COMPANY ANALYSIS

크래프톤 (259960)

2021.9.27

2022년 2분기까지 이어질 실적 모멘텀에 투자

매수
(신규)

목표가: 670,000원
상승여력: 35.9%

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com

글로벌 매출 1위 게임 개발사

크래프톤 = 액티비전블리자드, 〉 EA 〈그림 2 참조〉

- 5개 독립 스튜디오, 17개 해외법인을 가진 게임 개발사
- 2020년 총매출과 MAU에서의 한국 비중이 각각 0.67%, 0.73%에 불과한 글로벌 기업
- 2017년 출시한 배틀그라운드의 플랫폼, 서비스 지역 확대 중이며 2021년과 2022년 확장팩 출시로 성장세 지속 전망

7월 사상 최대 매출에 이어 4분기부터 뉴스테이트 글로벌 총액 매출 인식〈표 1 참조〉

2022년 1분기 뉴스테이트 온기 반영과 2분기 콘솔 버전 출시

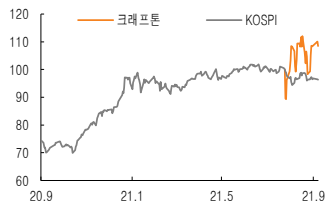
- 배그M은 2018년 글로벌, 2019년 중국 출시 2020년이 온기로 실적에 계상된 원년
- 메가히트 온라인 게임의 라이프 사이클은 10년~20년 이상으로 추정 가능〈그림 7참조〉
- 배그M 7월 테이고 맵 출시로 센서타워 기준 출시 후 최대 매출 추정〈그림 11~16참조〉
- 배그:뉴스테이트는 배그M 그래픽과 콘텐츠를 업그레이드한 확장팩 게임으로 10월 말에 중국을 제외한 글로벌 전 지역에 직접 퍼블리싱 출시 예정
- 뉴스테이트는 중국 제외 10억명이 다운로드한 배그M 기존 게이머 전체가 잠재 유저

매수 의견과 목표주가 67만원을 제시하며 커버리지 개시

목표주가 산출에 대입한 PER 25배는 글로벌 주요 게임 기업 중 최하단 수준

- 국내 주요 게임 기업의 최근 3년간 평균 PER〈그림 20~35참조〉은 엔씨소프트 40.5배, 넷마블 43배, 펄어비스 36배, 카카오게임즈 31배, 넥슨 24배(일본 증시)
- 중국 대표 게임 기업 텐센트와 넷이즈의 최근 3년 평균 PER은 각각 34배와 31배
- 미국 나스닥 상장 게임 기업 액티비전블리자드, 테이크투인터렉티브, EA의 최근 3년간 평균 PER은 각각 29배, 71배, 25배
- 게임 기업 PER은 신작 출시 등 성장 기대감이 상승하는 구간에 높아지는 모습

Key data



현재주가(21/9/24,원)	493,000	시가총액(십억원)	24,133
영업이익(21F,십억원)	927	발행주식수(백만주)	49
Consensus 영업이익(21F,십억원)	900	유동주식비율(%)	52.4
EPS 성장률(21F,%)	24.1	외국인 보유비중(%)	6.3
P/E(21F,x)	29.0	베타(12M) 일간수익률	0.45
MKT P/E(21F,x)	11.1	52주 최저가(원)	406,000
KOSPI	3,125.24	52주 최고가(원)	509,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	0.0	0.0
상대주가	7.6	0.0	0.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	1,120	1,087	1,670	2,141	3,711	4,153
영업이익 (십억원)	300	359	774	927	1,684	1,857
영업이익률 (%)	26.8	33.0	46.3	43.3	45.4	44.7
순이익 (십억원)	251	279	556	773	1,324	1,469
EPS (원)	8,185	7,198	13,709	17,017	27,046	30,010
ROE (%)	-1,128.4	99.2	61.9	48.3	50.0	36.3
P/E (배)	-	-	-	29.0	18.2	16.4
P/B (배)	-	-	-	12.1	7.3	5.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

CONTENTS

I. 글로벌 매출 1위 게임 개발사 3
크래프톤 = 액티비전블리자드 〉 EA 3

II. 투자포인트 점검 5
1. 확인되고 있는 배그 라이프 사이클 확장 5
2. “뉴스테이트” 확장팩의 높은 성공 가능성 8
3. 3분기에 이은 4분기 실적 모멘텀, 2022년에도 이어질 전망 9

III. Valuation과 목표주가 10
2022년 EPS에 PER 25배 대입 TP 67만원 10

IV. 리스트 요인 분석 14
게임 기업 투자 리스크는 스케줄과 흥행 부진 14

I. 글로벌 매출 1위 게임 개발사

크래프톤 = 액티비젼블리자드 〉EA

크래프톤은 MMORPG 테라 개발사 '블루홀'과 배틀로열 게임 배틀그라운드 개발사 '펍지'가 중심이 된 게임 개발사이다. 창의성을 바탕한 오리지널 콘텐츠를 추구하는 5개의 독립 스튜디오 체계를 구축하고 17개 해외법인을 소유하고 있다.

다국적의 전 세계 개발자 1,500여 명이 다양한 장르와 플랫폼의 게임들을 개발하고 있는데, 2022년 이후 순차적 신작 공개가 예상된다.

동사는 2020년 기준 매출의 95%가 해외에서 발생하는 글로벌 기업이며 매출의 97%가 배그(PC, 콘솔, 모바일)에 집중되었다.

배그는 2017년에 PC와 콘솔 버전으로 출시되어 글로벌 히트를 기록했다. 크래프톤은 2018년 빠른 모바일 버전 출시를 위해 배그M(배틀그라운드 모바일)을 텐센트와 공동 개발했으며, 한국·일본을 제외한 글로벌 퍼플리싱 역시 텐센트에 위탁했다.

〈그림 5~6〉와 같이 최근 3년간 배틀그라운드의 출시 플랫폼이 확장되면서 PC, 콘솔에서 모바일로 그리고 아시아 중심으로 플랫폼과 지역별 매출 구성이 급변하였다.

〈그림2〉과 같이 크래프톤은 게이머들이 결제하는 총매출액을 기준으로 액티비젼블리자드나 EA와 유사한 매출 규모를 2020년에 기록하였다. 배그M은 시장 조사 기업 센서타워가 집계한 2020년 모바일 게임 기준 글로벌 매출 1위 게임이다.

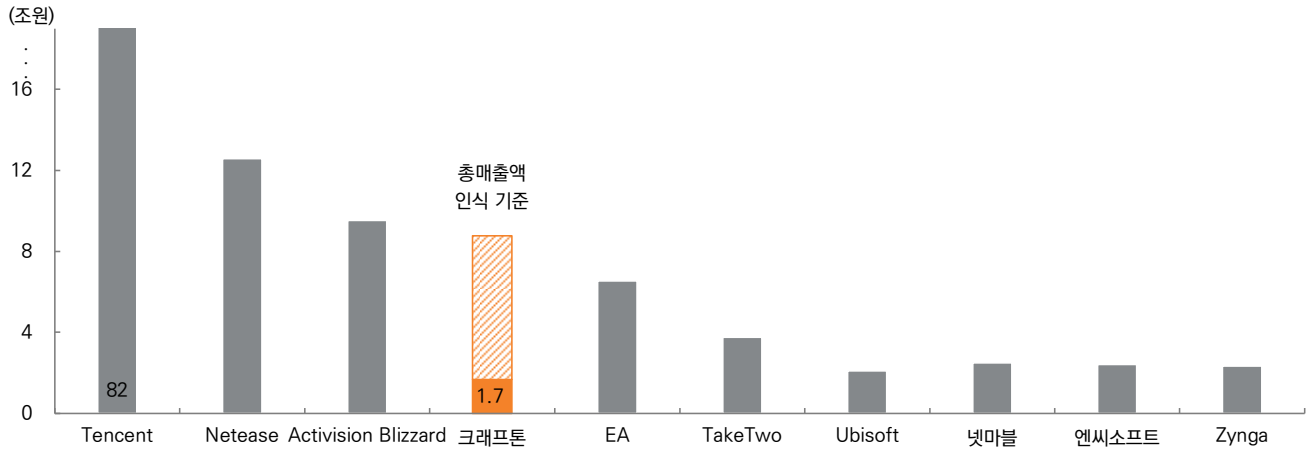
배틀그라운드의 IP 가치가 높이 평가받지 못하는 것은 〈그림 3~4〉와 같이 배그M의 글로벌 전체 MAU(월평균이용자) 중에 한국이 차지하는 비중은 0.73%, 글로벌 총매출(중국 포함) 중에서는 한국 비중이 0.67%에 불과하면서 국내 게이머가 배그의 위상을 체감하기 어려운 점도 있다.

