

## 크래프톤 259960

## 과거보다, 다가올 호재에 주목+인수코멘트

## 2Q25 Preview: PC 부진으로 인한 컨센서스 하회 전망

2Q25실적은 매출액 6,721억원(-23.1% QoQ), 영업이익 2,528억원(-44.7% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 모바일은 전년도 약 천억원의 인센티브를 제외하고 보면 성장 예상된다. 4,419억원(QoQ-17%/YoY-11.6%)을 전망한다. 아쉬운 점은 PC다. 전분기보다 낮아진 ARPU로 PC PUBG는 전년대비 F소폭 증가한 약 2천억원 수준이 예상된다. INZOI 포함해서 PC는 2,120억원(QoQ-24.5%)을 전망한다. 비용은 인력채용과 외주제작비로 증가하는 점이 특이사항이다. 인건비 1,555억원, 지급수수료 902억원을 예상한다. 업데이트 상올해의 저점은 2Q다. 또한 장기적인 투자포인트인 국내 게임사 최고의 AI/게임개발 역량과 주주환원도 유효하다. 이에 목표주가와 투자 의견을 유지한다. 전일 공시된 ADK 홀딩스 지분 100% 인수건은 다음 페이지에 서술했다.

## 호재 #1 PC PUBG: 3Q,4Q ARPU 증가 통한 성장 가속화 기대

현재 PC PUBG 트래픽은 70만명 선으로 전년대비 높은 수준을 유지하고 있다. ARPU만 증가하면 지속 성장할 수 있는 토양은 마련되어 있는 셈이다. 2Q를 저점으로 3Q,4Q는 연속성장할 것으로 전망한다. 올해 PC 예상 매출액은 1조 53억원이다. 3분기 에스파 콜라보를 시작으로 슈퍼가 2종 콜라보가 ARPU와 트래픽을 동반 증대시킬 것으로 예상된다. 에스파는 현재 여자 아이돌 중 중국에서 가장 높은 인기를 구가하고 있어 중국에서의 매출도 기대된다. 여름 UGC모드 업데이트, 맵 업데이트도 하반기 트래픽에 보탬이 될 것으로 전망한다.

## 호재 #2 서브노티카2: 인조이를 뛰어넘는 성과 기대

동사의 하반기 신작 서브노티카2는 스팀 위시리스트 2위, 팔로워수 20만명을 돌파하며 기대치를 높이고 있다. 회사의 전작인 INZOI와 같이 팬덤베이스 기반 마케팅이 예상된다. 인조이를 뛰어넘는 판매고를 예상하며, XBOX GAME PASS 계약금 수취로 실재 이익 기여도는 더 높을 전망이다.

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

김대성 연구원  
02-709-2886  
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.26

## 매수(유지)

|             |          |
|-------------|----------|
| 목표주가(유지)    | 560,000원 |
| 현재주가(06/25) | 357,000원 |
| 상승여력        | 56.9%    |

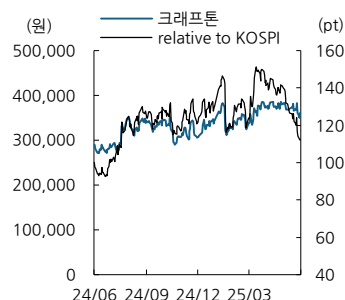
## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| KOSPI        | 3,108.3pt |
| 시가총액(보통주)    | 16,918십억원 |
| 발행주식수        | 47,389천주  |
| 액면가          | 100원      |
| 자본금          | 5십억원      |
| 60일 평균거래량    | 156천주     |
| 60일 평균거래대금   | 57,414백만원 |
| 외국인 지분율      | 43.2%     |
| 52주 최고가      | 393,000원  |
| 52주 최저가      | 260,000원  |
| 주요주주         |           |
| 장병규(외 34인)   | 37.1%     |
| 국민연금공단(외 1인) | 7.2%      |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | -4.7  | -24.5 |
| 3M  | 7.7   | -10.2 |
| 6M  | 18.1  | -9.0  |

