

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

259960 · 게임

# 크래프톤

## 사지 않을 이유가 없다

(유지) 매수	목표주가 330,000원 ▲	상승여력 54.2%	현재주가(24/2/8) 214,000원
KOSPI	2,620.32	시가총액(십억원)	10,350
		발행주식수(백만주)	48
		외국인 보유비중(%)	33.7

### Report summary

#### 4Q23 Review: 컨센서스 상회

4분기 매출액 5,350억원(+13% YoY), 영업이익 1,640억원(+30% YoY)을 기록하며 컨센서스를 각 23%, 49% 상회했다. 론도, 블랙마켓 업데이트 효과가 있었던 PC 매출액이 1,670억원(+20% YoY)을 기록하며 예상치를 45% 상회했다. 인도 부문이 견조한 성장을 지속한 모바일 매출액은 3,430억원(+35% YoY)을 기록하며 예상치를 18% 상회했다. 인도 BGMI는 역대 최대 월매출을 경신했다.

#### 목표주가 330,000원으로 상향, Top Pick 유지

24F 매출액을 7%, 영업이익을 6% 상향한다. 24F 타겟 P/E는 기존 23배에서 24배로 상향한다. 타겟 멀티플은 넥슨 2022년(기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기) P/E 평균이다. 사지 않을 이유가 없다. 1) 신작에 대한 보수적인 가정만으로도 24F 16배 수준에 불과해 밸류에이션 부담이 낮고, 2) 상반기 다크앤다커M, 하반기 인조이, 블랙버짓 출시가 예정되어 신작 모멘텀은 강화되는 구간이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.5	24.7	11.5
상대주가	4.3	22.5	5.6

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,885	1,854	1,911	2,231	2,552
영업이익 (십억원)	651	752	768	815	966
영업이익률 (%)	34.5	40.6	40.2	36.5	37.9
순이익 (십억원)	520	500	595	665	777
EPS (원)	11,442	10,194	12,221	13,759	16,072
ROE (%)	17.9	10.3	11.0	11.0	11.5
P/E (배)	40.2	16.5	15.8	15.6	13.3
P/B (배)	4.9	1.6	1.6	1.6	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

## 4Q23 Review: 컨센서스 상회

4분기 매출액 5,350억원(+13% YoY), 영업이익 1,640억원(+30% YoY)을 기록하며 컨센서스(매출액 4,350억원, 영업이익 1,100억원)를 각 23%, 49% 상회했다. 11월 말 잠정실적 발표 후 존재했던 일회성 요인이 있었을 것이라는 시장의 추측을 무색하게 만들며 기존작 매출 반등에 의한 실적 서프라이즈를 시현했다.

PC 매출액이 1,670억원(+20% YoY)을 기록하며 예상치를 45% 상회했다. '론도' 업데이트(12월 초) 효과도 존재했으나 11월 초부터 12월 초까지 진행된 '제작소 패스: 2023 블랙 마켓' 업데이트가 매출 증대에 주효했다. 이번 제작소 패스에서는 4종의 성장형 무기 스킨이 재출시되었다. 모바일 매출액은 3,430억원(+35% YoY)을 기록하며 예상치를 18% 상회했다. 4분기 비수기였음에도 불구하고 인도 부문이 견조한 성장을 지속하여 12월 BGMI 역대 최대 월매출을 경신했다.

## 24년 주요 신작 라인업 5종 대기

주요 라인업으로 다크앤다커M, 블랙버짓, 인조이, 덩컴M, 서브노티카2를 공개했다. 다크앤다커M은 상반기 출시를 목표로 하고 있고 인조이, 블랙버짓은 연내 얼리엑세스를 목표로 하고 있다. 다크앤다커M은 PUBG가 PC에서 모바일로 확장하면서 더 많은 유저들로 확대했던 것을 재현하고자 한다. 블랙버짓은 PUBG 스튜디오 초기 멤버들이 제작 중인 익스트랙션 슈터로 배틀로얄 이후 새로운 장르의 문을 열 것으로 기대된다.

인조이는 초실사 인생 시뮬레이션 게임이라는 유니크한 포지션을 가져갈 생각이다. 덩컴M은 오리지널 게임에서 증명된 IP를 모바일 플랫폼으로 확장하고 라이브 서비스 모델로 전환하는 프로젝트다. 서브노티카2는 언노운월즈의 메가 IP인 서브노티카의 후속작으로 기존의 강력한 팬덤을 더욱 큰 팬덤으로 확장시킨다는 목표를 갖고 있다.

