

2025. 8. 19



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 510,000 원

현재주가 (8.18) 313,000 원

상승여력 62.9%

KOSPI 3,177.28pt

시가총액 148,341억원

발행주식수 4,739만주

유동주식비율 55.92%

외국인비중 42.85%

52주 최고/최저가 386,000원/289,500원

평균거래대금 476.0억원

주요주주(%)

장병규 외 31 인 23.68

IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 14.01

국민연금공단 7.18

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.6 -2.6 -3.5

상대주가 -11.3 -19.5 -18.1

주가그래프



크래프톤 259960

PUBG, 3Q24 실적 이미 넘었다

- ✓ 전년 2분기 기저로 인해 표면적 역성장 기록하며 투자자 우려 가중
- ✓ 7월 에스파 콜라보는 뉴진스의 170%에 해당하는 매출 성과 기록
- ✓ 지난주 부가티 시작. 현재 이미 3Q24 전체 분기 PC 실적을 넘어선 것으로 추정
- ✓ 1/2분기 각각 33%, 20% 기록한 모바일은 3분기도 유사한 성과 예상
- ✓ 2분기 부진으로 YTD 수익률 반납. 펍지 IP만으로도 가격 매력 높아진 구간

환율 이슈 없다면 3분기 매출 9천억원대 첫 터치 예상

2분기 동사의 표면적 매출 역성장은 우려를 불러왔다. PC 이벤트 시기의 차이로 성장률이 15% YoY(이하 동일)로 기존 대비 다소 낮아졌고, 모바일은 전년도 일회성 수익으로 인해 표면 성장률이 -14%를 기록했으나 실제 모바일 성장률은 20%이었다. 텐센트에 따르면, 펍지M 글로벌이 지난 4월 역대 최대 매출을 경신했다.

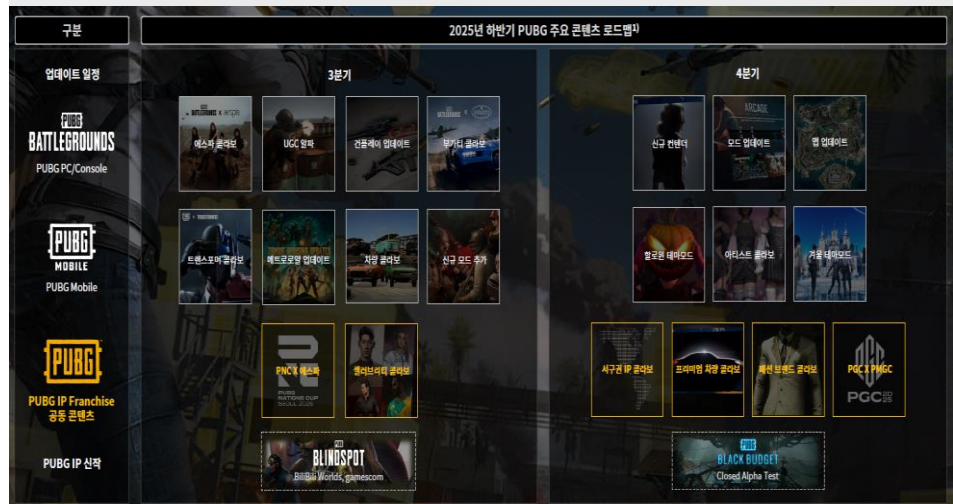
〈서브노티카2〉가 개발진 노이즈와 함께 이연되며 크래프톤에 대한 투자자 관심은 재차 펍지에 집중되는 기간이다. 2분기 실적발표를 통해 동사는 에스파 콜라보 동일 기간 기준 뉴진스의 170%에 해당하는 성과를 이루었다고 밝혔다. 지난주 부가티 콜라보가 시작되며 8월 중순 현재 3Q24 전체 분기 PC 성과를 초과 달성한 것으로 추정된다. 모바일은 화평정영이 슈퍼가 콜라보로 성과에 기여하고 있어 2분기와 유사한 성장률이 예상된다. 당사의 3분기 추정치는 시장에서 가장 높은 수치이며 분기말 달러의 급격한 하락(원화 강세)가 없는 한 역대 최대 매출을 기록, 9천억원의 벽을 터치할 것으로 예상된다.