그림 1. 크래프톤은 글로벌 오리지널 IP게임 개발사

Original Creativity 추구	· 5개의 독립 스튜디오 체계 구축 · 17개 해외법인 · 전세계 개발자 1,459명 보유
Outcome of the Creativity	· 해외 매출비중 95% · 라이브 서비스 중인 게임 6개 · 신규 출시 예정 게임 7개

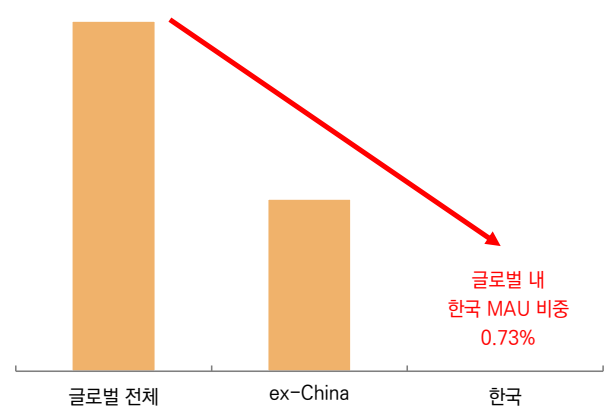
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터
비고: (1) PUBG (2015년 인수; 2017년 Ginno Games에서 PUBG로 사명 변경), Striking Distance Studios (2019년 설립), 블루홀스튜디오 (2020년 물적분할), Rising Wings (2020년 Pnix와 Delusion Studio 간 합병으로 설립), 드림모션 (2021년 인수)
(2) 2020년 말 기준

그림 2. 글로벌 게임사 매출 비교: 크래프톤 = 액티비전블리자드 〉 EA



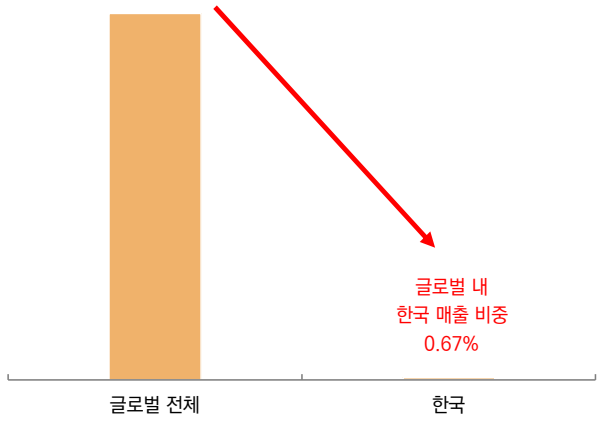
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정
비고: 크래프톤 2020년 공시 기준 매출액은 1.7조

그림 3. 배틀그라운드M 지역별 MAU(월별 순이용자)



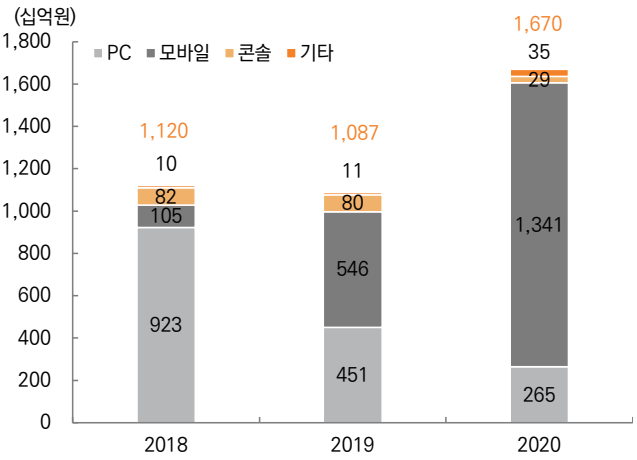
자료: 크래프톤, SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 배틀그라운드M 지역별 매출(총매출액 기준)



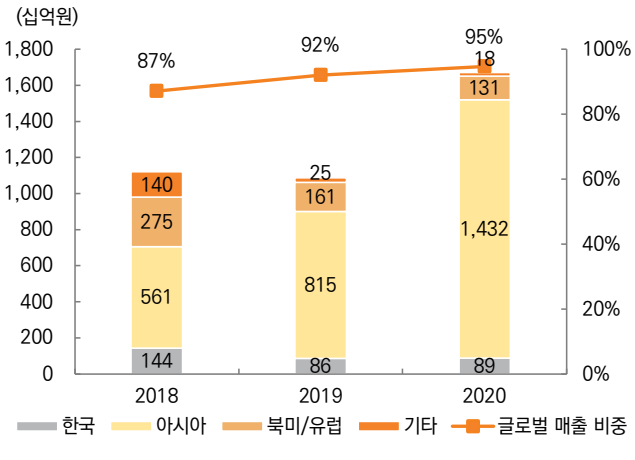
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 플랫폼별 매출 비중



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 비중



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트 점검

1. 확인되고 있는 배그 라이프 사이클 확장

메가히트 게임 IP 중 하나인 배틀그라운드의 라이프 사이클은 몇 년일까? 라는 질문에 대한 대답은 최소한 10년에서 20년 이상일 것으로 기대된다는 것이다. 현시점 확인된 것은 2021년 3분기 현재 배그(PC+콘솔+모바일) 매출의 상승 추세가 이어지고 있다는 점이다.

배틀그라운드는 PC와 콘솔 버전으로 2017년 12월에 정식 서비스가 시작되었다. 텐센트와 공동 개발한 모바일 버전(한국과 일본에서는 배틀그라운드 M/모바일/모배, 중국에서는 화평정영, 중국 외 글로벌 서비스 명칭은 펍지M)은 2018년 3월에 서비스가 시작되었지만 중국에서는 판호 획득 문제로 2019년 5월부터 서비스가 시작되었다.

배틀그라운드 게임 매출이 성장 국면에 있다고 판단하는 이유는 우선 1) 〈그림 7〉과 같이 메가히트 온라인(모바일) 게임 IP들의 긴 라이프 사이클이 입증되고 있다는 점이다. 온라인게임은 다양한 콘텐츠 업데이트와 이벤트 등으로 게임의 재미 요소를 추가할 수 있다는 장점이 있다.