## 주가차트



## Financial Data

| (십억원)         | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 1,854  | 1,911  | 2,710  | 3,719  | 4,745  |
| 영업이익          | 752    | 768    | 1,182  | 1,483  | 1,697  |
| 영업이익률(%)      | 40.5   | 40.2   | 43.6   | 39.9   | 35.8   |
| 세전이익          | 684    | 829    | 1,723  | 1,820  | 2,221  |
| 지배주주지분순이익     | 500    | 595    | 1,306  | 1,352  | 1,646  |
| EPS(원)        | 10,190 | 12,310 | 28,545 | 29,550 | 35,968 |
| 증감률(%)        | -4.0   | 20.8   | 131.9  | 3.5    | 21.7   |
| ROE(%)        | 10.3   | 11.2   | 21.1   | 18.3   | 18.7   |
| PER (배)       | 16.5   | 15.7   | 10.9   | 12.1   | 9.9    |
| PBR (배)       | 1.6    | 1.7    | 2.2    | 2.1    | 1.8    |
| EV/EBITDA (배) | 9.1    | 10.0   | 11.3   | 9.9    | 8.0    |

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

## ADK 인수코멘트

### ADK 홀딩스 인수 개요 및 기업소개

광고/애니메이션  
사업 영위하는  
일본 3위권  
광고회사

크래프톤은 6/24 공시로 베인 캐피탈로부터 K.K.BCJ-31의 지분 100%를 750억엔 (7,104억원) 인수했다고 밝혔다. K.K.BCJ-31은 ADK 홀딩스 지분 100%를 가지고 있다. ADK 홀딩스는 광고대행과 애니메이션 사업을 주로 영위하며, 일본 3-4위의 광고회사다. 다만 일본 광고시장은 덴츠가 사실상 독점하고 있어 시장 점유율은 한자릿 수로 크지 않다. 자회사로 ADK 마케팅 솔루션즈, ADK 크리에이티브 원, ADK 이모션즈를 가지고 있다. 애니메이션 제작은 ADK 이모션즈에서 주로 이루어지고 있다. 해당업체는 원피스, 크레용신짱, 도라에몽 등 300종이 넘는 애니메이션을 공동제작한 이력이 있다.

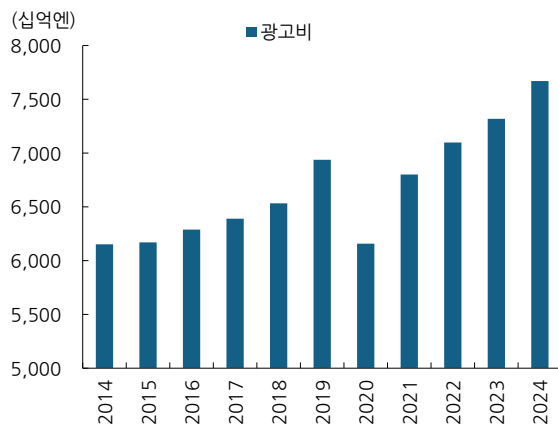
24년 매출액은 1.2조원이다. 이 중 매출액의 80%가 광고매출, 20%가 애니메이션으로 추정된다. 당기순이익은 129억원 기록했으며, 연간 EBITDA는 약 1,600억원 수준으로 추정된다. 24년기준 자산은 1.5조원, 부채 1.1조원, 자본 4천억원이다. 3Q부터 재무제표 연결될 것으로 예상된다.

### 인수 단가는 적절한 수준으로 판단

경영권 프리미엄은  
과하지 않음

베인캐피탈은 '17년도 주당 3,660엔에 시장가 대비 20% 수준의 프리미엄을 얹어 1,520억엔에 인수한 바 있다. 7,100억원의 밸류에이션은 24년기준 PBR 1.7배, EBITDA 4.4배, PER 55배 수준이다. PEER인 하쿠호도 '24 PBR 1배, PER 37배, 덴츠 PBR 1.4배, PER 마이너스와 비교하면 과한 수준은 아니다. 물론 성장성은 높지 않다. 일본 광고시장 특성상 점유율을 확대하기 어려우며 광고시장 자체도 한자릿수 성장으로 정체되어있다. 공시 기준 22→23→24년 매출액도 1.24조원 → 1.18조원 → 1.16조원으로 Flat한 수준이다.

그림1 일본 광고시장 추이



자료: DENTSU, DS투자증권 리서치센터

그림2 2023년 일본 광고취급액 기준 기업 순위

|      | 기업         | 광고취급액(십억엔) |
|------|------------|------------|
| 1 위  | 덴츠         | 4,727      |
| 2 위  | 하쿠호도 DY    | 809        |
| 3 위  | 사이버에이전트    | 645        |
| 4 위  | ADK        | 318        |
| 5 위  | DAC        | 191        |
| 6 위  | DAICO      | 127        |
| 7 위  | 토큐에이전시     | 91         |
| 8 위  | 오프트        | 99         |
| 9 위  | JR 히가시니혼기획 | 79         |
| 10 위 | 요미우리 IS    | 73         |

