▲ 인터넷/게임
Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **강다예**
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

크래프톤 (259960, 상장예정)

퍼펙트 스톰

Part I Prologue - 게임 투자의 New Paradigm
Part II 크래프톤, 예쁘게 상장해 주MA
Part III 크래프톤의 적정가치는?

이 겼 닭!
2021 IPO닭!

퍼펙트 스톰이란 개별적으로 보면 크지 않으나
다른 자연현상과 동시에 발생하면 엄청난 파괴력을 보이는 현상.
크래프톤의 기업공개는 국내 게임업 투자의 새로운 지평을 열게될 것

meritz 메리츠증권

Contents

Part I	Prologue –게임 투자의 New Paradigm	07
Part II	크래프톤, 예쁘게 상장해 주MA	17
Part III	크래프톤의 적정가치는?	31

Summary

크래프톤(259960) _ 퍼펙트 스톰

Buy/TP:720,000원

Prologue
게임 투자의 New Paradigm I

- '배틀그라운드'는 게임의 역사를 바꾼 Title. 과거 게임은 기술발전의 역사(하드웨어의 사양이 중요)였다면 2017년 '배틀그라운드' 출시 이후 게임산업은 주커버그의 법칙이 지배. 누구와 언제 어떻게 게임을 즐길 것인지가 중요
- '배틀그라운드'는 글로벌 네트워크 기반 생존게임으로 100명 중 1인이 살아남는 경쟁 컨텐츠
- 2020년 '펍지 모바일'의 글로벌 매출액은 26억달러로 1위(중국 제외). 게임 역사상 중국과 미국에서 히트한 유일한 IP
- 실패하지 않을 게임 투자. 지난 20여년간 글로벌 Top Tier 게임사들의 기업가치는 평균 107배의 리레이팅 거쳐왔음
- 게임 시장의 양극화로 상위 게임사의 주가 변동성은 낮으며 게임/지역 포트폴리오 다변화, IP(Intellectual Property) 경쟁력, 마케팅 및 퍼블리싱 능력 고도화로 지속적 리레이팅
- 크래프톤도 '배틀그라운드' IP 경쟁력에 기반하여 글로벌 퍼블리셔로 발돋움, 신규게임 '뉴스테이트' 성공으로 기업가치 우상향 기대

크래프톤, 예쁘게 상장해 주MA II

- 크래프톤은 2007년 3월 ㈜블루홀 스튜디오로 설립. 2011년 PC MMO '테라' 국내 서비스. 2017년 3월 '배틀그라운드' 스팀 얼리억세스 출시. 2018년 8월 텐센트와 전략적 파트너쉽 구축. 2020년 12월 크래프톤, '펍지 주식회사' 합병
- PC '배틀그라운드' 의 글로벌 MAU는 800만명, 모바일 DAU는 5천만명(중국 제외) 추산. 출시 이후 4년 동안 꾸준한 업데이트 통해 컨텐츠 제공. 수많은 브랜드와의 콜라보레이션 통해 IP 파워와 아이덴티티 강화

크래프톤의 적정가치는? III

- 2021년 7월중 크래프톤은 국내 코스피 시장에 기업 공개 예정. 투자의견 Buy, 적정주가 720,000원 제시
- 6월 28일~7월 9일 수요예측을 거쳐 공모가액 산정되며 공모가 Band 기준 시가총액은 23.0~28.0조원
  공모가 밴드 상단에서 가치 결정될 경우 적정주가 720,000원(시가총액 36.5조원)기준 29% 상승여력 보유
- 크래프톤 영업가치 산정을 위한 적정 PER은 글로벌 게임회사 평균 PER 적용
  1) 글로벌 가장 성공한 IP 경쟁력이 One Game 우려를 상쇄하고도 남으며,
  2) '배틀그라운드' IP의 성장 여력, 3) '뉴스테이트' 성과에 따른 Upside, '더 칼리스토 프로토콜' 등으로 포트폴리오 다변화

크래프톤(259960) Perfect Storm

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

Buy (상장예정)

적정주가 (12개월)	720,000원
공모 희망가액	458,000~557,000원
공모 예정금액	4.6~5.6조원
예상 시가총액	23.0~28.0조원
상승여력	29.3%

KOSPI	3,286.10pt
발행주식수	5,030.4만주
유동주식비율	42.9%

주요주주(%)	
장병규	13.97
IMAGE FRAME INVESTMENT (HK) LIMITED	13.20
김창한 외 2인	2.37

주가그래프

국가대표 게임사

- '배틀그라운드'는 동서양을 막론하고 글로벌 가장 흥행한 게임 컨텐츠
- 2017년 스팀 얼리억세스로 오픈된 이후 PC/콘솔은 7,500만장 이상 판매
- '배틀그라운드 모바일'의 글로벌 DAU(Daily Active Users)는 1.1억명 추정. 글로벌과 중국 비중은 4:6
- 강력한 팬덤 기반으로 '배틀그라운드:뉴스테이트' 성공 가능성 매우 높아 실적 및 기업가치 레벨업 기대

