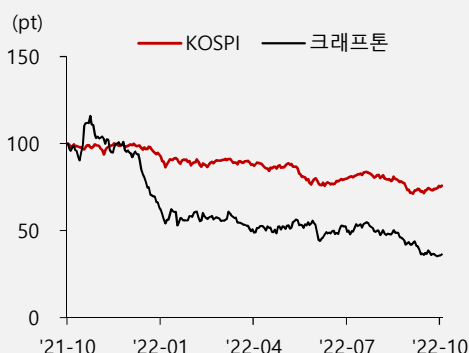


BUY(신규)

목표주가	240,000 원		
현재주가	177,500 원		
Upside	35.2%		
Key Data	2022 년 10 월 31 일		
산업분류	코스피 서비스업		
KOSPI(pt)	2,293.61		
시가총액 (억원)	87,103		
발행주식수 (천주)	49,072		
외국인 지분율 (%)	29.3		
52 주 고가 (원)	567,000		
저가 (원)	172,500		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	32.6		
주요주주	(%)		
장병규 외 25 명	21.9		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.5	-29.6	-62.2
상대주가	-20.6	-17.2	-51.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

메타버스/블록체인/미드스몰캡

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7044

크래프톤(259960)

'칼리스트 프로토콜'에 기대를 건다

투자포인트

1. '칼리스트 프로토콜'을 통해 새로운 흥행 IP 확보 기대감: 올해 12월 2일 출시를 앞두고 있는 기대작 '칼리스트 프로토콜'은 PC 및 콘솔 용으로 출시되어, 모바일 게임 위주인 국내 게임사들의 해외 PC&콘솔 시장 진출 가능성을 판단하는 가능자가 될 것이다. 크래프톤의 독립 스튜디오 '스트라이킹 디스턴스(Striking Distance)'가 개발한 AAA 급의 '생존 호러게임'이다. 데스 스페이스 개발자인 '글렌 스코필드'가 디렉터로 참여하여 큰 기대를 모으고 있으며, 'X-BOX, PS 및 스팀(Steam), 에픽게임즈 스토어 등'에서 구매가 가능하다. 추가적인 신규 IP 로는 올해 9 월에 얼리엑세스로 출시된 '문브레이커' 및 2024 년도 출시 예정인 '프로젝트 Black Budget' 그리고 '눈물을 마시는 새' 등을 통해, 점진적으로 배틀그라운드 비중을 줄여 나갈 것으로 전망한다.

2. PUBG 를 통한 Cashcow 확보 및 중장기적 Web 3.0 구축: PUBG 는 동사의 국내 및 해외(중화권 & 서구 등)에서 하향 안정화를 시현하며, Cashcow IP 로서 자리매김 하였다. 동사는 신성장 동력으로 Web 3.0 기반의 메타버스 생태계를 중장기적 관점에서 추진하고 있다. C2E 생태계 기반의 메타버스인 '프로젝트 미갈루(Migaloo)'를 통해 Creator 중심의 기존의 서비스와 차별된 High-Quality 의 웹 3.0 서비스를 연내에 'NAVER Z'와의 합작회사를 통해 구축하려고 한다. 또한 Virtual Human 'ANA'를 런칭하여 음원 및 M/V 발매를 통한 엔터테인먼트 비즈니스로 확장 계획이다. 크래프톤이 보유한 게임 IP 역량을 확장시켜 향후 VR IP 로의 확장이 가능하며, Deep-Learning 을 통한 Virtual Human 의 고도화 및 NFT 등의 가상자산을 통한 Creator Economy 활성화가 가능하다.

3. 투자의견 '매수' 및 목표주가 24 만원으로 커버리지 개시: 올해는 예상 매출액 1 조 9,044 억원(YoY +1.0%), 영업이익 7,646 억원(YoY +19.6%)를 전망한다. 내년도는 예상 매출액 2 조 907 억원(YoY +10.2%) & 영업이익 8,179 억원(YoY +7.0%)으로 인도에서 배틀그라운드 서비스 중단 및 마케팅비용 포함 판관비 증가로 시장의 기대치 대비 실적 증가는 다소 더딜 것으로 전망한다. 목표주가는 12M Forward EPS 11,870 원에 Target Multiple 20 배를 적용하여 24 만원을 산출(상승여력 35.2%)하였고, 투자의견 '매수'를 제시한다. 신작 '칼리스트 프로토콜'이 흥행에 성공할 경우, 추가적인 실적 성장 및 주가의 상승을 기대할 수 있다.

