

크래프톤 (259960)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

480,000

유지

현재주가

375,000

(25.02.11)

다지털컨텐츠업종

1분기 배그 호실적과 신작 모두 기대 구간

- 4Q 실적은 컨센 하회. 배그는 1Q를 위해 쉬어간 시기. 1Q 다시 호실적 기대
- 1.5조 개발비는 점진적 투입 예상. '25년 수익성 훼손 수준 아닌 것으로 판단
- 신작 지표 상당히 긍정적. 1Q는 호실적과 신작 모멘텀 구간. 탑픽 의견 건지

투자의견 매수, 목표주가 480,000원, 게임주 Top-pick 유지

12MF EPS 23,280원에 Target PER 20.6배 적용. Target PER은 글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 적용

4분기는 1분기를 위한 작업. 1분기 호실적 기대

4Q24 매출액 6,176억원(YoY 16%, QoQ -14%), 영업이익 2,155억원(YoY 31%, QoQ -34%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센 하회. PC, 모바일 매출 모두 시장 기대치를 하회한 것으로 판단

1) PC 매출 2,326억원(YoY 39%, QoQ -15%) 기록. 4분기 스팀 트래픽은 약 72만명으로 역대 최대치 수준을 기록했으나 블랙마켓 업데이트로 인한 ARPU가 4Q23 블랙마켓 적용 시의 ARPU보다 감소한 것으로 판단. 이는 블랙마켓이 재출시되면서 첫 출시때보다 반응이 다소 약해진 것으로 판단. 다만, 1분기엔 ARPU가 높은 설맞이 콘텐츠 업데이트(1/15~3/12) 진행 중. 1Q24 스팀 주간 평균 매출 순위 3위권 유지 중(vs. 4Q24 평균 주간 매출 순위 7위). 2) 모바일 매출 3,622억원(YoY 6%, QoQ -15%) 기록. 글로벌 지역은 견조하나, 중국 화평정영이 예상보다 감소폭 컸던 것으로 판단. QoQ -30% 추정. 다만, 이는 최대 성수기인 1분기를 대비한 의도적인 BM 조절로 판단. 화평정영도 스팀과 마찬가지로 론도맵, 춘절 콘텐츠 업데이트 등으로 1분기에 매출 순위 반등 중. 마케팅비는 지스타 참가 등으로 QoQ 27% 증가. 2025년엔 신작 5종 출시로 마케팅비 YoY 약 90% 증가 추정

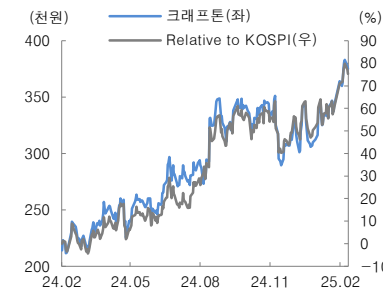
배그 캐시카우 삼아 신작 발굴, 성장 가속화

이번 실적 발표에서 회사는 5년간 연 평균 3천억원 투자를 통해 전사 매출 7조원 달성 목표를 언급. 2025년 당장 3천억원 개발비 증가보다는 5년간 점진적인 증가가 현실적일 것으로 판단. 이에 따라 2024년 인건비 증가세(YoY 21%) 수준을 2025년에도 유사하게 이어갈 것으로 전망. 또한 이는 게임사의 IP 확장을 위한 중장기 성장의 당연한 수순으로 판단하며, 2025년 수익성을 크게 훼손하는 수준도 아닐 것으로 판단. 당사는 2025년 영업비용 추정치 기존 수준 유지. 한편, 2025년 신작 inZOI와 서브노티카2는 꾸준한 관심이 지속되면서 최근 스팀 위시리스트 순위 5위와 7위로 상승. inZOI는 장르 특성 상, 서브노티카2는 출시 시기 상 대규모 마케팅이 진행되지 않았음에도 불구하고, 기대감 높은 것으로 판단. inZOI는 3/28 얼리액세스 출시 예정. 얼리액세스 버전으로 출시되는 점 감안하여 판매가는 기존 추정 대비 소폭 하향한 7만원으로 조정했으며, 2025년 판매량 170만장 반영. 스팀에서의 사전 지표를 고려하면 보수적인 추정치로 판단. 1분기는 최대 성수기에 따른 배그 호실적과 신작 모멘텀이 주가에 반영되는 시기. 게임주 탑픽 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	집중특기	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	535	719	683	618	15.5	-14.1	672	828	24.4	34.1
영업이익	164	324	281	216	31.1	-33.6	263	420	35.3	94.9
순이익	-13	122	233	494	흑전	304.5	157	346	-1.1	-29.9

