

2024. 1. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **270,000 원**

현재주가 (1.9) **206,500 원**

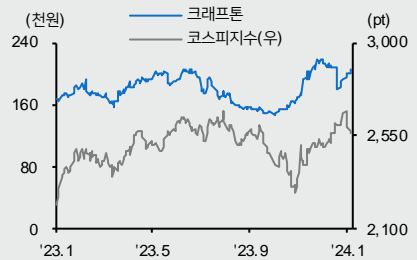
상승여력 **30.8%**

| | |
|------------|-------------------|
| KOSPI | 2,561.24pt |
| 시가총액 | 99,869억원 |
| 발행주식수 | 4,836만주 |
| 유동주식비율 | 60.07% |
| 외국인비중 | 33.28% |
| 52주 최고/최저가 | 218,000원/146,500원 |
| 평균거래대금 | 285.9억원 |

| | |
|----------------------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| 장병규 외 30인 | 21.05 |
| IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) | 13.73 |
| 국민연금공단 | 5.51 |

| | | | | |
|-----------------|------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -0.2 | 18.3 | 20.4 | |
| 상대주가 | -1.9 | 16.7 | 10.5 | |

주가그래프



| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2021 | 1,885.4 | 650.6 | 519.9 | 11,442 | -16.5 | 94,107 | 40.2 | 4.9 | 27.6 | 17.9 | 24.1 |
| 2022 | 1,854.0 | 751.6 | 500.2 | 10,194 | -10.9 | 104,151 | 16.5 | 1.6 | 6.3 | 10.3 | 17.9 |
| 2023E | 1,834.5 | 717.0 | 584.1 | 11,990 | 17.4 | 114,339 | 16.1 | 1.7 | 8.2 | 11.0 | 13.2 |
| 2024E | 2,169.8 | 709.5 | 620.2 | 12,824 | 7.1 | 125,110 | 16.1 | 1.7 | 8.5 | 10.7 | 12.8 |
| 2025E | 2,729.3 | 852.3 | 684.8 | 14,369 | 12.0 | 139,316 | 14.4 | 1.5 | 6.0 | 10.8 | 11.6 |

크래프톤 259960

2025년까지 신작 모멘텀 확보

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 1,133억원으로 시장 눈높이에 부합
- ✓ 적정주가 27만원 상향 및 상승 여력 확보에 따라 투자 의견 Buy 상향
- ✓ 중국 경쟁 환경 심화에 따른 기존 게임 감소 예상하나 2024년 신작 라인업 반영
- ✓ 원천 IP인 <다크앤다커> 소송 진행 중이나 개발 과정 상 최악의 상황에도 출시 가능
- ✓ 1H말 다크앤다커M, 연말 블랙버짓 얼리엑세스 및 25년 인조이 라인업 확보된 시기

4분기 실적은 무난

크래프톤의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 4,585억원과 1,133억원으로 시장 눈높이에 부합할 전망이다. 모바일 매출 내 중국은 아쉬우나 5월 재개된 인도 매출이 반영되기 시작한 3분기와 흐름은 크게 다르지 않다. PC 부문은 신규맵 출시 효과로 3분기와 유사한 수준을 예상한다. 매출은 3분기와 크게 다르지 않으나 1) 주가 상승에 따른 주식보상 비용 증가(3Q -198억원→4Q +296억원)과 2) 지스타 등 마케팅 비용의 증가로 연결 영업이익은 전분기 대비 하락하는 모습을 예상한다.

재무 탄탄하고 비어있던 신작 라인업 확보로 투자 매력 증가, Buy 상향

지난 11월 공개한 동사의 2024년 신작 <다크앤다커M>은 상반기말 출시에 무리가 없어 보인다. 원작 IP는 분명 매력적이거나 소송이 진행되고 있어 출시 관련 노이즈에 대한 불안감이 존재했는데, 당사 확인 결과 2023년 초 크래프톤은 <프로젝트AB>라는 이름 하에 어셋을 개발했고, <다크앤다커> 모바일 판권을 계약한 후 원작의 색깔을 입힌 것으로 추정된다. 출시에 영향을 주는 최악의 가능성은 낮아 보인다.

