

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

259960 · 게임

크래프톤

Conviction Buy. 최악의 시기는 끝났다

(유지)

매수

목표주가

280,000원 ▲

상승여력

80.8%

현재주가(23/10/13)

154,900원

KOSPI	2,456.15	시가총액(십억원)	7,491	발행주식수(백만주)	48	외국인 보유비중(%)	32.0
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 상향

국내 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 24F 실적 조정으로 목표주가를 280,000원(타겟 P/E 24F 23배 유지)으로 상향한다. 인도 회복세를 고려해 24F 모바일 매출액을 8% 상향했다. 1) 글로벌 지역에서의 매출 반등세, 2) 인도 지역에서의 성과 가시화, 3) 2H24 기대작 2종 출시를 고려 시 1H24부터 모멘텀이 본격화 될 전망이다. 가장 큰 우려였던 중국 지역에서의 둔화폭이 축소되고 있는 점 또한 주요 포인트다.

글로벌 매출 반등과 빛을 보기 시작하는 인도

23년 동사에 대한 가장 큰 우려로 작용한 PUBG M의 반등세가 관찰되고 있다. 3분기 모바일 매출액은 2,910억원으로 여섯 분기만에 YoY 역성장장에서 탈출할 전망이다. BGMI는 중단 10개월만인 23년 5월 서비스가 재개되었다. 3분기에 이미 서비스 중단 당시 일매출 수준(일 3억원 초반 추정)을 돌파하고 4분기 일 5억원 수준의 매출을 유지 중인 것으로 추정된다. 신규 BM 출시 이후 지속적인 매출 증가가 기대된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.9	-18.2	-12.0
상대주가	5.2	-14.7	-22.5

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	1,670	1,885	1,854	1,769	2,025
영업이익 (십억원)	774	651	752	643	705
영업이익률 (%)	46.3	34.5	40.6	36.3	34.8
순이익 (십억원)	556	520	500	591	589
EPS (원)	13,710	11,442	10,194	12,131	12,182
ROE (%)	61.9	17.9	10.3	10.9	9.8
P/E (배)	-	40.2	16.5	12.8	12.7
P/B (배)	-	4.9	1.6	1.3	1.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 상향

크래프톤에 대해 적극적인 매수를 추천하며 국내 게임 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 24F 실적 조정으로 목표주가를 280,000원(타겟 P/E 24F 23배 유지)으로 상향한다. 인도 매출 회복세를 고려해 24F 모바일 매출액을 8% 상향했다. 동사는 24F P/E 13배로 상장 이후 밸류에이션 최하단에 위치하고 있다.

1) 글로벌 지역에서의 매출 반등세, 2) 인도 지역에서의 성과 가시화, 3) 2H24 기대작 2종 출시를 고려 시 1H24부터 모멘텀이 본격화될 전망이다. 동사에 대한 가장 큰 우려였던 중국 지역에서의 둔화폭이 축소되고 있는 점 또한 주요 포인트다. 중국 시장 내 주요 경쟁작이었던 천열화선의 인기가 급격히 감소함에 따라 중국 모바일 게임 시장에서의 FPS 선두 지위를 보다 공고하게 유지할 것으로 판단한다.

글로벌 매출 반등과 빛을 보기 시작하는 인도

23년 동사에 대한 가장 큰 우려로 작용한 PUBG 모바일의 반등세가 관찰되고 있다. 3분기 모바일 매출액은 2,910억원(+3% YoY)으로 6개 분기만에 YoY 역성장에서 탈출할 전망이다. 중국 외 글로벌 지역은 2분기에 이어 3분기에도 YoY 성장세를 이어갈 것으로 보이며 중국 지역에서의 둔화폭도 2분기 대비 축소된 것으로 추정된다.

아픈 손가락이었던 BGMI의 회복세도 주목해야 한다. 22년 7월 서비스가 중단되었던 BGMI는 중단 10개월만인 23년 5월 서비스가 재개되었다. 3분기에 이미 서비스 중단 당시 일매출 수준(일 3억원 초반 추정)을 돌파하고 4분기 일 5억원 수준의 매출을 유지 중인 것으로 추정된다. 신규 BM 출시 이후 지속적인 매출 증가가 기대된다.

생성 AI 도입에 가장 진심인 국내 게임사

동사의 적극적인 생성 AI 도입 전략이 1) 게임 재미의 향상, 2) 콘텐츠 공급의 증가, 3) 제작 비용 감소 효과로 이어져 빛을 발할 시기가 머지않았다고 판단한다. 생성 AI 도입을 통한 AI 유저의 플레이 고도화는 배틀그라운드 같은 멀티플레이어 게임이 갖고 있는 고질적인 팀원간 밸런스 문제를 해소해줄 것으로 판단한다.

크래프톤은 이미 게임 개발자들에게 아트 에셋, 오디오 에셋 등 생성 AI 툴들을 적극적으로 제공하며 제작 혁신을 위한 전사적인 서포트를 하고 있기도 하다. 크래프톤의 사내 생성 AI 도입 보급률은 97%에 달하는 것으로 추정되며 '푼다: AI퍼즐', '디펜스더비' 등 AI를 적극 활용한 신작들이 이미 출시되고 있는 상황이다. 생성 AI 툴 도입을 통한 생산성 혁신으로 신작 제작 기간의 단축과 공급 증가가 일어날 것이다.

