

# 크라프톤 (259960)

## 게임



이창영

02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>450,000원 (D)</b>
현재주가 (2/10)	<b>297,000원</b>
상승여력	<b>52%</b>

시가총액	145,447억원
총발행주식수	48,972,045주
60일 평균 거래대금	1,701억원
60일 평균 거래량	402,910주
52주 고	567,000원
52주 저	264,000원
외인지분율	29.28%
주요주주	장병규 외 13 인 21.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.1)	(38.7)	0.0
상대	(17.8)	(35.2)	0.0
절대(달러환산)	(22.0)	(39.5)	0.0

## 대기만성

### 4Q21 Review

매출액 4,440억원 QoQ -15%, YoY +26%, 영업이익 430억원 QoQ -78, YoY -54%, 지배순이익 62억원 QoQ -97 YoY -85%. 시장 컨센서스 하회

신작 '뉴스테이트' 흥행 부진, 중국 '화평정영' 계절 비수기 영향으로 모바일 매출 QoQ 20% 감소, 인건비 상여 지급 약 100억원, 대주주 직원 증여에 따른 주식보상비용 609억원, 2020년 연기된 글로벌 e스포츠 개최에 따른 지급수수료 전분기 대비 480억원 증가 등 일회성 비용 증가로 영업이익 급감

### 2022년 전망

초반 흥행 부진 했던 '뉴스테이트'의 사용시간이 1월 업데이트 이후 20% 상승하며, 매출도 반등하고 있어, 향후 지속적인 업데이트를 통한 유저 및 사용시간확대, 유료화 확대로 일정수준 매출 반등 가능할 것으로 예상됨.

동사 매출 중 이익률이 가장 높은 중국 '화평정영' 로열티 매출도 2022년 중국 iOS 매출순위 1~2위를 유지하고 있어 1분기 성수기 효과 및 연내 건조한 매출 예상

상반기 출시 예정인 신작 '프로젝트M'과 하반기 PC/콘솔 '칼리스토 프로토콜' 의 흥행가능성도 높은 상황임

### 목표주가 45만원으로 하향 조정, 투자 의견 BUY 유지

최근 국내외 게임주 밸류에이션 하락과 '뉴스테이트' 흥행부진에 따른 2022년 실적추정치 하향조정을 반영하여 동사에 대한 목표주가를 45만원으로 하향 조정함

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,440	2.5	-14.9	5,765	-23.0
영업이익	430	-53.6	-78.0	2,158	-80.1
세전계속사업이익	372	흑전	-86.2	1,968	-81.1
지배순이익	62	-85.0	-96.5	1,664	-96.3
영업이익률 (%)	9.7	-11.7 %pt	-27.7 %pt	37.4	-27.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.4	-8.1 %pt	-32.8 %pt	28.9	-27.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	16,704	18,863	22,761	27,527
영업이익	7,739	6,396	9,764	12,743
지배순이익	5,563	5,198	8,140	10,554
PER	-	43.3	17.9	13.8
PBR	-	4.8	2.6	2.2
EV/EBITDA	-	28.3	11.0	8.1
ROE	61.9	18.1	16.5	18.0

자료: 유안타증권

## 4Q21 Review

매출액 4,440억원 QoQ -15%, YoY +26%, 영업이익 430억원 QoQ -78, YoY -54%, 지배순이익 62억원 QoQ -97 YoY -85%. 시장 컨센서스 하회

신작 '뉴스테이트' 흥행 부진, 중국 '화평정영' 계절 비수기 영향으로 모바일 매출 QoQ 20% 감소, 인건비 상여 지급 약 100억원, 대주주 직원 증여에 따른 주식보상비용 609억원, 2020년 연기된 글로벌 e스포츠 개최에 따른 지급수수료 전분기 대비 480억원 증가 등 일회성 비용 증가로 영업이익 급감

## 2022년 전망

초반 흥행 부진 했던 '뉴스테이트'의 사용시간이 1월 '익스트림 BR' 업데이트 이후 20% 상승하며, 매출도 반등하고 있어, 향후 지속적인 업데이트를 통한 유저 및 사용시간확대, 유료화 확대로 일정수준 매출 반등 가능할 것으로 예상됨.