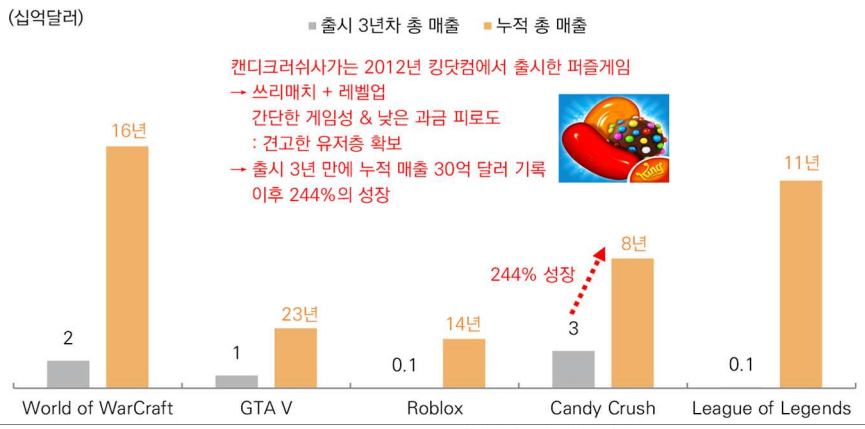
2) 배그의 안정적인 글로벌 게이머 수치가 유지되고 있다. 배그 PC 버전은 2017년 출시 이후에 2021년 현재 판매 CD수의 12.3%(MAU 800만 명/6,500만 장)에 해당하는 MAU 수준을 기록 중이다. 글로벌 배그M(펍지M)의 경우는 2018년 이후 전체 다운로드 유저의 20%가 현재도 계속 플레이를 하고 있다.

3) 〈그림 8~9〉에서 배그M의 글로벌(펍지M)과 중국(화평정영) 일매출은 9월에도 견조한 흐름이다. **중국 화평정영 일매출 추이는 텐센트가 게임 이용 시간을 규제한 이후에도 변화가 없는 것으로 관찰**된다.

4) 2021년 3분기에도 배그에서의 콘텐츠 업데이트 효과가 확인되었다. 배그M은 〈그림 11~16〉와 같이 7월에 있었던 테이고 맵 추가와 여러 이벤트로 센서타워 수치에 근거해 **3분기에 사상 최대 매출액을 기록할 것으로 추정**되고 있다.

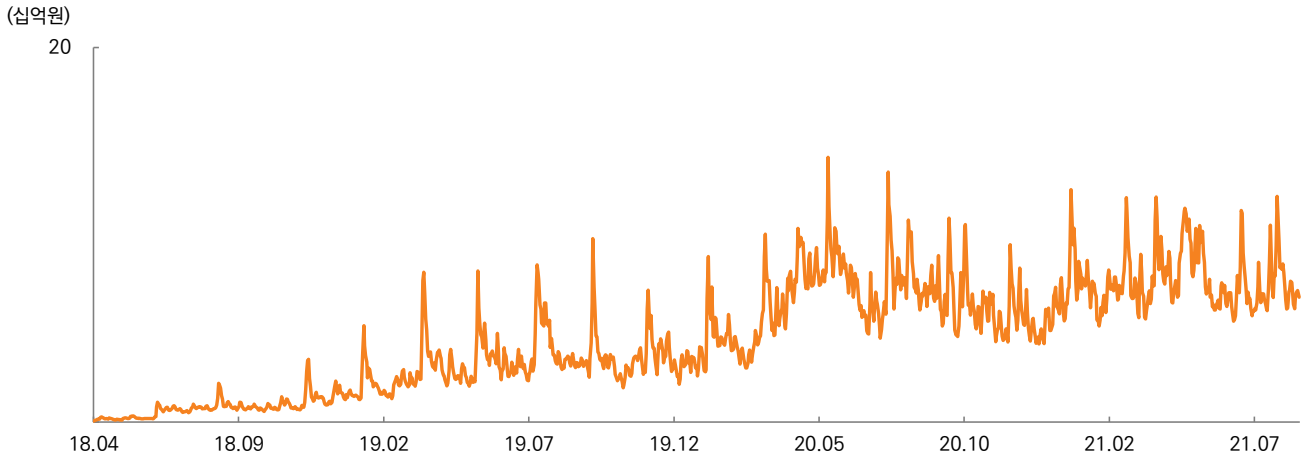
5) 배그M은 기본적으로 무료 게임이다. 게임 승패와 관련된 아이템은 판매하지 않고 있다. 배그M은 한 자릿수 초반의 낮은 유료 전환율과 상대적으로 낮은 ARPU 수준〈그림 17참조〉으로 여전히 매출 성장 잠재력이 높은 것으로 평가된다.

그림 7. 글로벌 주요 게임 라이프사이클 비교



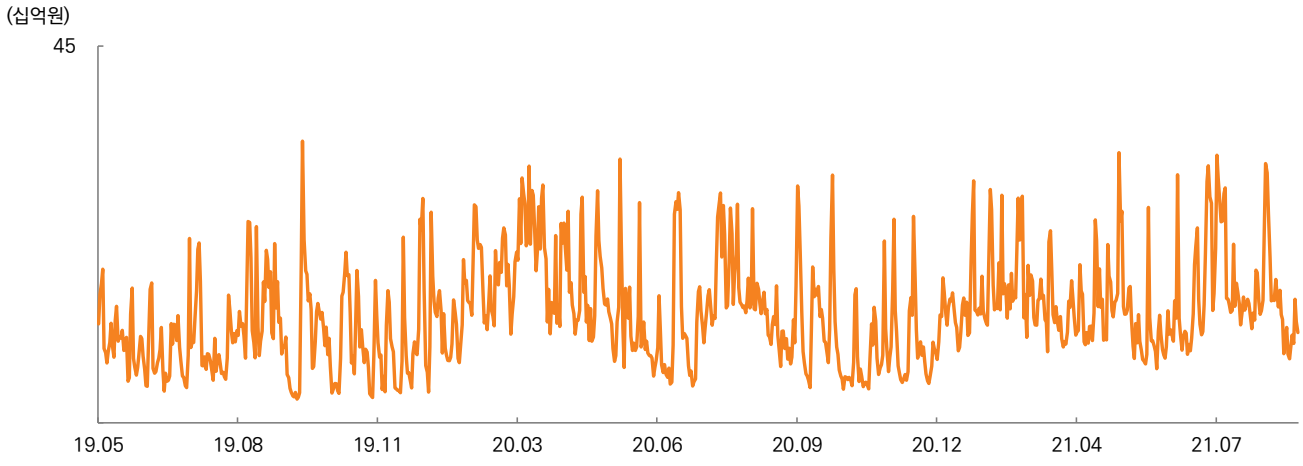
자료: Companyfilings, SensorTower, Superdata, WallStreetresearch, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 배그M 글로벌(펍지M) 일매출



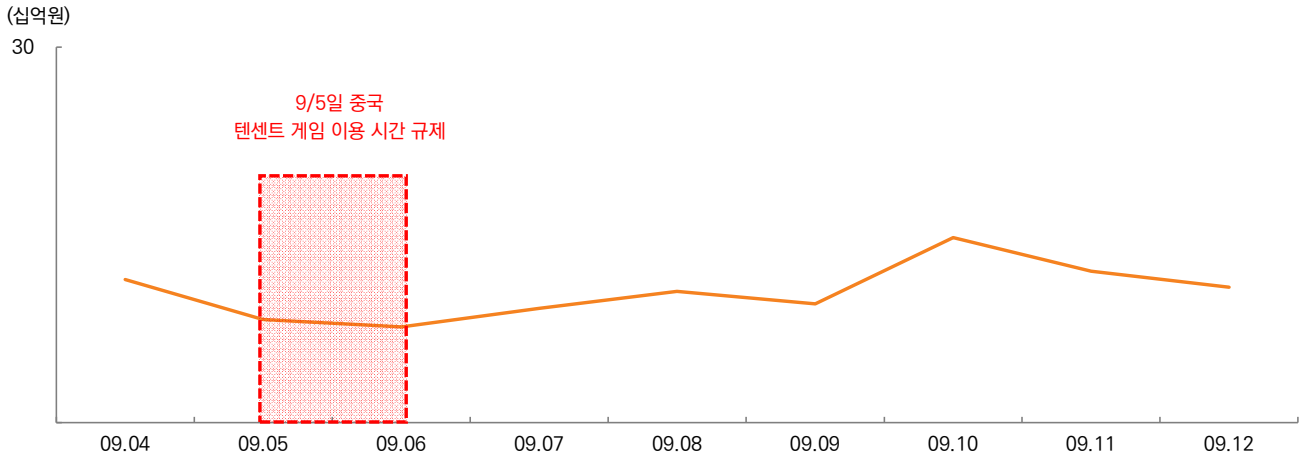
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 배그M 중국(화평정영) 일매출