## 목표주가 330,000원으로 상향, Top Pick 유지

24F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 300,000원에서 330,000원으로 10% 상향한다. PUBG PC, 모바일 매출 반등을 반영해 24F 매출액을 7%, 영업이익을 6% 상향한다. 24F 타겟 P/E는 기존 23배에서 24배로 상향한다. 타겟 멀티플은 넥슨 2022년(기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기) P/E 평균이다.

사지 않을 이유가 없다. 1) 신작에 대한 보수적인 가정만으로도 24F 16배 수준에 불과해 밸류에이션 부담이 낮고, 2) 상반기 다크앤다커M, 하반기 인조이, 블랙버짓 출시가 예정되어 신작 모멘텀은 강화되는 구간이며, 3) 중국의 신규 규제에 대한 우려는 해소되고 있고, 4) 동사가 추구해온 스케일업 효과는 25년부터 매출로 본격화될 것이다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>539</b>	<b>387</b>	<b>450</b>	<b>535</b>	<b>620</b>	<b>444</b>	<b>536</b>	<b>631</b>	<b>1,854</b>	<b>1,911</b>	<b>2,231</b>	<b>2,552</b>
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	12.8%	15.2%	14.8%	19.0%	18.0%	-1.7%	3.1%	16.8%	14.4%
PC	178	117	121	167	189	129	135	201	465	584	653	756
모바일	348	245	309	343	414	298	382	390	1,253	1,245	1,483	1,618
콘솔	7	19	12	17	10	10	11	32	104	56	63	136
기타	5	6	8	7	8	8	8	8	32	26	32	41
<b>영업비용</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>261</b>	<b>370</b>	<b>337</b>	<b>340</b>	<b>360</b>	<b>380</b>	<b>1,102</b>	<b>1,143</b>	<b>1,417</b>	<b>1,586</b>
인건비	101	103	102	121	113	118	122	127	365	427	480	518
앱수수료/매출원가	47	32	60	88	79	66	82	97	207	227	324	399
지급수수료	62	71	65	62	65	74	68	65	325	259	272	285
광고선전비	5	9	18	34	25	28	30	33	130	66	116	133
주식보상비용	10	9	-20	28	19	18	19	19	-64	28	74	85
기타	31	32	36	37	37	38	38	38	139	136	151	166
<b>영업이익</b>	<b>283</b>	<b>131</b>	<b>189</b>	<b>164</b>	<b>283</b>	<b>104</b>	<b>176</b>	<b>251</b>	<b>752</b>	<b>768</b>	<b>815</b>	<b>966</b>
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	30.3%	0.1%	-20.6%	-7.0%	52.7%	15.5%	2.2%	6.1%	18.6%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	30.7%	45.6%	23.5%	32.9%	39.8%	40.5%	40.2%	36.5%	37.8%
<b>지배주주순이익</b>	<b>267</b>	<b>129</b>	<b>212</b>	<b>-13</b>	<b>225</b>	<b>91</b>	<b>146</b>	<b>203</b>	<b>500</b>	<b>595</b>	<b>665</b>	<b>777</b>
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	-2.5%	36.2%	20.6%	27.3%	32.2%	27.0%	31.1%	29.8%	30.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	
매출액	1,911	2,093	1,911	2,231	0%	7%	1,811	2,022	5%	10%	PC, 모바일 매출액 상향
영업이익	768	768	768	815	0%	6%	714	720	8%	13%	
순이익	595	631	595	665	0%	5%	680	626	-12%	6%	
영업이익률	40.2%	36.7%	40.2%	36.5%	-	-	39.4%	35.6%	-	-	
순이익률	31.2%	30.2%	31.2%	29.8%	-	-	37.5%	30.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	535	420	27%	435	23%
영업이익	164	108	52%	110	49%
지배주주순이익	-13	92	-	72	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	665	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	15,970	
주식 수 (천주)	48,363	
목표주가 (원)	330,000	
현재주가 (원)	214,000	
상승여력	54.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,854</b>	<b>1,911</b>	<b>2,231</b>	<b>2,552</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,854</b>	<b>1,911</b>	<b>2,231</b>	<b>2,552</b>
판매비와관리비	1,102	1,143	1,417	1,586
<b>조정영업이익</b>	<b>752</b>	<b>768</b>	<b>815</b>	<b>966</b>
<b>영업이익</b>	<b>752</b>	<b>768</b>	<b>815</b>	<b>966</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-68</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>70</b>
금융손익	26	27	30	38
관계기업등 투자손익	-35	0	0	0
세전계속사업손익	684	829	887	1,036
계속사업법인세비용	169	235	222	259
계속사업이익	515	594	665	777
중단사업이익	-15	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>500</b>	<b>594</b>	<b>665</b>	<b>777</b>
지배주주	500	595	665	777
비지배주주	0	-1	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>537</b>	<b>594</b>	<b>665</b>	<b>777</b>
지배주주	537	594	665	777
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	859	886	920	1,063
FCF	486	350	736	834
EBITDA 마진율 (%)	46.3	46.4	41.2	41.7
영업이익률 (%)	40.6	40.2	36.5	37.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.0	31.1	29.8	30.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>3,893</b>	<b>4,097</b>	<b>4,772</b>	<b>5,534</b>
현금 및 현금성자산	675	921	1,577	2,321
매출채권 및 기타채권	557	760	772	783
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,661	2,416	2,423	2,430
<b>비유동자산</b>	<b>2,138</b>	<b>2,489</b>	<b>2,511</b>	<b>2,556</b>
관계기업투자등	425	572	578	584
유형자산	223	263	233	215
무형자산	861	607	650	706
<b>자산총계</b>	<b>6,030</b>	<b>6,587</b>	<b>7,282</b>	<b>8,090</b>
<b>유동부채</b>	<b>411</b>	<b>521</b>	<b>529</b>	<b>536</b>
매입채무 및 기타채무	94	99	102	105
단기금융부채	64	207	209	211
기타유동부채	253	215	218	220
<b>비유동부채</b>	<b>506</b>	<b>359</b>	<b>381</b>	<b>404</b>
장기금융부채	140	223	223	223
기타비유동부채	366	136	158	181
<b>부채총계</b>	<b>917</b>	<b>880</b>	<b>910</b>	<b>941</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,112</b>	<b>5,707</b>	<b>6,372</b>	<b>7,150</b>
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	3,468	4,063	4,728	5,506
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,113</b>	<b>5,707</b>	<b>6,372</b>	<b>7,150</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>513</b>	<b>479</b>	<b>786</b>	<b>889</b>
당기순이익	500	594	665	777
비현금수익비용가감	360	326	297	318
유형자산감가상각비	76	89	79	73
무형자산상각비	32	29	26	24
기타	252	208	192	221
영업활동으로인한자산및부채의변동	-134	-234	15	15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	-210	-7	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	0	0	0
법인세납부	-245	-235	-222	-259
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,863</b>	<b>-252</b>	<b>-126</b>	<b>-141</b>
유형자산처분(취득)	-26	-129	-50	-55
무형자산감소(증가)	5	225	-70	-80
장단기금융자산의 감소(증가)	-124	-6	-6	-6
기타투자활동	-2,718	-342	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-56</b>	<b>143</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	31	143	2	2
자본의 증가(감소)	-2,391	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	2,304	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-2,345</b>	<b>246</b>	<b>656</b>	<b>744</b>
기초현금	3,019	675	921	1,577
기말현금	675	921	1,577	2,321

