2024. 8. 13

크래프톤 259960

올해는 뭘 해도 되는 해

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

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

- ✓ PC 펍지의 IP 강화 효과가 모바일로 전이되며 또 다시 서프라이즈 기록
- ✓ 무료 G코인 7월 모두 소진되어 PC/모바일 3분기도 흐름 이어갈 전망
- ✓ 펍지 IP 강해지는 것은 양날의 검. 그러나 신작 대기 중으로 밸류 달라질 때
- ✓ 차주 게임스컴 통해 〈다크앤다커M〉과 〈인조이〉 서구권 마케팅 본격화
- ✓ 서구권 반응 이끌어 낸다면 밸류에이션 리레이팅 이끌 것. 적정주가 40만원 상향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	400,000 원
현재주가 (8.12)	293,000 원
상승여력	36.5%
KOSPI	2,618.30pt
시가총액	140,319억원
발행주식수	4,789만주
유동주식비율	59.18%
외국인비중	40.00%
52주 최고/최저가	297,000원/146,500원
평균거래대금	348.5억원

주요주주(%)	
장병규 외 29 인	21.28
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)	13.87
국민연금공단	6.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.6	36.9	79.6
상대주가	14.2	37.0	77.8

주가그래프

새로운 도전을 받쳐주는 탄탄한 기존 IP

2분기 크래프톤의 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,070억원(+82.7% YoY)과 3,321억원(+152.6% YoY)으로 기대치를 크게 상회했다. 서프라이즈는 모바일이 주요했는데, 7월 모바일 매출이 역대 최대치를 기록해 2분기 흐름이 3분기 이어질 전망이다. PC는 환불 후 재구매 비중이 많아 2분기 예상을 소폭 하회했으나 보상안으로 지급된 무료 G코인까지 7월 내 모두 소진되며 견조한 3분기가 예상된다. PC 펍지의 개선세가 모바일로 전이되는 모습이다. 신규 유저에 기반한 IP의 선순환 구조는 하반기도 유효해 보인다. 다만 인건비/마케팅비를 매출과 함께 크게 상향했다. 스튜디오 인수 등 인력 충원, 주식보상비용 상향에 더해 오는 하반기, 2022년 연간 마케팅비를 넘어설 것으로 추정한 데 따른다. 다만 탑라인 성장이 이를 압도하며 연간 이익은 40% 상향했다. 실적 상향을 반영하여 적정주가를 40만원으로 상향한다.

기존 IP 안정적 운영에 신작 성과 더해지는 시기: 게임스컴 지켜볼 때

지난 1년간 동사는 호실적을 기록해 왔으나 투자자 입장에서 좋은데 찝찝한 기분을 떨치기 어려웠다. One IP 성격이 더욱 강해지기 때문이다. 기존 IP의 안정적 운영도 중요하지만 밸류를 높이는데 신작에 무게를 두는 이유가 여기에 있다. 동사는 차주 게임스컴에 〈다크앤다커M〉과 〈인조이〉를 출품한다. 당사는 〈스텔라 블레이드〉와 〈퍼스트 디센던트〉의 공통점을 서구권에서 익숙한 장르에 '그래픽'을 활용한 차별화로 지목한다. 〈심즈〉를 통해 익숙한 장르이나 게임 환경 요소 내 한국적 색채가 짙어 다음 타자로 〈인조이〉를 주목한다. 다만 〈인조이〉는 패키지 판매로 단발적 수익에 그친다. 그러나 동사의 PER이 15배 전후에서 벗어나지 못했던 원인이 One IP라는 한계라는 점, 그리고 새로운 게임을 통해 아시아를 벗어나 서구권에서 반응을 이끈다는 점에서 밸류에이션 리레이팅을 이끌 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,137	16.5	1.6	6.3	10.3	18.0
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,898.0	1,235.5	1,041.2	21,655	77.3	133,564	13.5	2.2	8.5	17.4	12.8
2025E	3,271.4	1,252.0	1,016.6	21,229	-1.8	151,532	13.8	1.9	7.8	14.9	11.3
2026E	3,949.0	1,621.0	1,144.6	23,899	12.6	170,049	12.3	1.7	5.9	14.9	10.4

표1 크래프톤 2Q24 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	707.0	387.1	82.7	665.9	6.2	550.8	28.3	551.6	28.2
영업이익	332.1	131.5	152.6	310.5	7.0	199.3	66.7	192.3	72.7
세전이익	458.1	159.5	187.2	465.3	-1.5	229.8	99.4	269.6	69.9
지배순이익	341.9	128.8	165.5	350.0	-2.3	180.9	89.0	204.4	67.3