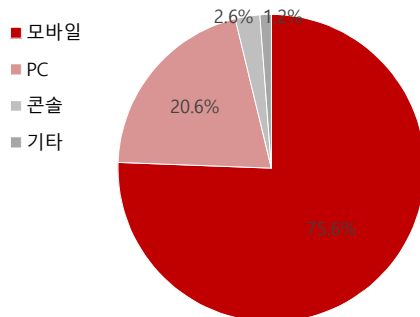
구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (억원)	10,875	16,704	18,863	19,044	20,977
영업이익 (억원)	3,593	7,739	6,396	7,648	8,179
영업이익률 (%)	33.0	46.3	33.9	40.2	39.0
지배순이익 (억원)	2,789	5,563	5,199	6,768	7,135
PER (배)	0.0	0.0	43.3	12.7	12.0
PBR (배)	0.0	0.0	4.9	1.6	1.4
ROE (%)	99.2	61.9	17.9	13.5	12.3
EPS (원)	7,249	13,710	11,446	13,795	14,540

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

‘칼리스토 프로토콜’을 통해 새로운 흥행 IP 확보 기대감

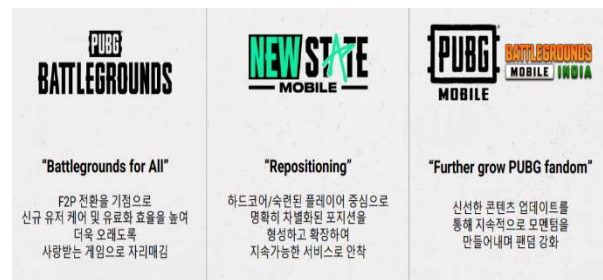
올해 12월 2일 출시를 앞두고 있는 기대작 ‘칼리스토 프로토콜’은 PC 및 콘솔 용으로 출시되어, 모바일 게임 위주인 국내 게임사들의 해외 PC&콘솔 시장 진출 가능성을 판단하는 가능자가 될 것이다. 크래프톤의 독립 스튜디오 ‘스트라이킹 디스턴스(Striking Distance)’가 개발한 AAA 급의 ‘생존 호러게임’이다. 데스 스페이스 개발자인 ‘글렌 스코필드’가 디렉터로 참여하여 큰 기대를 모으고 있으며, ‘X-BOX, PS 및 스팀(Steam), 에픽게임즈 스토어 등’에서 구매가 가능하다. 추가적인 신규 IP로는 올해 9월에 얼리엑스로 출시된 ‘문브레이커’ 및 2024년도 출시 예정인 ‘프로젝트 Black Budget’ 그리고 ‘눈물을 마시는 새’ 등을 통해, 점진적으로 배틀그라운드 비중을 줄여 나갈 것으로 전망한다.

그림 1. 플랫폼별 매출비중(2022년 상반기 기준)



자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. PUBG



자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 칼리스토 프로토콜



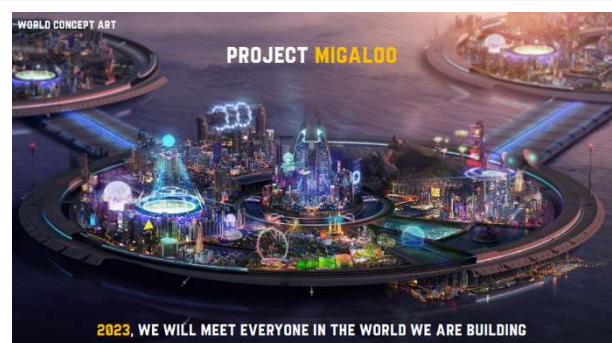
자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 눈물을 마시는 새



자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 웹 3.0 프로젝트 'MIGALOO'



자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

투자의견 '매수' 및 목표주가 24 만원으로 커버리지 개시

올해는 예상 매출액 1 조 9,044 억원(YoY +1.0%), 영업이익 7,648 억원(YoY +19.6%)를 전망한다. 내년도는 예상 매출액 2 조 907 억원(YoY +10.2%) & 영업이익 8,179 억원(YoY +7.0%)으로 인도에서 배틀그라운드 서비스 중단 및 마케팅비용 포함 판관비 증가로 시장의 기대치 대비 실적 증가는 다소 더딜 것으로 전망한다. 목표주가는 12M Forward EPS 11,870 원에 Target Multiple 20 배를 적용하여 24 만원을 산출(상승여력 35.2%)하였고, 투자의견 '매수'를 제시한다. 신작 '칼리스토 프로토콜'이 흥행에 성공할 경우, 추가적인 실적 성장 및 주가의 상승을 기대할 수 있다.

