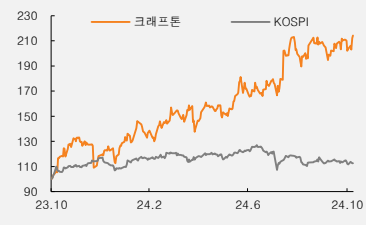


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>470,000원</b>
현재주가(24/11/7)	351,000원
상승여력	33.9%

영업이익(24F,십억원)	1,258
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,119
EPS 성장률(24F,%)	76.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.0
P/E(24F,x)	16.3
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,564.63
시가총액(십억원)	16,813
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	59.2
외국인 보유비중(%)	41.5
베타(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	172,500
52주 최고가(원)	351,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.0	36.3	103.5
상대주가	12.0	45.3	93.9



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

259960 · 게임

## 크래프톤

### PUBG는 또다시 신기록 갱신

#### 3Q24 Review: 어닝 서프라이즈

3분기 매출액 7,190억원(+60% YoY), 영업이익 3,240억원(+71% YoY)을 기록하며 컨센서스(매출액 6,470억원, 영업이익 2,540억원)를 각 11%, 28% 상회했다. 실적 호조는 트래픽 상승이 지속된 PUBG PC 매출 고성장세에 기인한다.

PC 매출액은 2,740억원(+126% YoY)으로 예상치를 32% 상회했다. 3분기 스팀 PUBG 트래픽은 전년 대비 두배 가량 상승한 것으로 추정된다. 안정적인 라이브 서비스에 성공적인 콜라보가 더해지며 유저당 매출액도 지속 증가하고 있다. 모바일 매출액은 4,250억원(+38% YoY)으로 예상치에 부합했다.

#### 다변화된 신작 출시 예정

연내 쿠키런 인도 현지화 버전을 출시할 예정이다. 11월 중순부터 사전 예약을 시작할 계획이다. 캐주얼한 게임성을 바탕으로 인도에서 신규 유저층을 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 동사는 성공적으로 서비스하고 있는 BGMI 외에도 인도에서 다양한 서드파티 퍼블리싱을 시도하고 있다.

25년에는 다양한 자체 개발작들이 출시될 예정이다. 서구권에서 큰 관심을 받고 있는 인생 시뮬레이션 게임 인조이는 얼리 액세스 출시일을 25년 3월 28일로 확정했다. 언노운월즈에서 개발 중인 수중 서바이벌 어드벤처 게임 서브노티카2는 내년 PC와 콘솔 두 플랫폼에서 얼리 액세스 예정이다. 그 외에도 다크앤다커M, 프로젝트 아크, 덩컨 투게더 등의 신작을 준비 중이다.

#### 투자 의견 '매수', 목표주가 470,000원 유지

PUBG PC 매출 고성장세를 반영해 25F 예상 실적을 상향(매출액 8%, 영업이익 15%)하나, 타겟 멀티플 하향으로 목표주가는 470,000원(25F 타겟 P/E 24배→21배)을 유지한다. 타겟 P/E 21배는 기존 IP 성장세 둔화 속 신작 출시기였던 2H22 P/E 평균이다. 25F P/E 16배에서 거래 중이다.

24년 PUBG 트래픽(Q)과 인당 결제 지표(P)의 상승으로 폭발적인 연간 매출액(+46% YoY), 영업이익(+64% YoY) 성장세를 보인 부분은 고무적이나, 트래픽 기저가 생기는 구간임을 고려하면 25년 성장세 둔화는 불가피하다. 16배 수준의 P/E 멀티플을 벗어나 리레이팅에 성공하기 위해서는 신작 성과를 증명할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,854	1,911	2,789	3,155	3,581
영업이익 (십억원)	752	768	1,258	1,363	1,616
영업이익률 (%)	40.6	40.2	45.1	43.2	45.1
순이익 (십억원)	500	595	1,038	1,052	1,241
EPS (원)	10,194	12,221	21,582	21,960	25,904
ROE (%)	10.3	11.2	17.1	14.8	15.0
P/E (배)	16.5	15.8	16.3	16.0	13.6
P/B (배)	1.6	1.7	2.6	2.2	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	539	387	450	535	666	707	719	697	1,854	1,911	2,789	3,155
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	12.8%	23.6%	82.7%	59.7%	30.4%	-1.7%	3.1%	46.0%	13.1%
PC	178	117	121	167	244	191	274	266	465	584	976	1,132
(% YoY)	68%	32%	-8%	20%	37%	63%	126%	59%	17%	26%	67%	16%
모바일	348	245	309	343	402	500	425	414	1,253	1,245	1,742	1,893
(% YoY)	-12%	-23%	9%	35%	16%	104%	38%	21%	-12%	-1%	40%	9%
콘솔	7	19	12	17	11	9	12	8	104	56	40	96
기타	5	6	8	7	8	7	8	8	32	26	31	35
영업비용	256	256	261	370	355	375	395	406	1,102	1,143	1,531	1,792
인건비	101	103	102	121	121	130	133	139	365	427	523	612
앱수수료/매출원가	47	32	60	88	86	78	101	95	207	227	360	446
지급수수료	62	71	65	62	61	76	80	81	325	259	299	320
광고선전비	5	9	18	34	12	21	30	27	130	66	91	139
주식보상비용	10	9	-20	28	42	35	14	28	-64	28	120	126
기타	31	32	36	37	32	35	36	36	139	136	139	149
영업이익	283	131	189	164	311	332	324	291	752	768	1,258	1,363
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	30.3%	9.7%	152.6%	71.4%	77.4%	15.5%	2.2%	63.9%	8.3%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	30.7%	46.6%	47.0%	45.1%	41.8%	40.5%	40.2%	45.1%	43.2%
지배주주순이익	267	129	212	-13	350	342	122	224	500	595	1,038	1,052
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	-2.5%	52.4%	48.3%	16.9%	32.1%	27.0%	31.1%	37.1%	33.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	2,653	2,930	2,789	3,155	5%	8%	2,674	2,971	4%	6%	PUBG PC 매출 상향
영업이익	1,158	1,180	1,258	1,363	9%	15%	1,119	1,213	12%	12%	
순이익	1,098	938	1,038	1,052	-6%	12%	1,052	1,063	-1%	-1%	
영업이익률	43.6%	40.3%	45.1%	43.2%	-	-	41.8%	40.8%	-	-	
순이익률	41.4%	32.0%	37.2%	33.3%	-	-	39.4%	35.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	719	646	11%	647	11%
영업이익	324	267	22%	254	28%
지배주주순이익	122	210	-42%	242	-49%

