



BUY(Maintain)

목표주가: 330,000원
주가(8/11): 263,500원
시가총액: 129,305억원



인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/11)		2,523.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	567,000원	215,500원
등락률	-53.5%	22.3%
수익률	절대	상대
1M	10.0%	2.0%
6M	1.7%	10.8%
1Y	-39.7%	-24.2%

Company Data

발행주식수	49,072천주
일평균 거래량(3M)	212천주
외국인 지분율	28.8%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	108,834원
주요 주주	장병규 외 25인 21.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,670.4	1,886.3	1,983.2	1,998.4
영업이익	773.9	639.6	787.5	593.0
EBITDA	818.0	707.2	861.9	678.1
세전이익	666.8	750.4	961.3	722.0
순이익	556.3	519.9	714.8	533.4
지배주주지분순이익	556.3	519.9	714.8	533.4
EPS(원)	13,710	11,442	14,569	10,869
증감률(% YoY)	90.5	-16.5	27.3	-25.4
PER(배)	0.0	40.2	18.1	24.2
PBR(배)	0.00	4.89	2.42	2.19
EV/EBITDA(배)		28.0	11.3	13.9
영업이익률(%)	46.3	33.9	39.7	29.7
ROE(%)	61.9	17.9	14.4	9.5
순차입금비율(%)	-56.6	-58.4	-59.2	-59.2

Price Trend



크래프톤 (259960)

중기 성장성에 대한 확신이 필요



동사 목표주가로 33만원을 유지한다. 23E 대작 중심 신작 출시 강도가 약하면서 23E 감익 리스크가 존재하는 상황이기때 목표주가 산정은 4Q FWD 시점을 활용하여 상대적으로 높은 실적 기반의 우호적 밸류에이션을 적용하였다. 다만 당사는 배틀그라운드 무료화에 따른 머니타이제이션 강화 여지를 긍정적으로 평가하여 배틀그라운드 PC 기반 22E 매출 성장성을 14%로 추산하여 적용하였다.

>>> 우호적 밸류에이션 적용 결과 목표주가 유지

동사 목표주가 33만원을 유지한다. 목표주가 산정은 4Q FWD 지배주주순이익 5,916억원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과치이다. 동사의 실적 기여도가 큰 배틀그라운드 모바일의 연간 하향 안정화 여지가 존재하는 상황에서 23E 대작 중심 신작 출시 강도가 약한 것으로 관측되는 점이 23E 감익 리스크를 불러올 수 있는 상황이다. 이에 당사가 23E 추산한 지배주주순이익 5,334억원에 게임 업체에 부여 가능한 상단 밸류에이션 수준인 목표 PER 30배 및 연간 할인율 10% 적용한 22E 기준 현재가치는 30만원으로, 4Q FWD 방식 대비 비우호적 결과치가 산출된다. 또한 현재 23E 신작 라인업을 구체적으로 확정하기에는 다양한 변수가 존재한다는 점에서 23E 실적 변동성이 존재하며 따라서 이익의 가시성이 상대적으로 높은 4Q FWD 방식을 최종적으로 선택하였다.

>>> 2분기 실적 평가: 탑라인 부진 vs. 고정비 감소

동사 2분기 매출액은 당사 추정치를 15% 하회하면서 부진했지만, 영업이익은 당사 추정치 대비 4% 하회한 수준에 그쳤다. 영업이익 변동성이 축소된 것은 인건비 안정화 및 주식보상비용 환입에 따른 통합 인건비가 레벨 다운된 것이 주된 요인으로 작용하였다. 배틀그라운드 IP 기반 라이브 서비스 매출 둔화는 향후에도 분기별 실적에 압력으로 작용할 여지가 있을 수 있다. 다만 당사는 배틀그라운드 무료화에 따른 머니타이제이션 강화 여지를 긍정적으로 평가하여 배틀그라운드 PC 기반 22E 매출 성장성을 14%로 추산하여 적용하였다. 동사 대표 신작인 칼리스토 프로토콜 성과는 4Q22E 기준 초기 분기 패키지 판매량 210만장과 5년간 누적 판매 700만장 전망을 유지했다. 다만 동 게임은 패키지 판매 후 인게임 세일즈 비즈니스 모델이 제한적이라는 점에서 초기 분기 이후 매출 기여도가 제한적일 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

>>> 업사이드 리스크 판단 및 투자 방향성 점검

동사 주가에 대한 업사이드 리스크는 프로젝트M 등 추가 신작에 대한 인게임 영상 공개를 기점으로 해당 잠재력이 증가할 변수로 제시한다. 특히 내년 신작 라인업이 구체화되지 않은 상황에서 신작 인게임 영상이 공개되는 과정을 통해 23E 감익 리스크가 해소될 수 있으면 기업가치 추가 증분이 창출될 수 있을 것으로 판단한다. 투자자들은 해당 변수를 확인하고 실적에 기반한 밸류에이션 수준을 모니터링하여 투자 비중을 조절해야 할 것으로 판단한다.