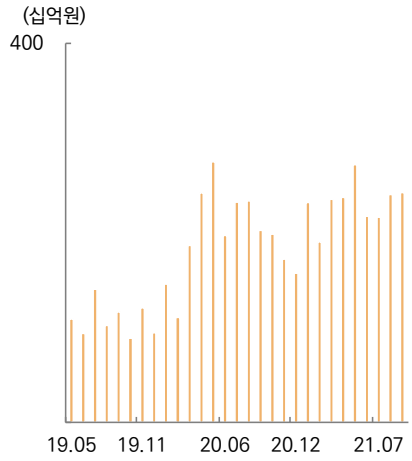
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 배그M 중국(화평정영) 규제 시행 이후 일매출 추이



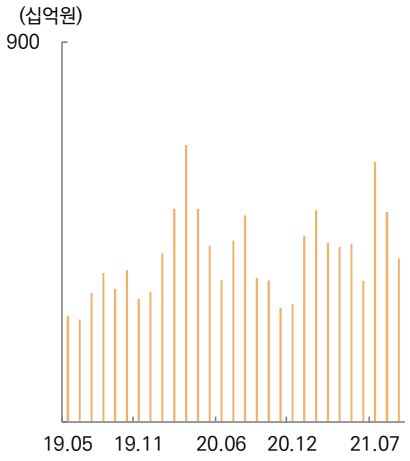
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 배그M 글로벌(펍지M) 월매출



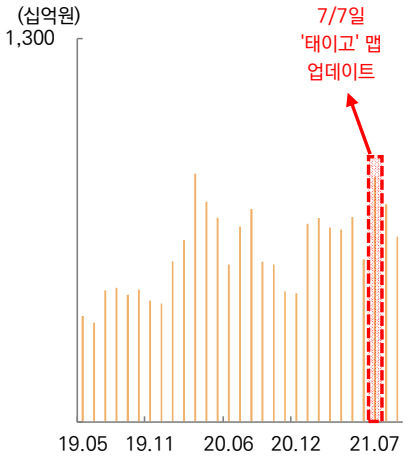
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 배그M 중국(화평정영) 월매출



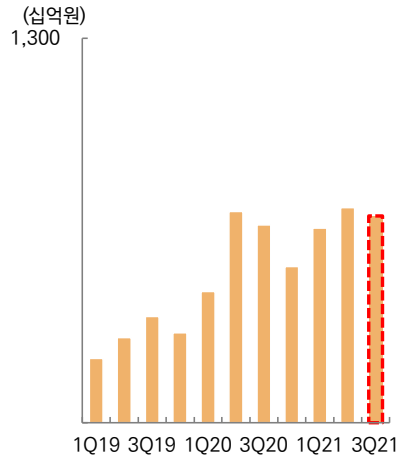
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 글로벌 + 중국



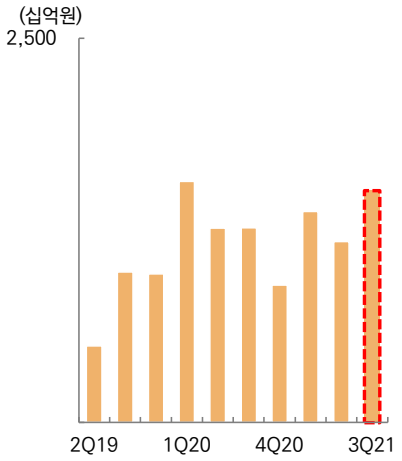
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 배그M 글로벌(펍지M) 분기 매출 전망



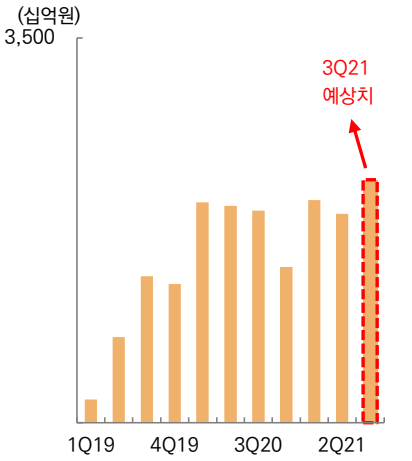
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 배그M 중국(화평정영) 분기 매출 전망



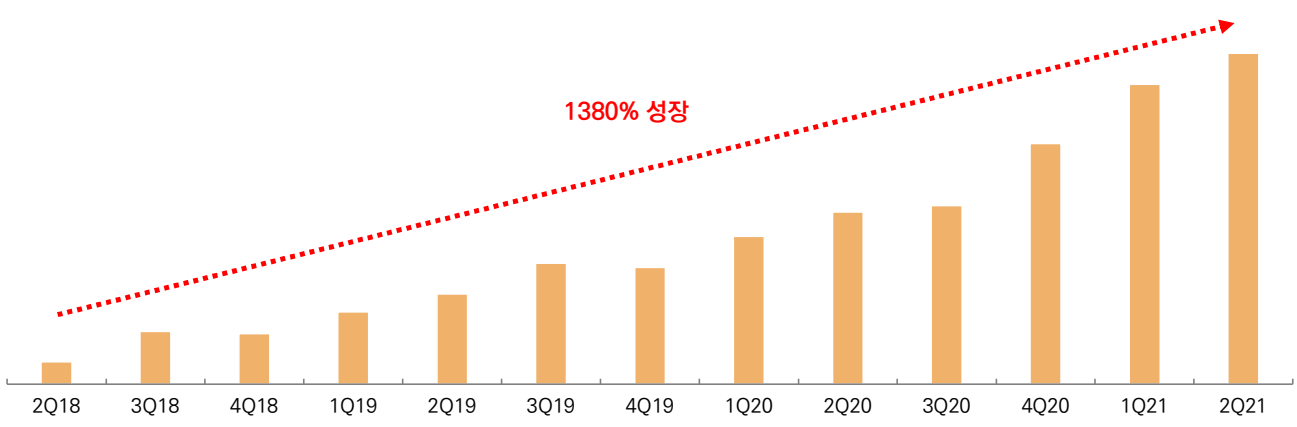
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 글로벌 + 중국 전망



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. 배그M ARPU(유저당 평균 매출)



자료: 크래프톤, SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

2. "뉴스테이트" 확장팩의 높은 성공 가능성

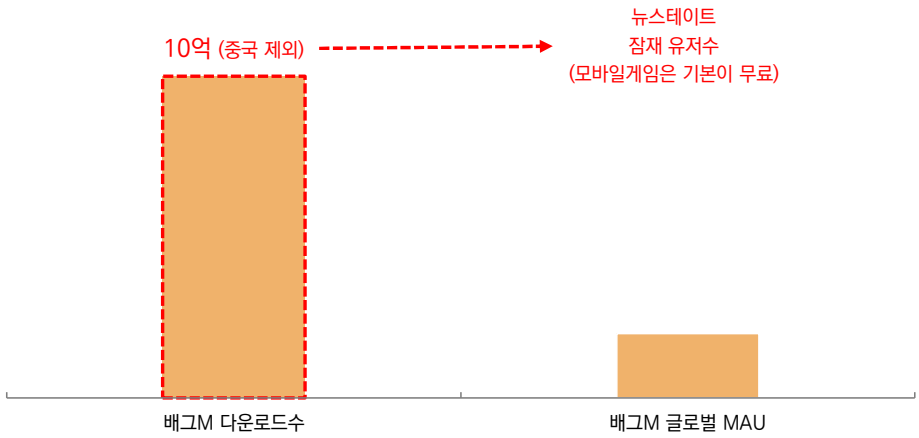
2018년 출시된 배틀그라운드M(크래프톤, 텐센트 공동 개발)의 시즌2라 할 수 있는 배틀그라운드: 뉴스테이트 출시가 임박해 있다. 뉴스테이트는 10월 중에 정식 출시 일정이 공개될 예정이다. 중국을 제외한 미국, 유럽, 인도, 중동, 남미, 아시아 등 전 세계에서 뉴스테이트의 동시 서비스가 예정되어 있다.

