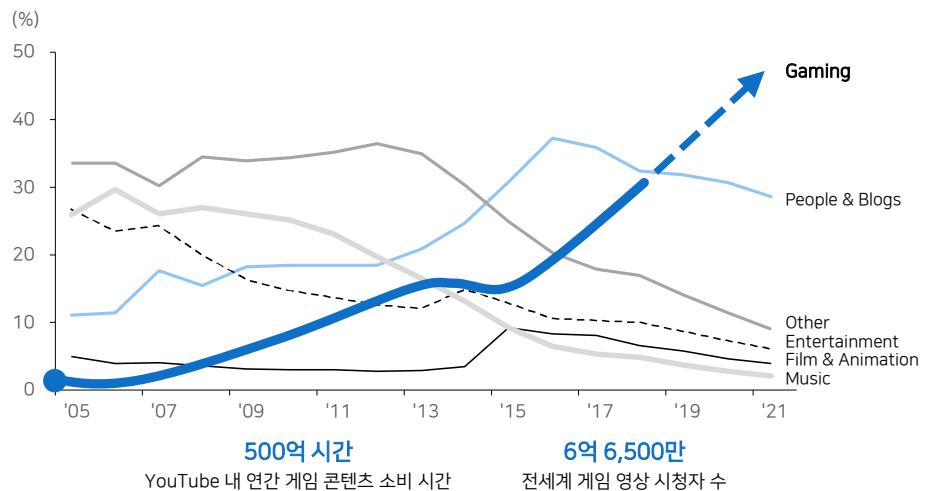
이머징 시장의 성장성이 기대된다. 특히 인도는 6억명 이상의 게이머가 존재하고 그 중에서 1억 5천만명이 '배틀그라운드'를 플레이해본 경험이 있다. 스마트폰 보급률 상승과 소득 수준 향상에 따라 게이머들의 구매 금액이 증가하였고 20년 기준 선진국 대비 신흥국의 DAU는 13배 인데 반해 매출 규모는 3배에 불과, ARPPU가 아직 절반 수준밖에 되지 않아 구매력 향상에 따라 매출 규모, 시장의 성장성은 빠르게 확대된다.

그림1 글로벌 게이머수 29억명으로 3명 중 1명은 게임플레이



주: 지난 6개월 내 PC, 콘솔 또는 모바일로 게임을 플레이 한 인원 수  
 자료: Newzoo, 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유튜브 사용자의 주요 카테고리별 시청 비중 - 게임이 가장 높아



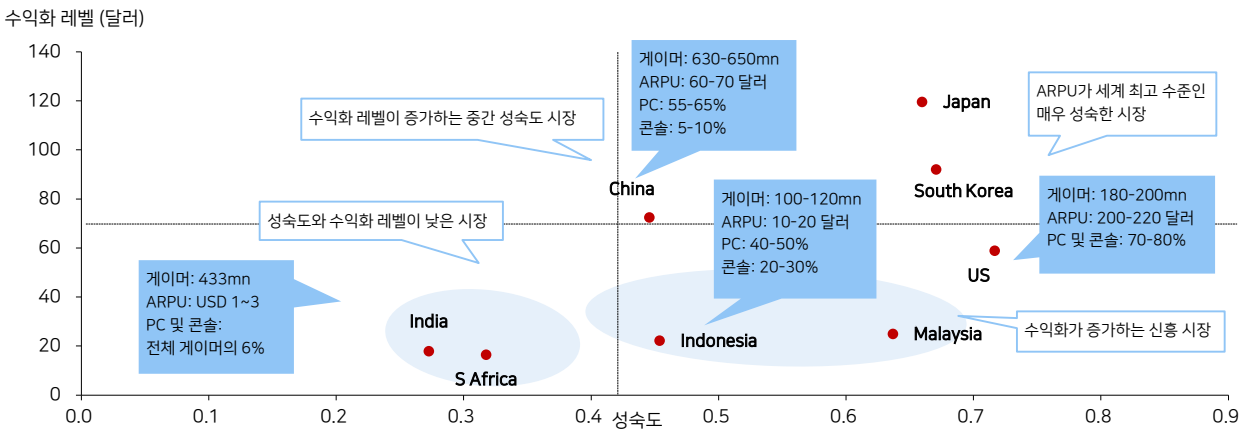
자료: Youtube, 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

### 인도 게임 시장의 엄청난 잠재력

코로나 이후 더 빠르게 성장

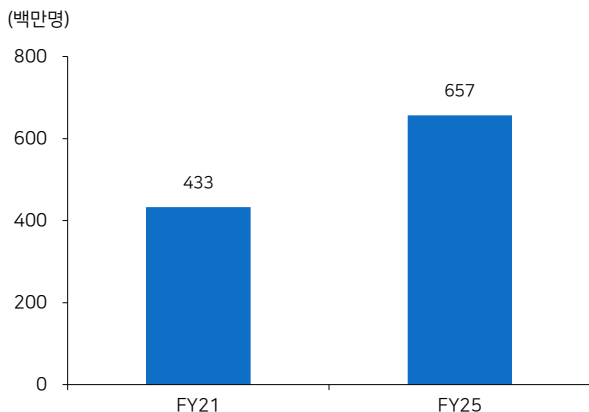
인도 게임 시장은 2020년 코로나19에 따른 봉쇄조치 기간 동안 급격히 성장했다. 증가하는 스마트폰 보급률, 5세대 이동통신을 포함한 양질의 인터넷 보급, 높은 젊은 인구 비율 등에 근거하여 빠르게 성장하고 있다. 2021년 인도 온라인게임 시장은 약 11억 달러 규모로 추정, 모바일게임 점유율이 85%로 압도적으로 높다. 인도 게이머들은 비교적 젊고 게임을 즐기기 시작한지 얼마 되지 않아 캐주얼게임 비율이 높는데 '프리파이어', '배틀그라운드' 등의 배틀로얄 장르도 빠르게 성장 중이다. 인도 시장에서 전통적으로 인기있는 게임은 캐주얼, 카드, 스포츠 게임 등이었으나 2019년 '배틀그라운드 모바일'이 출시된 후 토너먼트 리그의 등장으로 e스포츠 시장도 빠르게 개화되고 있다.

