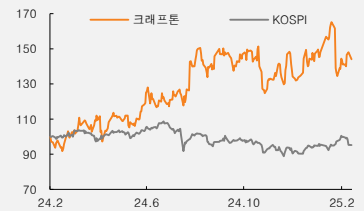


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 500,000원
현재주가(25/3/4)	334,000원
상승여력	49.7%

영업이익(24F, 십억원)	1,182
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,230
EPS 성장률(24F, %)	122.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	11.5
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	16,001
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	57.7
외국인 보유비중(%)	41.6
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	213,000
52주 최고가(원)	383,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-7.9 7.6 53.6
상대주가	-9.6 9.8 62.4



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

259960 · 게임

## 크래프톤

### 시대적 변화에 발맞춰 가는 중

#### 유저의 습성 변화에 맞게 변화 중

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시켜야 하는 게임을 기피하고 있으며 플레이 시간이 짧은 단판형 게임을 선호하고 있다. 게임 한 판에 소요되는 시간을 조절할 수 있는 PUBG는 이러한 트렌드에 맞춰 변화하기 쉽다.

PUBG는 블루존 페이지 단축, 아이템 스폰량 증가 등으로 한 판 소요시간이 지속 감소하고 있다. 또한 PUBG 맵 기반의 UGC가 출시될 경우 슈팅 장르를 선호하지 않는 사람들까지 잠재 유저층 확대가 가능해진다. 스타도 유저들이 직접 맵을 제작하는 유즈맵의 활성화 이후 더욱 큰 대중적 인기를 구가했음을 고려할 필요가 있다.

#### PUBG 여전한 성장. 1분기 서프라이즈 전망

25년에도 PUBG 모바일, PC 트랙픽은 코로나 이후 신고점을 갱신하고 있다. 25년 2월 PUBG PC 스팀 월간 최고 동접자는 82만명으로 YoY 35% 증가했다. 지난 분기 부진했던 모바일 중국 지역 매출도 정상화된 것으로 추정된다. 센서타워 지표 기준 1~2월 모바일 중국 매출액은 YoY 40% 이상 상승하였다.

1분기 PC 매출액을 8%, 모바일은 17% 상향한다. 1분기 매출액 8,300억원(+25% YoY), 영업이익 4,130억원(+33% YoY)으로 컨센서스를 각 10%, 17% 상회할 전망이다. 신규 맵 출시 효과에 따른 모바일 부문 호조가 서프라이즈를 견인할 것이다.

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 500,000원으로 상향

PUBG PC, 모바일 호조를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 450,000원에서 500,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 25F P/E 14배에서 거래 중이다. 신규 IP 확보를 위한 대규모 투자 계획으로 인해 비용에 대한 부담이 발생한 것은 사실이나 PUBG의 견조한 성장이 이를 충분히 상쇄할 전망이다.

