

## 크래프톤 259960

## 올해 내내 서프라이즈 예상, Top-pick 유지

## 1Q25 Review: 인조이와 PUBG 동반 서프라이즈

1Q25 실적은 매출액 8,741억원(QoQ+41.6%/YoY+31.3%), 영업이익 4,572억원(QoQ+112.2%/YoY+47.3%)로 창사이래 최대실적 시현했다. 실적 서프라이즈의 주된 이유는 1)생각보다도 낮았던 마케팅비 집행, 2)PUBG 호조, 3)INZOI 호조에 따른다. 1)커뮤니티 중심의 마케팅이 진행되며 INZOI 출시에도 마케팅비는 오히려 전분기 대비 150억 감소된 229억원을 시현했다. 2)모바일의 경우에도 기존 예상했던 5,100억원보다 200억 높은 5,324억원(QoQ+47%)을 시현했다. BGMI는 콜라보로 이벤트 역대최고 매출을 달성하고, 1월 화평정영 Peak가 모바일 고성장에 기여했다. 3)INZOI는 출시 일주일만에 100만장을 돌파, 이에 PC도 3,235억원(QoQ+39.1%) 증가했다. 3/28 출시했고 5월 업데이트를 앞두고 있다. 따라서 인조이는 2Q에도 유의미한 실적기여가 가능할 것으로 전망된다.

## 의심의 여지없는 성장, 게임주 Top-pick 유지

게임주 Top-pick 의견과 목표주가를 유지한다. 25년 실적은 PUBG 프랜차이즈 순항과 서브노티카2 시장반응을 고려해 이전 추정대비 약 6% 상향했다. 기존에 당사가 제시한 회사 주요 투자포인트는 4개다. 1)PUBG의 고성장과 사실상 반영구화된 PLC, 2) 저렴한 밸류에이션, 3)업종 내 가장 우수한 주주환원, 4)국내 게임 최대 파이프라인 및 개발역량이다. 시간이 지나면서 1)~4)의 투자포인트가 훼손되기는커녕 오히려 더 강화되고 있어 매우 긍정적이다. 1)PUBG는 PC기준 7~80만명의 유저트래픽을 유지하고 있다. 여름시기 UGC/추후 MOD 업데이트와 컨텐더 출시/콜라보 강화로 P/Q동반상승이 예상된다. 2)밸류에이션도 연이은 호실적으로 실적을 상향조정, 여전히 저렴한 PER 13배에 머문다. 3) 주주환원 규모도 예상을 상회한 3,300억원(자사주매입+소각예정)에 달했고, 올해를 끝으로 새로운 주주환원이 발표될 예정이다. 4)상장이후 최초로 히트 IP INZOI를 발굴했고, 하반기 서브노티카2는 더 높은 규모의 판매량이 예측된다. 인력채용과 추가적인 M&A를 통해 개발 파이프라인이 더 확대될 것이 기대된다. 이미 30종의 게임이 개발/퍼블리싱 준비 중이다. 올해도 PUBG의 성장에는 의심이 없으며, 회사의 장기적 성장도 의심없다. 강력매수 권고한다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 1,854  | 1,911  | 2,710  | 3,208  | 3,628  |
| 영업이익         | 752    | 768    | 1,182  | 1,473  | 1,727  |
| 영업이익률(%)     | 40.5   | 40.2   | 43.6   | 45.9   | 47.6   |
| 세전이익         | 684    | 829    | 1,723  | 1,733  | 2,121  |
| 지배주주지분순이익    | 500    | 595    | 1,306  | 1,288  | 1,572  |
| EPS(원)       | 10,190 | 12,310 | 28,545 | 28,143 | 34,358 |
| 증감률(%)       | -4.0   | 20.8   | 131.9  | -1.4   | 22.1   |
| ROE(%)       | 10.3   | 11.2   | 21.1   | 17.4   | 18.0   |
| PER(배)       | 16.5   | 15.7   | 10.9   | 13.1   | 10.8   |
| PBR(배)       | 1.6    | 1.7    | 2.2    | 2.2    | 1.9    |
| EV/EBITDA(배) | 9.1    | 10.0   | 11.3   | 10.3   | 8.3    |

