Morning Meeting Notes

2023-09-14

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

반도체산업(OVERWEIGHT) HBM의 기초 - HBM의 개념, 공정, 관련 기업 정리
크래프톤(BUY/250,000) 이익도 주가도 이제 회복될 차례
[매크로] 8월 미국 소비자물가 - 예상치를 상회한 인플레이션

New Issue

뉴욕증시, 8월 CPI 확인에 혼조세 마감... 나스닥 0.29%↑
뉴욕채권, CPI 올라도 9월 금리동결 확률 97%... 美 국채가 상승
국제유가, 美원유재고 깜짝 증가 소식에 하락... WTI 0.36%↓

New Publication

[보험] 리스크 축소 초입에서 찾는 기회(2023-09-13)
[철강] 탈탄소 WAVE: 철강산업의 경쟁우위 변화(2023-09-13)
[퀀트/글로벌 ETF] 퀀트/글로벌 ETF 전략 - 변동성을 지나쳐 나아가겠소(2023-09-08)
[중국/신흥국] 脫중국화 시대 대응 전략: 포스트 차이나로 주목받는 인도-베트남의 기회(2023-09-06)
[엔터] 카카오엔터테인먼트 미리보기(2023-09-04)
[주식전략] 9월 증시-고도를 기다리며(2023-08-29)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 공시제도 현황과 주요 기업분석(2023-08-28)
[주식전략] 8월 증시-2% 부족할 때(2023-08-03)

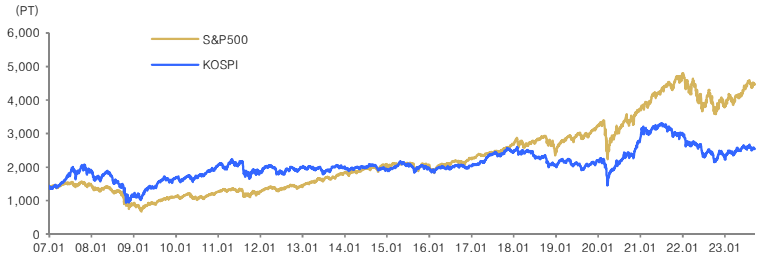
Rating, Target Price Changes

크래프톤	BUY	280,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2023-09-14)
태광	BUY	22,000 원 ▷	BUY	31,000 원	(2023-09-13)
넥스틴	BUY	82,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-09-12)
현대제철	BUY	48,000 원 ▷	BUY	54,000 원	(2023-09-08)
기업은행	BUY	12,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2023-08-30)
현대해상	BUY	69,000 원 ▷	BUY	49,000 원	(2023-08-23)
LG이노텍	BUY	440,000 원 ▷	BUY	360,000 원	(2023-08-23)
SK렌터카	BUY	9,000 원 ▷	M.PERFORM	11,000 원	(2023-08-16)
금호건설	BUY	8,000 원 ▷	BUY	7,000 원	(2023-08-14)
하이트진로	BUY	27,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2023-08-14)
농심	BUY	560,000 원 ▷	BUY	590,000 원	(2023-08-14)
아난티	M.PERFORM	15,000 원 ▷	BUY	21,000 원	(2023-08-11)
미래에셋증권	BUY	8,400 원 ▷	M.PERFORM	7,900 원	(2023-08-11)
한온시스템	BUY	12,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2023-08-11)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
POSCO홀딩스	58,299	삼성전자	185,852
KODEX 코스닥150선물인버스	30,057	SK하이닉스	109,666
현대차	22,688	LG전자	53,908
포스코퓨처엠	21,217	고려아연	26,112
포스코인터내셔널	18,910	현대차	20,222

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
LG화학	-27,653	SK이노베이션	-101,198
엘앤에프	-20,142	POSCO홀딩스	-100,652
넷마블	-16,314	KODEX 코스닥150레버리지	-71,422
한화에어로스페이스	-15,595	현대오토에버	-46,840
카카오	-15,457	LG화학	-32,256

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,534.70	-0.07	+0.36
대형주	2,526.87	+0.03	+0.67
중형주	2,741.17	-0.59	-1.39
소형주	2,348.46	-0.51	+0.02
KOSDAQ	882.72	-1.71	+0.50

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,896	1,133	545
누적순매수(D-20)	3,136	-2,730	-3,657

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	196,885	219,449	229,368

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	71.64	+0.72	+1.73
금융	369.67	+0.97	+4.46
운수장비	2,117.53	+0.71	+0.68
유통	374.32	-0.90	-2.70
음식료	3,568.75	-0.05	-0.38
의약품	12,601.17	-0.64	-4.44
전기전자	26,625.27	+0.20	+1.41
철강금속	6,372.26	-1.55	-0.20
화학	5,011.00	-1.67	-3.39
유틸리티	596.78	+0.25	-1.83
통신	363.57	+1.28	+0.86

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,467.44	+0.12	+1.43
NASDAQ	13,813.58	+0.29	+2.52
일본	32,706.52	-0.21	+2.96
중국	3,123.07	-0.45	-0.86
독일	15,654.03	-0.39	-0.86

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.85	-1.00	+14.10
국고채 (10년)	3.95	-1.60	+8.20
은행채AAA (3년)	4.33	-1.00	+15.30
미국국채 (2년)	4.99	-5.08	+2.52
미국국채 (10년)	4.26	-2.67	+0.31

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,330.00	+0.17	-0.52
원/백 엔	901.96	-0.07	-1.26
원/위안	182.94	+0.46	-0.13
달러/유로	1.07	-0.23	-1.38
위안/달러	7.27	-0.29	-0.39
엔/달러	147.46	+0.24	+0.76
Dollar Index	104.77	+0.19	+1.28

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	88.52	-0.36	+11.51
금 (usd/oz)	1,932.50	-0.13	+0.22
BDI	1,235.00	+2.15	+5.92
천연가스(NYMEX)	2.68	-2.30	+3.40

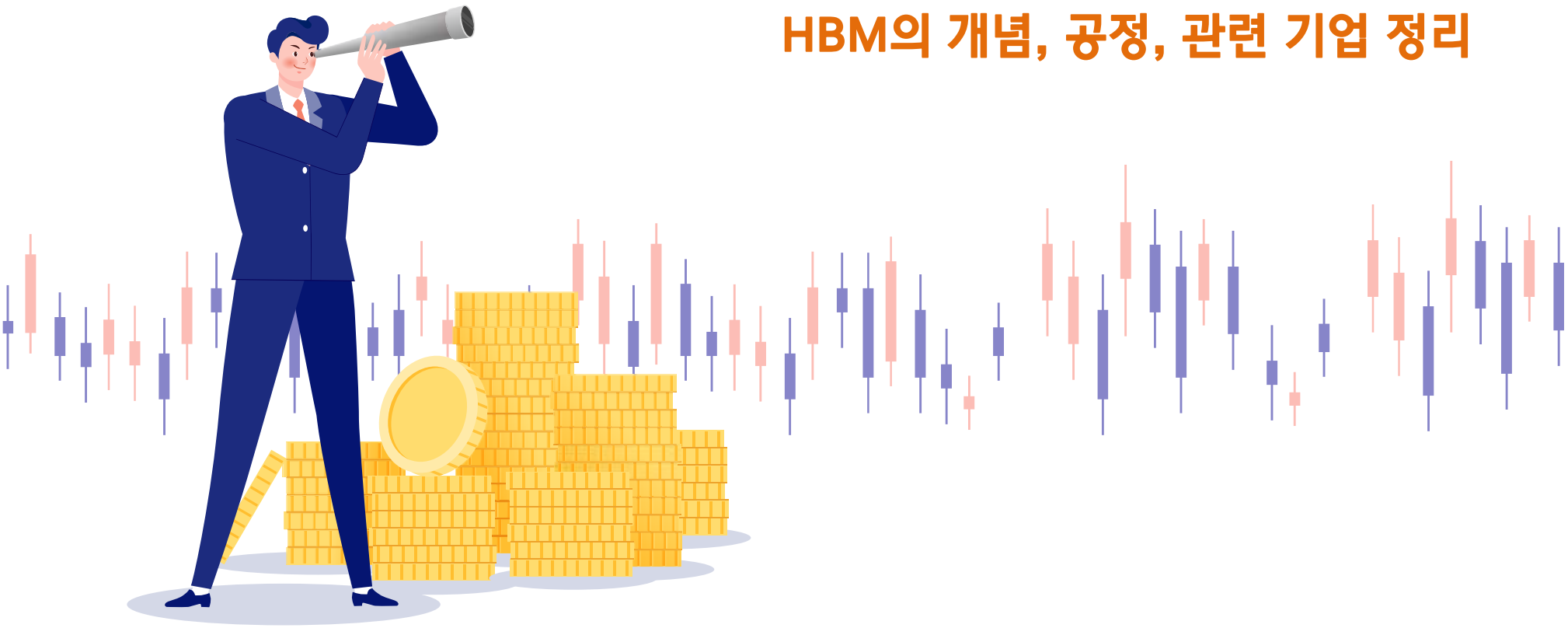
본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

HYUNDAI MOTOR GROUP

2023년 09월

HBM 기초

HBM의 개념, 공정, 관련 기업 정리



내일의 차이 현대차증권

관련 기업

기업	제품	상용화 여부	시가총액(십억원)
원익IPS	구리 어닐링 장비	O	1,576
덕산하이메탈	마이크로 범프	△	344
에스티아이	리플로우 장비	O	523
피에스케이홀딩스	리플로우 장비	O	635
코스텍시스템	디본더 장비	X	27
제우스	TSV 공정용 세정장비 디본더 장비 개발 중(국책과제)	O	394
디아이	HBM, DDR5 Wafer Test 장비	O	206
이오테크닉스	레이저 스텔스 다이싱 장비	△	1,940
한미반도체	TSV TC 본더 장비	O	5,140

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Index

1. HBM이란?

2. HBM 前공정 – TSV(Via Middle) 공정

3. 테스트 공정 – Wafer Test

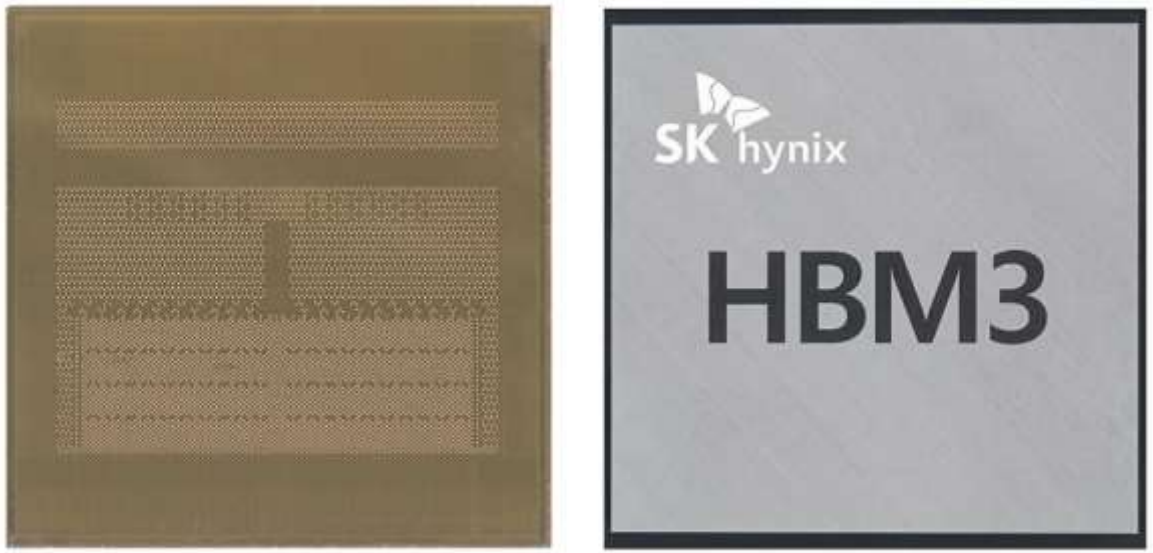
4. HBM 後공정 – 적층 공정

HBM이란?

HBM(High Bandwidth Memory)이란?

- HBM은 고대역폭 메모리의 줄임말로 GPU의 병렬 연산 속도를 기존 대역폭의 디램으로 보조할 수 없어 상용화됨
- 고대역폭 메모리란 초당 데이터 전송속도가 매우 빠른 메모리로 GPU가 요구하는 데이터 전송 속도를 충족
- 기존에는 GPU를 위해 GDDR을 사용했으나 핀의 개수가 32개로 제한적이고, 용량도 크지 않다는 문제가 있었음
- 반면 HBM은 핀의 개수가 1,024개로 GDDR 대비 데이터가 출입하는 통로가 많으며 대용량의 메모리

SK하이닉스의 HBM3

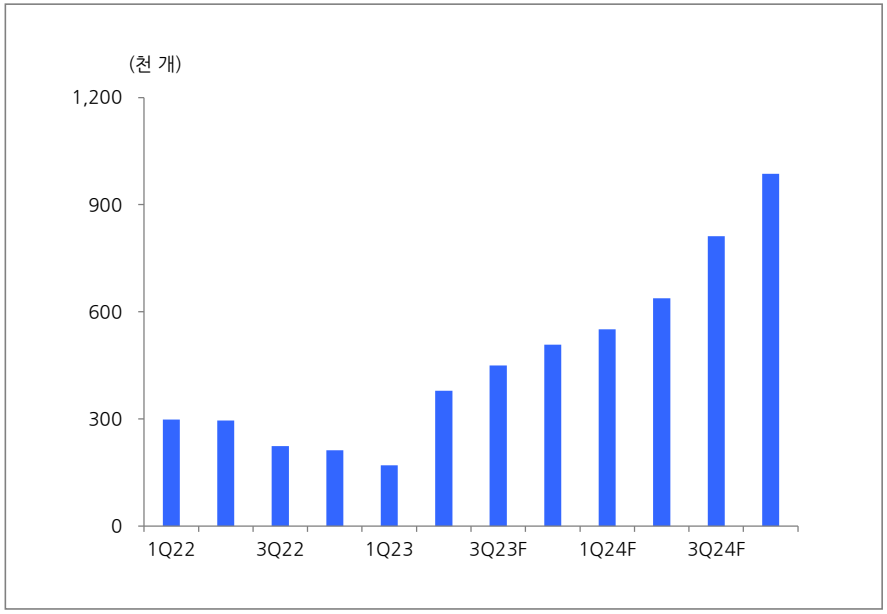


자료: 현대차증권

AI 산업과 HBM

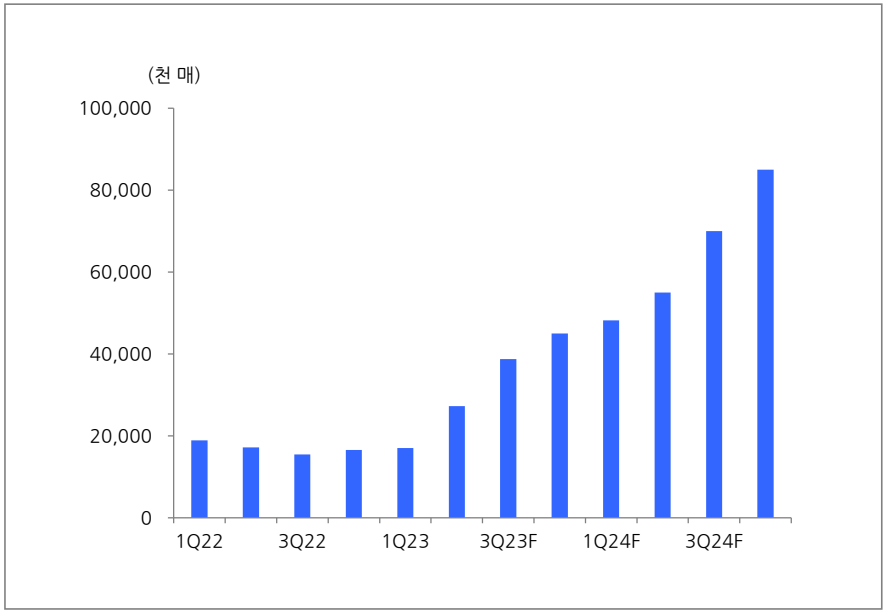
- HBM은 특히 AI GPU가 상용화되며 각광받게 되었으며 향후 AI 산업의 발전과 궤를 같이 할 것
- 금년 대비 NVIDIA의 AI GPU의 출하는 내년에 2배 이상 늘어날 것으로 기대되며, B100의 넷다이 수를 고려했을 때 H100 대비 고용량의 HBM이 탑재될 것으로 기대됨
- 국내 메모리 2사가 모두 NVIDIA향으로 HBM을 납품 하게 되었으며 관련 밸류체인 탐색 필요