표 7. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	523	424	434	474	539	387	430	413	1,885	1,854	1,769	2,025
(% YoY)	13.5%	-7.8%	-16.9%	6.8%	3.0%	-8.6%	-0.7%	-12.8%	12.9%	-1.7%	-4.6%	14.4%
PC	106	89	131	139	178	117	126	115	399	465	536	622
모바일	396	320	282	255	348	245	291	284	1,417	1,253	1,168	1,320
콘솔	15	10	12	68	7	19	7	7	19	104	41	54
기타	6	6	8	12	5	6	6	7	51	32	24	28
영업비용	208	258	289	348	256	256	290	325	1,247	1,102	1,127	1,320
인건비	108	94	99	63	101	103	105	107	354	365	417	452
앱수수료/매출원가	52	50	48	58	47	32	55	54	193	207	188	287
지급수수료	56	82	85	103	62	71	70	103	360	325	305	314
광고선전비	17	11	20	81	5	9	17	19	82	130	50	86
주식보상비용	-53	-8	8	-10	10	9	10	10	167	-64	39	47
기타	28	29	30	52	31	32	32	33	91	139	128	133
영업이익	315	166	145	126	283	131	141	88	651	752	643	705
(% YoY)	36.8%	-6.2%	-27.0%	178.8%	-10.1%	-20.7%	-2.8%	-30.4%	-15.9%	15.5%	-14.5%	9.7%
영업이익률	60.2%	39.2%	33.3%	26.6%	52.5%	34.0%	32.6%	21.3%	34.5%	40.5%	36.3%	34.8%
지배주주순이익	245	194	226	-165	267	129	117	78	520	500	592	589
순이익률	46.9%	45.8%	52.2%	-34.9%	49.6%	33.2%	27.2%	19.0%	27.6%	27.0%	33.4%	29.1%

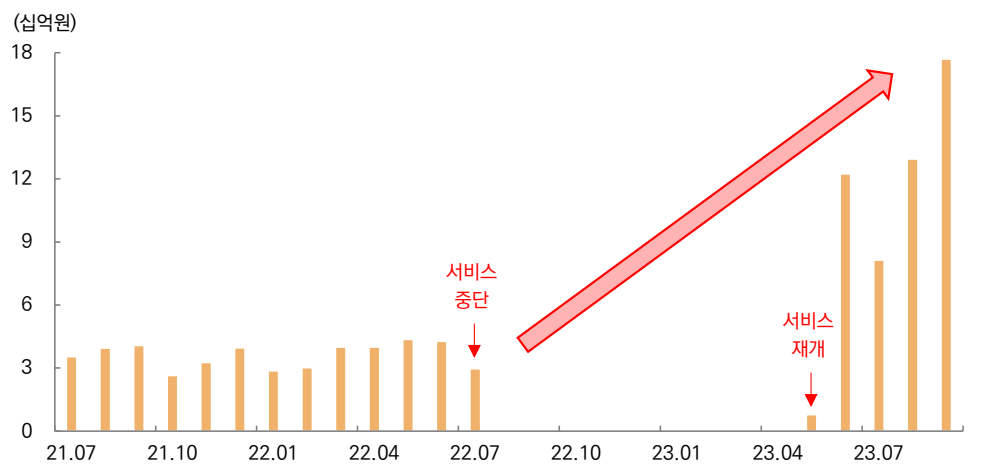
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,824	1,988	1,769	2,025	-3%	2%	1,769	1,917	0%	6%	재개된 BGMI 인도 매출 트렌드 반영
영업이익	680	695	643	705	-5%	1%	662	678	-3%	4%	
순이익	617	578	592	589	-4%	2%	607	591	-3%	0%	
영업이익률	37.3%	35.0%	36.3%	34.8%	-	-	37.4%	35.4%	-	-	
순이익률	33.8%	29.1%	33.4%	29.1%	-	-	34.3%	30.8%	-	-	

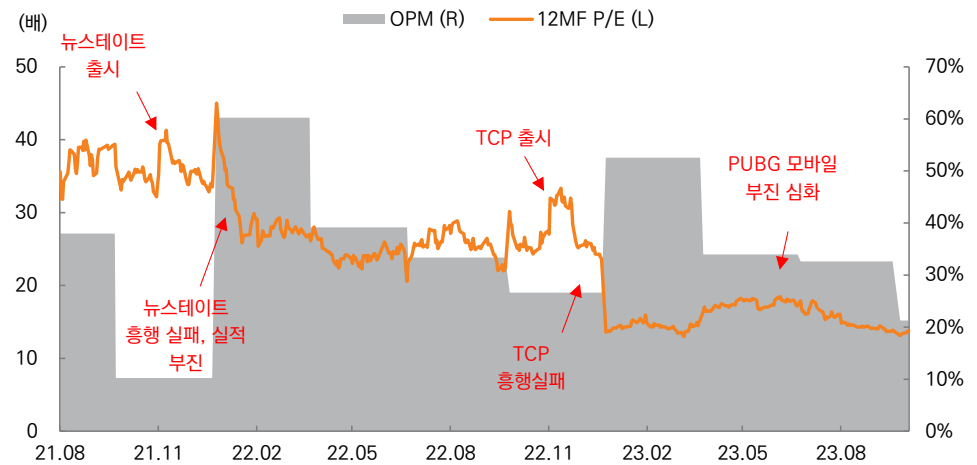
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. BGMI 월매출 추이 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 80. 크래프톤 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	589	
Target P/E (배)	23	엔씨소프트 2H17~1H18 P/E 평균 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	13,551	
주식 수 (천주)	48,363	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	154,900	
상승여력	80.8%	