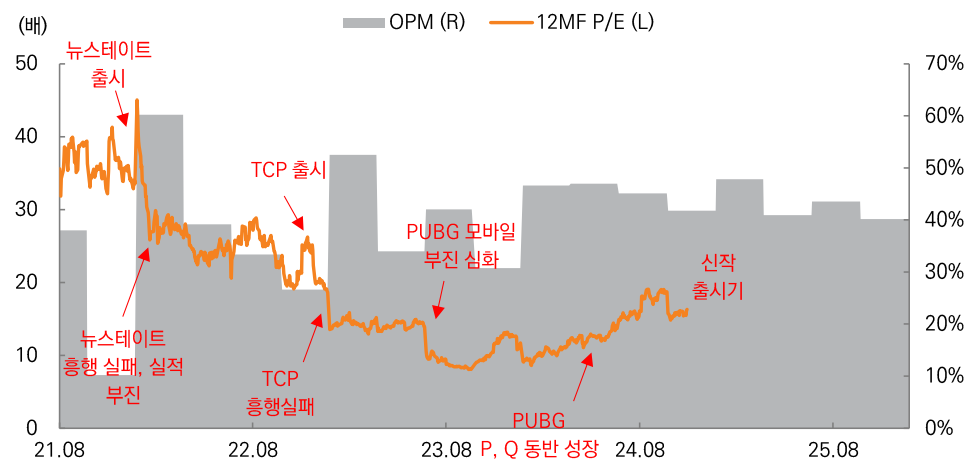
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	1,052	
Target P/E (배)	21	2H22 P/E 평균 기존 IP 성장세 둔화 속 신작 출시기
목표 시가총액 (십억원)	22,511	
주식 수 (천주)	47,900	
목표주가 (원)	470,000	
현재주가 (원)	351,000	
상승여력	33.9%	

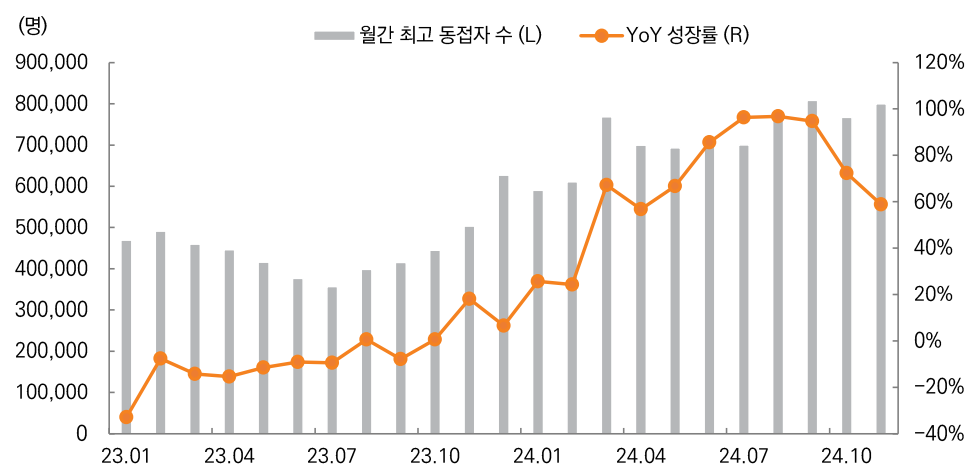
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 크래프톤 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. PUBG PC 월간 최고 동접자 수 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