PUBG가 1) 유저의 게임 체류 시간 감소 트렌드에 맞춰 대응하기 쉬운 점, 2) UGC 출시를 통해 신규 유저층 확장도 가능하다는 점을 고려 시 Q 상승 여력은 충분하다. 그리고 타 장르 대비 확연하게 낮은 ARPU는 중장기 P 상승 여력이 충분하다는 것을 의미한다. 올해도 PUBG 성장 기반의 실적 모멘텀이 지속 발생할 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,854	1,911	2,710	3,066	3,410
영업이익 (십억원)	752	768	1,182	1,323	1,430
영업이익률 (%)	40.6	40.2	43.6	43.2	41.9
순이익 (십억원)	500	595	1,306	1,119	1,205
EPS (원)	10,194	12,221	27,162	23,364	25,156
ROE (%)	10.3	11.2	21.1	15.2	14.1
P/E (배)	16.5	15.8	11.5	14.3	13.3
P/B (배)	1.6	1.7	2.2	2.0	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 37. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	666	707	719	618	830	717	823	695	1,911	2,710	3,066	3,410
(% YoY)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	24.7%	1.4%	14.4%	12.6%	3.1%	41.8%	13.1%	11.2%
PC	244	191	274	233	302	220	307	256	584	942	1,084	1,228
(% YoY)	37%	63%	126%	39%	24%	15%	12%	10%	26%	61%	15%	13%
모바일	402	500	425	362	506	452	472	396	1,245	1,690	1,827	1,915
(% YoY)	16%	104%	38%	6%	26%	-10%	11%	9%	-1%	36%	8%	5%
콘솔	11	9	12	12	12	34	33	31	56	44	110	216
기타	8	7	8	10	11	11	11	12	26	34	45	51
영업비용	355	375	395	402	418	418	449	457	1,143	1,527	1,742	1,981
인건비	121	130	133	133	140	154	161	163	427	517	618	739
앱수수료/매출원가	86	78	101	85	98	90	109	96	227	349	392	462
지급수수료	61	76	80	98	80	83	86	105	259	316	353	374
광고선전비	12	21	30	38	46	40	40	41	66	101	167	186
주식보상비용	42	35	14	11	15	13	15	13	28	102	55	61
기타	32	35	36	38	39	39	39	39	136	141	156	158
영업이익	311	332	324	215	413	299	373	238	768	1,182	1,323	1,430
(% YoY)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	32.9%	-9.9%	15.0%	10.6%	2.2%	54.0%	11.9%	8.0%
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	49.7%	41.7%	45.4%	34.3%	40.2%	43.6%	43.2%	41.9%
지배주주순이익	350	342	122	492	341	256	312	211	595	1,306	1,119	1,205
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	41.0%	35.7%	37.9%	30.4%	31.1%	48.1%	36.5%	35.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,851	3,176	3,066	3,410	8%	7%	3,079	3,442	0%	-1%	PUBG PC, 모바일 매출 상향
영업이익	1,160	1,232	1,323	1,430	14%	16%	1,330	1,456	0%	-2%	
순이익	1,008	1,068	1,119	1,205	11%	13%	1,145	1,245	-2%	-3%	
영업이익률	40.7%	38.8%	43.2%	41.9%	-	-	43.2%	42.3%	-	-	
순이익률	35.3%	33.6%	36.5%	35.3%	-	-	37.2%	36.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	1,119	
Target P/E (배)	21	2H22 P/E 평균 기존 IP 성장세 둔화 속 신작 출시기
목표 시가총액 (십억원)	23,953	
주식 수 (천주)	47,908	
목표주가 (원)	500,000	
현재주가 (원)	334,000	
상승여력	49.7%	

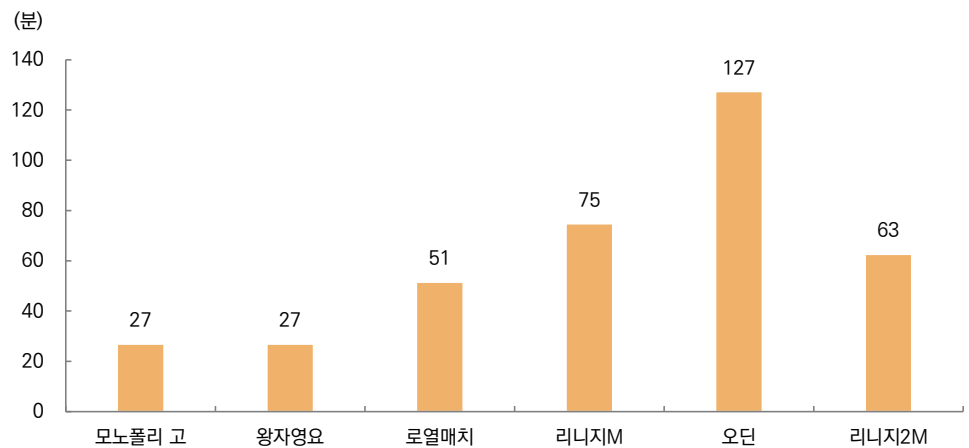
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 글로벌 게임 체류시간 감소 트렌드 관찰

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간이 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

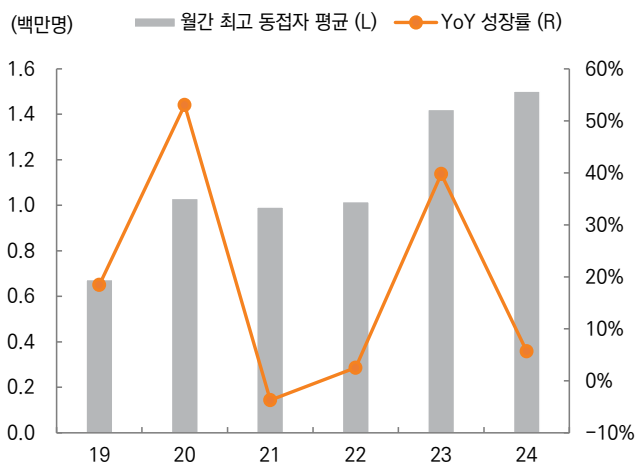
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던大作들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 137. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