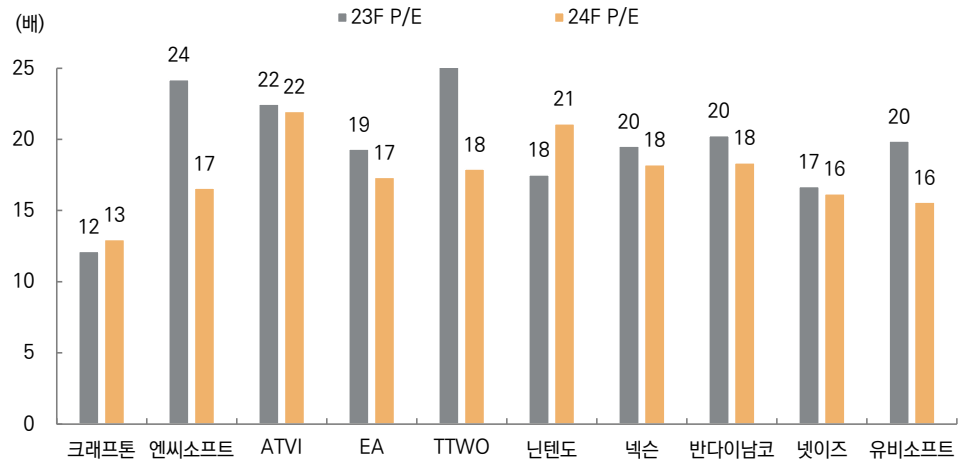
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 연간 순이익, P/E 추이

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
평균 P/E (배)	45.6	25.2	12.8	12.7	11.0
지배주주순이익 (십억원)	520	500	592	589	683

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

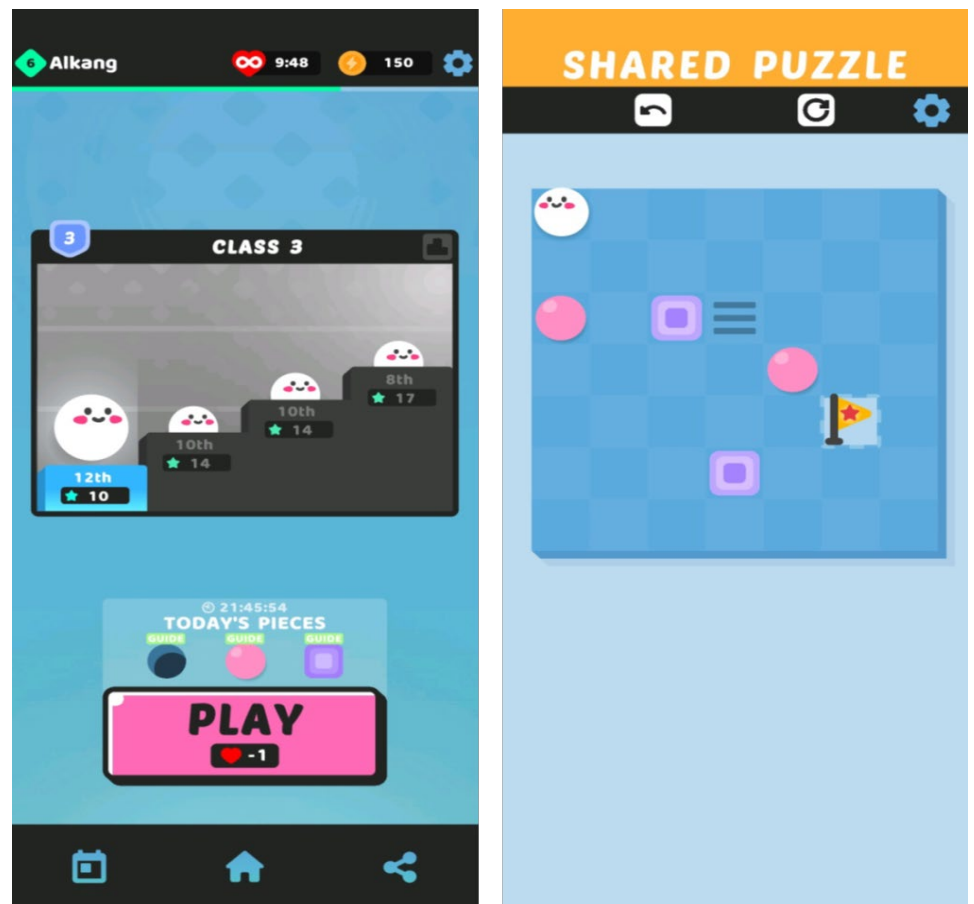
(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	7,491	12.6	12.8	4.1	3.8	1.3	1.2	6.2	6.1	38.0	35.7
엔씨소프트	4,951	19.1	13.4	2.6	2.2	1.4	1.4	10.4	6.8	11.8	17.3
넷마블	3,627	-	39.9	1.4	1.2	0.7	0.7	26.8	15.2	-2.2	3.6
카카오게임즈	2,083	28.1	14.7	1.8	1.5	1.2	1.1	13.0	9.8	11.1	15.0
넥슨게임즈	993	23.0	16.8	4.4	3.7	3.3	2.8	13.1	10.5	24.9	26.7
펄어비스	2,991	146.5	16.9	8.4	4.3	4.1	3.3	143.5	12.2	-3.5	28.9
위메이드	1,207	-	17.2	1.8	1.2	3.1	2.7	-	16.0	-12.2	5.7
NHN	772	11.8	9.1	0.3	0.3	0.4	0.4	3.2	2.7	3.9	4.5
네오위즈	531	7.0	10.4	1.3	1.3	1.0	0.9	4.1	4.8	17.7	14.4
컴투스	569	10.2	12.8	0.6	0.6	0.5	0.4	22.6	11.5	-0.2	2.9
더블유게임즈	710	5.4	5.2	1.2	1.1	0.8	0.7	2.9	2.8	32.0	31.0
웹젠	456	9.5	6.7	2.5	1.9	0.7	0.6	6.9	4.6	25.4	30.0
조아시티	173	15.1	8.0	1.1	0.9	1.6	1.3	9.3	6.9	11.5	16.3
Activision Blizzard (US)	100,488	22.5	22.0	7.7	7.7	3.4	3.0	17.6	16.8	36.7	39.5
Electronic Arts	48,111	19.3	17.3	4.7	4.4	4.7	4.4	13.9	12.5	30.0	30.4
Take Two Interactive	32,811	44.5	17.9	4.4	3.1	2.7	2.6	32.0	16.3	13.8	18.3
Nintendo (JP)	72,771	17.5	21.1	5.1	5.2	2.9	2.8	11.5	14.2	32.9	29.2
Nexon	20,376	19.5	18.2	5.3	4.9	2.3	2.1	11.6	10.3	32.6	33.8
Bandai Namco	18,280	20.3	18.3	1.9	1.8	2.9	2.7	10.7	9.8	13.0	13.6
Konami	10,270	20.1	18.5	3.3	3.1	2.6	2.4	10.0	9.1	21.8	22.2
Cyber Agent	3,559	55.0	22.1	0.5	0.5	2.7	2.6	9.6	7.1	3.6	5.2
Square Enix	5,618	16.7	14.6	1.7	1.7	1.8	1.6	7.7	6.3	13.3	15.9
Tencent (CH)	505,402	18.5	15.8	4.4	3.9	3.1	2.7	13.2	11.8	27.0	28.0
NetEase	91,273	16.7	16.2	4.7	4.2	4.7	4.2	13.0	11.8	26.2	26.4
Kingsoft	6,634	46.9	30.7	4.0	3.5	1.7	1.6	7.2	6.0	26.1	26.2
Youzu Interactive	1,920	32.8	27.0	5.1	4.5	2.1	2.0	33.5	24.3	4.6	7.6
Ubisoft (FR)	5,207	19.9	15.6	1.7	1.6	2.2	1.9	5.1	4.5	15.2	16.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

