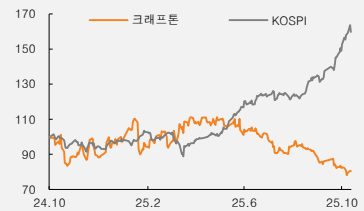


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 380,000원
현재주가(25/11/4)	279,000원
상승여력	36.2%

영업이익(25F,십억원)	1,272
Consensus 영업이익(25F,십억원)	1,358
EPS 성장률(25F,%)	-27.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	14.1
MKT P/E(25F,x)	15.0
KOSPI	4,121.74
시가총액(십억원)	13,223
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	57.8
외국인 보유비중(%)	42.3
베타(12M) 일간수익률	-0.05
52주 최저가(원)	271,000
52주 최고가(원)	386,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.7	-27.5	-17.3
상대주가	-19.7	-55.0	-48.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

259960 · 게임

크래프톤

잠시 쉬어가는 시기

3Q25 Review: 견조했던 PUBG

매출액은 8,710억원(+21% YoY)으로 컨센서스를 3% 상회, 영업이익은 3,490억원(+7% YoY)으로 컨센서스를 5% 하회했다. 지배주주순이익은 3,680억원으로 컨센서스(2,900억원)를 큰 폭으로 상회했는데 이는 3분기 환율 효과에 따른 영업외손익 증가에 기인한다.

PC 매출액은 3,540억원(+29% YoY)으로 예상치를 14% 상회했고 모바일 매출액은 4,880억원(+15% YoY)으로 예상치를 7% 상회했다. PC, 모바일 매출 호조는 아이돌 및 슈퍼카 콜라보 업데이트 효과에 기인한다. 영업비용은 5,220억원(+32% YoY)으로 예상치를 15% 상회했다. 언노운월즈 관련 소송 비용이 반영되기 시작했다.

PUBG는 견조하나 성장성 둔화는 불가피

PUBG는 이번 분기에도 견조한 모습을 보이며 20% 이상의 탑라인 성장률을 견인했다. PUBG PC MAU는 YoY 9%, PU는 YoY 21% 증가하였다. 23년 이후 PUBG 모바일 PU는 연평균 17%, BGMI PU는 연평균 61% 성장하고 있다.

26년 매출액 4조 7,380억원(+37% YoY), 영업이익 1조 2,470억원(-2% YoY)을 예상한다. 넷툰, ADK의 연결편입 효과 제거 시 탑라인 성장률은 3%에 그칠 전망이다. 넷툰, ADK는 유의미한 규모의 이익 기여를 기대하긴 어려우며 수익성 악화는 불가피하다. 영업이익률은 25년 36.8%에서 26년 26.3%로 감소할 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 380,000원으로 하향

ADK 연결 편입을 반영한 26F 실적 조정 및 타겟 멀티플 하향(타겟 P/E 21배→18배)으로 목표주가를 450,000원에서 380,000원으로 16% 하향한다. 타겟 P/E 18배는 단일 IP 리스크 부각 속 성장세 둔화가 나타난 1H23 평균 P/E다. 25F P/E 14.1배, 26F P/E 13.4배에서 거래 중이다.

