

인터넷게임

크래프톤 259960

시장 우려는 과도. 성장 동력 증명은 과제

Jan 23 2026

BUY

유지

4Q25 preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

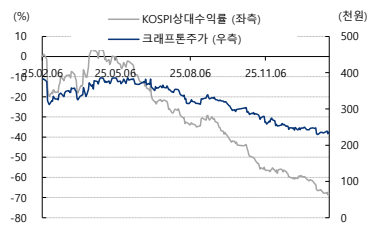
TP 346,000 원

하향

Company Data

현재가(01/22)	236,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	386,000 원
52 주 최저가(보통주)	229,500 원
KOSPI (01/22)	4,952.53p
KOSDAQ (01/22)	970.35p
자본금	49 억원
시가총액	112,110 억원
발행주식수(보통주)	4,740 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.2 만주
평균거래대금(60 일)	219 억원
외국인지분(보통주)	42.65%
주요주주	
장병규 외 32 인	21.89%
IMAGE FRAME INVESTMENT	14.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	-32.9	-29.8
상대주가	-20.6	-57.1	-63.9

4Q25 매출은 9,491억원(YoY +53.7%, QoQ +9.0%, ADK 연결 편입 반영), 영업이익은 983억원(YoY -54.4%, QoQ -71.8%)로 영업이익 기준 컨센서스(매출 9,021억원, 이익 1,580억원) 하회 예상. PC 매출은 슈퍼카(포르쉐) 콜라보레이션 업데이트 효과로 2,968억원(YoY +27.6%) 추정. 모바일 매출은 중국 지역 콘텐츠 공급 조절로 3,569억원(YoY -1.5%) 기록. ADK 매출은 2,700억원 반영 추정.

영업비용 중 인건비는 복지근로기금 조성에 따른 비용(약 800억원 추정) 일시 인식으로 2,459억원(YoY +85.4%), 마케팅비는 지스타 이벤트 및 인도 지역 마케팅 집행, 넷툰 모바일 게임 마케팅비 인식으로 497억원(YoY +31.3%) 기록 전망. 지급수수료는 PC 및 모바일 e스포츠 대회 동시 개최, PUBG 2.0 관련 외주 개발비와 Unknown Worlds 소송 관련 비용 반영으로 1,562억원(YoY +59.6%)로 증가 추정. ADK 비용은 2,600억원 반영 추정.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 346,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지하나, 목표주가 346,000원으로 -21.4% 하향조정(종전 440,000원). 목표주가 하향조정은 4Q25 모바일 시장 PUBG IP 매출 추정치 변화에 따라 2026년 지배순이익 추정치를 1.09조원으로 -8.4% 하향(종전 1.19조원)하고, 국내 게임 섹터 주가 하락을 반영해 target PER을 글로벌 peer 대비 30% 할인한 15배(종전 17.5배)를 적용함에 따름. 그러나 현 주가 수준은 PUBG IP에 대한 과도한 본원적 우려가 반영된 것으로 판단.

[도표 2]에서 확인할 수 있듯, 4Q25 이슈가 되었던 PC 슈팅 게임 신규 경쟁작들의 트래픽이 감소, PUBG의 PC 트래픽은 견조하게 나타남에 따라 우려는 감소. [도표 3]에서와 같이 중화권 모바일게임 시장에서도 4Q25에는 콘텐츠 공급 조절로 순위 하락이 나타났으나 1Q26 들어서는 최상위권을 회복해 PUBG IP 자체에 대한 시장 우려는 과도.