NVIDIA 칩 출하량(분기)



자료: 현대차증권

국내 기업 HBM 월 CAPA 추이



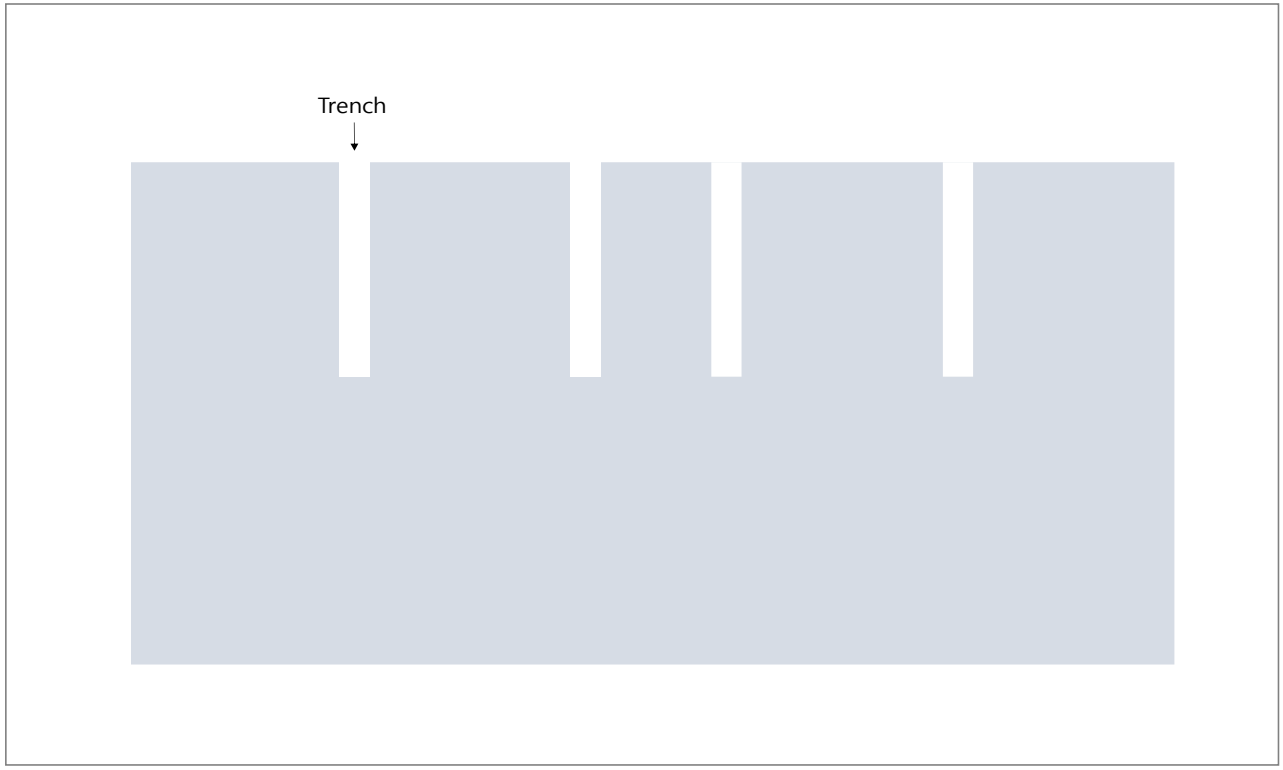
자료: 현대차증권

HBM 前공정
-TSV(Via Middle) 공정-

Silicon Etch

- Via Middle 타입에서는 TSV 공정 이전에 CMOS 공정(전공정)이 완료된 상태
- HM(Hard Mask)을 이용하여 패턴 형성 후 HM이 없는 부분을 드라이 에칭하여 Trench(깊은 홈) 형성

Silicon Etch

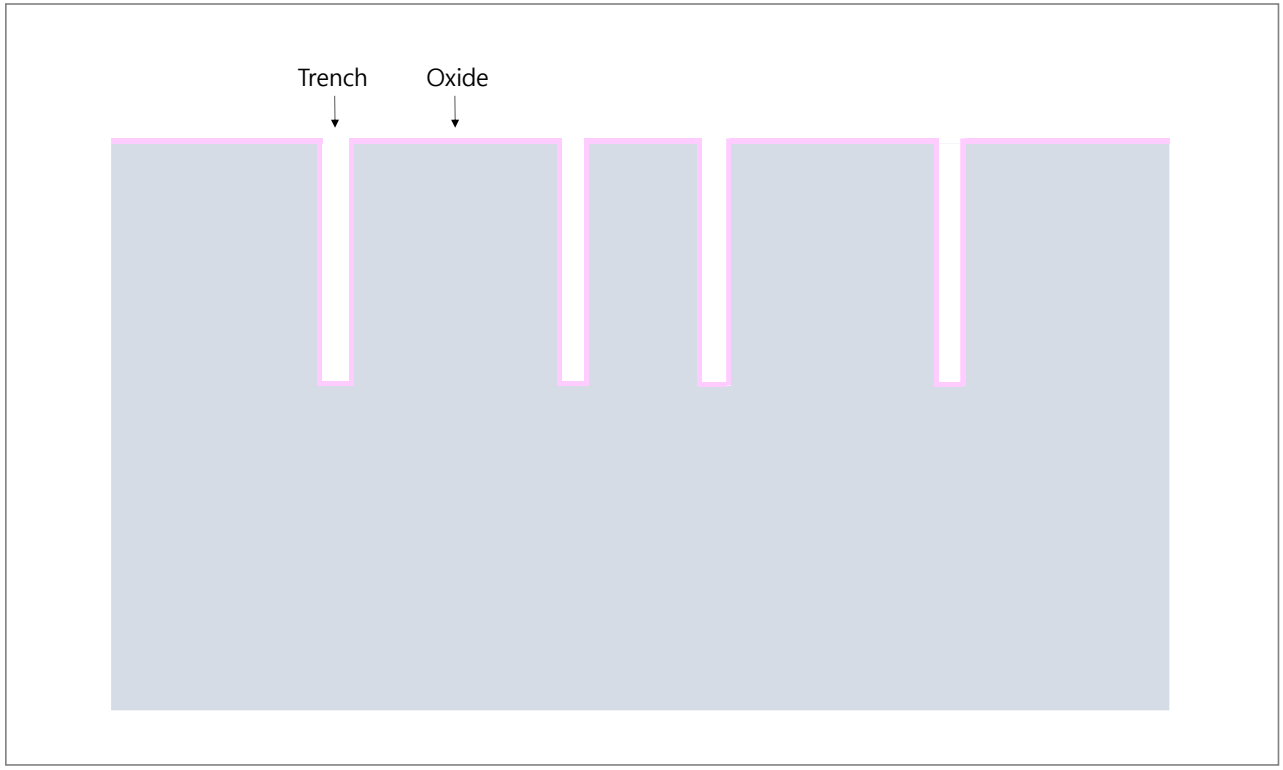


자료: 현대차증권

TSV Isolation

- Oxide(산화물) 절연막을 CVD(Chemical Vaporized Deposition, 화학 증착) 공정으로 형성
- 트렌치에 주입되는 Cu가 Si와 절연 되도록 하며, Cu로 인한 트렌치 오염을 방지

TSV Isolation



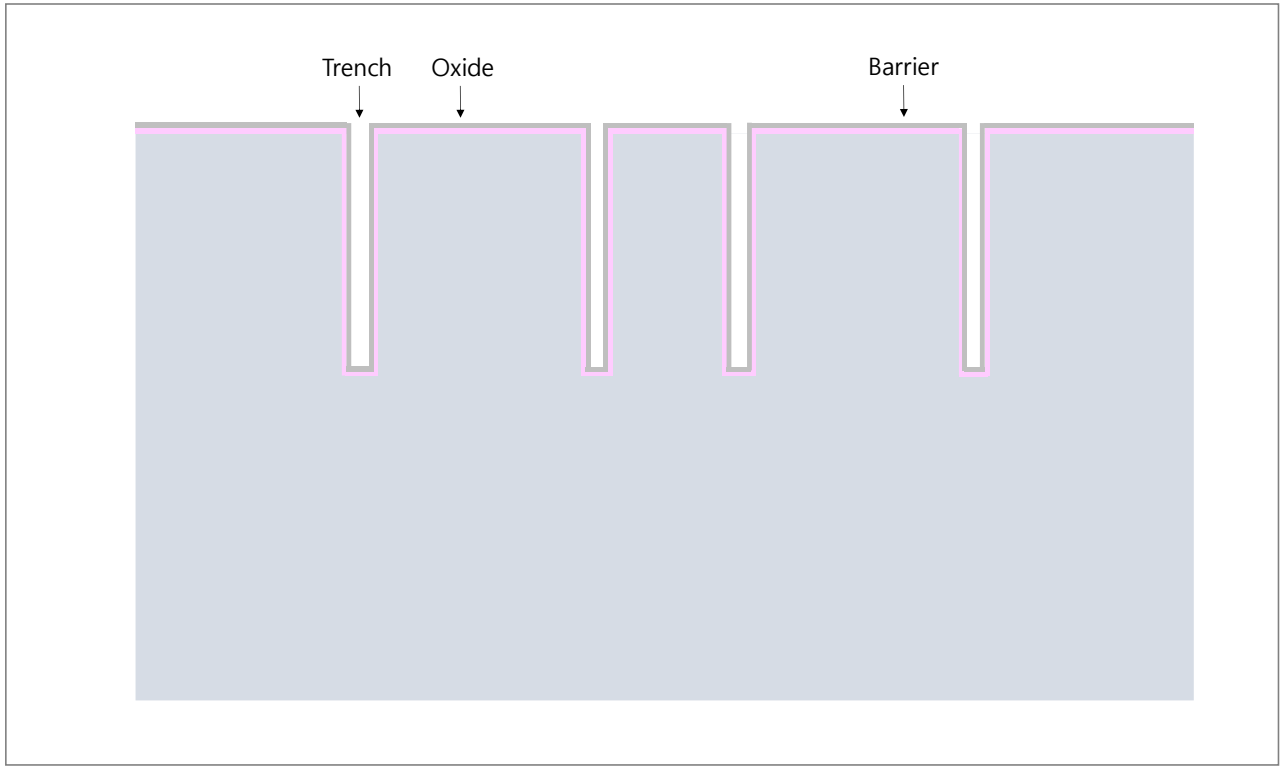
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Seed/Barrier

- 절연막 위로 금속 박막층을 형성
- 금속 박막층을 이용하여 다음 단계인 Cu 등의 금속을 전해도금하는 공정 진행

Seed/Barrier



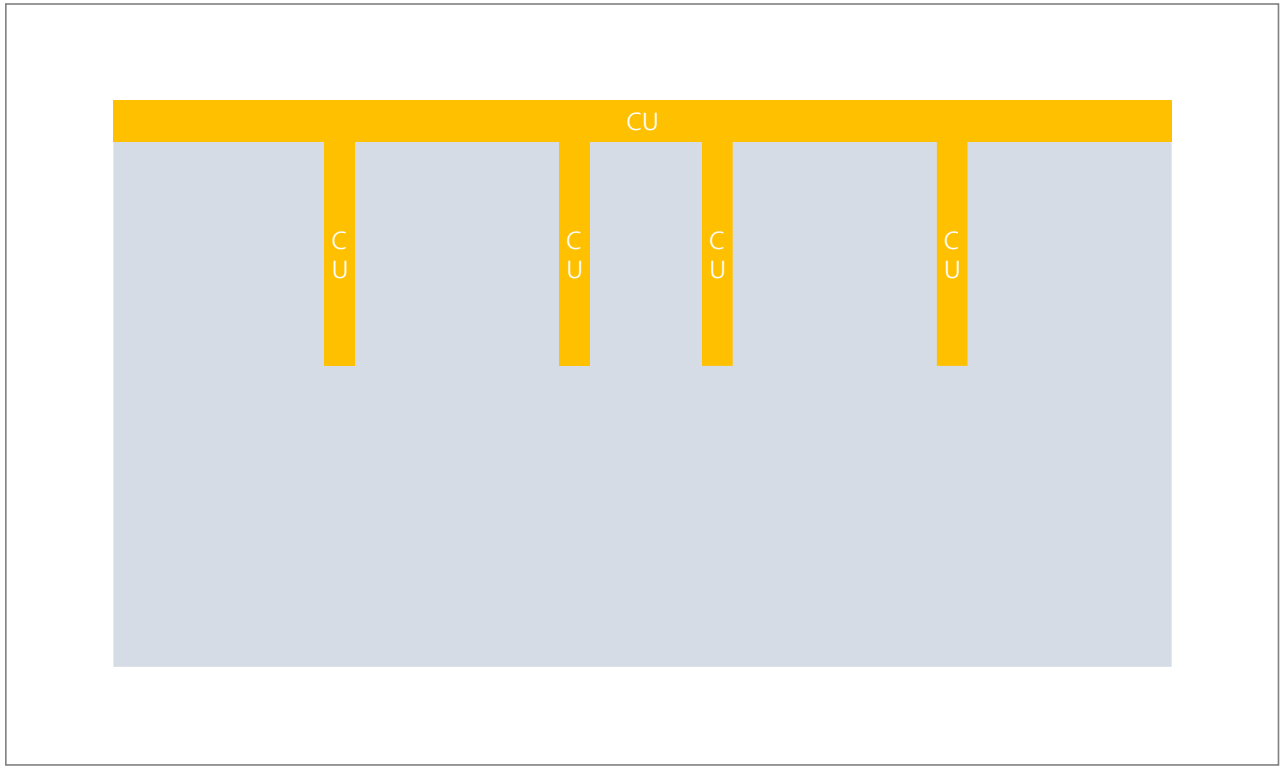
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

TSV Cu fill

- 형성된 트렌치에 구리를 주입하는 공정
- 관련 기업: 원익 IPS(어닐링 장비)