글로벌 신작 고려하지 않더라도 펍지만으로도 가격 매력 높아진 구간

펍지 IP에 대한 우려가 심화되며 동사는 연간 수익률을 반납했다. 시장의 우려와 달리 3분기는 역대 가장 높았던 1분기와 유사한 수준이 예상된다. 게임스컴에는 텐센트가 펍지M을 출범하는데 4분기 서구권 IP 콜라보 등을 고려 시 다음 행보는 북미/유럽으로 예상된다. 동사는 기존 IP의 성장에 더해 글로벌 PC/콘솔 성과를 기대할 수 있는 이상적 라인업을 보유한 업체다. 〈인조이〉, 〈서브노티카〉 등 글로벌 성과 얻는 신작을 차치하더라도 펍지 IP만으로도 가격 매력은 높아졌다. 2분기 단기 성과 부진에 대한 오해로 수급은 비워져 있고 펍지는 다시 뛰기 시작했다. 기관 크래프톤 보유량은 2023년 수준까지 하락해 있다. 포트를 채울 시기다.

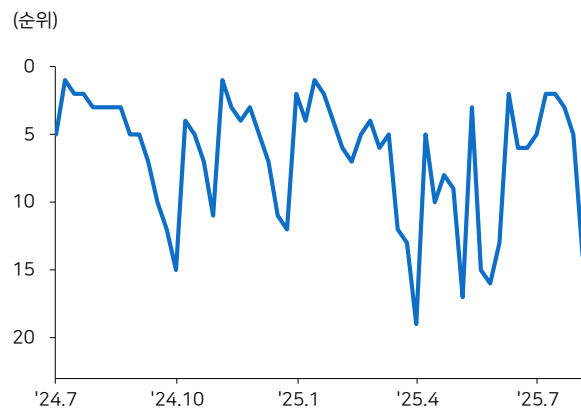
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.9	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024	2,709.8	1,182.5	1,306.1	27,162	122.3	142,524	11.5	2.2	8.8	21.1	16.0
2025E	3,254.3	1,392.3	1,091.1	22,926	-15.6	160,223	13.7	2.0	7.5	15.1	14.4
2026E	3,605.4	1,477.3	1,240.7	26,350	14.9	180,594	11.9	1.7	6.7	15.5	13.0
2027E	4,399.4	1,812.7	1,367.4	29,172	10.7	200,074	10.7	1.6	5.2	15.3	13.8

그림1 2025년 PUBG IP 하반기 파이프라인



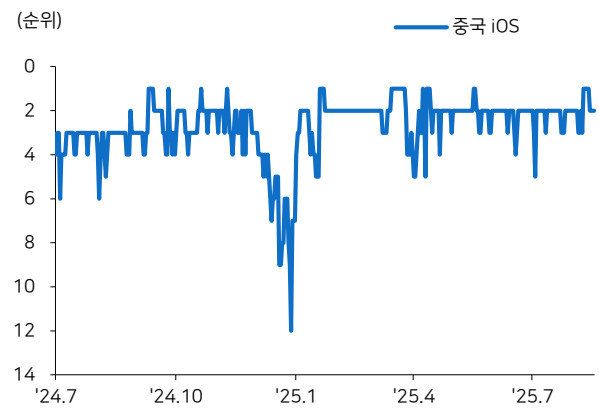
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 <PUBG> 스팀 주간 매출 순위(글로벌): 지난주 부가티 콜라보 시작. 2위로 상승 추정



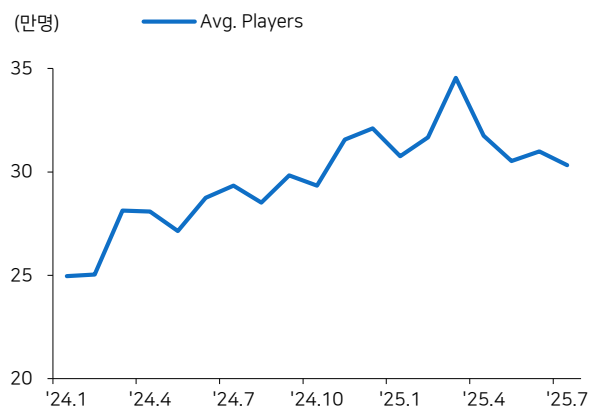
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <화평정영> 중국 매출 순위



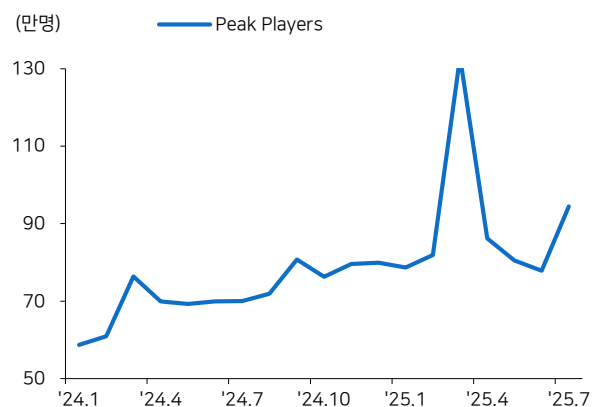
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <PUBG> 스팀 월별 평균 동접자 수