자료: ASCENTKOREA, DS투자증권 리서치센터

표1 PEER Valuation table

| (십억엔)    |        | 2022  | 2023  | 2024  |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| Dentsu   | 매출액    | 1,246 | 1,305 | 1,411 |
|          | 영업이익   | 147   | 130   | 134   |
|          | EBITDA | 184   | 175   | 180   |
|          | 당기순이익  | 60    | (11)  | (192) |
|          | PER    | 18.6  | -     | -     |
|          | PBR    | 1.24  | 1.14  | 1.42  |
| Hakuhodo | 매출액    | 966   | 985   | 960   |
|          | 영업이익   | 60    | 35    | 42    |
|          | EBITDA | 83    | 60    | 70    |
|          | 당기순이익  | 52    | 6     | 30    |
|          | PER    | 18.0  | 20.4  | 36.9  |
|          | PBR    | 1.52  | 1.32  | 1.02  |

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: CY기준

그림3 ADK 기업 소개



A pure holding company involved in formulating groupwide strategy and administrative policies, providing back-office functions, creating welcoming, inclusive working environments and promoting healthy working conditions. Also oversees corporate communications functions including activation of internal communications.



Provides comprehensive marketing solutions across the entire customer journey. The ADK CONNECT business brand launched in 2021 is the flagship that leads an organization of professionals with highly developed skills in digital and data-driven marketing fields, focusing on providing valuable customer experiences that contribute to clients' business success.

WEBSITE [↗](#)



An integrated creative company that offers planning, creative development, production and implementation services in the digital, creative and activation realm. Based on the latest digital and technology, we use our "Integrated Creative Capabilities" to create engaging brand experiences that transform consumers into customers and passionate fans.

WEBSITE [↗](#)



Inheriting the DNA of a content business pioneer, ADK Emotions specializes in anime content and rights management, also providing merchandising and e-commerce services that build fan bases and create appealing experiences across a broad range of consumer touchpoints.

WEBSITE [↗](#)

자료: ADK, DS투자증권 리서치센터

### 기대효과: 애니메이션 IP 기반 게임 제작, 일본 진출 교두보로서의 의미 있음

애니메이션 IP 기반 게임제작  
일본 진출 교두보로서의  
의미 있음

예상할 수 있는 시너지는 일본 애니메이션 IP 게임제작 혹은 크래프톤 IP 기반 애니메이션 제작이다. 또한 현재 침투율이 미미한 일본 게임시장 진출을 위한 교두보로 기능할 것으로 전망한다. 크래프톤은 이미 작년 8월 일본 탱고 게임웍스 개발 인력을 흡수하며 하이-파이러쉬와 같은 IP를 확보한 바 있다.

제작위원회 중심의 일본 애니메이션 시장

일본 애니메이션 제작은 '제작위원회'의 형태로 이루어지는 경우가 대다수다. 예를 들어 진격의거인 애니메이션을 제작한다고 하면, 진격의거인 제작위원회(일종의 SPC)를 설립해 여러 기업으로부터 투자를 받아 컨소시엄을 구성하는 형태다. ADK홀딩스도 IP홀더는 아니지만 제작위원회에 지분투자자와 함께 다수 참여하며 일부 애니메이션의 상품화 권리 등을 가지고 있는 것으로 추정된다.

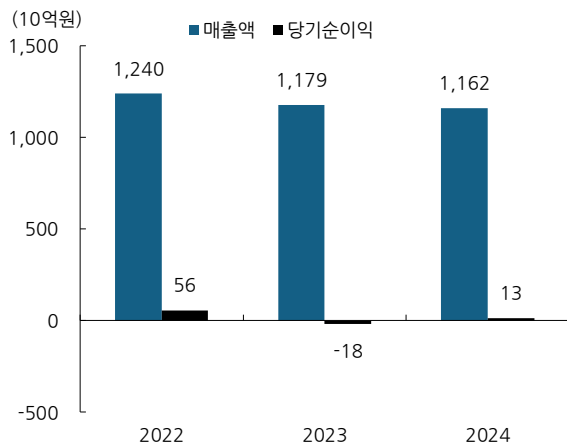
국내에선 넷마블이 주도하는 방식

국내에서 가장 좋은 예시가 넷마블이다. 넷마블은 애니메이션 제작위원회 설립과정부터 지분투자를 하여 다수의 일본 IP 기반으로 게임화까지 이룬 바 있다. 최근 있었던 사례가 상그릴라 프론티어 제작위원회 지분투자다. 애니메이션 제작에 지분투자를 했고 이를 기반으로 해당 IP의 게임 판권을 획득해 제작중에 있다.