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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

2025.04.30

## 매수(유지)

|             |          |
|-------------|----------|
| 목표주가(유지)    | 560,000원 |
| 현재주가(04/29) | 370,000원 |
| 상승여력        | 51.4%    |

## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| KOSPI        | 2,565.4pt |
| 시가총액(보통주)    | 17,727십억원 |
| 발행주식수        | 47,911천주  |
| 액면가          | 100원      |
| 자본금          | 5십억원      |
| 60일 평균거래량    | 186천주     |
| 60일 평균거래대금   | 64,954백만원 |
| 외국인 지분율      | 41.7%     |
| 52주 최고가      | 391,000원  |
| 52주 최저가      | 236,500원  |
| 주요주주         |           |
| 장병규(외 33인)   | 36.6%     |
| 국민연금공단(외 1인) | 7.1%      |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 3.1   | 2.8   |
| 3M  | 7.9   | 6.7   |
| 6M  | 7.2   | 9.2   |

## 주가차트

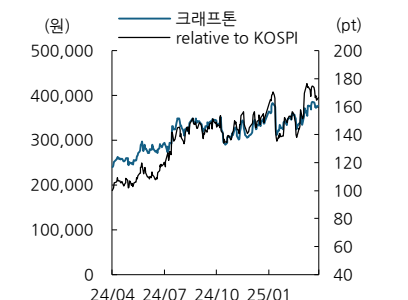


표1 크래프톤 1Q25P 실적 Review

| (십억원, %) | 1Q25P | 4Q24  | 1Q24  | QoQ   | YoY  | 컨센서스  | Gap | DS 추정치 | Gap  |
|----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-----|--------|------|
| 매출액      | 874.2 | 617.6 | 665.9 | 42    | 31   | 793.7 | 10  | 812    | 8    |
| 온라인      | 323.5 | 232.6 | 243.7 | 39    | 33   |       |     | 281    | 15   |
| 모바일      | 532.4 | 362.2 | 402.3 | 47    | 32   |       |     | 511    | 4    |
| 영업이익     | 457.3 | 215.5 | 310.5 | 112   | 47   | 386.4 | 18  | 403    | 13   |
| OPM      | 52    | 35    | 47    | 17p   | 5p   | 49    | 3p  | 50     | 2p   |
| 지배순이익    | 371.5 | 492.1 | 350.0 | (25)  | 6    | 331.6 | 12  | 382    | (3)  |
| NPM      | 42    | 80    | 53    | (38)p | (8)p | 42    | 0p  | 47     | (5)p |

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 크래프톤 추정치 변경 Table

| (십억원, %, %p) | 변경전   |       | 변경후   |       | Gap   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| 매출액          | 3,107 | 3,517 | 3,208 | 3,628 | 3     | 3     |
| 영업이익         | 1,395 | 1,533 | 1,473 | 1,727 | 6     | 13    |
| OPM          | 45    | 44    | 46    | 48    | 1p    | 4p    |
| 지배순이익        | 1,278 | 1,849 | 1,288 | 1,572 | 1     | (15)  |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 크래프톤 실적 추정 Table

