

크래프톤 (259960)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

440,000

하향

현재주가

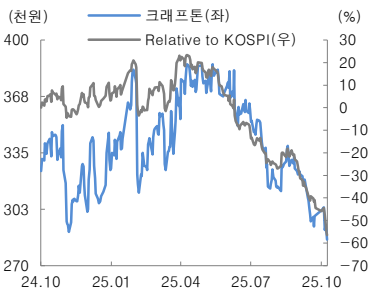
285,000

(25.10.17)

다지털엔터테인먼트

KOSPI	3748.89
시가총액	13,507십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 285,000원
120일 평균거래대금	425억원
외국인지분율	42.20%
주요주주	장병규 외 31 인 21.90% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 14.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-18.9	-25.8	-14.8
상대수익률	-18.8	-31.0	-51.1	-40.7



3Q는 양호. 당분간 모멘텀 소진

- 3Q 컨센 상회 전망. 성수기에 맞춘 펍지의 다양한 업데이트 효과 영향
- 다만, 현재 펍지는 PC, 모바일 모두 경쟁작의 영향을 받고 있는 것으로 판단
- 차기 신작은 1H26말 출시 예상. 3Q 이후 당분간 실적, 신작 모멘텀 둔화 전망

투자 의견 매수 유지, 목표주가 44만원으로 19% 하향

12MF EPS 23,992원에 Target PER 19.4배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 10% 할인

목표주가 기존대비 18.5% 하향: 1) 펍지 트래픽 감소와 신작(서브노티카 2, inZOI 정식 출시 등) 출시 일정 조정을 반영하여 12MF EPS 11% 하향, 2) 신작 모멘텀 발생 시점이 아직 이르다는 점을 반영해 멀티플을 글로벌 peer대비 10% 할인

3분기는 양호

3Q25 매출액 8,824억원(YoY 23%, QoQ 33%), 영업이익 3,714억원(YoY 14%, QoQ 51%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회 전망

1) PC 매출 3,549억원(YoY 29%, QoQ 62%) 예상. 펍지 트래픽 감소에도 불구하고, 3Q25 평균 매출 순위는 5위권 기록(vs. 2Q25 10위). 아티스트, 슈퍼카 등의 콜라보 업데이트를 통해 높은 ARPU 영향으로 판단. 2) 모바일 매출 4,784억원(YoY 12%, QoQ 12%) 예상. 글로벌 지역은 안정적인 성장 예상. 중국 역시 7~8월 슈퍼카 등의 콜라보를 통해 견조한 매출 순위를 보였으나, 9월부터 '델타포스모바일' 등의 경쟁작의 영향을 받는 것으로 판단. 마케팅비 337억원(QoQ 29%) 추정. 게임스컴 참가 및 콘텐츠 업데이트 영향으로 전분기대비 증가 예상. 3분기부터 넷튠 실적이 연결에 반영 될 것으로 예상하여, 기타 매출과 비용에 반영

3분기 실적 양호하나, 신작 출시 전까지 펍지의 현 위치는 주춤. 모멘텀 부재

3분기는 성수기 효과와 펍지의 다양한 업데이트를 통해 양호한 실적 전망. 그러나 PC의 경우, 10월부터 콘텐츠 업데이트 부재와 경쟁작('배틀필드6' 등) 출시 영향으로 트래픽이 점진적인 하락세에 있음. 11월부터 높은 ARPU의 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있으나, 트래픽 둔화를 상쇄하기엔 한계가 있을 것으로 판단. 모바일 역시 중국에서 경쟁작의 매출 순위 반등과 함께 4분기 비수기 영향까지 더해져 10월 3주간 매출 순위 하락세를 보임

동사의 핵심 IP인 펍지의 성장세가 주춤한 상황에서 차기 기대작인 '서브노티카2', '팰월드 모바일'은 중요한 신작. 그러나 2026년 글로벌 대작들의 출시 일정이 상반기에 집중되어 있는 점을 감안할 때, '서브노티카2'의 빠른 출시 가능성은 낮으며, 이르면 상반기 말 출시가 유력할 것으로 판단. '팰월드모바일'은 2026년 하반기 출시 예상. 펍지의 실적 모멘텀 둔화에 따른 주가 하락으로 현재 주가는 밸류에이션 부담이 매우 낮은 수준임에도 불구하고, 주가에 신작 기대감이 본격 반영되기까지는 다소 시간이 필요할 것으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2025	3Q25(F)				4Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	719	662	835	882	22.7	33.3	840	1,075	74.0	21.8
영업이익	324	246	361	371	14.5	51.0	359	262	21.6	-29.5
순이익	122	158	247	253	106.9	60.4	285	169	-65.7	-33.1