TSV Cu fill

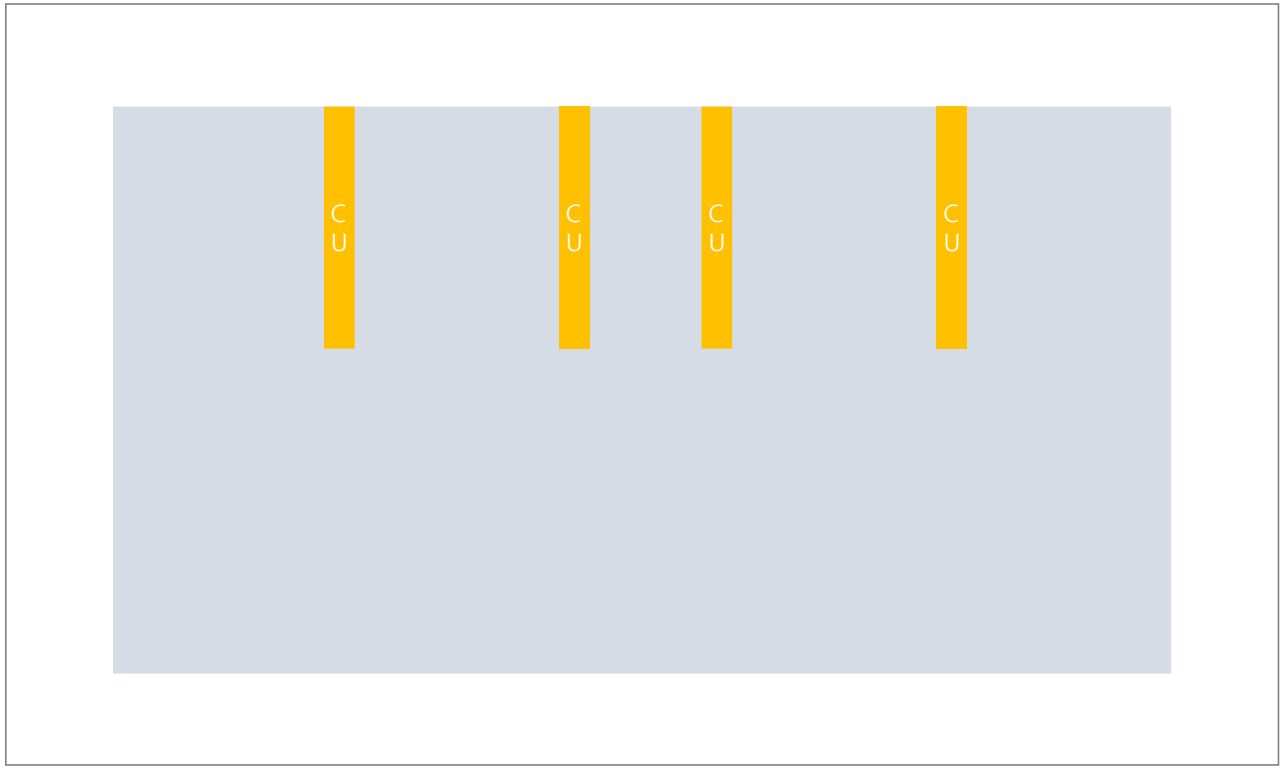


자료: 현대차증권

TSV Cu CMP

- CMP(Chemical-Mechanical Polishing) 공정으로 구리 주입물을 평탄화

TSV Cu CMP



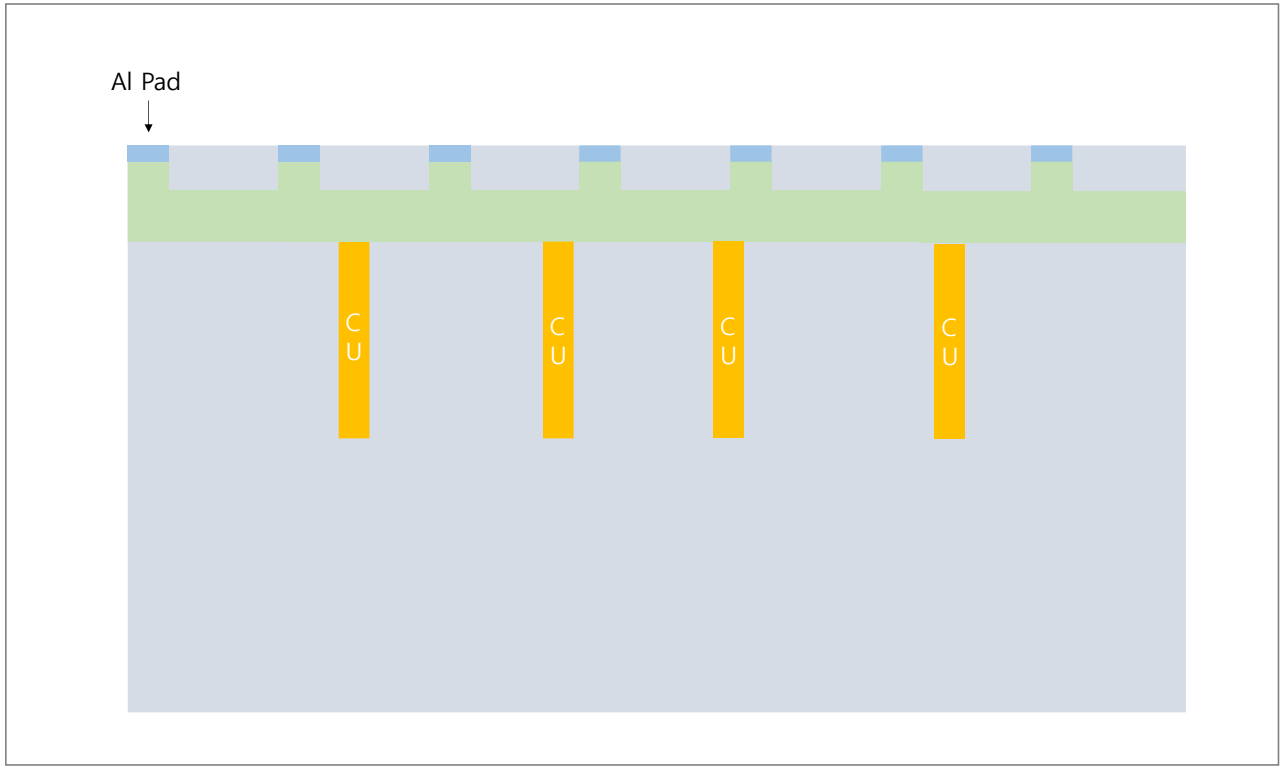
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

BEOL metallization(with aluminum pad opening)

- 일반적인 BEOL(Back End Of Line) 공정 진행을 통해 배선과 AI 패드 형성

BEOL metallization(with aluminum pad opening)

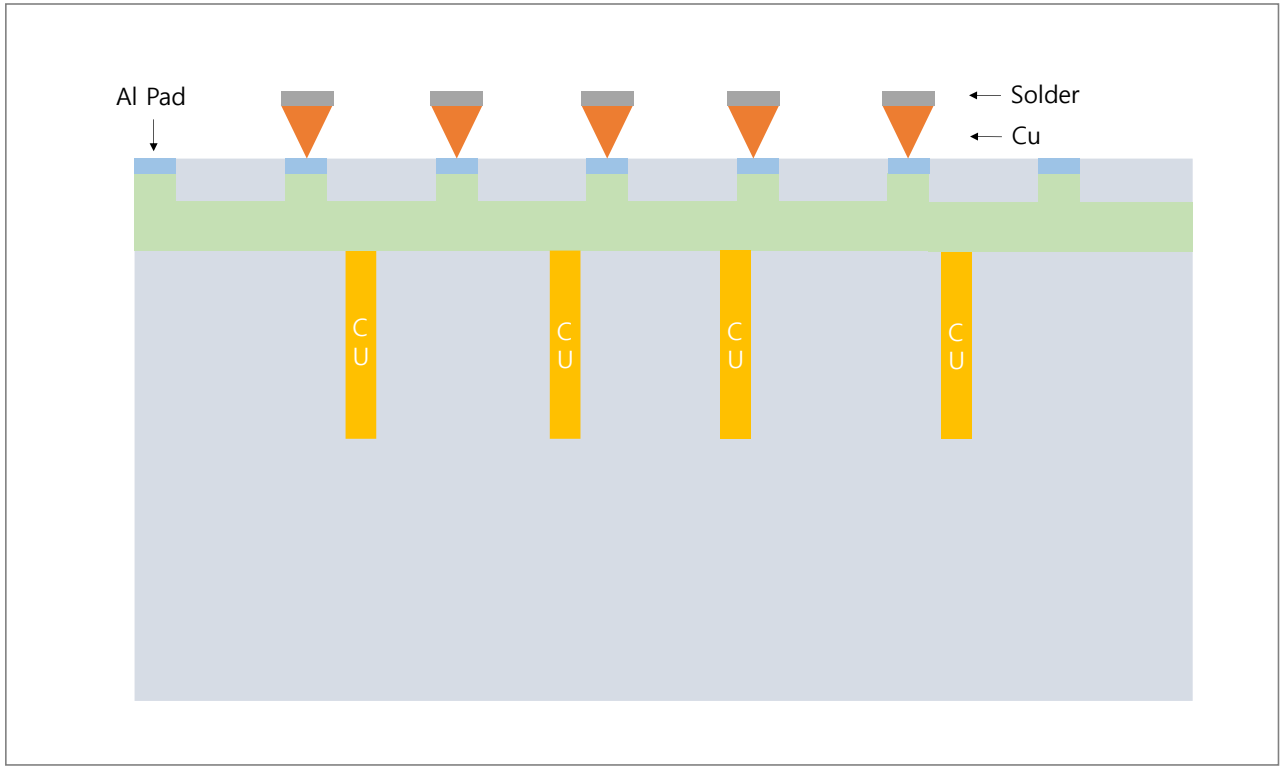


자료: 현대차증권

Front side bump formation

- 웨이퍼 앞면에 적층 시 상단 칩과 결합될 마이크로 범프를 형성
- 관련 기업: 덕산하이메탈

Front side bump formation



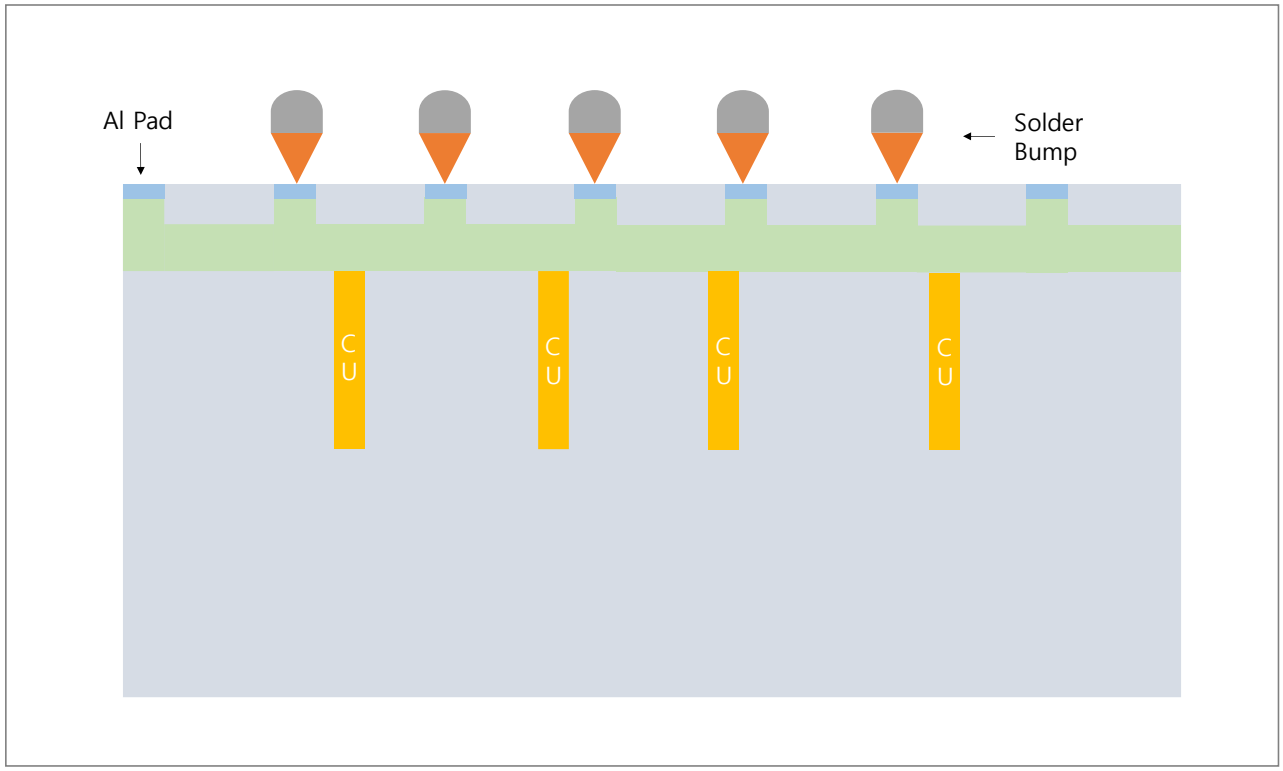
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Wafer solder reflow

- 마이크로 범프의 솔더 부분을 형성해주는 공정으로 원기둥 형태의 표면이 거친 솔더(Sn+Ag+Cu)를 반구 형태의 매끄러운 솔더로 구리도금 위에 형성
- 적층 공정에서 해당 솔더 범프가 상단 칩의 Backside Bump와 접합
- 관련 기업: 에스티아이, 피에스케이홀딩스

Wafer solder reflow

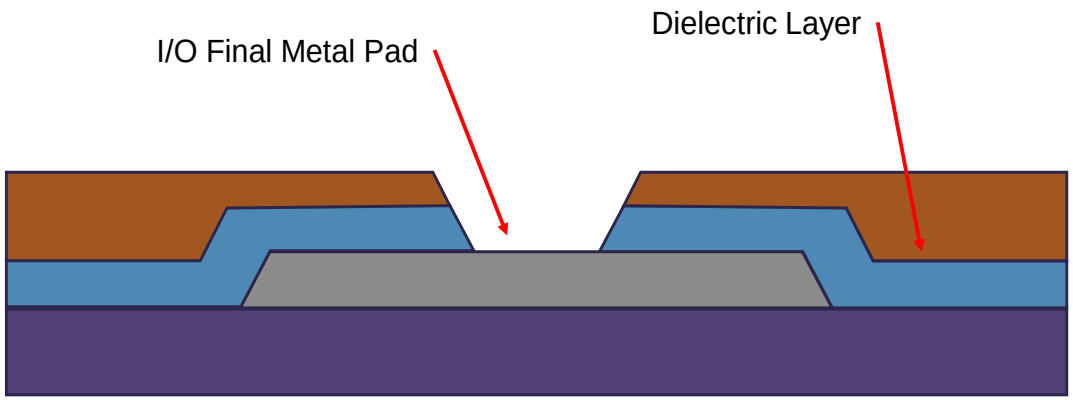


자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Wafer solder reflow(1)_Base