차기 대형 신작의 출시 가시화 전까지 주가 모멘텀의 부재가 길어질 전망이다. 단일 IP에 대한 의존도가 높은 상황 속에서는 유의미한 리레이팅이 이어지기 어렵다. 델타포스, 배틀필드6 흥행 등 경쟁 환경이 심화되고 있는 가운데 PUBG 성장의 지속 가능성에 대한 우려가 커지고 있다. PUBG 외 신성장동력이 절실한 상황이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,911	2,710	3,452	4,738	5,059
영업이익 (십억원)	768	1,182	1,272	1,247	1,314
영업이익률 (%)	40.2	43.6	36.8	26.3	26.0
순이익 (십억원)	595	1,306	942	990	1,038
EPS (원)	12,221	27,162	19,795	20,880	21,892
ROE (%)	11.2	21.1	13.1	12.3	11.5
P/E (배)	15.8	11.5	14.1	13.4	12.7
P/B (배)	1.7	2.2	1.7	1.5	1.3
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)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	666	707	719	618	874	662	871	1,045	1,911	2,710	3,452	4,738
(% YoY)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	-6.4%	21.0%	69.2%	3.1%	41.8%	27.4%	37.3%
PC	244	191	274	233	324	220	354	286	584	942	1,183	1,227
(% YoY)	37%	63%	126%	39%	33%	15%	29%	23%	26%	61%	26%	4%
모바일	402	500	425	362	532	428	488	410	1,245	1,690	1,859	2,023
(% YoY)	16%	104%	38%	6%	32%	-14%	15%	13%	-1%	36%	10%	9%
콘솔	11	9	12	12	13	10	10	10	56	44	43	118
기타	8	7	8	10	5	5	18	338	26	34	366	1,369
영업비용	355	375	395	402	417	416	522	825	1,143	1,527	2,180	3,491
인건비	121	130	133	133	148	147	155	159	427	517	609	711
앱수수료/매출원가	86	78	101	85	105	84	129	110	227	349	428	498
지급수수료	61	76	80	98	84	96	142	137	259	316	459	549
광고선전비	12	21	30	38	23	26	43	40	66	101	132	177
주식보상비용	42	35	14	11	18	20	5	10	28	102	53	63
기타	32	35	36	38	39	43	48	369	136	141	498	1,493
영업이익	311	332	324	215	457	246	349	220	768	1,182	1,272	1,247
(% YoY)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-25.9%	7.5%	2.0%	2.2%	54.0%	7.6%	-1.9%
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	37.2%	40.0%	21.0%	40.2%	43.6%	36.8%	26.3%
지배주주순이익	350	342	122	492	372	15	368	187	595	1,306	942	990
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	2.3%	42.4%	17.9%	31.1%	48.1%	27.3%	20.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,987	3,259	3,452	4,738	16%	45%	3,207	3,819	8%	24%	ADK 연결 편입 반영
영업이익	1,238	1,269	1,272	1,247	3%	-2%	1,358	1,516	-6%	-18%	
순이익	834	997	942	990	13%	-1%	942	1,220	0%	-19%	
영업이익률	41.4%	38.9%	36.8%	26.3%	-	-	42.4%	39.7%	-	-	
순이익률	27.9%	30.6%	27.3%	20.9%	-	-	29.4%	32.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	871	783	11%	847	3%
영업이익	349	327	7%	367	-5%
지배주주순이익	368	268	37%	290	27%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	990	
Target P/E (배)	18	1H23 P/E 평균. 단일 IP 리스크 부각 속 성장성 정체기
목표 시가총액 (십억원)	18,010	
주식 수 (천주)	47,394	
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	279,000	
상승여력	36.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,710	3,452	4,738	5,059
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,710	3,452	4,738	5,059
판매비와관리비	1,527	2,180	3,491	3,746
조정영업이익	1,182	1,272	1,247	1,314
영업이익	1,182	1,272	1,247	1,314
비영업손익	541	-13	72	69
금융손익	23	23	23	33
관계기업등 투자손익	-48	-35	49	37
세전계속사업손익	1,723	1,259	1,319	1,383
계속사업법인세비용	420	316	330	346
계속사업이익	1,303	944	990	1,038
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,303	944	990	1,038
지배주주	1,306	942	990	1,038
비지배주주	-3	2	0	0
총포괄이익	1,376	944	990	1,038
지배주주	1,380	946	992	1,040
비지배주주	-4	-2	-3	-3
EBITDA	1,289	1,472	1,394	1,449
FCF	888	708	1,065	1,102
EBITDA 마진율 (%)	47.6	42.6	29.4	28.6
영업이익률 (%)	43.6	36.8	26.3	26.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	48.2	27.3	20.9	20.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	908	1,116	1,125	1,167
당기순이익	1,303	944	990	1,038
비현금수익비용가감	126	493	453	448
유형자산감가상각비	85	157	106	98
무형자산상각비	22	44	40	37
기타	19	292	307	313
영업활동으로인한자산및부채의변동	-276	-28	-11	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-227	52	-10	-10
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-263	-316	-330	-346
투자활동으로 인한 현금흐름	-832	-1,367	-90	-105
유형자산처분(취득)	-20	-408	-60	-65
무형자산감소(증가)	-6	-317	-25	-35
장단기금융자산의 감소(증가)	-65	71	-5	-5
기타투자활동	-741	-713	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-259	-58	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-6	91	1	1
자본의 증가(감소)	6	-2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타채무활동	-259	-147	0	0
현금의 증가	-139	358	1,028	1,054
기초현금	721	582	940	1,968
기말현금	582	940	1,968	3,022

