



크래프톤

| Bloomberg Code (259960 KS) | Reuters Code (259960.KS)

2023년 4월 25일

성수기 효과 및 비용 통제

[게임]

강석오 책임연구원
☎ 02-3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

김동석 연구원
☎ 02-3772-2677
✉ dongseok.kim@shinhan.com



Trading BUY
(유지)

현재주가 (4월 24일)
191,000 원

목표주가
210,000 원 (상향)

상승여력
9.9%

- ◆ <화평정영> 중국 춘절 효과, 여러 업데이트 통해 높아진 PC 매출
- ◆ <PUBG> 통한 실적 방어 및 M&A 통한 신규 IP 유치 노력
- ◆ 실적 추정치 조정으로 TP 상향, 신작 부재로 멀티플 확장은 제한적

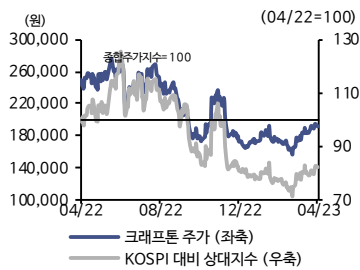


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

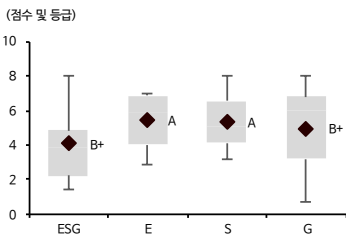
시가총액	9,404.3 십억원
발행주식수	48.3 백만주
유동주식수	28.9 백만주 (59.9%)
52 주 최고가/최저가	276,500 원/156,100
일평균 거래량 (60 일)	177,282
일평균 거래액 (60 일)	31,680 백만원
외국인 지분율	30.50%

주요주주	
장병규 외 26 인	20.6
IMAGE FRAME INVESTMENT (HK) LIMITED	13.4
절대수익률	
3 개월	10.7
6 개월	7.0
12 개월	-23.6
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	5.1%
6 개월	-5.2%
12 개월	-18.1

주가



ESG 컨센서스



1Q23 Preview: 성수기 효과 및 비용 통제

크래프톤의 1Q23 영업수익은 5,028억원(YoY -3.9%, QoQ +6.1%), 영업이익은 2,318억원(YoY -25.7%, QoQ +83.8%, OPM 46.1%)으로 컨센서스 영업이익 2,135억원을 상회할 전망이다. 1월 <화평정영>의 중국 춘절 효과가 컸으며, 작년 여러 업데이트들을 통해 높아진 PC 매출이 유지되고 있는 것으로 추정한다. 비용은 통제되는 모습을 보일 전망이다. <칼리스트로 프로토콜>이 출시된 4Q22 대비 콘솔 매출은 감소하지만 대규모로 집행된 마케팅비가 제거된다. 인건비는 상여 관련 충당부채 환입이 제거되며 전분기 대비 증가할 전망이지만 예년 수준에서 크게 벗어난진 않을 것으로 보인다. 주식보상비는 1분기 중 큰 폭의 증가 변동이 없었기에 규모가 작을 것이며, <TCP> 및 <PUBG 모바일> 매출 하락에 따라 앱수수료는 감소할 것으로 예상된다.

실적 방어와 IP 유치 노력

<PUBG>가 전 세계적인 IP이며 여전히 배틀로얄 장르에서의 입지는 변함이 없다. 이에 따라 1분기 기존작 실적은 시장의 예상보다 높은 수준에서 유지되며, 과거 신작 공백기의 비용 수준으로 돌아와 높은 이익률을 기록할 전망이다. 최근 게임산업 내 대형사 중에선 기존작 유지 및 매출 통제를 통해 이익 유지를 가장 잘하는 기업이라는 판단이다. MMORPG가 주력인 기업들은 트렌드 변화 및 트래픽 하락에 따른 매출 하락과 높아진 인건비를 감당하지 못해 예년 대비 영업이익 규모가 크게 줄었으나, 어려운 환경 속 동사의 실적 방어 역량은 높다는 판단이다. 또한 4월 27일부터 얼리 액세스 테스트가 시작되는 <디펜스 더비>를 비롯해 다수의 IP를 유치하려는 노력, 추가 M&A 검토 의지는 국내 경쟁사 대비 차별화된 점이다.