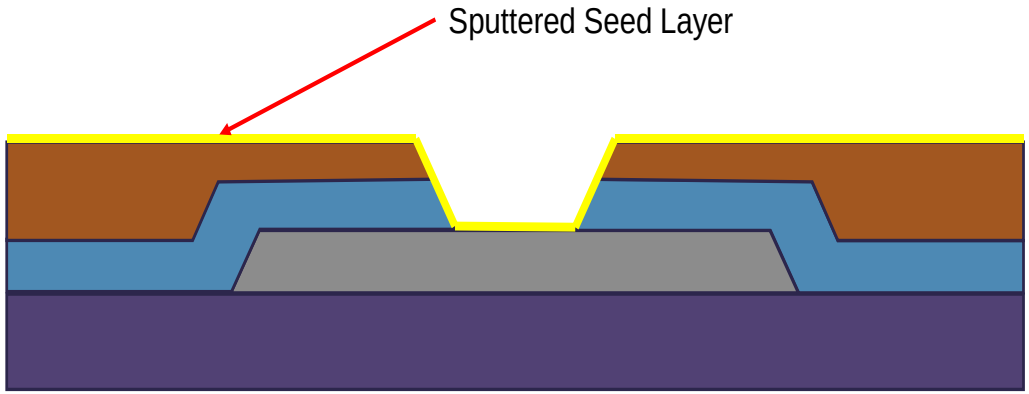
Base



자료: 현대차증권

Wafer solder reflow(2)_Sputtering

Sputtering

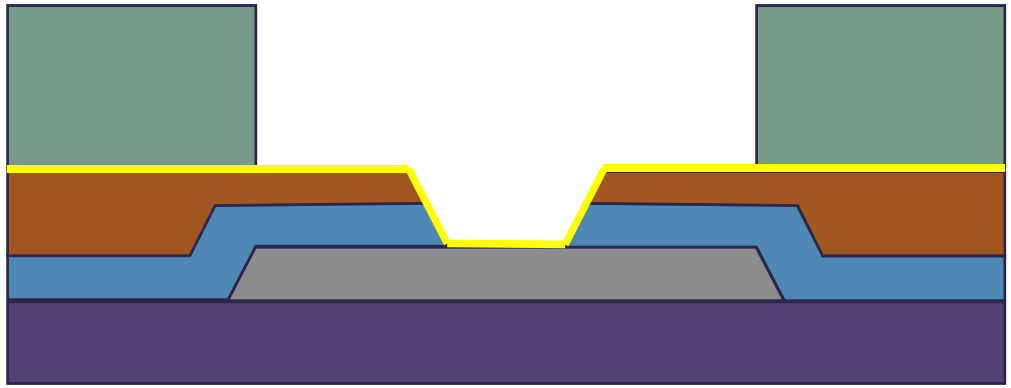


자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Wafer solder reflow(3)_PR Patterning

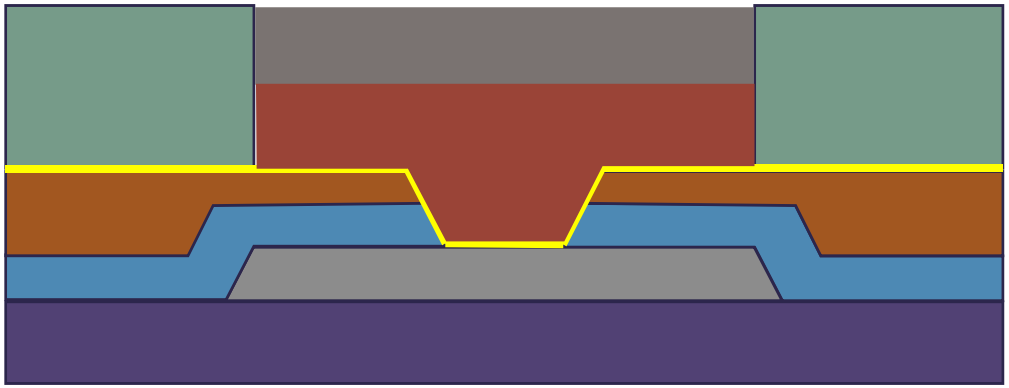
PR Patterning



자료: 현대차증권

Wafer solder reflow(4)_Electroplating

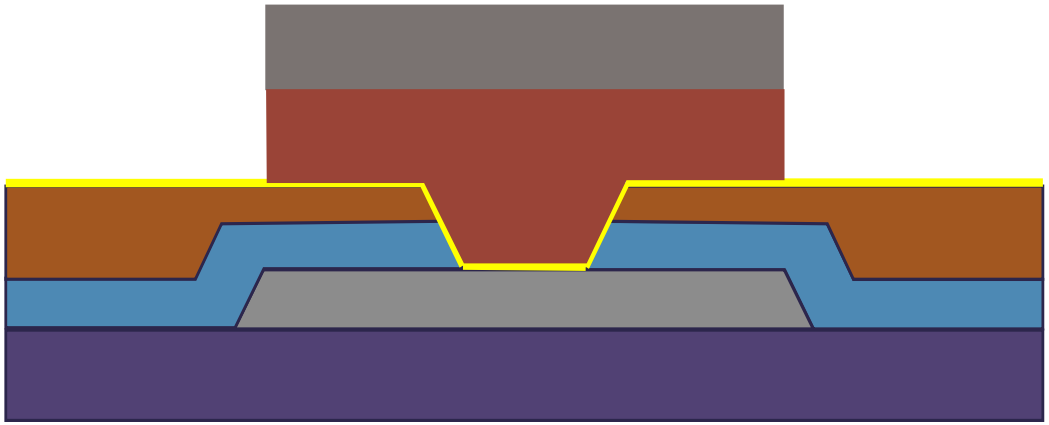
Electroplating



자료: 현대차증권

Wafer solder reflow(5)_PR Strip & Metal Etch

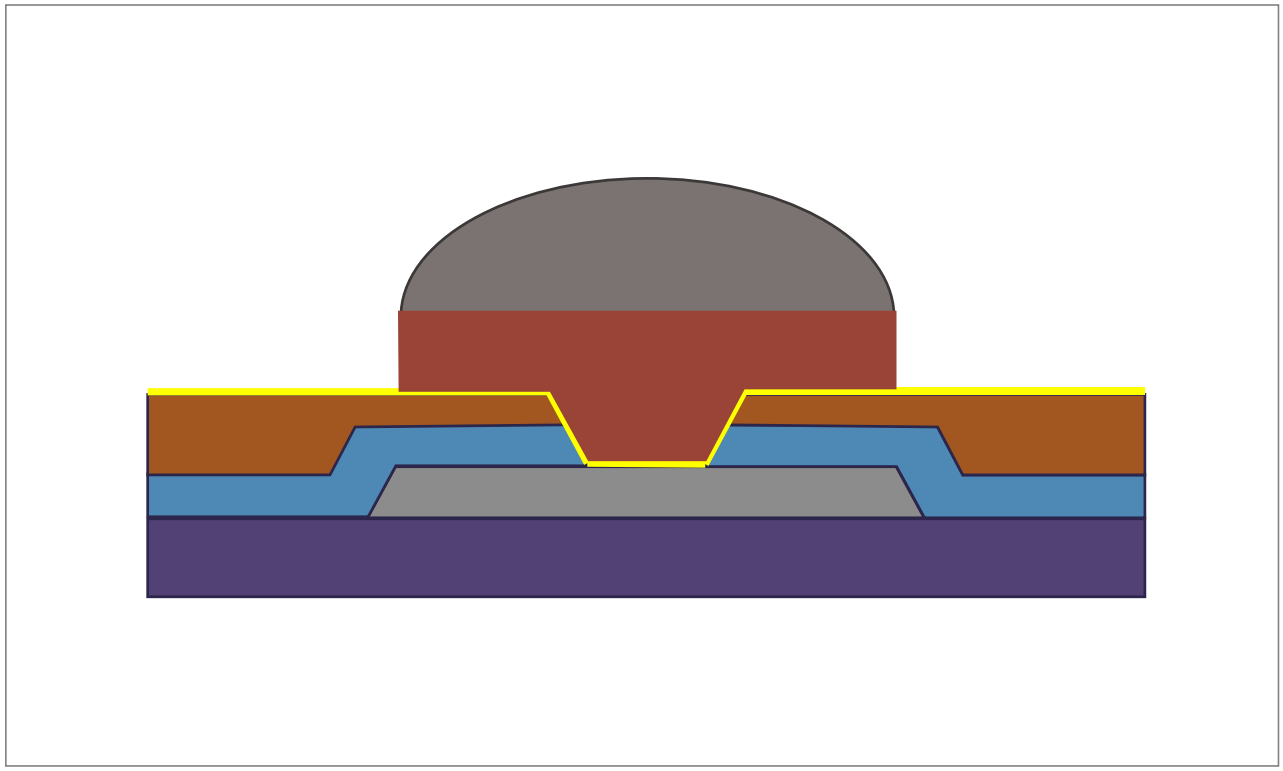
PR Strip & Metal Etch



자료: 현대차증권

Wafer solder reflow(6)_Solder Reflow

Solder Reflow

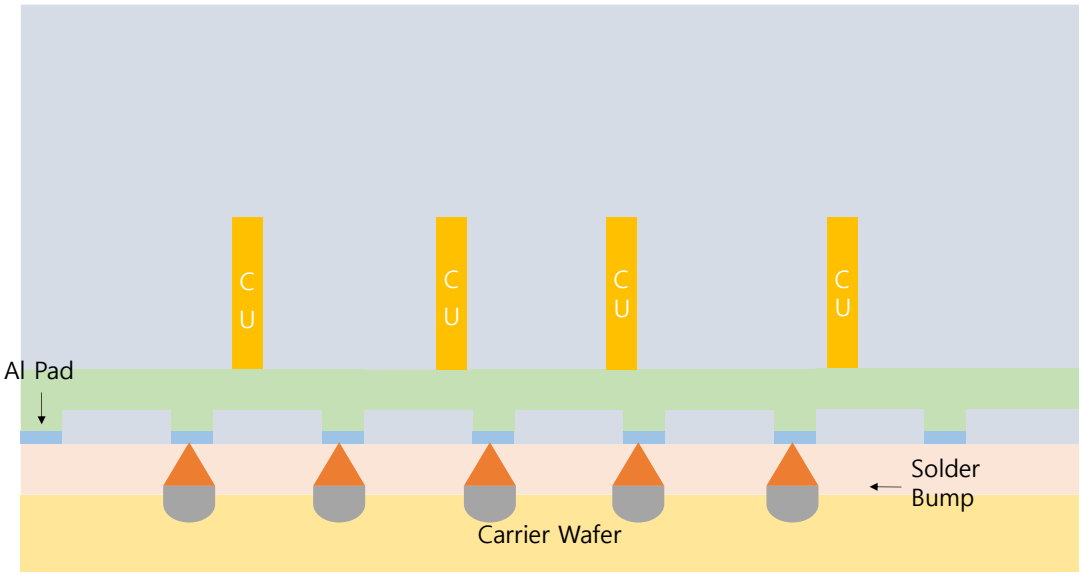


자료: 현대차증권

Temporary carrier bonding

- 뒷면에 범프를 만들기 위해 웨이퍼 앞면에 가접착용 접착제로 캐리어 웨이퍼를 붙여주는 공정
- 일반 반도체 공정에서는 Carrier Wafer를 사용하지 않고 곧바로 Back grinding을 진행 후 웨이퍼 장비에서 원형틀 (Ring Frame)로 옮겨 테이프로 접착, 이후 후속 공정 진행
- 반면 HBM은 아직 웨이퍼 장비에서 뒷면에 Backside Bump를 형성해주어야 하기 때문에 원형틀 대신 Carrier Wafer 사용

Temporary carrier bonding

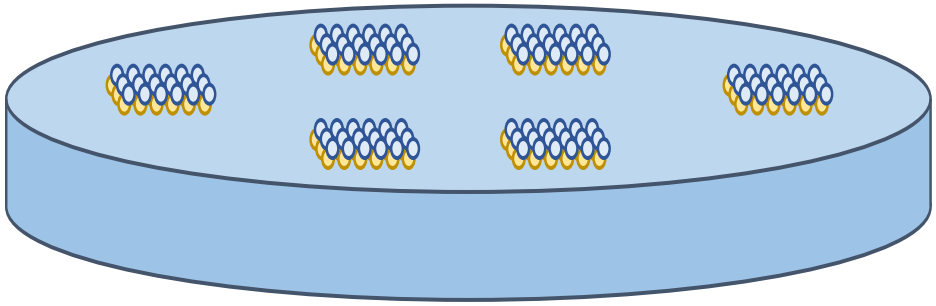


자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Temporary Carrier Bonding(1)_Adhesive Coating

