

2025. 2. 12



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 470,000 원**현재주가 (2.11)** 375,000 원**상승여력** 25.3%

KOSPI 2,539.05pt

시가총액 179,654억원

발행주식수 4,791만주

유동주식비율 57.73%

외국인비중 42.78%

52주 최고/최저가 383,000원/213,000원

평균거래대금 441.7억원

주요주주(%)

장병규 외 32 인 22.77

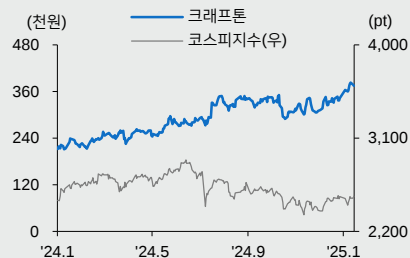
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) 13.86

국민연금공단 6.58

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.9 27.3 75.2

상대주가 10.9 29.8 80.8

주가그래프**크래프톤** 259960**적정주가 상향: 밸류에이션 높아질 시기**

- ✓ 4분기 연결 이익은 기대치 하회. 매출에 예상한 환 효과 일부 영업외손익 배분 추정
- ✓ 4분기 알뜰히 모은 트래픽으로 준절 영업은 성공적 마무리
- ✓ 동사는 5년후 매출 7조원, 기업가치 2배 목표 제시. 펍지 4조/신규 IP 3조원
- ✓ 신규 IP 첫 단추인 <인조이> 3월말 출시. <서브노티카2>까지 위시 Top 10 진입
- ✓ 지난해 이익 상승만큼 주가 상승. 올해는 기존작에 더해 신작이 밸류에이션 높일 것

환 따라 웃고 운 순이익과 영업이익

4분기 크래프톤의 연결 매출 및 영업이익은 6,176억원(16% YoY)과 2,155억원(31% YoY)으로 기대치를 하회했다. 매출에 영향을 미칠 것으로 예상했던 일부분이 기타 손익에 배분된 것으로 보인다. 매출은 800억원 하회했으나 환이익이 4천억원(vs. 외화자산 1조원) 발생하며 순이익은 5천억원에 육박했다. 펍지M 글로벌은 QQ, YY 성장을 이어갔고 PC는 11월 블랙마켓이 주요했는데 당사가 추정한 리얼타임 매출과 회계 반영 환율 간 차이가 괴리를 만들었다. 화평정영은 지난 12월, 1Q25를 위한 이벤트 휴지기로 관련 매출 하락이 예상 대비 컸다. 다만 당사는 화평정영의 트래픽이 4분기 상승했기 때문에 지나간 4분기보다는 1분기 준절 효과에 집중한다. PC/모바일 모두 준절 영업은 성공적으로 마무리된 것으로 추정한다.

기존작에 신작 더해지며 밸류에이션 상승 이끌 2025

동사는 연간 3천억원의 투자를 통해 5년후 매출 7조원 기업가치 2배를 달성하겠다는 포부를 밝혔다. 이 중 펍지 프랜차이즈의 비중은 60%로 현재 2.7조원(총매출 6조)인 펍지 매출이 4조까지 성장, 신규 IP를 통해 3조원의 매출을 계획한 것으로 보인다. 첫 단추인 <인조이>가 3월 28일 얼리엑세스로, 하반기 <서브노티카2>가 출시된다. 두 게임 모두 스팀 위시 리스트 Top 10에 올랐으며 시리즈 첫 작품은 <인조이>가 유일하다. 과거 <P의 거짓>처럼 2025 게임스컴에 마이크로소프트가 메인 스폰서로 참여할 경우 <서브노티카2> 수상 가능성도 기대된다.

동사 이익은 24년 54% 증가했고 주가도 동율 상승했다. 이로 인해 24/25 PER은 11배에 불과하다. 적극적인 주주환원 정책과 신작 성공에 따른 밸류에이션이 2025 주가 상승을 이끌 것으로 전망한다. 신작에 의한 밸류에이션 상승 구간에 진입했다. 적정주가를 기존 43만원에서 47만원으로 상향한다.