생성 AI 도입과 스테이지형 게임의 진화

생성 AI의 도입은 스테이지형 게임의 진화를 이끌 것으로 기대된다. 퍼즐 게임에는 이미 변화가 일어나고 있다. 크래프톤의 독립 스튜디오 헬루게임즈가 출시한 '푼다: AI퍼즐'은 AI가 스테이지를 생성해서 플레이어에게 제공한다. 개별 플레이어의 수준에 맞게 스테이지가 생성되기 때문에 플레이어들은 초개인화된 퍼즐 경험을 할 수 있게 된다. 특정 스테이지에 대한 공유도 가능해 친구들과 함께 즐길 수 있는 장점도 존재한다.

그림 82. 푼다: AI 퍼즐

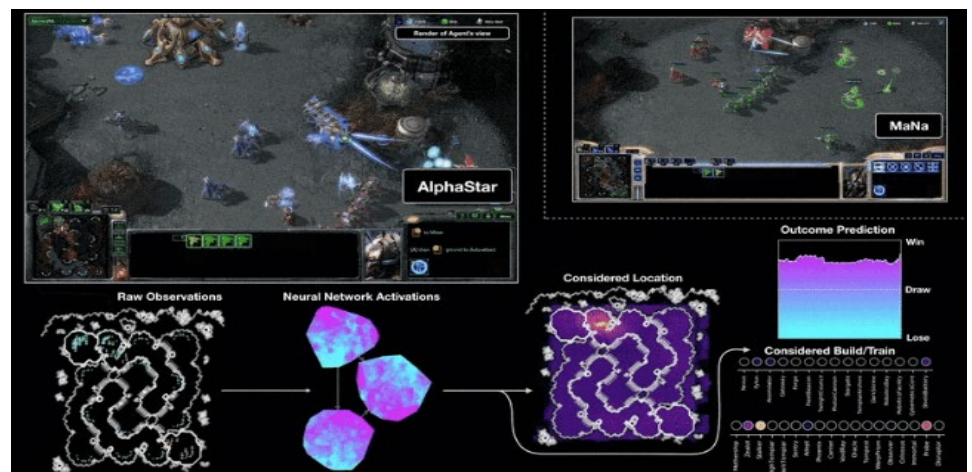


자료: 본인 화면, 미래에셋증권 리서치센터

멀티플레이어 게임의 밸런스 향상

생성 AI의 고도화로 멀티플레이어 게임의 재미가 극대화될 것으로 판단한다. 배틀그라운드 같은 팀을 이루어서 플레이하는 멀티플레이어 게임은 팀원에 대한 이슈가 발생하는 경우가 많다. 본인이 제 몫을 다하며 준수한 플레이를 펼치더라도 팀원이 트롤링을 시작하면서 속수무책으로 게임을 지게 되는 경우가 심심찮게 발생한다. 또한 특정 시간대에 비슷한 실력대의 사람이 부족한 경우 대기 시간이 과도하게 길어지는 문제도 존재한다. 이러한 문제들로 멀티플레이어 게임에서 이탈하게 되는 경우가 많다.