이로써 2024년말 얼리엑세스 전(추정)까지 신작이 부재했던 동사에 변화가 발생했다. <다크앤다커M>은 1) 2024년 신작 모멘텀으로 작용하며 2) 성공 시 배그 원통에서 벗어날 수 있게 한다. 다만 1) 외부 IP이며 2) 경쟁 환경이 치열한 모바일이란 점은 한계로 작용할 수 있다. 이로써 오는 1H말 <다크앤다커M>을 시작으로 연말 <블랙버짓> 얼리엑세스, 2025년 <인조이>까지 재무적 성과를 기대할 수 있는 라인업이 완성되었다. 이를 반영하여 추정치를 조정하였으며 신작 모멘텀 확보된 시기로 밸류에이션을 20% 할증, 적정주가를 27만원으로 상향한다. 충분한 현금을 보유하고 PC/콘솔 성과를 기대할 수 있는 신작 라인업까지 빈 공간을 채워줄 모바일 신작이 시간을 벌여준다. 갇혀있던 주가 밴드를 돌파하는 해가 될 것으로 예상된다.

| (십억원) | 4Q23E | 4Q22 | % YoY | 3Q23 | % QoQ | 컨센서스 | % diff. |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액 | 458.5 | 473.8 | -3.2 | 450.3 | 1.8 | 431.0 | 6.4 |
| 영업이익 | 113.3 | 126.2 | -10.2 | 189.3 | -40.2 | 110.4 | 2.6 |
| 세전이익 | -33.3 | -222.9 | 적지 | 280.4 | 적전 | 96.6 | N/A |
| 지배순이익 | -24.1 | -165.4 | 적지 | 211.9 | 적전 | 75.2 | N/A |

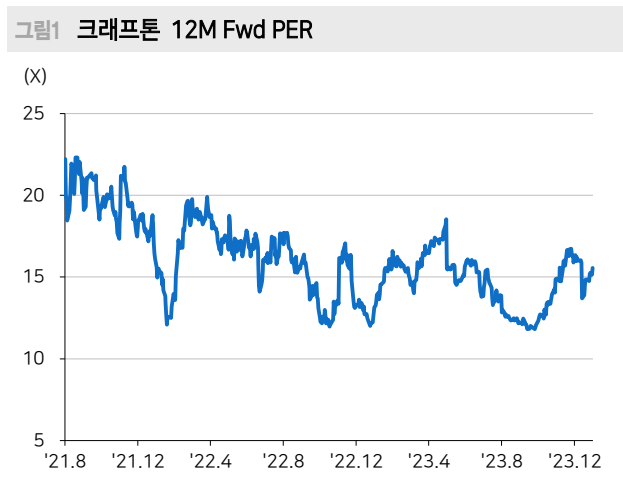
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

| (원) | 비고 |
|---------|---|
| EPS | 13,188 2024E EPS (2023년 주주환원 계획에 따른 소각 예정 주식 수 반영 적용) |
| 적정배수(X) | 20.4 원게임 게임사 PER 17x에 20% 할증(엔씨소프트 동일) |
| 적정주가 | 270,000 269,035원 반올림 |
| 현재주가 | 206,500 |
| 상승여력(%) | 30.8 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

| 출시 시기 | 게임명 | 플랫폼 | 개발사 | 형태 |
|----------|------------------|--------|-----------|---------------|
| 23.06.28 | 장화홍련: 기억의 조각 | PC | 어드벤처 | 5민랩(100%) |
| 23.08.03 | 디펜스더비 | 모바일 | 전략 디펜스 | 라이징윙스(100%) |
| 23.08.22 | 킬 더 크로우즈 | PC | 탑다운 슈터 | 5민랩(100%) |
| 2024.06 | 다크 앤 다크 모바일 | 모바일 | 생존 어드벤처 | 블루홀스튜디오(100%) |
| 2024.12 | 프로젝트 블랙버짓(얼리엑세스) | PC, 콘솔 | 루트슈터 | 크래프톤 |
| 2025 이후 | 프로젝트 인조이 | PC | 인생 시뮬레이션 | 크래프톤 |
| | 넥스트 서브노티카 | PC, 콘솔 | 서바이벌 어드벤처 | 언노운월즈(100%) |
| | 프로젝트 골드러시 | PC, 콘솔 | 액션 어드벤처 | 벡터노스(100%) |
| | 프로젝트FF | | | 블루홀스튜디오(100%) |
| | 프로젝트 윈드리스 | | 액션 RPG | 크래프톤 |