표 1. 크래프톤의 실적 추정

(단위:억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	4,610	4,593	5,218	4,438	5,229	4,236	4,262	5,315	18,859	19,044	20,977
온라인	661	885	1,294	1,149	1,061	885	1,107	1,105	3,989	4,158	4,863
모바일	3,788	3,541	3,805	3,036	3,959	3,196	3,014	3,221	14,170	13,390	14,245
콘솔	40	41	50	61	150	96	80	921	192	1,247	1,462
기타	121	124	69	192	59	57	61	68	506	245	407
영업이익	2,272	1,742	1,951	428	3,118	1,623	1,577	1,329	6,393	7,648	8,179
OPM	49.3%	37.9%	37.4%	9.6%	59.6%	38.3%	37.0%	25.0%	33.9%	40.2%	39.0%
지배순이익	1,940	1,413	1,782	62	2,452	1,939	1,277	1,099	5,197	6,768	7,135
NPM	42.1%	30.8%	34.1%	1.4%	46.9%	45.8%	30.0%	20.7%	27.6%	35.5%	34.0%

자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 크래프톤의 Valuation

항목	추정치	비고
2023 년 연결 지배순이익(억원)	6,768	12MF EPS
주당순이익(원)	11,870	
Target P/E(배)	20.0	
적정주가(원)	237,400	
목표주가(원)	240,000	
현재주가(원)	177,500	
상승여력(%)	35.2%	

자료: 크래프톤, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
자산총계	9,901	17,191	56,351	62,596	69,777
유동자산	7,262	12,925	36,537	40,236	44,852
현금및현금성자산	1,467	7,198	30,193	12,602	14,047
단기금융자산	1,666	552	410	20,292	22,620
매출채권및기타채권	3,806	4,737	5,472	6,772	7,549
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,638	4,266	19,814	22,359	24,924
장기금융자산	731	1,156	2,264	2,470	2,753
관계기업등투자자산	45	167	3,946	4,644	5,177
유형자산	1,273	1,404	2,437	2,415	2,692
무형자산	55	116	8,287	9,833	10,961
부채총계	4,057	5,050	10,269	8,755	7,430
유동부채	2,880	4,067	6,382	4,589	5,116
단기차입부채	283	337	545	607	677
기타단기금융부채	0	8	0	1,779	1,983
매입채무및기타채무	906	1,961	3,401	0	0
비유동부채	1,177	983	3,887	4,166	2,315
장기차입부채	671	537	1,187	1,159	1,291
기타장기금융부채	0	0	1,973	2,855	3,183
자본총계*	5,844	12,141	46,082	53,840	62,346
지배주주지분*	5,844	12,141	46,081	53,839	62,345
비지배주주지분	0	0	1	2	2

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	619	6,490	7,139	3,919	5,158
당기순이익	2,789	5,563	5,199	6,768	7,135
현금유입(유출)이없는수익	2,200	3,932	4,352	1,633	3,154
자산상각비	376	442	675	825	922
영업자산부채변동	-3,552	-1,525	-348	-2,433	-3,000
매출채권및기타채권	-2,710	-1,226	-610	-1,196	-777
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	231	209	361	-759	-241
투자활동현금흐름	-528	-8	-11,997	-22,554	-5,818
투자활동현금유입액	1,681	4,041	481	3,315	427
유형자산	11	2	8	2	2
무형자산	0	0	121	63	0
투자활동현금유출액	2,208	4,049	12,478	25,869	5,818
유형자산	163	259	613	645	1,115
무형자산	20	33	36	567	1,213
재무활동현금흐름	149	-271	27,362	664	2,105
재무활동현금유입액	1,501	4	27,755	1,035	2,105
단기차입부채	0	0	0	42	70
장기차입부채	0	0	0	61	133
재무활동현금유출액	1,352	275	394	371	357
단기차입부채	1,122	6	15	5	7
장기차입부채	230	269	371	249	247
기타현금흐름	0	0	0	-0	-0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-12	-479	491	379	514
현금변동	229	5,731	22,995	-17,591	1,446
기초현금	1,239	1,467	7,198	30,193	12,602
기말현금	1,467	7,198	30,193	12,602	14,047