그림 83. 딥마인드의 AI '알파스타': 19년부터 스타2 프로게이머 상대로 이기기 시작



자료: 딥마인드, 미래셋증권 리서치센터

AI 플레이어 도입의 보편화는 팀원간 과도한 실력 편차, 고의적 트롤링, 과도한 대기 시간 문제를 완화시켜줄 수 있다. 스타크래프트처럼 20년 전에도 AI 플레이어 설정은 게임들에 존재했으나 수준 미달의 플레이로 인해 유명무실한 경우가 대다수였다. 현재는 AI의 전략 게임 플레이 수준은 이미 일반인을 크게 상회하고 있는 상황이다. 시야, APM 등 피지컬 수준을 사람 정도로 제한해서도 비슷한 플레이를 보일 수 있게 된다면 멀티플레이어 게임 내 AI 팀원의 활용이 크게 증가할 것으로 보인다.

생성 AI 도입과 아트 비용의 감소

1) 이미지

생성 AI 기반 이미지 활용이 본격화되면서 기존 일러스트 관련 비용이 급감할 것이다. 일러스트레이터가 수작업으로 그린 게임 일러스트 가격은 장당 수십만원을 호가하지만 생성 AI가 그린 일러스트 가격은 장당 수십원 수준에 불과하다. 물론 생성 AI 톨로 그린 그림에 대한 리터칭 필요성이 있으므로 비용은 일부 추가될 것이나 기존의 순수 수작업과 비교 시 10분의 1의 비용도 들지 않게 될 것이다. 21년 5월 오픈AI의 달리, 22년 7월 미드저니의 미드저니, 22년 8월 스테빌리티AI의 스테이블디퓨전이 출시되면서 이미지 생성 AI의 성능이 급격하게 올라오기 시작했다. 22년 9월에는 미드저니가 생성한 그림이 미국 주립 박람회 미술대회에서 우승하며 이미 AI 생성 이미지 수준이 사람 수준 이상으로 올라왔음을 증명하기도 했다.

그림 84. 미드저니 요금제

	Basic Plan	Standard Plan	Pro Plan	Mega Plan
Monthly Subscription Cost	\$10	\$30	\$60	\$120
Annual Subscription Cost	\$96 (\$8 / month)	\$288 (\$24 / month)	\$576 (\$48 / month)	\$1152 (\$96 / month)
Fast GPU Time	3.3 hr/month	15 hr/month	30 hr/month	60 hr/month
Relax GPU Time	-	Unlimited	Unlimited	Unlimited
Purchase Extra GPU Time	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr
Work Solo In Your Direct Messages	✓	✓	✓	✓
Stealth Mode	-	-	✓	✓

자료: 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 미드저니 배경 생성 예시1



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 미드저니 배경 생성 예시2



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 스테이블디퓨전 생성 예시1



자료: 본인 작업, 스테이블디퓨전, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 스테이블디퓨전 생성 예시2



자료: 본인 작업, 스테이블디퓨전, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 글로벌 생성 AI 이미지 툴 현황