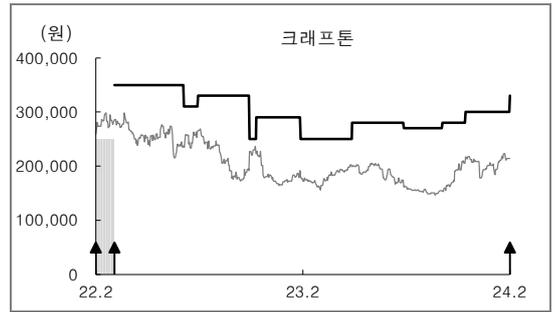
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	15.8	15.6	13.3
P/CF (x)	9.6	10.3	10.8	9.5
P/B (x)	1.6	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	8.9	7.3	7.4	5.7
EPS (원)	10,194	12,221	13,759	16,072
CFPS (원)	17,541	18,878	19,890	22,641
BPS (원)	104,151	118,009	131,763	147,835
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-1.7	3.1	16.8	14.4
EBITDA증가율 (%)	19.6	3.2	3.8	15.5
조정영업이익증가율 (%)	15.5	2.2	6.1	18.6
EPS증가율 (%)	-10.9	19.9	12.6	16.8
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.0	3.0	3.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	8.5	9.4	9.6	10.1
ROE (%)	10.3	11.0	11.0	11.5
ROIC (%)	43.1	38.7	42.9	49.6
부채비율 (%)	17.9	15.4	14.3	13.2
유동비율 (%)	946.7	786.3	902.6	1,031.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.2	-49.9	-55.1	-59.5
조정영업이익/금융비용 (x)	99.2	95.7	102.3	120.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크라프트톤 (259960)				
2024.02.13	매수	330,000	-	-
2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67
2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38
2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40
2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48
2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00
2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-



\* 과리율 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 크라프트톤 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.