자료: 크래프톤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,493	4,726	5,138
영업이익	768	1,182	1,337	1,348	1,454
세전순이익	829	1,723	1,184	1,429	1,535
총당기순이익	594	1,303	896	1,086	1,166
지배지분순이익	595	1,306	897	1,089	1,170
EPS	12,221	27,162	18,717	22,730	24,416
PER	15.8	11.5	15.2	12.5	11.7
BPS	114,012	141,993	161,229	183,957	208,373
PBR	1.7	2.2	1.8	1.5	1.4
ROE	11.2	21.1	12.3	13.2	12.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 크라프트톤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,109	3,726	3,493	4,726	12.4	26.8
판매비와 관리비	1,775	2,061	2,157	3,378	21.5	63.9
영업이익	1,334	1,664	1,337	1,348	0.2	-19.0
영업이익률	42.9	44.7	38.3	28.5	-4.6	-16.2
영업외손익	-142	108	-153	81	적자유지	-24.9
세전순이익	1,192	1,772	1,184	1,429	-0.7	-19.4
지배지분순이익	903	1,351	897	1,089	-0.7	-19.4
순이익률	29.0	36.1	25.6	23.0	-3.4	-13.2
EPS(지배지분순이익)	18,845	28,192	18,717	22,730	-0.7	-19.4

자료: 크라프트톤, 대신증권 Research Center

표 1. 크라프트톤 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	1,066.2	
Target PER(x)	19.4x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균대비 10% 할인 적용
목표 시총(십억원)	20,631.3	
주식 수(천주)	47,393.0	
적정 주가(원)	435,323	
목표 주가(원)	440,000	반올림 적용
현재 주가(원)	285,000	
상승 여력	54.4%	

자료: 대신증권 Research Center

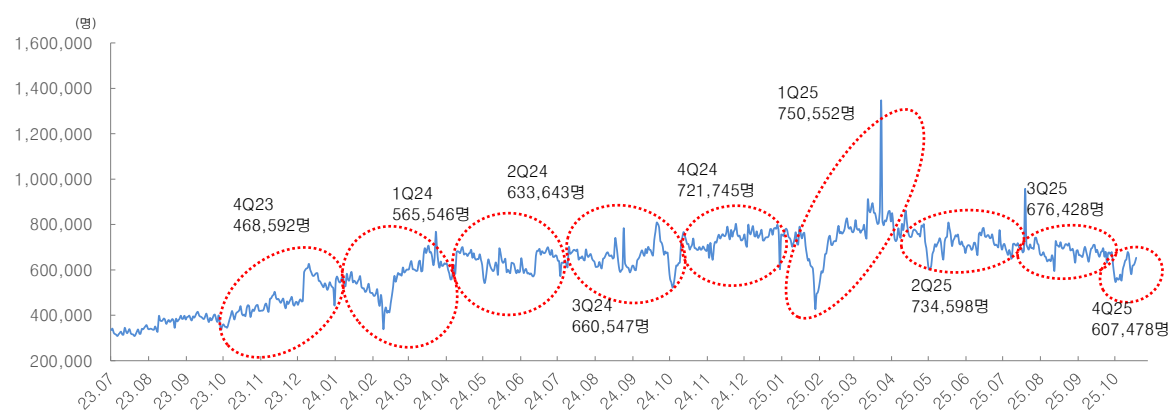
표 2. 크래프톤 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	882.4	1,074.6	2,709.8	3,493.1	4,726.0
YoY	23.6%	82.6%	59.7%	15.5%	31.3%	-6.4%	22.7%	74.0%	41.8%	28.9%	35.3%
QoQ	24.6%	6.2%	1.7%	-14.1%	41.5%	-24.3%	33.3%	21.8%			
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	354.9	267.0	941.9	1,165.0	1,270.9
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	478.4	434.4	1,689.8	1,872.8	1,998.3
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.1	10.1	44.4	43.2	40.5
기타	8.4	8.8	7.8	10.5	5.2	4.9	39.0	363.1	35.5	412.1	1,416.3
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	511.0	812.7	1,527.3	2,156.5	3,378.1
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.2	96.2	101.0	106.1	316.0	387.5	447.3
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	124.7	133.4	349.3	447.0	605.9
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	159.4	172.3	516.8	626.9	753.8
마케팅비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	33.7	38.7	101.4	121.4	120.2
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	20.2	20.4	102.3	78.5	83.7
기타비용	32.3	35.0	35.9	38.3	38.5	43.0	71.9	341.8	141.5	495.3	1,367.3
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.0	371.4	261.9	1,182.5	1,336.6	1,347.8
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	37.2%	42.1%	24.4%	43.6%	38.3%	28.5%
순이익	348.6	341.5	121.3	491.2	371.5	15.5	292.3	216.6	1,302.6	895.8	1,085.7
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	2.3%	33.1%	20.2%	48.1%	25.6%	23.0%

