



## BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원(하향)

주가(12/6): 180,000원

시가총액: 88,330억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (12/6)		2,393.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	494,500원	172,500원
등락률	-63.6%	4.3%
수익률	절대	상대
1M	-4.5%	-6.3%
6M	-28.9%	-20.6%
1Y	-63.2%	-53.7%

## Company Data

발행주식수	49,072천주
일평균 거래량(3M)	213천주
외국인 지분율	29.5%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	110,815원
주요 주주	장병규 외 27인 22.2%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,670.4	1,886.3	1,861.7	1,774.4
영업이익	773.9	639.6	755.4	498.6
EBITDA	818.0	707.2	829.8	583.6
세전이익	666.8	750.4	1,095.2	741.5
순이익	556.3	519.9	812.0	547.5
지배주주지분순이익	556.3	519.9	812.0	547.5
EPS(원)	13,710	11,442	16,550	11,157
증감률(% YoY)	90.5	-16.5	44.6	-32.6
PER(배)	0.0	40.2	10.9	16.1
PBR(배)	0.00	4.89	1.62	1.47
EV/EBITDA(배)		28.0	6.7	8.9
영업이익률(%)	46.3	33.9	40.6	28.1
ROE(%)	61.9	17.9	16.2	9.6
순차입금비용(%)	-56.6	-58.4	-60.6	-61.1

## Price Trend



## 기업 업데이트

## 크래프톤 (259960)

## 평가는 기록으로 남는 법



칼리스토 프로토콜 출시 이후 종합 판단은 고어한 장르에서 근접 방식 타격감을 선호하는 로열 유저 중심의 팬층을 형성했다고 보여지나 공포라는 장르에서 보다 새로운 게임성으로 유저 확장을 가져오기엔 힘든 상황으로 총평한다. 이에 대중적 관점의 트리플 A급 게임으로 포지셔닝 역시 어렵다는 판단이다. 동 이슈를 감안, 목표주가를 기존 30만원에서 25만원으로 하향 조정한다.

## &gt;&gt;&gt; 칼리스토 프로토콜 출시 이후 종합 판단

동 게임은 근접전 중심 고유 타격감과 회피와 충격을 활용한 연계기 활용으로 초반 플레이 구간에 있어 대체로 긍정적인 유저 피드백을 이끌어냈으나 중후반 플레이 구간에서 이에 대한 반복적 패턴과 일대다 전투 구간의 근접전 효율성 저하 및 그립 업그레이드를 통한 전투 밸런스 문제 등이 부각되며 유저 평가가 엇갈리는 상황이다. 또한 생존 컨셉에는 어느 정도 부합하나 공포라는 장르적 특성을 부각시키기에는 스텐 배턴을 활용해 적을 타격하는 과정에서 공포라는 키워드를 소화하지 못한 소위 액션 게임으로서의 특징이 부각된 게임으로 회자된다. 회피의 경우도 자동 옵션을 통해 쉬운 구간을 만들었지만 무적급 회피가 가능하다는 인상을 줌으로써 공포의 느낌을 가지기엔 다소 부족한 측면이 존재한다. 이에 고어한 장르에서 근접 방식 타격감을 선호하는 로열 유저 중심으로 팬층을 형성했다고 보여지나 공포라는 장르에서 보다 새로운 게임성으로 유저 확장을 가져오기엔 어려운 상황으로 총평한다. 이에 대중적 관점의 트리플 A급 게임으로 포지셔닝 역시 어렵다는 판단이다.