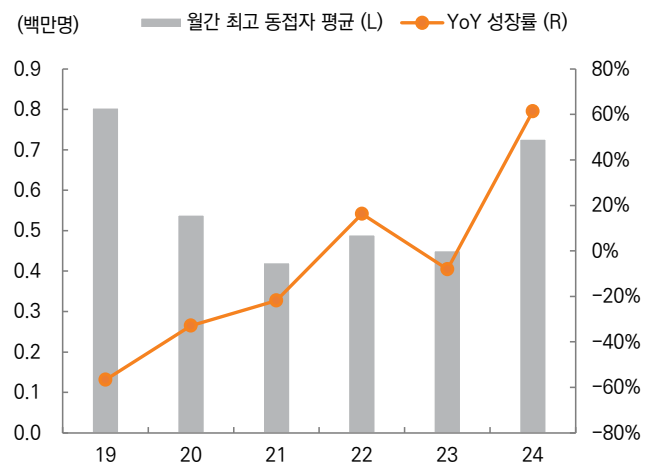
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

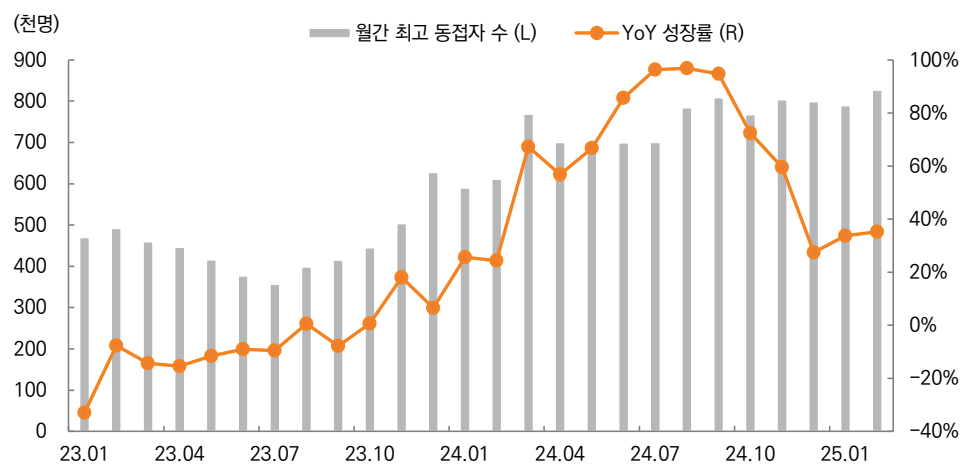
## PUBG의 성장은 끝나지 않았다

게임 한 판에 소요되는 시간을 조절할 수 있는 PUBG는 게임 내 체류시간 감소라는 트렌드에 맞춰 변화하기 쉽다는 장점을 지니고 있다. 실제로 PUBG는 블루존 페이스 단축, 아이템 스폰량 증가 등으로 유저들이 과거보다 속도감 넘치는 플레이가 가능하도록 변화하고 있다. 한 판의 개념이 존재하지 않고 게임 내 체류시간이 인게임 매출액으로 직결되는 MMORPG는 이러한 유연한 대응이 불가능하다.

유저 트렌드에 맞는 속도감 변화에 IP 콜라보 효과까지 더해지며 PUBG 트래픽은 우상향 곡선을 그리고 있다. 24년 폭발적인 트래픽 성장의 결과로 25년 추가적인 트래픽 증가는 어려울 것으로 보였으나 25년에도 유저 트래픽은 코로나 이후 신고점을 갱신하고 있다. 25년 2월 PUBG PC 스팀 월간 최고 동접자는 82만명으로 YoY 35% 증가했다.

하반기 이후에도 추가적인 트래픽 상승이 가능할 전망이다. PUBG 맵 기반의 UGC(User Generated Contents)가 출시될 경우 슈팅 장르를 선호하지 않는 사람들까지 PUBG의 잠재 유저층으로 확대될 것으로 보인다. 출시 25년이 지났음에도 국내에서 통런하고 있는 스타크래프트도 유저들이 직접 맵을 제작하는 유즈맵의 활성화 이후 더욱 큰 인기를 구가했음을 고려할 필요가 있다.