재무기여 가능하고  
밸류에이션 적절하고  
IP 소싱 이점 가지고  
글로벌 비즈니스 확대 가능

현재 일본 시장에서 크래프톤의 존재감은 미미하다. 일본시장은 전세계 게임시장 TOP3로 당연히 공략해야할 시장이다. 크래프톤의 이번 인수는 종합적인 고려가 있었을 것으로 추정된다. 재무기여가 가능하고 밸류에이션이 과도하지 않고 IP 소싱에 이점을 지니고 글로벌 비즈니스 확대도 고려한 종합적인 판단이었을 것으로 보인다. 어느정도 납득은 되는 Deal이다. 만약 이번 인수를 통해 유의미한 일본 IP 게임제작 판권을 확보하고 실제 제작까지 이어진다면 인수는 긍정적으로 평가될 수 있다.

그림4 K.KBCJ-31 재무 추이



자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림5 넷마블 Case: 애니메이션 지분투자 후 게임제작까지



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

그림6 크래프톤 - ADK 홀딩스 인수 공시

|                            |                   |                                                                                                                                                                     |        |              |
|----------------------------|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------------|
| 1. 발행회사                    | 회사명               | K.K. BCJ-31                                                                                                                                                         | 대표자    | SUSHOTO Yuji |
|                            | 국적                | 일본                                                                                                                                                                  | 회사와 관계 | -            |
|                            | 자본금(원)            | 947,160,000                                                                                                                                                         | 주요사업   | 투자, 금융       |
|                            | 발행주식총수(주)         | 132,000,000                                                                                                                                                         |        |              |
| 2. 취득내역                    | 취득주식수(주)          | 132,000,000                                                                                                                                                         |        |              |
|                            | 취득금액(원)           | 710,370,000,000                                                                                                                                                     |        |              |
|                            | 자기자본(원)           | 6,829,131,602,227                                                                                                                                                   |        |              |
|                            | 자기자본대비(X)         | 10.40                                                                                                                                                               |        |              |
|                            | 대규모법임여부           | 해당                                                                                                                                                                  |        |              |
| 3. 취득후 소유주식수 및 지분비율        | 소유주식수(주)          | 132,000,000                                                                                                                                                         |        |              |
| 4. 취득방법                    | 지분비율(X)           | 100                                                                                                                                                                 |        |              |
|                            | 현금취득              | 발행회사 인수를 통해, 발행회사가 100% 지분을 보유하고 있는 일본 광고대행 및 애니메이션 사업 등을 영위하는 ADK그룹의 모회사인 ADK Holdings Inc.(이하 'ADK')에 대한 지배권을 확보하고, 이를 기반으로 일본 시장 진출 및 미디어, 콘텐츠/IP 분야로의 사업 다각화 도모 |        |              |
| 5. 취득목적                    |                   |                                                                                                                                                                     |        |              |
| 6. 취득예정일자                  | -                 |                                                                                                                                                                     |        |              |
| 7. 자산상주의 주요사항보고서 제출 대상 여부  | 해당없음              |                                                                                                                                                                     |        |              |
| -최근 사업연도말 자산총액(원)          | 7,919,463,568,015 | 취득가액/자산총액(X)                                                                                                                                                        | 8.97   |              |
| 8. 우회상장 해당 여부              | 아니오               |                                                                                                                                                                     |        |              |
| -당후 6월이내 제3자배정 종자 등 계획     | 해당없음              |                                                                                                                                                                     |        |              |
| 9. 발행회사(타법인)의 우회상장 요건 충족여부 | 해당없음              |                                                                                                                                                                     |        |              |
| 10. 이사회결의일(결정일)            | 2025-06-24        |                                                                                                                                                                     |        |              |