투자의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 210,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 'Trading Buy'를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 조정에 따라 210,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 10,662원에 목표배수 20배를 적용했다. 리오프닝 및 경쟁사들의 신작 출시에도 불구하고 예상보다 높은 실적을 유지할 수 있다고 판단하여 실적 추정치를 상향 조정했다. 다만 본사와 스튜디오의 개발력을 증명할 수 있는 신작이 단기에 없어 멀티플 확장은 어려워 보인다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,885.4	650.6	519.9	11,442	94,107	40.2	27.3	4.9	17.9	(62.7)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	104,151	16.5	6.0	1.6	10.3	(60.2)
2023F	1,776.3	545.3	502.3	10,304	116,290	18.5	8.8	1.6	9.4	(65.4)
2024F	1,851.0	515.8	487.0	10,088	126,378	18.9	8.6	1.5	8.3	(67.2)
2025F	2,115.9	560.5	523.5	10,843	137,221	17.6	7.3	1.4	8.2	(70.8)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
영업수익	523.0	423.7	433.8	473.8	502.8	424.8	424.1	424.5	1,854.2	1,776.3	1,851.0
(% YoY)	13.5	(7.8)	(16.9)	6.7	(3.9)	0.3	(2.2)	(10.4)	(1.7)	(4.2)	4.2
(% QoQ)	17.8	(19.0)	2.4	9.2	6.1	(15.5)	(0.2)	0.1			
[매출구성]											
PC	106.1	88.6	131.1	139.1	134.0	126.1	123.6	121.2	465.0	504.8	515.5
모바일	395.9	319.7	282.4	254.7	346.5	277.5	279.3	282.3	1,252.8	1,185.5	1,251.6
콘솔	15.0	9.6	11.7	67.7	9.8	8.4	7.9	7.4	104.1	33.5	24.9
기타	5.9	5.8	8.5	12.2	12.5	12.9	13.3	13.7	32.3	52.4	59.0
영업비용	211.1	261.3	293.5	347.6	271.0	305.9	315.2	338.8	1,113.6	1,230.9	1,335.2
(% YoY)	(9.7)	(8.4)	(10.2)	(13.3)	28.4	17.0	7.4	(2.5)	(10.7)	10.5	8.5
(% QoQ)	(47.4)	23.8	12.3	18.4	(22.0)	12.9	3.0	7.5			
[비용구성]											
인건비	110.5	96.9	102.1	63.4	98.0	100.9	105.0	108.1	372.9	412.0	447.0
지급수수료	55.9	81.7	85.5	102.7	65.4	77.2	81.2	98.3	325.9	322.2	296.4
앱수수료/매출원가	51.6	50.1	47.8	57.7	50.3	48.1	48.6	47.7	207.1	194.7	197.8
마케팅비	17.5	11.3	19.7	81.2	12.2	13.4	14.3	17.2	129.7	57.1	98.9
주식보상비용	(53.2)	(8.4)	7.8	(9.7)	6.8	27.2	25.9	26.4	(63.6)	86.3	113.7
기타	28.8	29.8	30.6	52.4	38.3	39.1	40.2	41.1	141.5	158.7	181.5
영업이익	311.9	162.3	140.3	126.2	231.8	118.9	108.9	85.6	740.6	545.3	515.8
(% YoY)	37.3	(6.8)	(28.2)	193.5	(25.7)	(26.7)	(22.4)	(32.1)	15.8	(26.4)	(5.4)
(% QoQ)	625.5	(48.0)	(13.6)	(10.1)	83.8	(48.7)	(8.4)	(21.4)			
(% OPM)	59.6	38.3	32.3	26.6	46.1	28.0	25.7	20.2	39.9	30.7	27.9
당기순이익	245.2	194.0	226.4	(165.4)	187.0	96.2	104.9	114.2	500.2	502.3	487.0
(% YoY)	26.4	37.3	27.0	적전	(23.7)	(50.4)	(53.7)	흑전	(3.8)	0.4	(3.0)
(% QoQ)	3,829.7	(20.9)	16.7	적전	흑전	(48.5)	9.0	8.8			
(% NPM)	46.9	45.8	52.2	(34.9)	37.2	22.7	24.7	26.9	27.0	28.3	26.3
지배기업순이익	245.2	194.0	226.4	(165.4)	187.0	96.2	104.9	114.2	500.2	502.3	487.0
(% YoY)	26.4	37.3	27.0	적전	(23.7)	(50.4)	(53.7)	흑전	(3.8)	0.4	(3.0)
(% QoQ)	3,829.7	(20.9)	16.7	적전	흑전	(48.5)	9.0	8.8			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 Valuation Table			
(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
지배기업 순이익	502.3	487.0	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	4,666	4,666	
EPS	10,764	10,437	
12M Fwd EPS (A)		10,662	시가총액 기준 10.3조원
목표 PER (B)		20.0	
(A) * (B)		213,243	
목표 주가		210,000	
현재 주가 (4/24)		191,000	
상승여력 (%)		9.9	