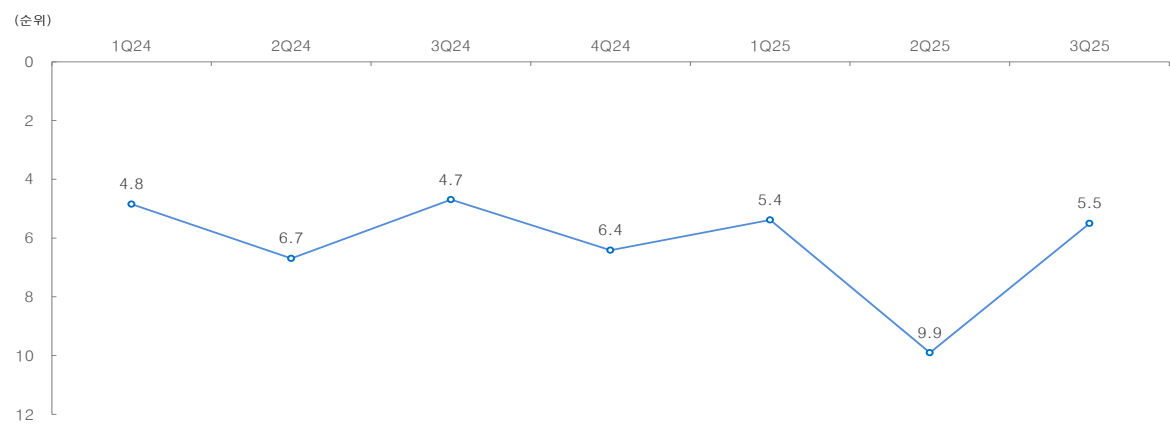
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center
주: 3Q25부터 넵튠, 4Q25부터 ADK의 연결 편입을 반영

그림 1. 펍지 PC 스팀 트래픽 추이



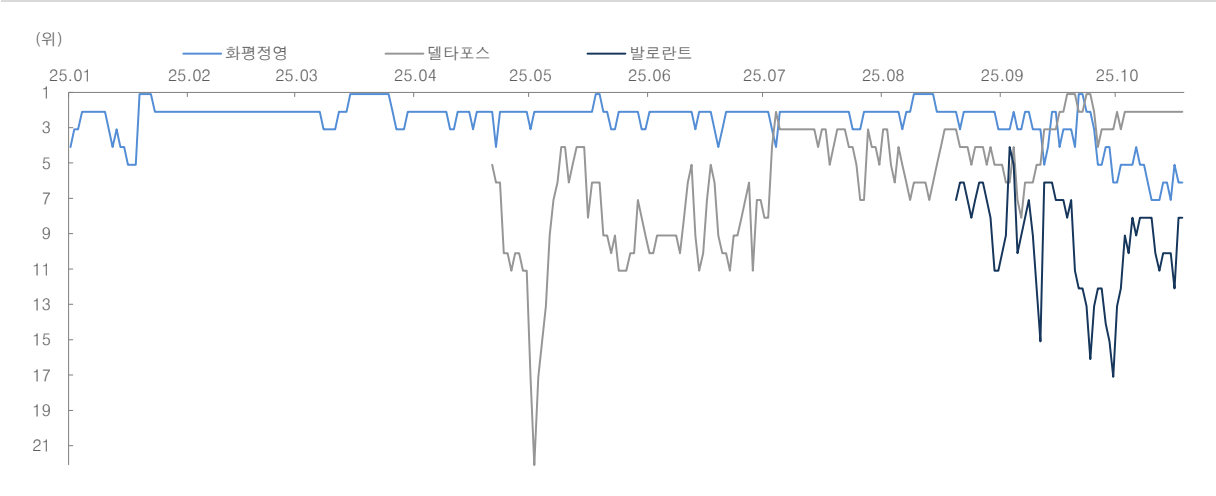
자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 2. 펍지 스팀 분기 평균 매출 순위