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 <PUBG> 스팀 월별 Peak Players: 2025 ATH



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

표1 크래프톤 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	915.0	803.1	2,709.8	3,254.3	3,605.4
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	362.7	285.0	941.9	1,191.0	1,308.7
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	498.5	462.3	1,689.8	1,920.8	1,983.1
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	14.2	17.3	44.3	54.5	159.7
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	39.5	38.4	33.7	88.1	153.9
% YoY											
매출	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	-6.4	27.2	30.0	41.8	20.1	10.8
PC	36.5	63.5	126.1	39.2	32.8	14.8	32.3	22.5	61.3	26.4	9.9
모바일	15.5	104.2	37.6	5.7	32.3	-14.5	17.2	27.6	35.7	13.7	3.2
콘솔	58.5	-53.9	-1.7	-29.4	14.2	11.7	20.4	41.1	-20.4	22.8	193.2
기타	77.2	14.1	-1.3	41.8	-39.2	-28.7	407.3	267.4	28.8	161.3	74.6
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	514.1	515.0	1,527.3	1,862.1	2,128.1
% to sales	53.4	53.0	54.9	65.1	47.7	62.8	56.2	64.1	56.4	57.2	59.0
% YoY	39.0	46.7	51.3	8.6	17.3	11.0	30.2	28.1	33.7	21.9	14.3
인건비	163.6	164.8	147.6	143.2	166.3	166.8	173.6	179.9	619.2	686.6	810.1
스톡옵션 관련 비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	21.1	21.5	102.4	80.5	88.9
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	121.5	98.7	349.3	409.2	441.6
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	108.8	121.0	316.1	410.2	455.7
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	35.4	40.2	101.4	124.6	106.6
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	43.0	74.7	75.2	141.3	231.4	314.1
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	400.9	288.1	1,182.5	1,392.3	1,477.2
% YoY	9.7	152.6	71.4	31.1	47.3	-25.9	23.6	33.7	54.0	17.7	6.1
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	37.2	43.8	35.9	43.6	42.8	41.0
세전이익	465.3	458.1	196.7	602.6	498.9	23.9	514.7	453.2	1,722.7	1,490.7	1,631.5
% YoY	28.4	187.2	-29.9	2,193.1	7.2	-94.8	161.7	-24.8	107.9	-13.5	9.4
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	372.0	15.2	334.5	369.4	1,306.1	1,091.1	1,240.6
% YoY	30.9	165.5	-42.4	흑전	6.3	-95.6	174.0	-24.9	119.4	-16.5	13.7

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표2 넵툰 분기별 연결 실적

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
영업수익	24.6	26.8	38.3	31.9	31.6	34.2
게임	20.1	22.5	33.8	24.5	26.3	30.0
캐주얼게임	15.8	17.5	24.4	16.9	19.1	
기타	4.3	5.0	9.4	7.6	7.2	
광고	3.2	4.1	3.7	6.9	4.4	1.1
기타매출	1.2	0.3	0.7	0.6	0.9	3.1
영업비용	23.8	26.1	33.1	29.0	29.2	33.0
인건비	8.1	7.5	6.8	8.2	8.1	8.4
지급수수료	5.5	6.2	10.1	7.5	8.3	9.1
광고선전비	6.7	9.2	12.4	10.1	9.1	12.0
기타	3.6	3.3	3.8	3.1	3.7	3.5
영업이익	0.7	0.8	5.2	2.9	2.4	1.1
금융손익	23.3	14.1	25.8	-36.5	9.6	11.2
기타손익	1.1	0.1	-0.1	-27.3	0.0	-1.3
법인세비용차감전순이익	24.7	14.4	30.4	-61.4	11.7	10.7
법인세비용	2.6	3.5	5.2	-8.0	4.4	1.8
연결순이익	22.1	11.0	25.3	-53.5	7.3	9.0

주: 2Q25부터 사업본부 분류 기준 변경

자료: 넵툰, 메리츠증권 리서치센터

표3 인수한 K.K. BCJ-31의 요약 재무상황: 2024년 EBITDA 1,000억원 추정

(십억원)	자산총계	부채총계	자본총계	자본금	매출액	당기순이익
2022	1,648.8	1,270.8	378.0	1.0	1,239.9	56.0
2023	1,458.5	1,100.6	357.9	0.9	1,179.0	-17.5
2024	1,510.9	1,103.1	407.8	0.9	1,161.6	12.9