'배틀그라운드:뉴스테이트' 부터 '더 칼리스토 프로토콜'까지

- 6월 '배틀그라운드:뉴스테이트는' 미국 오픈테스트를 통해 성공 기대감 커져. 글로벌 사전예약자수 1,700만명 돌파하며 3분기 정식출시까지 3천만명 상회 예상
- '뉴스테이트'의 2021년과 2022년 매출액은 각각 6,000억원, 2.4조원 예상. 2021년 DAU 4천만명, Paying Ratio 4%, MARPPU 125천원 가정
- '더 칼리스토 프로토콜'은 2022년 출시 예정인 PC/콘솔 기반의 SF게임. 2022년 매출액은 2,452억원 전망

투자의견 Buy, 적정주가 72만원 제시

- 투자의견 Buy, 적정주가는 72만원 제시. 12M forward EPS 27,898원에 적정 PER 26배 적용한 값

(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	-	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	2,097.4	1,133.1	920.5	18,299	33.5	130,282	30.4	4.3	18.2	23.7	7.9
2022E	3,898.0	2,499.3	1,886.2	37,496	104.9	167,778	14.9	3.3	8.0	25.2	6.3
2023E	4,371.8	2,844.6	2,153.6	42,812	14.2	210,591	13.0	2.6	6.5	22.6	5.2

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,087.5**	**1,670.4**	**2,097.4**	**3,898.0**	**4,371.8**
매출액증가율(%)	-	53.6	25.6	85.8	12.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	2,097.4	3,898.0	4,371.8
판매비와관리비	728.2	896.6	964.3	1,398.7	1,527.3
영업이익	**359.3**	**773.9**	**1,133.1**	**2,499.3**	**2,844.6**
영업이익률(%)	33.0	46.3	54.0	64.1	65.1
금융손익	-3.1	-2.3	17.3	17.9	18.4
종속/관계기업관련손익	-0.9	-0.3	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	6.5	-104.6	-63.5	-76.8	-65.2
세전계속사업이익	361.9	666.8	1,180.1	2,418.2	2,761.1
법인세비용	83.0	110.5	259.6	532.0	607.4
당기순이익	**278.9**	**556.3**	**920.5**	**1,886.2**	**2,153.6**
지배주주지분 순이익	278.9	556.3	920.5	1,886.2	2,153.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	726.2	1,292.5	6,484.0	8,114.2	10,065.6
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,894.1	7,506.6	9,439.8
매출채권	367.9	462.5	487.9	502.5	517.6
재고자산	0.0	0.0	4.3	4.3	4.3
비유동자산	263.9	426.6	575.1	587.4	601.7
유형자산	127.3	140.4	144.6	148.9	153.4
무형자산	5.5	11.6	15.1	19.7	25.6
투자자산	77.6	132.3	177.6	181.1	184.9
자산총계	**990.1**	**1,719.1**	**7,073.9**	**8,975.7**	**11,145.4**
유동부채	288.0	406.7	418.9	431.4	444.4
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	101.3	104.3	107.5
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**	**520.2**	**535.8**	**551.8**
자본금	4.0	4.3	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	984.6	1,003.8	5,606.1	5,606.1	5,606.1
기타포괄이익누계액	-3.2	33.0	33.0	33.0	33.0
이익잉여금	-518.3	37.9	95.8	284.5	499.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**584.4**	**1,214.1**	**6,553.7**	**8,439.9**	**10,593.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**61.9**	**649.0**	**976.8**	**1,944.5**	**2,214.1**
당기순이익(손실)	278.9	556.3	920.5	1,886.2	2,153.6
유형자산감가상각비	36.0	40.9	76.4	54.8	33.5
무형자산상각비	1.7	3.3	6.1	4.0	2.4
운전자본의 증감	-355.2	-152.5	83.0	-10.7	-11.8
투자활동 현금흐름	**-52.8**	**-0.8**	**-285.2**	**-488.0**	**-363.0**
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.3	-25.9	-26.4	-26.9	-27.5
투자자산의 감소(증가)	-42.9	-55.0	-113.0	-207.3	-135.8
재무활동 현금흐름	**14.9**	**-27.1**	**5,217.8**	**1,764.5**	**2,032.0**
차입금증감	-153.6	-7.3	1.4	3.5	3.8
자본의증가	179.9	19.4	4,603.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**22.9**	**573.1**	**5,174.3**	**1,612.5**	**1,933.2**
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,894.1	7,506.6
기말현금	146.7	719.9	5,894.1	7,506.6	9,439.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,270	41,168	41,695	77,489	86,908
EPS(지배주주)	7,249	13,709	18,299	37,496	42,812
CFPS	12,968	23,399	94,682	185,665	282,274
EBITDAPS	10,318	20,160	24,166	50,853	57,261
BPS	14,528	28,376	130,282	167,778	210,591
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	30.4	14.9	13.0
PCR	-	-	5.9	3.0	2.0
PSR	-	-	13.4	7.2	6.4
PBR	-	-	4.3	3.3	2.6
EBITDA	396.9	818.0	1,215.6	2,558.1	2,880.4
EV/EBITDA	-	-	18.2	8.0	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	23.7	25.2	22.6
EBITDA이익률	36.5	49.0	58.0	65.6	65.9
부채비율	69.4	41.6	7.9	6.3	5.2
금융비용부담률	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	41.0	136.6			
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.4	7.9	8.6
재고자산회전율(x)			965.5	897.1	1,006.2

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율