그림3 국가별 게임시장의 수익화 레벨과 성숙도



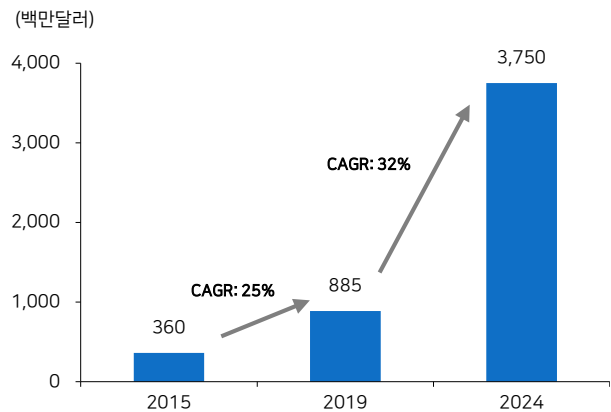
자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2025년 인도 게이머수 6억 5,700만명으로 증가



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림5 인도 모바일게임 시장 규모



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

### 배틀그라운드 모바일 인도의 성과

2021년 7월 재출시

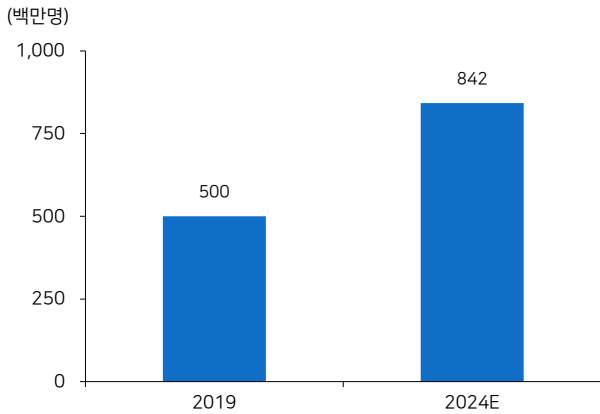
21년 7~8월 크래프톤은 '배틀그라운드 모바일 인도'를 재출시하여 출시 44일만에 다운로드 5천만회를 기록하였으며 DAU 1,600만명, 최대동시접속자수 240만명을 기록하고 있다. 인도 구글플레이 기준 매출 순위 2위를 유지하고 있으며 7월초 대비 매출 수준은 50~100% 증가한 상황이다. 참고로 2020년 9개월동안 인도 게임 시장의 다운로드 개수는 73억회로 글로벌 모바일게임 다운로드 시장 내 17% 비중을 차지하였으며 중국 시장을 제외하면 1위 규모이다. '배틀그라운드 모바일 인도' 서비스는 원래 중국 텐센트를 통해 서비스 됐으나 20년 중국과 인도의 국경 분쟁으로 서비스 중단, 크래프톤이 직접 서비스를 위해 인도 e스포츠 시장에 대한 투자, 정부의 청소년 보호에 대한 가이드라인을 준수하며 재출시하였다.

그림6 인도 펍지 모바일 e스포츠 주요 구단



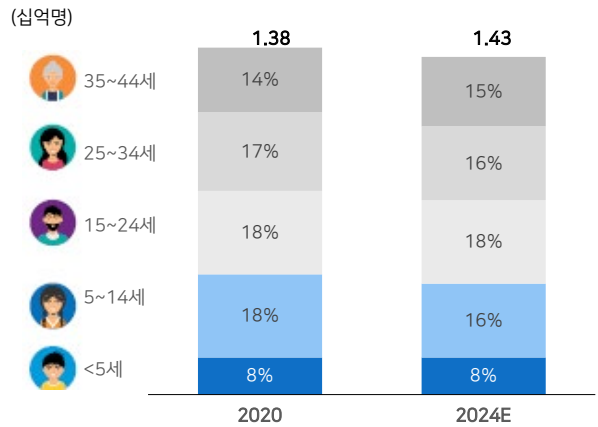
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림7 인도 스마트폰 이용자수



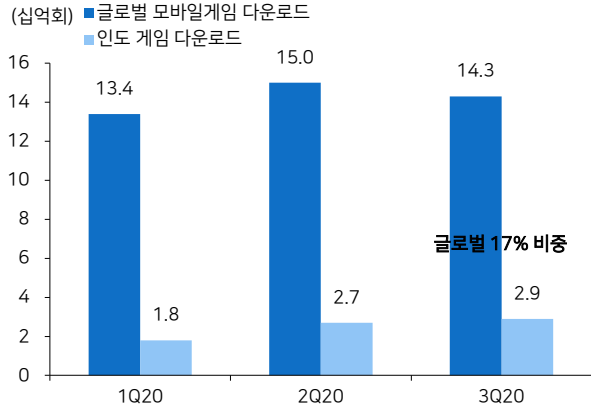
자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림8 인도 인구분포 - 18~30세 젊은 층이 1/3 차지



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림9 인도 모바일게임 다운로드, 글로벌 17% 비중



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림10 배틀그라운드 모바일 인디아 - 5천만 다운로드 기록



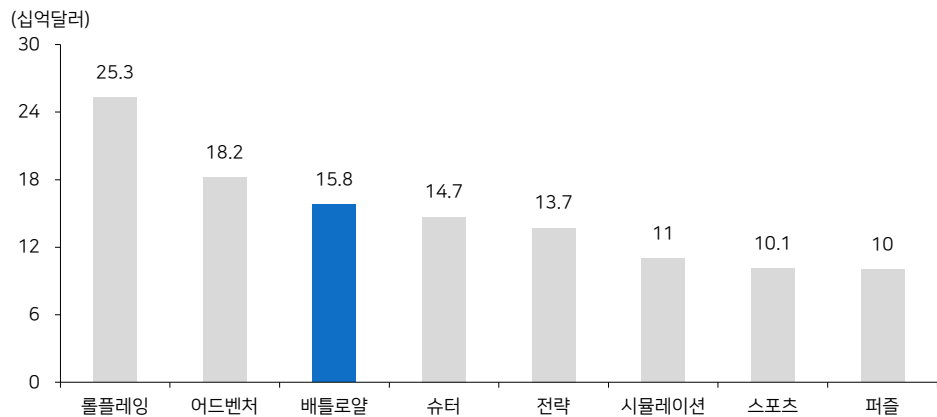
주: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

### 배틀그라운드는 계속 성장하는 IP

#### 글로벌 배틀로얄 장르의 성장

배틀로얄은 글로벌 게임 시장에서 가장 빠르게 성장하는 장르이다. 2020년 장르별 게임시장 규모 순위는 롤플레이팅 253억달러, 어드벤처 182억달러, 배틀로얄 158억달러 순이었다. 특히 2017년 '배틀그라운드' 출시 이후 배틀로얄 장르는 전체 게임 시장 성장의 약 30%를 기여하였다. 글로벌 배틀로얄 게임은 2017년 배틀그라운드 출시 이후 많은 신규게임들이 출시 되었는데 에픽게임즈의 '포트나이트', 블리자드의 '콜오브듀티 모바일', EA의 '에이펙스 레전드', 그리고 가레나 스튜디오의 '프리파이어' 등이다. 포트나이트는 건축 시스템, 낮은 교전 스트레스가 상대적 강점이었고 '에이펙스 레전드'는 '배틀그라운드'와 '오버워치'의 결합, RPG적 요소가 많이 가미되었고, '프리파이어'는 '배틀그라운드' 대비 쉬운 게임 플레이와 저사양 스마트폰에서도 잘 작동된다는 강점이 존재한다.