주: 발행회사는 ADK홀딩스 100% 지분 보유

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표4 인수한 Eleventh Hour Games의 요약 재무상황

(십억원)	자산총계	부채총계	자본총계	자본금	매출액	당기순이익
2022	21.5	0.6	20.9	22.2	2.8	-1.3
2023	33.1	17.4	15.6	22.8	13.7	-5.9
2024	26.9	-0.9	27.7	26.7	57.9	8.6

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표5 크래프톤 2025년 M&A 및 투자

날짜	대상기업	인수 금액(십억원)	지분율(%)	비고
2025.04.29	넵툰	165	39.37	카카오게임즈로부터 주당 8,972원에 전부 인수
2025.06.24	K.K. BCJ-31	710	100	일본 광고 및 애니메이션 제작사 ADK 그룹 경영권 확보, 현재 FDI 승인 진행 중
2025.07.24	Eleventh Hour Games	132	100	APRG 타이틀 'Last Epoch' IP 보유
1H25	Arkrep (프랑스), Coconut Horse (중국) 등	36	소수지분 투자	총 5건의 소수지분 투자 진행, 이 중 퍼블리싱 권한 4건 확보

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표6 크래프톤 게임 출시 일정

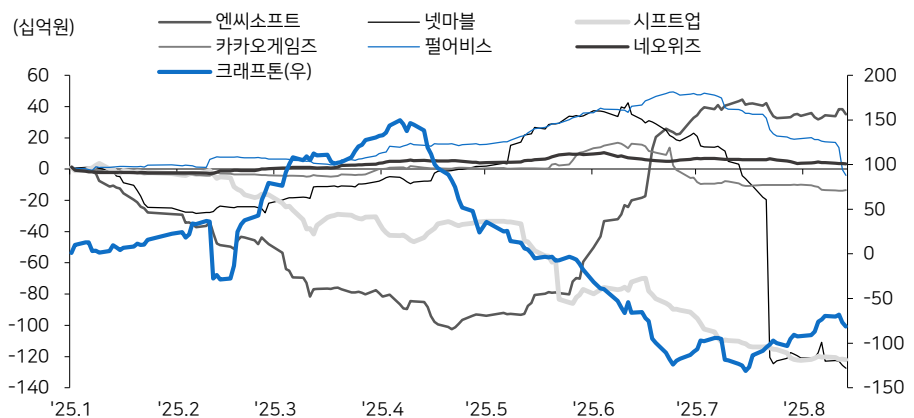
출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.06.28	장화홍련: 기억의 조각	PC	5민랩(100%)	자회사개발
23.08.03	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사개발
23.08.22	킬 더 크로우즈	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.01.31	트리니티 서바이버즈 (얼리엑세스)	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사개발
24.04.05	볼릿 에코 인도 (소프트런칭)	모바일	젱토랩	퍼블리싱
24.05.23	마법소녀 루루핑 (얼리엑세스)	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.09.09	민간군사기업 매니저 (체험판)	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.10.31	리택티드	PC, 콘솔	스트라이킹 디스턴스 스튜디오(100%)	자회사개발
24.12.11	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
25.02.05	프로젝트AB (캐나다 소프트런칭)	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
25.03.28	프로젝트 인조이 (얼리엑세스)	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발
25.04.23	딩컴	PC	제임스 벤던(1인)	퍼블리싱
25.04.28	민간군사기업 매니저 (얼리엑세스)	PC	5민랩(100%)	자회사개발
25.06.11	어비스 오브 던전(4개국 소프트런칭)	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
25.07.08	서브노티카	모바일	언노운월즈(100%)	자회사개발
4Q25	마이 리틀 퍼피	PC	드림모션(100%)	자회사개발
1H26	서브노티카2 (얼리엑세스)	PC, 콘솔	언노운월즈(100%)	자회사개발
2026 이후	PUBG: Blind Spot	PC	크래프톤	자체개발
	팰월드 모바일	모바일	PUBG 스튜디오	자회사개발
	딩컴 투게더	멀티플랫폼	5민랩(100%)	자회사개발
	프로젝트 블랙버짓	PC	크래프톤	자체개발
	Valor	콘솔	크래프톤	자체개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스	PC	크래프톤	자체개발