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표2 크래프톤 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	19,711	12M Fwd EPS
적정배수(X)	20.4	원게임 게임사 PER 17x에 신작 발매 전임을 감안해 20% 할증
적정주가	400,000	402,095원 반내림
현재주가	293,000	
상승여력(%)	36.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 크래프톤 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.06.28	장화홍련: 기억의 조각	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
23.08.03	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사 개발
23.08.22	킬 더 크로우즈	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리억세스	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사 개발
24.04.05	불릿 에코 인도 소프트런칭	모바일	젭토렙	퍼블리싱
24.05.23	즈큥도큥 얼리엑세스	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
4Q24	다크 앤 다커 모바일	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
2H24	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
	언더스티드: 과거에서 온 편지	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
1Q25	프로젝트 인조이	PC	크래프톤	자체개발
2025 이후	딩컴 모바일	모바일	5민랩(100%)	자회사 개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발
	서브노티카2	PC, 콘솔	언노운월즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발

주: 상기 출시 일정은 크래프톤의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

그림1 <다크 앤 다커 모바일>

자료: 크래프톤

그림2 <프로젝트 인조이>

자료: 크래프톤

표4 PUBG 뉴진스 아이템 보상 및 환급안

신청 기간	2024.07.03(수) 11:00 ~ 2024.08.02(금) 11:00
신청 대상자	
1) 최고급 꾸러미 불운 문구 표시 환급 및 G-COIN 보상 시스템 대상자: 6/12~6/13 사이 구매한 플레이어	
2) 뉴진스 캐릭터 착용 의상 제한 조치로 인한 환급 및 G-COIN 보상 시스템 대상자: 6/12~6/27 사이 구매한 플레이어	
보상안	
1) 최고급 꾸러미 불운 문구: G-COIN 양의 100%에 해당되는 G-COIN 지급	
2) 뉴진스 캐릭터 의상 제한: G-COIN 양의 50%에 해당되는 G-COIN 지급	
환급안	
대상: 6/12~6/27 사이 "PUBG x 뉴진스 전리품 상품" 구매한 플레이어	
G-COIN으로 구매하신 모든 내역이 G-COIN으로 일괄 환급	

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 인생시뮬레이션 게임 <라이프 바이 유> 개발 중단

심즈 대체제 '라이프 바이 유', 결국 출시 취소

#라이프 바이 유 #인생 시뮬레이션 #취재 #패러독스 인터랙티브

신승원 sw@gamedonga.co.kr 2024.06.18.

전 심즈 개발진이 참여해 '심즈 대체제', '심즈 정신적 후속작'으로 불리던 패러독스 인터랙티브의 인생시뮬레이션 '라이프 바이 유'를 만나볼 수 없게 됐다.

지난 17일 회사의 부사장인 마티아스 릴자(Mattias Lilja)는 자사의 패러독스 포럼에서 "슬프게도 우리는 오랫동안 기다려온 인생 시뮬레이션 라이프 바이 유의 출시를 취소하기로 결정했다"라고 밝혔다.

게임은 지난 2월부터 출시를 6월로 미루더니, 5월에는 출시를 무기한 연기하겠다고 밝히며 불안감을 키우더니, 결국 개발 중단 및 출시 취소 입장을 내놓은 것이다.

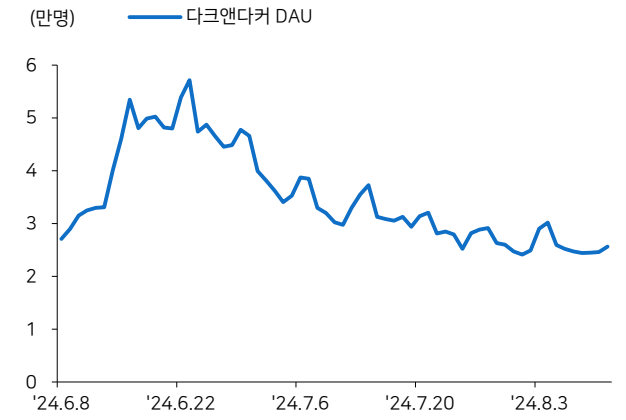
소식을 들은 이용자들은 "심즈에서 벗어나려고 했는데 대체제가 사라져 버렸다.", "명확한 이유라도 알려주면 좋겠는데. 너무 아쉽다." 등의 반응을 보였다.