동사 매출 중 이익률이 가장 높은 중국 '화평정영' 로열티 매출도 2022년 중국 iOS 매출순위 1~2위를 유지하고 있어 1분기 성수기 효과 및 연내 견조한 매출 예상

PC 및 콘솔은 1/12 무료(F2P)전환 이후 650만명이 신규 유입되며 1월 평균 MAU 2천만명을 돌파(PC기준 1Q21 800만명)하며, 향후 유료아이템 매출의 추세적 증가가 예상됨

상반기 출시 예정인 신작 '프로젝트M'은 공상과학소설 배경의 독특한 세계관과 스토리로 대중과 콘텐츠를 교감하며 제작되는 대중적인 게임이어서 흥행가능성이 높은 상황임.

하반기 출시 예정인 PC/콘솔 게임 '칼리스트 프로토콜'은 'Dead Space'와 'Call of Duty' 시리즈의 제작을 리드한 Glen Schofield가 제작 총괄하고 있는 게임으로 2020년 12월 북미 최대 게임쇼 TGA에서 시네마틱 트레일러 공개 이후 조회수 100억 뷰를 기록할 정도로 전세계 게이머들에게 호평을 받은 게임이어서, 당사 '베틀그라운드'를 잇는 또 하나의 글로벌 IP가 될 것으로 기대되는 상황임

## 목표주가 45만원으로 하향 조정, 투자의견 BUY 유지

최근 국내외 게임주 밸류에이션 하락과 '뉴스테이트' 흥행부진에 따른 2022년 실적추정치 하향조정을 반영하여 동사에 대한 목표주가를 45만원으로 하향 조정함

그러나, 기존 펍지IP 게임의 매출이 견조할 것으로 예상되고, '뉴스테이트'도 매출 회복 전망되며, 신규 IP의 흥행 가능성이 높은점과 전세계 1.8억명이 사용하는 동사 게임의 플랫폼으로서의 가치를 감안하여 투자의견 BUY를 유지함

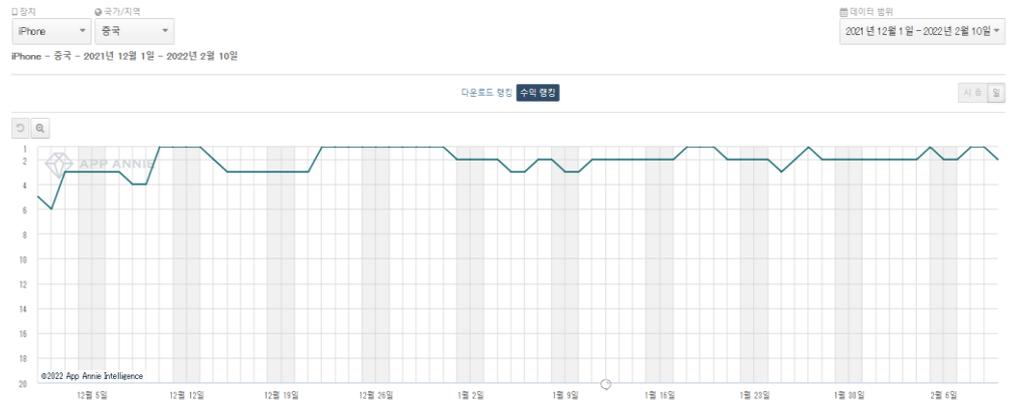
크래프톤 실적 추정										(단위: 억원)				
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	4,967	5,157	5,562	7,075	10,875	16,704	18,863	22,761	27,527	
YoY	17%	-12%	22%	21%	41%	12%	21%	36%	-3%	54%	13%	21%	21%	
온라인	661	886	1,295	1,149	998	1,190	1,274	1,614	4,509	2,649	3,990	5,075	6,192	
YoY	-8%	23%	112%	92%	51%	34%	-2%	40%	-51%	-41%	51%	27%	22%	
모바일	3,788	3,542	3,805	3,037	3,793	3,753	4,064	3,948	5,456	13,414	14,172	15,557	17,881	
YoY	45%	-18%	26%	83%	-1%	12%	-5%	24%	420%	146%	6%	10%	10%	
뉴 스테이트				152	433	358	424	500			152	1,716	2,483	
콘솔	40	42	50	61	72	86	102	1,371	802	295	194	1,630	2,944	
칼리스토 프로토크								1,250				1,250	1,000	
기타	121	125	69	193	105	129	122	142	107	347	507	498	511	
비용합계	2,338	2,852	3,266	4,011	2,930	3,125	2,968	3,974	6,906	8,966	12,467	12,997	14,784	
플랫폼수수료	358	402	596	577	621	679	722	1,055	1,836	1,509	1,934	3,077	3,638	
인건비	847	934	808	948	914	929	1,013	1,111	1,907	3,312	3,537	3,966	4,622	
주식보상비용	100	274	706	590	208	177	84	187	593	368	1,670	657	328	
지급수수료	761	953	700	1,181	785	686	661	940	1,872	2,720	3,596	3,073	3,442	
마케팅비	74	80	205	464	141	370	185	354	436	426	823	1,050	1,333	
기타	197	209	250	251	260	284	303	327	261	632	908	1,174	1,420	
영업이익	2,272	1,742	1,953	430	2,037	2,032	2,594	3,101	3,969	7,739	6,396	9,764	12,743	
영업이익률	49%	38%	37%	10%	41%	39%	47%	44%	36%	46%	34%	43%	46%	
YoY	-33%	0%	17%	-54%	-10%	17%	33%	621%	30%	95%	-17%	53%	31%	