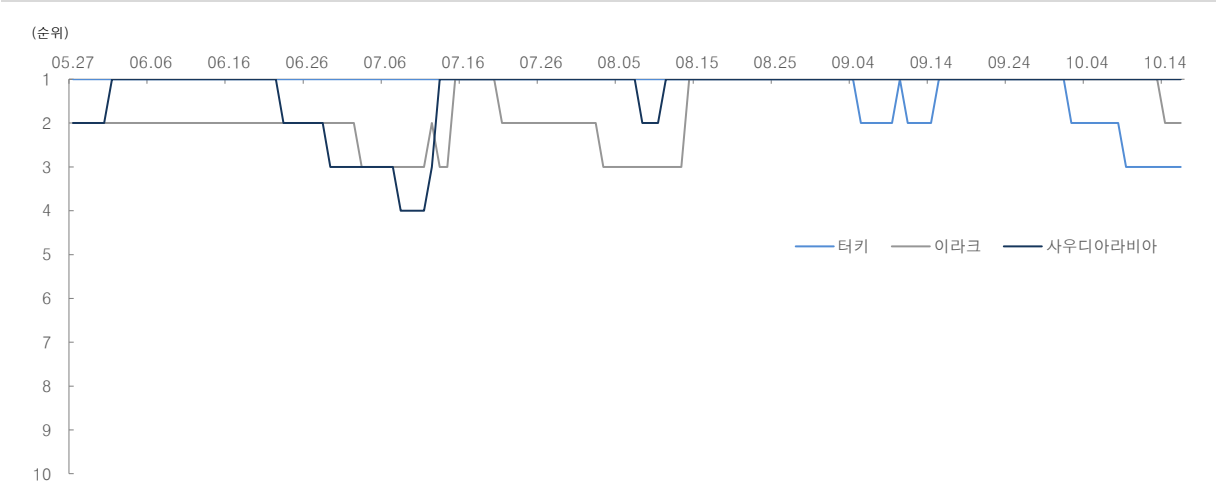
자료: 크래프톤, steamdb, 대신증권 Research Center

그림 3. 모바일_중국 주요 FPS 장르 게임 매출 순위 (앱스토어 기준)



자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

그림 4. 모바일_글로벌 펍지 모바일, 주요 지역 매출 순위 (구글플레이 기준)



자료: Appannie, 대신증권 Research Center

표 3. 2026 크래프톤 주요 신작 라인업

게임명	출시 일정	장르	플랫폼	개발사	내용
펍지 블라인드 스팟	2026	PvP 슈팅, 액션	PC	펍지스튜디오	- 2024 지스타 출품
서브노티카2	2026	해양 생존 게임	PC, 콘솔	언노운월즈	- 엑스박스 게임패스 입점
팔월드모바일	2026	서바이벌크래프트	모바일	크래프톤	

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 4. 서브노티카 시리즈 판매 정보

게임	출시일	패키지 판매량	가격	비고
서브노티카	2018.01.23	- 출시 2년차 전 플랫폼에서 523만장 이상 판매량 기록 (무료 판매 이벤트 제외) - 스팀: 2024년 기준 누적 판매량 600만장 - 에픽게임즈: 2019년 2주 무료 행사에서 450만 회 다운로드	USD 29.99	- 싱글플레이 - 오프라인 - 플레이타임 약 30시간
서브노티카: 빌로우 제로	2021.05.14		USD 29.99	- 싱글플레이 - 오프라인 - 플레이타임 약 20시간

자료: 언론, 언노운월즈, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

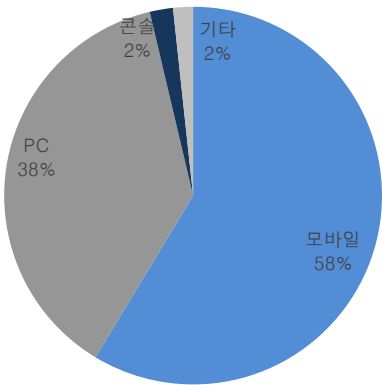
- 크래프톤 대표이사는 김창한
- 2024년 기준 주식 소유 현황은 장병규 14.75%, 이미지 프레임 인베스트먼트 13.73%, 국민연금공단 6.22% 등 보유
- 2007년 설립한 글로벌 게임회사로, 게임의 개발 및 퍼블리싱을 주사업으로 영위. 크래프톤 본사 산하 총 6개 독립 개발 스튜디오
- 주요 게임: 배틀그라운드