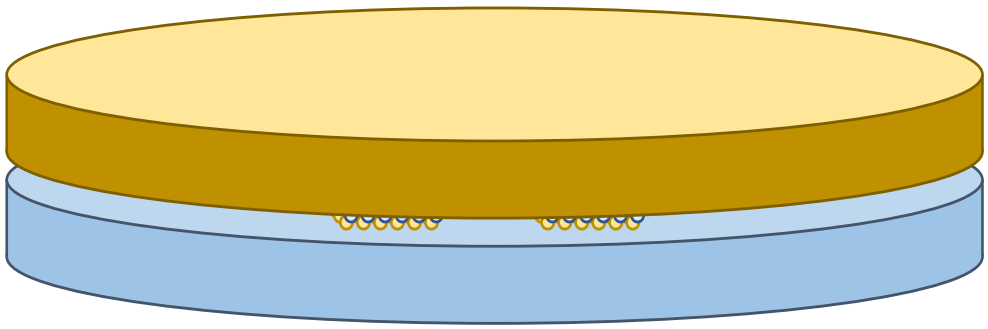
Adhesive Coating



자료: 현대차증권

Temporary Carrier Bonding(2)_Carrier bonding

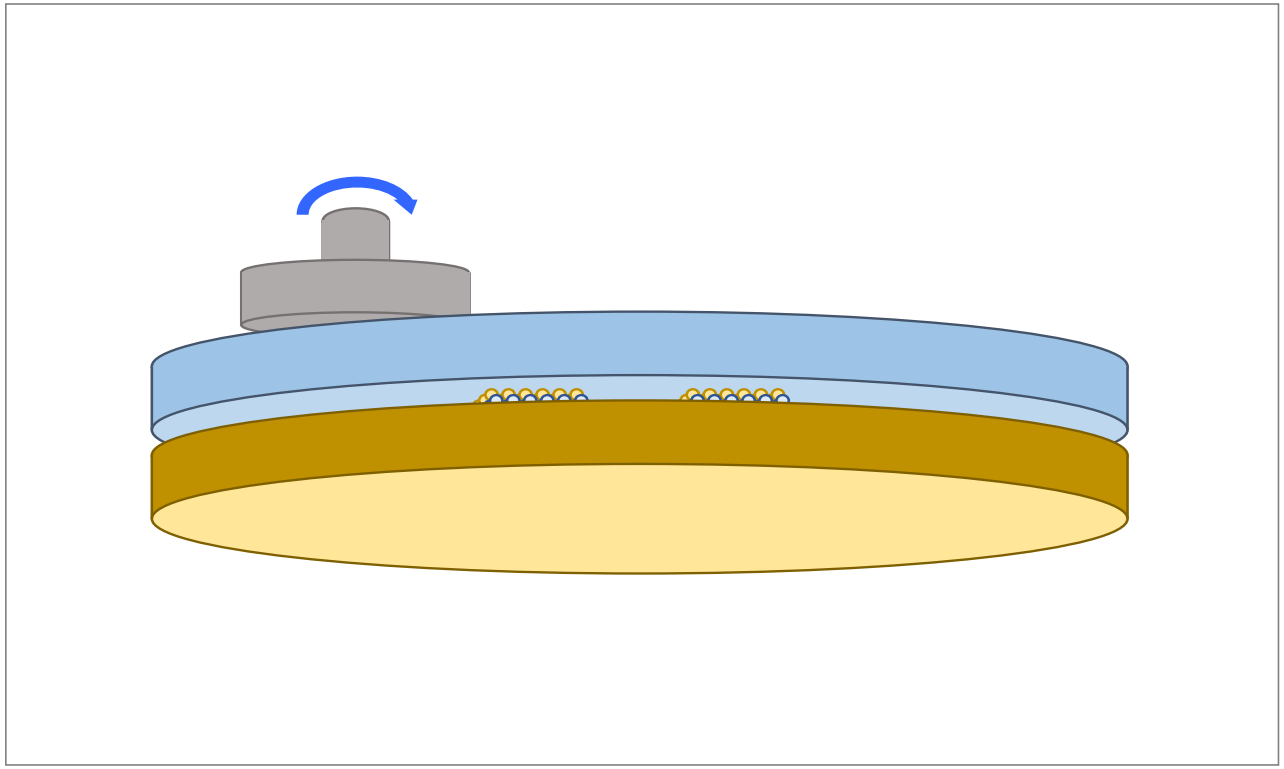
Carrier Bonding



자료: 현대차증권

Temporary Carrier Bonding(1)_B/G Process for Thin Wafer

B/G Process for Thin Wafer

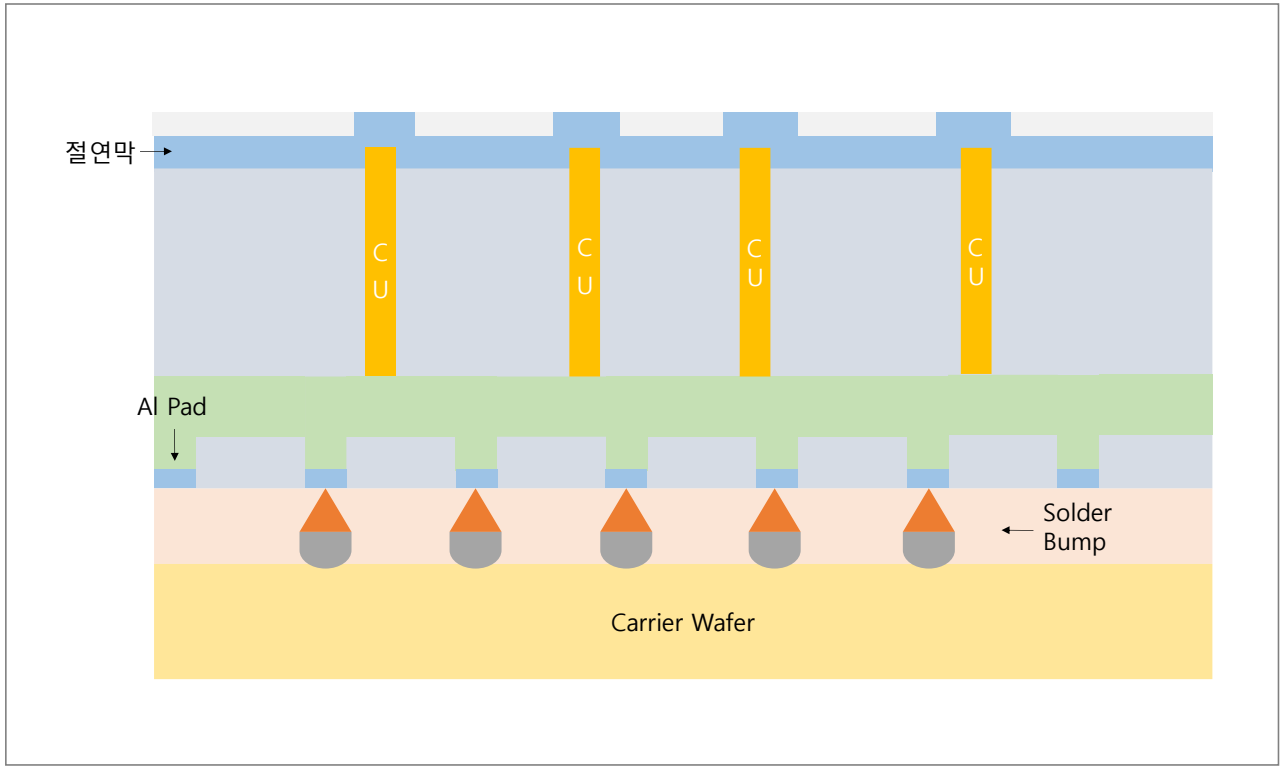


자료: 현대차증권

TSV exposure & Back side passivation

- Back Grinding 후 앞면에 Solder Bump를 형성해줄때와 마찬가지로 뒷면에 절연막을 도포하는 공정

TSV exposure & Back side passivation

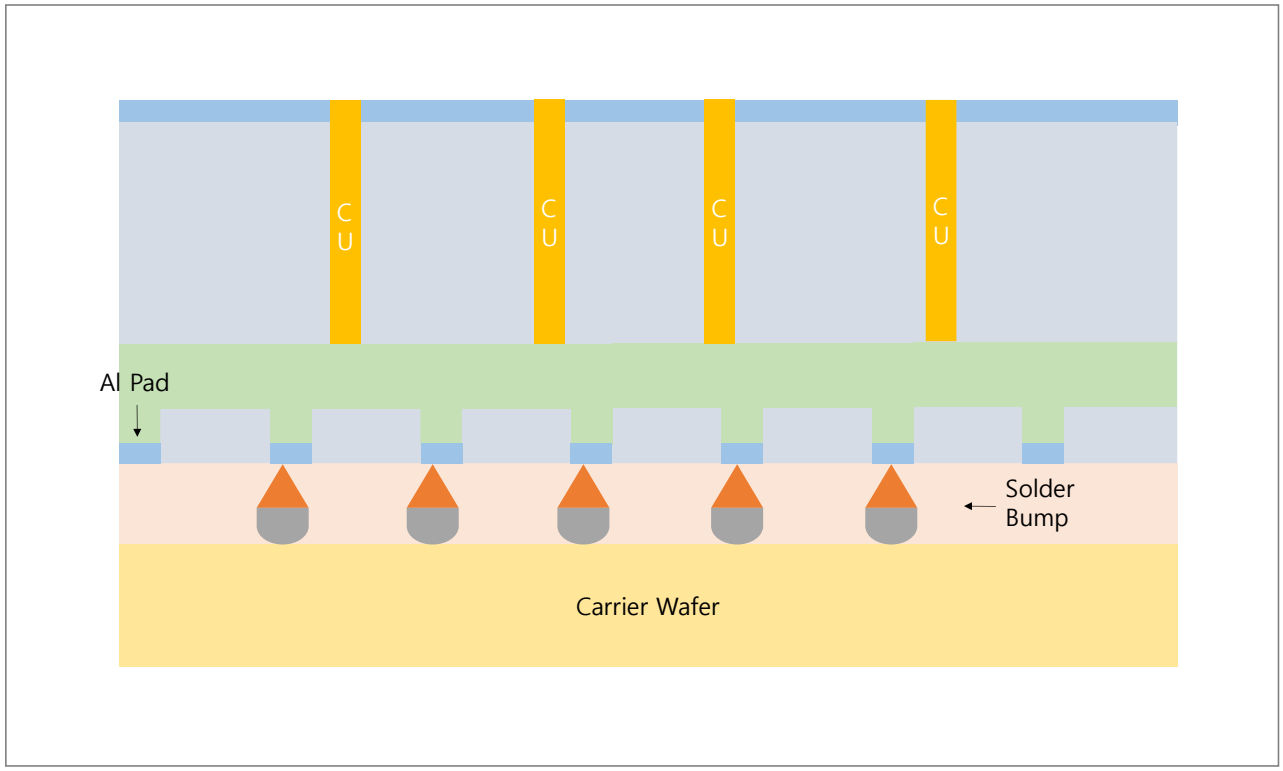


자료: 현대차증권

Passivation CMP & TSV Cu exposure

- 절연막을 CMP로 일부 제거한 후 Cu Via를 노출시키는 공정

Passivation CMP & TSV Cu exposure



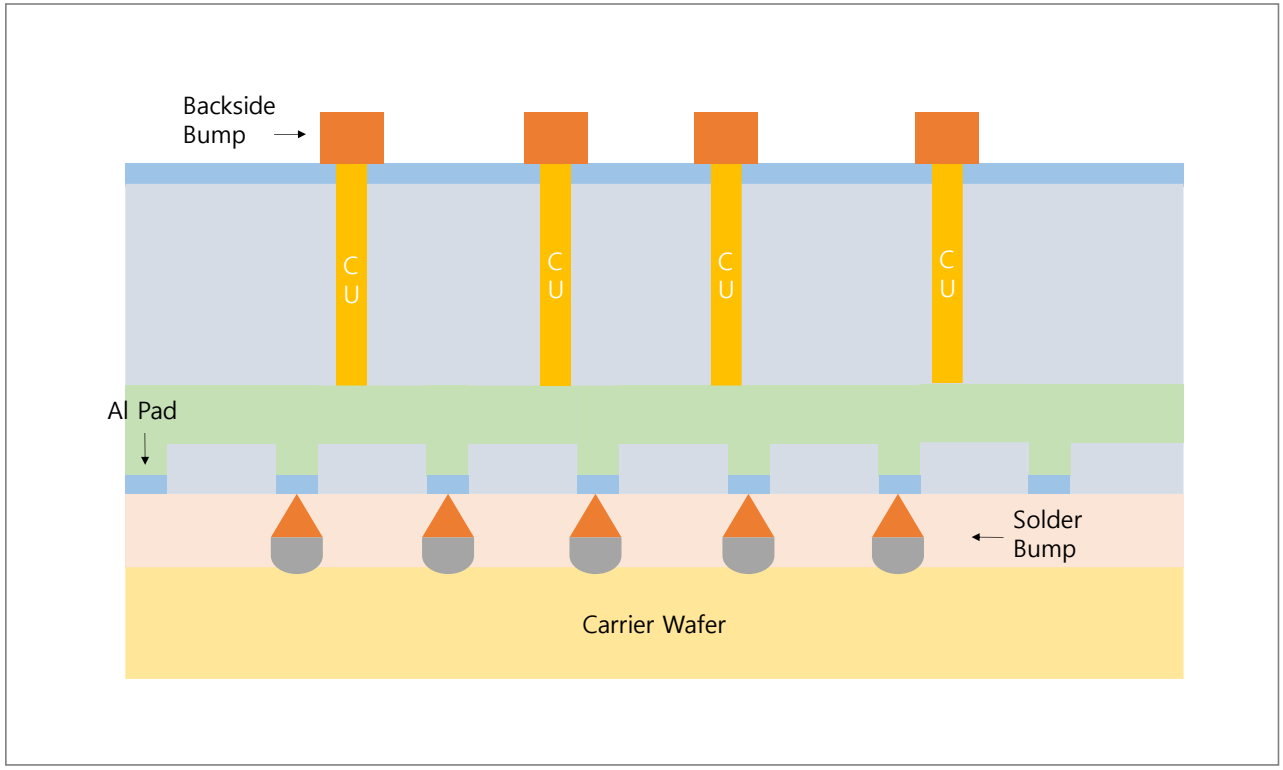
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Backside bump formation

- 웨이퍼 뒷면에 마이크로 범프를 형성하는 공정
- 관련 기업: 덕산하이메탈

Backside bump formation



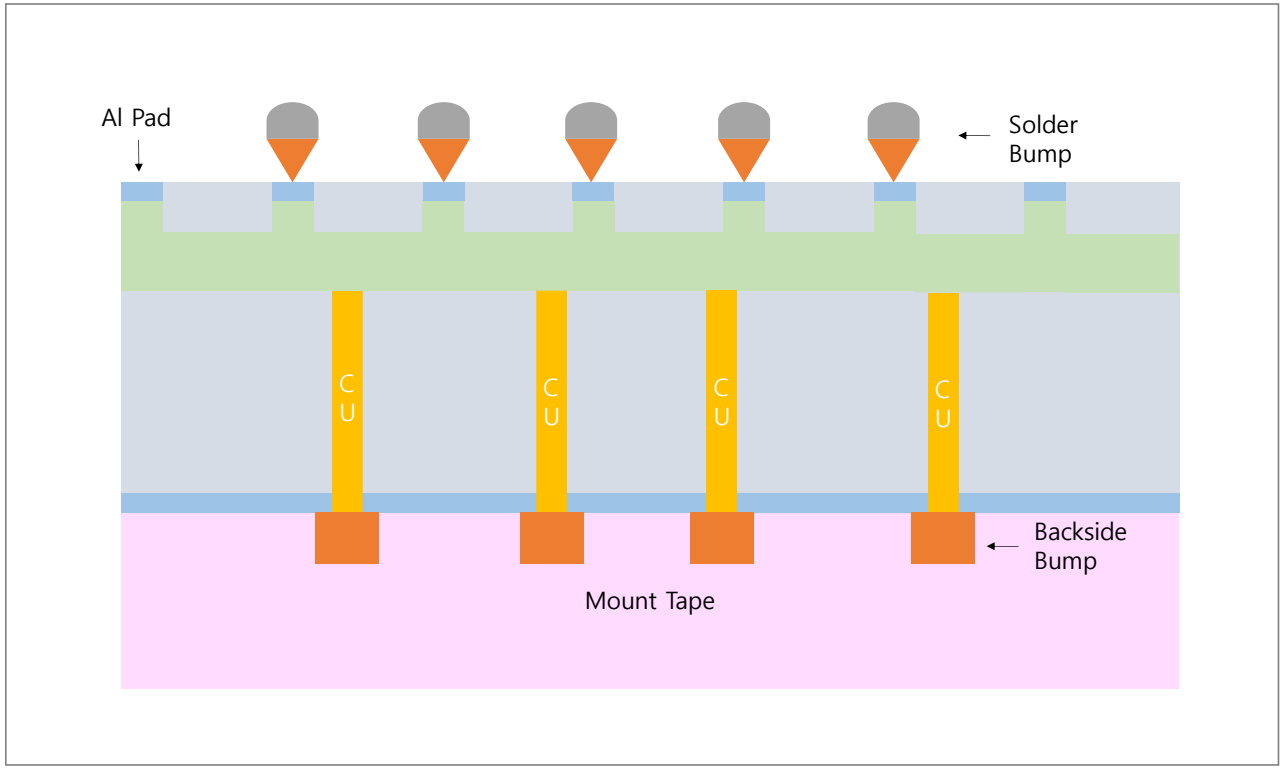
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Carrier wafer debonding & Thin wafer mounting on tape

- Carrier Wafer를 디본딩해주는 공정으로 TSV 공정에만 있는 공정, 이후 기존 반도체 공정과 동일하게 원형틀에 테이프로 웨이퍼를 접착
- 관련 기업: 코스텍시스템(코넥스), 제우스

