한화투자증권

2025년 7월 30일
기업분석

크래프톤 (259960)

수익화 모델 정점, 그 이상을 기대

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 440,000원

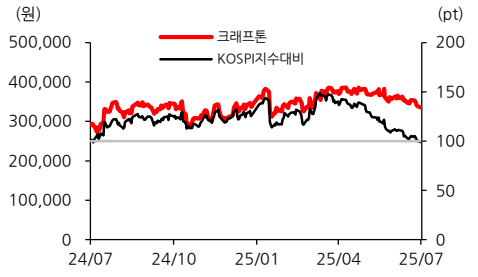
현재 주가(7/29)	338,000 원
상승여력	▲30.2%
시가총액	160,185 억원
발행주식수	47,392 천주
52 주 최고가 / 최저가	386,000 / 273,000 원
90 일 일평균 거래대금	488.24 억원
외국인 지분율	43.2%
주주 구성	
장병규 (외 33 인)	37.7%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%
자사주 (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.5	-8.6	-1.5	15.8
상대수익률(KOSPI)	-11.2	-34.6	-28.8	-1.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,911	2,710	3,084	3,525
영업이익	768	1,182	1,310	1,550
EBITDA	876	1,289	1,445	1,677
순이익	595	1,306	782	1,078
EPS(원)	12,310	28,545	17,091	23,556
순차입금	-563	-451	-746	-1,605
PER	15.7	10.9	19.8	14.3
PBR	1.7	2.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.0	11.3	10.6	8.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	11.2	21.1	10.9	13.4

주가 추이



동사의 2 분기 실적은 비수기였던 펍지가 일시적으로 부진하며 시장 기대치를 하회했습니다. 서브노티카 2 를 포함한 신작의 구체화까지 펍지의 실적이 끌고가야하는 구간입니다.

2Q25 실적은 시장 기대치 하회

동사의 2Q25 실적은 매출액 6,620억 원, 영업이익 2,460억 원을 기록하며 매출, 영업이익 모두 컨센서스를 하회했다. PC 매출액은 QoQ 32% 감소했다. 컨텐더 시스템 도입과 블랙마켓 이벤트가 있었음에도 이전 업데이트 효과 대비 ARPU 성장이 부족했던 것으로 파악된다. 모바일은 QoQ 20% 감소했다. 전년 동기 반영된 파트너로부터의 일회성 인센티브를 감안하면 펍지 모바일은 두자릿 수 성장을 나타낸 것으로 추정한다. 마케팅비는 라이브 관련 집행에 따라 QoQ 13.7% 증가, 환율 하락으로 당기순이익은 QoQ 95.8% 감소한 155억 원을 기록했다.

하반기 펍지 반등은 가시성 높음, 다만 그 폭이 관건

3분기 영업이익으로 3,428억 원(YoY 5.7%)을 전망한다. 2분기 실적은 아쉽지만 최근 펍지의 MAU 레벨은 유지되고 있다. 하반기에는 콜라보 및 업데이트 일정이 촘촘히 대기 중이다. 7월 에스파 콜라보를 시작으로, 8월에는 슈퍼카(부가티) 콜라보가 예정되어 있어 잠시 정체된 매출 성장세의 반등을 예상한다. 해당 이벤트 중 일부는 모바일 동시 콜라보를 계획하고 있어 펍지IP의 견조한 체력은 다시 한번 확인될 것으로 전망한다. 다만 올해 기대작 서브노티카2 출시는 지연됐기에 신작에 대한 기대감을 예단해서 모멘텀으로 연결시키기에는 아직 이르다. 하반기 펍지 매출의 반등 가능성은 매우 높지만, 지금까지 보여준 수익화 모델의 정점을 한단계 벗기는 것이 우선이라고 판단한다.