당사는 뉴스테이트에 대해 2021년에는 일평균 매출 52억원(영업일수 30일 가정)과 2022년에는 일평균 매출 104억원을 가정하고 있다.

배그:뉴스테이트는 기존 배그M 글로벌(펍지M)의 그래픽과 콘텐츠를 업데이트한 확장팩으로 평가된다. 〈그림 18〉과 같이 중국을 제외하고 배그M을 다운로드한 10억 명의 기존 배그M 게이머는 잠재적인 뉴스테이트 게이머로 가정할 수 있다. 기본적으로 무료 게임인 뉴스테이트를 배그M 게이머가 플레이하지 않을 이유는 없기 때문이다.

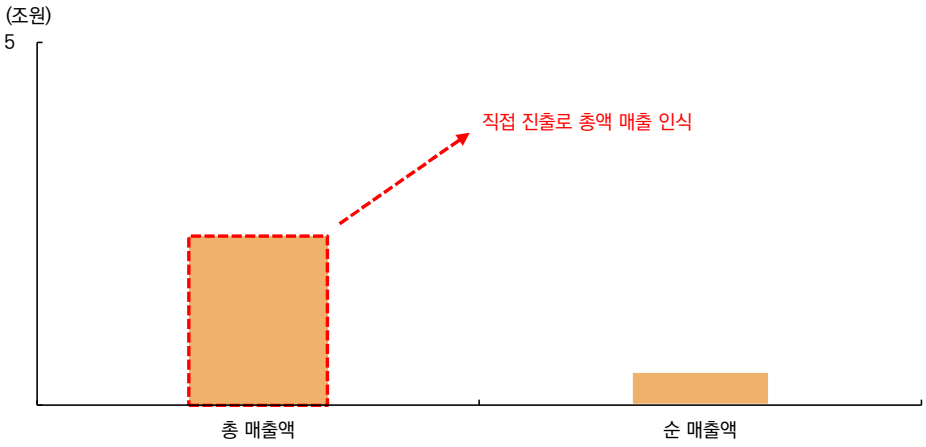
뉴스테이트는 크래프톤이 단독 개발사이고, 배그M과는 달리 글로벌 퍼블리싱을 크래프톤이 직접 담당한다. 크래프톤은 배그M의 경우 〈그림 19〉과 같이 총매출(게이머 구매 금액)의 일부만을 매출로 인식했지만 뉴스테이트는 총매출 전체를 실적에 반영하게 된다.

그림 18. 배그M 글로벌(펍지M) 10억 다운로드



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 2020년 배그M 글로벌(펍지M) 매출



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

3. 3분기에 이은 4분기 실적 모멘텀, 2022년에도 이어질 전망

크래프톤은 3분기에 이어 4분기에도 실적 호전이 예상된다.

〈그림 8~16〉에서와 같이 배그M(펍지M+화평정영) 매출이 1) 7월에 있었던 테이코 맵 출시 효과로 3분기의 증가세가 확인되었고, 2) 4분기에는 12월 kiki 맵 출시, 마동석, 손흥민, 블랙핑크 등과의 하반기 콜라보레이션 이벤트가 예정되어 있으며,

3) 중국 게임 규제 영향이 〈그림 10〉과 같이 제한적인 가운데, 중국에서는 뉴스테이트가 서비스되지 않을 예정이다. 그리고 3분기 현재 소폭의 마케팅비용 증가를 제외하면 인건비, 주식보상비용 등 특별한 비용 증가 요인은 확인되지 않고 있다.

4분기에는 뉴스테이트 출시로 인한 신규 게임 매출과 7월부터 시작한 인도 서비스 재개 매출도 인식될 것으로 기대된다. 그리고 4분기 신규 게임 매출이 증가하는 만큼 뉴스테이트의 직접 퍼플리싱에 따른 서버 운영 비용과 매출과 연동된 애플, 구글의 결제수수료는 증가할 것이다.

총매출액을 기준으로 기존 배그M(펍지M)과 뉴스테이트의 크래프톤 내 영업이익 기여도는 일부 로열티 만을 인식하는 배그M 대비 뉴스테이트가 3배 정도 높을 것으로 분석된다.

2022년 1분기에는 뉴스테이트 출시 효과가 분기 전체 실적에 인식될 예정이고, 출시 이후 서비스가 안정화된 다음에 관찰되는 ARPU 상승효과에 따른 일매출 증가도 예상된다.

2022년 2분기에는 배그 세계관을 계승하는 콘솔 게임 칼리스토 프로토콜이 출시될 예정이다. 당사는 동게임이 2022년에 장당 60달러에 500만 장이 판매될 것으로 가정하고 있다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	**522**	**429**	**367**	**353**	**461**	**459**	**503**	**717**	**1,087**	**1,670**	**2,141**	**3,711**
온라인	72	72	61	60	66	89	92	97	451	265	343	506
모바일	435	340	290	276	379	354	394	600	546	1,341	1,727	2,805
콘솔	11	8	3	7	4	4	5	8	80	29	22	368
기타	3	10	12	9	12	12	12	12	11	35	49	32
한국	23	24	23	19	26	28	31	47	86	89	132	229
아시아	466	363	309	294	403	402	423	519	815	1,432	1,747	2,361
북미/유럽	31	35	30	36	23	24	32	158	161	131	238	1,100
기타	1	8	5	4	9	5	5	5	25	18	24	21
영업이익	**339**	**175**	**168**	**93**	**227**	**174**	**214**	**312**	**359**	**774**	**927**	**1,684**
영업이익률	65.0	40.7	45.7	26.3	49.3	37.9	42.5	43.5	33.0	46.3	43.3	45.4
순이익	**284**	**121**	**110**	**41**	**194**	**141**	**179**	**259**	**279**	**556**	**773**	**1,324**
순이익률	54.4	28.2	30.0	11.7	42.1	30.8	35.5	36.2	25.6	33.3	36.1	35.7
YoY 성장률												
매출액	104.0	115.3	54.5	-10.7	-11.6	7.0	37.2	103.5	-2.9	53.6	28.2	73.3
온라인	-54.8	-24.2	-41.5	-35.3	-8.1	23.1	50.4	61.5	-51.2	-41.2	29.6	47.4
모바일	528.5	285.6	193.8	-4.5	-12.9	4.3	35.8	117.1	420.3	145.8	28.8	62.4
콘솔	-56.2	-40.2	-90.1	-17.5	-64.5	-46.0	54.0	18.2	-2.4	-63.2	-26.5	1595.2
기타	118.2	180.9	769.0	118.1	250.4	24.7	-0.3	32.2	11.9	222.9	40.4	-33.6
한국	-16.6	18.5	13.3	5.0	12.7	16.5	36.0	148.9	-39.9	3.1	48.6	73.3
아시아	178.8	142.1	100.2	-14.4	-13.6	10.8	36.7	76.6	45.2	75.7	22.0	35.1
북미/유럽	-39.1	28.0	-46.3	27.5	-24.7	-30.8	8.1	345.7	-41.4	-18.7	81.7	362.6
기타	-86.8	271.1	-35.2	-23.3	571.6	-30.9	1.3	19.1	-82.3	-27.2	32.2	-13.6
영업이익	242.0	443.7	465.1	-53.3	-33.0	-0.3	27.7	237.1	19.7	115.4	19.8	81.6
순이익	204.1	494.8	267.3	-69.4	-31.6	16.6	62.3	527.7	11.1	99.5	39.0	71.2

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. Valuation과 목표주가

2022년 EPS에 PER 25배 대입 TP 67만원

당사가 전망하는 크래프톤의 2021년 EPS와 2022년 EPS를 현 주가에 대입한 PER은 각각 29.0배와 18.2배 수준이다. 크래프톤에 대한 당사 목표주가는 67만원으로 2022년 예상 EPS에 PER 25배를 대입하여 계산한 것이다.

