

2021. 11. 12



▲ 인터넷/게임

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

Buy

적정주가 (12개월) 720,000 원

현재주가 (11.11) 540,000 원

상승여력 33.3%

KOSPI	2,924.92pt
시가총액	264,365억원
발행주식수	4,896만주
유동주식비율	52.44%
외국인비중	6.67%
52주 최고/최저가	540,000원/406,000원
평균거래대금	2,027.3억원

주요주주(%)

장병규 외 11인	24.02
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)	13.57
국민연금공단	5.06

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.9	0.0	0.0
상대주가	16.1	0.0	0.0

주가그래프



크래프톤 259960

‘뉴스테이트’, 글로벌 흥행 조짐

- ✓ 3Q21 실적, PUBG PC와 모바일 모두 양호. 성장형 무기스킨, 로얄패스 등 수익화 능력 고도화되며 견조한 매출 성장. 7월 출시된 ‘배틀그라운드 모바일 인디아’는 3,200만명의 MAU 기록하며 출시 이후 좋은 호응 얻고 있음
- ✓ ‘PUBG:뉴스테이트’의 11월 11일 출시되었으며 글로벌 사전예약자수는 5,500만명 기록. 크래프톤의 기술 경쟁력과 수익화 노력의 결정체로 4분기 이후 실적 성장 기대
- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 72만원 유지

3Q21 실적, 예상치 부합

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,219억원(+42.3% YoY), 1,953억원(+16.5% YoY)으로 당사 추정치(매출액 4,983억원, 영업이익 2,135억원)에 대체로 부합하였다. 플랫폼별 매출액은 PC 1,295억원(+111.7% YoY), 모바일 3,805억원(+31.1% YoY), 콘솔 50억원(+54.8% YoY), 기타 69억원을 기록하였다. PC 게임 매출액은 성장형 무기스킨 외에도 나만의 상점 기능을 추가 하였는데 좋은 반응을 이끌어냈고, 모바일은 로얄 패스 출시 주기를 2개월에서 1개월로 축소하여 매출 증가에 기여, 7월초 출시된 배틀그라운드 모바일 인디아 성과도 반영되기 시작하였다. 영업이익률은 37.4%로 전분기와 유사했는데 주식보상비용(706억, +157.4% QoQ)와 마케팅비(205억원, +157.1% QoQ) 증가에도 불구하고 양호했다. 순이익은 1,783억원으로 외화환산 평가 이익 반영으로 26.2% QoQ 증가했다.

‘뉴스테이트’, 글로벌 흥행 조짐

11월 11일 오후 3시(한국 시간)에 ‘PUBG:뉴스테이트’의 글로벌 정식 서비스가 시작되었으며 사전예약자수 5,500만명이라는 엄청난 글로벌 팬덤을 입증했다. 출시 1.5시간 만에 DAU는 270만명을 기록하였으며 미국 시간으로는 심야시간임에도 불구하고 매출 비중 가장 높아 고무적인 지표이다. ‘PUBG:뉴스테이트’는 크래프톤의 기술 경쟁력, 수익화 노력의 결정체로 2022년 ‘PUBG:뉴스테이트’ 매출액은 2.2조원, 일평균 61억원 수준으로 추정한다.

언노운 월즈 인수 등으로 IP 풍년일 2022년

2022년에는 ‘뉴스테이트’의 수익화가 정상궤도에 진입하는 것 뿐 아니라 스트라이킹 디스턴스의 ‘더 칼리스트 프로토콜(PC/콘솔)’과 10월말 인수한 언노운월즈도 신규 게임출시 준비하고 있어 크래프톤의 게임 라인업은 본격적인 다각화 국면에 진입한다. 2022년 큰 폭의 성장성을 앞두고 있는 동사에 대한 적극적인 비중확대 전략을 추천한다.