주1: 상기 출시 일정은 크래프톤의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

주2: 프로젝트AB는 구, 어비스 오브 던전

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 게임사 기관투자자 순매수 금액



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,910.6	2,709.8	3,254.3	3,605.4	4,399.4
매출액증가율(%)	3.1	41.8	20.1	10.8	22.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,254.3	3,605.4	4,399.4
판매관리비	1,142.5	1,527.3	1,862.1	2,128.1	2,586.7
영업이익	768.1	1,182.5	1,392.3	1,477.3	1,812.7
영업이익률(%)	40.2	43.6	42.8	41.0	41.2
금융손익	28.6	23.1	10.4	26.9	17.8
종속/관계기업손익	-44.2	-47.9	-23.5	-33.7	-18.7
기타영업외손익	76.1	565.0	111.6	161.1	111.4
세전계속사업이익	828.6	1,722.7	1,490.7	1,631.5	1,923.2
법인세비용	234.6	420.1	399.8	390.9	555.7
당기순이익	594.1	1,302.6	1,090.9	1,240.7	1,367.4
지배주주지분 순이익	595.4	1,306.1	1,091.1	1,240.7	1,367.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964.4	5,004.4	5,120.8	5,719.7	6,662.7
현금및현금성자산	721.1	581.7	324.3	791.9	1,388.5
매출채권	700.4	1,006.8	1,209.1	1,339.5	1,634.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,563.7	3,844.8	4,011.6
유형자산	257.0	239.8	241.4	234.5	219.4
무형자산	607.8	656.2	1,133.2	1,310.2	1,287.2
투자자산	918.2	1,148.4	1,318.4	1,429.4	1,634.4
자산총계	6,440.5	7,919.5	8,684.5	9,564.5	10,674.3
유동부채	520.7	784.8	784.9	792.6	959.5
매입채무	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	361.0	305.5	305.5	305.5	339.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	881.6	1,090.3	1,090.4	1,098.1	1,298.5
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,477.8	1,477.8	1,477.8
기타포괄이익누계액	85.2	158.7	158.7	158.7	158.7
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	5,993.6	7,002.2	8,373.3
비지배주주지분	4.4	1.3	1.1	1.1	-2.6
자본총계	5,558.8	6,829.1	7,594.1	8,466.4	9,375.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	662.4	907.9	1,052.5	1,308.6	1,440.7
당기순이익(손실)	594.1	1,302.6	1,090.9	1,240.7	1,367.4
유형자산상각비	77.2	84.9	98.4	111.9	125.4
무형자산상각비	30.8	21.6	23.0	23.0	23.0
운전자본의 증감	-139.5	-276.5	-221.7	-142.9	-140.3
투자활동 현금흐름	-394.2	-831.6	-983.9	-480.3	-403.4
유형자산의증가(CAPEX)	-34.4	-20.3	-100.0	-105.0	-110.3
투자자산의감소(증가)	-269.1	-278.1	-193.5	-144.8	-223.7
재무활동 현금흐름	-225.3	-258.7	-325.9	-360.7	-440.6
차입금의 증감	-151.2	-28.0	0.0	7.7	17.4
자본의 증가	23.5	5.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.4	-139.4	-257.4	467.6	596.7
기초현금	674.7	721.1	581.7	324.3	791.9
기말현금	721.1	581.7	324.3	791.9	1,388.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,217	56,353	68,378	76,573	93,853
EPS(지배주주)	12,221	27,162	22,926	26,350	29,172
CFPS	18,854	29,699	34,618	38,538	44,894
EBITDAPS	17,982	26,805	31,804	34,240	41,837
BPS	114,849	142,524	160,223	180,594	200,074
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	11.5	13.7	11.9	10.7
PCR	10.3	10.5	9.0	8.1	7.0
PSR	4.9	5.5	4.6	4.1	3.3
PBR	1.7	2.2	2.0	1.7	1.6
EBITDA(십억원)	876.1	1,288.9	1,513.7	1,612.1	1,961.1
EV/EBITDA	7.4	8.8	7.5	6.7	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	21.1	15.1	15.5	15.3
EBITDA 이익률	45.9	47.6	46.5	44.7	44.6
부채비율	15.9	16.0	14.4	13.0	13.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	86.2	125.0	155.2	162.2	190.0
매출채권회전율(x)	3.1	3.2	2.9	2.8	3.0
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.08.10	기업브리프	Hold	190,000	이효진	-18.8	-14.2	
2023.10.12	산업브리프	Hold	180,000	이효진	6.0	21.1	
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이효진	-16.8	-4.8	
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-13.8	-1.0	
2024.07.05	기업브리프	Buy	340,000	이효진	-16.5	-13.4	
2024.08.13	기업브리프	Buy	400,000	이효진	-16.3	-12.8	
2024.11.04	산업분석	Buy	430,000	이효진	-23.7	-10.9	
2025.02.12	기업브리프	Buy	470,000	이효진	-26.2	-17.9	
2025.04.21	산업분석	Buy	510,000	이효진	-	-	