| (십억원, %, %p) | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25P | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023    | 2024    | 2025F   |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 665.9 | 707.0 | 719.3 | 617.6 | 874.2 | 727.9 | 856.7 | 749.5 | 1,910.6 | 2,709.8 | 3,208.3 |
| 온라인          | 243.7 | 191.3 | 274.3 | 232.6 | 323.5 | 265.0 | 368.5 | 323.6 | 583.9   | 941.9   | 1,280.6 |
| 모바일          | 402.3 | 499.9 | 425.4 | 362.2 | 532.4 | 441.9 | 466.2 | 401.3 | 1,244.8 | 1,689.8 | 1,841.8 |
| 콘솔/패키지       | 11.5  | 8.8   | 11.8  | 12.3  | 13.1  | 13.9  | 14.5  | 16.5  | 55.7    | 44.3    | 58.0    |
| 기타           | 8.5   | 7.0   | 7.8   | 10.5  | 5.2   | 7.1   | 7.5   | 8.1   | 26.2    | 33.7    | 27.9    |
| 영업비용         | 355.4 | 374.9 | 394.9 | 402.1 | 416.9 | 407.3 | 450.6 | 460.1 | 1,142.5 | 1,527.3 | 1,734.9 |
| 인건비          | 121.4 | 129.6 | 133.1 | 132.7 | 148.4 | 151.0 | 155.0 | 157.0 | 427.3   | 516.8   | 611.4   |
| 마켓수수료        | 85.9  | 77.5  | 101.1 | 84.8  | 105.0 | 98.4  | 117.5 | 103.4 | 226.8   | 349.3   | 424.4   |
| 지급수수료        | 61.3  | 76.4  | 80.4  | 97.9  | 84.2  | 80.2  | 84.4  | 102.8 | 258.9   | 316.0   | 351.6   |
| 마케팅비용        | 12.4  | 21.2  | 29.9  | 37.9  | 22.9  | 20.5  | 35.1  | 37.5  | 66.1    | 101.4   | 116.0   |
| 영업이익         | 310.5 | 332.1 | 324.4 | 215.5 | 457.3 | 320.6 | 406.1 | 289.4 | 768.0   | 1,182.5 | 1,473.4 |
| OPM          | 47    | 47    | 45    | 35    | 52    | 44    | 47    | 39    | 40      | 44      | 46      |
| 지배순이익        | 350.0 | 341.9 | 122.1 | 492.1 | 371.5 | 270.3 | 335.5 | 309.9 | 595.4   | 1,306.1 | 1,287.2 |
| NPM          | 53    | 48    | 17    | 80    | 42    | 37    | 39    | 41    | 31      | 48      | 40      |