## 크래프톤 (259960)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,911	2,789	3,155	3,581
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,789	3,155	3,581
판매비와관리비	1,143	1,531	1,792	1,965
조정영업이익	768	1,258	1,363	1,616
영업이익	768	1,258	1,363	1,616
비영업손익	61	160	40	38
금융손익	29	35	45	58
관계기업등 투자손익	-44	125	-6	-20
세전계속사업손익	829	1,418	1,403	1,654
계속사업법인세비용	235	383	351	414
계속사업이익	594	1,035	1,052	1,241
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	594	1,035	1,052	1,241
지배주주	595	1,038	1,052	1,241
비지배주주	-1	-3	0	0
총포괄이익	593	1,035	1,052	1,241
지배주주	594	1,037	1,054	1,243
비지배주주	-1	-2	-2	-2
EBITDA	876	1,367	1,463	1,709
FCF	628	1,159	1,091	1,268
EBITDA 마진율 (%)	45.8	49.0	46.4	47.7
영업이익률 (%)	40.2	45.1	43.2	45.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	31.1	37.2	33.3	34.7

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,964	4,816	5,832	7,015
현금 및 현금성자산	721	1,541	2,540	3,705
매출채권 및 기타채권	717	742	754	766
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	2,533	2,538	2,544
비유동자산	2,476	2,783	2,828	2,894
관계기업투자등	571	723	730	737
유형자산	257	270	250	239
무형자산	608	609	665	733
자산총계	6,440	7,599	8,660	9,910
유동부채	521	650	658	665
매입채무 및 기타채무	35	36	37	39
단기금융부채	73	73	74	75
기타유동부채	413	541	547	551
비유동부채	361	368	370	371
장기금융부채	131	215	215	215
기타비유동부채	230	153	155	156
부채총계	882	1,019	1,027	1,036
지배주주지분	5,555	6,579	7,631	8,871
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금	3,895	4,933	5,985	7,225
비지배주주지분	4	2	2	2
자본총계	5,559	6,581	7,633	8,873

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	662	1,253	1,146	1,328
당기순이익	594	1,035	1,052	1,241
비현금수익비용가감	324	456	404	448
유형자산감가상각비	77	81	75	71
무형자산상각비	31	27	25	22
기타	216	348	304	355
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	109	-5	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-148	-7	-7	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-62	0	0	0
법인세납부	-146	-383	-351	-414
투자활동으로 인한 현금흐름	-394	-247	-141	-156
유형자산처분(취득)	-34	-94	-55	-60
무형자산감소(증가)	25	-29	-80	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	20	-21	-6	-6
기타투자활동	-405	-103	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-225	-13	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	1	1
자본의 증가(감소)	23	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-248	-14	0	0
현금의 증가	46	820	998	1,165
기초현금	675	721	1,541	2,540
기말현금	721	1,541	2,540	3,705

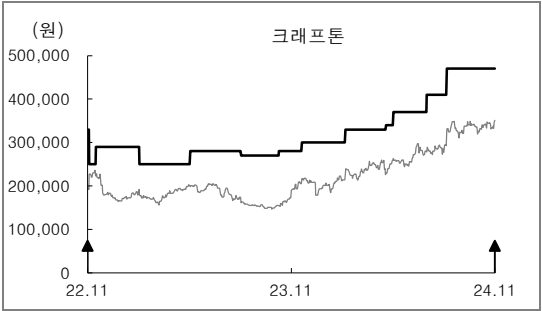
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	15.8	16.3	16.0	13.6
P/CF (x)	10.3	11.3	11.6	10.0
P/B (x)	1.7	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA (x)	10.0	9.6	8.3	6.4
EPS (원)	12,221	21,582	21,960	25,904
CFPS (원)	18,854	31,019	30,388	35,251
BPS (원)	114,849	137,345	159,305	185,209
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.1	46.0	13.1	13.5
EBITDA증가율 (%)	2.0	56.1	7.0	16.9
조정영업이익증가율 (%)	2.2	63.9	8.3	18.6
EPS증가율 (%)	19.9	76.6	1.8	18.0
매출채권 회전율 (회)	3.1	4.0	4.4	5.0
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.5	14.7	12.9	13.4
ROE (%)	11.2	17.1	14.8	15.0
ROIC (%)	41.3	72.3	81.9	93.1
부채비율 (%)	15.9	15.5	13.5	11.7
유동비율 (%)	761.4	740.4	886.8	1,055.0
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	-56.6	-62.0	-66.5
조정영업이익/금융비용 (x)	86.2	178.2	192.5	227.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크라프트톤 (259960)				
2024.08.13	매수	470,000	-	-
2024.07.08	매수	410,000	-30.65	-28.17
2024.05.09	매수	370,000	-28.34	-19.73
2024.04.26	매수	340,000	-26.91	-23.53
2024.02.13	매수	330,000	-27.89	-21.21
2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67
2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38
2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40
2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48



\* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 크라프트톤 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.