(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	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,709.8	1,182.5	1,306.1	27,162	122.2	139,066	11.4	2.2	8.6	21.4	16.3
2025E	3,238.8	1,430.7	1,318.5	27,781	2.6	159,564	13.5	2.4	8.7	18.6	14.4
2026E	3,851.9	1,714.6	1,407.0	30,104	8.4	182,238	12.5	2.1	7.1	17.6	13.0
2027E	4,581.1	2,033.9	1,747.5	37,619	24.7	219,858	10.0	1.7	5.4	18.7	12.5

표1 크래프톤 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	617.6	534.6	15.5	719.3	-14.1	672.3	-8.1	693.7	-11.0
영업이익	215.5	164.3	31.1	324.4	-33.6	263.0	-18.1	283.6	-24.0
세전이익	602.6	26.3	2,193.0	196.7	206.3	261.7	130.3	177.0	240.5
지배순이익	492.1	-12.8	흑전	122.1	303.1	156.8	213.8	118.6	314.9

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표2 크래프톤 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	27,781
적정배수(X)	17
적정주가	470,000
현재주가	375,000
상승여력(%)	25.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스팀 위시리스트 Top 10 중 inZOI와 Subnautica2 두 게임 모두 동사의 2025 신작

Most Wishlisted Upcoming Steam Games

3,470 products match your filters

100

entries per page. Hold Shift to sort by multiple columns.

Search...

#	Name	%	Price	Rating	Release	Follows	7d Gain
1.	 Monster Hunter Wilds #4 in top sellers	₩ 84800	—	—	Feb 2025	340,108	+16,278
2.	 Deadlock	—	—	—	TBA	280,942	+749
3.	 Hollow Knight: Silksong	—	—	—	TBA	317,415	+638
4.	 ELDEN RING NIGHTREIGN	—	—	—	2025	75,832	+2,021
5.	 inZOI	—	—	—	Mar 2025	168,433	+2,668
6.	 Light No Fire	—	—	—	TBA	151,272	+2,495
7.	 Subnautica 2	—	—	—	2025	127,240	+3,858
8.	 ARK 2	—	—	—	TBA	136,964	+150
9.	 Arena Breakout: Infinite	Free	—	—	Soon	175,920	+639

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 크래프톤 게임 출시 일정

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	볼릿 에코 인도 소프트웨어 런칭	모바일	젯토크	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	데브시스템즈	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

표4 크래프톤 실적 전망												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	665.9	707.0	719.3	617.6	850.9	769.0	896.0	723.0	1,910.6	2,709.8	3,238.8	3,851.9
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	397.9	336.3	351.4	301.5	583.9	941.9	1,387.1	1,918.3
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	435.8	413.2	513.8	398.1	1,244.8	1,689.8	1,760.9	1,843.1
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	8.6	12.5	23.0	12.9	55.7	44.3	57.1	56.8
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	8.5	7.0	7.8	10.5	26.2	33.7	33.7	33.7
% YoY												
매출	23.6	82.7	59.7	15.5	27.8	8.8	24.6	17.1	3.1	41.8	19.5	18.9
PC	36.5	63.5	126.1	39.2	63.3	75.8	28.1	29.6	25.6	61.3	47.3	38.3
모바일	15.5	104.2	37.6	5.7	8.3	-17.4	20.8	9.9	-0.6	35.7	4.2	4.7
콘솔	58.5	-53.9	-1.7	-29.4	-24.8	43.0	94.2	5.5	-46.5	-20.4	28.7	-0.4
기타	77.2	14.1	-1.3	41.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-18.6	28.8	0.0	0.0
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	412.5	428.4	472.0	495.2	1,142.5	1,527.3	1,808.1	2,137.3
% to sales	53.4	53.0	54.9	65.1	48.5	55.7	52.7	68.5	59.8	56.4	55.8	55.5
% YoY	39.0	46.7	51.3	8.6	16.1	14.3	19.5	23.1	3.6	33.7	18.4	18.2
인건비	163.6	164.8	147.6	143.2	157.8	164.0	163.4	182.1	454.9	619.2	667.2	762.2
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	11.0	10.5	10.5	10.5	27.6	102.4	42.7	42.7
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	118.2	111.5	137.9	118.7	226.8	349.3	486.2	646.7
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	71.0	84.5	89.6	103.0	258.9	316.1	348.1	395.9
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	29.1	30.3	40.2	49.1	66.1	101.4	148.8	158.1
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	36.4	38.2	40.9	42.3	135.9	141.3	157.8	174.4
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	438.4	340.6	423.9	227.8	768.0	1,182.5	1,430.7	1,714.6
% YoY	9.7	152.6	71.4	31.1	41.2	2.5	30.7	5.7	2.2	54.0	21.0	19.8
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	51.5	44.3	47.3	31.5	40.2	43.6	44.2	44.5
세전이익	465.3	458.1	196.7	602.6	548.9	428.5	360.4	407.3	828.6	1,722.7	1,745.2	1,923.8
% YoY	28.4	187.2	-29.9	2,193.1	18.0	-6.5	83.2	-32.4	21.2	107.9	1.3	10.2
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	404.8	315.9	265.8	332.0	595.4	1,306.1	1,318.5	1,407.0
% YoY	30.9	165.5	-42.4	흑전	15.7	-7.6	117.7	-32.5	19.0	119.4	1.0	6.7