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터 추정



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

| 표4 크래프톤 실적 전망 | | | | | | | | | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
| 매출 추정 | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 538.7 | 387.1 | 450.3 | 458.5 | 524.9 | 460.1 | 542.7 | 642.1 | 1,885.4 | 1,854.0 | 1,834.5 | 2,169.8 |
| PC | 178.5 | 117.0 | 121.3 | 133.4 | 146.8 | 114.7 | 118.9 | 235.4 | 398.4 | 465.0 | 550.2 | 615.7 |
| 모바일 | 348.2 | 244.9 | 309.1 | 300.9 | 366.6 | 328.9 | 406.3 | 384.5 | 1,417.2 | 1,252.8 | 1,203.0 | 1,486.4 |
| 다크엔더카 | | | | | | 67.2 | 126.0 | 113.4 | | | | 306.6 |
| 콘솔 | 7.2 | 19.0 | 12.0 | 12.0 | 7.2 | 11.0 | 10.4 | 11.3 | 19.6 | 104.1 | 50.3 | 39.8 |
| 기타 | 4.8 | 6.1 | 7.9 | 12.2 | 4.3 | 5.5 | 7.1 | 10.9 | 50.1 | 32.2 | 31.0 | 27.9 |
| % YoY | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 3.0 | -8.6 | 3.8 | -3.2 | -2.6 | 18.9 | 20.5 | 40.1 | 12.9 | -1.7 | -1.1 | 18.3 |
| PC | 68.2 | 32.1 | -7.5 | -4.1 | -17.8 | -2.0 | -2.0 | 76.5 | 50.4 | 16.7 | 18.3 | 11.9 |
| 모바일 | -12.1 | -23.4 | 9.4 | 18.1 | 5.3 | 34.3 | 31.5 | 27.8 | 5.6 | -11.6 | -4.0 | 23.6 |
| 콘솔 | -51.8 | 98.4 | 2.6 | -82.2 | 0.0 | -42.4 | -13.7 | -6.4 | -33.4 | 430.2 | -51.7 | -20.8 |
| 기타 | -19.0 | 7.7 | -6.3 | 0.0 | -10.0 | -10.0 | -10.0 | -10.0 | 44.6 | -35.8 | -3.8 | -10.0 |
| 영업비용 | 255.7 | 255.6 | 261.0 | 345.2 | 293.1 | 334.5 | 374.5 | 458.3 | 1,234.7 | 1,102.4 | 1,117.5 | 1,460.3 |
| % to sales | 47.5 | 66.0 | 58.0 | 75.3 | 55.8 | 72.7 | 69.0 | 71.4 | 65.5 | 59.5 | 60.9 | 67.3 |
| % YoY | 22.9 | -0.8 | -9.7 | -0.7 | 14.6 | 30.9 | 43.5 | 32.8 | 37.7 | -10.7 | 1.4 | 30.7 |
| 인건비 | 110.9 | 112.3 | 82.5 | 131.7 | 123.7 | 125.0 | 118.6 | 130.3 | 512.0 | 301.3 | 437.4 | 497.6 |
| 업수수료/매출원가 | 46.7 | 32.2 | 59.9 | 60.6 | 61.6 | 81.8 | 107.7 | 129.0 | 192.9 | 207.1 | 199.5 | 380.0 |
| 지급수수료 | 61.6 | 70.6 | 64.9 | 83.7 | 63.6 | 74.4 | 73.3 | 92.7 | 359.4 | 325.3 | 280.6 | 304.0 |
| 광고선전비 | 5.1 | 8.7 | 18.1 | 31.1 | 7.8 | 16.4 | 39.7 | 53.7 | 82.2 | 129.7 | 62.9 | 117.5 |
| 기타 | 31.4 | 31.9 | 35.6 | 38.2 | 36.4 | 36.9 | 35.2 | 52.7 | 88.2 | 139.1 | 137.2 | 161.2 |
| 이익 추정 | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 283.0 | 131.5 | 189.3 | 113.3 | 231.8 | 125.6 | 168.2 | 183.8 | 650.6 | 751.6 | 717.0 | 709.5 |
| % YoY | -10.1 | -20.7 | 30.9 | -10.2 | -18.1 | -4.5 | -11.1 | 62.3 | -15.9 | 15.5 | -4.6 | -1.0 |
| 영업이익률(%) | 52.5 | 34.0 | 42.0 | 24.7 | 44.2 | 27.3 | 31.0 | 28.6 | 34.5 | 40.5 | 39.1 | 32.7 |
| 중단영업손익 | | | | | | | | | -10.4 | -15.0 | | |
| 세전이익 | 362.4 | 159.5 | 280.4 | -33.3 | 283.1 | 167.2 | 282.1 | 104.4 | 761.2 | 683.9 | 769.0 | 836.7 |
| % YoY | 8.9 | -38.7 | -10.6 | 적지 | -21.9 | 4.8 | 0.6 | 흑전 | 14.2 | -10.2 | 12.5 | 8.8 |
| 지배주주순이익 | 267.5 | 128.8 | 211.9 | -24.1 | 208.8 | 123.3 | 212.8 | 75.4 | 519.9 | 500.2 | 584.1 | 620.2 |
| % YoY | 9.1 | -33.6 | -6.4 | 적지 | -21.9 | -4.3 | 0.4 | 흑전 | -6.5 | -3.8 | 16.8 | 6.2 |