그림 140. PUBG PC 월간 최고 동접자 수 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

## 크래프톤 (259960)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,911	2,710	3,066	3,410
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,066	3,410
판매비와관리비	1,143	1,527	1,742	1,981
조정영업이익	768	1,182	1,323	1,430
영업이익	768	1,182	1,323	1,430
비영업손익	61	541	169	177
금융손익	29	35	46	58
관계기업등 투자손익	-44	505	124	119
세전계속사업손익	829	1,723	1,492	1,607
계속사업법인세비용	235	420	373	402
계속사업이익	594	1,303	1,119	1,205
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	1,119	1,205
지배주주	595	1,306	1,119	1,205
비지배주주	-1	-3	0	0
총포괄이익	593	1,303	1,119	1,205
지배주주	594	1,305	1,121	1,207
비지배주주	-1	-2	-2	-2
EBITDA	876	1,282	1,415	1,517
FCF	628	1,281	1,150	1,226
EBITDA 마진율 (%)	45.8	47.3	46.2	44.5
영업이익률 (%)	40.2	43.6	43.2	41.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	31.1	48.2	36.5	35.3

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,964	5,004	6,082	7,225
현금 및 현금성자산	721	582	1,639	2,762
매출채권 및 기타채권	717	1,041	1,055	1,070
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,381	3,388	3,393
비유동자산	2,476	2,915	2,968	3,039
관계기업투자등	571	722	729	737
유형자산	257	240	228	222
무형자산	608	656	712	780
자산총계	6,440	7,920	9,049	10,264
유동부채	521	785	793	802
매입채무 및 기타채무	35	36	37	39
단기금융부채	73	73	74	75
기타유동부채	413	676	682	688
비유동부채	361	306	308	309
장기금융부채	131	165	165	165
기타비유동부채	230	141	143	144
부채총계	882	1,091	1,101	1,111
지배주주지분	5,555	6,828	7,947	9,153
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금	3,895	5,201	6,320	7,526
비지배주주지분	4	1	1	1
자본총계	5,559	6,829	7,948	9,154

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	662	1,336	1,205	1,286
당기순이익	594	1,303	1,119	1,205
비현금수익비용가감	324	484	419	430
유형자산감가상각비	77	72	68	66
무형자산상각비	31	27	25	22
기타	216	385	326	342
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-139	-66	-7	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-148	-307	-10	-10
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-62	0	0	0
법인세납부	-146	-420	-373	-402
투자활동으로 인한 현금흐름	-394	-373	-141	-156
유형자산처분(취득)	-34	-55	-55	-60
무형자산감소(증가)	25	-76	-80	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	20	-23	-6	-6
기타투자활동	-405	-219	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-225	-32	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	1	1
자본의 증가(감소)	23	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-248	-33	0	0
현금의 증가	46	-139	1,057	1,123
기초현금	675	721	582	1,639
기말현금	721	582	1,639	2,762

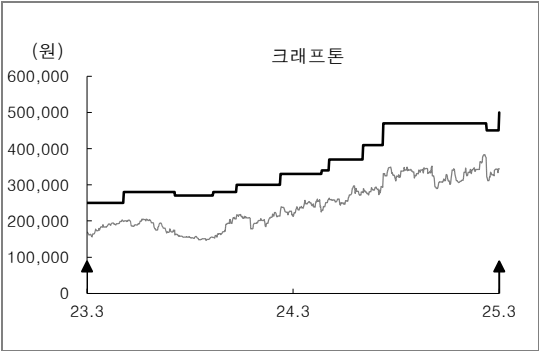
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	15.8	11.5	14.3	13.3
P/CF (x)	10.3	8.4	10.4	9.8
P/B (x)	1.7	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	10.0	8.8	8.0	6.7
EPS (원)	12,221	27,162	23,364	25,156
CFPS (원)	18,854	37,146	32,102	34,131
BPS (원)	114,849	142,531	165,892	191,048
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 (%)	3.1	41.8	13.1	11.2
EBITDA증가율 (%)	2.0	46.3	10.4	7.2
조정영업이익증가율 (%)	2.2	54.0	11.9	8.0
EPS증가율 (%)	19.9	122.3	-14.0	7.7
매출채권 회전율 (회)	3.1	3.2	3.0	3.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.5	18.1	13.2	12.5
ROE (%)	11.2	21.1	15.2	14.1
ROIC (%)	41.3	62.2	64.1	66.6
부채비율 (%)	15.9	16.0	13.8	12.1
유동비율 (%)	761.4	637.8	766.8	901.1
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	-53.7	-59.5	-64.0
조정영업이익/금융비용 (x)	86.2	183.3	226.0	243.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)				
2025.03.06	매수	500,000	-	-
2025.02.12	매수	450,000	-26.63	-23.56
2024.08.13	매수	470,000	-29.55	-18.51
2024.07.08	매수	410,000	-30.65	-28.17
2024.05.09	매수	370,000	-28.34	-19.73
2024.04.26	매수	340,000	-26.91	-23.53
2024.02.13	매수	330,000	-27.89	-21.21
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



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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

\* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 크래프톤 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>	<p>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.</p>
---	--