한편 2026년은 PUBG 내 배틀 로얄 외 새로운 게임성이 추가되는 해. 1) UGC 모드가 상시 서비스로 전환되고, 1H26에는 2) Starbreeze Studios와의 협업 하 PAYDAY 모드를 통해 하이스팅 경험이 PUBG 게임 플레이에 접목되며, 3) CPC(협업 가능 캐릭터)인 PUBG Ally 적용으로 AI와 협동 플레이가 가능해질 것. PUBG IP 의존도에 대한 우려를 불식시키기 위해서는 상기 변화에 따른 PUBG 트래픽 제고와 신규 IP(서브노티카2, 팰월드 모바일) 런칭 성과 및 구체화된 27년 라인업 출시 타임라인이 필요한 상황으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,911	2,710	3,356	4,377	4,842
YoY(%)	3.1	41.8	23.8	30.4	10.6
영업이익(십억원)	768	1,182	1,150	1,295	1,531
OP 마진(%)	40.2	43.6	34.3	29.6	31.6
순이익(십억원)	594	1,303	890	1,093	1,270
EPS(원)	12,221	27,162	18,574	22,817	26,515
YoY(%)	19.9	122.3	-31.6	22.8	16.2
PER(배)	15.8	11.5	13.2	10.1	8.7
PCR(배)	10.3	10.5	20.3	16.1	13.8
PBR(배)	1.7	2.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	7.3	8.7	6.1	4.6	3.4
ROE(%)	11.2	21.1	12.2	13.2	13.4



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

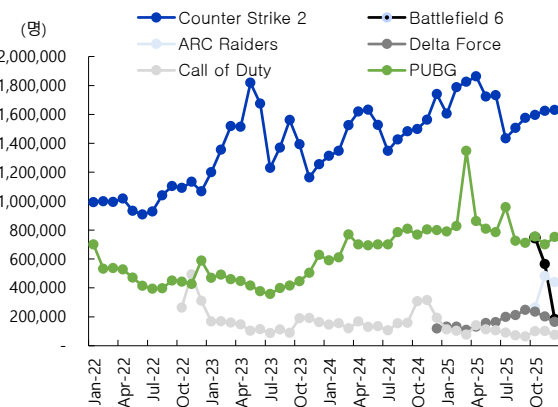
[도표 1] 크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	870.6	949.1	1,854.0	1,910.6	2,709.8	3,356.0	4,376.6
성장률(YoY %)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	-6.4%	21.0%	53.7%	-1.7%	3.1%	41.8%	23.8%	30.4%
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	353.9	296.8	465.0	583.9	941.9	1,194.0	1,340.7
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	488.5	356.9	1,252.8	1,244.8	1,689.8	1,805.4	1,808.5
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.2	10.5	133.9	55.7	44.3	43.6	86.5
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	18.0	284.8	32.2	26.2	33.7	313.0	1,140.9
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	522.0	850.8	1,102.4	1,142.5	1,527.3	2,205.8	3,081.4
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	155.5	245.9	364.8	427.3	516.8	696.6	658.0
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	5.4	5.4	63.6	27.6	102.4	48.7	22.2
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	141.6	156.2	325.3	258.9	316.1	478.2	576.2
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	128.6	95.1	207.1	226.8	349.3	412.6	431.3
마케팅비용	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	43.3	49.7	129.7	66.1	101.4	142.0	183.9
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	43.0	47.7	298.5	139.1	135.9	141.3	427.6	1,209.8
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	348.6	98.3	751.6	768.0	1,182.5	1,150.2	1,295.1
성장률(YoY %)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-25.9%	7.5%	-54.4%	15.5%	2.2%	54.0%	-2.7%	12.6%
OPM(%)	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	37.2%	40.0%	10.4%	40.5%	40.2%	43.6%	34.3%	29.6%
순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	15.5	369.5	133.4	500.2	594.1	1,302.6	889.8	1,093.2
NPM(%)	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	2.3%	42.4%	14.1%	27.0%	31.1%	48.1%	26.5%	25.0%

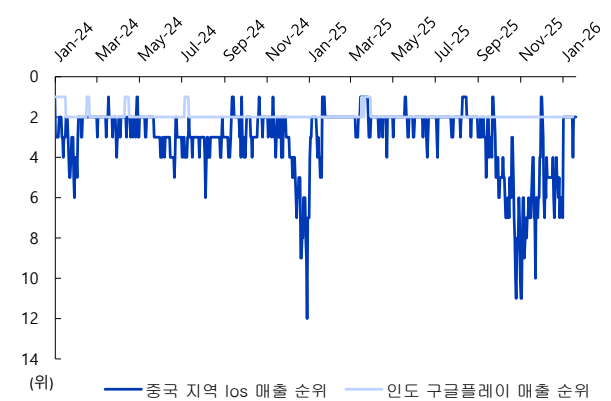
자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터. 주: 3Q25부터 넷톤 연결 편입 반영, 4Q25부터 ADK 연결 편입 반영한 추정치.

