

크래프톤 259960

글로벌 TOP에 도전, INZO는 거들 뿐

게임주 TOP-PICK으로 커버리지 개시, TP 560,000원

크래프톤 투자 의견 매수, 목표주가 560,000원, 게임주 Top-pick으로 커버리지를 개시한다. Top-Pick의 이유는 1)당사 추정기준 12MF PER 13배로 국내/글로벌 PEER 대비 가장 저렴한 수준의 밸류에이션, 2)국내 게임사 중 가장 많은 신작 파이프라인 보유, 3)연간 8조원에 달하는 총매출을 기록하고 있는 PUBG가 꾸준한 성장을 거듭하고 있고 올해도 성장이 전망되기 때문이다. 이에 '25년 추정 매출액 3조 1,073억원, 영업이익 1조 3,945억원을 전망한다. 목표주가는 25년 추정 EPS에 회사의 개발역량과 성장가능성을 고려해 게임주 Historical PER 최상단 수준인 PER20배를 적용하여 산출했다.

투자포인트 #1: PUBG의 반영구화 전망

PUBG는 연간 총매출 8조원 수준 기록하고 있는 글로벌 TOP IP다. PC '17년 출시로 PEAK를 달성 후 게임이 시간이 지남에 따라 자연스럽게 매출도 하락하는 추이를 보인 바 있다. '22년 회사 매출액은 YoY-1.7%로 역성장했고, '23년도는 +3.1% 수준 증가에 그치며 PEAK OUT 우려가 확대되었다. 이에 주가도 하락 폭을 키웠다. 그러나 '24년 PUBG의 역사적인 역주행으로 매출액이 YoY+42% 증가, 주가도 동시에 회복세에 접어들었다. 우리는 PUBG의 성장이 25년을 넘어 장기화될 것으로 전망한다. PC '25년의 경우 4월 신규BM, 여름 MOD업데이트 등이 있다. 또한 장기적으로는 AI NPC와 엔진업데이트가 있다. 해당 업데이트로 PUBG의 PLC가 반영구화 될 것이 기대된다. 또한 올해부터 모바일-PC 업데이트 내용이 동조화 되며 모바일도 비슷한 추세로 이어갈 것으로 전망한다.

투자포인트 #2 국내 게임사 중 개발역량/신작 파이프라인 최고수준

동사는 현재 국내게임 상장사 중 가장 많은 게임 파이프라인을 보유 중이다. 지분 투자를 통한 퍼블리싱 타이틀을 확대하는 동시에 개발인력을 5년동안 2천명 수준 확충하며 자사 개발 파이프라인도 확보하고 있다. 3/28 출시된 동사의 인생사물레이션 게임 “INZOI”가 스팀 매우긍정적 평가와 함께 국내 PC 싱글패키지 게임 (\$40이상)높은 PEAK 동시접속자 수치를 달성한 점도 긍정적이다.(인조이는 후술)

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,854	1,911	2,710	3,107	3,517
영업이익	752	768	1,182	1,395	1,533
영업이익률(%)	40.5	40.2	43.6	44.9	43.6
세전이익	684	829	1,723	1,722	2,494
지배주주지분순이익	500	595	1,306	1,278	1,849
EPS(원)	10,190	12,310	28,545	27,932	40,403
증감률(%)	-4.0	20.8	131.9	-2.1	44.6
ROE(%)	10.3	11.2	21.1	17.3	20.8
PER(배)	16.5	15.7	10.9	12.9	8.9
PBR(배)	1.6	1.7	2.2	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	9.1	10.0	11.3	10.5	8.8

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2025.03.31

매수(신규)

목표주가(신규)	560,000원
현재주가(03/28)	359,000원
상승여력	56.0%

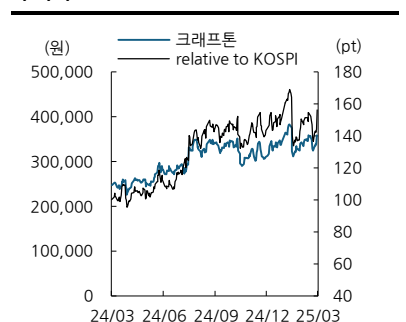
Stock Data

KOSPI	2,558.0pt
시가총액(보통주)	17,199십억원
발행주식수	47,908천주
액면가	100원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	180천주
60일 평균거래대금	61,348백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	390,000원
52주 최저가	225,000원
주요주주	
장병규(외 33인)	36.6%
국민연금공단(외 1인)	7.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.5	3.5
3M	15.8	9.4
6M	5.4	8.9

주가차트



VALUATION

25년 크래프톤 매출액 3조 1,073억원(YoY+14.7%), 영업이익 1조 3,945억원(YoY+17.9%)을 전망한다.

PC의 경우 BM 강화에 따라 ARPU 상승 전망

1)PC의 경우, 올해 전반적인 BM이 강화되며 ARPU가 상승할 전망이다. 작년의 경우 슈퍼카 콜라보 1회, 아이돌 콜라보 1회를 실시했고, 특히 그 중에서 슈퍼카(람보르기니)의 효과가 가장 좋았다. 해당기간에 크래프톤은 무료화 이후 역대 최고 매출치를 달성했다. 올해는 슈퍼카 2종을 포함해 전년대비 콜라보 횟수가 2배일 것으로 전망한다. 즉 과거보다 수익화 강도가 높다. 이에 따른 유저의 피로도도 RPG게임 대비 낮을 전망이다. 해당 아이템이 게임플레이에 직접적 영향을 주는 부분은 없기 때문이다. PC매출액은 신작포함해서 1조 1,824억원(YoY+25.5%) 전망한다.

모바일은 모바일/PC 동조화가 깊어지며 상호 수혜 전망

2)모바일의 경우, 최근 PC와 동조화가 이뤄지고 있음을 고려했다. PC에서 23년 연말 출시된 론도맵이 25년 1월 화평정영, 3월 PUBG 글로벌에 업데이트 된 바 있다. 앞으로도 모바일/PC 동조화가 깊어지며 상호 수혜입을 것으로 전망한다. 모바일 연간 매출액은 1조 8,317억원(YoY+8.4%) 전망한다.

비용은 지급수수료와 인건비가 늘어날 것

비용은 올해 500명의 신규 인력채용이 있고 MOD 외주개발로 지급수수료가 늘어나는 것이 특이사항이다. 500명의 신규인력채용이 단기간에 집중되는 것은 아니고, 자연퇴사자 있음을 고려하면 올해 당장 인건비의 레벨이 급등하지는 않을 것으로 판단한다. 일단 보수적으로 '25년 인건비 5,920억원(YoY+15%) 전망한다.

특이사항으로 인센티브 천억원 반영 예정

그 외 추정의 특이사항으로 2Q25실적의 경우, 2Q24 컨퍼런스콜에서 인센티브 천억원이 일회성이 아니라고 밝혔던 점을 고려했다. 따라서 일단 전년도 인센티브 천억원이 들어간다고 가정했다. 실제 인센티브 지급시기/여부에 따라 추후 실적추정은 변동될 수 있다.