1) **PER 25배의 의미는 〈그림 20~35〉에서 확인할 수 있듯이 글로벌 주요 게임 기업들의 최근 3년간 평균 PER의 최하단 수준으로, 보수적인 기준(넥슨, EA 수준)**이다.

2) 그리고 제시한 여러 그래프들〈그림 27등에서〉에 알 수 있듯이 게임 기업의 주가 방향성은 영업이익 기울기와 일치하기에 동사 매수 추천 포인트는 배그M, 뉴스테이트, 칼리스토 프로토콜로 이어지는 2021년과 2022년 실적 모멘텀인 것이다.

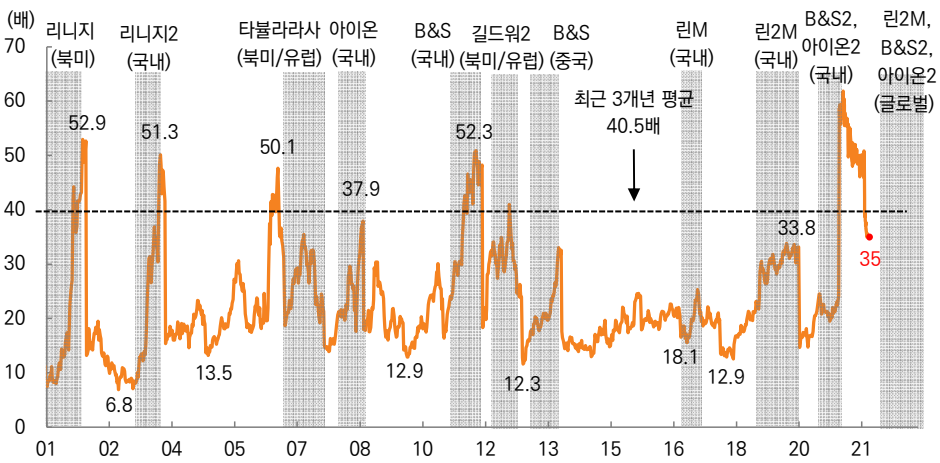
3) 게임 기업들은 기간별로 PER 변동폭이 크다. 〈그림 20〉은 과거 20년간 엔씨소프트 PER 밴드로, 신규 게임 출시를 앞두고 기대감(PER)이 높아졌다가 신작 출시 이후 모멘텀을 상실하면 PER이 급락하기도 했다.〈PER 밴드가 10대 초반에서 50배까지〉

국내 주요 게임 기업의 최근 3년간 평균 PER은 〈그림 20~24 참조〉 엔씨소프트 40.5배, 넷마블 43배, 펄어비스 36배, 카카오게임즈 31배(2020년 상장 이후), 넥슨 24배(일본 증시 상장)를 기록했다.

중국 대표 게임 기업 텐센트와 넷이즈의 최근 3년 평균 PER은 〈그림 26〉과 〈그림 28〉과 같이 각각 34배와 31배를 나타내고 있다.

미국 대표 게임 액티비젼블리자드의 최근 3년 평균 PER은 29배, 테이크투인터렉티브는 71배, EA는 25배였다. 미국 게임 기업의 PER이 큰 편차를 보이는 것은 대박 신작을 개발할 능력에 대한 프리미엄으로 해석된다. 투자자들은 테이크투가 액티비젼이나 EA와 비교해서 GTA나 레드 데드 리뎀션과 같은 혁신적인 게임을 개발할 능력을 보유한 것으로 판단하고 있는 것이다.

그림 20. 엔씨소프트 상장 이후 P/E 추이

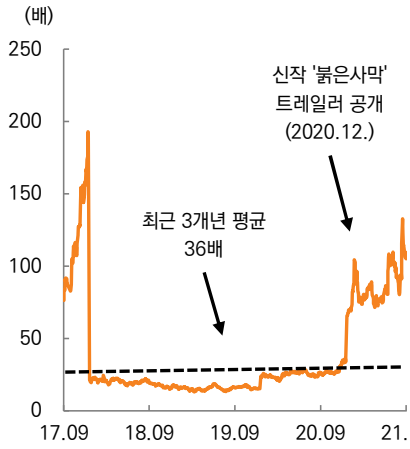


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 넷마블 상장 이후 P/E 추이

자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 펄어비스 상장 이후 P/E 추이

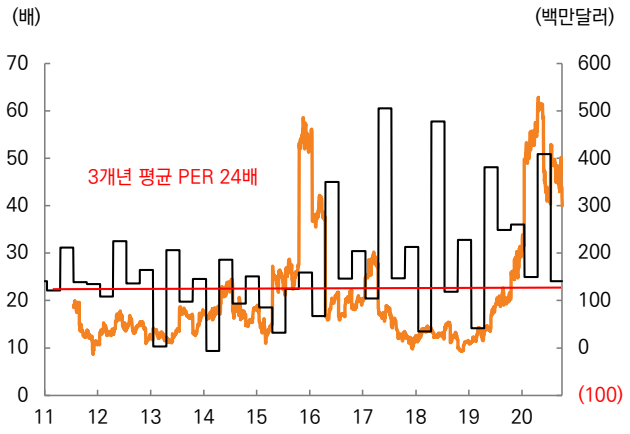


자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 카카오게임즈 상장 이후 P/E 추이

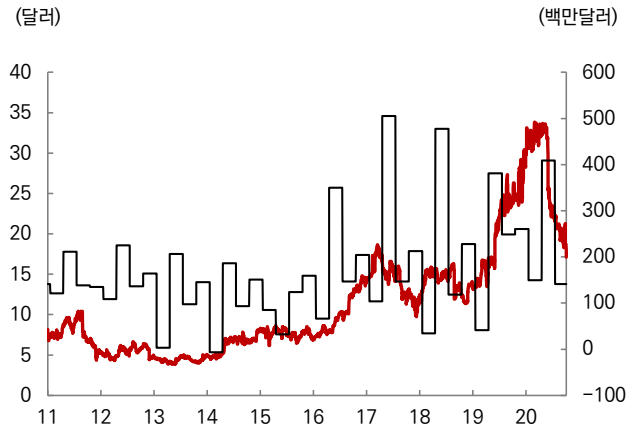
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 넥슨 P/E 및 영업이익 추이



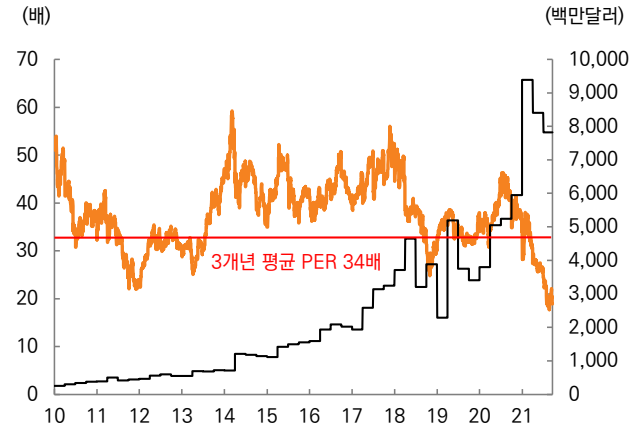
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 넥슨 주가 및 영업이익 추이