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

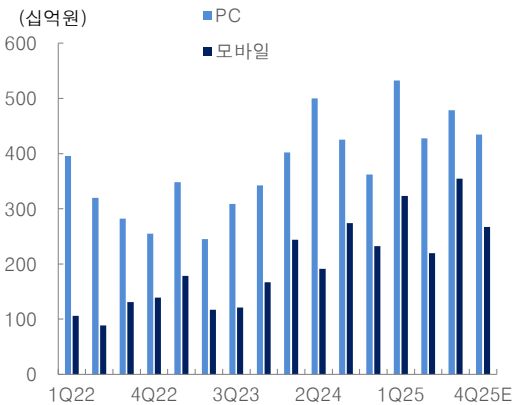
2024년 기준 매출 비중



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

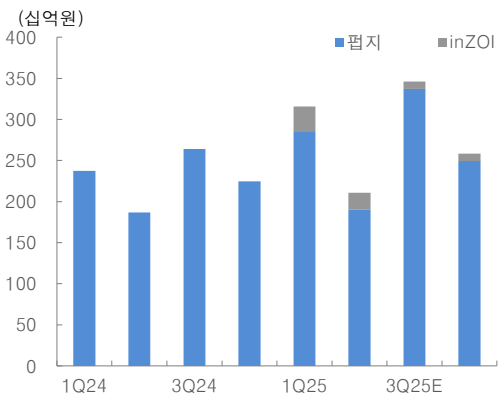
Earnings Driver

모바일/PC 게임 매출 추이 및 전망



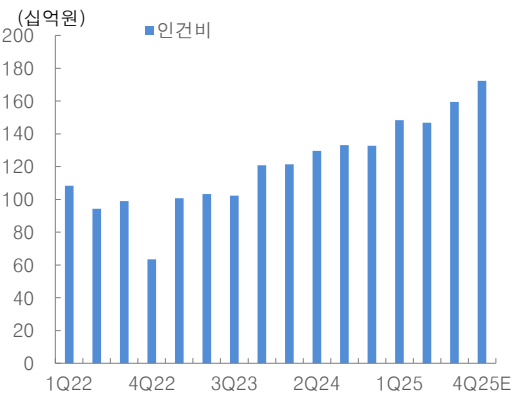
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

PC 매출 추정



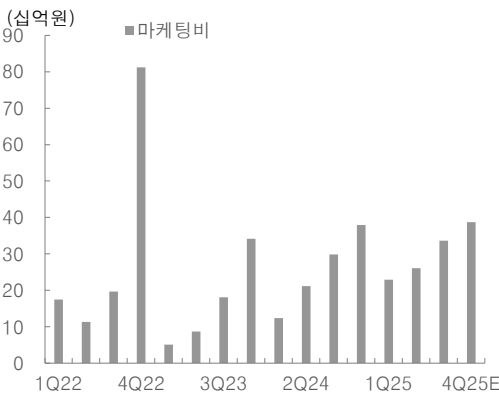
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,493	4,726	5,138
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,493	4,726	5,138
판매비와관리비	1,143	1,527	2,157	3,378	3,684
영업이익	768	1,182	1,337	1,348	1,454
영업외수익	402	436	383	285	283
EBITDA	876	1,289	1,416	1,416	1,513
영업외손익	61	540	-153	81	81
관계기업손익	-44	-48	0	0	0
금융수익	38	33	23	23	23
외환평가이익	71	158	158	158	158
금융비용	-9	-9	-9	-8	-8
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	76	565	-166	65	65
법인세비용차감전순이익	829	1,723	1,184	1,429	1,535
법인세비용	-235	-420	-288	-343	-368
계속사업순이익	594	1,303	896	1,086	1,166
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	896	1,086	1,166
당기순이익률	31.1	48.1	25.6	23.0	22.7
비자비자분포괄이익	-1	-3	-1	-3	-3
자비자분포괄이익	595	1,306	897	1,089	1,170
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	7	7	7	7
포괄순이익	593	1,376	969	1,159	1,240
비자비자분포괄이익	-1	-4	-1	-3	-4
자비자분포괄이익	594	1,380	970	1,163	1,243