이름	개발사	요금	출시 시기	특징
달리3 (DALL-E3)	오픈AI	구독형: Chat GPT Plus/Enterprise: \$20/월	23년 9월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - 챗GPT 플러스, 챗GPT 엔터프라이즈/MS의 Bing, Bing 이미지 크리에이터에서 사용 가능 - 챗GPT와 통합되었기 때문에 이용자의 프롬프트 입력이 필요 없어짐 - 저작권 및 윤리적문제를 방지하는 소프트웨어 장치 탑재
셔터스톡 AI (Shutterstock AI)	셔터스톡	구독형: \$29/월	23년 1월	- DALL-E API 연동. 오픈AI에 자사 데이터에 대한 접근권 부여 및 고품질 학습데이터 제공 - 학습 데이터 이미지를 제공한 작가에게 로열티 형태로 보상을 제공 - NVIDIA Picasso 등 3D 장면 배경에 생성형 AI를 도입해 빠르게 생성 및 커스터마이징
미드저니 (Midjourney)	Midjourney	구독형: \$10, \$30, \$60, \$120/월	22년 7월	- 디스코드 서버에 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - 사실적인 묘사, 추상적 표현을 모두 잘해 예술적인 부분에 특화 - 월정액 요금제만 결제하면 무한정 사용 가능(달리/노벨AI 등은 회당 토큰 및 화폐 소모)
스테이블디퓨전 (Stable Diffusion)	STABILITY AI	무료	22년 8월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - 방대한 LAION-5B 데이터베이스를 학습 - Clip, Unet, VAE 세가지 인공지능경망으로 구성 - 컴퓨터 사용 리소스를 대폭 줄여 4GB 이하의 VRAM을 가진 저사양컴퓨터에서도 작동
Imagen	구글	일반인 접근 불가	22년 5월	- 텍스트 입력시 그림 생성. 이미지 없이 텍스트만으로 사전학습된 확산모델 사용 - 이미지 검색 기술을 활용하여 텍스트 및 이미지 분류, 식별과 관련된 방대한 데이터를 처리 - 특정 브랜드 지칭이나 기타 창의적 요구사항에 맞는 이미지를 생성
BING Image Creator	구글, MS	무료	23년 3월	- DALL-E를 BING에 적용해 Bing에서 텍스트 프롬프트 사용 or 전용웹사이트를 통해 그림 생성 - skype에서 Bing 챗봇을 사용하는 사람들은 skype 대화에서 이미지를 생성할 수 있음 - 프롬프트 종료, 차단 등을 통해 유해이미지 생성 제한 - 무료이지만 부스트크레딧으로 생성 속도 제한
노벨AI (Novel AI)	Anlatan	구독형: \$10, 15, 25/월	22년 10월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - Stable Diffusion의 소스코드를 Novel AI 측에서 개조한 뒤 Danboru의 이미지를 크롤링하여 학습 - 구독형 클라우드방식 소프트웨어
파이어플라이 (Firefly)	ADOBE	25장까지 무료, 이후 유료 구독형: 5,500원/월	23년 9월	- 기능: text to image, generative fill, text effects, recolor vector - 학습용 이미지에 대한 저작권 확보: 어도비스톡, 다른 퍼블릭 도메인 등의 작품들로만 학습 - 기업고객에 한하여 워터마크 제거, 저작권 침해소송시 손해배상금 지불 약속 - 포토샵과 일러스트레이터, 익스피리언스 클라우드와 연동
피카소 (Picasso)	NVIDIA	무료	23년 3월	- 기능: text to image, text to video, text to 3D - AI 모델을 개발하기 위한 클라우드 기반 파운데리로 - 셔터스톡, 게티이미지 등 유명이미지 사이트의 데이터를 활용해 훈련함 - 히어로 3D 에셋 또는 시청자의 주요 3D 에셋 작업에 더 많은 시간을 할애해 3D 비주얼을 제작
칼로2.0(Karlo)	카카오브레인	무료	23년 7월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - 경쟁력: 한국의 문화적 특성을 반영, 한국어 텍스트로도 이미지 생성 가능 - 최대 500장까지 가능했던 무료 생성 이미지 수를 월 최대 60만 장까지 대폭 확대 - 약 3억장 규모의 텍스트와 이미지 데이터셋을 학습한 '칼로 2.0' 모델을 웹 서비스에 적용

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2) 사운드

이미지에 이어 사운드도 AI로 생성하려는 움직임이 본격화되고 있다. 게임에 들어가는 세부적인 사운드를 모두 제작하는 데는 한계가 존재하고 생성형 AI 기반 NPC들의 대화를 미리 예상해서 준비해 둘 수는 없기 때문이다. 생성 AI를 도입한다면 정해진대로만 유저에게 사운드가 제공되는 것이 아니라 플레이 환경과 분위기에 맞춰서 실시간으로 변하는 사운드를 제공할 수 있게 된다.

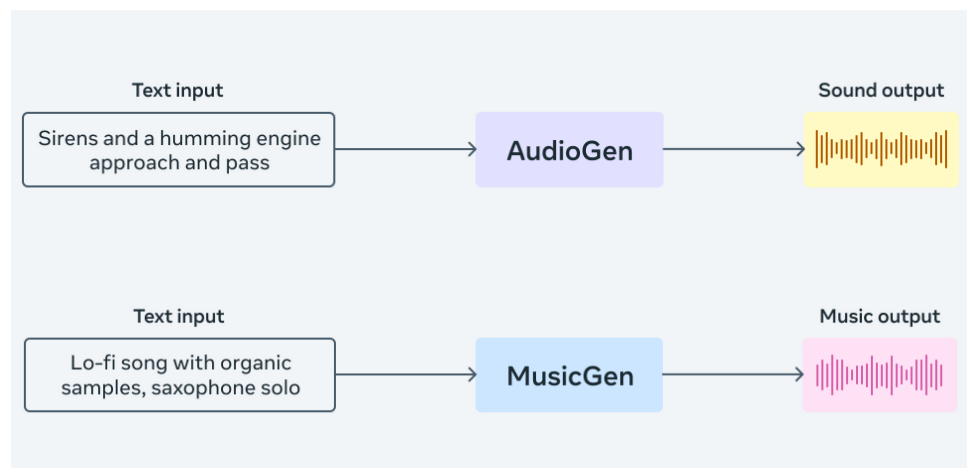
지난 3월 유비소프트는 생성 AI 기술로 NPC들의 대화 초안을 만들어주는 고스트라이터(Ghostwriter)를 선보였다. 생성형 AI를 통해 소리를 생성하는 서비스들도 속속 등장하고 있다. NPC들의 멘트를 일일이 성우들이 녹음하여 활용하는 기존 방식에서 벗어나 성우의 목소리를 생성 AI에 학습시켜 대화에 적용시키는 방식이 일반화될 것이다. 사운드 관련 제작 비용이 급감할 수밖에 없다.