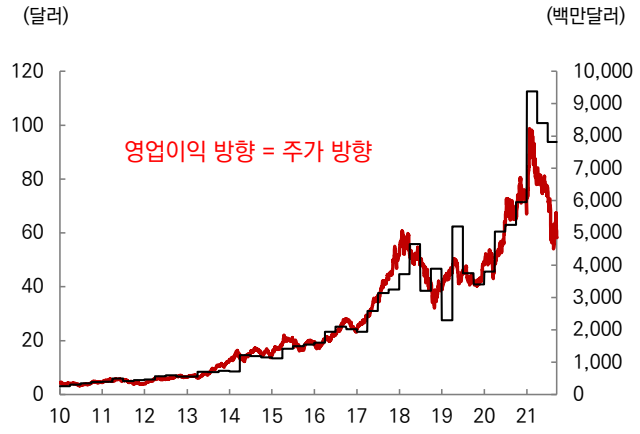
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 텐센트 P/E 및 영업이익 추이



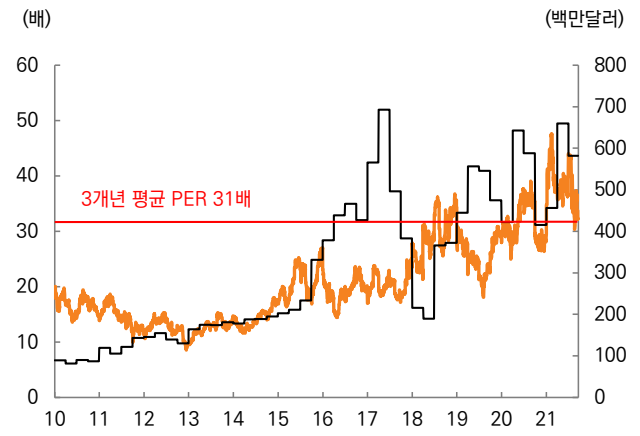
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 텐센트 주가 및 영업이익 추이



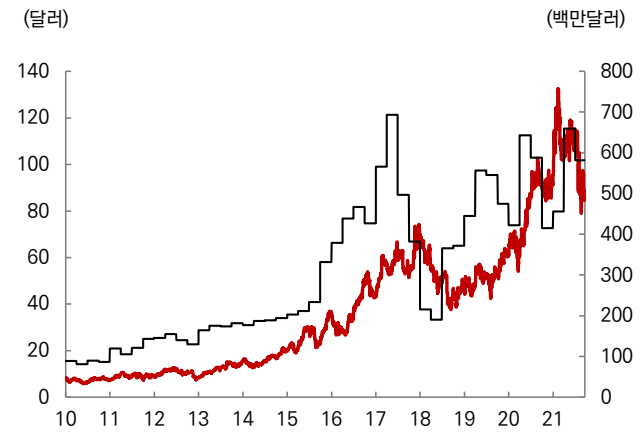
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 넷이즈 P/E 및 영업이익 추이



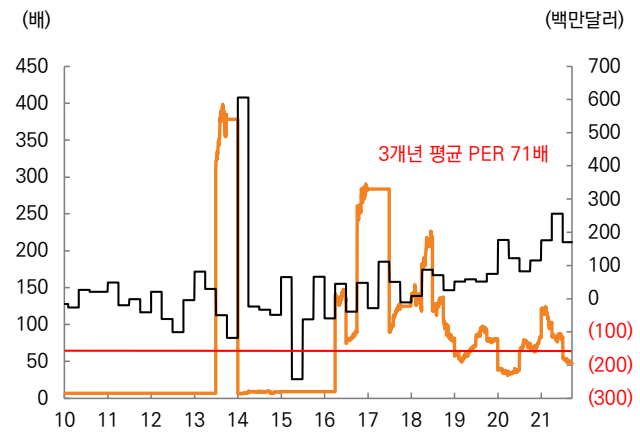
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 넷이즈 주가 및 영업이익 추이



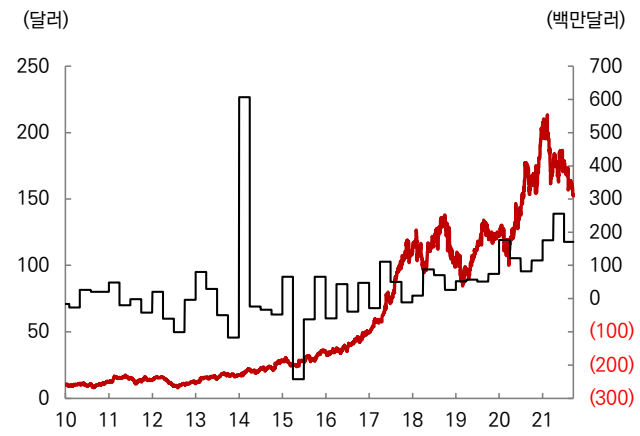
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 테이크투인터렉티브 P/E 및 영업이익 추이



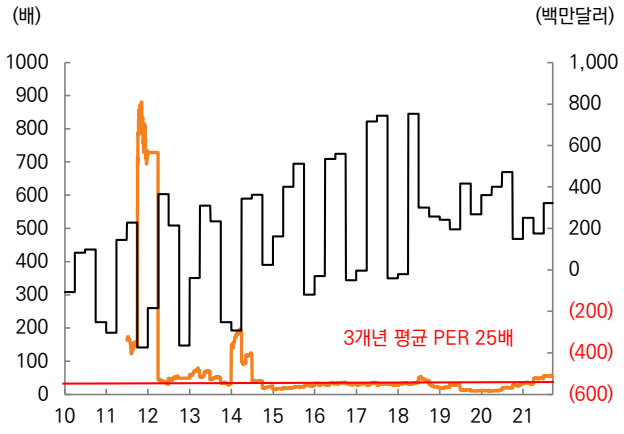
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 테이크투인터렉티브 주가 및 영업이익 추이



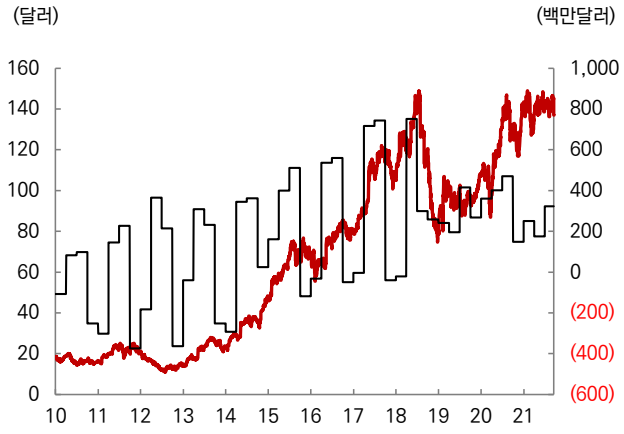
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. EA P/E 및 영업이익 추이



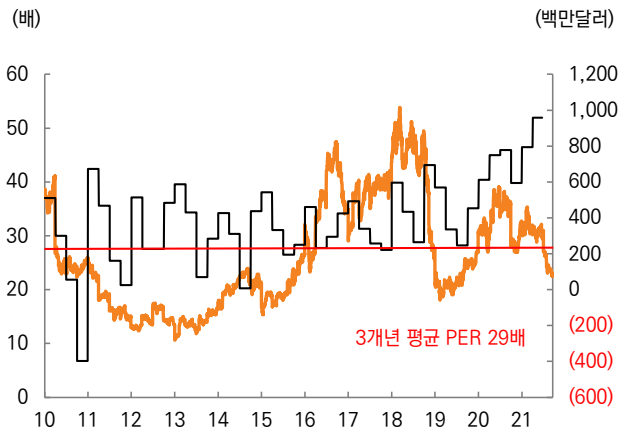
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. EA 주가 및 영업이익 추이



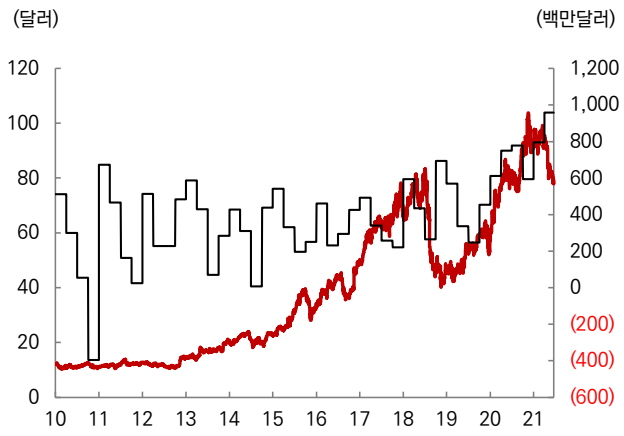
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 액티비전블리자드 P/E 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 액티비전블리자드 주가 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 리스트 요인 분석

게임 기업 투자 리스크는 스케줄과 흥행 부진

아래 〈그림 36〉은 국내 대표 게임 기업 엔씨소프트의 주가 그래프이다.