(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	2,106.2	851.4	709.6	15,625	14.0	129,556	34.6	4.2	23.7	18.8	11.4
2022E	3,818.1	2,026.6	1,583.5	32,345	107.0	161,901	16.7	3.3	9.5	22.2	9.4
2023E	4,235.3	2,300.7	1,729.4	35,325	9.2	197,226	15.3	2.7	7.7	19.7	8.0

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	521.9	349.9	49.2%	459.3	13.6%	498.3	4.7%	462.9	12.8%
온라인	129.5	61.2	111.7%	88.6	46.2%	66.1	95.9%	-	-
모바일	380.5	290.3	31.1%	354.2	7.5%	418.7	-9.1%	-	-
콘솔	5.0	3.2	54.8%	4.2	20.0%	7.5	-33.0%	-	-
기타	6.9	12.0	-42.7%	12.5	-44.6%	6.0	15.0%	-	-
영업이익	195.3	167.6	16.5%	174.2	12.1%	213.5	-8.5%	185.4	5.3%
세전이익	269.9	142.5	89.5%	171.8	57.1%	212.5	27.0%	-	-
지배순이익	178.3	110.0	62.1%	141.3	26.2%	164.1	8.7%	151.4	17.8%
영업이익률(%)	37.4%	47.9%	-10.5%p	37.9%	-0.5%p	42.8%	-5.4%p	40.1%	-2.7%p
순이익률(%)	34.2%	31.4%	2.8%p	30.8%	3.4%p	32.9%	1.2%p	32.7%	1.5%p

자료: 크래프톤, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	508.2	379.1	349.9	433.4	461.0	459.3	521.9	663.9	1,670.4	2,106.2	3,818.1
증감율(YoY %)	98.8%	90.0%	47.4%	9.7%	-9.3%	21.2%	49.2%	53.2%	53.6%	26.1%	81.3%
온라인	71.9	71.9	61.2	59.9	66.1	88.6	129.5	133.4	264.9	417.5	490.3
모바일	435.0	339.7	290.3	276.4	378.8	354.2	380.5	510.9	1,341.4	1,624.4	3,008.9
콘솔	11.3	7.8	3.2	7.2	4.0	4.2	5.0	7.5	29.5	20.7	283.0
기타	3.4	10.0	12.0	9.2	12.1	12.5	6.9	12.2	34.7	43.6	35.9
영업비용	155.7	141.4	258.6	340.8	233.8	285.2	326.7	409.2	896.6	1,254.8	1,791.5
증감율(YoY %)	-0.5%	126.7%	-17.7%	74.6%	50.1%	101.7%	26.3%	20.1%	23.1%	40.0%	42.8%
인건비	51.3	63.4	61.9	86.7	64.8	73.9	80.8	82.5	263.3	302.0	353.5
앱수수료/매출원가	35.8	40.6	40.3	34.2	35.8	40.2	59.6	122.0	150.9	257.6	701.6
지급수수료	58.0	78.3	54.8	80.9	76.1	95.3	70.0	94.2	272.0	335.7	396.0
마케팅비	10.6	9.5	10.2	12.3	7.4	8.0	20.5	30.2	42.6	66.1	91.2
주식보상비용/성과보상인센티브	11.2	48.3	16.8	28.3	30.0	46.9	70.6	54.5	104.7	202.0	138.0
기타	15.8	14.5	15.2	17.6	19.7	20.9	25.0	25.8	63.2	91.4	111.1
영업이익	338.9	174.8	167.6	92.6	227.2	174.2	195.3	254.7	773.9	851.4	2,026.6
증감율(YoY %)	242.0%	443.7%	465.1%	-53.3%	-33.0%	-0.3%	16.5%	175.2%	115.4%	10.0%	138.0%
OPM(%)	66.7%	46.1%	47.9%	21.4%	49.3%	37.9%	37.4%	38.4%	46.3%	40.4%	53.1%
세전이익	369.7	157.0	142.5	-2.3	271.4	171.8	269.9	253.8	666.8	967.0	2,037.9
지배순이익	294.0	111.0	110.0	41.3	194.0	141.3	178.3	196.0	556.3	709.6	1,583.5