그림11 배틀로얄 : 4년 만에 글로벌 3대 게임 장르로 부상



주: US\$10+ bn 이상 장르별 시장규모(십억달러, 2020E)  
 자료: Newzoo, Superdata, 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

구분	배틀그라운드:뉴스테이트	프리파이어	에이펙스 레전드 모바일
개발사	크래프톤	가레나 스튜디오	리스폰 엔터테인먼트 개발/ EA 퍼블리싱
출시 연도	2017년 스팀, 2018년 PUBG 모바일, 21년 PUBG:뉴스테이트 출시 예정	2018년 안드로이드 출시	모바일 버전은 출시 준비중
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>최신 배틀로얄 게임</li> <li>2051년 배경, 미래적인 차량과 무기</li> <li>높은 그래픽 수준과 PC버전과 동일한 모션 플레이</li> <li>커스텀 키트, 방패, 드론 상점 등의 새로운 콘텐츠</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>생존형 배틀로얄 3인칭 슈팅</li> <li>50명의 플레이어</li> <li>대중적이나 저사양 배틀로얄 게임</li> <li>'Win to Pay' 아이템 판매</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019년 출시한 배틀로얄 후발주자</li> <li>한달만에 5천만 유저 모여 성공적 데뷔</li> <li>핵 유저 급증과 콘텐츠 부족으로 인기 하락</li> <li>스팀, PC, 콘솔 등 다양한 플랫폼에서 서비스</li> </ul>

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

배틀그라운드 IP Power

'배틀그라운드'는 동서양을 막론하고 글로벌 가장 흥행한 게임 콘텐츠로 2Q21 '배틀그라운드'의 PC, 콘솔, 모바일을 포함한 글로벌 일간 이용자수(DAU, Daily Active Users)는 5,900만명 수준이며 MAU가 DAU가 3~4배 수준이라는 것 감안시 약 2억명이 월간 접속하며 플레이하는 글로벌 메가 IP이다.

Win to Pay 아닌 Free to Pay

크래프톤의 게임 운영 능력과 콘텐츠 서비스는 점진적으로 고도화되고 있다. 글로벌 이용자들이 지속적으로 신선하고 재미있는 콘텐츠를 즐기게 하기 위해 라이브 서비스, 콜라보레이션 등의 작업을 가속화하고 있다. PUBG 세계관은 인게임 콘텐츠(맵, 이벤트, 콜라보레이션) 결합을 통한 라이브 서비스로 진화되고 있다. 캐주얼부터 코어 유저층까지의 게임 플레이 성향에 부합하는 시즌/이벤트 패스, 성장형 스킨 등을 통해 수익화 모델은 다변화, 고도화되고 있다. 로얄패스는 시즌제로 운영되는 일종의 멤버십인데 구매 후 매주 주어지는 미션을 완료해서 보상(다양한 외형, 춤, 차량 등)을 획득하는 방식이다. 그 외 성장 레벨에 따라 스킨, 재료 아이템 등을 획득하는 성장형 무기 스킨도 존재하는데 모두 꾸미기 아이템으로 능력치와는 무관하다.

그림12 PUBG IP 지속 성장 전략



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림13 블랙핑크 콜라보레이션



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림14 성장형 스킨 아이템이란?



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

### ‘뉴스테이트’ 얼마나 성공할까?

#### 9월말~10월초 출시 예상

8월 중순 'PUBG:뉴스테이트'의 글로벌 사전예약자수는 2,800만명을 돌파하며 빠르게 증가하고 있다. 9월말~10월초 정식 출시까지 글로벌 4천만명 이상의 사전예약자수는 충분히 가능할 전망이다. 글로벌 배틀그라운드 IP에 대한 인지도, 휴면 및 신규유저들의 관심, 알파 테스트를 통해 개선된 게임성(그래픽, 조작감, 드론 상점 등의 새로운 기능)에 대한 기대감 커졌기 때문이다. 2022년 'PUBG:뉴스테이트'의 매출액은 2.24조원, DAU 4,000만명, Paying User Ratio 4.1%, MARPPU 117천원을 가정하였으며 이는 기존 '배틀그라운드 모바일' 지표 대비 비슷하거나 낮을 것으로 추정한다.

#### 점진적 카니발라이제이션 예상

2022년 게임별 매출액은 'PUBG 모바일'의 매출액은 37.5% YoY 감소한 9,165억원, 'PUBG:뉴스테이트' 매출액은 2.24조원으로 예상, 기존 배틀로얄 게이머들, 휴면/신규 유저 유입을 통해 전체 PUBG 이용자 기반 확대가 기대된다. '뉴스테이트'는 기존 'PUBG 모바일' 대비 그래픽과 게임성 등이 향상된 하이엔드 모바일 게임이다. 조작감과 이동 로직 개선, 발열 최적화 등의 게임 완성도를 높이고 안티치트 등을 통해 악성 사용자 적발 및 방지를 위한 기능도 강화되었다.

표2 크래프톤의 게임별 매출 추정

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>총 매출</b>	<b>1,670.4</b>	<b>2,143.7</b>	<b>3,780.3</b>	<b>4,360.8</b>
<b>온라인</b>	<b>264.9</b>	<b>275.2</b>	<b>302.7</b>	<b>930.7</b>
배틀그라운드	259.6	275.2	302.7	175.6
칼리스토 프로토콜			245.2	367.8
<b>모바일</b>	<b>1,341.4</b>	<b>1,802.6</b>	<b>3,158.7</b>	<b>3,050.6</b>
PUBG 모바일	1,341.4	1,465.9	916.5	790.3
증감율(%)			-37.5%	-13.8%
PUBG:뉴스테이트		300.0	2,242.2	2,221.1
증감율(%)			647.4%	-0.9%
<b>콘솔</b>	<b>29.5</b>	<b>23.3</b>	<b>283.0</b>	<b>341.8</b>
<b>기타</b>	<b>34.7</b>	<b>42.7</b>	<b>35.9</b>	<b>37.7</b>