목표주가 560,000원, 게임주 Top-pick 제시

목표주가는 25F EPS 27,932원에 게임개발 역량과 국내 최대수준의 파이프라인을 고려, '21~'24 주요게임주 평균 12MF Forward PER의 최상단 수준인 20배를 적용해서 산출했다. 이에 투자자의견 매수, 목표주가 560,000원, 게임주 Top-pick의견으로 커버리지를 개시한다.

표1 크래프톤 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	666	707	719	618	812	754	773	769	1,911	2,710	3,107
온라인	244	191	274	233	281	256	342	304	584	942	1,182
모바일	402	500	425	362	511	479	405	437	1,245	1,690	1,911
콘솔/패키지	11	9	12	12	10	9	21	20	56	44	69
기타	8	7	8	10	10	10	5	8	26	34	35
영업비용	355	375	395	402	409	414	428	461	1,143	1,527	1,713
인건비	121	130	133	133	138	145	152	157	427	517	592
마켓수수료	86	78	101	85	109	102	106	106	227	349	423
지급수수료	61	76	80	98	67	80	84	103	259	316	335
마케팅비용	12	21	30	38	46	38	35	44	66	101	162
영업이익	311	332	324	215	403	340	345	308	768	1,182	1,395
OPM	47	47	45	35	50	45	45	40	40	44	45
지배순이익	350	342	122	492	382	358	305	233	595	1,306	1,278
NPM	53	48	17	80	47	47	39	30	31	48	41

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 크래프톤 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	1,278	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	27,932	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	20	게임주 3개년 Historical PER BAND 최상단 수준 적용
목표주가	(원)	560,000	적정주가 558,642원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	359,000	03월 28일 종가
Upside	(%)	56.0	03월 28일 종가

투자포인트 #1 PUBG의 반영구화 전망

꺾이지 않는 PUBG, 사실상 ETERNAL IP 진입으로 판단

24년 돌아보기: PUBG IP의 역주행은 어떻게 이뤄졌는가

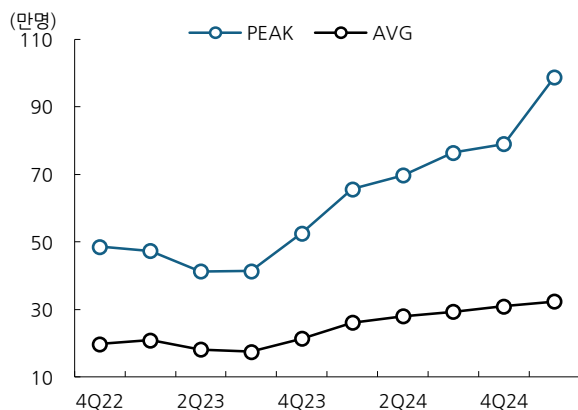
PUBG 동시접속자는 18년
연평균 185만명 -> 23년
45만명으로 지속하락 중

PUBG는 크래프톤의 슈팅 서바이벌(배틀로얄) 게임이다. PUBG는 '17년 처음 출시되어 역대 PEAK 동시접속자 230만명, 역대 글로벌에서 가장 많이 팔린 PC게임 1위를 기록하며 게임산업 역사에 남을 기념비적인 성과를 거뒀었다. 즉 대부분의 게이머들이 한번 쯤은 즐겨본 게임이며 잠재적으로 Target하는 시장이 매우 큰 게임이다. 그러나 대다수의 게임이 그렇듯이 PUBG도 시간이 지남에 따라 가파른 하락세를 겪었다. PUBG의 동시접속자는 '18년 연평균 185만명 -> '23년 45만명으로 지속하락 했다. 이에 맞춰 주가와 매출/이익도 동반하락했다. '22년 PUBG 무료화에도 트래픽/매출 반등은 요원했다.

론도맵 업데이트와 함께
24년 동시접속자 수 회복
ARPU도 함께 상승

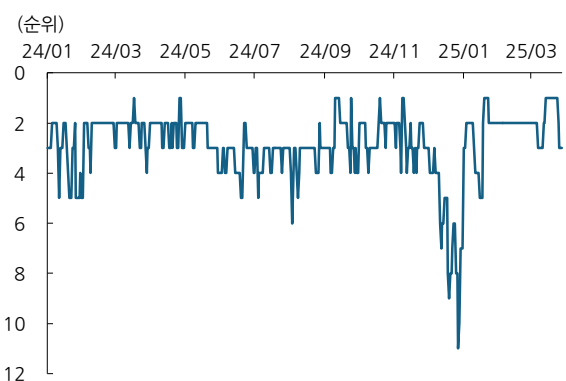
그러나 '23년 12월, PUBG는 반전의 기회를 맞이한다. 론도맵 업데이트와 함께 동시접속자는 60만명대로 급등했다. 또한 이 추세가 24년 내내 지속되면서 연간 트래픽 레벨은 70만명대 수준을 다시 회복했다. 고무적인 점은 ARPU도 같이 상승했다는 것이다. ARPU 상승은 수익화의 강도가 높아짐에 기인한다. '24년 PUBG는 콜라보 상품을 증가시키는 동시에 상품의 ASP를 인상했다. 과금강도가 높아졌지만 상품이 단순 치장용으로 게임플레이 자체에 영향을 주는 것은 아니었다. 따라서 RPG게임과 달리 유저의 피로도가 잘 관리되었다. 이에 24년 PC 매출액은 9,419억원(YoY+61%)을 기록하며 무료화 이후 역대 최고 성과를 거두었다. 이에 맞춰 모바일의 인기도 회복되었다. 이로써 24년 크래프톤은 매출액 42% 성장, 영업이익 54% 성장, 주가 YTD 수익률 60%를 기록하며 상장 이후 가장 성공적인 한 해를 보냈다.

그림1 PC PUBG 동시접속자 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림2 24년~ 화평정영 IOS 매출순위



자료: APPLE, DS투자증권 리서치센터

25년 미리보기: 올해도 안정적 성장 전망

25년 동시접속자 7-80만
명 유지 중

올해도 스타트가 좋다. 우선 PC기준 동시접속자 레벨 7-80만명 수준이 유지되고 있다. 이는 전분기보다 소폭 개선된 정도다. 또한, 8주년 이벤트효과로 PEAK 동시접속자가 135만명을 기록하기도 했다.

예정된 업데이트로
25년 트래픽 레벨
100만명 이상 전망

우리는 올해 PUBG의 트래픽 레벨이 100만명을 넘어설 것으로 전망한다. 추정의 근거는 올해 예정되어 있는 다양한 업데이트 및 콜라보/유즈맵의 유입효과다. 또한, ARPU도 개선될 여지가 있을 것으로 전망한다. 4월 신규 출시될 BM은 성장형 아바타다. 해당 BM 업데이트는 성장형 무기스킨 출시 때처럼 다시 한번 ARPU가 증가하는 이벤트가 될 것으로 판단한다.