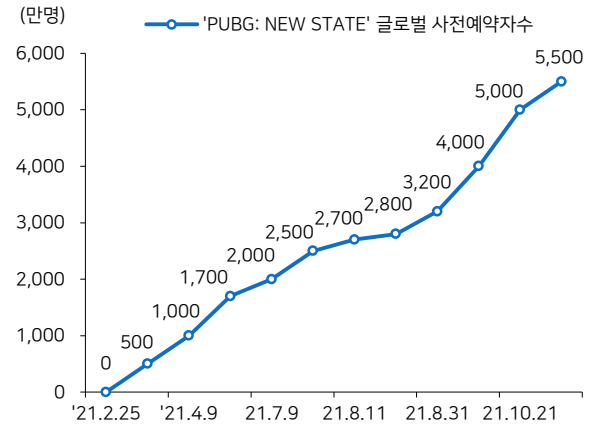
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 펍지모바일 - '테슬라' 인게임 프로모션



자료: 크라프트, 메리츠증권 리서치센터

그림2 뉴스테이트 사전예약자수 5,500만명 기록



자료: 크라프트, 메리츠증권 리서치센터

크라프트 Q&A

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스 콜 내용입니다

Q '펍지 뉴스테이트' 오늘 출시했는데 매니지먼트의 기대치? 기존 펍지 모바일과 카니발라이제이션 얼마나 생각하나?

- A**
- 오늘 3시에 출시했고 글로벌 출시 이후 초반에는 서비스 최적화에 최우선될 것. 사전예약 5,500만명이라는 기록적 수치 달성, 실제 게임에 유입되고 플레이하는데 문제 없도록 하는 것이 최우선. 서비스 안정화 이후에는 2022년에는 더 많은 이용자를 페이ng 유저로 전환하고자 하는 노력 본격화할 것. 기술적 격차가 다른 게임 대비해서 큰 상황이고 라이브 서비스 역량 더하면 장기 서비스 가능
 - DAU 270만 유저가 넘어서고 있으며 출시한지 얼마 안되서 동접자수라고 볼수 있는데 상당히 기대하고 있음. 역량을 다해서 서비스 안정화에 노력할 건데 많은 기대 갖고 있음
 - 펍지M과의 카니발라이제이션은 크게 우려하고 있지는 않음. 펍지 모바일의 이용자 충성도는 여전히 높은 상황. 3분기 실적에도 반영되어 있고 앞으로도 수익성 높여갈수 있는 부분 있고 지속 성장을 할 것으로 기대하고 있고 배틀 로얄 장르라는 물은 공유하고 있는데 '뉴스테이트'는 다른 포지셔닝 원하고 있고 연관된 세계관 추구하고 있는데 라이브 서비스 하면서 차별성을 보여드릴 수 있을 것으로 생각. 크게 모바일 유저 기반 넓혀가는 것에 포커스. 펍지M과 공동 마케팅하면서 협업할 것으로 생각

Q NFT와 메타버스 시장 전략은?

- A**
- 인터랙티브 버추얼 월드라는 표현 써왔고 그 구현을 장기 성장의 주요한 축으로 보고 이에 대한 투자와 연구 진행해왔음. 메타버스가 큰 관심 받고 관련 시장 형성되는 거 보면서 전략적 투자 확신이 더 커져있음
 - NFT라는게 기본적으로 버추얼 월드에 있는 재화나 콘텐츠가 현실적 가치를 지닐수 있다는 점에서 상당히 고무적으로 생각하고 있음. 우리 회사도 NFT 트렌드들이 새로운 플레이 방식으로 확장되도록 활발히 검토. 관련 회사에도 투자해서 연

구를 해가고 있음

- 게임 내에 있는 재화나 콘텐츠가 의미를 가지려면 게임 내의 경쟁력이 담보되어야 함. 그 콘텐츠가 게임 밖에서도 경쟁력 가지려면 게임 자체가 본질 경쟁력이 되어야 함. 전세계 수익명이 플레이하는 배틀로얄 장르를 개척한 크래프톤으로서는 NFT에 대해서 긍정적으로 생각하고 있음. 그러나 NFT 게임을 출시한다고 선언하는게 중요한 것이 아니라 그게 게임 재미와 생태계 확장에 도움이 되는지에 대해서 고민하는 것이 핵심적인 요소. 그런 방향성 가지고 검토하고 있음
- 로블록스 등 생각해보면 기존 작품인 펍지M과 유사한데 지표가 유사하다고 해서 게임이나 플랫폼을 일대일로 비교하기는 어렵고 유저가 크리에이팅하는 콘텐츠를 갖고 플레이하는 플랫폼의 성격. 메타버스 경제활동 플랫폼 보면 전세계 콘텐츠 회사들이 지향하는 바는 유사하다고 봄