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크라프트톤 (259960)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,885.4 | 1,854.0 | 1,834.5 | 2,169.8 | 2,729.3 |
| 매출액증가율(%) | 12.9 | -1.7 | -1.1 | 18.3 | 25.8 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 1,885.4 | 1,854.0 | 1,834.5 | 2,169.8 | 2,729.3 |
| 판매관리비 | 1,234.7 | 1,102.4 | 1,117.5 | 1,460.3 | 1,877.0 |
| 영업이익 | 650.6 | 751.6 | 717.0 | 709.5 | 852.3 |
| 영업이익률(%) | 34.5 | 40.5 | 39.1 | 32.7 | 31.2 |
| 금융손익 | 3.9 | 26.1 | 29.5 | 25.1 | 25.1 |
| 중속/관계기업손익 | -1.0 | -35.3 | -20.9 | -10.4 | -16.5 |
| 기타영업외손익 | 106.7 | -58.6 | 43.5 | 112.6 | 58.3 |
| 세전계속사업이익 | 761.2 | 683.9 | 769.0 | 836.7 | 919.2 |
| 법인세비용 | 230.9 | 168.7 | 185.8 | 216.5 | 234.5 |
| 당기순이익 | 519.9 | 500.2 | 583.2 | 620.2 | 684.8 |
| 지배주주지분 손이익 | 519.9 | 500.2 | 584.1 | 620.2 | 684.8 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 3,653.7 | 3,892.6 | 3,570.1 | 4,052.1 | 4,774.7 |
| 현금및현금성자산 | 3,019.3 | 674.7 | 837.4 | 1,128.7 | 1,668.6 |
| 매출채권 | 530.7 | 525.6 | 520.0 | 615.1 | 773.7 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 2,064.1 | 2,137.7 | 2,689.7 | 2,771.5 | 2,646.6 |
| 유형자산 | 243.8 | 223.1 | 490.0 | 503.4 | 410.1 |
| 무형자산 | 911.4 | 860.5 | 928.9 | 997.3 | 965.6 |
| 투자자산 | 621.0 | 693.3 | 840.0 | 840.0 | 840.0 |
| 자산총계 | 5,717.8 | 6,030.3 | 6,259.9 | 6,823.5 | 7,421.3 |
| 유동부채 | 638.2 | 411.2 | 326.7 | 339.6 | 339.7 |
| 매입채무 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| 단기차입금 | 0.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 471.4 | 506.3 | 403.4 | 433.2 | 432.2 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 30.0 | 30.0 |
| 부채총계 | 1,109.6 | 917.5 | 730.0 | 772.8 | 771.9 |
| 자본금 | 4.9 | 4.9 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 자본잉여금 | 3,839.1 | 1,447.8 | 1,447.8 | 1,447.8 | 1,447.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 50.8 | 88.1 | 88.1 | 88.1 | 88.1 |
| 이익잉여금 | 557.8 | 3,467.6 | 3,883.8 | 4,413.6 | 5,003.9 |
| 비지배주주지분 | 0.1 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 자본총계 | 4,608.2 | 5,112.9 | 5,529.8 | 6,050.7 | 6,649.4 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 713.9 | 512.7 | 598.2 | 320.1 | 735.6 |
| 당기순이익(손실) | 519.9 | 500.2 | 583.2 | 620.2 | 684.8 |