자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림7 크래프톤 - ADK 홀딩스 인수 공시2

|                       |                                                                                                                                                                                        |  |  |  |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|--|
| 13. 기타 투자판단과 관련한 중요사항 | <p>1) 본 건은 일본 소재 광고 대행 및 애니메이션 제작업 등을 영위하는 ADK그룹 인수를 위하여, ADK의 지배기업인 발행회사의 주주를 취득하는 건입니다.</p> <p>- 거래 상대방: BCPE Madison Holdings Cayman, L.P.</p> <p>- 취득 주식수: 132,000,000주 (100%)</p> |  |  |  |
|                       | <p>2) 상기 '1. 발행회사'의 '자본금'은 JPY 100,000,000, 상기 '2. 취득내역'의 '취득금액'은 JPY 75,000,000,000이며, 이사회 결의일(2025.06.24) 현재 서울외국환공개 고시 매매기준율(1JPY=9.4716원)을 적용하여 환산한 금액입니다.</p>                     |  |  |  |
|                       | <p>3) 상기 '2. 취득내역'의 '취득금액' JPY 75,000,000,000은 취득예정일 환율 및 주식매매계약에 따라, 거래종결일이 속한 달의 직전 달 마지막 영업일을 기준으로 주식매매계약상 정의된 순부채 및 거래비용 등의 요소를 반영하여 변경될 수 있습니다.</p>                               |  |  |  |
|                       | <p>4) 상기 '2. 취득내역'의 '자기자본'은 당사의 최근 사업연도말(2024년) 연결재무제표 기준입니다.</p>                                                                                                                      |  |  |  |
|                       | <p>5) 상기 '6. 취득예정일자'는 주식매매계약상 선행조건 충족여부에 따라 확정될 예정입니다.</p>                                                                                                                             |  |  |  |
|                       | <p>6) 발행회사는 2018년 6월 설립된 비상장법인으로 하기 '발행회사의 요약 재무사항'은 당해연도(2024년말), 전년도(2023년), 전전년도(2022년)의 외부감사인의 감사를 받지 않은 연결재무제표 기준입니다.</p>                                                         |  |  |  |
|                       | <p>7) 상기 투자내용은 향후 진행상황에 따라 변경될 수 있으며, 변경이 있을 경우 재공시 예정입니다.</p>                                                                                                                         |  |  |  |
|                       | ※관련공시                                                                                                                                                                                  |  |  |  |
|                       | -                                                                                                                                                                                      |  |  |  |
|                       |                                                                                                                                                                                        |  |  |  |
|                       |                                                                                                                                                                                        |  |  |  |
|                       |                                                                                                                                                                                        |  |  |  |
|                       |                                                                                                                                                                                        |  |  |  |

자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림8 최근 제작 애니메이션

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p><b>Crayon Shinchan the Movie Super Hot! The Spicy Kasukabe Dancers (2025)</b></p> <p>release date : 2025/01/01<br/>©Utsu Yoshitaka/Futabasha-SHIN-EI Animation-TV Asahi-ADK 2025</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p>                            |  <p><b>Crayon Shinchan the Movie Seri 映画クレヨンしんちゃんシリーズ</b></p> <p>latest date : 2024/06/09</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p>                                        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                          |
|  <p><b>Crayon Shinchan the Movie Our Dinosaur Diary (2024)</b></p> <p>release date : 2024/05/09<br/>©Utsu Yoshitaka/Futabasha-SHIN-EI Animation-TV Asahi-ADK 2024</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p>                                               |  <p><b>2.5 Dimensional Seduction 2.5次元の誘惑</b></p> <p>Broadcast start date : 2024/07/05<br/>©Yu Hashimoto/SHUEISHA, Rikka Project</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p> |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                          |
|  <p><b>New Dimension! Crayon Shinchan the Movie Battle of Supernatural Powers ~Flying Sushi~ (2023)</b></p> <p>release date : 2023/08/04<br/>©Utsu Yoshitaka/New Dimension Crayon Shinchan Production Committee</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p> |  <p><b>PRECURE TV SERIES プリキュアTVシリーズ</b></p> <p>latest date : 2023/02/05</p> <p><a href="#">READ MORE</a></p>                                                         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                          |

자료: ADK, DS투자증권 리서치센터

그림9 ADK 이모션즈 사업 소개

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p><b>Anime Production</b></p> <p>We plan, produce, finance, create TV programs, run committees and more for anime works.</p>                                                                                                                                |  <p><b>Licensing</b></p> <p>We act as a liaison for using our company's works in advertising, promotions and merchandise, while also engaging in business development and productions worldwide that make use of anime content rights.</p> |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|  <p><b>Merchandising</b></p> <p>We are involved in the merchandising, e-commerce and fan club businesses with intellectual property that includes anime, characters, artists and more.</p>                                                                    |  <p><b>Games (App-Based)</b></p> <p>We collaborate with game companies in game production to develop and build excitement for anime intellectual property on smartphones and mobile devices.</p>                                           |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|  <p><b>IP Marketing</b></p> <p>We sell packages of reserved advertising slots for anime programs, use intellectual property in advertising and promotions, organize tie-ups for films and anniversary projects, and plan and run events and performances.</p> |  <p><b>New Business Development</b></p> <p>Adapting to a changing business environment, we leverage intellectual property to develop new business and the business schemes of the future.</p>                                              |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