자료: 신한투자증권

크래프톤 1Q23F 실적 Preview

(십억원)	1Q23F	4Q22	%QoQ	1Q22	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	502.8	473.8	6.1	523.0	(3.9)	491.0	2.4
영업이익	231.8	126.2	83.8	311.9	(25.7)	213.5	8.6
순이익	187.0	(165.4)	(213.0)	245.2	(23.7)	168.1	11.3
영업이익률	46.1	26.6		59.6		43.5	
순이익률	37.2	(34.9)		46.9		34.2	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 4/24 기준 컨센서스

크래프톤 2023, 2024년 실적 추정치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	1,808.8	1,776.3	(1.8)	2,021.6	1,851.0	(8.4)
영업이익	633.1	545.3	(13.9)	684.2	515.8	(24.6)
순이익	525.2	502.3	(4.4)	567.5	487.0	(14.2)

자료: 신한투자증권 추정

주: 4/24 기준 컨센서스

크래프톤 12개월 선행 PER band



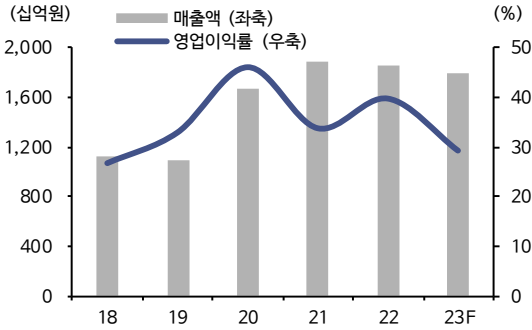
자료: QuantiWise, 신한투자증권

크래프톤 12개월 선행 PBR band



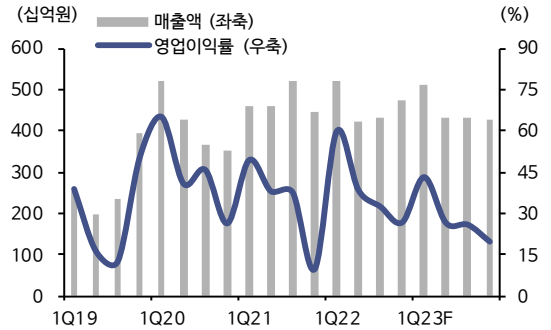
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



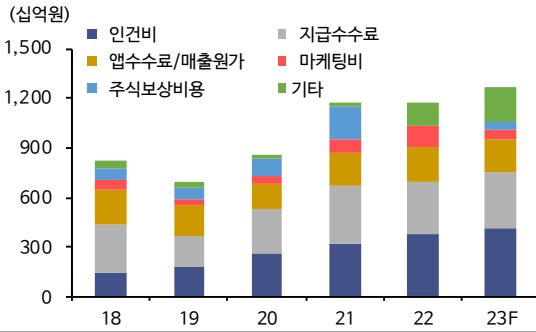
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



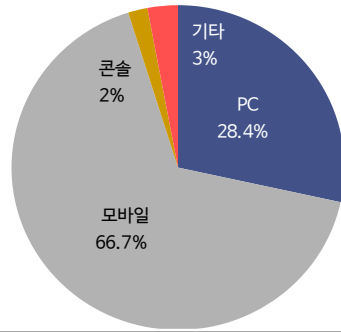
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