Carrier wafer debonding & Thin wafer mounting on tape

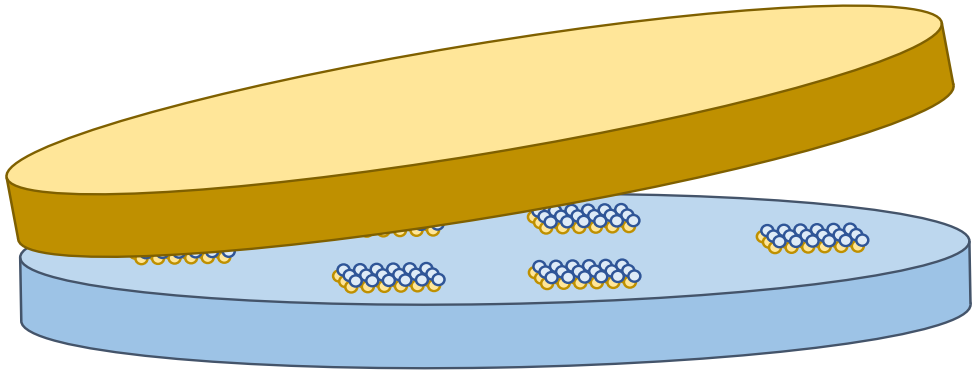


자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Debonding(1)_Carrier Detach

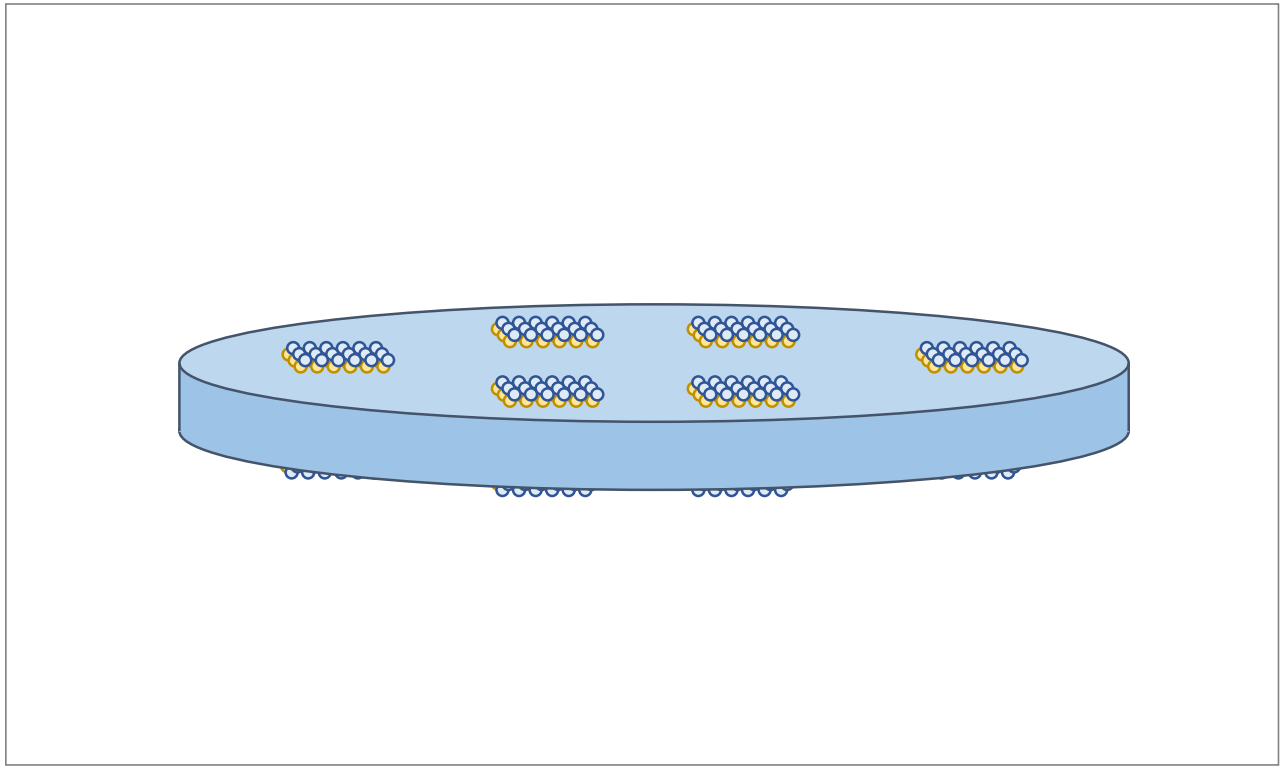
Carrier Detach



자료: 현대차증권

Debonding(2)_Cleaning

Cleaning



자료: 현대차증권

테스트 공정
-Wafer Test-

웨이퍼 테스트

- HBM의 경우 패키징이 완료된 이후 파운드리로 보내져 2.5D 패키징 공정을 거치고, 완성된 SiP(System in Package) 상태로 패키지 테스트를 거침
- 그렇기 때문에 메모리 업체의 입장에서 제품 불량을 사전에 방지 하기 위해 패키지 테스트가 아닌 웨이퍼 테스트가 중요해짐
- 관련 기업: 디아이

Advantest의 Memory Wafer Tester

자료: Advantest, 현대차증권

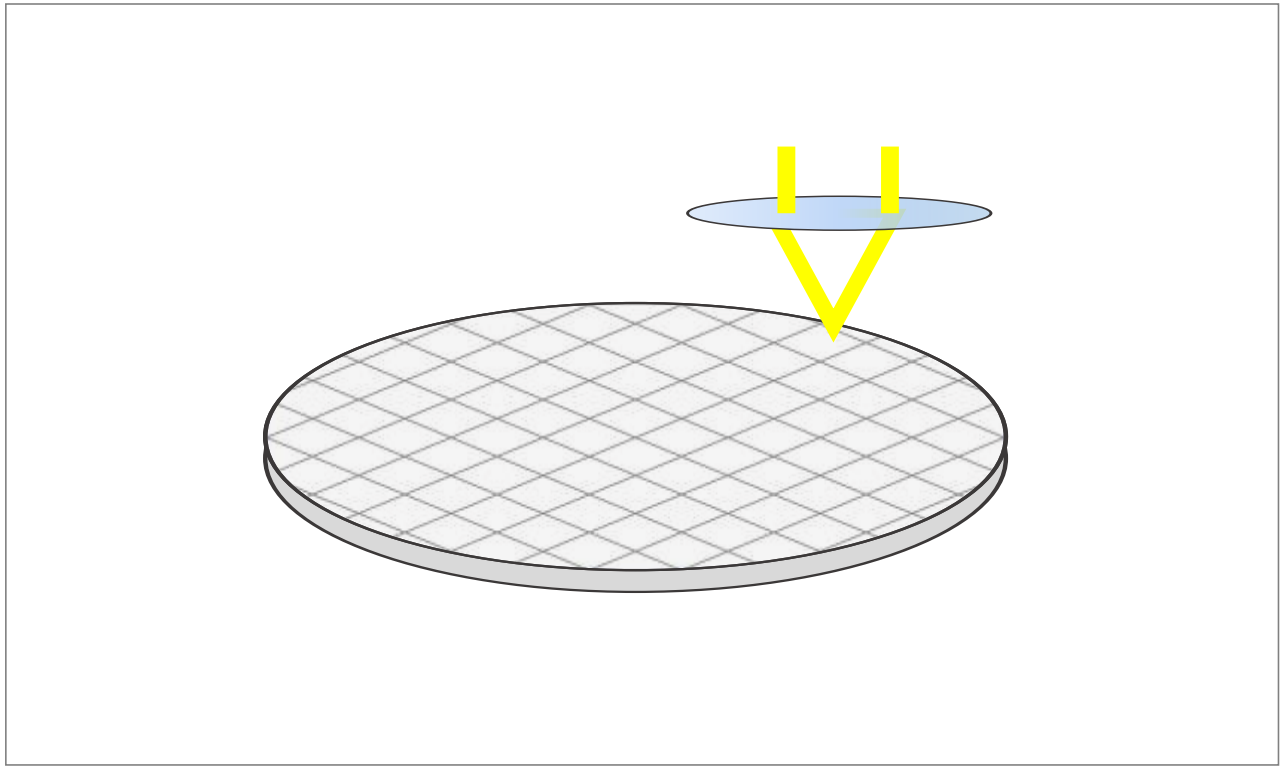
HBM 後공정
-적층 공정-

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Dicing

- HBM은 현재까지는 수율 문제로 Wafer to Wafer 적층을 할 수 없기 때문에 Stacking 전 Dicing 공정 진행 후 일반적으로 Chip to Wafer or Chip to Chip 적층을 거침
- 관련 기업: 이오테크닉스

Dicing



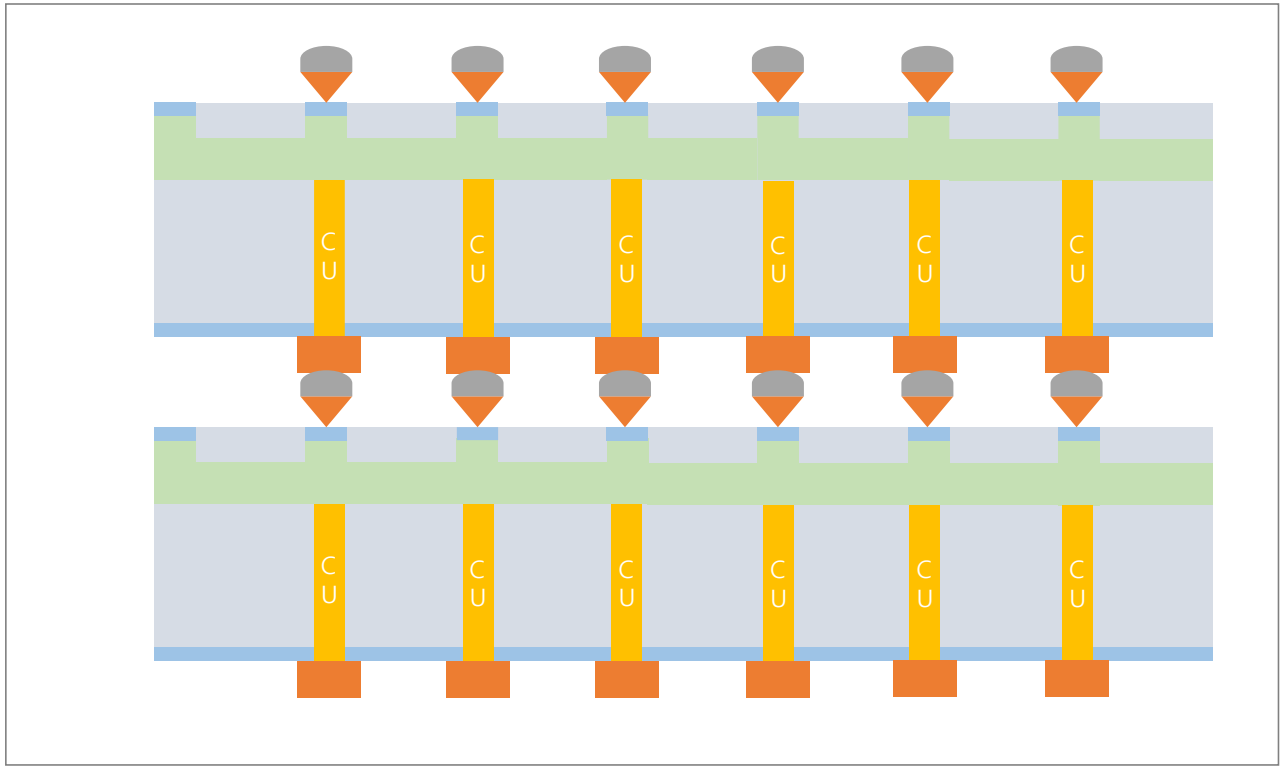
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Bonding

- 웨이퍼 앞뒷면에 생성된 범프들을 서로 접합시켜 단층의 디램을 다층으로 접착하는 공정
- 국내 메모리 2사의 경우 MR-MUF(Mass Reflow-Molded UnderFill)방식과 TC-NCF(Thermal Compression Non-Conductive Film)방식으로 대응중
- 관련 기업: 한미반도체

Bonding



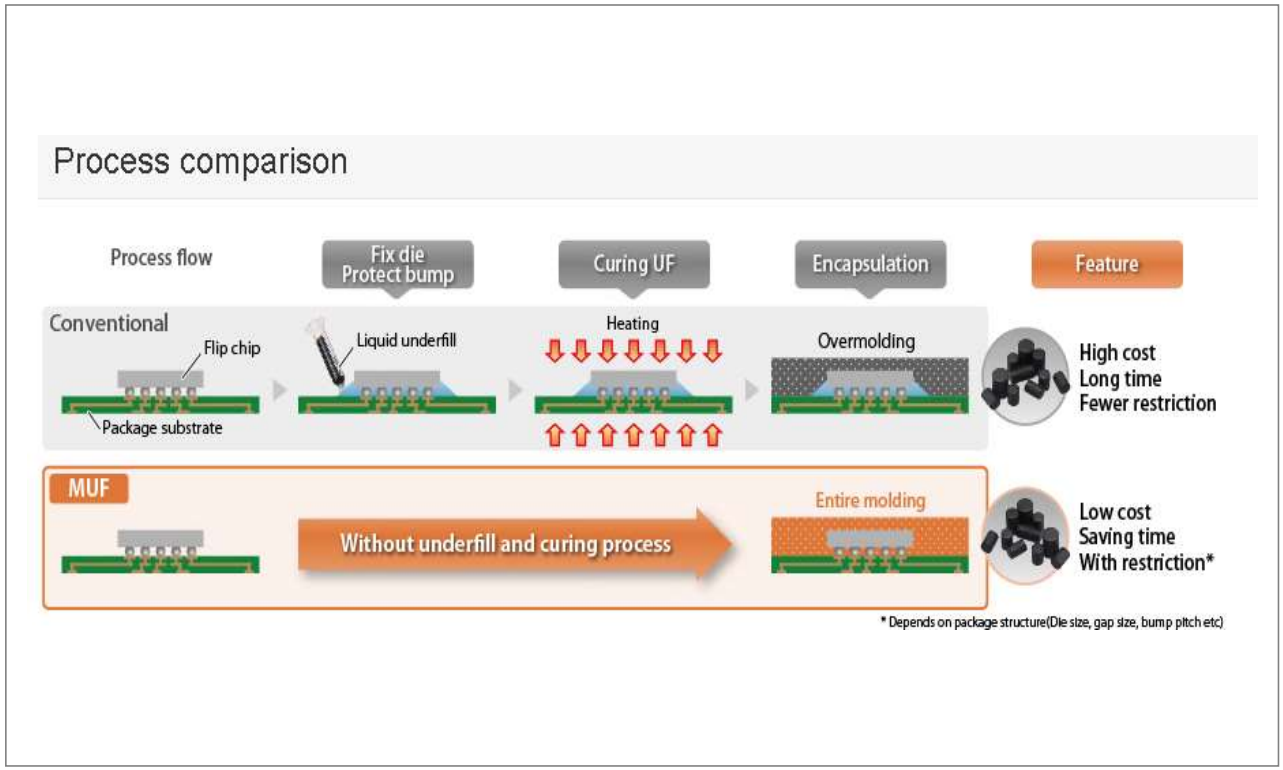
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

MR-MUF(Mass Reflow Molding Under Fill)

- MR(Mass Reflow): 일반적으로 플럭스 주입 – 열 인가 – 플럭스 잔류물 세척 – 언더필 주입 – Curing의 공정을 거침
- MR-MUF: 에폭시 플럭스(플럭스+언더필) 주입 – 열 인가 – Curing의 세단계로 본딩 공정을 단축하며 생산성 향상
- 관련 기업: 한미반도체