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	10,875	16,704	18,863	19,044	20,977
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,875	16,704	18,863	19,044	20,977
판매비와관리비	7,282	8,966	12,467	11,396	12,798
영업이익	3,593	7,739	6,396	7,648	8,179
EBITDA	3,969	8,180	7,072	8,473	9,101
비영업손익	25	-1,071	1,107	1,302	1,087
이자수익	57	34	109	0	0
이자비용	88	57	70	0	0
배당수익	0	1	2	0	0
외환손익	-16	-898	1,045	0	0
관계기업등관련손익	-9	-3	-10	-155	-101
기타비영업손익	81	-149	31	1,458	1,188
세전계속사업이익	3,618	6,668	7,504	8,950	9,266
법인세비용	830	1,105	2,305	2,182	2,131
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	2,789	5,563	5,199	6,768	7,135
지배주주순이익*	2,789	5,563	5,199	6,768	7,135
비지배주주순이익	0	0	-0	-0	-0
기타포괄손익	-24	362	178	1,132	1,371
총포괄손익	2,764	5,924	5,377	7,900	8,506

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원 배%)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	7,249	13,710	11,446	13,795	14,540
BPS*	15,193	29,923	101,458	109,737	127,047
CFPS	1,610	15,995	15,718	7,989	10,511
SPS	28,271	41,170	41,531	38,816	42,747
EBITDAPS	10,318	20,161	15,570	17,270	18,547
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	0.0	0.0	43.3	12.7	12.0
PBR*	0.0	0.0	4.9	1.6	1.4
PCFR	0.0	0.0	31.6	21.9	16.6
PSR	0.0	0.0	11.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	31.9	10.1	9.4
재무비율					
매출액증가율	-2.9	53.6	12.9	1.0	10.2
영업이익증가율	19.7	115.4	-17.3	19.6	7.0
지배주주순이익증가율*	11.1	99.5	-6.5	30.2	5.4
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	33.0	46.3	33.9	40.2	39.0
EBITDA이익률	36.5	49.0	37.5	44.5	43.4
지배주주순이익률*	25.6	33.3	27.6	35.5	34.0
ROA	44.7	57.1	17.4	12.9	12.4
ROE	99.2	61.9	17.9	13.5	12.3
ROIC	313.1	209.9	61.5	39.6	31.0
부채비율	69.4	41.6	22.3	16.3	11.9
차입금비율	16.3	7.2	3.8	3.3	3.2
순차입금비율	-12.6	-55.5	-62.5	-20.1	-19.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

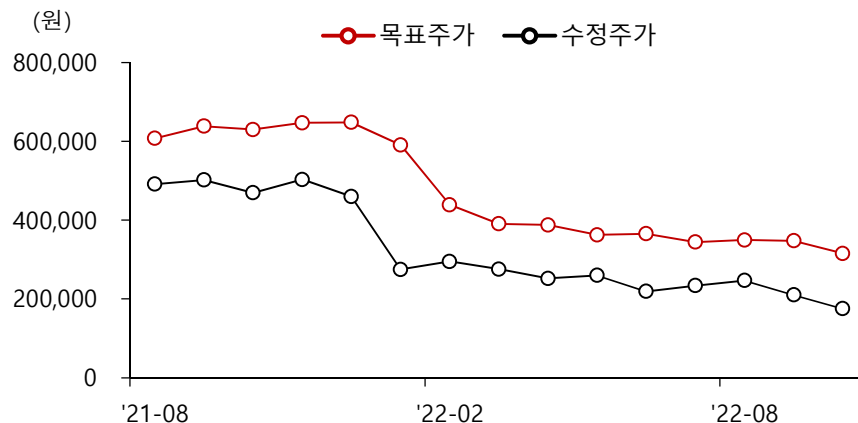
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

크래프톤(259960)

일자	2022-11-01
투자의견	BUY
목표주가	240,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.09.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%