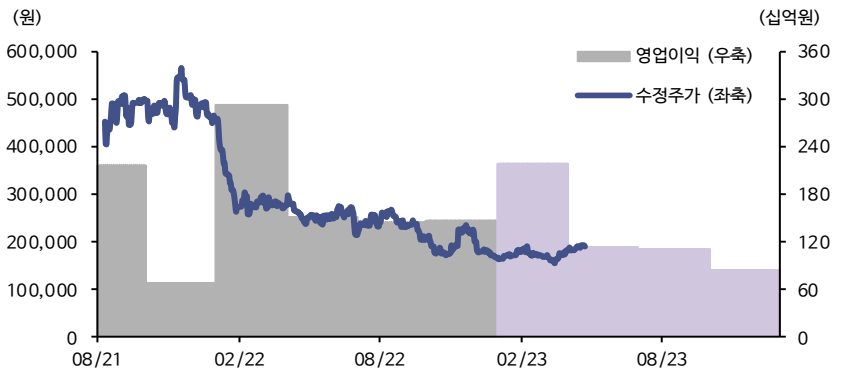
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	5,717.8	6,030.3	6,477.0	7,032.0	7,574.5
유동자산	3,653.7	3,892.6	4,418.3	4,930.8	5,543.9
현금및현금성자산	3,019.3	674.7	1,279.9	1,695.1	2,281.0
매출채권	530.7	525.6	471.1	537.8	556.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,064.1	2,137.7	2,058.8	2,101.2	2,030.5
유형자산	243.7	223.1	214.9	214.3	156.5
무형자산	911.4	860.5	838.2	822.0	792.5
투자자산	621.0	693.3	644.8	704.1	720.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,109.6	917.5	861.9	929.9	948.9
유동부채	638.2	411.2	369.3	420.6	434.9
단기차입금	0.0	7.0	7.0	7.0	7.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	471.4	506.3	492.6	509.3	514.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	118.7	139.8	139.8	139.8	139.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,608.2	5,112.9	5,615.1	6,102.2	6,625.6
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	3,839.1	1,447.8	1,447.8	1,447.8	1,447.8
기타자본	155.6	103.6	103.6	103.6	103.6
기타포괄이익누계액	50.7	88.0	88.0	88.0	88.0
이익잉여금	557.8	3,467.6	3,969.9	4,456.9	4,980.4
지배주주지분	4,608.1	5,111.9	5,614.1	6,101.2	6,624.6
비지배주주지분	0.1	1.0	1.0	1.0	1.0
*총차입금	173.2	203.8	197.9	205.1	207.2
*순차입금(순현금)	(2,887.1)	(3,076.1)	(3,671.2)	(4,098.7)	(4,688.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	713.9	512.7	622.2	572.9	606.0
당기순이익	519.9	500.2	502.3	487.0	523.5
유형자산상각비	61.7	75.6	71.7	70.6	57.8
무형자산상각비	5.8	31.8	34.3	32.2	29.5
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(11.8)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.0	35.3	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(34.8)	(134.4)	13.9	(17.0)	(4.7)
법인세납부	(205.0)	(244.6)	(195.3)	(189.4)	(193.6)
기타	377.1	256.0	195.3	189.5	193.5
투자활동으로인한현금흐름	(1,199.7)	(2,863.0)	(11.0)	(164.9)	(22.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(61.3)	(26.6)	(65.0)	(71.0)	0.0
유형자산의감소	0.8	0.2	1.5	1.0	0.0
무형자산의감소(증가)	8.5	4.8	(12.0)	(16.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(414.5)	(2,658.5)	48.4	(59.3)	(16.6)
기타	(733.2)	(182.9)	16.1	(19.6)	(5.4)
FCF	602.2	425.8	461.5	369.2	486.9
재무활동으로인한현금흐름	2,736.2	(56.1)	(5.9)	7.2	2.0
차입금의 증가(감소)	(1.5)	5.9	(5.9)	7.2	2.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2,737.7	(62.0)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	49.1	61.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,299.5	(2,344.6)	605.2	415.2	585.9
기초현금	719.8	3,019.3	674.7	1,279.9	1,695.1
기말현금	3,019.3	674.7	1,279.9	1,695.1	2,281.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