MR-MUF Process



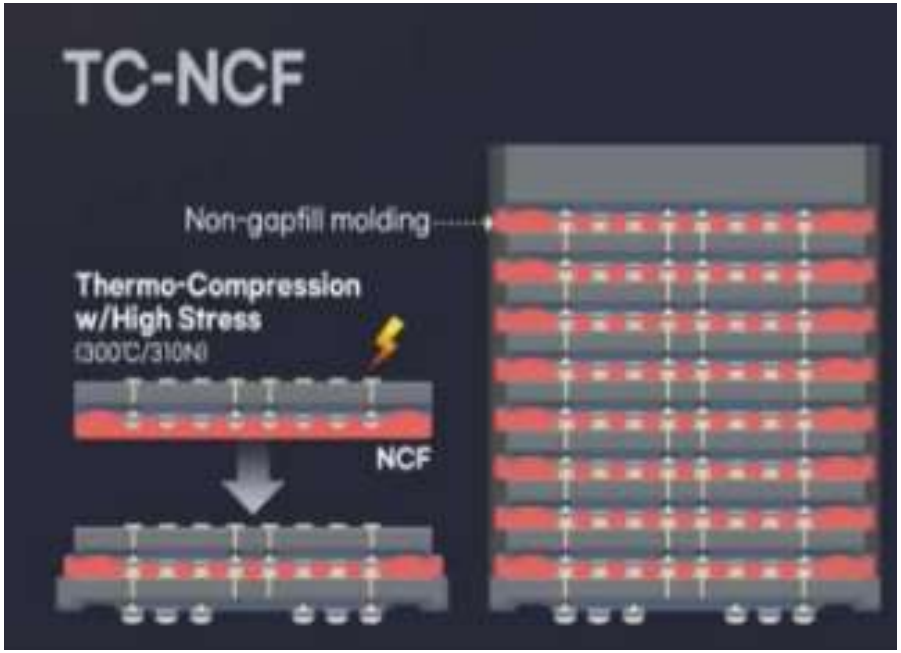
자료: Panasonic, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

TC-NCF(Thermo Compression-Non Conductive Film)

- NCF 필름을 에폭시 플럭스 대신 사용하여 열압착하면 절연 필름이 녹으며 상하단의 칩이 본딩되는 방식
- 관련 기업: 한미반도체

TC-NCF



자료: SK하이닉스, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
내일의 차이 현대차증권

Company Note
2023. 09. 14

크래프톤 (259960)

BUY
TP 250,000원

이익도 주가도 이제 회복될 차례

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

RA 윤서영
02-3787-2020 seoyeong.yoon@hmsec.com

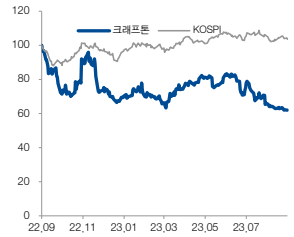
현재주가 (9/13)	152,000원
상승여력	64.5%
시가총액	73,511억원
발행주식수	48,363천주
자본금/액면가	49억원/100원
52주 최고가/최저가	246,500원/152,800원
일평균 거래대금 (60일)	173억원
외국인지분율	31.88%
주요주주	장병규 외 29인 21.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.3	-25.2	-5.6
상대주가(%p)	-4.2	-22.5	-10.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	11,966	12,577	280,000
After	12,426	13,142	250,000
Consensus	12,567	12,644	242,857
Cons. 차이	-1.1%	3.9%	2.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

3분기 영업이익 YoY +11%로 플러스 성장률 전환하는 호실적 예상

- 동사 3분기 매출액은 4,334억원(YoY -0.1%), 영업이익은 1,606억원(YoY +11.1%)으로 상반기 감익 기조에서 탈피해 플러스 이익 성장으로 전환될 전망. 매출은 PC가 역기저에도 슈퍼카 콜라보 확대로 YoY +3.6% 성장을 이어가고, 모바일은 중국 매출 회복이 변수지만 그 외 지역에서 QoQ/YoY 성장하며 YoY -2.4%로 선방할 것으로 예상. 영업비용은 인건비 및 지급수수료(e스포츠 개최비 포함)에서 전년동기대비 약 100억원 증가가 예상되나, 마케팅비 및 주식보상비용의 감소가 이를 상회함에 따라 YoY -5.6% 감소할 전망

PC/모바일 성수기 효과로 QoQ 12% 매출 성장: 중국 모바일도 7월 유의미한 MoM 트래픽 증가

- 3분기 예상 매출액 4,334억원(YoY -0.1%, QoQ +12.0%)은 PC 1,358억원(YoY +3.6%, QoQ +16.1%), 모바일 2,756억원(YoY -2.4%, QoQ +12.5%) 등으로 구성. PC는 애스턴마틴 콜라보 아이템 2종을 판매하며 매출 증가를 도모하고 있는데, 이는 전년동기 맥라렌 콜라보 아이템 1종을 판매한 것에서 확대된 것. 모바일은 PUBG 글로벌, 한국/일본, BGMI(인도), 화평정영(중국) 등 4개 지역 부문으로 구성. PUBG 글로벌은 터키, 이라크, 파키스탄 등 신흥국에서 매출이 증가하는 효과로, 한국/일본 지역은 성수기에 맞춰 출시된 드래곤볼 IP 콜라보 영향으로 QoQ/YoY 성장 기대. 인도 사업의 경우 트래픽은 영업금지 이전 수준을 회복했으며 매출은 서서히 회복세. 현지화 콘텐츠 강화, IP 콜라보, 대규모 e스포츠 대회 개최를 준비 중. 중국은 리오프닝으로 시장 전체가 위축된 것은 사실이지만, 3분기 신규 BM을 잦은 간격으로 도입함으로써 전년동기 수준 매출을 회복하는 것이 목표. 7월에는 전월비 의미 있는 트래픽 증가를 기록하였으며 전년동월비로는 아직 감소세지만 감소율은 1H23(YoY -25~30%로 추정) 대비 크게 축소된 점은 긍정적으로 판단됨

압도적인 이익창출능력, 그리고 다가오는 대형 신작

- 동사는 게임 업황 부진에도 연간 7천억원에 달하는 영업이익을 창출하고 있는데, 이는 경쟁사들이 2천억대(엔씨소프트), 천억대(카카오게임즈), 적자(넷마블)를 기록 중인 것과 비교시 압도적인 수준. 신작 부재 우려도 내년 하반기 블랙버짓, 서브노티카 출시가 예정되어 있어 제한적일 전망이고, 블랙버짓의 경우 연내 비공개 테스트에 돌입하며 출시 준비에 박차

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	18,854	6,506	5,199	7,182	11,442	-16.5	40.2	4.9	27.5	17.9	0.0
2022	18,540	7,516	5,002	8,590	10,194	-10.9	16.5	1.6	6.1	10.3	0.0
2023F	17,801	7,227	6,054	8,315	12,426	21.9	12.3	1.3	5.0	11.3	0.0
2024F	20,187	7,817	6,356	8,709	13,142	5.8	11.6	1.2	4.0	10.8	0.0
2025F	22,892	8,650	6,800	9,324	14,059	7.0	10.9	1.1	3.1	10.4	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

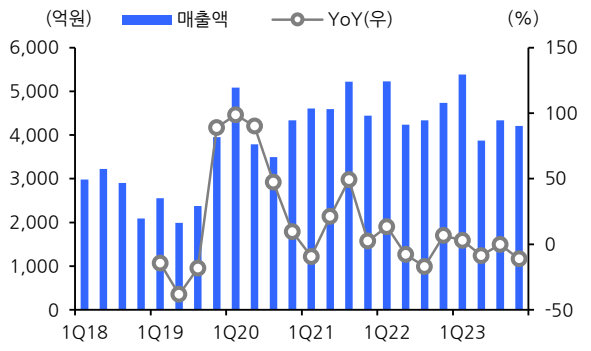
<표1> 크래프톤 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	3,871	4,334	4,209	16,704	18,863	18,540	17,801
영업이익	2,272	1,742	1,953	430	3,150	1,658	1,446	1,262	2,830	1,315	1,606	1,476	7,739	6,396	7,516	7,227
영업이익률(%)	49.3	37.9	37.4	9.7	60.2	39.1	33.3	26.6	52.5	34.0	37.0	35.1	46.3	33.9	40.5	40.6
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	3,871	4,334	4,209	16,704	18,863	18,541	17,801
온라인	661	886	1,295	1,144	1,061	886	1,311	1,391	1,785	1,170	1,358	1,416	2,649	3,986	4,649	5,729
모바일	3,788	3,542	3,805	3,037	3,959	3,197	2,824	2,547	3,482	2,449	2,756	2,504	13,414	14,172	12,527	11,191
콘솔	40	42	50	67	150	96	117	677	72	190	163	209	295	199	1,040	634
기타	121	123	69	192	60	57	85	123	48	62	57	80	347	505	325	247
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	3,871	4,334	4,209	16,704	18,863	18,541	17,801
한국	261	281	489	542	283	251	275	221	354	282	329	380	2,026	1,218	1,030	1,345
아시아	4,029	4,019	4,410	3,220	4,495	3,584	3,564	3,209	3,970	2,895	2,960	3,357	14,177	16,305	14,851	13,182
북미/유럽	234	240	250	300	438	362	461	1,258	924	535	855	290	329	1,077	2,519	2,604
기타	87	53	70	378	15	38	37	50	139	159	190	182	172	262	141	670
YoY(%)	-9.3	21.2	49.2	2.5	13.5	-7.8	-16.9	6.7	3.0	-8.6	-0.1	-11.2	53.6	12.9	-1.7	-4.0
온라인	-8.1	23.2	111.7	91.0	60.6	0.0	1.2	21.6	68.2	32.1	3.6	1.8	-41.2	50.5	16.6	23.2
모바일	-10.1	22.4	39.2	-15.0	4.5	-9.7	-25.8	-16.1	-12.0	-23.4	-2.4	-1.7	145.8	5.7	-11.6	-10.7
콘솔	-64.5	-46.0	53.8	-6.6	273.2	129.3	134.0	910.4	-52.0	97.9	39.3	-69.1	-63.2	-32.5	422.5	-39.0
기타	250.4	23.5	-42.7	109.1	-50.3	-53.8	23.2	-36.0	-20.0	8.8	-32.9	-35.0	222.9	45.8	-35.7	-24.0
YoY(%)	-9.3	21.2	49.2	2.5	13.5	-7.8	-16.9	6.7	3.0	-8.6	-0.1	-11.2	53.6	12.9	-1.7	-4.0
한국	8.2	-8.3	65.7	-54.2	8.3	-10.7	-16.6	-35.9	25.3	12.2	19.6	71.6	134.9	-39.9	-15.4	30.5
아시아	-10.8	26.2	49.4	-8.6	11.6	-10.8	-22.1	-12.9	-11.7	-19.2	-16.9	4.6	73.9	15.0	-8.9	-11.2
북미/유럽	-24.3	-8.5	15.2	-165.3	87.4	50.8	88.5	250.4	111.2	47.7	85.3	-76.9	-79.6	227.8	133.8	3.4
기타	555.1	47.1	102.5	327.8	-82.3	-28.2	-47.4	-4.9	111.2	47.7	85.3	261.8	-30.5	52.2	-46.4	376.7

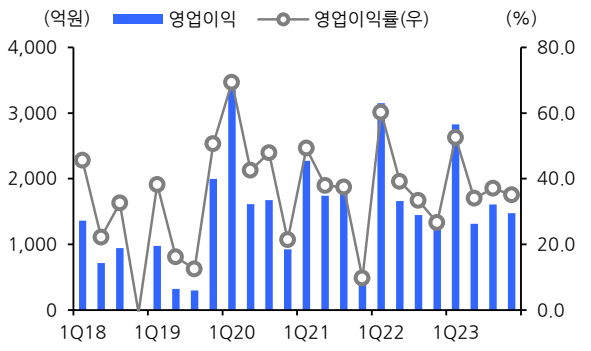
자료 : 크래프톤, 현대차증권

<그림1> 크래프톤 영업수익 & YoY 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

<그림2> 크래프톤 영업이익 & OPM 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**18,854**	**18,540**	**17,801**	**20,187**	**22,892**
증가율 (%)	12.9	-1.7	-4.0	13.4	13.4
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**18,854**	**18,540**	**17,801**	**20,187**	**22,892**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	12.9	-1.7	-4.0	13.4	13.4
판매관리비	**12,347**	**11,024**	**10,574**	**12,370**	**14,242**
판관비율(%)	65.5	59.5	59.4	61.3	62.2
EBITDA	**7,182**	**8,590**	**8,315**	**8,709**	**9,324**
EBITDA 이익률 (%)	38.1	46.3	46.7	43.1	40.7
증가율 (%)	-12.2	19.6	-3.2	4.7	7.1
영업이익	**6,506**	**7,516**	**7,227**	**7,817**	**8,650**
영업이익률 (%)	34.5	40.5	40.6	38.7	37.8
증가율 (%)	-15.9	15.5	-3.8	8.2	10.7
영업외손익	**1,115**	**-324**	**874**	**202**	**-70**
금융수익	109	337	228	0	0
금융비용	70	76	58	0	0
기타영업외손익	1,076	-585	704	202	-70
종속/관계기업관련손익	-10	-353	-109	195	200
세전계속사업이익	**7,612**	**6,839**	**7,992**	**8,214**	**8,780**
세전계속사업이익률	40.4	36.9	44.9	40.7	38.4
증가율 (%)	14.2	-10.2	16.9	2.8	6.9
법인세비용	2,309	1,687	1,947	1,872	1,995
계속사업이익	5,303	5,152	6,045	6,342	6,785
중단사업이익	-104	-150	0	0	0
당기순이익	**5,199**	**5,002**	**6,045**	**6,342**	**6,785**
당기순이익률 (%)	27.6	27.0	34.0	31.4	29.6
증가율 (%)	-6.5	-3.8	20.9	4.9	7.0
지배주주지분 순이익	5,199	5,002	6,054	6,356	6,800
비지배주주지분 순이익	0	0	-10	-14	-15
기타포괄이익	178	373	319	0	0
총포괄이익	5,377	5,374	6,364	6,342	6,785

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**36,537**	**38,926**	**41,314**	**48,533**	**55,972**
현금성자산	30,193	6,747	12,477	18,744	25,105
단기투자자산	410	1,546	1,651	1,872	2,123
매출채권	5,307	5,256	4,672	5,298	6,008
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	627	872	775	879	996
비유동자산	**20,641**	**21,377**	**23,456**	**23,356**	**23,582**
유형자산	2,437	2,231	1,940	1,338	928
무형자산	9,114	8,605	8,645	8,355	8,091
투자자산	6,210	6,933	8,718	9,511	10,410
기타비유동자산	2,880	3,608	4,153	4,153	4,153
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**57,178**	**60,303**	**64,771**	**71,889**	**79,554**
유동부채	**6,382**	**4,112**	**3,663**	**4,144**	**4,690**
단기차입금	0	70	70	70	70
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	6,382	4,041	3,593	4,074	4,620
비유동부채	**4,714**	**5,063**	**5,200**	**5,495**	**5,829**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	480	480	480
기타비유동부채	4,714	5,063	4,720	5,015	5,349
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,096**	**9,175**	**8,863**	**9,639**	**10,519**
지배주주지분	46,081	51,119	55,867	62,223	69,023
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	38,391	14,478	14,701	14,701	14,701
자본조정 등	1,556	1,036	882	882	882
기타포괄이익누계액	507	880	1,185	1,185	1,185
이익잉여금	5,578	34,676	39,050	45,406	52,206
비지배주주지분	**1**	**10**	**40**	**26**	**12**
자본총계	**46,082**	**51,129**	**55,908**	**62,250**	**69,034**