## &gt;&gt;&gt; 최적화 문제에 대한 복기가 필요할 것

칼리스토 프로토콜을 출시 이후 PC 버전을 중심으로 최적화 문제가 너무 크게 발생하였다. 출시 이후 개발사 패치를 통해 스팀 기준 유저 평점이 어느 정도 회복되었지만 여전히 최적화 문제는 진행 중이며 게임성과 맞물려 안정적 범위 내의 긍정적 피드백 확보까지는 꽤 오랜 시간이 걸릴 것으로 판단한다. 최적화 문제는 게임성의 중요한 요소이기에 이를 보정하지 않고 출시한 것은 개발사 레퍼런스에 부정적인 기록으로 남을 것이며 비평가 평점을 차기하더라도 유저 평점에서 낮은 기록은 결국 유저들의 기억 속에 각인될 것이다. 이에 해당 IP 기준으로 후속 차기작이 나온다 하더라도 이에 대한 기대치를 높게 가져가기는 어려울 것으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 상승여력 감안시 매수 관점은 지속 유지

칼리스토 프로토콜 초기 분기 판매 105만장과 이후 4년간 판매를 포함한 누적 판매고를 350만장으로 조정하고 IP 레퍼런스 악화를 반영해 23E 타겟 PER을 기존 25배에서 22.5배로 재차 조정한다. 또한 중국 리오프닝 가능성 확대에 따른 화평정영 매출 감소 여지를 추가 반영해 어닝을 조정한 결과, 목표주가를 기존 30만원에서 25만원으로 하향한다.

## 크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	461.0	459.3	521.9	444.0	523.0	423.7	433.8	481.3	1,886.3	1,861.7	1,774.4
온라인	66.1	88.6	129.5	114.4	106.1	88.6	131.1	150.4	398.5	476.3	488.3
모바일	378.8	354.2	380.5	303.7	395.9	319.7	282.4	259.5	1,417.2	1,257.5	1,177.8
콘솔	4.0	4.2	5.0	6.7	15.0	9.6	11.7	50.2	19.9	86.5	64.9
기타	12.1	12.5	6.9	19.3	5.9	5.8	8.5	21.2	50.7	41.4	43.5
영업비용	233.8	285.2	326.7	401.0	211.1	261.3	293.5	340.3	1,246.7	1,106.3	1,275.8
영업이익	227.2	174.2	195.3	43.0	311.9	162.3	140.3	140.9	639.6	755.4	498.6
영업이익률(%)	49.3%	37.9%	37.4%	9.7%	59.6%	38.3%	32.3%	29.3%	33.9%	40.6%	28.1%
영업외손익	44.2	-2.4	74.7	-5.7	17.8	94.5	169.1	58.5	110.7	339.9	243.0
법인세차감전순이익	271.4	171.8	269.9	37.2	329.6	256.8	309.4	199.4	750.4	1,095.2	741.5
법인세차감전순이익률(%)	58.9%	37.4%	51.7%	8.4%	63.0%	60.6%	71.3%	41.4%	39.8%	58.8%	41.8%
법인세비용	77.4	30.5	91.6	31.0	84.4	62.9	83.0	53.0	230.5	283.3	194.0
법인세율(%)	28.5%	17.8%	33.9%	83.2%	25.6%	24.5%	26.8%	26.6%	30.7%	25.9%	26.2%
당기순이익	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	226.4	146.4	519.9	812.0	547.5
당기순이익률(%)	42.1%	30.8%	34.2%	1.4%	46.9%	45.8%	52.2%	30.4%	27.6%	43.6%	30.9%
지배주주지분	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	226.4	146.4	519.9	812.0	547.5
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	1,932.2	1,830.3	1,932.5	1,861.7	1,774.4	1,881.1	-3.7%	-3.1%	-2.7%
영업이익	806.8	545.8	519.2	755.4	498.6	473.6	-6.4%	-8.7%	-8.8%
영업이익률	41.8%	29.8%	26.9%	40.6%	28.1%	25.2%	-1.2%	-1.7%	-1.7%
법인세차감전순이익	1,146.7	788.8	771.2	1,095.2	741.5	725.6	-4.5%	-6.0%	-5.9%
당기순이익	849.6	581.8	569.0	812.0	547.5	536.0	-4.4%	-5.9%	-5.8%
지배주주지분	849.6	581.8	569.0	812.0	547.5	536.0	-4.4%	-5.9%	-5.8%