모바일도 동조화로 인해
PC와 비슷한 흐름 이어갈
전망

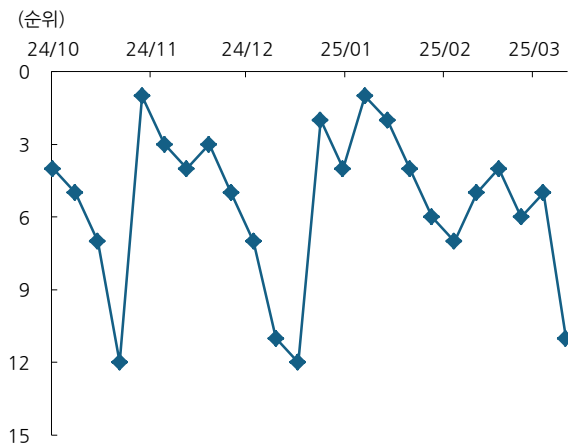
모바일의 경우에도, PC와 업데이트가 동조화 되면서 비슷한 흐름으로 따라갈 것으로 전망한다. 화평정영의 경우, 1월 론도맵 업데이트와 춘절효과로 코로나 이후 최대 성적 거둔 것으로 추정된다. 다소 안정적이었던 2월을 지나 3월 신규 업데이트로 다시 한번 IOS 매출 1위를 달성했다. 현재 IP의 전체적인 인기가 레벨업되고 있는 것으로 추정된다.

그림3 화평정영 론도맵



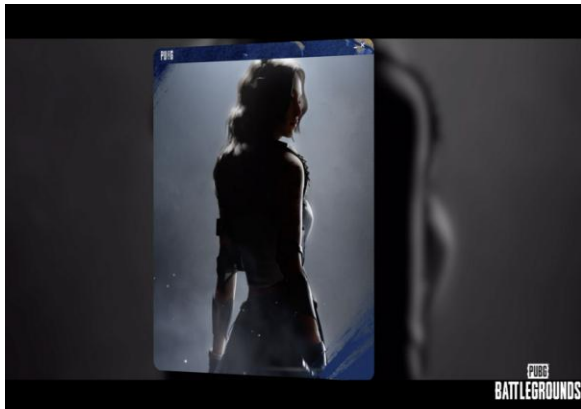
자료: TENCENT, DS투자증권 리서치센터

그림4 PUBG 스팀 주간순위 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림5 PUBG 로드맵 - 4월 신규 BM 콘텐츠 출시



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림6 PUBG PEAK를 이끌었던 슈퍼카 콜라보는 더 강화



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림7 액션 강화: 문 열기, 던지기 등 액션 추가



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림8 외주개발사와 협력해서 MOD 등도 개발



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림9 파괴가능한 오브젝트 추가



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림10 BM개편 - 새로운 유형의 패스 출시



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

25년 이후 미리보기: AI NPC 도입, 엔진 업그레이드, 유즈맵 정식출시

25년 이후 AI NPC 도입,
엔진 업그레이드, 유즈맵
정식출시 준비 중

미래에 대한 플랜도 철저하다. 크래프톤은 장기목표로 마치 사람처럼 생각하고 행동하는 AI NPC(Non Player Character, 비플레이어 캐릭터) 도입, 엔진 업그레이드(언리얼4→5), 유즈맵 정식 출시를 제시하고 있다. 세 개의 계획 모두 PUBG의 PLC를 반영구화할 것이 기대된다.

그림11 PUBG ALLY -AI NPC



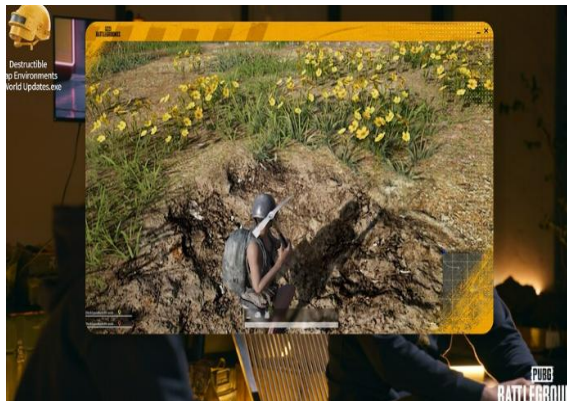
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림12 AI NPC는 유저의 대화를 이해하고, 적절한 전략을 제시



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림13 언리얼엔진 5 업데이트 (게임엔진)



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림14 PUBG 유즈맵 - 올해 여름 알파출시 후 정식출시 예정



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 #2 국내 최고수준의 개발역량/파이프라인

글로벌 TOP을 향한 공격적인 비전 제시

NEXT PUBG를 발굴하기 위한 비용투자, 긍정적으로 판단

연평균 3천억원의 투자
집행으로 5년내 매출
7조원 달성 비전 제시

4Q24 컨퍼런스콜에서 크래프톤은 PUBG와 같은 빅 프랜차이즈 IP 확보를 위해 5년간 연평균 3천억원의 투자를 집행하겠다고 밝혔다. 크래프톤은 이로써 20개의 신작을 확보하고 5년내 매출 7조원을 달성하겠다는 장기비전을 제시했다. 7조에 대한 Break down은 PUBG60%, 기타신작 40%로 추정된다.

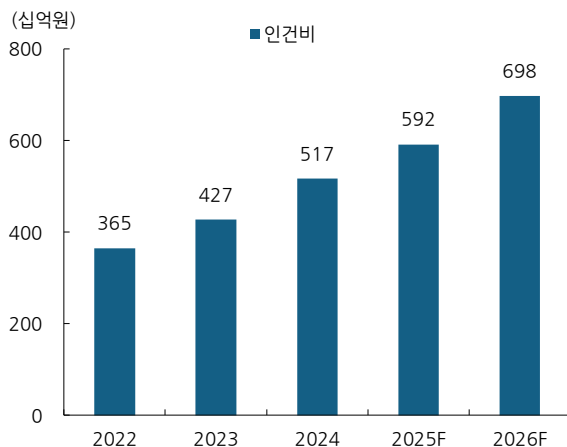
연매출 7조원은 글로벌 게임사 TOP 수준의 목표치

매우 공격적인 장기 비전이다. 연매출 7조원 수준은 현재 기준으로 미국의 테이크투(24년 매출 7.8조원), EA(24년 매출액 11.1조원)와 붙는, 말 그대로 글로벌 게임사 TOP 수준의 목표치다. 하지만 회사계획대로 5년 내 NEXT PUBG를 발굴하고 기존 PUBG를 잘 유지한다면 달성 못할 목표도 아니다. 물론 산술적인 확률으로는 희박하다. 그러나 이미 PUBG를 글로벌 TOP IP로 육성해본 경험이 있는 만큼, 비전 자체는 충분히 납득이 되는 수준이다.