[도표 2] 주요 슈팅 게임 월별 Steam 최고 동시접속자수 추이



자료: SteamDB, 교보증권 리서치센터

[도표 3] PUBG IP 기반 모바일게임 매출 순위 추이(중국, 인도)



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[도표 4] PUBG PC/콘솔 트래픽 기반 성장 지속 및 PUBG 2.0 전환 준비



자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 크래프톤 Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	1,093	
target PER	15.0	글로벌 Peer 게임사 PER 평균 30% 할인
적정시가총액	16,398	
발행주식수	47,404	
적정주가	345,919	
목표주가	346,000	
현재주가	236,500	
상승여력	46.3%	

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

[크래프톤 259960]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,356	4,377	4,842
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,356	4,377	4,842
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,143	1,527	2,206	3,081	3,311
영업이익	768	1,182	1,150	1,295	1,531
영업이익률 (%)	40.2	43.6	34.3	29.6	31.6
EBITDA	876	1,289	1,231	1,357	1,580
EBITDA Margin (%)	45.9	47.6	36.7	31.0	32.6
영업외손익	61	540	35	162	162
관계기업손익	-44	-48	0	0	0
금융수익	38	33	27	27	27
금융비용	-9	-9	-10	-10	-10
기타	76	565	18	146	146
법인세비용차감전순이익	829	1,723	1,185	1,458	1,694
법인세비용	235	420	295	364	423
계속사업순이익	594	1,303	890	1,093	1,270
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	890	1,093	1,270
당기순이익률 (%)	31.1	48.1	26.5	25.0	26.2
비지배자분순이익	-1	-3	0	0	0
지배자분순이익	595	1,306	890	1,093	1,270
지배순이익률 (%)	31.2	48.2	26.5	25.0	26.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	73	108	108	108
포괄순이익	593	1,376	998	1,202	1,379
비지배자분포괄이익	-1	-4	0	0	0
지배자분포괄이익	594	1,380	998	1,202	1,379

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662	908	348	394	764
당기순이익	594	1,303	890	1,093	1,270
비현금항목의 가감	324	126	1	30	38
감가상각비	77	85	61	44	32
외환손익	-8	-96	0	0	0
자본법평가손익	43	48	0	0	0
기타	213	89	-60	-15	6
자산부채의 증감	-139	-276	-290	-429	-223
기타현금흐름	-117	-244	-253	-299	-321
투자활동 현금흐름	-394	-832	-281	-281	-281
투자자산	-46	-665	-207	-207	-207
유형자산	-34	-20	0	0	0
기타	-313	-146	-74	-74	-74
재무활동 현금흐름	-225	-259	-59	-59	-59
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-225	-259	-59	-59	-59
현금의 증감	46	-139	457	529	881
기초 현금	675	721	582	1,039	1,568
기말 현금	721	582	1,039	1,568	2,449
NOPLAT	551	894	864	971	1,149
FCF	485	704	654	604	974

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964	5,004	5,697	6,602	7,654
현금및현금성자산	721	582	1,039	1,568	2,449
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,254	1,631	1,802
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,405	3,404	3,404	3,403
비유동자산	2,476	2,915	3,095	3,304	3,557
유형자산	257	240	178	134	102
관계기업투자금	571	722	977	1,232	1,488
기타금융자산	347	426	426	426	426
기타비유동자산	1,301	1,527	1,513	1,511	1,541
자산총계	6,440	7,919	8,792	9,906	11,211
유동부채	521	785	763	770	777
매입채무 및 기타채무	224	238	238	238	239
차입금	7	7	7	7	7
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	290	539	518	524	531
비유동부채	361	306	310	324	351
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	361	306	310	324	351
부채총계	882	1,090	1,073	1,093	1,128
지배자분	5,554	6,828	7,718	8,811	10,081
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	3,895	5,081	5,971	7,065	8,335
기타자본변동	97	105	105	105	105
비지배자분	4	1	1	2	2
자본총계	5,559	6,829	7,719	8,813	10,083
총차입금	222	188	178	168	160