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표3 PUBG: New State의 차별화 포인트

구분	특징	내용
그래픽 렌더링	글로벌 일루미네이션	전역 조명 라이팅 기술로 모바일의 한계를 넘은 사실적인 그래픽 구현
	오토 인스턴싱 드로우	광활한 오픈월드 맵에서 수십만 개의 오브젝트를 초고속 처리해서 구현
	오토 익스포저	주변 밝기 변화에 대한 인간의 '적응시'를 자동 구현 및 조정
	그랜드 아틀라스 텍스처링	모바일 기기에 최적화된 텍스처 캐싱으로 처리효율성 극대화
플랫폼 서버		클라우드 플랫폼 서버 시스템 개발/운영, 전세계 수천만DAU 커버
	마이크로 서비스 플랫폼 아키텍처 구현	최신 클라우드 기술 스택으로 병렬처리/ 오토스케일링
	데이터 파이프라인 및 분석툴	클라우드 양대 산맥인 AWS + Azure가 조합된 글로벌 서버 구성 대용량 게임 데이터 실시간 저장
모바일CPU & GPU 최적화	캐릭터 멀티 파츠 메쉬 런타임 머징	캐릭터 디테일의 병렬 처리로 CPU 부하 최소화
		연산량이 많은 다수 캐릭터 이동 로직 병렬 처리로 CPU 부하 최소화
	물리 연산 최적화	연산 최적화로 모바일에서 구현 어려웠던 세밀한 물리 표현 구현(유리창 파괴 등)
	조직감 최적화	터치스크린 입력 지연시간 최소화
	모바일 발열 최적화	실시간 부하 감지 및 최적화
네트워크동기화 / 최적화	네트워크 리플리케이션 그래프	오브젝트 특성에 따른 업데이트 주기 및 브로드캐스팅 연관성 계산 및 스케일링으로 빠른 동기화 구현
	패킷 지연 실시간 대응하는 동기화 및 보관 기법	(이동& 물리& 탄도)
	네트워크 패킷 압축 알고리즘	
	보안 패킷 암호화	
안티 치트	악성 사용자 적발 및 방지 위한 '다중 안티 치트' 기술 적용	코드 암호화 기반 안티 치트
		행률 패턴 분석을 통한 핵 감지
		로그 분석 및 시기 기반 실시간 핵 감지

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터



## 2021년 이후 실적 전망

### 계단식의 우상향

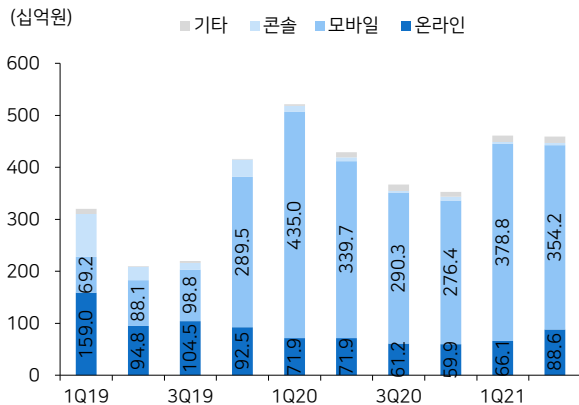
2021년 매출액과 영업이익은 각각 2.1조원(+28.3% YoY), 9,352억원(+20.8% YoY)으로 추정, 9월말~10월초 출시될 '뉴스테이트' 성과 반영으로 하반기로 갈수록 이익 모멘텀 강화된다. 다만 '뉴스테이트' 출시로 인해 앱수수료와 마케팅비가 증가 예상되며 4Q21 앱수수료는 1,220억원(+196.1% QoQ), 마케팅비는 450억원(+196.1% QoQ)으로 추정한다. 한편 3Q21 매출액과 영업이익은 각각 4,983억원(+8.5% QoQ), 2,135억원(+22.6% QoQ)으로 추정한다. 기존 'PUBG 모바일' 매출액이 약 30% 카니발라이제이션 가정하에 '배틀그라운드 모바일 인도'의 퍼블리싱 매출 반영(약 60일) 반영된다. '배틀그라운드 모바일 인도'의 누적 이용자는 약 5,000만명으로 7월 2일 구글플레이 출시 이후 인도 모바일게임 매출 순위 2위를 기록 중이며 8월 18일 인도 앱스토어 마켓에서도 오픈되었다.

표4 크래프톤 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	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>498.3</b>	<b>725.1</b>	<b>1,670.4</b>	<b>2,143.7</b>	<b>3,780.3</b>
온라인	71.9	71.9	61.2	59.9	66.1	88.6	66.1	54.5	264.9	275.2	302.7
모바일	435.0	339.7	290.3	276.4	378.8	354.2	418.7	650.9	1,341.4	1,802.6	3,158.7
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>284.8</b>	<b>404.7</b>	<b>896.6</b>	<b>1,208.5</b>	<b>1,722.4</b>
인건비	51.3	63.4	61.9	86.7	64.8	73.9	78.2	82.5	263.3	299.4	339.7
앱수수료/매출원가	35.8	40.6	40.3	34.2	35.8	40.2	41.2	122.0	150.9	239.2	636.1
지급수수료	58.0	78.3	54.8	80.9	76.1	95.3	98.5	102.0	272.0	372.0	428.8
마케팅비	10.6	9.5	10.2	12.3	7.4	8.0	15.2	45.0	42.6	75.6	92.7
주식보상비용/성과보상인센티브	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>213.5</b>	<b>320.3</b>	<b>773.9</b>	<b>935.2</b>	<b>2,057.9</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>212.5</b>	<b>319.4</b>	<b>666.8</b>	<b>975.1</b>	<b>2,069.2</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>164.1</b>	<b>246.6</b>	<b>556.3</b>	<b>746.0</b>	<b>1,607.8</b>

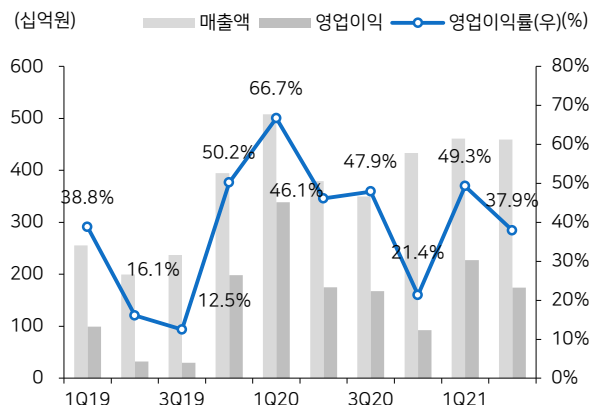
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림15 플랫폼별 매출액 - PUBG 모바일의 성과 건조



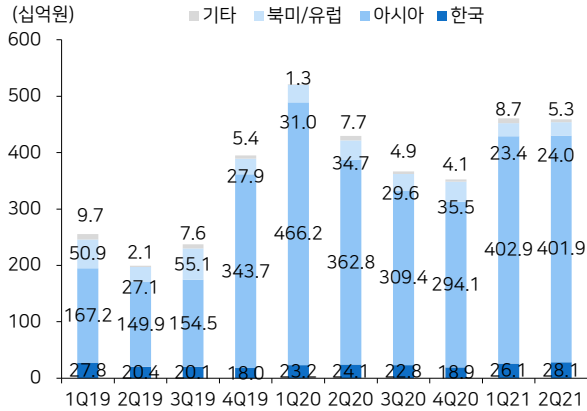
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림16 분기 매출액과 영업이익 추이