장기 비전이 확실한
크래프톤의 경우 비용
투자는 긍정적

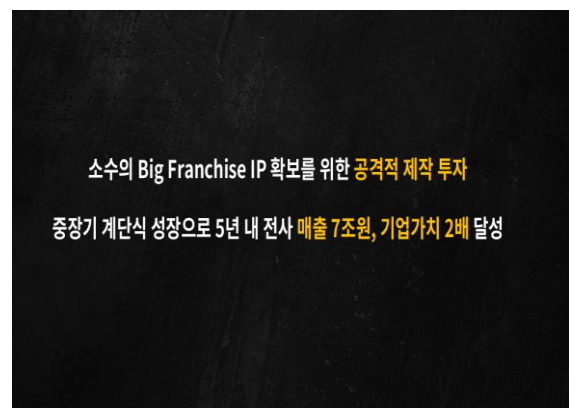
당사는 비용투자를 긍정적으로 평가한다. Hit ratio가 낮아 불확실성이 증대된다는 점은 공감하지만, 그렇다고 시도를 안 할 수도 없는 국면이었다. 실패에 대한 리스크 테이킹은 콘텐츠업 특성 상 불가피 한 일이다. 특히나 지금의 크래프톤처럼 장기 비전이 확실한 경우는 더 그렇다. 특히 대부분의 게임사들이 사세가 꺾이는 시점에 추가적인 비용투자를 결정하거나 회사 방향을 선회하는 반면, 크래프톤은 PUBG가 안정적으로 성장하고 있는 지금 변화를 모색하는 점이 더욱 긍정적이다.

그림15 크래프톤 인건비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 PUBG VISON -5년내 전사매출 7조원, 기업가치 2배



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

지분투자 퍼블리싱으로 계속해서 IP확보 중, 국내게임사 중 가장 돋보임

지분투자 집행

22년-→23년-→24년

5개-→11개-→13개 이상

자체개발 프로젝트만 있는 것은 아니다. 크래프톤은 국내게임사 중 가장 활발한 투자행보를 보이고 있다. 22년 5개의 회사에 지분투자를 집행한 것을 넘어, 23년 11개 24년은 13개 이상의 기업에 지분투자를 집행한 것으로 추정된다. 그 외로 전세계 2천만장 판매고를 기록한 팰월드의 모바일 게임개발/퍼블리싱 권한을 가져오는 등 IP 발굴도 국내사 중 가장 앞서나가고 있다. 통상적인 게임의 Hit ratio가 1% 미만인 점을 감안하면 시도횟수 자체를 늘리는 크래프톤의 행보는 충분히 긍정적이라고 판단된다.

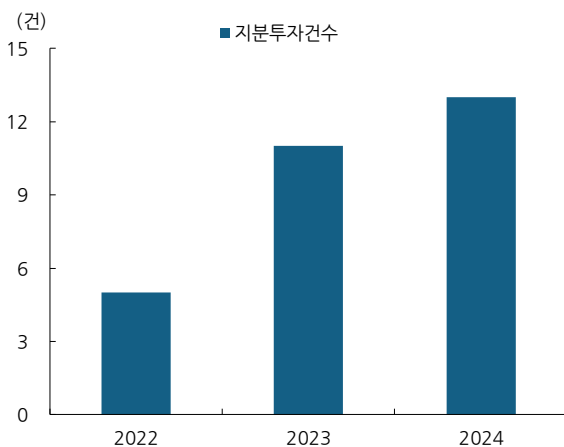
그림17 크래프톤 '25년 주요 신작

Big Franchise IP를 향한 전방위적 도전

INZOI	BLUEHOLE	UNKNOWN WORLDS	5MINOLAB
 장르 라이프 시뮬레이션 플랫폼 PC/Console '25년 3월 PC Early Access - 사실적인 그래픽과 진화한 시뮬레이션으로 기존 게임과 차별화 - Early Access 기간 중 NVIDIA 협업 하 SLM 기반 'Smart Zoi' 베타버전 공개 예정	 장르 Extraction RPG 플랫폼 Mobile '25년 2월 미국/캐나다 Soft Launching - 배틀로얄의 생존, 단전크롤러와 탐험과 RPG 요소가 결합된 Extraction RPG - Extraction RPG 장르의 대중화를 위한 게임성/그래픽/기술/사양 최적화로 글로벌 시장 공략	 장르 수중 생존 어드벤처 플랫폼 PC/Console '25년 PC 및 Xbox Game Pass Early Access - 협동 멀티플레이어 및 향상된 심해탐험을 통해 시리즈 확장 - 공식 채널 트레일러 조회수 5.5M+, Steam Wishlist 8위('25.2.5 기준)	 장르 개척 생활 시뮬레이션 플랫폼 멀티플랫폼 '25년 2월 한국(Dinkum) 퍼블리싱 크래프톤 이관, 연내 PC/닌텐도 스위치 정식 출시 '26년 스팀으로 Dinkum Together 런칭 - 호주 대지연에서 영감을 받은 개척 생활 시뮬레이션 - 원작은 영어 지원만으로 Early Access 100만장 이상 판매된 1인 개발 게임

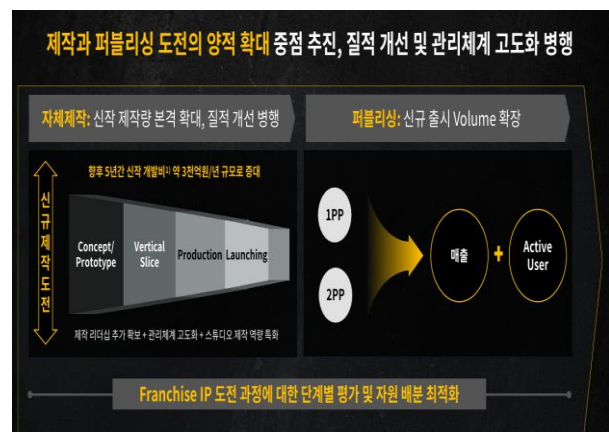
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림18 크래프톤 지분투자 현황



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림19 크래프톤의 장기 비전: 퍼블리싱 + 자체개발 확대



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림20 팰월드 - IP 확보, 모바일 개발 중



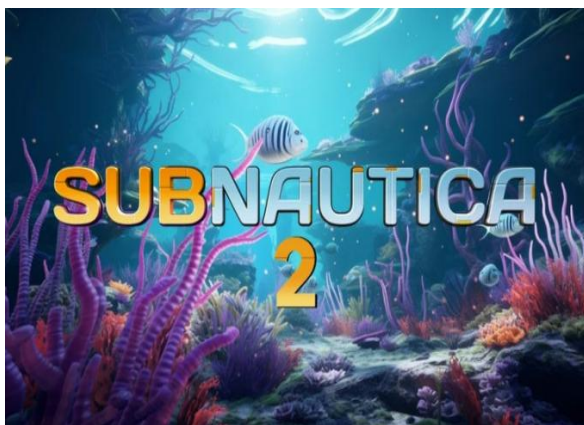
자료: 포켓몬, DS투자증권 리서치센터

그림21 눈물을 마시는 새 - 자체개발



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림22 서브노티카2 - 자체개발



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림23 덩컨투게더 - IP확보, PC 퍼블리싱 및 모바일 자체개발