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,221	27,162	18,717	22,730	24,416
PER	15.8	11.5	18.1	14.9	13.9
BPS	114,012	141,993	161,229	183,957	208,373
PBR	1.7	2.2	1.8	1.5	1.4
EBITDAPS	17,982	26,805	29,552	29,547	31,575
EV/EBITDA	7.4	8.8	6.8	6.7	6.3
SPS	39,217	56,353	72,909	98,641	107,246
PSR	4.9	5.5	3.9	2.9	2.7
CFPS	18,854	29,699	16,860	21,734	23,762
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	3.1	41.8	28.9	35.3	8.7
영업이익 증가율	2.2	54.0	13.0	0.8	7.9
순이익 증가율	18.8	119.3	-31.2	21.2	7.4
수익성					
ROIC	37.4	60.7	60.8	51.6	49.2
ROA	12.3	16.5	16.0	14.4	13.9
ROE	11.2	21.1	12.3	13.2	12.4
안정성					
부채비율	15.9	16.0	14.1	12.4	10.9
순차입금비율	-52.2	-53.3	-51.0	-45.8	-39.8
이자보상비율	86.2	125.0	0.0	0.0	0.0

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964	5,004	5,596	6,148	6,237
현금및현금성자산	721	582	883	976	912
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,309	1,767	1,920
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,405	3,405	3,405	3,405
비유동자산	2,476	2,915	3,220	3,758	4,839
유형자산	257	240	200	169	147
관계기업투자지급	571	722	929	1,137	1,344
기타비유동자산	1,648	1,953	2,091	2,452	3,348
자산총계	6,440	7,919	8,816	9,906	11,076
유동부채	521	785	785	785	785
매입채무 및 기타채무	224	238	238	238	239
차입금	7	7	7	7	7
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	290	539	539	539	539
비유동부채	361	306	306	306	306
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	361	306	306	306	306
부채총계	882	1,090	1,090	1,090	1,091
자비자분	5,554	6,828	7,725	8,814	9,983
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	3,895	5,081	5,978	7,067	8,237
기타자본변동	183	264	264	264	264
비자비자분	4	1	1	2	2
자본총계	5,559	6,829	7,726	8,815	9,985
순차입금	-2,904	-3,642	-3,942	-4,036	-3,972

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662	908	179	190	567
당기순이익	594	1,303	896	1,086	1,166
비현금항목의 가감	324	126	-88	-44	-28
감가상각비	108	106	79	68	59
외환손익	-8	-96	-123	-123	-123
자본법정이익	44	48	0	0	0
기타	180	67	-44	11	37
자산부채의 증감	-139	-276	-341	-508	-203
기타현금흐름	-117	-244	-288	-343	-368
투자활동 현금흐름	-394	-832	-455	-676	-1,210
투자자산	-48	-666	-365	-586	-1,120
유형자산	-34	-20	-20	-20	-20
기타	-312	-146	-70	-70	-70
재무활동 현금흐름	-225	-259	-65	-65	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	19	6	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-244	-265	-65	-65	-65
현금의 증감	46	-139	301	93	-64
기초 현금	675	721	582	883	976
기말 현금	721	582	883	976	912
NOPLAT	551	894	1,012	1,024	1,105
FCF	649	974	1,071	1,072	1,144

[Compliance Notice]

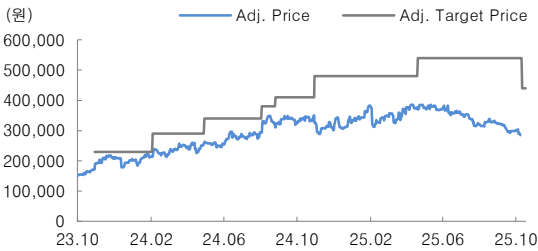
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

크래프톤(259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.20	25.04.29	24.11.08	24.09.04	24.08.12	24.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	440,000	540,000	480,000	410,000	380,000	340,000
과다율(평균%)		(36.58)	(29.58)	(17.95)	(12.25)	(19.93)
과다율(최대/최소%)		(28.52)	(19.58)	(14.39)	(8.16)	(12.65)
제시일자	24.02.12	23.11.07				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	290,000	230,000				
과다율(평균%)	(17.79)	(11.00)				
과다율(최대/최소%)	(10.34)	(3.04)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251015)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상