그림 89. 유비소프트 생성 AI 툴 '고스트라이터'



자료: 유비소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 메타 텍스트 기반 사운드, 뮤직 생성 'AI 툴 오디오크래프트'



자료: 오디오크래프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 글로벌 생성 AI 사운드 툴 현황

이름	개발사	종류	요금	출시시기	특징
뮤직젠 (MusicGen)	메타	텍스트 기반 음악 생성	오픈소스 무료공개	23년 6월	<ul style="list-style-type: none"> - 메타가 소유하거나 특별 라이선스가 부여된 20,000시간의 음악 데이터셋 및 서터스톡, 1만개의 고품질 음악트랙 등으로 학습 - 간단한 음악생성을 목적으로 개발된 단일 언어 모델로 다음 음악 예측 - 최대 12초에 달하는 음악 생성 가능 - 텍스트로 장르, 스타일, 악기 지정 시 해당 음악 생성
오디오젠 (AudioGen)	메타	텍스트 기반 음악 생성	오픈소스 무료공개	22년 8월	<ul style="list-style-type: none"> - 공개 음향 효과에 대해 사전 학습 - '개 짖는 소리', '자동차 경적', '나무바닥 위의 발소리'와 같은 생활환경 소리 및 음향배경을 텍스트로 지정 시 오디오 생성 - 0.5초에서 10초까지 다양한 길이의 사운드 생성 가능
오디오크래프트 (AudioCraft)	메타	텍스트 기반 음악 생성	오픈소스 무료공개	23년 8월	<ul style="list-style-type: none"> - 텍스트로 음악 작사·작곡 및 사운드 효과 생성 - 음악과 사운드 생성 및 압축을 모두 한 곳에서 처리, 구축 및 재사용이 쉬움 - 3가지 모델 사용: 뮤직젠, 오디오젠, 엔코덱 - 더 적은 아티팩트로 고품질 오디오 생성 가능
스테이블 오디오 (Stable Audio)	STABILITY AI	텍스트 기반 음악 생성	무료버전, 유료버전 제공 구독형: \$11.99/월	23년 9월	<ul style="list-style-type: none"> - 엔비디아 A100 기반으로, 1초만에 최대 95초 길이 고품질 44.1kHz 음악을 생성 - 무료버전은 최대 45초 길이, 한달에 20개 트랙, 약 12억개 매개변수로 구성 - 오디오스파스와 제휴해 80만개의 오디오 메타데이터와 파일 지속시간, 시작 시간 등을 학습한 확산모델 U-Net 사용
주크박스 (Jukebox)	오픈AI	음악 생성	오픈소스 무료공개	20년 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 노래의 모델링 방법을 학습하는 신경망을 통해 원하는 장르/가수의 스타일로 음악을 생성 - 미디파일이 아닌 오디오사운드 자체로 120만곡의 메타데이터 학습 - 뮤즈넷이라는 별도모델의 도움으로 가사, 노래하는 목소리까지 생성 가능 - 영화, 비디오 게임 및 기타 미디어용 음악을 작곡할 때 사용 가능
뮤직LM (Music LM)	구글	텍스트 기반 음악 생성	무료 테스트 중	23년 5월	<ul style="list-style-type: none"> - 텍스트로 음악의 장르, 악기, 분위기 등을 입력하면 30초 분량의 24kHz 음악 생성 - 28만 시간이 넘는 대량 오디오 데이터를 기반으로 곡의 전체적인 분위기, 사용되는 악기, 속도, 박자까지 지정가능 - 1월에 공개되었으나 저작권 문제 등을 이유로 출시 지연된 바 있음 - 특정 아티스트 이름을 자동 필터링 하는 기능 추가
리퓨전 (Riffusion)	독립 연구팀	텍스트 기반 음악 생성	오픈소스 무료공개	22년 12월	<ul style="list-style-type: none"> - 사운드의 시각 초음파를 생성 및 변환하여 텍스트로 음악을 생성 - 스테이블디퓨전 1.5모델을 이용하여 음향을 2차원 이미지로 표현하는 소노그램을 생성 - 초음파를 이용함으로써 안정된 확산으로 처리할 수 있음 - 생성된 복수의 짧은 악곡을 연결해 긴 악곡으로 만들 수 있는 기능도 탑재
사운드로우 (SOUNDRAW)	사운드로우	텍스트 기반 음악 생성	무료버전, 유료버전 제공 구독형: \$16.99/월 or \$29.99/월	22년 7월	<ul style="list-style-type: none"> - 원하는 키워드 선택 시 음악샘플 제공. 스트리밍은 무료, 다운로드 최대 50곡/일 - 10초~5분 노래 길이 생성 가능, 분위기 25가지/장르 20가지/음악 속도 등 설정 가능 - 저작권 이슈 없이 인공지능으로 음악을 생성
포자랩스 (Pozalabs)	포자랩스	음악 생성	구독형: 12,900V/월	21년 10월	<ul style="list-style-type: none"> - 게임·광고·드라마 등에 쓰이는 맞춤형 음원을 만들 수 있는 AI 음원 생성 기술 - 기존 곡이 아닌, 독자적인 데이터로 학습시킴(약 80만개 수준의 MIDI 데이터) - CJ ENM, MBC, 매일경제그룹, 크래프톤, 삼성생명 등에 인공지능 음원을 납품