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

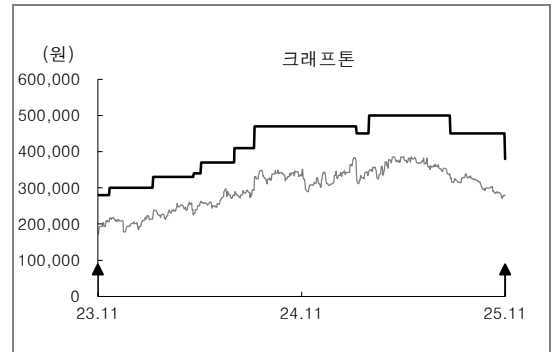
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,004	4,516	5,567	6,641
현금 및 현금성자산	582	940	1,968	3,022
매출채권 및 기타채권	1,017	971	987	998
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	3,405	2,605	2,612	2,621
비유동자산	2,915	4,199	4,147	4,121
관계기업투자등	722	796	804	812
유형자산	240	491	444	411
무형자산	656	930	914	912
자산총계	7,919	8,715	9,714	10,762
유동부채	785	757	765	773
매입채무 및 기타채무	37	39	40	41
단기금융부채	78	107	108	108
기타유동부채	670	611	617	624
비유동부채	306	404	406	407
장기금융부채	120	263	263	263
기타비유동부채	186	141	143	144
부채총계	1,090	1,161	1,171	1,180
지배주주지분	6,828	7,551	8,541	9,578
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,476	1,476	1,476
이익잉여금	5,081	6,024	7,013	8,051
비지배주주지분	1	3	3	3
자본총계	6,829	7,554	8,544	9,581

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.5	14.1	13.4	12.7
P/CF (x)	10.5	9.2	9.2	8.9
P/B (x)	2.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	11.2	6.9	6.6	5.6
EPS (원)	27,162	19,795	20,880	21,892
CFPS (원)	29,699	30,194	30,436	31,346
BPS (원)	144,190	164,114	184,994	206,886
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 (%)	41.8	27.4	37.3	6.8
EBITDA증가율 (%)	47.1	14.2	-5.3	3.9
조정영업이익증가율 (%)	54.0	7.6	-1.9	5.3
EPS증가율 (%)	122.3	-27.1	5.5	4.8
매출채권 회전율 (회)	3.2	3.5	4.9	5.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	18.1	11.3	10.7	10.1
ROE (%)	21.1	13.1	12.3	11.5
ROIC (%)	64.6	44.1	34.0	36.3
부채비율 (%)	16.0	15.4	13.7	12.3
유동비율 (%)	637.6	596.4	727.5	858.6
순차입금/자기자본 (%)	-7.5	-40.4	-47.8	-53.7
조정영업이익/금융비용 (x)	125.0	116.9	97.5	102.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)				
2025.11.05	매수	380,000	-	-
2025.07.30	매수	450,000	-31.17	-24.67
2025.03.06	매수	500,000	-27.47	-22.80
2025.02.12	매수	450,000	-26.63	-23.56
2024.08.13	매수	470,000	-29.55	-18.51
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



* 과리율 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 크래프톤 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.