

2024. 11. 8



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **430,000 원**

현재주가 (11.7) **351,000 원**

상승여력 **22.5%**

KOSPI 2,564.63pt

시가총액 168,129억원

발행주식수 4,790만주

유동주식비율 59.18%

외국인비중 41.54%

52주 최고/최저가 351,000원/172,500원

평균거래대금 455.0억원

주요주주(%)

장병규 외 31 인 21.29

IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) 13.87

국민연금공단 6.58

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 10.0 36.3 103.5

상대주가 12.0 45.3 93.9

주가그래프



크래프톤 259960

3분기, 역시 좋았다

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 3,244억원으로 시장 기대 상회, 당사 추정 부합
- ✓ 핵심은 60% YoY 증가한 매출. 예고된 대로 PC와 모바일 모두 높은 성과 기록
- ✓ 다만 매출 발생이 7월에 집중된 데 반해 분기말 환율로 인식되며 소폭 낮게 인식
- ✓ 트래픽 양호해 4분기, 3분기 흐름 이어갈 것으로 전망
- ✓ <인조이> 얼리액세스 3월 확정. 非아시아권 노출도 높여가며 밸류에이션 확대 전망

4분기, 3분기 흐름 이어간다

3분기 크래프톤의 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,193억원(+59.7% YoY)과 3,244억원(+71.4% YoY)으로 시장 기대치 상회, 당사 기대치에 부합했다. 2분기는 일회성 인센티브가 존재했으나 3분기는 순수 게임 매출로 의미가 크다. 동분기 환율 변동성이 높았는데(분기초 1,377→분기말 1,308) 당사는 3개월 중 비중이 가장 작았던 9월에만 영향을 미칠 것으로 가정했다. 그러나 매출의 다수가 7월에 발생하는데 반해 3분기 전체 매출이 분기말 환율로 인식되며 추정 대비 소폭 낮았다(-3%). 이는 단순 인식 방식의 차이에 불과하다. 같은 영향으로 상반기 외환 손익이 3분기 손실로 반영되었다. 비용 측면에서는 주식보상비용이 145억원으로 예상을 300억원 하회했다. 동분기부터 산정 방식이 변경된 영향인데 4분기 결정될 주보비가 2025년부터는 크게 변동되지 않을 것으로 보인다. <다크앤다커 모바일>이 이연되며 4분기 비용 이슈는 크지 않다. 9월 <펍지>는 무료화 이후 최대 트래픽을 다시 한번 갱신했고 이번주 시작된 블랙마켓 이벤트로 스팀 글로벌 1위에 올랐다. 3분기 흐름이 4분기 이어질 전망이다. <펍지M>은 텐센트 실적을 통해 좀 더 확인이 가능할 전망이다.

신작으로 非아시아권 노출도 상승 시 밸류에이션 확대 전망

2025년에는 3월 28일 <인조이> 얼리액세스, 2Q <다크앤다커M> 및 마이크로소프트 게임패스를 통한 <서브노티카2> 얼리액세스가 예정되어 있다. 2024년은 주가 상승이 이익 성장폭 수준에 그쳤으나 2025년에는 다양한 플랫폼을 통해 非아시아 노출도가 증가하며 밸류에이션 상승을 야기할 전망이다. <인조이>와 스팀 팔로워 수가 유사했던 <문헌 와일즈>는 최근 베타 플레이 마케팅이 진행되며 팔로워가 크게 늘었다. 연말/연초 <인조이> 마케팅 강도가 높아지며 신작 기대감이 본격적으로 반영될 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,137	16.5	1.6	6.3	10.3	18.0
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,826.0	1,249.6	891.0	18,530	51.5	130,410	18.9	2.7	10.5	15.1	13.1
2025E	3,186.0	1,319.2	973.1	20,316	10.0	147,678	17.3	2.4	9.4	14.6	11.6
2026E	3,787.5	1,593.6	1,090.6	22,769	12.1	158,527	15.4	2.2	7.8	14.9	11.2

(십억원)	3Q24P	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	719.3	450.3	59.7	707.0	1.7	647.0	11.2	744.3	-3.4
영업이익	324.4	189.3	71.4	332.1	-2.3	254.2	27.6	325.3	-0.3
세전이익	196.7	280.4	-29.9	458.1	-57.1	326.5	-39.7	408.4	-51.8
지배순이익	122.1	211.9	-42.4	341.9	-64.3	241.5	-49.4	285.9	-57.3