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,910.6	2,709.8	3,238.8	3,851.9	4,581.1
매출액증가율(%)	3.1	41.8	19.5	18.9	18.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,238.8	3,851.9	4,581.1
판매관리비	1,142.5	1,527.3	1,808.1	2,137.3	2,547.2
영업이익	768.1	1,182.5	1,430.7	1,714.6	2,033.9
영업이익률(%)	40.2	43.6	44.2	44.5	44.4
금융손익	28.6	23.1	20.3	20.3	60.9
종속/관계기업손익	-44.2	-30.3	-26.2	-36.4	0.0
기타영업외손익	76.1	547.4	320.4	225.4	225.4
세전계속사업이익	828.6	1,722.7	1,745.2	1,923.8	2,320.2
법인세비용	234.6	420.1	426.7	494.7	576.5
당기순이익	594.1	1,302.6	1,318.5	1,407.0	1,743.6
지배주주지분 순이익	595.4	1,306.1	1,318.5	1,407.0	1,747.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964.4	5,075.6	5,791.3	6,624.4	8,391.2
현금및현금성자산	721.1	1,502.4	2,015.8	2,611.1	4,061.1
매출채권	700.4	1,006.8	1,203.3	1,431.1	1,702.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,476.0	2,670.7	2,819.1	2,938.3	3,090.2
유형자산	257.0	262.6	238.2	208.3	183.1
무형자산	607.8	585.6	558.4	531.2	504.0
투자자산	918.2	1,129.4	1,329.4	1,505.7	1,710.0
자산총계	6,440.5	7,746.3	8,610.4	9,562.7	11,481.4
유동부채	520.7	773.0	773.1	785.6	933.0
매입채무	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
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	311.0	311.0	311.0	338.7
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	1,084.1	1,084.1	1,096.7	1,271.7
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,895.0	5,081.6	6,104.7	7,184.6	8,932.1
비지배주주지분	4.4	0.9	0.9	0.9	-2.9
자본총계	5,558.8	6,662.2	7,526.3	8,466.0	10,209.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	662.4	1,420.2	1,335.1	1,416.0	1,836.1
당기순이익(손실)	594.1	1,302.6	1,318.5	1,407.0	1,743.6
유형자산상각비	77.2	84.4	114.4	124.4	124.4
무형자산상각비	30.8	22.2	27.2	27.2	27.2
운전자본의 증감	-139.5	-77.5	-215.3	-249.5	-136.6
투자활동 현금흐름	-394.2	-389.8	-367.2	-365.9	-400.9
유형자산의증가(CAPEX)	-34.4	-90.0	-90.0	-94.5	-99.2
투자자산의감소(증가)	-269.1	-241.6	-226.2	-212.7	-204.3
재무활동 현금흐름	-225.3	-249.1	-454.5	-454.8	14.8
차입금의 증감	-151.2	-49.9	0.0	12.5	14.8
자본의 증가	23.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.4	781.4	513.4	595.3	1,450.1
기초현금	674.7	721.1	1,502.4	2,015.8	2,611.1
기말현금	721.1	1,502.4	2,015.8	2,611.1	4,061.1

Key Financial Data

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,217	56,354	68,240	82,413	98,623
EPS(지배주주)	12,221	27,162	27,781	30,104	37,619
CFPS	18,854	39,153	40,745	45,635	53,569
EBITDAPS	17,982	26,809	33,128	39,927	47,050
BPS	114,849	139,066	159,564	182,238	219,858
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	11.4	13.5	12.5	10.0
PCR	10.3	7.9	9.2	8.2	7.0
PSR	4.9	5.5	5.5	4.6	3.8
PBR	1.7	2.2	2.4	2.1	1.7
EBITDA(십억원)	876.1	1,289.1	1,572.3	1,866.2	2,185.5
EV/EBITDA	7.4	8.6	8.7	7.1	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	21.4	18.6	17.6	18.7
EBITDA 이익률	45.9	47.6	48.5	48.4	47.7
부채비율	15.9	16.3	14.4	13.0	12.5
금융비용부담률	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	86.2	183.5	245.3	286.5	321.9
매출채권회전율(x)	3.1	3.2	2.9	2.9	2.9
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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

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

크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.11	Indepth	Hold	250,000	이효진	-24.1	-5.4	
2023.01.10	산업브리프	Hold	190,000	이효진	-6.7	8.2	
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	-	-	