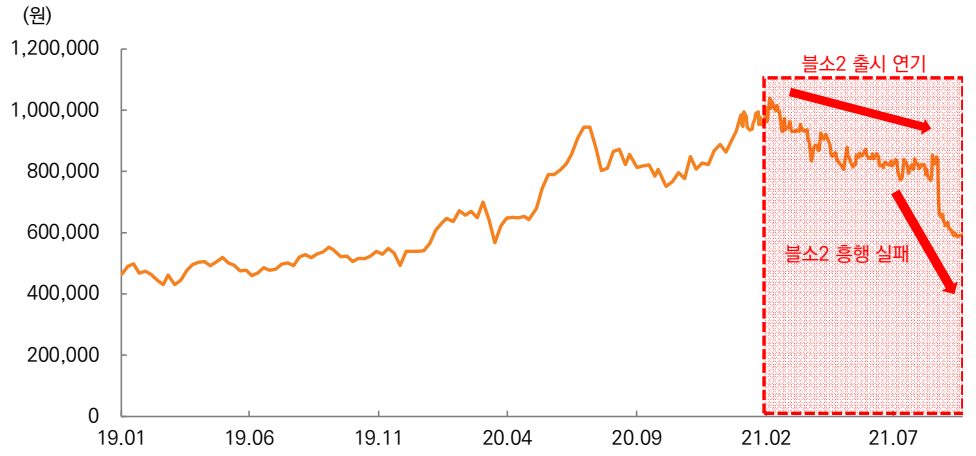
엔씨소프트 주가는 2021년 2월에 사상 최고가를 기록한 이후에 기대작 블레이드앤소울2의 출시가 수차례 연기되면서 조정 국면에 진입했고, 출시된 불소2 흥행이 예상보다 부진하자 급락했다.

동사의 크래프톤 추천 의견은 신작 배그:뉴스테이트의 2021년 4분기 출시와 2022년 기준 배틀그라운드M 50% 수준의 매출 기록을 가정하고 있다.

이러한 가정은 엔씨소프트의 2021년 예에서처럼 뉴스테이트의 출시 일정과 흥행 수준이 연기되거나 부진할 수 있다는 리스크에 노출되어 있다.

크래프톤의 주가를 결정하는 중요 변수인 배그:뉴스테이트의 출시 일정과 흥행 성과에 대해서 각별한 주의가 필요한 것이다.

그림 36. 엔씨소프트 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,670**	**2,141**	**3,711**	**4,153**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**1,670**	**2,141**	**3,711**	**4,153**
판매비와관리비	**897**	**1,214**	**2,027**	**2,297**
조정영업이익	**774**	**927**	**1,684**	**1,857**
영업이익	**774**	**927**	**1,684**	**1,857**
비영업손익	**-107**	**92**	**61**	**80**
금융손익	-2	2	7	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	667	1,019	1,745	1,937
계속사업법인세비용	111	246	422	468
계속사업이익	556	773	1,324	1,469
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**556**	**773**	**1,324**	**1,469**
지배주주	556	773	1,324	1,469
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**592**	**773**	**1,324**	**1,469**
지배주주	592	773	1,324	1,469
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	818	960	1,709	1,875
FCF	623	777	1,253	1,460
EBITDA 마진율 (%)	49.0	44.8	46.1	45.1
영업이익률 (%)	46.3	43.3	45.4	44.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	33.3	36.1	35.7	35.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**1,293**	**2,215**	**3,955**	**5,552**
현금 및 현금성자산	720	1,439	1,541	1,902
매출채권 및 기타채권	473	607	1,052	1,178
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	100	169	1,362	2,472
비유동자산	**427**	**403**	**409**	**400**
관계기업투자등	17	21	37	42
유형자산	140	110	88	71
무형자산	12	9	7	6
자산총계	**1,719**	**2,618**	**4,364**	**5,952**
유동부채	**407**	**520**	**900**	**1,008**
매입채무 및 기타채무	28	36	62	70
단기금융부채	34	43	73	82
기타유동부채	345	441	765	856
비유동부채	**98**	**111**	**153**	**165**
장기금융부채	54	54	54	54
기타비유동부채	44	57	99	111
부채총계	**505**	**631**	**1,053**	**1,172**
지배주주지분	**1,214**	**1,987**	**3,311**	**4,780**
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	38	811	2,135	3,604
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,214**	**1,987**	**3,311**	**4,780**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	**649**	**777**	**1,253**	**1,460**
당기순이익	556	773	1,324	1,469
비현금수익비용가감	393	277	439	471
유형자산감가상각비	41	30	22	17
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	349	244	415	452
영업활동으로인한자산및부채의변동	-153	-29	-95	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-124	-130	-435	-123
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	0	0	0
법인세납부	-144	-246	-422	-468
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1**	**-61**	**-1,165**	**-1,104**
유형자산처분(취득)	-26	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-61	-1,165	-1,104
기타투자활동	40	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-27**	**8**	**31**	**9**
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	8	31	9
자본의 증가(감소)	19	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-38	0	0	0
현금의 증가	**573**	**719**	**103**	**360**
기초현금	147	720	1,439	1,541
기말현금	720	1,439	1,541	1,902

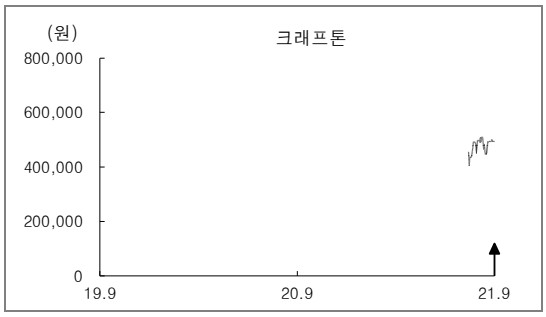
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	29.0	18.2	16.4
P/CF (x)	-	21.3	13.7	12.4
P/B (x)	-	12.1	7.3	5.0
EV/EBITDA (x)	-	23.6	12.6	10.7
EPS (원)	13,709	17,017	27,046	30,010
CFPS (원)	23,399	23,112	36,007	39,636
BPS (원)	28,376	40,597	67,643	97,653
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	53.6	28.2	73.3	11.9
EBITDA증가율 (%)	106.0	17.4	78.0	9.7
조정영업이익증가율 (%)	115.6	19.8	81.7	10.3
EPS증가율 (%)	90.5	24.1	58.9	11.0
매출채권 회전율 (회)	4.0	4.1	4.6	3.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	41.1	35.7	37.9	28.5
ROE (%)	61.9	48.3	50.0	36.3
ROIC (%)	202.0	196.4	286.2	260.7
부채비율 (%)	41.6	31.7	31.8	24.5
유동비율 (%)	317.8	426.1	439.3	551.1
순차입금/자기자본 (%)	-55.6	-73.2	-80.8	-86.4
조정영업이익/금융비용 (x)	136.6	162.8	244.2	228.9

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)				
2021.09.27	매수	670,000	-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 크래프톤의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.