자료: 키움증권

## 크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	551.8	494.7	407.1	469.4	481.3	478.0	392.6	455.3	-12.8%	-3.4%	-3.6%	-3.0%
영업이익	192.4	213.3	110.4	129.9	140.9	199.0	98.3	118.1	-26.7%	-6.7%	-11.0%	-9.1%
영업이익률	34.9%	43.1%	27.1%	27.7%	29.3%	41.6%	25.0%	25.9%	-5.6%	-1.5%	-2.1%	-1.7%
법인세차감전순이익	250.9	274.0	171.2	190.6	199.4	259.7	159.1	178.8	-20.5%	-5.2%	-7.1%	-6.2%
당기순이익	184.0	202.1	126.3	140.6	146.4	191.8	117.4	132.0	-20.5%	-5.1%	-7.0%	-6.1%
지배주주지분	184.0	202.1	126.3	140.6	146.4	191.8	117.4	132.0	-20.5%	-5.1%	-7.0%	-6.1%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	1,670.4	1,886.3	1,861.7	1,774.4	1,881.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,670.4	1,886.3	1,861.7	1,774.4	1,881.1
판매비	896.6	1,246.7	1,106.3	1,275.8	1,407.5
<b>영업이익</b>	773.9	639.6	755.4	498.6	473.6
<b>EBITDA</b>	818.0	707.2	829.8	583.6	566.2
영업외손익	-107.1	110.7	339.9	243.0	252.0
이자수익	3.4	10.9	13.0	14.3	15.5
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	290.0	191.8	199.6
<b>법인세차감전이익</b>	666.8	750.4	1,095.2	741.5	725.6
법인세비용	110.5	230.5	283.3	194.0	189.6
계속사업손익	556.3	519.9	812.0	547.5	536.0
<b>당기순이익</b>	556.3	519.9	812.0	547.5	536.0
<b>지배주주순이익</b>	556.3	519.9	812.0	547.5	536.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	53.6	12.9	-1.3	-4.7	6.0
영업이익 증감율	115.4	-17.4	18.1	-34.0	-5.0
EBITDA 증감율	106.1	-13.5	17.3	-29.7	-3.0
지배주주순이익의 증감율	99.5	-6.5	56.2	-32.6	-2.1
EPS 증감율	90.5	-16.5	44.6	-32.6	-2.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	46.3	33.9	40.6	28.1	25.2
EBITDA Margin(%)	49.0	37.5	44.6	32.9	30.1
지배주주순이익률(%)	33.3	27.6	43.6	30.9	28.5

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	649.0	713.9	1,091.1	856.5	797.1
당기순이익	556.3	519.9	812.0	547.5	536.0
비현금항목의 가감	393.2	435.2	526.6	446.7	448.7
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	452.3	361.7	356.1
영업활동자산부채증감	-152.5	-34.8	29.2	48.3	-7.0
매출채권및기타채권의감소	-123.8	-61.0	7.1	25.3	-31.0
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	5.1	5.1	5.3
기타현금흐름	-148.0	-206.4	-276.7	-186.0	-180.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	573.1	2,299.5	602.2	366.4	305.9
기초현금 및 현금성자산	146.7	719.8	3,019.3	3,621.5	3,987.9
기말현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,621.5	3,987.9	4,293.8