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림24 라이벌즈 호버 리그 - 지분투자 후 퍼블리싱



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림25 PUBG BLINDSPOT - 자체개발



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

INZOI(인조이) 분석

초기 지표 긍정적, 얼리엑세스 단계에서는 포텐셜만 확인했음 됐다

시장의 컨센서스를 뛰어넘는 호성적 기록

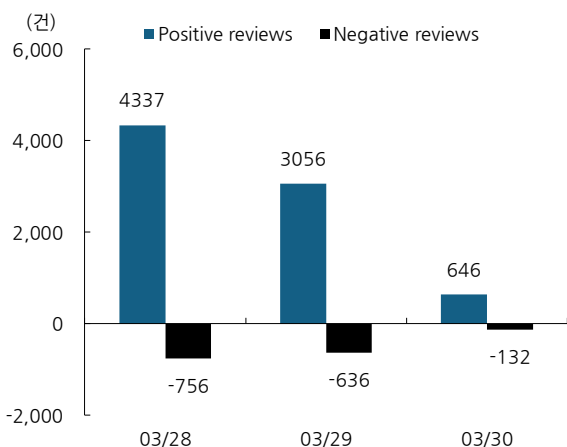
인조이는 동시접속자
PEAK 8.7만명을 기록하며
국내 싱글 패키지 게임중
최고 초동 성과

3/28 크래프톤의 인생시물레이션 신작 인조이가 출시되었다. 3/30 오후 6시 기준, 동시접속자 PEAK 8.7만명, 스팀평가 매우긍정적 82% 달성했다. 이는 기존 시장 컨센서스를 상회하는 수치임과 동시에, 국내 싱글 패키지 게임(\$40이상) 중 역대 최고의 성과다. 네오위즈 P의거짓은 스팀 동시접속자 PEAK 1.9만명이었으며, 마찬가지로 3/28 출시된 넥슨의 카잔도 3만명, 자사 게임인 칼리스트도 프로토콜도 1.7만명 수준 기록했다. 글로벌 게임사 유비소프트의 어쌔신크리드:새도우스도 Peak 6.4만명에 불과했다. 얼리엑세스 단계로 비교하면, 발더스게이트3(1,500만장 이상 판매)의 얼리엑세스 PEAK 7.4만명도 넘어서는 수치다. 주말에 트래픽이 빠진 점은 아쉽지만, 이미 초동성과가 기대이상이다. 또한, 크래프톤이 창사이래 출시한 주요 게임 중 가장 높은 스팀평가를 받았다는 점도 고무적이다.(PUBG 59%, 칼리스트프로토콜 64%)

기대치인 100~200만장은
무난히 달성할 전망
25년 실적기여는 제한적

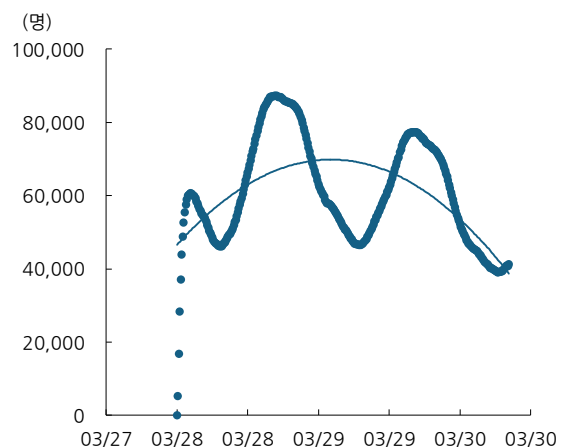
인조이는 PEER 국내게임 콘솔성과까지 포함해도 40\$이상 국내 싱글 패키지 게임 중 역대 최고 초동 성과를 거둔 것으로 추정된다. 따라서 우리는 시장 컨센서스 1Y 100~200만장을 무난히 Beat할 것으로 전망한다. 또한 당사는 단순 단기적 성공여부보다 장기적인 IP의 성공여부에 더 주목한다. 인조이의 성패에 따른 25년 실적기여는 제한적이다. 그러나 인생시물레이션 게임의 10년이 넘는 PLC를 고려 시, 지금 추세대로 나아간다면 장기적 현금흐름의 가치는 결코 적지 않을 수 있다는 의견을 제시한다.

그림26 인조이 스팀평가 추이 -크래프톤 창사이래 최고 성과



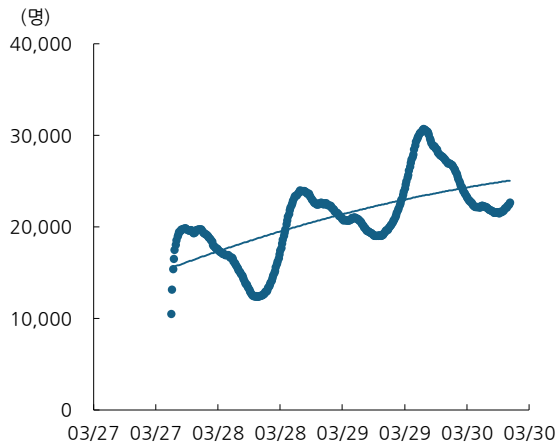
자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림27 인조이 스팀 동시접속자 추이



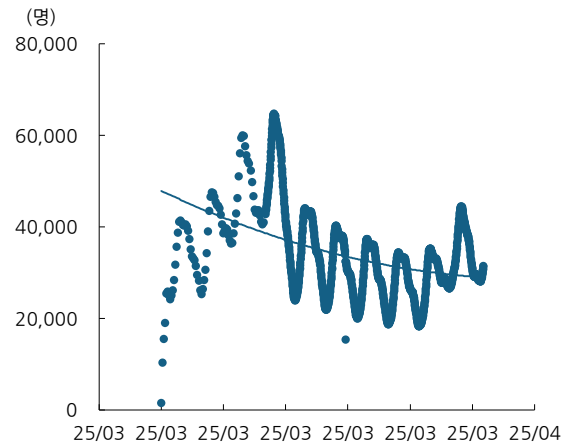
자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림28 넥슨 카잔(3/28 동시 출시) 스팀 동시접속자 추이



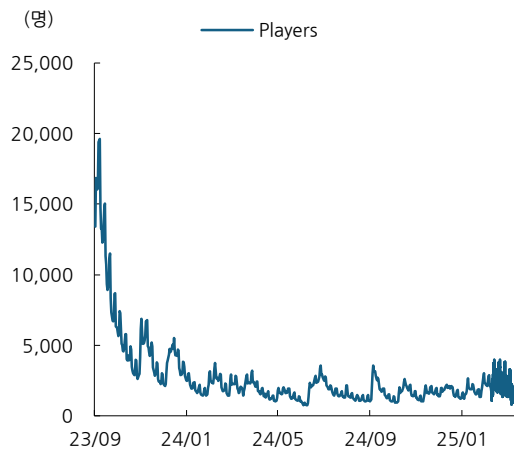
자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림29 유비소프트 어쌔신크리드 새도우즈 동시접속자 추이