자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 목표주가 산정내역		(단위: 배, 원)
	22E PER	22E ROE
ACTIVISION BLIZZ	21.1	15.0
TENCENT	25.0	15.6
PEARL ABYSS	24.6	33.0
NETEASE	22.8	17.8
NCSOFT	15.8	20.9
NETMARBLE	26.0	6.4
평균	22.5	18.1
Target PER	27.1	전세계 1.8억명 사용자에게 대한 벨류에이션 프리미엄 20% 부여
2022년 추정 EPS	16,623	
목표주가	449,789	

자료: 유안타증권 리서치센터

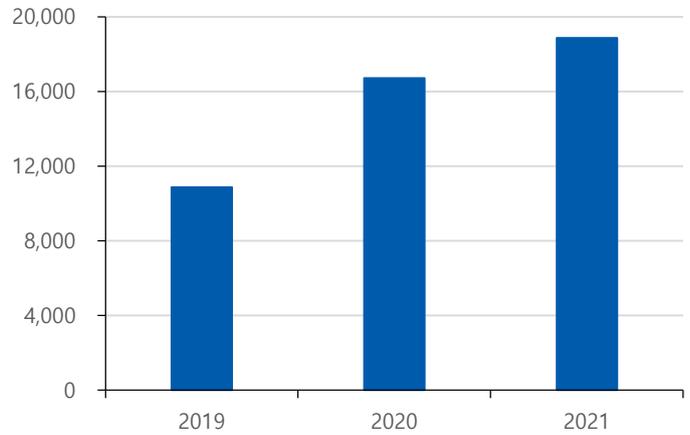
중국 '화평정영' 앱스토어 매출 순위 추이



자료: Appannie

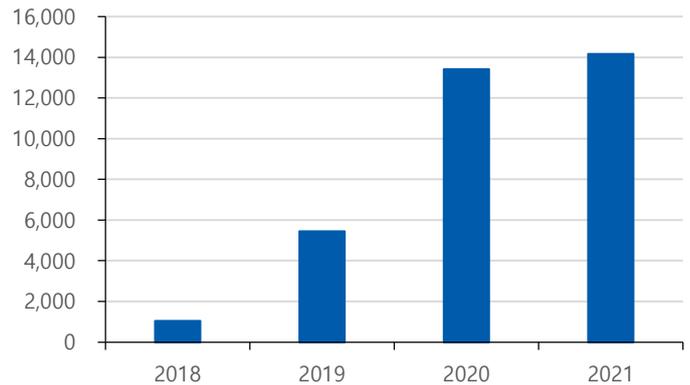
## Key Chart

크라프트톤 연도별 매출액  
(단위 : 억원)