자료: 크래프톤, FnGuide, 대신증권 Research Center



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854	1,911	2,710	3,131	3,114
영업이익	752	768	1,183	1,351	1,213
세전순이익	684	829	1,723	1,460	1,283
총당기순이익	500	594	1,303	1,124	1,014
지배지분순이익	500	595	1,308	1,132	1,021
EPS	10,194	12,221	27,198	23,632	21,310
PER	16.5	15.8	13.8	15.9	17.6
BPS	104,178	114,012	142,708	166,870	188,180
PBR	1.6	1.7	2.6	2.2	2.0
ROE	10.3	11.2	21.1	15.2	12.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 크라프트톤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,775	3,203	2,710	3,131	-2.4	-2.2
판매비와 관리비	1,527	1,768	1,527	1,780	0.0	0.6
영업이익	1,248	1,435	1,183	1,351	-5.2	-5.8
영업이익률	45.0	44.8	43.6	43.2	-1.3	-1.6
영업외손익	173	79	540	109	211.4	37.8
세전순이익	1,421	1,514	1,723	1,460	21.2	-3.5
지배지분순이익	1,040	1,136	1,308	1,132	25.8	-0.3
순이익률	37.3	35.2	48.1	35.9	10.7	0.7
EPS(지배지분순이익)	21,541	23,528	27,198	23,632	26.3	0.4

자료: 크라프트톤, 대신증권 Research Center

표 1. 크라프트톤 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	1,131.7	
Target PER(x)	20.6x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	23,278.6	
주식 수(천주)	48,364.0	
적정 주가(원)	481,320	
목표 주가(원)	480,000	반올림 적용
현재 주가(원)	383,000	
상승 여력	25.3%	

자료: 대신증권 Research Center

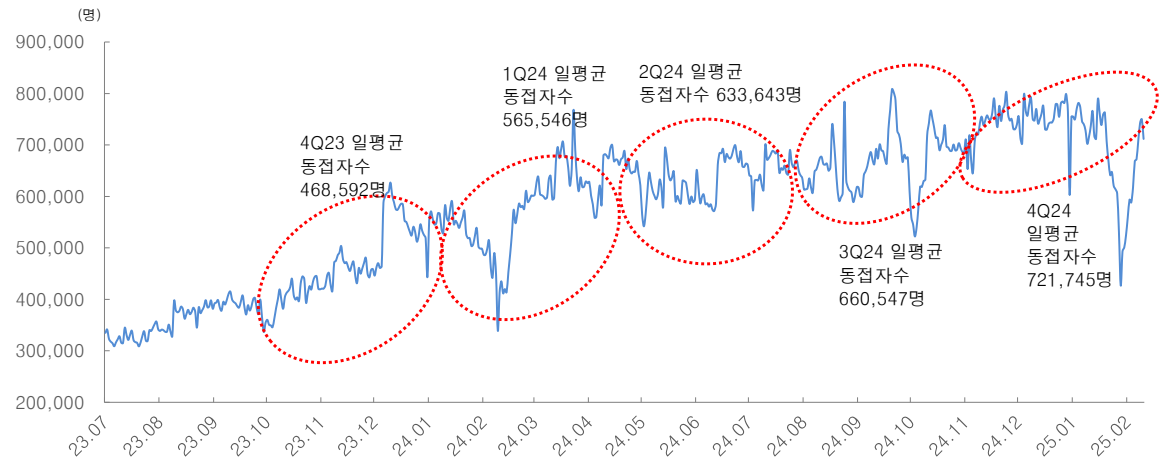
표 2. 크래프톤 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	828.4	668.6	916.2	717.8	1,910.7	2,709.8	3,131.1
YoY	23.6%	82.6%	59.7%	15.5%	24.4%	-5.4%	27.4%	16.2%	3.1%	41.8%	15.5%
QoQ	24.6%	6.2%	1.7%	-14.1%	34.1%	-19.3%	37.0%	-21.7%			
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	385.4	267.3	425.2	278.9	583.9	941.9	1,356.8
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	420.2	380.6	470.0	418.0	1,244.9	1,689.8	1,688.8
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	12.4	10.4	10.8	10.8	55.7	44.4	44.5
기타	8.4	8.8	7.8	10.5	10.4	10.3	10.2	10.1	26.2	35.5	41.0
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	408.4	413.1	471.7	486.6	1,142.4	1,527.3	1,779.8
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	60.7	81.9	86.0	120.5	259.0	316.0	349.1
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	110.2	90.4	129.4	99.0	226.7	349.3	429.0
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	140.1	147.9	156.2	172.7	427.2	516.8	616.9
마케팅비	12.4	21.2	29.9	37.9	50.4	45.4	49.9	50.4	66.1	101.4	196.1
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9	27.6	102.3	43.1
기타비용	32.3	35.0	35.9	38.3	36.4	36.8	39.4	33.0	135.8	141.5	145.6
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	420.0	255.5	444.5	231.3	768.3	1,182.5	1,351.2
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	50.7%	38.2%	48.5%	32.2%	40.2%	43.6%	43.2%
순이익	348.6	341.5	121.3	491.2	346.7	220.3	366.0	191.3	594.2	1,302.6	1,124.3
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	41.8%	32.9%	40.0%	26.6%	31.1%	48.1%	35.9%