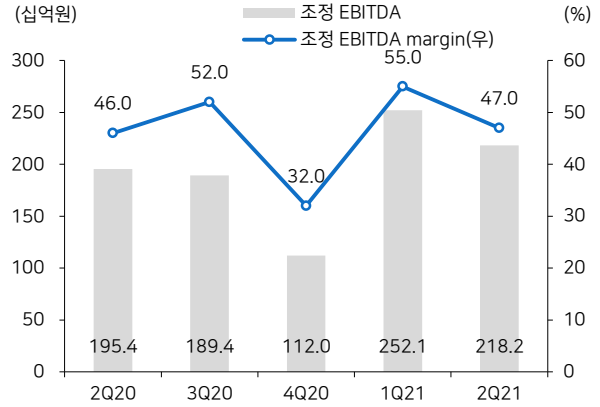
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림17 지역별 매출액 추이 - 해외 비중 94%



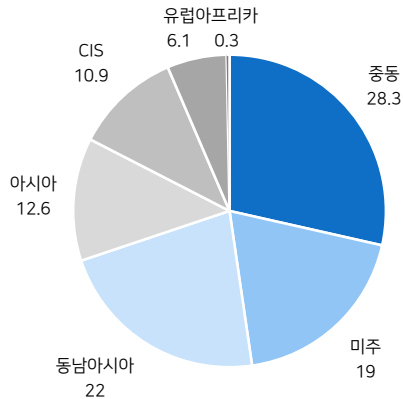
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림18 조정 EBITDA(일회성 주식보상비용 반영) 추이



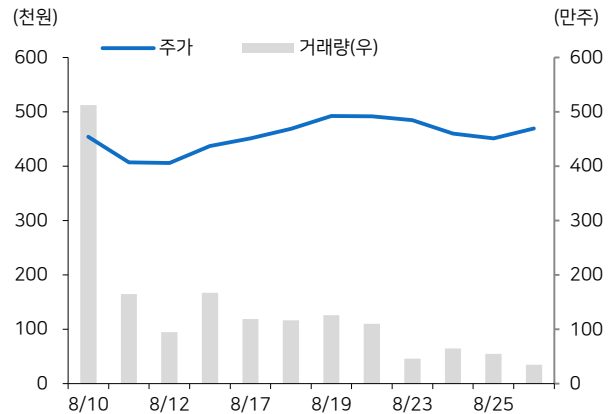
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림19 뉴스테이트 사전예약자 분포도



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림20 상장 이후 주가 및 거래량



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

### 칼리스트 프로토크로부터 타이탄까지

#### 배틀그라운드 세계관의 확장

21년 하반기 'PUBG:뉴스테이트' 출시 이후에도 크래프톤의 신작 라인업은 지속 가동된다. '더 칼리스트 프로토크'는 미국 스튜디오 '스트라이킹 디스턴스'에서 개발 진행 중이며 22년 여름 출시를 목표로 올해말부터 마케팅 플랜 등이 시작될수 있다. '더 칼리스트 프로토크'는 글렌 스코필드가 크래프톤에 합류한 뒤 선보이는 첫 작품으로 글렌 스코필드는 '데드 스페이스', '콜오브듀티'와 같은 유명 게임들을 개발하였다. '더 칼리스트 프로토크'는 배틀그라운드 IP 세계관의 2320년 목적의 위성인 '칼리스트' 배경으로 '블랙 아이언 감옥'을 탈출하여 비밀을 밝혀내는 공포, 액션, 스토리텔링이 혼합된 싱글 플레이어 서바이벌 호러 게임이다. 타이탄은 2023년 출시 예정인 PC/콘솔 게임으로 '배틀그라운드2'로 추정된다.

게임 이외에도 애니메이션, 웹툰/웹소설, TV 시리즈 등으로 배틀그라운드 IP의 2차 재생산을 진행 중이다. 7월 22일에는 펍지 유니버스 기반 다큐멘터리 '미스터리 언노운:배틀그라운드의 탄생', 26일에는 단편영화 '그라운드 제로'가 공개된 바 있다. 연내 배틀그라운드 웹툰을 국내 대표 플랫폼 기업과 준비 중이다.

그림21 끊임없이 새로운 시도를 통해 명작개발에 집중



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림22 글렌 스코필드 - 데드스페이스, 콜 오브 듀티 개발



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림23 브렌든 그린 - 배틀 로얄 장르의 아버지



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

### 투자의견 Buy 및 적정주가 72만원 유지

비중확대 전략 추천

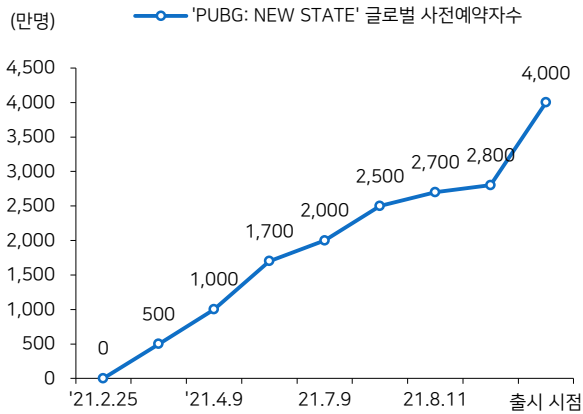
크래프톤의 적정주가는 12M forward EPS 27,772원 \* 적정 PER 26배 적용한 72만원을 제시한다. 21년 9월말~10월초 출시될 '뉴스테이트'의 성과에 따라 주가와 실적의 방향성 결정된다. 8월 중순 '뉴스테이트'의 사전예약자수는 2,800만명을 돌파하였으며 8월 19일 애플 앱스토어 사전예약도 오픈함에 따라 정식 출시 시점에는 4천만명 돌파 가능하다. 글로벌 '배틀그라운드 모바일'의 DAU가 약 5천만명(중국 제외)으로 추산시 상당수의 유저의 유입될 전망이다. 당사가 추정하는 2022년 '뉴스테이트' 매출액은 2.24조원, 일평균 매출액 61억원으로 예상된다.