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

## [ 크래프톤 259960 ]

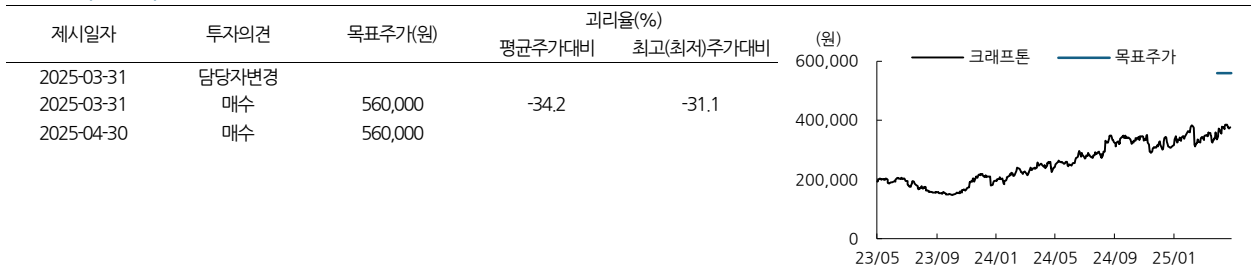
| 재무상태표       |       |       |       |       |        | 손익계산서         |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F  |               | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
| 유동자산        | 3,893 | 3,964 | 5,004 | 6,094 | 8,118  | 매출액           | 1,854 | 1,911 | 2,710 | 3,208 | 3,628 |
| 현금 및 현금성자산  | 675   | 721   | 582   | 1,541 | 3,219  | 매출원가          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출채권 및 기타채권 | 558   | 717   | 1,018 | 1,010 | 1,212  | 매출총이익         | 1,854 | 1,911 | 2,710 | 3,208 | 3,628 |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 판매비 및 관리비     | 1,102 | 1,143 | 1,527 | 1,735 | 1,900 |
| 기타          | 2,660 | 2,526 | 3,405 | 3,543 | 3,687  | 영업이익          | 752   | 768   | 1,182 | 1,473 | 1,727 |
| 비유동자산       | 2,145 | 2,476 | 2,915 | 2,955 | 3,012  | (EBITDA)      | 859   | 876   | 1,289 | 1,586 | 1,834 |
| 관계기업투자등     | 651   | 872   | 1,037 | 1,079 | 1,123  | 금융손익          | 26    | 29    | 23    | 61    | 71    |
| 유형자산        | 223   | 257   | 240   | 218   | 209    | 이자비용          | 8     | 9     | 9     | 2     | 7     |
| 무형자산        | 868   | 608   | 656   | 636   | 616    | 관계기업등 투자손익    | -35   | -40   | -67   | -145  | -145  |
| 자산총계        | 6,038 | 6,440 | 7,919 | 9,049 | 11,130 | 기타영업외손익       | -59   | 71    | 584   | 344   | 467   |
| 유동부채        | 411   | 521   | 785   | 919   | 1,300  | 세전계속사업이익      | 684   | 829   | 1,723 | 1,733 | 2,121 |
| 매입채무 및 기타채무 | 223   | 224   | 238   | 145   | 174    | 계속사업법인세비용     | 169   | 235   | 420   | 447   | 551   |
| 단기금융부채      | 64    | 73    | 106   | 316   | 649    | 계속사업이익        | 515   | 594   | 1,303 | 1,286 | 1,569 |
| 기타유동부채      | 124   | 224   | 440   | 458   | 477    | 중단사업이익        | -15   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 510   | 361   | 306   | 167   | 295    | 당기순이익         | 500   | 594   | 1,303 | 1,286 | 1,569 |
| 장기금융부채      | 375   | 215   | 154   | 10    | 133    | 지배주주          | 500   | 595   | 1,306 | 1,288 | 1,572 |
| 기타비유동부채     | 135   | 146   | 152   | 157   | 163    | 총포괄이익         | 536   | 593   | 1,303 | 1,286 | 1,569 |
| 부채총계        | 921   | 882   | 1,090 | 1,086 | 1,595  | 매출총이익률 (%)    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 지배주주지분      | 5,111 | 5,554 | 6,828 | 7,962 | 9,534  | 영업이익률 (%)     | 40.5  | 40.2  | 43.6  | 45.9  | 47.6  |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5      | EBITDA마진률 (%) | 46.3  | 45.9  | 47.6  | 49.4  | 50.5  |
| 자본잉여금       | 1,449 | 1,472 | 1,478 | 1,478 | 1,478  | 당기순이익률 (%)    | 27.0  | 31.1  | 48.1  | 40.1  | 43.3  |
| 이익잉여금       | 3,468 | 3,895 | 5,081 | 6,369 | 7,941  | ROA (%)       | 8.5   | 9.5   | 18.2  | 15.2  | 15.6  |
| 비지배주주지분(연결) | 5     | 4     | 1     | 1     | 1      | ROE (%)       | 10.3  | 11.2  | 21.1  | 17.4  | 18.0  |
| 자본총계        | 5,116 | 5,559 | 6,829 | 7,964 | 9,536  | ROIC (%)      | 20.9  | 13.4  | 18.9  | 20.1  | 22.5  |