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 1. 펍지 PC 스팀 트래픽 추이



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

표 3. 2025 크래프톤 신작 라인업

게임명	출시 일정	장르	플랫폼	개발사	내용
inZOI	2025.03.28	인생 시뮬레이션	PC, 콘솔	크래프톤	- 스팀 얼리엑세스로 출시
다크앤다커 모바일	2Q25	익스트랙션 RPG	모바일	블루홀	- 1Q25 북미 소프트 런칭 - 2Q25 글로벌 출시
서브노티카2	2H25	해양 생존 게임	PC, 콘솔	언노운월즈	- 엑스박스 게임패스 입점
펍지 블라인드 스팟	2H25	PvP 슈팅, 액션	PC	펍지스튜디오	- 2024 지스타 출품
딩컴	2H25	생활 시뮬레이션	PC, 콘솔	5만랩	- 스팀 판권 가져오는 것 - 콘솔 추가 출시 - 2024년 출품작과는 다른 것 지스타 출품작으로 나왔던 덩컴모 바일은 2026년 출시 예정

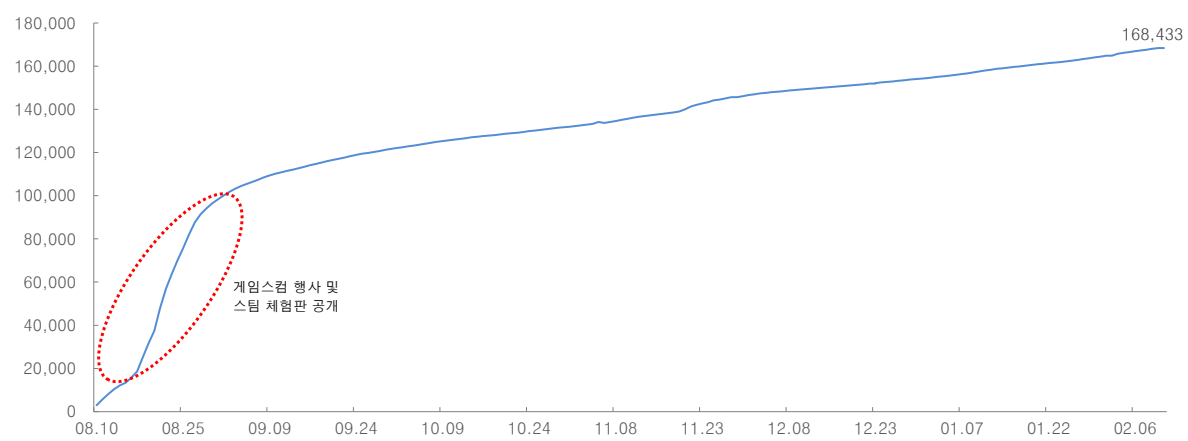
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 4. 서브노티카 시리즈 판매 정보