표5 적정주가 산출 내역

	단위	2021E	2022E	평균
매출액	(십억원)	2,143.7	3,780.3	2,962.0
순이익률	(%)	34.8%	42.5%	38.7%
순이익	(십억원)	746.0	1,607.8	1,320.5
EPS (a)	(원)	15,256	32,880	27,772
3yrs EPS CAGR ('21~'24)	(%)			43.5%
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>34,333.4</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 배틀그라운드:뉴스테이트 사전예약자수 추이



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림25 뉴스테이트, 8월 27일 글로벌 28개국 알파테스트



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

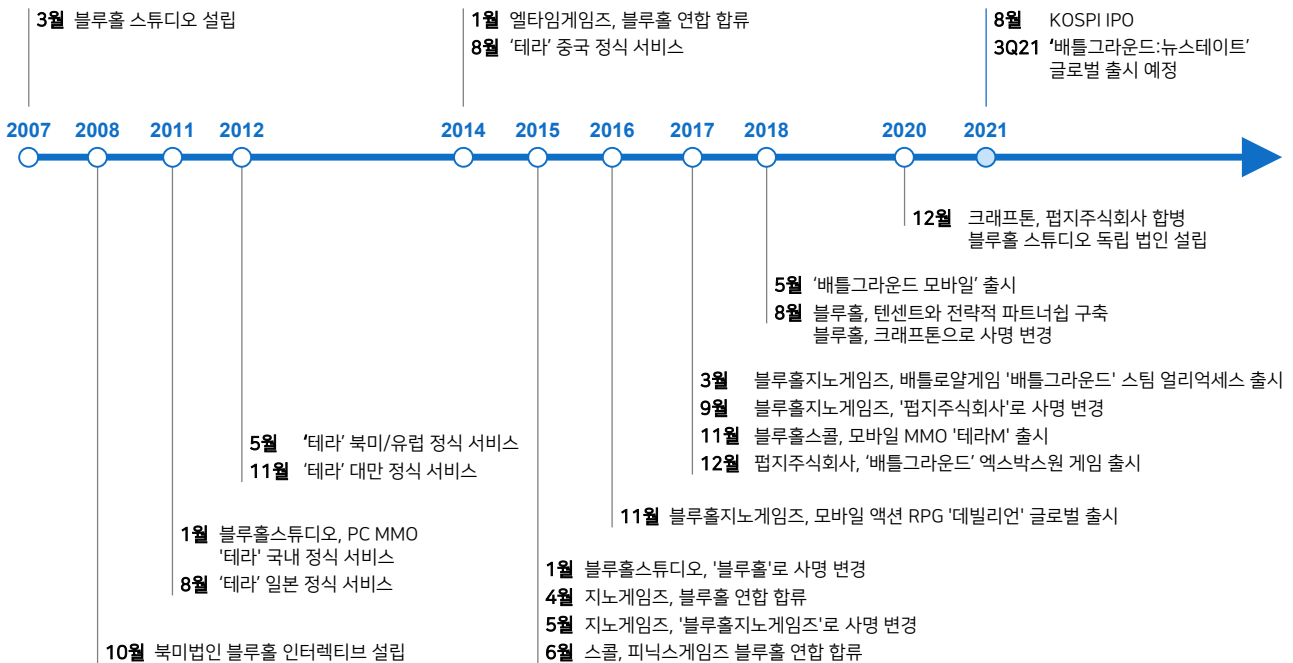
## 크래프톤은 어떤 회사인가?

창의력은 개발되는게 아닌  
발견되는 것

크래프톤이란 'Keep the craftsmanship on'의 의미로 기존 게임사와 차별화된 게임 제작의 명가를 지향하고 있다. 2007년 3월 (주)블루홀 스튜디오 설립하였고 2011년 PC MMO '테라' 국내 정식 서비스하며 대한민국 게임대상 수상한 바 있다. 2017년 3월 블루홀지노게임즈, '배틀그라운드' 스팀 얼리액세스 형태로 출시하며 글로벌 메가 히트에 성공하였다. 2017년 9월 블루홀지노게임즈는 펍지주식회사로 사명을 변경하였고 2018년 8월 텐센트와 전략적 파트너십 구축, 2020년 12월 크래프톤, '펍지주식회사' 합병한 바 있다. 2021년 8월 국내 KOSPI 상장 통해 4조 원 규모의 자금을 조달하였고 IP 포트폴리오 확대 위한 M&A 및 투자에 집행된다.

크래프톤의 장병규 의장은 크래프톤 이사회 의장이다. 1996년 네오위즈 공동 창립하였으며 이후 2005년 첫눈(검색엔진) 창립하였고 2007년 블루홀스튜디오과 본앤젤스를 창립하였다. 한국 인터넷/게임 산업의 산증인으로 문재인 대통령 직속 4차 산업혁명위원장을 역임하기도 하였다. 2017년 블루홀과 텐센트, '배틀그라운드 모바일' 공동 개발하였으며 18년 4월 6천억원 지분투자하며 협력 본격화하였다. 2021년 크래프톤의 주요 지분구조는 장병규 의장 14.37%, 텐센트 13.58% 순이다.

그림26 크래프톤의 연혁



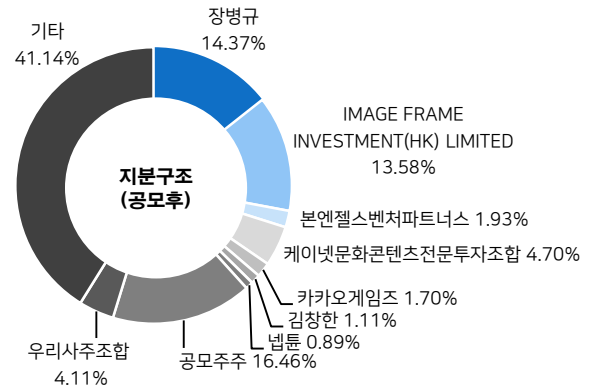
자료: Dart, 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림27 크래프톤의 장병규 의장



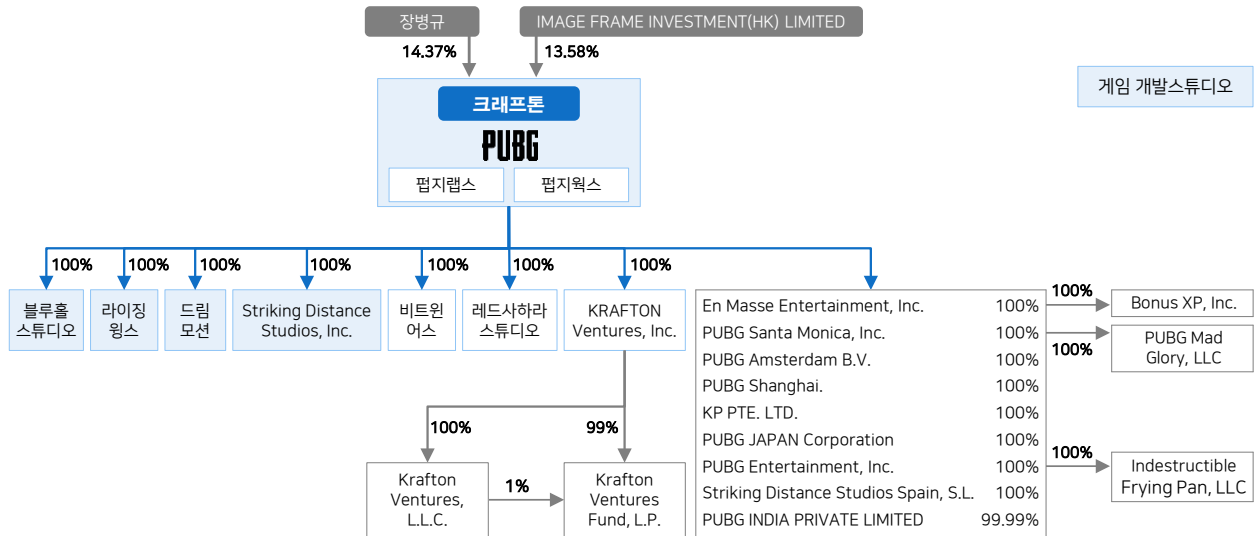
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림28 크래프톤의 지분구조