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

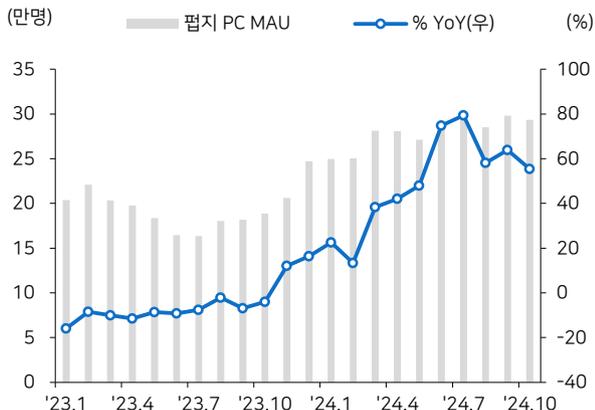
(십억원)	New		Old		% diff.	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,826.0	3,186.0	2,839.2	3,240.2	-0.5%	-2%
영업이익	1,249.6	1,319.2	1,232.7	1,263.5	1%	4%
세전이익	1,235.0	1,336.6	1,431.4	1,410.0	-14%	-5%
지배주주순이익	891.0	973.1	1,044.5	1,029.3	-15%	-5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.06.28	장화홍련: 기억의 조각	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
23.08.03	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사 개발
23.08.22	킬 더 크로우즈	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리엑세스	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사 개발
24.04.05	블릿 에코 인도 소프트웨어	모바일	젯토텍	퍼블리싱
24.05.23	마법소녀 루루핑	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(100%)	자회사개발
4Q24	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
	언더스티드: 과거에서 온 편지	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
25.03.28	프로젝트 인조이	PC	크래프톤	자체개발
2025	다크 앤 다커 모바일	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
	서브노티카2 얼리엑세스	PC, 콘솔(게임패스)	언노운월즈(100%)	자회사개발
2026 이후	프로젝트 아크	PC	크래프톤	자체개발
	딩컴 투게더	모바일 등	5민랩(100%)	자회사 개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발

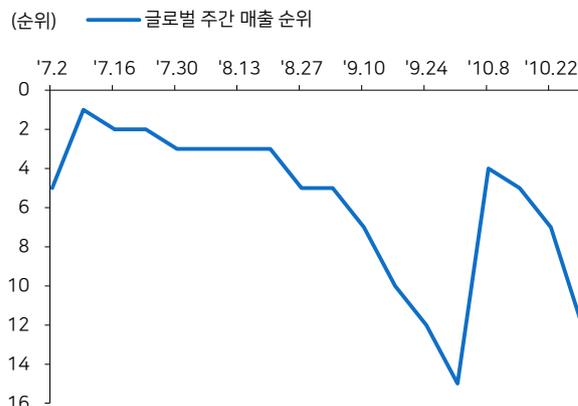
자료: 상기 출시 일정은 크래프톤의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

그림1 <펍지> PC MAU



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림2 <펍지> 글로벌 스팀 매출 순위



자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

표4 크래프톤 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	665.9	707.0	719.3	733.8	820.0	743.3	824.4	798.3	1,910.6	2,826.0	3,186.0	3,787.5
PC	243.7	191.3	274.3	239.0	363.7	313.0	278.2	273.2	583.9	948.3	1,228.1	1,751.3
모바일	402.3	499.9	425.4	474.7	439.5	411.2	516.4	505.3	1,244.8	1,802.3	1,872.4	1,951.2
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.8	8.4	12.1	22.0	12.5	55.7	44.9	55.0	54.6
기타	8.5	7.0	7.8	7.3	8.5	7.0	7.8	7.3	26.2	30.5	30.5	30.5
% YoY												
매출	23.6	82.7	59.7	37.3	23.1	5.1	14.6	8.8	3.1	47.9	12.7	18.9
PC	36.5	63.5	126.1	43.1	49.2	63.6	1.4	14.3	25.6	62.4	29.5	42.6
모바일	15.5	104.2	37.6	38.5	9.3	-17.8	21.4	6.5	-0.6	44.8	3.9	4.2
콘솔	58.5	-53.9	-1.7	-26.2	-27.0	38.0	86.1	-2.5	-46.5	-19.4	22.5	-0.7
기타	77.2	14.1	-1.3	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-18.6	16.6	0.0	0.0
영업비용	355.4	374.9	394.9	451.3	432.5	440.6	481.5	512.2	1,142.5	1,576.5	1,866.8	2,193.9
% to sales	53.4	53.0	54.9	61.5	52.7	59.3	58.4	64.2	59.8	55.8	58.6	57.9
% YoY	39.0	46.7	51.3	21.9	21.7	17.5	22.0	13.5	3.6	38.0	18.4	17.5
인건비	163.6	164.8	147.6	193.5	183.6	188.9	188.3	206.9	454.9	669.4	767.8	862.4
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	35.2	36.6	35.2	35.2	35.2	27.6	127.1	142.3	142.3
업무수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	109.5	113.4	105.7	123.7	136.4	226.8	374.0	479.2	638.5
지급수수료	61.3	76.4	80.4	73.4	69.5	77.2	86.0	76.4	258.9	291.6	309.2	352.6
광고선전비	12.4	21.2	29.9	35.7	29.1	30.1	42.7	49.1	66.1	99.3	151.1	161.4
기타	32.3	34.9	35.9	39.2	36.9	38.7	40.8	43.3	135.9	142.2	159.5	179.1
영업이익	310.5	332.1	324.4	282.5	387.6	302.7	342.8	286.2	768.0	1,249.6	1,319.2	1,593.6
% YoY	9.7	152.6	71.4	71.9	24.8	-8.9	5.7	1.3	2.2	62.7	5.6	20.8
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	38.5	47.3	40.7	41.6	35.8	40.2	44.2	41.4	42.1
세전이익	465.3	458.1	196.7	114.9	497.5	390.0	263.8	185.3	828.6	1,235.0	1,336.6	1,569.9
% YoY	28.4	187.2	-29.9	337.4	6.9	-14.9	34.1	61.2	21.2	49.0	8.2	17.5
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	77.0	366.9	287.5	194.5	124.2	595.4	891.0	973.1	1,090.6
% YoY	30.9	165.5	-42.4	흑전	4.8	-15.9	59.3	61.2	19.0	49.7	9.2	12.1