투자의견 BUY와 목표주가 44만 원 유지

25년 추정치는 소폭 하향했지만, 26년 추정치 변동은 없다. 상반기 동사의 주가는 시장 수익률 대비 크게 하회했는데, 신작 부진 및 펍지 성장에 대한 우려가 반영된 기간이었고 본다. 현재 밸류에이션은 26E P/E 14배로 적정 박스권 하단 수준까지 내려왔다. 저평가 구간임에도 당장 비중을 채워야 한다는 의견은 아니다. 1) 동사의 신작은 지연됐지만 경쟁사들의 하반기 대작 라인업은 풍부하고, 2) 신작 전까지 펍지 혼자 끌고 가야하는 실적은 탄력도가 약할 수 있다고 본다. 신작 성공 없이 20배 가까이 바라보는 것은 어렵다는 기존 의견을 유지한다.

[표1] 크래프톤의 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	811.0	736.6	1,911	2,710	3,084	3,525
YoY (%)	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	-6.4	12.7	19.3	3.0	41.8	13.8	14.3
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	225.1	334.3	297.5	583.9	941.9	1,175	1,401
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	429.4	461.5	405.0	1,245	1,690	1,826	2,045
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	9.9	28.8	55.7	44.3	61.7	51.5
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	5.1	5.3	26.2	33.7	20.6	27.5
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	468.1	472.7	1,143	1,527	1,774	1,975
YoY (%)	39.0	46.7	51.3	8.6	17.3	11.0	18.6	17.6	3.6	33.7	16.1	11.3
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	163.7	173.4	427	517	632	725
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	105.4	89.1	227	349	384	458
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	101.0	103.1	259	316	384	426
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	33.4	41.7	66	101	124	103
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	342.8	263.9	768	1,182	1,310	1,550
YoY (%)	9.7	152.6	71.4	31.1	47.3	-26%	5.7	22.5	2.2	54.0	10.8	18.3
영업이익률 (%)	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	37.2	42.3	35.8	40.2	43.6	42.5	44.0
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	17.4	241.5	151.1	594.1	1,303	781	1,078
YoY (%)	30.5	165.7	-42.6	흑전	6.6	-94.9	99.0	-69.2	18.8	119.3	-40.0	37.9
순이익률 (%)	52.4	48.3	16.9	79.5	42.5	2.6	29.8	20.5	31.1	48.1	25.3	30.6

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,854	1,911	2,710	3,084	3,525
매출총이익	1,854	1,911	2,710	3,084	3,525
영업이익	752	768	1,182	1,310	1,550
EBITDA	859	876	1,289	1,445	1,677
순이자손익	26	29	23	39	54
외화관련손익	0	0	0	-50	0
지분법손익	-35	-40	-67	-5	0
세전계속사업손익	684	829	1,723	1,061	1,477
당기순이익	500	594	1,303	781	1,078
지배주주순이익	500	595	1,306	782	1,078
증가율(%)					
매출액	5,107.9	3.1	41.8	13.8	14.3
영업이익	24,717.3	2.2	54.0	10.8	18.3
EBITDA	11,367.5	2.0	47.1	12.1	16.1
순이익	흑전	18.8	119.3	-40.0	37.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	40.5	40.2	43.6	42.5	44.0
EBITDA 이익률	46.3	45.9	47.6	46.9	47.6
세전이익률	36.9	43.4	63.6	34.4	41.9
순이익률	27.0	31.1	48.1	25.3	30.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,893	3,964	5,004	5,906	7,054
현금성자산	829	851	711	1,255	2,114
매출채권	558	717	1,018	793	926
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,145	2,476	2,915	2,890	2,864
투자자산	1,054	1,611	2,019	1,944	1,978
유형자산	223	257	240	291	260
무형자산	868	608	656	655	626
자산총계	6,038	6,440	7,919	8,796	9,918
유동부채	411	521	785	941	980
매입채무	223	224	238	100	117
유동성이자부채	64	73	106	307	307
비유동부채	510	361	306	332	337
비유동이자부채	375	215	154	202	202
부채총계	921	882	1,090	1,273	1,317
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,449	1,472	1,478	1,479	1,479
이익잉여금	3,468	3,895	5,081	5,864	6,941
자본조정	190	183	264	173	173
자기주식	0	0	-80	-105	-105
자본총계	5,116	5,559	6,829	7,523	8,601