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	1,292.5	3,653.7	4,255.4	4,603.6	4,948.3
현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,621.5	3,987.9	4,293.8
단기금융자산	55.2	41.0	45.1	49.6	54.6
매출채권 및 기타채권	473.7	547.2	540.1	514.8	545.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	43.8	46.2	48.7	51.3	54.2
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	1,719.1	5,635.1	6,489.4	7,080.4	7,660.9
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	505.0	1,026.9	1,051.4	1,077.1	1,103.8
<b>지배지분</b>	1,214.1	4,608.1	5,437.9	6,003.2	6,556.9
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	1,369.8	1,917.3	2,453.2
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자본총계</b>	1,214.1	4,608.2	5,438.0	6,003.3	6,557.0
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,710	11,442	16,550	11,157	10,922
BPS	28,377	94,107	110,815	122,334	133,618
CFPS	23,399	21,019	27,283	20,260	20,065
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	0.0	40.2	10.9	16.1	16.5
PER(최고)	0.0	50.7	28.3		
PER(최저)	0.0	35.0	10.2		
PBR	0.00	4.89	1.62	1.47	1.35
PBR(최고)	0.00	6.16	4.23		
PBR(최저)	0.00	4.26	1.53		
PSR	0.00	11.08	4.74	4.98	4.70
PCFR	0.0	21.9	6.6	8.9	9.0
EV/EBITDA		28.0	6.7	8.9	8.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	41.1	14.1	13.4	8.1	7.3
ROE	61.9	17.9	16.2	9.6	8.5
ROIC	210.5	59.8	50.9	33.5	31.8
매출채권회전율	3.9	3.7	3.4	3.4	3.5
재고자산회전율					
부채비율	41.6	22.3	19.3	17.9	16.8
순차입금비율	-56.6	-58.4	-60.6	-61.1	-60.7
이자보상배율	136.6	91.9	108.5	71.6	68.0
총차입금	88.2	370.5	370.5	370.5	370.5
순차입금	-686.9	-2,689.8	-3,296.1	-3,667.0	-3,977.9
NOPLAT	818.0	707.2	829.8	583.6	566.2
FCF	488.4	398.1	551.7	389.6	323.5

## Compliance Notice

- 당사는 12월 6일 현재 '크래프톤(259960)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

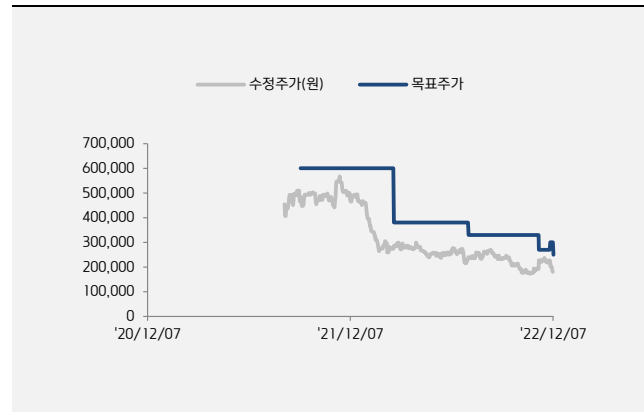
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
크래프톤	2021-09-08	Buy(Initiate)	600,000원	6개월	-27.51	-5.50
담당자 변경 (259960)	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	380,000원	6개월	-30.44	-21.45
	2022-07-07	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-25.20	-20.15
	2022-08-12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-32.21	-18.48
	2022-11-11	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-16.69	-12.41
	2022-12-01	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-33.94	-26.67
	2022-12-07	BUY(Maintain)	250,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

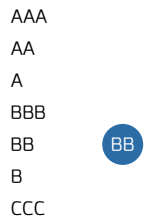
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/10/01~2022/09/30)

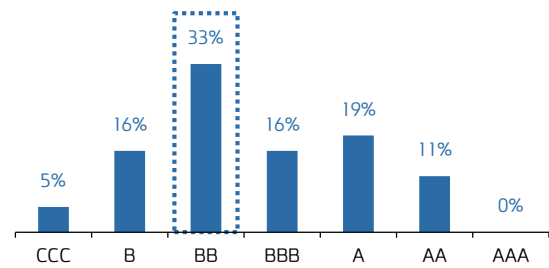
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



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		
<b>환경</b>	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
<b>사회</b>	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%	
<b>지배구조</b>	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