게임	출시일	패키지 판매량	가격	비고
서브노티카	2018.01.23	- 출시 2년차 전 플랫폼에서 523만장 이상 판매량 기록 (무료 판매 이벤트 제외) - 스팀: 2024년 기준 누적 판매량 600만장 - 에픽게임즈: 2019년 2주 무료 행사에서 450만 회 다운로드	USD 29.99	- 싱글플레이 - 오프라인 - 플레이타임 약 30시간
서브노티카: 빌로우 제로	2021.05.14		USD 29.99	- 싱글플레이 - 오프라인 - 플레이타임 약 20시간

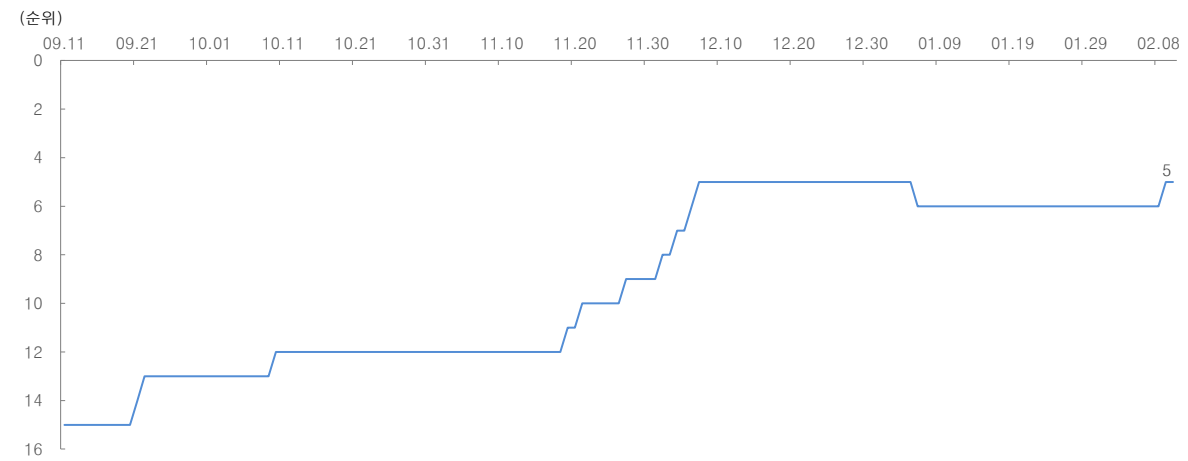
자료: 언론, 언노운월즈, 대신증권 Research Center

그림 2. inZOI 스팀 팔로우 수 추이, 2025.02.11기준 168,433명 기록



자료: 크래프톤 steamdb, 대신증권 Research Center

그림 3. inZOI 스팀 위시리스트 순위는 5위 유지 중



자료: 크래프톤 steamdb, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

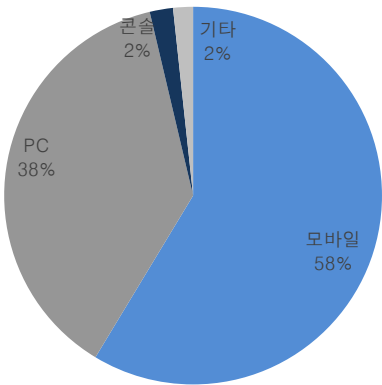
- 크래프톤 대표이사는 김창한
- 2023년 기준 주식 소유 현황은 장병규 14.75%, 이미지 프레임 인베스트먼트 13.73%, 국민연금공단 6.22% 등 보유
- 2007년 설립한 글로벌 게임회사로, 게임의 개발 및 퍼블리싱을 주사업으로 영위. 크래프톤 본사 산하 총 6개 독립 개발 스튜디오
- 주요 게임: 배틀그라운드