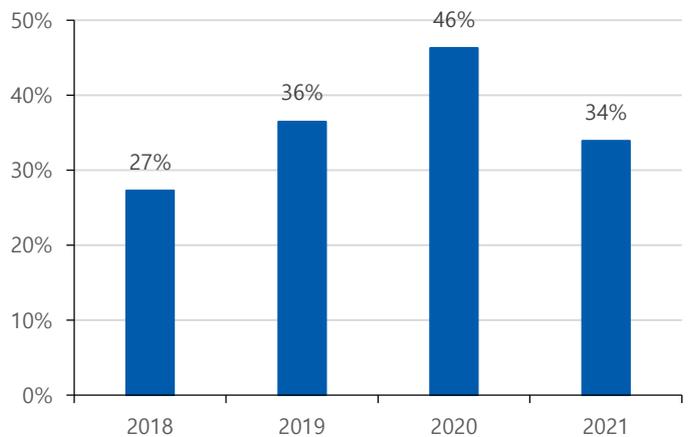
자료: 유안타증권 리서치센터

크라프트톤 연도별 모바일 매출액  
(단위 : 억원)



자료: 크라프트톤

크라프트톤 연도별 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 (259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	16,704	18,863	22,761	27,527	29,795
매출원가	0	1,356	0	0	0
매출총이익	16,704	17,507	22,761	27,527	29,795
판매비	8,966	11,111	12,997	14,784	15,936
영업이익	7,739	6,396	9,764	12,743	13,859
EBITDA	8,180	7,061	10,591	13,571	14,689
영업외손익	-1,071	1,107	672	788	939
외환관련손익	-898	0	0	0	0
이자손익	-22	19	540	640	770
관계기업관련손익	-3	10	10	10	10
기타	-148	1,077	121	138	158
법인세비용차감전순이익	6,668	7,503	10,436	13,531	14,797
법인세비용	1,105	2,305	2,296	2,977	3,255
계속사업순이익	5,563	5,198	8,140	10,554	11,542
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,563	5,198	8,140	10,554	11,542
지배지분순이익	5,563	5,198	8,140	10,554	11,542
포괄순이익	5,924	5,150	8,076	10,483	11,463
지배지분포괄이익	5,924	5,150	8,076	10,483	11,463

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	6,490	6,103	9,630	11,767	13,556
당기순이익	5,563	5,198	8,140	10,554	11,542
감가상각비	409	606	776	794	807
외환손익	793	-789	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	3	-10	-10	-10	-10
자산부채의 증감	-1,525	-1,321	-1,503	-1,781	-982
기타현금흐름	1,248	2,419	2,228	2,211	2,199
투자활동 현금흐름	-8	-13,585	-4,740	-4,740	-4,740
투자자산	1,206	-3,514	-3,210	-3,210	-3,210
유형자산 증가 (CAPEX)	-259	-855	-855	-855	-855
유형자산 감소	2	7	7	7	7
기타현금흐름	-957	-9,223	-681	-681	-681
재무활동 현금흐름	-271	27,333	127	327	527
단기차입금	-6	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	-15	0	0	0
자본	0	27,722	0	0	0
현금배당	0	0	500	700	900
기타현금흐름	-265	-373	-373	-373	-373
연결범위변동 등 기타	-479	1,539	-1,364	-1,564	-1,764
현금의 증감	5,731	21,390	3,652	5,790	7,579
기초 현금	1,467	7,198	28,589	32,241	38,031
기말 현금	7,198	28,589	32,241	38,031	45,610
NOPLAT	7,739	6,396	9,764	12,743	13,859
FCF	6,231	5,248	8,775	10,912	12,701