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	513	662	908	993	960
당기순이익	500	594	1,303	781	1,078
자산상각비	107	108	106	135	127
운전자본증감	-134	-139	-276	74	-251
매출채권 감소(증가)	-42	-148	-227	214	-133
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	8	-62	1	94	17
투자현금흐름	-2,863	-394	-832	-407	-107
유형자산처분(취득)	-26	-34	-20	-52	-63
무형자산 감소(증가)	5	25	-6	0	-3
투자자산 감소(증가)	-2,581	166	-516	-465	-6
재무현금흐름	-56	-225	-259	-58	0
차입금의 증가(감소)	-46	-57	-63	-17	0
자본의 증가(감소)	0	-168	-195	-41	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	861	919	1,428	919	1,211
(-)운전자본증가(감소)	2,706	-51	949	402	251
(-)설비투자	27	34	20	53	63
(+)자산매각	5	25	-6	1	-3
Free Cash Flow	-1,867	960	453	466	893
(-)기타투자	-2,311	741	-383	-585	34
잉여현금	444	219	836	1,051	859
NOPLAT	566	551	894	965	1,131
(+) Dep	107	108	106	135	127
(-)운전자본투자	2,706	-51	949	402	251
(-)Capex	27	34	20	53	63
OpFCF	-2,059	675	31	646	944

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	10,190	12,310	28,545	17,091	23,556
BPS	104,137	114,849	142,524	156,969	179,467
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	17,535	18,992	29,810	19,188	25,267
ROA(%)	8.5	9.5	18.2	9.4	11.5
ROE(%)	10.3	11.2	21.1	10.9	13.4
ROIC(%)	20.9	13.4	18.9	17.5	19.6
Multiples(x,%)					
PER	16.5	15.7	10.9	19.8	14.3
PBR	1.6	1.7	2.2	2.2	1.9
PSR	4.4	4.9	5.5	5.3	4.6
PCR	9.6	10.2	10.5	17.6	13.4
EV/EBITDA	9.1	10.0	11.3	10.6	8.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	18.0	15.9	16.0	16.9	15.3
Net debt/Equity	-7.6	-10.1	-6.6	-9.9	-18.7
Net debt/EBITDA	-45.4	-64.3	-35.0	-51.7	-95.7
유동비율	946.0	761.4	637.6	627.5	720.0
이자보상배율(배)	99.2	86.2	125.0	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	68.4	62.6	66.2	63.9	59.0
현금+투자자산	31.6	37.4	33.8	36.1	41.0
자본구조(%)					
차입금	7.9	4.9	3.7	6.3	5.6
자기자본	92.1	95.1	96.3	93.7	94.4

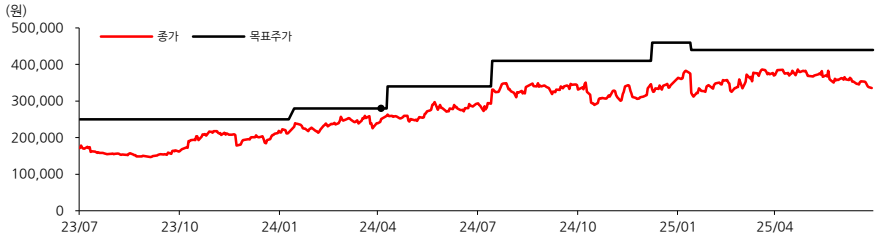
주: IFRS 연결기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 7 월 30 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[크래프톤 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.01.02	2024.02.13	2024.03.18	2024.04.09	2024.05.09	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	280,000	280,000	280,000	340,000	340,000
일 시	2024.06.13	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.13	2024.08.30	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	410,000	410,000	410,000
일 시	2024.09.10	2024.09.27	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.07	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	410,000	410,000	410,000	410,000	460,000	460,000
일 시	2025.02.12	2025.04.01	2025.04.30	2025.06.05	2025.06.23	2025.07.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.13	Buy	280,000	-14.72	-7.14
2024.05.09	Buy	340,000	-19.83	-12.65
2024.08.13	Buy	410,000	-20.34	-14.39
2025.01.07	Buy	460,000	-24.04	-16.74
2025.02.12	Buy	440,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%