(단위:억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**7,139**	**5,127**	**8,066**	**7,213**	**7,434**
당기순이익	5,199	5,002	6,045	6,342	6,785
유형자산 상각비	617	756	772	602	410
무형자산 상각비	58	318	316	291	264
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-348	-1,344	996	-22	-25
기타	1,613	395	-62	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-11,997**	**-28,630**	**1,066**	**-1,014**	**-1,149**
투자자산의 감소(증가)	-4,646	-808	-1,673	-792	-899
유형자산의 감소	8	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-613	-266	-175	0	0
기타	-6,746	-27,557	2,913	-221	-251
재무활동으로인한현금흐름	**27,362**	**-561**	**-3,489**	**68**	**77**
차입금의 증가(감소)	218	96	417	68	77
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	28,359	-23,913	224	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1,216	23,257	-4,130	0	0
기타현금흐름	**491**	**617**	**86**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**22,995**	**-23,446**	**5,730**	**6,267**	**6,361**
기초현금	7,198	30,193	6,747	12,477	18,744
기말현금	30,193	6,747	12,477	18,744	25,105

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	11,442	10,194	12,407	13,114	14,029
EPS(지배순이익 기준)	11,442	10,194	12,426	13,142	14,059
BPS(자본총계 기준)	94,109	104,171	115,600	128,714	142,743
BPS(지배지분 기준)	94,107	104,151	115,517	128,659	142,719
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	40.2	16.5	12.3	11.7	10.9
P/E(지배순이익 기준)	40.2	16.5	12.3	11.6	10.9
P/B(자본총계 기준)	4.9	1.6	1.3	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	4.9	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	27.5	6.1	5.0	4.0	3.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-16.5	-10.9	21.7	5.7	7.0
EPS(지배순이익 기준)	-16.5	-10.9	21.9	5.8	7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.9	10.3	11.3	10.7	10.3
ROE(지배순이익 기준)	17.9	10.3	11.3	10.8	10.4
ROA	14.0	8.5	9.7	9.3	9.0
안정성 (%)					
부채비율	24.1	17.9	15.9	15.5	15.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	93.6	99.2	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

Macro Strategy
2023. 09. 14

오연구원의 경제분석 Snap-Shot

8월 미국 소비자물가 – 예상치를 상회한 인플레이션

Economist 오창섭
02) 3787-2385
cs.oh@hmsec.com

8월 미국 소비자물가 – 인플레이션 예상치 상회

8월 미국 소비자물가 상승률은 시장 예상치를 소폭 상회했다. 전년대비 상승률은 3.7%를 기록하며 컨센서스인 3.6%를 0.1%p 상회했으며, 지난 7월 상승률 3.2%에서 0.50%p 높아졌다. 특히, 세부항목에서 휘발유 가격이 전월보다 10.6% 오르며 미국 8월 소비자물가 상승에 절반 이상 기여한 상황이다. 또한 주거비가 40개월 연속 상승세를 이어간 가운데 항공여행 및 자동차 보험 등도 미국 인플레이션 확대에 기여했다. 그러나 에너지와 농산물을 제외한 근원 소비자물가 상승률은 전월의 4.7%보다 하락한 4.3%를 나타냈다.

연준 Data Dependent – 고용 약화 vs. 인플레이션 불안

9월 FOMC에서는 고용 약화보다 인플레이션 불안을 주목할 것으로 보인다. 우선 9월초에 발표된 미국 8월 고용지표에서는 실업률이 전월 대비 0.3%p 상승한 3.8%를 기록한 가운데 임금상승률 및 고용증가세 둔화가 확인되었다. 이에 따라 고용지표 둔화로 인해 9월 FOMC 금리동결 기대감이 높아졌다. 그러나 미국 8월 소비자물가 지표가 작년 기저효과 및 최근 유가 상승 영향 등으로 물가상승률이 예상치 보다 높게 나옴에 따라 통화정책 측면에서 매파적인 코멘트가 불가피해 보인다.

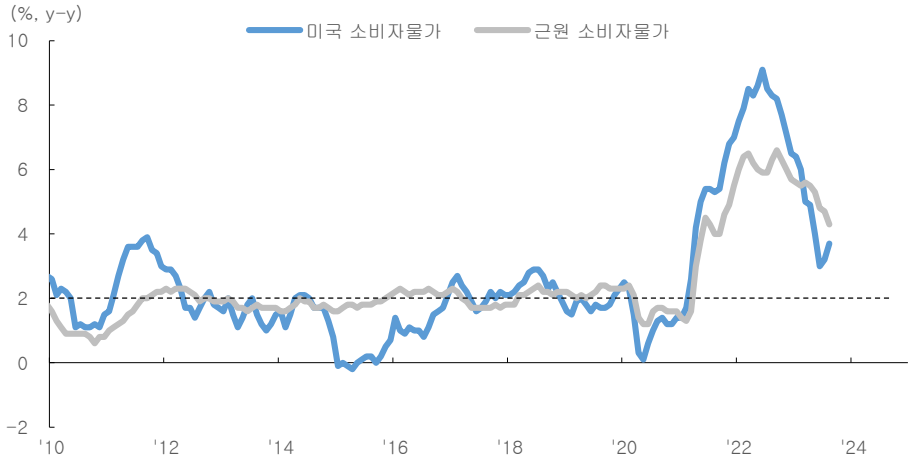
미국 인플레이션 전망 – 유가 상승 악영향 vs. 근원 물가 안정세

현재 3%대 미국 소비자물가 상황에도 불구하고 근원 물가는 아직 4%대를 기록하고 있다. 미국 소비자물가 상승률은 작년 6월 9.1% 수준을 고점으로 지속적으로 가파른 하락세를 나타냈다. 그러나 근원 소비자물가 상승률은 작년 9월 6.60% 수준에서 고점을 형성한 이후 상대적으로 매우 완만한 하락세를 보였다. 이에 따라 미국 근원 인플레이션은 아직까지 연준 물가목표(2.0%)를 두배 이상 상회하고 있다<그림 1>.

또한 최근 예상치 못한 유가 반등 상황도 인플레이션 불안요인으로 부각한다. 향후 WTI 유가를 기준으로 90~100달러 수준의 유가를 가정할 경우 다시 내년 상반기까지 원자재 가격에 의한 인플레이션 상승 압력이 높아진다. 이를 감안할 경우 미국 소비자물가 상승률은 올해 연말까지 다시 상승 흐름을 이어갈 것으로 보이며, 미국 연준 통화정책에서 추가적인 금리인상 요인으로 작용할 수 있다<그림 2~3>.

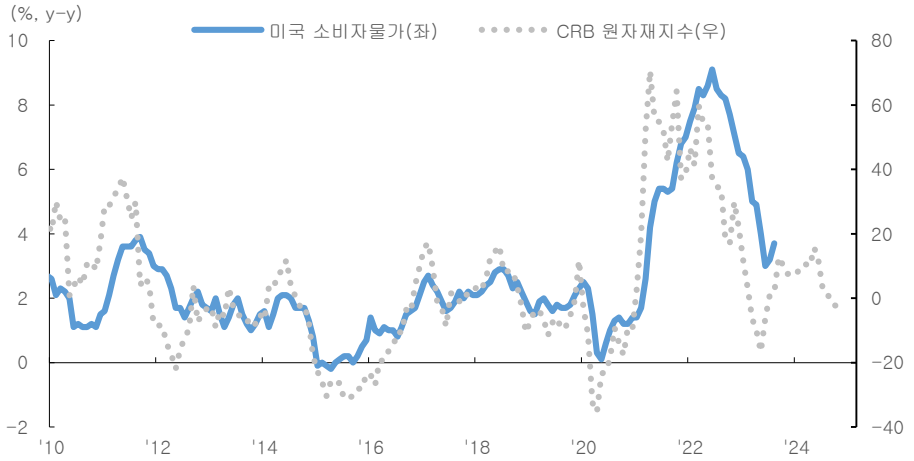
그러나 유가 상승에도 불구하고 향후 근원 인플레이션은 빠르게 하락할 것으로 보인다. 미국 근원 인플레이션의 경우 지난 2/4분기를 기점으로 본격적으로 둔화하기 시작했으며, 최근에는 고용호조 약화와 함께 전월대비 물가상승률이 0.2%로 떨어지며 하락 압력이 높아졌다. 이에 따라 향후 미국 근원 소비자물가 상승률은 올해 연말 4% 내외로 하락 이후 내년 연말에는 연준 물가목표인 2.0% 수준에 근접할 것으로 예상한다<그림 4>.

<그림 1> 미국 소비자물가 상승률 vs. 근원 소비자물가 상승률



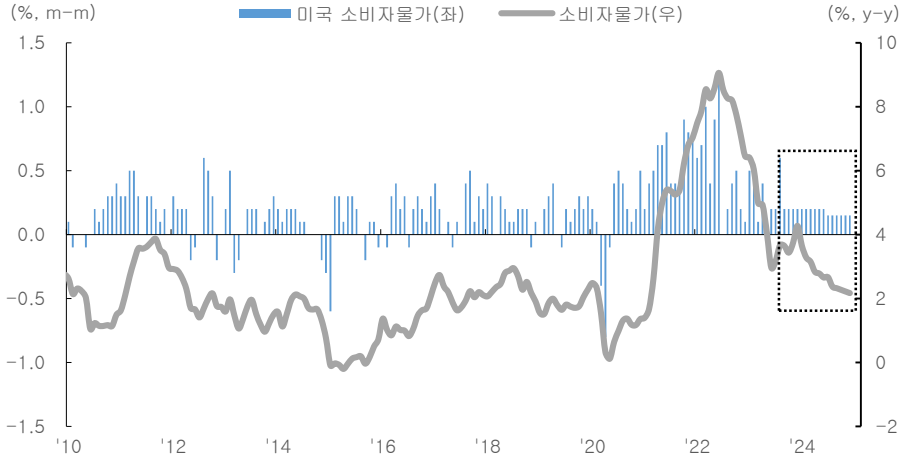
주: 점선은 미국 연준 통화정책 목표인 2.0% 수준 표시
자료: 미국 노동통계국

<그림 2> 미국 소비자물가 상승률 vs. CRB 원자재 상승률



주: 네모상자는 내년 상반기까지 WTI 유가 90~100달러 가정 시 CRB 원자재 상승률에 대한 당사 추정치
자료: 미국 노동통계국, 현대차증권

<그림 3> 당사 미국 소비자물가 상승률 전망치 현황



자료: 미국 노동통계국, 현대차증권

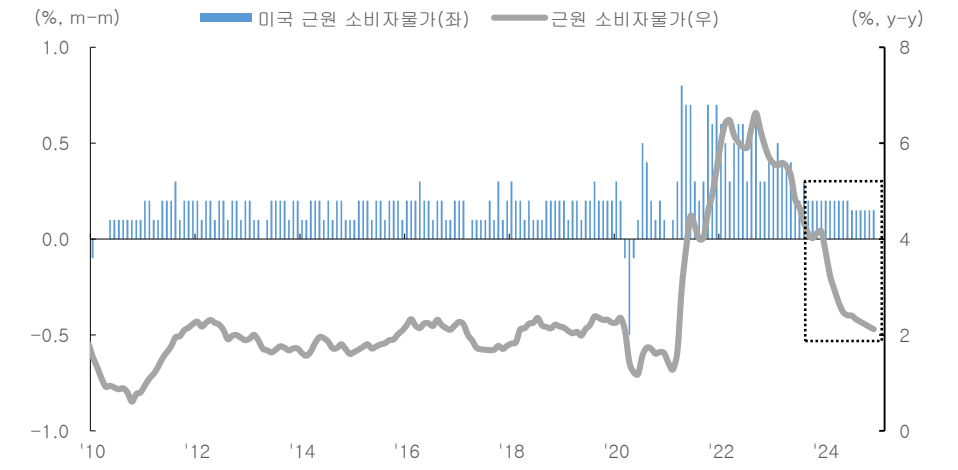
<부록 – 유가 상승에 따른 인플레이션 압력>

현재 3%대 미국 소비자물가 상황에도 불구하고 근원 물가는 아직 4%대를 기록하고 있다. 미국 소비자물가 상승률은 작년 6월 9.1% 수준을 고점으로 지속적으로 가파른 하락세를 나타냈다. 그러나 근원 소비자물가 상승률은 작년 9월 6.60% 수준에서 고점을 형성한 이후 상대적으로 매우 완만한 하락세를 보였다. 이에 따라 미국 근원 인플레이션은 아직까지 연준 물가목표(2.0%)를 두배 이상 상회하고 있다<그림 1>.

또한 최근 예상치 못한 유가 반등 상황도 인플레이션 불안요인으로 부각한다. 향후 WTI 유가를 기준으로 90~100달러 수준의 유가를 가정할 경우 다시 내년 상반기까지 원자재 가격에 의한 인플레이션 상승 압력이 높아진다. 이를 감안할 경우 미국 소비자물가 상승률은 올해 연말까지 다시 상승 흐름을 이어갈 것으로 보이며, 미국 연준 통화정책에서 추가적인 금리인상 요인으로 작용할 수 있다<그림 2~3>.

그러나 유가 상승에도 불구하고 향후 근원 인플레이션은 빠르게 하락할 것으로 보인다. 미국 근원 인플레이션의 경우 지난 2/4분기를 기점으로 본격적으로 둔화하기 시작했으며, 최근에는 고용호조 약화와 함께 전월대비 물가상승률이 0.2%로 떨어지며 하락 압력이 높아졌다. 이에 따라 향후 미국 근원 소비자물가 상승률은 올해 연말 4% 내외로 하락 이후 내년 연말에는 연준 물가목표인 2.0% 수준에 근접할 것으로 예상한다<그림 4>.

<그림 4> 당사 미국 근원 소비자물가 상승률 전망치 현황

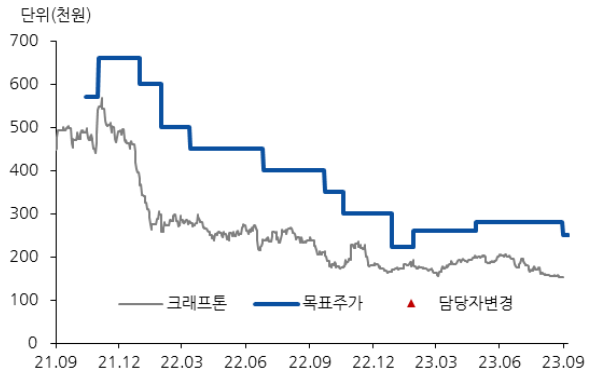


주: 네모상자는 내년 연말까지 당사 미국 근원 소비자물가 상승률 추정치 표시
자료: 미국 노동통계국, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.25	BUY	570,000	-16.11	-5.26
2021.11.12	BUY	660,000	-26.97	-14.09
2022.01.11	BUY	600,000	-48.52	-38.75
2022.02.11	BUY	500,000	-43.68	-40.30
2022.03.24	BUY	450,000	-42.68	-33.67
2022.07.08	BUY	400,000	-39.76	-32.75
2022.10.04	BUY	350,000	-48.02	-42.29
2022.10.31	BUY	300,000	-35.42	-21.17
2023.01.09	BUY	224,000	-20.76	-14.29
2023.02.09	BUY	260,000	-31.07	-21.92
2023.05.10	BUY	280,000	-35.53	-26.61
2023.09.14	BUY	250,000		

▶ 최근 2년간 크래프톤 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.