자료: 유안타증권

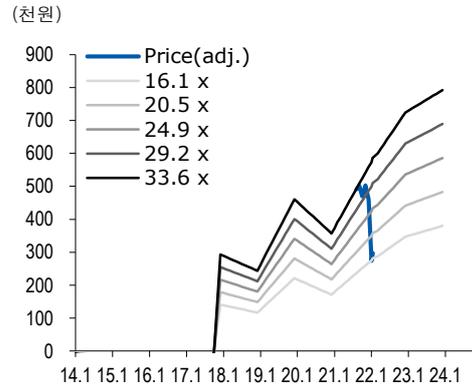
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	12,925	35,687	40,585	47,899	56,202
현금및현금성자산	7,198	28,589	32,241	38,031	45,610
매출채권 및 기타채권	4,737	6,030	7,276	8,799	9,524
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,266	19,804	23,046	26,286	29,524
유형자산	1,404	2,418	2,490	2,545	2,585
관계기업등 지분관련자산	167	3,392	6,612	9,833	13,053
기타투자자산	1,156	2,775	2,775	2,775	2,775
자산총계	17,191	55,491	63,630	74,185	85,727
유동부채	4,067	6,382	6,382	6,382	6,382
매입채무 및 기타채무	1,961	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	983	3,887	3,887	3,887	3,887
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,050	10,269	10,269	10,269	10,269
지배지분	12,141	45,222	53,361	63,916	75,458
자본금	43	49	49	49	49
자본잉여금	10,038	38,372	38,372	38,372	38,372
이익잉여금	379	5,578	13,717	24,272	35,814
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	12,141	45,222	53,361	63,916	75,458
순차입금	-7,196	-25,663	-29,316	-35,106	-42,685
총차입금	555	3,581	3,581	3,581	3,581

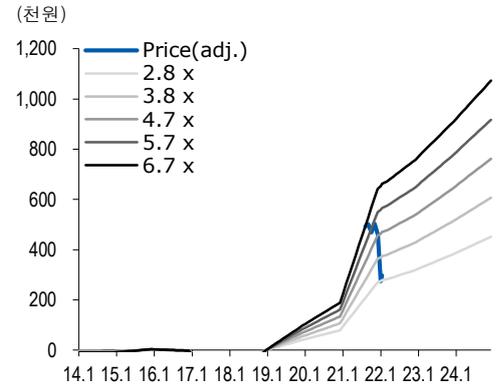
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS	13,710	10,618	16,623	21,554	23,571
BPS	28,377	96,628	114,021	136,573	161,236
EBITDAPS	100,804	14,422	21,628	27,715	29,998
SPS	41,169	38,528	46,481	56,216	60,847
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	43.3	17.9	13.8	12.6
PBR	-	4.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	-	28.3	11.0	8.1	7.0
PSR	-	11.9	6.4	5.3	4.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	53.6	12.9	20.7	20.9	8.2
영업이익 증가율 (%)	115.4	-17.3	52.6	30.5	8.8
지배순이익 증가율 (%)	99.5	-6.5	56.6	29.7	9.4
매출총이익률 (%)	100.0	92.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	46.3	33.9	42.9	46.3	46.5
지배순이익률 (%)	33.3	27.6	35.8	38.3	38.7
EBITDA 마진 (%)	49.0	37.4	46.5	49.3	49.3
ROIC	221.4	51.9	51.6	61.5	62.5
ROA	41.1	14.3	13.7	15.3	14.4
ROE	61.9	18.1	16.5	18.0	16.6
부채비율 (%)	41.6	22.7	19.2	16.1	13.6
순차입금/자기자본 (%)	-59.3	-56.8	-54.9	-54.9	-56.6
영업이익/금융비용 (배)	136.6	442.6	675.6	881.7	958.9

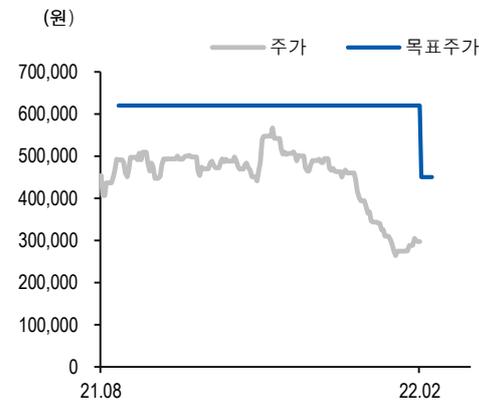
P/E band chart



P/B band chart



크래프톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-11	BUY	450,000	1년		
2021-08-20	BUY	620,000	1년	-26.92	-8.55

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)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자사결정은 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.