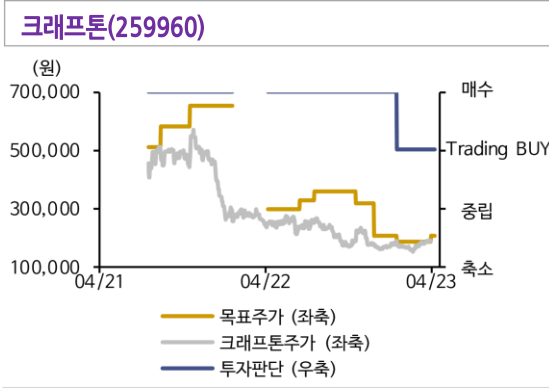
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,885.4	1,854.0	1,776.3	1,851.0	2,115.9
증감률 (%)	12.9	(1.7)	(4.2)	4.2	14.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,885.4	1,854.0	1,776.3	1,851.0	2,115.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	1,234.7	1,102.4	1,230.9	1,335.2	1,555.4
영업이익	650.6	751.6	545.3	515.8	560.5
증감률 (%)	(15.9)	15.5	(27.4)	(5.4)	8.7
영업이익률 (%)	34.5	40.5	30.7	27.9	26.5
영업외손익	110.6	(67.7)	152.3	160.6	156.6
금융손익	3.9	26.1	110.3	129.6	146.6
기타영업외손익	107.6	(58.5)	41.9	31.0	10.1
종속 및 관계기업관련손익	(1.0)	(35.3)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	761.2	683.9	697.6	676.4	717.1
법인세비용	230.9	168.7	195.3	189.4	193.6
계속사업이익	530.3	515.2	502.3	487.0	523.5
중단사업이익	(10.4)	(15.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	519.9	500.2	502.3	487.0	523.5
증감률 (%)	(6.5)	(3.8)	0.4	(3.0)	7.5
순이익률 (%)	27.6	27.0	28.2	26.3	24.7
(지배주주)당기순이익	519.9	500.2	502.3	487.0	523.5
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	537.7	537.4	502.3	487.0	523.5
(지배주주)총포괄이익	537.7	537.5	502.2	487.0	523.4
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	0.1	0.1	0.1
EBITDA	718.2	859.0	651.3	618.7	647.7
증감률 (%)	(12.2)	19.6	(24.2)	(5.0)	4.7
EBITDA 이익률 (%)	38.1	46.3	36.7	33.4	30.6

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	11,442	10,194	10,304	10,088	10,843
EPS (지배순이익, 원)	11,442	10,194	10,304	10,088	10,843
BPS (자본총계, 원)	94,109	104,171	116,310	126,398	137,241
BPS (지배지분, 원)	94,107	104,151	116,290	126,378	137,221
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	40.2	16.5	18.5	18.9	17.6
PER (지배순이익, 배)	40.2	16.5	18.5	18.9	17.6
PBR (자본총계, 배)	4.9	1.6	1.6	1.5	1.4
PBR (지배지분, 배)	4.9	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	27.3	6.0	8.8	8.6	7.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	38.1	46.3	36.7	33.4	30.6
영업이익률 (%)	34.5	40.5	30.7	27.9	26.5
순이익률 (%)	27.6	27.0	28.3	26.3	24.7
ROA (%)	14.0	8.5	8.0	7.2	7.2
ROE (지배순이익, %)	17.9	10.3	9.4	8.3	8.2
ROIC (%)	64.7	43.3	29.2	29.1	32.3
안정성					
부채비율 (%)	24.1	17.9	15.3	15.2	14.3
순차입금비율 (%)	(62.7)	(60.2)	(65.4)	(67.2)	(70.8)
현금비율 (%)	473.1	164.1	346.6	403.0	524.5
이자보상배율 (배)	93.6	99.2	18.3	17.2	17.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	15.9	11.7	7.0	7.2	7.6
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	96.1	104.0	102.4	99.5	94.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 13일	매수	510,000	(5.5)	(0.2)
2021년 09월 09일	매수	580,000	(16.9)	(6.9)
2021년 11월 12일	매수	650,000	(35.0)	(12.8)
2022년 02월 14일	커버리지제외		-	-
2022년 05월 02일	매수	300,000	(15.9)	(7.8)
2022년 07월 11일	매수	330,000	(24.6)	(20.2)
2022년 08월 12일	매수	360,000	(41.1)	(25.3)
2022년 11월 11일	매수	320,000	(36.2)	(26.1)
2022년 12월 21일	매수	210,000	(16.9)	(8.6)
2023년 02월 09일	Trading BUY	190,000	(7.1)	2.4
2023년 04월 25일	Trading BUY	210,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 김동석)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 04월 21일 기준)

매수 (매수)	94.22%	Trading BUY (중립)	3.74%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------