자료: ADK, DS투자증권 리서치센터

표1 크래프톤 추정치 변경 Table

| (십억원, %, %p) | 변경전   |       | 변경후   |       | Gap   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| 매출액          | 3,208 | 3,628 | 3,719 | 4,745 | 16%   | 31%   |
| 영업이익         | 1,473 | 1,727 | 1,483 | 1,697 | 1%    | -2%   |
| OPM          | 46%   | 48%   | 40%   | 36%   | -6%p  | -12%p |
| 지배순이익        | 1,288 | 1,572 | 1,351 | 1,646 | 5%    | 5%    |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 크래프톤 실적 추정 Table

| (십억원, %, %p) | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25F        | 3Q25F          | 4Q25F          | 2023           | 2024           | 2025F          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>665.9</b> | <b>707.0</b> | <b>719.3</b> | <b>617.6</b> | <b>874.2</b> | <b>672.1</b> | <b>1,059.1</b> | <b>1,113.4</b> | <b>1,910.6</b> | <b>2,709.8</b> | <b>3,718.8</b> |
| 온라인          | 243.7        | 191.3        | 274.3        | 232.6        | 323.5        | 212.0        | 306.5          | 383.6          | 583.9          | 941.9          | 1,225.6        |
| 모바일          | 402.3        | 499.9        | 425.4        | 362.2        | 532.4        | 441.9        | 470.6          | 435.2          | 1,244.8        | 1,689.8        | 1,880.1        |
| 콘솔/패키지       | 11.5         | 8.8          | 11.8         | 12.3         | 13.1         | 12.1         | 14.5           | 16.5           | 55.7           | 44.3           | 56.2           |
| 기타           | 8.5          | 7.0          | 7.8          | 10.5         | 5.2          | 6.1          | 267.5          | 278.1          | 26.2           | 33.7           | 556.9          |
| <b>영업비용</b>  | <b>355.4</b> | <b>374.9</b> | <b>394.9</b> | <b>402.1</b> | <b>416.9</b> | <b>419.3</b> | <b>684.5</b>   | <b>715.3</b>   | <b>1,142.5</b> | <b>1,527.3</b> | <b>2,236.0</b> |
| 인건비          | 121.4        | 129.6        | 133.1        | 132.7        | 148.4        | 155.5        | 157.5          | 161.4          | 427.3          | 516.8          | 622.8          |
| 마켓수수료        | 85.9         | 77.5         | 101.1        | 84.8         | 105.0        | 90.9         | 109.6          | 116.5          | 226.8          | 349.3          | 422.0          |
| 지급수수료        | 61.3         | 76.4         | 80.4         | 97.9         | 84.2         | 90.2         | 95.5           | 102.8          | 258.9          | 316.0          | 372.6          |
| 마케팅비용        | 12.4         | 21.2         | 29.9         | 37.9         | 22.9         | 26.5         | 35.1           | 37.5           | 66.1           | 101.4          | 122.0          |
| <b>영업이익</b>  | <b>310.5</b> | <b>332.1</b> | <b>324.4</b> | <b>215.5</b> | <b>457.3</b> | <b>252.8</b> | <b>374.6</b>   | <b>398.0</b>   | <b>768.0</b>   | <b>1,182.5</b> | <b>1,482.8</b> |
| OPM          | 47%          | 47%          | 45%          | 35%          | 52%          | 38%          | 35%            | 36%            | 40%            | 44%            | 40%            |
| <b>지배순이익</b> | <b>350.0</b> | <b>341.9</b> | <b>122.1</b> | <b>492.1</b> | <b>371.5</b> | <b>242.9</b> | <b>335.0</b>   | <b>402.3</b>   | <b>595.4</b>   | <b>1,306.1</b> | <b>1,351.6</b> |
| NPM          | 53%          | 48%          | 17%          | 80%          | 42%          | 36%          | 32%            | 36%            | 31%            | 48%            | 36%            |

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 인수합병 대상 분기별 실적 공시가 없어 3Q,4Q 데이터는 수정될 수 있음