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크라프트론 (259960)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,854.0	1,910.6	2,826.0	3,186.0	3,787.5
매출액증가율(%)	-1.7	3.1	47.9	12.7	18.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,826.0	3,186.0	3,787.5
판매관리비	1,102.4	1,142.5	1,576.5	1,866.8	2,193.9
영업이익	751.6	768.1	1,249.6	1,319.2	1,593.6
영업이익률(%)	40.5	40.2	44.2	41.4	42.1
금융손익	26.1	28.6	22.5	17.8	17.8
종속/관계기업손익	-35.3	-44.2	-33.8	-26.4	-19.9
기타영업외손익	-58.6	76.1	-3.3	25.9	-21.6
세전계속사업이익	683.9	828.6	1,235.0	1,336.6	1,569.9
법인세비용	168.7	234.6	346.6	363.5	437.3
당기순이익	500.2	594.1	888.4	973.1	1,090.6
지배주주지분 순이익	500.2	595.4	891.0	973.1	1,090.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	512.7	662.4	546.0	970.9	1,018.3
당기순이익(손실)	500.2	594.1	888.4	973.1	1,090.6
유형자산상각비	75.6	77.2	86.2	116.2	126.2
무형자산상각비	31.8	30.8	22.0	26.7	26.7
운전자본의 증감	-134.4	-139.5	-450.6	-145.1	-225.2
투자활동 현금흐름	-2,863.0	-394.2	-604.4	-319.3	-341.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.6	-34.4	-470.0	-120.0	-126.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	-269.1	-500.0	-200.0	-216.3
재무활동 현금흐름	-56.1	-225.3	-169.2	-146.0	-558.5
차입금의 증감	57.8	-151.2	30.0	0.0	12.4
자본의 증가	-2,390.5	23.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,344.6	46.4	-227.5	505.6	118.1
기초현금	3,019.3	674.7	721.1	493.5	999.1
기말현금	674.7	721.1	493.5	999.1	1,117.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,892.6	3,964.4	3,972.6	4,621.7	4,980.2
현금및현금성자산	674.7	721.1	493.5	999.1	1,117.2
매출채권	525.6	700.4	1,036.0	1,168.0	1,388.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,145.2	2,476.0	3,095.6	3,272.6	3,462.0
유형자산	223.4	257.0	640.8	644.6	644.4
무형자산	867.7	607.8	685.8	659.1	632.4
투자자산	693.3	918.2	1,418.2	1,618.2	1,834.5
자산총계	6,037.8	6,440.5	7,068.2	7,894.3	8,442.2
유동부채	411.5	520.7	543.2	543.2	555.7
매입채무	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	509.9	361.0	277.0	276.0	291.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
부채총계	921.4	881.6	820.2	819.3	847.4
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,666.5	5,537.3	6,228.3
비지배주주지분	5.2	4.4	1.8	1.8	1.8
자본총계	5,116.4	5,558.8	6,248.0	7,075.1	7,594.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,789	39,217	58,772	66,518	79,076
EPS(지배주주)	10,194	12,221	18,530	20,316	22,769
CFPS	17,542	18,854	27,361	30,304	35,312
EBITDAPS	17,509	17,982	28,237	30,528	36,465
BPS	104,137	114,849	130,410	147,678	158,527
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	15.8	18.9	17.3	15.4
PCR	9.6	10.3	12.8	11.6	9.9
PSR	4.4	4.9	6.0	5.3	4.4
PBR	1.6	1.7	2.7	2.4	2.2
EBITDA(십억원)	859.0	876.1	1,357.8	1,462.2	1,746.6
EV/EBITDA	6.3	7.4	10.5	9.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	11.2	15.1	14.6	14.9
EBITDA 이익률	46.3	45.9	48.0	45.9	46.1
부채비율	18.0	15.9	13.1	11.6	11.2
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	99.2	86.2	168.3	169.3	200.6
매출채권회전율(x)	3.5	3.1	3.3	2.9	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 하시기를 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