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

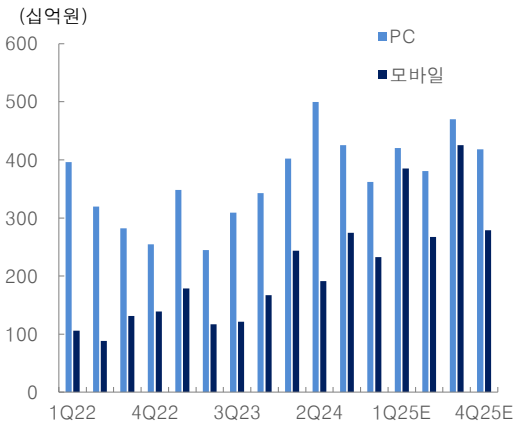
2024년 기준 매출 비중



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

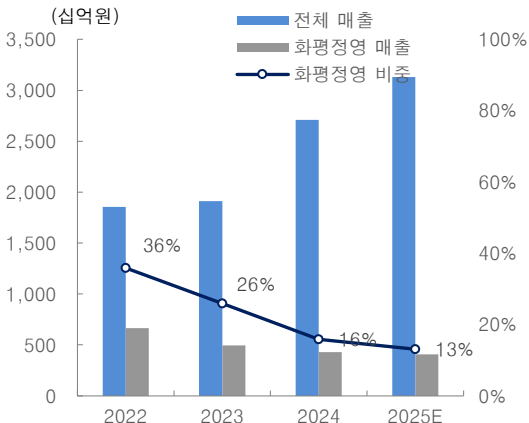
Earnings Driver

모바일/PC 게임 매출 추이 및 전망



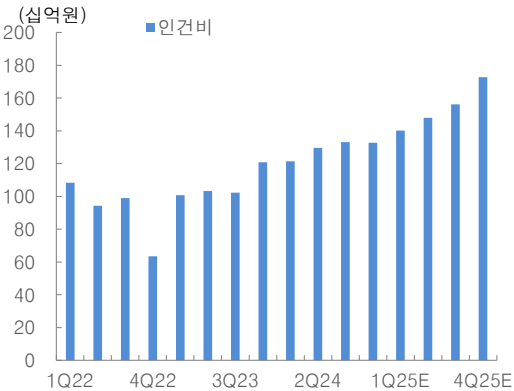
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

화평정영 수수료 매출 비중 추이



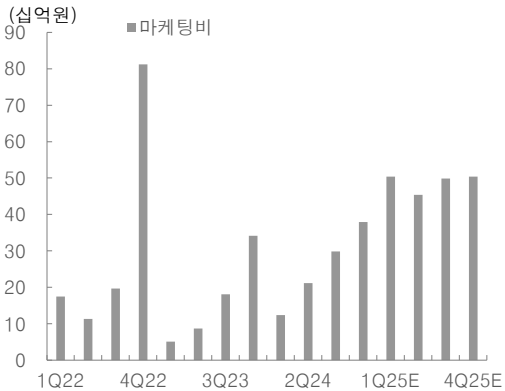
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854	1,911	2,710	3,131	3,114
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,854	1,911	2,710	3,131	3,114
판매비와관리비	1,102	1,143	1,527	1,780	1,901
영업이익	752	768	1,183	1,351	1,213
영업외수익	40.5	40.2	43.6	43.2	39.0
EBITDA	859	876	1,262	1,424	1,280
영업외손익	-68	61	540	109	70
관계기업손익	-35	-44	0	0	0
금융수익	34	38	32	30	32
외환평가이익	197	71	71	71	71
금융비용	-8	-9	-9	-10	-10
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-59	76	517	88	49
법인세비용차감전순이익	684	829	1,723	1,460	1,283
법인세비용	-169	-235	-420	-336	-269
계속사업순이익	515	594	1,303	1,124	1,014
중단사업순이익	-15	0	0	0	0
당기순이익	500	594	1,303	1,124	1,014
당기순이익률	27.0	31.1	48.1	35.9	32.6
비자본비용포괄이익	0	-1	-5	-8	-7
자본비용포괄이익	500	595	1,308	1,132	1,021
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	0	0	0	0
포괄순이익	536	593	1,302	1,123	1,013
비자본비용포괄이익	0	-1	-5	-8	-7
자본비용포괄이익	536	594	1,307	1,131	1,020