자료: 게임동아

그림4 <다크 앤 다커> 스팀 평가: 대체로 긍정적

자료: Steam

그림5 <다크 앤 다커> 스팀 DAU



자료: SteamCharts, 메리츠증권 리서치센터

표5 크래프톤 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출 추정												
매출	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	707.0	770.3	754.7	1,910.6	2,897.9	3,271.4	3,949.0
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	191.3	219.1	251.0	583.9	905.1	1,307.0	1,693.1
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	499.9	530.5	485.1	1,244.8	1,917.8	1,888.1	2,179.8
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	8.8	12.0	10.3	55.7	42.5	43.9	43.6
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	7.0	8.8	8.2	26.2	32.5	32.5	32.5
% YoY												
매출	*3.0*	*-8.6*	*3.8*	*12.8*	*23.6*	*82.7*	*71.1*	*41.2*	*3.1*	*51.7*	*12.9*	*20.7*
PC	*68.2*	*32.1*	*-7.5*	*20.1*	*36.5*	*63.5*	*80.7*	*50.2*	*25.6*	*55.0*	*44.4*	*29.5*
모바일	*-12.1*	*-23.4*	*9.4*	*34.5*	*15.5*	*104.2*	*71.6*	*41.6*	*-0.6*	*54.1*	*-1.5*	*15.4*
콘솔	*-51.8*	*98.4*	*2.6*	*-74.3*	*58.5*	*-53.9*	*-0.6*	*-40.6*	*-46.5*	*-23.6*	*3.1*	*-0.7*
기타	*-19.0*	*7.7*	*-6.3*	*-39.3*	*77.2*	*14.1*	*11.0*	*11.7*	*-18.6*	*24.0*	*0.0*	*0.0*
영업비용	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	374.9	423.3	508.9	1,142.5	1,662.5	2,019.4	2,328.0
% to sales	*47.5*	*66.0*	*58.0*	*69.3*	*53.4*	*53.0*	*55.0*	*67.4*	*59.8*	*57.4*	*61.7*	*59.0*
% YoY	*22.9*	*-0.8*	*-9.7*	*6.5*	*39.0*	*46.7*	*62.2*	*37.5*	*3.6*	*45.5*	*21.5*	*15.3*
인건비	110.9	112.3	82.5	149.2	163.6	164.8	179.9	197.5	454.9	705.8	837.0	935.6
주식보상비용	10.0	9.1	-19.8	28.3	42.1	35.2	45.6	45.6	27.6	168.7	188.9	200.7
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	87.9	85.9	77.5	94.0	108.1	226.8	365.5	467.4	653.4
지급수수료	61.6	70.6	64.9	61.9	61.3	76.4	74.5	67.8	258.9	280.0	379.6	399.1
광고선전비	5.1	8.7	18.1	34.2	12.4	21.2	38.3	96.3	66.1	168.3	174.4	157.9
기타	31.4	31.9	35.6	36.9	32.3	34.9	36.7	39.2	135.9	143.0	160.9	182.0
이익 추정												
영업이익	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	332.1	347.0	245.8	768.0	1,235.5	1,252.0	1,620.9
% YoY	*-10.1*	*-20.7*	*30.9*	*30.3*	*9.7*	*152.6*	*83.4*	*49.6*	*2.2*	*60.9*	*1.3*	*29.5*
영업이익률(%)	*52.5*	*34.0*	*42.0*	*30.7*	*46.6*	*47.0*	*45.0*	*32.6*	*40.2*	*42.6*	*38.3*	*41.0*

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림6 <심즈>로 익숙한 장르이나 한국적 색채 짙어 차별화될 수 있는 <인조이>