| 현금흐름표       |        |      |       |       |       | 주요투자지표       |         |         |         |         |         |
|-------------|--------|------|-------|-------|-------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2022   | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F |              | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
| 영업활동 현금흐름   | 513    | 662  | 908   | 1,196 | 1,536 | 투자지표 (x)     |         |         |         |         |         |
| 당기순이익(손실)   | 500    | 594  | 1,303 | 1,286 | 1,569 | P/E          | 16.5    | 15.7    | 10.9    | 13.1    | 10.8    |
| 비현금수익비용가감   | 360    | 324  | 126   | 111   | 260   | P/B          | 1.6     | 1.7     | 2.2     | 2.2     | 1.9     |
| 유형자산감가상각비   | 76     | 77   | 85    | 79    | 74    | P/S          | 4.4     | 4.9     | 5.5     | 5.5     | 4.9     |
| 무형자산상각비     | 32     | 31   | 22    | 33    | 32    | EV/EBITDA    | 9.1     | 10.0    | 11.3    | 10.3    | 8.3     |
| 기타현금수익비용    | 253    | 216  | 8     | -32   | 122   | P/CF         | 9.6     | 10.2    | 10.5    | 12.7    | 9.7     |
| 영업활동 자산부채변동 | -134   | -139 | -276  | -201  | -293  | 배당수익률 (%)    | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| 매출채권 감소(증가) | -42    | -148 | -227  | 7     | -202  | 성장성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 재고자산 감소(증가) | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | 매출액          | -1.7    | 3.1     | 41.8    | 18.4    | 13.1    |
| 매입채무 증가(감소) | 8      | -62  | 1     | -94   | 29    | 영업이익         | 15.5    | 2.2     | 54.0    | 24.6    | 17.2    |
| 기타자산 부채변동   | -100   | 70   | -50   | -115  | -120  | 세전이익         | -10.2   | 21.2    | 107.9   | 0.6     | 22.4    |
| 투자활동 현금     | -2,863 | -394 | -832  | -303  | -314  | 당기순이익        | -3.8    | 18.8    | 119.3   | -1.3    | 22.0    |
| 유형자산처분(취득)  | -26    | -34  | -20   | -58   | -65   | EPS          | -4.0    | 20.8    | 131.9   | -1.4    | 22.1    |
| 무형자산 감소(증가) | 5      | 25   | -6    | -13   | -13   | 안정성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 투자자산 감소(증가) | -2,635 | -22  | -723  | -193  | -195  | 부채비율         | 18.0    | 15.9    | 16.0    | 13.6    | 16.7    |
| 기타투자활동      | -206   | -364 | -83   | -40   | -42   | 유동비율         | 946.0   | 761.4   | 637.6   | 663.1   | 624.7   |
| 재무활동 현금     | -56    | -225 | -259  | 66    | 456   | 순차입금/자기자본(x) | -7.6    | -10.1   | -6.6    | -16.9   | -27.0   |
| 차입금의 증가(감소) | -46    | -57  | -63   | 66    | 456   | 영업이익/금융비용(x) | 99.2    | 86.2    | 125.0   | 730.0   | 240.0   |
| 자본의 증가(감소)  | 0      | -168 | -195  | 0     | 0     | 총차입금 (십억원)   | 439     | 288     | 260     | 326     | 782     |
| 배당금의 지급     | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | 순차입금 (십억원)   | -390    | -563    | -451    | -1,349  | -2,577  |
| 기타재무활동      | -11    | -1   | 0     | 0     | 0     | 주당지표(원)      |         |         |         |         |         |
| 현금의 증가      | -2,345 | 46   | -139  | 959   | 1,678 | EPS          | 10,190  | 12,310  | 28,545  | 28,143  | 34,358  |
| 기초현금        | 3,019  | 675  | 721   | 582   | 1,541 | BPS          | 104,137 | 114,849 | 142,524 | 166,203 | 199,019 |
| 기말현금        | 675    | 721  | 582   | 1,541 | 3,219 | SPS          | 37,774  | 39,505  | 56,564  | 66,969  | 75,730  |
| NOPLAT      | 566    | 551  | 894   | 1,093 | 1,278 | CFPS         | 17,535  | 18,992  | 29,810  | 29,161  | 38,178  |
| FCF         | -2,137 | 385  | 320   | 893   | 1,222 | 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 하시기를 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.