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	10,194	12,221	27,198	23,632	21,310
PER	16.5	15.8	11.5	16.0	17.7
BPS	104,178	114,012	142,708	166,870	188,180
PBR	1.6	1.7	2.6	2.2	2.0
EBITDAPS	17,509	17,962	26,238	29,721	26,720
EV/EBITDA	6.3	7.4	11.3	9.4	9.8
SPS	37,789	39,217	56,354	65,356	64,997
PSR	4.4	4.9	6.7	5.7	5.8
CFPS	17,541	18,854	37,099	31,615	27,810
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	-1.7	3.1	41.8	15.5	-0.5
영업이익 증/감	15.5	2.2	54.0	14.3	-10.2
순이익 증/감	-3.8	18.8	119.3	-13.7	-9.8
수익성					
ROIC	37.3	37.4	58.8	61.2	55.1
ROA	12.8	12.3	16.7	16.2	12.9
ROE	10.3	11.2	21.1	15.2	12.0
안정성					
부채비율	18.0	15.9	12.8	11.0	9.8
순차입금비율	-55.5	-52.2	-54.9	-57.5	-60.6
이자보상비율	99.2	86.2	0.0	0.0	0.0

자료: 크레디트 리스증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,893	3,964	5,126	6,105	6,966
현금및현금성자산	675	721	1,590	2,414	3,282
매출채권 및 기타채권	558	717	1,010	1,165	1,159
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,660	2,526	2,526	2,526	2,526
비유동자산	2,145	2,476	2,623	2,777	2,938
유형자산	223	257	237	221	208
관계기업투자지급	425	571	759	947	1,135
기타비유동자산	1,497	1,648	1,627	1,609	1,595
자산총계	6,038	6,440	7,749	8,882	9,904
유동부채	411	521	521	521	521
매입채무 및 기타채무	223	224	224	224	224
차입금	7	7	7	7	7
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	181	290	290	290	290
비유동부채	510	361	361	361	361
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	510	361	361	361	361
부채총계	921	882	882	882	882
자본부분	5,111	5,554	6,862	7,994	9,015
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,449	1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금	3,468	3,895	5,203	6,335	7,356
기타자본변동	190	183	183	183	183
비자본부분	5	4	5	6	7
자본총계	5,116	5,559	6,868	8,001	9,022
순차입금	-2,841	-2,904	-3,772	-4,597	-5,465

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	513	662	1,141	1,094	1,139
당기순이익	500	594	1,303	1,124	1,014
비현금항목의 가감	360	324	481	390	319
감가상각비	107	108	79	73	67
외환손익	-34	-8	-18	-18	-18
자본평가손익	35	44	0	0	0
기타	251	180	420	336	269
자산부채의 증감	-134	-139	-223	-84	76
기타현금흐름	-214	-117	-420	-336	-269
투자활동 현금흐름	-2,863	-394	-244	-245	-245
투자자산	-2,792	-48	-193	-193	-194
유형자산	-26	-34	-34	-34	-34
기타	-45	-312	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-56	-225	-76	-76	-76
단기차입금	7	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	-2,407	19	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	2,345	-244	-76	-76	-76
현금의 증감	-2,345	46	869	824	868
기초 현금	3,019	675	721	1,590	2,414
기말 현금	675	721	1,590	2,414	3,282
NOPLAT	566	551	894	1,040	958
FCF	652	649	939	1,079	991

[Compliance Notice]

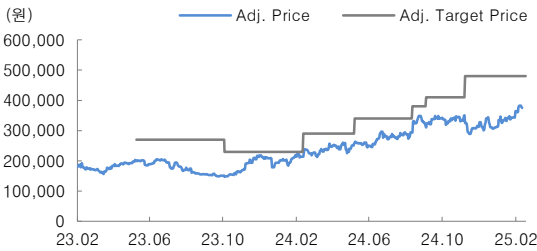
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

크래프톤(259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.12	24.11.08	24.09.04	24.08.12	24.05.08	24.02.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	480,000	480,000	410,000	380,000	340,000	290,000
과다율(평균%)		(31.79)	(18.01)	(12.62)	(19.93)	(17.79)
과다율(최대/최소%)		(20.21)	(14.39)	(8.16)	(12.65)	(10.34)
제시일자	23.10.04	23.05.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	230,000	270,000				
과다율(평균%)	(16.17)	(34.36)				
과다율(최대/최소%)	(3.04)	(23.89)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250209)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상