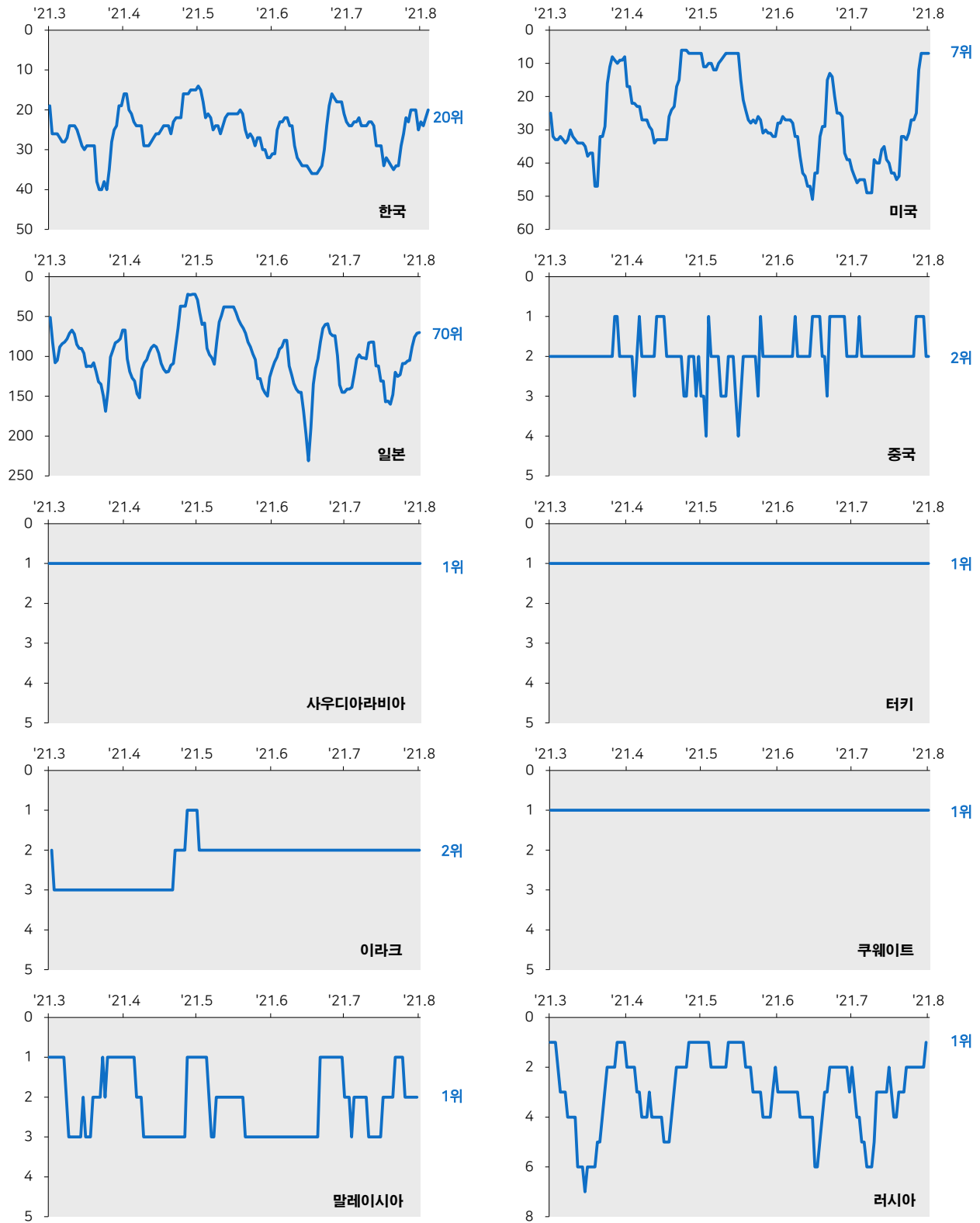
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림29 크래프톤의 지배구조 - 5개의 게임개발 스튜디오가 주축