크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	461.0	459.3	521.9	444.0	523.0	423.7	470.4	566.1	1,886.3	1,983.2	1,998.4
온라인	66.1	88.6	129.5	114.4	106.1	88.6	123.7	184.7	398.5	503.1	502.8
모바일	378.8	354.2	380.5	303.7	395.9	319.7	326.0	270.4	1,417.2	1,312.0	1,358.5
콘솔	4.0	4.2	5.0	6.7	15.0	9.6	13.5	89.7	19.9	127.9	95.0
기타	12.1	12.5	6.9	19.3	5.9	5.8	7.2	21.2	50.7	40.2	42.2
영업비용	233.8	285.2	326.7	401.0	211.1	261.3	317.1	406.1	1,246.7	1,195.7	1,405.4
영업이익	227.2	174.2	195.3	43.0	311.9	162.3	153.3	160.0	639.6	787.5	593.0
영업이익률(%)	49.3%	37.9%	37.4%	9.7%	59.6%	38.3%	32.6%	28.3%	33.9%	39.7%	29.7%
영업외손익	44.2	-2.4	74.7	-5.7	17.8	94.5	33.3	28.3	110.7	173.8	129.0
법인세차감전순이익	271.4	171.8	269.9	37.2	329.6	256.8	186.6	188.2	750.4	961.3	722.0
법인세차감전순이익률(%)	58.9%	37.4%	51.7%	8.4%	63.0%	60.6%	39.7%	33.2%	39.8%	48.5%	36.1%
법인세비용	77.4	30.5	91.6	31.0	84.4	62.9	49.4	49.8	230.5	246.5	188.7
법인세율(%)	28.5%	17.8%	33.9%	83.2%	25.6%	24.5%	26.5%	26.5%	30.7%	25.6%	26.1%
당기순이익	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	137.2	138.4	519.9	714.8	533.4
당기순이익률(%)	42.1%	30.8%	34.2%	1.4%	46.9%	45.8%	29.2%	24.4%	27.6%	36.0%	26.7%
지배주주지분	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	137.2	138.4	519.9	714.8	533.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 크래프톤, 키움증권

크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	2,174.1	2,058.9	2,040.6	1,983.2	1,998.4	2,009.5	-8.8%	-2.9%	-1.5%
영업이익	816.0	595.5	511.8	787.5	593.0	536.1	-3.5%	-0.4%	4.7%
영업이익률	37.5%	28.9%	25.1%	39.7%	29.7%	26.7%	2.2%	0.8%	1.6%
법인세차감전순이익	884.2	665.5	582.8	961.3	722.0	666.1	8.7%	8.5%	14.3%
당기순이익	651.0	492.4	432.4	714.8	533.4	492.8	9.8%	8.3%	14.0%
지배주주지분	651.0	492.4	432.4	714.8	533.4	492.8	9.8%	8.3%	14.0%