## [ 크래프톤 259960 ]

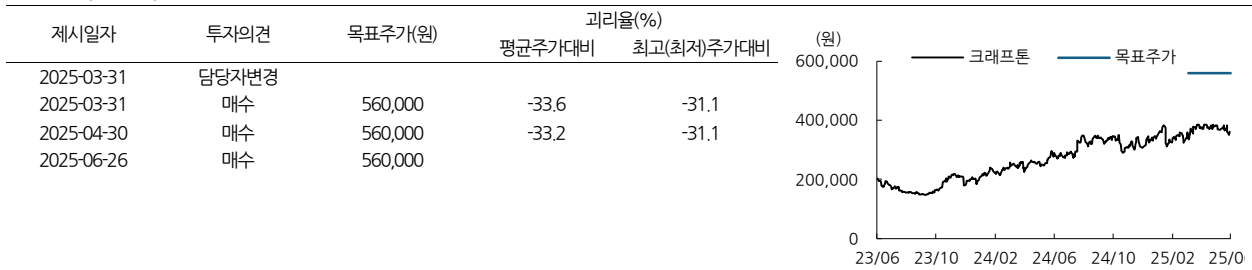
| 재무상태표       |       |       |       |       |        | 손익계산서         |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F  |               | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
| 유동자산        | 3,893 | 3,964 | 5,004 | 6,556 | 8,924  | 매출액           | 1,854 | 1,911 | 2,710 | 3,719 | 4,745 |
| 현금 및 현금성자산  | 675   | 721   | 582   | 1,354 | 3,320  | 매출원가          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출채권 및 기타채권 | 558   | 717   | 1,018 | 1,199 | 1,438  | 매출총이익         | 1,854 | 1,911 | 2,710 | 3,719 | 4,745 |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 판매비 및 관리비     | 1,102 | 1,143 | 1,527 | 2,236 | 3,049 |
| 기타          | 2,660 | 2,526 | 3,405 | 4,003 | 4,166  | 영업이익          | 752   | 768   | 1,182 | 1,483 | 1,697 |
| 비유동자산       | 2,145 | 2,476 | 2,915 | 2,934 | 2,969  | (EBITDA)      | 859   | 876   | 1,289 | 1,619 | 1,830 |
| 관계기업투자등     | 651   | 872   | 1,037 | 1,135 | 1,181  | 금융손익          | 26    | 29    | 23    | 46    | 55    |
| 유형자산        | 223   | 257   | 240   | 301   | 285    | 이자비용          | 8     | 9     | 9     | 8     | 12    |
| 무형자산        | 868   | 608   | 656   | 655   | 626    | 관계기업등 투자손익    | -35   | -40   | -67   | -22   | -22   |
| 자산총계        | 6,038 | 6,440 | 7,919 | 9,490 | 11,893 | 기타영업외손익       | -59   | 71    | 584   | 313   | 491   |
| 유동부채        | 411   | 521   | 785   | 1,203 | 1,588  | 세전계속사업이익      | 684   | 829   | 1,723 | 1,820 | 2,221 |
| 매입채무 및 기타채무 | 223   | 224   | 238   | 152   | 182    | 계속사업법인세비용     | 169   | 235   | 420   | 470   | 577   |
| 단기금융부채      | 64    | 73    | 106   | 517   | 850    | 계속사업이익        | 515   | 594   | 1,303 | 1,351 | 1,643 |
| 기타유동부채      | 124   | 224   | 440   | 534   | 556    | 중단사업이익        | -15   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 510   | 361   | 306   | 299   | 427    | 당기순이익         | 500   | 594   | 1,303 | 1,351 | 1,643 |
| 장기금융부채      | 375   | 215   | 154   | 169   | 292    | 지배주주          | 500   | 595   | 1,306 | 1,352 | 1,646 |
| 기타비유동부채     | 135   | 146   | 152   | 130   | 135    | 총포괄이익         | 536   | 593   | 1,303 | 1,351 | 1,643 |
| 부채총계        | 921   | 882   | 1,090 | 1,501 | 2,015  | 매출총이익률 (%)    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 지배주주지분      | 5,111 | 5,554 | 6,828 | 7,986 | 9,632  | 영업이익률 (%)     | 40.5  | 40.2  | 43.6  | 39.9  | 35.8  |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5      | EBITDA마진률 (%) | 46.3  | 45.9  | 47.6  | 43.5  | 38.6  |
| 자본잉여금       | 1,449 | 1,472 | 1,478 | 1,479 | 1,479  | 당기순이익률 (%)    | 27.0  | 31.1  | 48.1  | 36.3  | 34.6  |
| 이익잉여금       | 3,468 | 3,895 | 5,081 | 6,434 | 8,080  | ROA (%)       | 8.5   | 9.5   | 18.2  | 15.5  | 15.4  |
| 비지배주주지분(연결) | 5     | 4     | 1     | 3     | 3      | ROE (%)       | 10.3  | 11.2  | 21.1  | 18.3  | 18.7  |
| 자본총계        | 5,116 | 5,559 | 6,829 | 7,989 | 9,634  | ROIC (%)      | 20.9  | 13.4  | 18.9  | 19.3  | 20.2  |