자료: INZOI

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,854.0**	**1,910.6**	**2,898.0**	**3,271.4**	**3,949.0**
매출액증가율(%)	-1.7	3.1	51.7	12.9	20.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,898.0	3,271.4	3,949.0
판매관리비	1,102.4	1,142.5	1,662.5	2,019.4	2,328.0
영업이익	**751.6**	**768.1**	**1,235.5**	**1,252.0**	**1,621.0**
영업이익률(%)	40.5	40.2	42.6	38.3	41.0
금융손익	26.1	28.6	27.3	27.5	27.5
종속/관계기업손익	-35.3	-44.2	-36.5	-37.5	-36.5
기타영업외손익	-58.6	76.1	199.6	150.9	-18.0
세전계속사업이익	683.9	828.6	1,425.8	1,393.0	1,594.0
법인세비용	168.7	234.6	386.5	376.4	438.0
당기순이익	**500.2**	**594.1**	**1,039.3**	**1,016.6**	**1,144.6**
지배주주지분 순이익	500.2	595.4	1,041.2	1,016.6	1,144.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**512.7**	**662.4**	**670.6**	**1,009.2**	**1,042.2**
당기순이익(손실)	500.2	594.1	1,039.3	1,016.6	1,144.6
유형자산상각비	75.6	77.2	86.6	116.6	126.6
무형자산상각비	31.8	30.8	21.5	26.1	26.1
운전자본의 증감	-134.4	-139.5	-476.9	-150.2	-255.1
투자활동 현금흐름	**-2,863.0**	**-394.2**	**-604.4**	**-319.3**	**-365.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-26.6	-34.4	-470.0	-120.0	-126.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	-269.1	-500.0	-200.0	-239.6
재무활동 현금흐름	**-56.1**	**-225.3**	**-169.2**	**-156.2**	**-244.1**
차입금의 증감	57.8	-151.2	30.0	0.0	13.6
자본의 증가	-2,390.5	23.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,344.6	46.4	-103.0	533.7	433.1
기초현금	3,019.3	674.7	721.1	618.1	1,151.7
기말현금	674.7	721.1	618.1	1,151.7	1,584.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,892.6	3,964.4	4,123.5	4,805.9	5,509.2
현금및현금성자산	674.7	721.1	618.1	1,151.7	1,584.8
매출채권	525.6	700.4	1,062.4	1,199.3	1,447.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,145.2	2,476.0	3,095.6	3,272.9	3,485.7
유형자산	223.4	257.0	640.4	643.7	643.1
무형자산	867.7	607.8	686.3	660.2	634.1
투자자산	693.3	918.2	1,418.2	1,618.2	1,857.8
자산총계	**6,037.8**	**6,440.5**	**7,219.1**	**8,078.7**	**8,994.9**
유동부채	411.5	520.7	543.2	543.2	556.9
매입채무	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	509.9	361.0	277.0	276.0	291.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
부채총계	**921.4**	**881.6**	**820.2**	**819.3**	**848.6**
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,816.7	5,724.0	6,688.1
비지배주주지분	5.2	4.4	2.5	2.5	2.5
자본총계	**5,116.4**	**5,558.8**	**6,399.0**	**7,259.4**	**8,146.2**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,789	39,217	60,271	68,311	82,458
EPS(지배주주)	10,194	12,221	21,655	21,229	23,899
CFPS	17,542	18,854	31,315	31,448	35,740
EBITDAPS	17,509	17,982	27,944	29,124	37,037
BPS	104,137	114,849	133,564	151,532	170,049
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	15.8	13.5	13.8	12.3
PCR	9.6	10.3	9.4	9.3	8.2
PSR	4.4	4.9	4.9	4.3	3.6
PBR	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7
EBITDA(십억원)	859.0	876.1	1,343.6	1,394.8	1,773.7
EV/EBITDA	6.3	7.4	8.5	7.8	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	11.2	17.4	14.9	14.9
EBITDA 이익률	46.3	45.9	46.4	42.6	44.9
부채비율	18.0	15.9	12.8	11.3	10.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	99.2	86.2	166.4	160.7	203.7
매출채권회전율(x)	3.5	3.1	3.3	2.9	3.0
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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

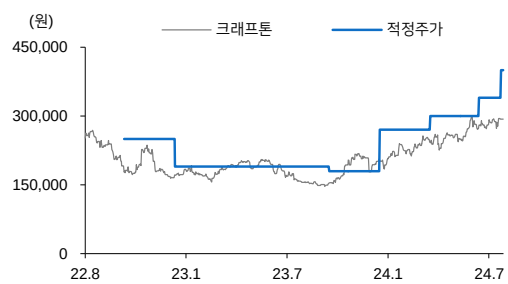
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.10.11	Indepth	Hold	250,000	이효진	-24.1	-5.4
2023.01.10	산업브리프	Hold	190,000	이효진	-6.7	8.2
2023.10.12	산업브리프	Hold	180,000	이효진	6.0	21.1
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이효진	-16.8	-4.8
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-13.8	-1.0
2024.07.05	기업브리프	Buy	340,000	이효진	-16.5	-13.4
2024.08.13	기업브리프	Buy	400,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이