자료: 키움증권

크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	499.1	543.1	608.9	494.3	423.7	470.4	566.1	550.8	-15.1%	-13.4%	-7.0%	11.4%
영업이익	169.7	190.5	143.9	173.1	162.3	153.3	160.0	231.5	-4.4%	-19.5%	11.2%	33.8%
영업이익률	34.0%	35.1%	23.6%	35.0%	38.3%	32.6%	28.3%	42.0%	4.3%	-2.5%	4.6%	7.0%
법인세차감전순이익	188.2	209.0	157.4	191.8	256.8	186.6	188.2	265.0	36.4%	-10.7%	19.6%	38.2%
당기순이익	137.7	152.9	115.1	141.9	194.0	137.2	138.4	195.8	40.8%	-10.3%	20.2%	37.9%
지배주주지분	137.7	152.9	115.1	141.9	194.0	137.2	138.4	195.8	40.8%	-10.3%	20.2%	37.9%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,670.4	1,886.3	1,983.2	1,998.4	2,009.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,670.4	1,886.3	1,983.2	1,998.4	2,009.5
판매비	896.6	1,246.7	1,195.7	1,405.4	1,473.4
영업이익	773.9	639.6	787.5	593.0	536.1
EBITDA	818.0	707.2	861.9	678.1	628.7
영업외손익	-107.1	110.7	173.8	129.0	130.0
이자수익	3.4	10.9	12.6	13.7	14.8
이자비용	5.7	7.0	7.0	7.0	7.0
외환관련이익	38.5	117.7	55.4	55.4	55.4
외환관련손실	128.4	13.2	11.5	11.5	11.5
종속 및 관계기업손익	-0.3	-1.0	0.0	0.0	0.0
기타	-14.6	3.3	124.3	78.4	78.3
법인세차감전이익	666.8	750.4	961.3	722.0	666.1
법인세비용	110.5	230.5	246.5	188.7	173.3
계속사업손익	556.3	519.9	714.8	533.4	492.8
당기순이익	556.3	519.9	714.8	533.4	492.8
지배주주순이익	556.3	519.9	714.8	533.4	492.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	53.6	12.9	5.1	0.8	0.6
영업이익 증감율	115.4	-17.4	23.1	-24.7	-9.6
EBITDA 증감율	106.1	-13.5	21.9	-21.3	-7.3
지배주주순이익 증감율	99.5	-6.5	37.5	-25.4	-7.6
EPS 증감율	90.5	-16.5	27.3	-25.4	-7.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	46.3	33.9	39.7	29.7	26.7
EBITDA Margin(%)	49.0	37.5	43.5	33.9	31.3
지배주주순이익률(%)	33.3	27.6	36.0	26.7	24.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	649.0	713.9	958.7	812.6	781.7
당기순이익	556.3	519.9	714.8	533.4	492.8
비현금항목의 가감	393.2	435.2	490.3	442.0	433.0
유형자산감가상각비	40.9	61.7	68.3	77.8	84.5
무형자산감가상각비	3.3	5.8	6.0	7.2	8.1
지분법평가손익	-1.8	-4.0	0.0	0.0	0.0
기타	350.8	371.7	416.0	357.0	340.4
영업활동자산부채증감	-152.5	-34.8	-6.1	18.6	20.8
매출채권및기타채권의감소	-123.8	-61.0	-28.1	-4.4	-3.2
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-7.6	60.6	17.0	17.9	18.7
기타	-21.1	-34.4	5.0	5.1	5.3
기타현금흐름	-148.0	-206.4	-240.3	-181.4	-164.9
투자활동 현금흐름	-0.8	-1,199.7	-325.4	-326.4	-327.4
유형자산의 취득	-25.9	-61.3	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.3	8.5	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-55.0	-488.8	-211.3	-211.8	-212.4
단기금융자산의감소(증가)	111.4	14.2	-4.1	-4.5	-5.0
기타	-28.2	-673.1	0.0	-0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-27.1	2,736.2	-34.5	-34.5	-34.5
차입금의 증가(감소)	-0.6	-1.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	2,772.2	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-26.5	-34.5	-34.5	-34.5	-34.5
기타현금흐름	-47.9	49.1	-129.1	-129.2	-129.3
현금 및 현금성자산의 순증가	573.1	2,299.5	469.7	322.5	290.5
기초현금 및 현금성자산	146.7	719.8	3,019.3	3,489.0	3,811.6
기말현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,489.0	3,811.6	4,102.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,292.5	3,653.7	4,158.2	4,492.3	4,793.8
현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,489.0	3,811.6	4,102.1
단기금융자산	55.2	41.0	45.1	49.6	54.6
매출채권 및 기타채권	473.7	547.2	575.3	579.8	583.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	43.8	46.2	48.8	51.3	54.1
비유동자산	426.6	1,981.4	2,234.0	2,476.7	2,712.6
투자자산	132.3	620.1	831.4	1,043.3	1,255.7
유형자산	140.4	243.7	275.4	297.6	313.1
무형자산	11.6	828.7	832.6	835.4	837.3
기타비유동자산	142.3	288.9	294.6	300.4	306.5
자산총계	1,719.1	5,635.1	6,392.2	6,969.0	7,506.4
유동부채	406.7	638.2	660.1	682.9	706.7
매입채무 및 기타채무	196.1	340.1	357.1	374.9	393.7
단기금융부채	34.5	54.5	54.5	54.5	54.5
기타유동부채	176.1	243.6	248.5	253.5	258.5
비유동부채	98.3	388.7	391.4	394.2	397.1
장기금융부채	53.7	316.0	316.0	316.0	316.0
기타비유동부채	44.6	72.7	75.4	78.2	81.1
부채총계	505.0	1,026.9	1,051.4	1,077.1	1,103.8
지배지분	1,214.1	4,608.1	5,340.7	5,891.9	6,402.5
자본금	4.3	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,003.8	3,839.1	3,839.1	3,839.1	3,839.1
기타자본	135.1	155.6	155.6	155.6	155.6
기타포괄손익누계액	33.0	50.7	68.5	86.3	104.1
이익잉여금	37.9	557.8	1,272.6	1,806.0	2,298.8
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	1,214.1	4,608.2	5,340.8	5,892.0	6,402.6
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	13,710	11,442	14,569	10,869	10,043
BPS	28,377	94,107	108,834	120,065	130,471
CFPS	23,399	21,019	24,562	19,876	18,867
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	40.2	18.1	24.2	26.2
PER(최고)	0.0	50.7	32.2		
PER(최저)	0.0	35.0	14.6		
PBR	0.00	4.89	2.42	2.19	2.02
PBR(최고)	0.00	6.16	4.30		
PBR(최저)	0.00	4.26	1.95		
PSR	0.00	11.08	6.52	6.47	6.43
PCFR	0.0	21.9	10.7	13.3	14.0
EV/EBITDA		28.0	11.3	13.9	14.5
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)					
ROA	41.1	14.1	11.9	8.0	6.8
ROE	61.9	17.9	14.4	9.5	8.0
ROIC	210.5	59.8	52.4	38.2	34.4
매출채권회전율	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율					
부채비율	41.6	22.3	19.7	18.3	17.2
순차입금비율	-56.6	-58.4	-59.2	-59.2	-59.1
이자보상배율	136.6	91.9	113.1	85.2	77.0
총차입금	88.2	370.5	370.5	370.5	370.5
순차입금	-686.9	-2,689.8	-3,163.6	-3,490.7	-3,786.2
NOPLAT	818.0	707.2	861.9	678.1	628.7
FCF	488.4	398.1	542.0	429.8	398.0

Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 현재 '크라프트온(259960)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

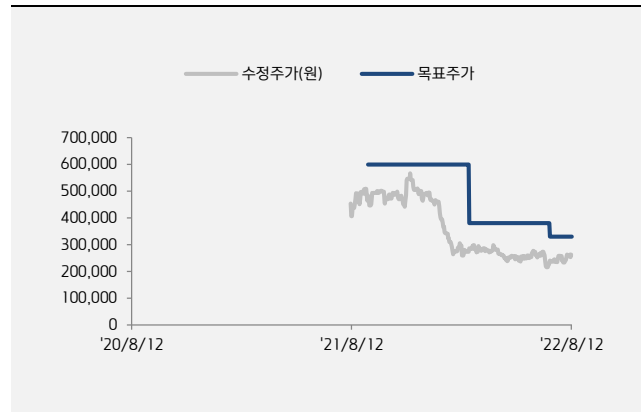
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
크라프트온	2021-09-08	Buy(Initiate)	600,000원	6개월	-27.51	-5.50
담당자 변경	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	380,000원	6개월	-30.44	-21.45
(259960)	2022-07-07	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-25.20	-20.15
	2022-08-12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

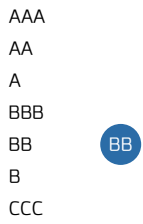
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

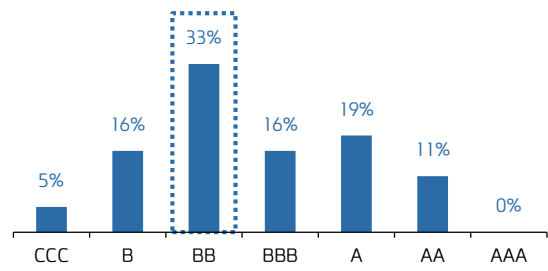
MSCI ESG 종합 등급



Jan-22

자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	3.8	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	3.5	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	1.2	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	5.9	6.1	25.0%	
지배구조	3.9	3.9	44.0%	▼0.2
기업 지배구조	6.0	4.8		▼0.2
기업 활동	2.5	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 08월	2020년 10월부터 이어진 직장 내 괴롭힘 의혹 관련 서울지방고용노동청 조사

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	N/A	◀▶
Embracer Group AB	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	N/A	▲▲
TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP	● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	N/A	◀▶
AMC ENTERTAINMENT HOLDINGS, INC.	● ●	● ● ●	● ●	●	● ● ●	N/A	▲
KRAFTON, Inc.	●	●	● ●	● ● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치