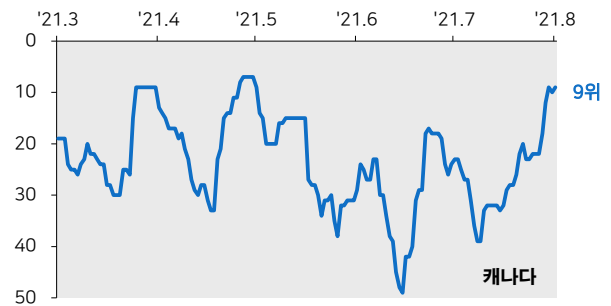
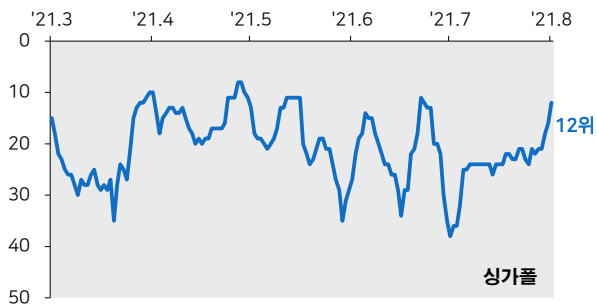
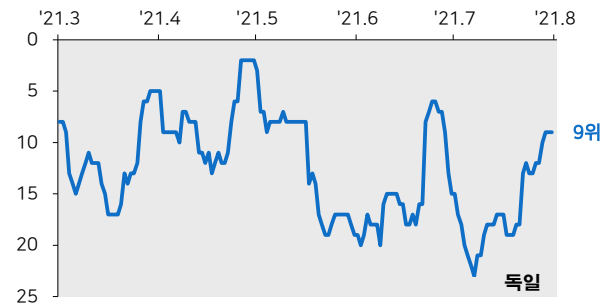
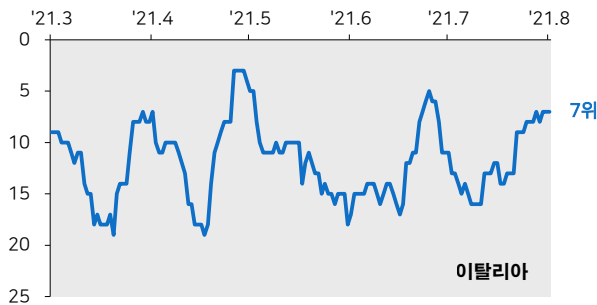
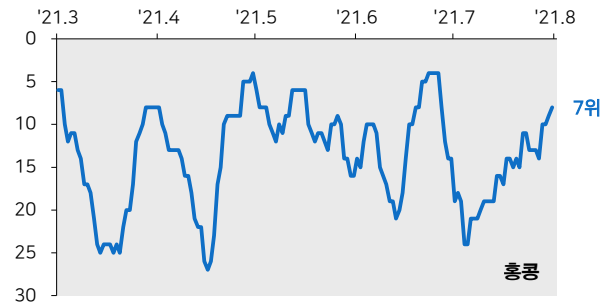
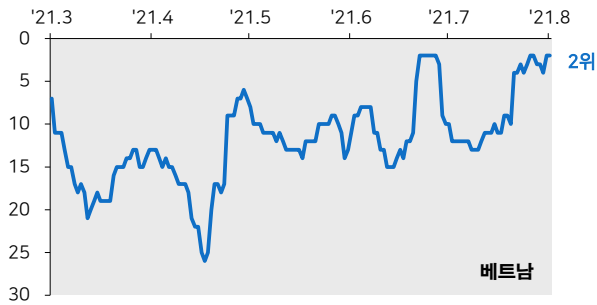
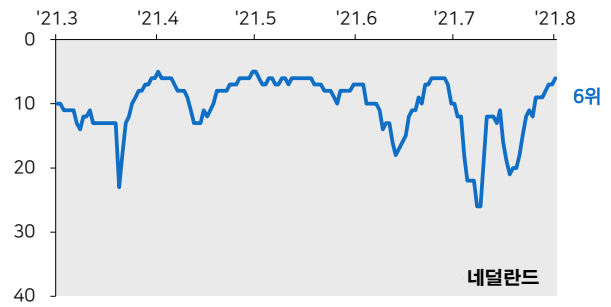
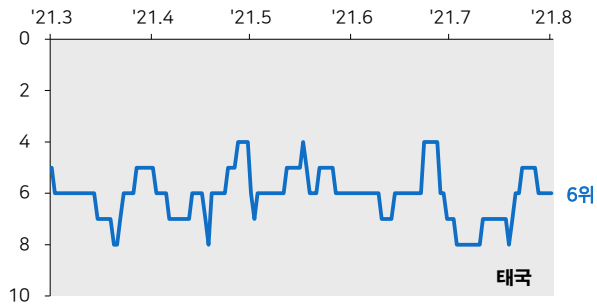
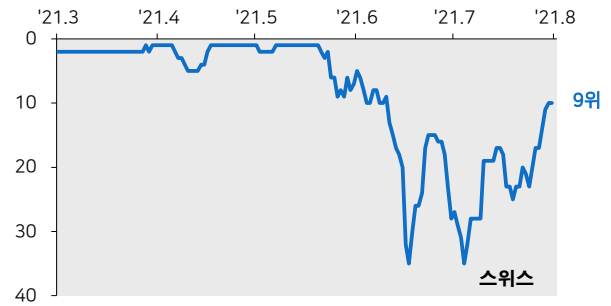
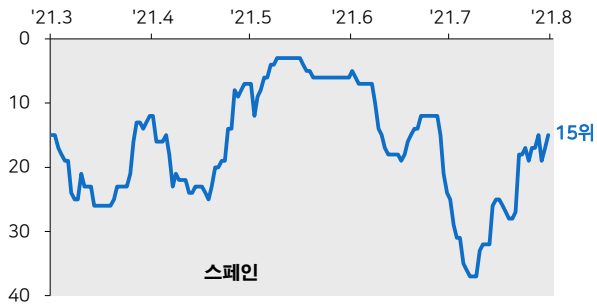
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림30 배틀그라운드M 주요 국가 게임순위



주: 2021.8.25 구글플레이 게임 매출순위 기준. 중국 '화평정영' iOS 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림31 배틀그라운드M 주요 국가 게임순위



주: 2021.8.25 구글플레이 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터



크라프트톤(259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,087.5	1,670.4	2,143.7	3,780.3	4,360.8
매출액증가율 (%)	-2.9	53.6	28.3	76.3	15.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	2,143.7	3,780.3	4,360.8
판매관리비	728.2	896.6	1,208.5	1,722.4	1,878.8
<b>영업이익</b>	<b>359.3</b>	<b>773.9</b>	<b>935.2</b>	<b>2,057.9</b>	<b>2,481.9</b>
영업이익률	33.0	46.3	43.6	54.4	56.9
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	975.1	2,069.2	2,398.4
법인세비용	83.0	110.5	229.2	461.4	527.7
<b>당기순이익</b>	<b>278.9</b>	<b>556.3</b>	<b>746.0</b>	<b>1,607.8</b>	<b>1,870.8</b>
지배주주지분 순이익	278.9	556.3	746.0	1,607.8	1,870.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>61.9</b>	<b>649.0</b>	<b>818.2</b>	<b>1,687.6</b>	<b>1,952.6</b>
당기순이익(손실)	278.9	556.3	746.0	1,607.8	1,870.8
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>4,608.7</b>	<b>958.2</b>	<b>1,221.4</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	4,967.9	1,275.6	1,651.4
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3
기말현금	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3	8,614.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	726.2	1,292.5	6,277.6	7,628.4	9,296.0
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3	8,614.7
매출채권	367.9	462.5	476.4	490.6	505.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	263.9	426.6	812.5	832.0	853.5
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>7,104.9</b>	<b>8,734.5</b>	<b>10,627.7</b>
유동부채	288.0	406.7	541.1	557.3	574.0
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
비유동부채	117.7	98.3	184.8	190.3	196.1
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>
자본금	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
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	78.4	239.2	426.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>584.4</b>	<b>1,214.1</b>	<b>6,379.0</b>	<b>7,986.8</b>	<b>9,857.6</b>

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,270	41,168	47,203	77,309	89,181
EPS(지배주주)	7,249	13,709	16,426	32,880	38,259
CFPS	12,968	23,399	27,680	46,469	55,924
EBITDAPS	10,318	20,160	22,410	43,288	51,491
BPS	14,528	28,376	130,456	163,336	201,595
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	28.6	14.3	12.3
PCR	-	-	17.0	10.1	8.4
PSR	-	-	9.9	6.1	5.3
PBR	-	-	3.6	2.9	2.3
EBITDA	396.9	818.0	1,017.7	2,116.7	2,517.8
EV/EBITDA	-0.5	-0.8	17.0	7.6	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	19.6	22.4	21.0
EBITDA 이익률	36.5	49.0	47.5	56.0	57.7
부채비율	69.4	41.6	11.4	9.4	7.8
금융비용부담률	0.8	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	41.0	136.6	150.0	300.1	329.1
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.6	7.8	8.8
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 하시기를 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 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	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