| 현금흐름표       |        |      |       |       |       | 주요투자지표       |         |         |         |         |         |
|-------------|--------|------|-------|-------|-------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2022   | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F |              | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
| 영업활동 현금흐름   | 513    | 662  | 908   | 1,122 | 1,707 | 투자지표 (x)     |         |         |         |         |         |
| 당기순이익(손실)   | 500    | 594  | 1,303 | 1,351 | 1,643 | P/E          | 16.5    | 15.7    | 10.9    | 12.1    | 9.9     |
| 비현금수익비용가감   | 360    | 324  | 126   | 52    | 408   | P/B          | 1.6     | 1.7     | 2.2     | 2.1     | 1.8     |
| 유형자산감가상각비   | 76     | 77   | 85    | 105   | 101   | P/S          | 4.4     | 4.9     | 5.5     | 4.6     | 3.6     |
| 무형자산상각비     | 32     | 31   | 22    | 31    | 33    | EV/EBITDA    | 9.1     | 10.0    | 11.3    | 9.9     | 8.0     |
| 기타현금수익비용    | 253    | 216  | 8     | -84   | 274   | P/CF         | 9.6     | 10.2    | 10.5    | 12.2    | 8.3     |
| 영업활동 자산부채변동 | -134   | -139 | -276  | -280  | -344  | 배당수익률 (%)    | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| 매출채권 감소(증가) | -42    | -148 | -227  | -191  | -240  | 성장성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 재고자산 감소(증가) | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | 매출액          | -1.7    | 3.1     | 41.8    | 37.2    | 27.6    |
| 매입채무 증가(감소) | 8      | -62  | 1     | 146   | 30    | 영업이익         | 15.5    | 2.2     | 54.0    | 25.4    | 14.4    |
| 기타자산 부채변동   | -100   | 70   | -50   | -234  | -135  | 세전이익         | -10.2   | 21.2    | 107.9   | 5.7     | 22.0    |
| 투자활동 현금     | -2,863 | -394 | -832  | -469  | -197  | 당기순이익        | -3.8    | 18.8    | 119.3   | 3.7     | 21.7    |
| 유형자산처분(취득)  | -26    | -34  | -20   | -63   | -85   | EPS          | -4.0    | 20.8    | 131.9   | 3.5     | 21.7    |
| 무형자산 감소(증가) | 5      | 25   | -6    | 0     | -3    | 안정성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 투자자산 감소(증가) | -2,635 | -22  | -723  | -546  | -74   | 부채비율         | 18.0    | 15.9    | 16.0    | 18.8    | 20.9    |
| 기타투자활동      | -206   | -364 | -83   | 140   | -34   | 유동비율         | 946.0   | 761.4   | 637.6   | 545.2   | 562.1   |
| 재무활동 현금     | -56    | -225 | -259  | 119   | 456   | 순차입금/자기자본(x) | -7.6    | -10.1   | -6.6    | -10.2   | -24.2   |
| 차입금의 증가(감소) | -46    | -57  | -63   | 160   | 456   | 영업이익/금융비용(x) | 99.2    | 86.2    | 125.0   | 190.6   | 142.8   |
| 자본의 증가(감소)  | 0      | -168 | -195  | -41   | 0     | 총차입금 (십억원)   | 439     | 288     | 260     | 686     | 1,142   |
| 배당금의 지급     | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | 순차입금 (십억원)   | -390    | -563    | -451    | -814    | -2,330  |
| 기타재무활동      | -11    | -1   | 0     | 0     | 0     | 주당지표(원)      |         |         |         |         |         |
| 현금의 증가      | -2,345 | 46   | -139  | 773   | 1,966 | EPS          | 10,190  | 12,310  | 28,545  | 29,550  | 35,968  |
| 기초현금        | 3,019  | 675  | 721   | 582   | 1,354 | BPS          | 104,137 | 114,849 | 142,524 | 166,681 | 201,035 |
| 기말현금        | 675    | 721  | 582   | 1,354 | 3,320 | SPS          | 37,774  | 39,505  | 56,564  | 77,619  | 99,047  |
| NOPLAT      | 566    | 551  | 894   | 1,100 | 1,255 | CFPS         | 17,535  | 18,992  | 29,810  | 29,271  | 42,812  |
| FCF         | -2,137 | 385  | 320   | 654   | 1,510 | DPS          | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 크래프톤 (259960) 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                             | 산업   |
|----|-----------------------------|------|
| 매수 | +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우      | 비중확대 |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 | 중립   |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      | 비중축소 |

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2025.03.31

| 매수    | 중립   | 매도   |
|-------|------|------|
| 97.4% | 1.9% | 0.6% |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.