Q 'PUBG:뉴스테이트'의 타겟 유저층을 기존 펍지모바일과 어떻게 차별화, 마케팅 전략?

- A**
- 기존 펍지 모바일이 서구권에서 도미넌트하게 못했다는 전략적 이유. 사전예약자 수 기준으로 아시아, 중동, 동남아, 미주 지역 순으로 높은 비중 확보. 추구했던 서구권에서도 어필할 수 있는 배틀 로얄 게임 만들겠다는 기대감 만들었음. 출시된 지 얼마 안되었는데 매출만 보면 미국이 밤 시간임에도 가장 높은 상황임.
 - 뉴스테이트 마케팅 전략은 펍지의 소절환 요소 잘 살린 유저 참여형 마케팅, 자체 제작 콘텐츠 통해서 게이머 대상으로 적극 커뮤니케이션 하고 있고 글로벌 지역별로 인플루언서 프로그램 통해서 론칭과 관련된 풀 만들어가고 있음
 - 빠른 시일 내에 e스포츠 리그 운영 통해 마케팅할 계획임

Q 딥러닝 기술이 버추얼 월드 구현에 필수적인데 앞으로 우리 사업에 어떻게 적용되나?

- A**
- AI 활용해서 새로운 게임 플레이와 일상의 영역 연결해나가고자 함. 게임 측면에서 보면 딥러닝 활용해서 단순히 게임 제작비용 낮춘다거나 이런 포커스 아니고 딥러닝 활용해서 유저들이 경험 못한 재미와 몰입감 만들고 게임 내 콘텐츠와 유저를 유기적으로 연결해나갈 것임. 딥러닝 연구팀 존재하는데 7개 팀에서 10개팀으로 확대해서 유의미한 성과 있는 부분은 유저들 대상으로 새로운 실험해볼수 있는 단계에 와 있음
 - 게임 이외 부분에 활용하는 것도 고민. AI 활용한 콘텐츠 플랫폼도 고민

Q 배틀그라운드PC의 3분기 평균 MAU, ARPPU가 얼마나 업사이드 가능할까?

- A**
- 3분기 PC MAU는 2분기와 유사한 800만명 수준 유지. ARPPU는 지속적으로 상승하고 있어서 어느정도까지 실링을 한정짓기 어려움. PC의 구매율이나 ARPU는 작년초 대비 2배 이상, 3배 이상 증가했음. 4분기는 성장형 무기스킨 출시가 10월 12일 진행되어서 그 효과 있을 것. 다만 2-3분기 추세 봤을 때는 ARPU 성장은 건강하게 지속되지 않을까 예상

Q 배틀그라운드 모바일 인도 매출이 어느 정도 수준인가?

- A**
- 전체 모바일 매출 중에서 하이 싱글 디짓 비중 정도. 작년 금지되기 전에 그때 당시 총매출을 회복했다고 보면 됨. 직접 서비스하고 있어서 로컬라이제이션도 시의

적절하게 내는 거 추진하고 있어서 4분기부터 로컬라이즈된 콘텐츠 통해서 재무적인 부분에서도 성장 기대하고 있음

Q 언노운 윌즈 인수 배경?