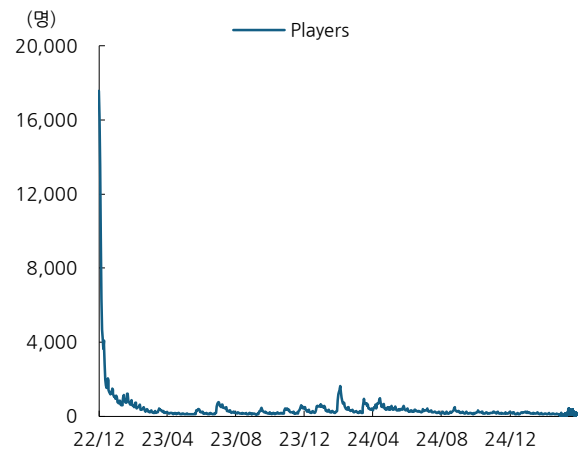
자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림30 네오위즈 P의거짓 스팀 동시접속자 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림31 크래프톤 칼리스트 프로토콜 스팀 동시접속자 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

25년 실적에 끼치는 영향은 제한적이지만, 장기적 가치는 다를수도

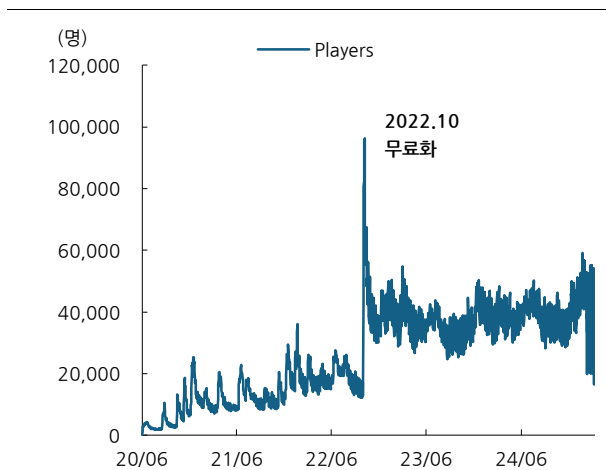
인조이의 25년 매출
익스포저는 3% 미만

인조이가 올해 100만장을 판매해도, 컨센을 상회해 300만장을 판매해도, 동사 매출과 단순 밸류에이션에 따른 가치(25F EPS * PER)에 끼치는 영향은 제한적이다. 100만장을 판매하면 약 500억원 수준 매출에 불과하고 300만장을 판매하면 1500억원 수준이다. 매출차이가 1,000억원 수준이라 일견 커 보이지만 그러기엔 회사가 너무 거대하다. 크래프톤 25년 컨센서스 추정매출이 3조를 상회하고 있어 인조이의 성패에 따른 매출 익스포저는 3% 미만에 불과하다.

심즈와 유사한 게임성을
보이는만큼 PLC 장기화에
따른 꾸준한 현금흐름 전망

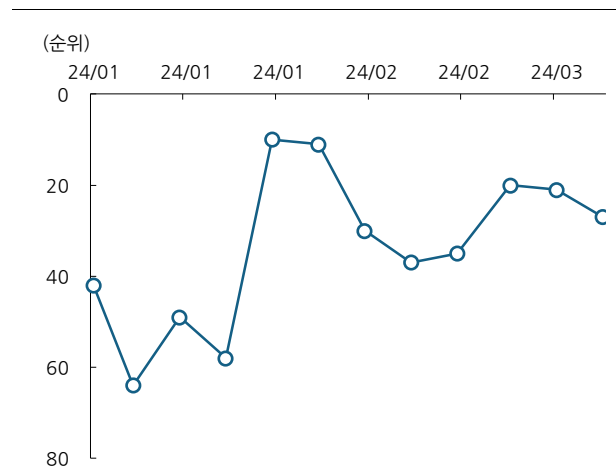
그러나 장기적 가치는 다를 수 있다. 이는 인생시뮬레이션 장르가 상당히 긴 PLC를 보이기 때문이다. 예를들어, 인조이 출시 전 유일한 인생 시뮬레이션 게임이었던 심즈의 PLC는 놀라운 수준이다. 심즈4는 2014년에 출시된 게임에도 불구하고 동시접속자 3만명 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 또한 주요 DLC 업데이트 시 스팀 매출 순위가 10위권 안에 들어오는 등, 매출도 꾸준히 발생하고 있다. 이는 심즈가 제공하는 재미, 즉 인생시뮬레이션 만이 제공하는 재미를 줄 수 있는 게임이 심즈 밖에 없다는 점에서 기인한다고 판단한다. 인조이의 경우에도 심즈와 유사한 게임성을 보이는 만큼 PLC가 장기화되며 장기적으로 꾸준한 현금흐름을 창출할 것으로 기대한다. 참고로 스팀기준 심즈의 PEAK 동시접속자는 9.6만명인데, 이는 22년 10월 심즈4 본편이 무료화됨에 따른 상승이다.

그림32 심즈4 스팀 동시접속자 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림33 심즈4 스팀 24년 주간 매출순위 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

얼리엑세스라는 점에 주목, 정식출시까지 게임 개선되며 꾸준한 매출발생 예상

얼리엑세스라는 점 감안 시
정식출시 후 더 높은 성과
전망

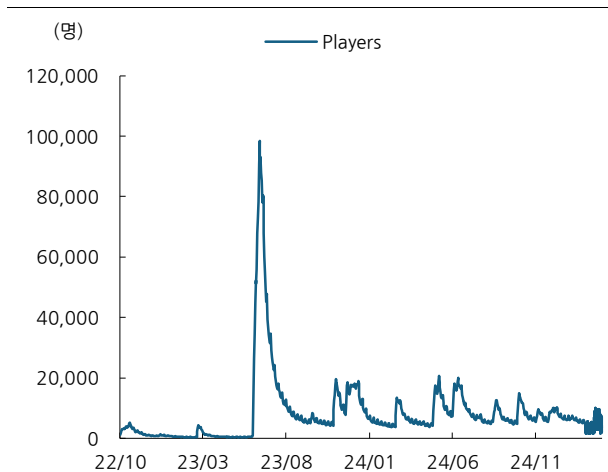
그 외로도 인조이가 정식출시가 아니라 얼리엑세스라는 점에 주목할 필요가 있다. 게임의 퀄리티, 콘텐츠, 최적화는 정식출시로 나아가며 점차 개선될 것이다. 또한, 유저평가를 잘 유지하는 대다수의 게임이 얼리엑세스 기간보다 정식출시 시기에 성과가 더 좋다. 예를들어 발더스게이트3는, 얼리엑세스 단계에 PEAK 7.3만명의 동시 접속자를 모았지만, 정식출시에는 87만명의 동시접속자를 모았다. 정식출시 이후 추 정판매량은 1,500만장을 상회한다.