| 유형자산상각비 | 61.7 | 75.6 | 78.1 | 91.6 | 203.5 |
| 무형자산상각비 | 5.8 | 31.8 | 31.6 | 31.6 | 31.6 |
| 운전자본의 증감 | -34.8 | -134.4 | -94.8 | -178.4 | -184.3 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,199.7 | -2,863.0 | -269.2 | 40.5 | -109.6 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -61.3 | -26.6 | -350.0 | -105.0 | -110.3 |
| 투자자산의감소(증가) | -489.7 | -107.6 | -146.8 | 0.0 | 0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 2,736.2 | -56.1 | -166.3 | -69.3 | -86.1 |
| 차입금의 증감 | 292.8 | 57.6 | 0.0 | 30.0 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 2,836.0 | -2,391.3 | -0.1 | -0.0 | -0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 2,299.5 | -2,344.6 | 162.7 | 291.3 | 539.9 |
| 기초현금 | 719.9 | 3,019.3 | 674.7 | 837.4 | 1,128.7 |
| 기말현금 | 3,019.3 | 674.7 | 837.4 | 1,128.7 | 1,668.6 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 41,494 | 37,789 | 37,656 | 44,866 | 57,270 |
| EPS(지배주주) | 11,442 | 10,194 | 11,990 | 12,824 | 14,369 |
| CFPS | 21,019 | 17,542 | 17,513 | 14,257 | 23,599 |
| EBITDAPS | 15,806 | 17,509 | 16,969 | 17,218 | 22,818 |
| BPS | 94,107 | 104,151 | 114,339 | 125,110 | 139,316 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 40.2 | 16.5 | 16.1 | 16.1 | 14.4 |
| PCR | 21.9 | 9.6 | 11.1 | 14.5 | 8.8 |
| PSR | 11.1 | 4.4 | 5.1 | 4.6 | 3.6 |
| PBR | 4.9 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.5 |
| EBITDA(십억원) | 718.2 | 859.0 | 826.7 | 832.7 | 1,087.5 |
| EV/EBITDA | 27.6 | 6.3 | 8.2 | 8.5 | 6.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 17.9 | 10.3 | 11.0 | 10.7 | 10.8 |
| EBITDA 이익률 | 38.1 | 46.3 | 45.1 | 38.4 | 39.8 |
| 부채비율 | 24.1 | 17.9 | 13.2 | 12.8 | 11.6 |
| 금융비용부담률 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 93.6 | 99.2 | 88.4 | 84.6 | 98.4 |
| 매출채권회전율(x) | 3.8 | 3.5 | 3.5 | 3.8 | 3.9 |
| 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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |
|------------------------|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p> |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p> |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 85.6% |
| 중립 | 14.4% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크라프트 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