- A**
- 광활한 월드에서 높은 자유도, 창의적으로 게임 플레이 만들어내고 게임 팬 존중하는 개발 문화 갖고 있어서 높이 평가. 크래프톤이 게임 스튜디오 인수에서 가장 중요하게 생각하는 것이 인수 이후에도 해당 제작 리더십이 열정적으로 게임 제작 지속할 것인가 새로운 IP 창출을 즐길수 있는 것인지, 앞으로도 열정적으로 게임 제작할 것이라고 기대하고 있음
 - 내년 얼리엑세스로 개발하고 있는 언노운 윌즈의 3번째 IP 인데 펍지와 같이 장르를 디파인할수 있는 게임이 될 것으로 기대하고 있음. 우리 입장에서는 새로운 장르 열어가는 IP 확보여서 긍정적. 유저 입장에서는 PC/콘솔 시장에서 두터운 코어 팬 보유하고 있어서 크래프톤과 펍지 유저 기반 확대에도 도움 줄 것임

크라프트톤(259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,087.5	1,670.4	2,106.2	3,818.1	4,235.3
매출액증가율 (%)	-2.9	53.6	26.1	81.3	10.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	2,106.2	3,818.1	4,235.3
판매관리비	728.2	896.6	1,254.8	1,791.5	1,934.6
영업이익	359.3	773.9	851.4	2,026.6	2,300.7
영업이익률	33.0	46.3	40.4	53.1	54.3
금융손익	-3.1	-2.3	-2.3	0.0	0.0
중속/관계기업손익	-0.9	-0.3	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	6.5	-104.6	150.0	-55.0	-60.5
세전계속사업이익	361.9	666.8	967.0	2,037.9	2,217.2
법인세비용	83.0	110.5	257.4	454.5	487.8
당기순이익	278.9	556.3	709.6	1,583.5	1,729.4
지배주주지분 순이익	278.9	556.3	709.6	1,583.5	1,729.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	726.2	1,292.5	5,901.4	7,567.7	9,093.9
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,311.6	6,902.6	8,412.6
매출채권	367.9	462.5	507.5	556.8	611.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	263.9	426.6	814.1	833.7	855.2
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	153.2	156.7	160.5
자산총계	990.1	1,719.1	7,068.5	8,673.8	10,425.6
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
부채총계	405.7	505.0	725.9	747.7	770.1
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	36.1	36.1
이익잉여금	-518.3	37.9	74.8	233.1	406.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	584.4	1,214.1	6,342.6	7,926.1	9,655.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	61.9	649.0	781.9	1,663.3	1,811.2
당기순이익(손실)	278.9	556.3	709.6	1,583.5	1,729.4
유형자산상각비	36.0	40.9	41.7	42.5	43.4
무형자산상각비	1.7	3.3	3.3	3.4	3.5
운전자본의 증감	-355.2	-152.5	118.5	-10.7	-11.8
투자활동 현금흐름	-52.8	-0.8	-620.3	-254.8	-300.1
유형자산의증가(CAPEX)	-16.3	-25.9	-22.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-42.9	-55.0	-585.0	132.5	-135.8
재무활동 현금흐름	14.9	-27.1	4,572.3	933.9	1,080.0
차입금의 증감	-153.6	-7.3	111.0	3.5	3.8
자본의 증가	179.9	19.4	4,602.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.9	573.1	4,591.8	1,591.0	1,510.0
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,311.6	6,902.6
기말현금	146.7	719.9	5,311.6	6,902.6	8,412.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,270	41,168	46,376	77,990	86,511
EPS(지배주주)	7,249	13,709	15,625	32,345	35,325
CFPS	12,968	23,399	59,924	103,482	128,767
EBITDAPS	10,318	20,160	19,739	42,334	47,952
BPS	14,528	28,376	129,556	161,901	197,226
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	34.6	16.7	15.3
PCR	-	-	9.0	5.2	4.2
PSR	-	-	11.6	6.9	6.2
PBR	-	-	4.2	3.3	2.7
EBITDA	396.9	818.0	896.4	2,072.5	2,347.6
EV/EBITDA	-	-	23.7	9.5	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	18.8	22.2	19.7
EBITDA 이익률	36.5	49.0	42.6	54.3	55.4
부채비율	69.4	41.6	11.4	9.4	8.0
금융비용부담률	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	41.0	136.6	-	-	-
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.3	7.2	7.3
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 직전 1개월간 종가대비 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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크라프트 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