그 외로도 PUBG, 하데스, 데이브더다이버, 서브노티카:빌로우제로 등 얼리엑세스 단계 이후 정식 출시시기에 판매량이 더 집중된 사례는 많다. 따라서 현재 인조이는 동시접속자도 중요하겠지만 유저평가를 더 면밀히 트래킹 할 필요가 있다. 현재로서 는 리뷰 9,646건에 매우긍정적(81%) 평가를 받고 있어 긍정적이다.

콘텐츠 부족으로 동시접속
자 주는 하락했지만 정식
출시 쫘 다시 돌아올 예정

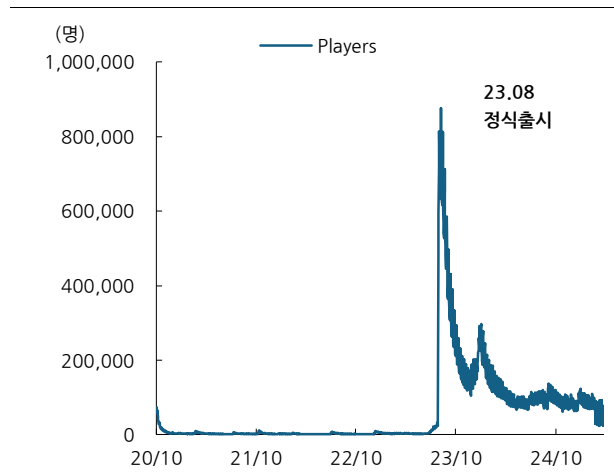
얼리엑세스 과정에서 몇 가지 문제가 있어도, 유저들이 기다려줄 가능성도 크다. 이 는 전세계에 인생시물레이션 게임이 인조이,심즈 두개에 불과하기 때문이다. 앞으로 꾸준히 동시접속자는 줄어든 것이다. 그러나 정식출시 전까지 게임을 고쳐나가며 많 은 점을 개선했을 경우, 정식출시 즈음에 유저들이 다시 돌아올 가능성이 크다. 이번 주말(3/29~3/30)인조이는 주말임에도 불구하고 동시접속자가 약 10% 하락하는 추 이를 보였다. 얼리엑세스 단계인 만큼, 콘텐츠가 부족해 리텐션이 떨어지는 것으로 추정된다. 그래도 유저평가는 여전히 매우 긍정적을 유지하고 있으며, 우려하기에는 초동 판매량이 너무 잘 나온 것으로 추정된다. PEAK 동시접속자 8.7만명이라는 PEAK를 확인했기에, 추후 업데이트(5월예정) 및 정식출시에 다시 판매량 올라오며 실적에 기여할 것으로 전망한다

그림34 데이브더다이버 스팀 동시접속자 추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림35 발더스게이트3 스팀 동시접속자추이



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

인생시뮬레이션의 높은 PLC에는 유저창작컨텐츠(MOD)도 한 몫

인생시뮬레이션의 높은
PLC에는 MOD가 큰 요인

앞서 살펴본 심즈가 높은 PLC를 보이고 있는 것에는 인생시뮬레이션 게임이 심즈 하나 밖에 없다는 이유도 있지만, 유저창작컨텐츠(MOD)의 이유도 있다.

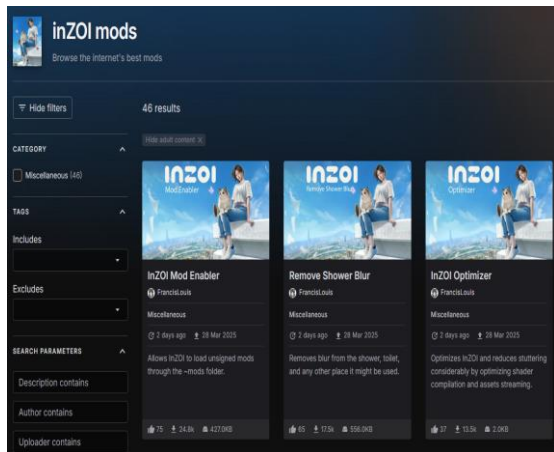
유저창작컨텐츠(모드)는 그 자체로 게임사에게 직접적 수익은 없지만(오히려 요즘은 창작자가 MOD를 유저들에게 돈을 받고 판매하면서 수익을 거둠) 일부 MOD가 오히려 인기를 끌어 MOD를 하기 위해 게임을 구매하는 등, 간접적인 부분에서 수익에 도움을 준다.

인조이의 경우도 MOD가
업데이트될 기반이 충분히
쌓인 상황

심즈는 사실상 MOD가 필수적인 게임으로 여겨지고 있다. 심즈의 주요 MOD에는 간단한 아바타 스킨부터 게임 콘텐츠를 추가하는 시나리오, 자영업 MOD 등이 있으며, Explicit한 콘텐츠도 존재한다. 해당 MOD들은 분명하게 게임의 PLC를 장기화시키는 데 도움을 주고 있다.

인조이의 경우에도, MOD가 업데이트 될 수 있는 기반을 잘 쌓아놓은 상황이다. 우선 5월 중 공식모당을 지원한다. 또한 유저모드가 업데이트 되는 넥서스 사이트에는 벌써 46개의 모드가 올라와져 있는 것으로 확인된다.

그림36 INZOI MOD 개발은 활발



자료: NEXUSMOD, DS투자증권 리서치센터

그림37 인조이 - 데누보 제거 결정

‘인조이’가 얼리 액세스에서 데누보를 제거한다. 창작의 자유를 최대한 보장하기 위한 취지다. 크래프톤의 신작 인생 시뮬레이션 ‘인조이’가 3월 28일 얼리 액세스 출시를 앞두고 복제 방지 프로그램 ‘데누보’를 적용하지 않기로 결정했다. 데누보로 인해 모딩의 자유가 제한되고, 게임 성능이 저하 될 것이라는 유저들의 우려 섞인 목소리에 대답한 것이다.

인조이 김형준 PD는 “최근 데누보 도입과 관련한 커뮤니티의 우려를 확인했다”며 “인조이를 바라보는 여러분의 시선과 기대를 충분히 반영하지 못한 저희의 오판이었다”고 사과했다.

이어 “데누보를 제거하면 위,변조의 가능성이 열릴 수 있다는 점은 인지하고 있다”며, “하지만 동시에 다양한 제2, 제3의 창작물들이 재생산되고, 커뮤니티와 함께 인조이가 더 오래 성장해 나갈 수 있으리라는 기대도 있다”고 데누보 제거하기로 결정한 이유를 밝혔다.

김형준 PD는 “인조이의 모딩을 매우 긍정적으로 보고 있다”며 공식 모딩을 지원할 예정이라고 전했다. 또한 “데누보 제거를 통해 보다 열린 환경에서 자유로운 모딩이 가능하도록 적극 지원하겠다”고 약속했다.

인조이는 5월 업데이트를 통해 공식 모딩 지원을 시작할 예정이다. 이후에도 지속적인 업데이트를 통해 더 다양한 영역으로 확장해 나갈 계획이라고 밝혔다.