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

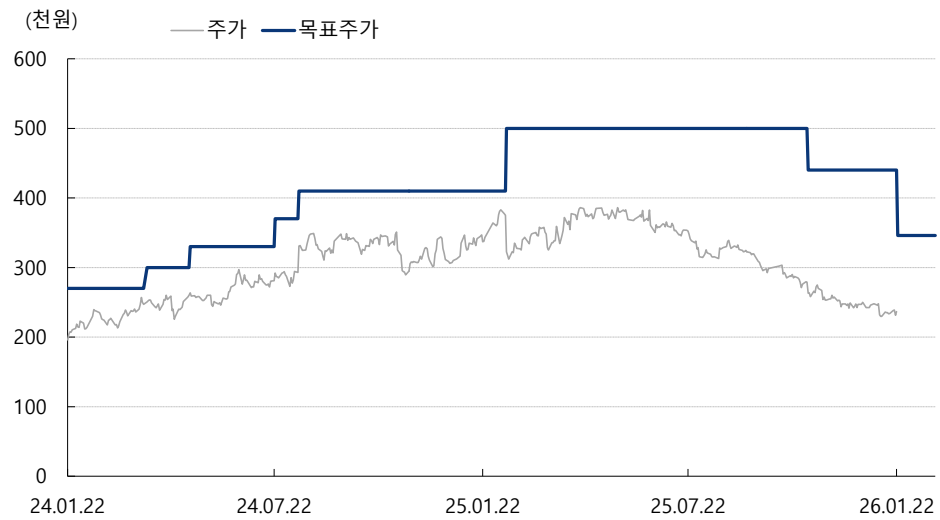
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,221	27,162	18,574	22,817	26,515
PER	15.8	11.5	13.2	10.1	8.7
BPS	114,849	142,524	161,085	183,902	210,418
PBR	1.7	2.2	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	17,982	26,805	25,687	28,328	32,975
EV/EBITDA	7.3	8.7	6.1	4.6	3.4
SPS	39,217	56,353	70,046	91,348	101,071
PSR	4.9	5.5	3.5	2.5	2.3
CFPS	9,952	14,637	13,651	12,609	20,325
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	3.1	41.8	23.8	30.4	10.6
영업이익 증가율	2.2	54.0	-2.7	12.6	18.2
순이익 증가율	18.8	119.3	-31.7	22.8	16.2
수익성					
ROIC	43.2	71.2	61.8	59.5	62.0
ROA	9.5	18.2	10.7	11.7	12.0
ROE	11.2	21.1	12.2	13.2	13.4
안정성					
부채비율	15.9	16.0	13.9	12.4	11.2
순차입금비율	3.4	2.4	2.0	1.7	1.4
이자보상배율	86.2	125.0	121.6	136.9	161.9

크래프톤 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.10	매수	250,000	(28.30)	(21.65)	2024.10.17	매수	410,000	(20.36)	(16.81)
2023.07.14	매수	250,000	(41.64)	(28.47)	2024.11.08	매수	410,000	(29.11)	(16.81)
2023.08.10	매수	250,000	(62.01)	(53.28)	2025.01.16	매수	410,000	(14.71)	(7.05)
2023.10.18	매수	250,000	(52.73)	(44.18)	2025.02.12	매수	500,000	(45.83)	(32.45)
2023.11.06	매수	250,000	(24.03)	(14.68)	2025.04.14	매수	500,000	(32.60)	(29.53)
2024.01.22	매수	270,000	(27.49)	(21.08)	2025.04.29	매수	500,000	(32.33)	(29.53)
2024.02.13	매수	270,000	(16.20)	(5.06)	2025.07.15	매수	500,000	(44.49)	(41.24)
2024.04.01	매수	300,000	(21.34)	(15.38)	2025.07.30	매수	500,000	(58.06)	(47.49)
2024.05.09	매수	330,000	(23.16)	(11.11)	2025.10.21	매수	500,000	(77.33)	(72.41)
2024.07.23	매수	370,000	(28.73)	(25.64)	2025.11.05	매수	440,000	(76.92)	(60.00)
2024.08.13	매수	410,000	(23.18)	(17.48)	2026.01.23	매수	346,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자조건 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하