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,885	1,854	1,769	2,025
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,885	1,854	1,769	2,025
판매비와관리비	1,235	1,102	1,127	1,320
조정영업이익	651	752	643	705
영업이익	651	752	643	705
비영업손익	110	-68	139	81
금융손익	4	26	30	35
관계기업등 투자손익	-1	-35	0	0
세전계속사업손익	761	684	782	786
계속사업법인세비용	231	169	191	196
계속사업이익	530	515	591	589
중단사업이익	-10	-15	0	0
당기순이익	520	500	591	589
지배주주	520	500	591	589
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	538	537	591	589
지배주주	538	537	591	589
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	718	859	739	795
FCF	653	486	638	637
EBITDA 마진율 (%)	38.1	46.3	41.8	39.3
영업이익률 (%)	34.5	40.6	36.3	34.8
주배주주귀속 순이익률 (%)	27.6	27.0	33.4	29.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	3,654	3,893	4,421	4,946
현금 및 현금성자산	3,019	675	1,189	1,688
매출채권 및 기타채권	547	557	564	583
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	88	2,661	2,668	2,675
비유동자산	2,064	2,138	2,207	2,302
관계기업투자등	395	425	430	434
유형자산	244	223	200	187
무형자산	911	861	947	1,049
자산총계	5,718	6,030	6,627	7,247
유동부채	638	411	423	436
매입채무 및 기타채무	62	94	97	100
단기금융부채	55	64	66	68
기타유동부채	521	253	260	268
비유동부채	471	506	500	518
장기금융부채	119	140	374	374
기타비유동부채	352	366	126	144
부채총계	1,110	917	923	954
지배주주지분	4,608	5,112	5,703	6,292
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	3,839	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	558	3,468	4,059	4,648
비지배주주지분	0	1	1	1
자본총계	4,608	5,113	5,704	6,293

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	714	513	683	687
당기순이익	520	500	591	589
비현금수익비용가감	435	360	258	251
유형자산감가상각비	62	76	68	63
무형자산상각비	6	32	29	26
기타	367	252	161	162
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	-134	-4	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-61	-42	-16	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	61	8	0	0
법인세납부	-205	-245	-191	-196
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,200	-2,863	-166	-185
유형자산처분(취득)	-60	-26	-45	-50
무형자산감소(증가)	9	5	-115	-129
장단기금융자산의 감소(증가)	-13	-124	-6	-6
기타투자활동	-1,136	-2,718	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2,736	-56	2	2
장단기금융부채의 증가(감소)	86	31	2	2
자본의 증가(감소)	2,836	-2,391	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-186	2,304	0	0
현금의 증가	2,299	-2,345	515	499
기초현금	720	3,019	675	1,189
기말현금	3,019	675	1,189	1,688

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

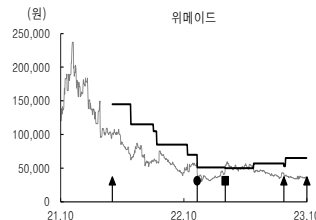
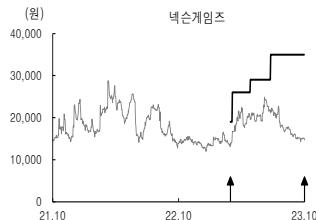
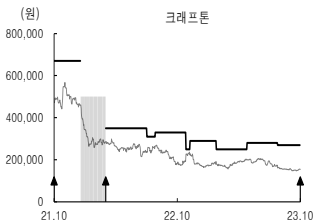
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	40.2	16.5	12.8	12.7
P/CF (x)	21.9	9.6	8.9	8.9
P/B (x)	4.9	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	27.3	8.9	5.6	4.6
EPS (원)	11,442	10,194	12,131	12,182
CFPS (원)	21,019	17,541	17,427	17,362
BPS (원)	94,107	104,151	117,919	130,101
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 (%)	12.9	-1.7	-4.6	14.4
EBITDA증가율 (%)	-12.2	19.6	-13.9	7.4
조정영업이익증가율 (%)	-15.9	15.5	-14.5	9.7
EPS증가율 (%)	-16.5	-10.9	19.0	0.4
매출채권 회전율 (회)	3.8	3.5	3.3	3.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.0	8.5	9.3	8.5
ROE (%)	17.9	10.3	10.9	9.8
ROIC (%)	58.1	43.1	33.4	35.2
부채비율 (%)	24.1	17.9	16.2	15.2
유동비율 (%)	572.5	946.7	1,044.9	1,134.6
순차입금/자기자본 (%)	-62.7	-12.2	-58.9	-61.4
조정영업이익/금융비용 (x)	93.6	99.2	79.1	86.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)					2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2023.10.17	매수	280,000	-	-	2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59	2023.03.15	매수	19,000	-	-
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61	위메이드 (112040)				
2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80	2023.10.17	매수	58,000	-	-
2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38	2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00	2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71	2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86
2021.09.27	매수	670,000	-	-	2022.07.28	매수	85,000	-34.05	-11.53
넥슨게임즈 (225570)					2022.07.18	매수	105,000	-41.52	-39.43
2023.10.17	매수	22,000	-	-	2022.05.12	매수	115,000	-40.98	-24.35
2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00	2022.03.18	매수	145,000	-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상지점은 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 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.09%	7.88%	2.42%	0.61%

* 2023년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 크래프톤 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 임희석은(는) 자료작성일 현재 유니티 2137주 보유하고 있습니다.
- 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.