자료: 게임플, 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림38 INZOI



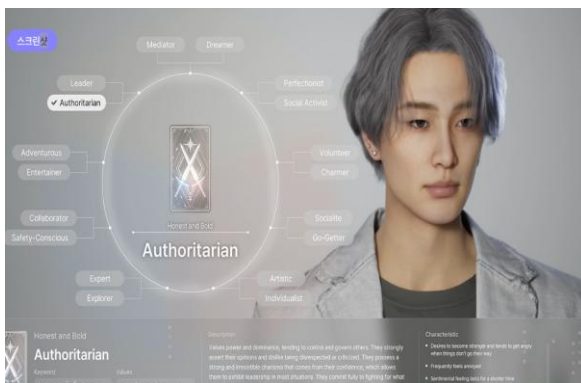
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림39 INZOI



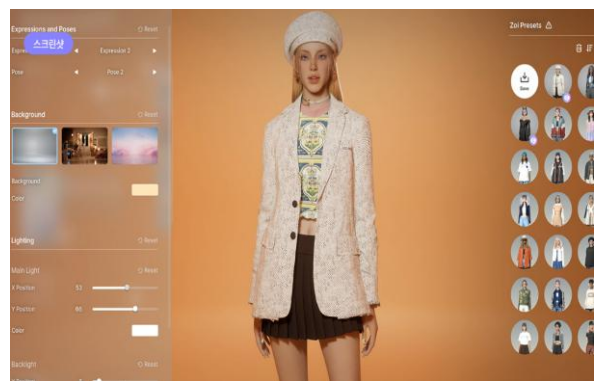
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림40 INZOI



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림41 INZOI



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

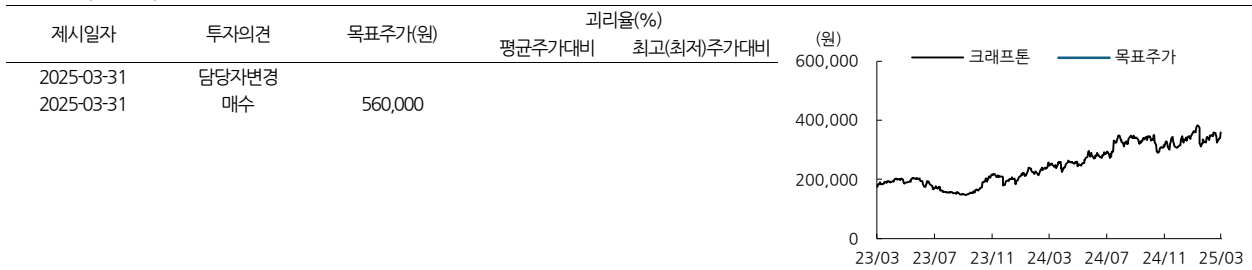
[크래프톤 259960]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	3,893	3,964	5,004	6,090	8,392	매출액	1,854	1,911	2,710	3,107	3,517
현금 및 현금성자산	675	721	582	1,510	3,462	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	558	717	1,018	1,036	1,243	매출총이익	1,854	1,911	2,710	3,107	3,517
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	1,102	1,143	1,527	1,713	1,984
기타	2,660	2,526	3,405	3,543	3,687	영업이익	752	768	1,182	1,395	1,533
비유동자산	2,145	2,476	2,915	2,954	3,009	(EBITDA)	859	876	1,289	1,506	1,638
관계기업투자등	651	872	1,037	1,079	1,123	금융손익	26	29	23	61	71
유형자산	223	257	240	217	207	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	9,043	11,402	기타영업외손익	-59	71	584	411	1,035
유동부채	411	521	785	923	1,304	세전계속사업이익	684	829	1,723	1,722	2,494
매입채무 및 기타채무	223	224	238	148	178	계속사업법인세비용	169	235	420	446	648
단기금융부채	64	73	106	316	649	계속사업이익	515	594	1,303	1,276	1,846
기타유동부채	124	224	440	458	477	중단사업이익	-15	0	0	0	0
비유동부채	510	361	306	167	295	당기순이익	500	594	1,303	1,276	1,846
장기금융부채	375	215	154	10	133	지배주주	500	595	1,306	1,278	1,849
기타비유동부채	135	146	152	157	163	총포괄이익	536	593	1,303	1,276	1,846
부채총계	921	882	1,090	1,089	1,599	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,111	5,554	6,828	7,953	9,801	영업이익률 (%)	40.5	40.2	43.6	44.9	43.6
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	46.3	45.9	47.6	48.5	46.6
자본잉여금	1,449	1,472	1,478	1,478	1,478	당기순이익률 (%)	27.0	31.1	48.1	41.1	52.5
이익잉여금	3,468	3,895	5,081	6,360	8,208	ROA (%)	8.5	9.5	18.2	15.1	18.1
비지배주주지분(연결)	5	4	1	1	1	ROE (%)	10.3	11.2	21.1	17.3	20.8
자본총계	5,116	5,559	6,829	7,954	9,803	ROIC (%)	20.9	13.4	18.9	19.0	19.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	513	662	908	1,164	1,807	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	500	594	1,303	1,276	1,846	P/E	16.5	15.7	10.9	12.9	8.9
비현금수익비용가감	360	324	126	111	259	P/B	1.6	1.7	2.2	2.2	1.8
유형자산감가상각비	76	77	85	79	73	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	10.5	8.8
기타현금수익비용	253	216	8	-32	123	P/CF	9.6	10.2	10.5	12.4	8.2
영업활동 자산부채변동	-134	-139	-276	-223	-297	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-42	-148	-227	-18	-207	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-1.7	3.1	41.8	14.7	13.2
매입채무 증가(감소)	8	-62	1	-90	30	영업이익	15.5	2.2	54.0	17.9	9.9
기타자산 부채변동	-100	70	-50	-115	-120	세전이익	-10.2	21.2	107.9	-0.1	44.9
투자활동 현금	-2,863	-394	-832	-301	-312	당기순이익	-3.8	18.8	119.3	-2.1	44.7
유형자산처분(취득)	-26	-34	-20	-56	-63	EPS	-4.0	20.8	131.9	-2.1	44.6
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	13.7	16.3
기타투자활동	-206	-364	-83	-40	-42	유동비율	946.0	761.4	637.6	660.0	643.6
재무활동 현금	-56	-225	-259	66	456	순차입금/자기자본(x)	-7.6	-10.1	-6.6	-16.6	-28.8
차입금의 증가(감소)	-46	-57	-63	66	456	영업이익/금융비용(x)	99.2	86.2	125.0	691.0	213.0
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	-1,319	-2,820
기타재무활동	-11	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-2,345	46	-139	929	1,952	EPS	10,190	12,310	28,545	27,932	40,403
기초현금	3,019	675	721	582	1,510	BPS	104,137	114,849	142,524	166,002	204,591
기말현금	675	721	582	1,510	3,462	SPS	37,774	39,505	56,564	64,861	73,407
NOPLAT	566	551	894	1,033	1,134	CFPS	17,535	18,992	29,810	28,951	43,934
FCF	-2,137	385	320	863	1,496	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	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

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.