

(259960)

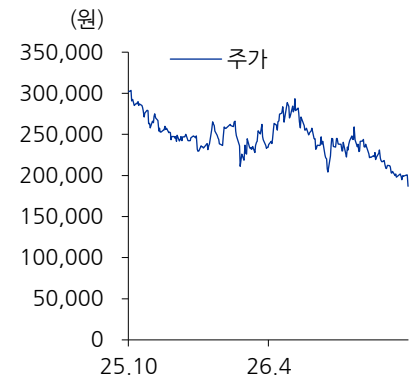
크래프톤

인터넷/게임/우주 정의훈

6170 / uihoon0607@eugenefn.com

잘나갔던 상반기, 부진한 하반기

- “ 3분기 매출액 1조 1,182억원(+28%yoy, -13%qq), 영업이익 2,501억원 (-28%yoy, -39%qq)으로 컨센서스(매출 1조 1,735억원, 영업이익 3,024억원) 하회 전망. 서브노티카2 효과 소멸과 슈퍼카·아이돌 콜라보의 4분기 이연 영향
- “ PC부문(3,169억원, -10%yoy, -43%qq)은 9월 첫 애니메이션 콜라보인 주술회전이 에스파 등 기존 대형 콜라보 수준의 성과를 냈으나, 에스파·부가티·GD 콜라보가 연달아 집행된 전년 동기 대비 PUBG PC 매출 감소는 불가피. 다만 스팀 평균 최고 동접은 약 74만명(+9%yoy)으로 트래픽은 양호
- “ 서브노티카2는 2분기 500만장 돌파 이후 판매가 안정화돼 3분기 기여는 미미하나, 연말 신규 챕터를 포함한 대규모 업데이트를 통해 어느정도 매출 효과 예상됨. 또한 언노운월즈 전 경영진과의 소송은 합의로 종결돼 영업외 비용 불확실성도 해소됨
- “ 모바일 매출(5,166억원, +6%yoy, +15%qq)은 PUBG 모바일 글로벌이 7월 나루토·페라리 대규모 콜라보와 8~9월 이벤트로 한 자릿수 성장을 이어가고, 화평정영은 높은 기저(포르쉐·나타 콜라보)에도 8월 중국 애니메이션 '검래' 콜라보 효과로 플랫폼 수준 방어, BGM이 소폭 감소 전망
- “ 영업비용(8,681억원, +66%yoy, -1%qq)은 ADK 연결 편입 효과에 더해 게임스컴 참가로 마케팅비(612억원, +41%yoy)가 증가하고, 신작 개발 및 웰메이드 모드 외주비 반영으로 지급수수료도 증가 추세 지속. 환율 하락은 영업외 평가손 요인이나 2분기와 같은 대규모 영업외손실은 부재해 지배순익은 흑자전환 예상
- “ 8월 게임스컴에서 공개한 신작 5종은 모두 2027년 내 출시가 목표이며, 팰월드 모바일도 4분기 대규모 CBT를 거쳐 2027년 출시 예정. 에이지 트 위스터 게임스컴 어워드 후보 등 초기 반응 양호. 반면 최근 PUBG: 블랙버짓을 공개 4년만에 개발 중단한 것과 블라인드스팟 서비스 종료 등 PUBG IP 확장작의 연이은 좌초는 아쉬운 부분
- “ 4분기에는 벤틀리·아이돌 콜라보와 웰메이드 모드 1~2종 추가로 PC 매출 반등이 기대되고, 11~12월 저사양 버전 출시로 인도·신흥국 트래픽의 구조적 반등도 추진. 지난해 4분기 중국 부진의 낮은 기저도 긍정적. 3분기 1,000억원 자사주 취득/소각 등 주주환원도 계획대로 이행 중
- “ 목표주가를 기존 40만원에서 30만원으로 하향함. 3분기 실적 추정치 하향과 신작 공백을 반영해 이익 추정치를 하향했고, 블랙버짓 중단 등 신작 가시성 악화를 감안해 타겟 PER을 글로벌 PEER 평균에 할인율(20%)을 적용한 16배를 적용함. 다만 4분기 콜라보 집중과 2027년 신작 사이클, 주주환원을 감안하면 하반기 둔화는 주가에 반영됐다고 판단함

투자의견
목표주가
현재주가BUY(유지)
300,000 원(하향)
186,900 원(10/8)

시가총액(십억원)	8,582
발행주식수(천주)	45,916
52 주 최고	303,500 원
최저	185,250 원
52 주 일간 Beta	0.18
60 일 평균 거래대금	216억원
외국인 지분율	43.5%
배당수익률(26E)	1.2%
주주구성	
장병규 (외 32 인)	37.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-12.5	-20.1	-37.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	300,000	400,000	▼
영업이익(26E)	1,358	1,388	▼
영업이익(27E)	1,490	1,515	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	3,327	4,790	5,303
영업이익	1,054	1,358	1,490
세전순익	959	1,191	1,564
당기순이익	734	754	1,181
EPS(원)	15,500	16,422	25,596
증감률(%)	-43.1	5.9	55.9
PER(배)	15.9	11.4	7.3
ROE(%)	10.6	10.4	14.7
PBR(배)	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	9.7	5.9	5.1

실적전망 및 밸류에이션

크래프톤 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,290.2	1,118.2	1,010.6	3,326.6	4,790.4
(%yoy)	31.3%	-6.4%	21.0%	48.9%	56.9%	94.9%	28.4%	9.9%	22.8%	44.0%
온라인	323.5	219.7	353.9	287.4	363.8	560.4	316.9	367.9	1,184.6	1,609.0
모바일	532.4	427.6	488.5	292.2	702.7	451.0	516.6	312.6	1,740.7	1,982.9
콘솔	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	23.8	16.5	14.0	42.8	68.2
기타	5.1	5.0	18.0	7.1	10.0	5.2	12.1	12.1	35.3	39.4
광고및콘텐츠				323.2	281.0	249.8	256.1	304.0	323.2	1,090.9
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	879.3	868.1	875.3	2,272.2	3,432.5
(%yoy)	17.3%	11.0%	32.2%	128.1%	94.3%	111.4%	66.3%	-4.6%	48.8%	51.1%
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	276.1	237.4	240.1	245.0	734.7	998.6
앱수수료/매출원가	105.0	83.9	128.6	103.7	114.7	166.5	134.2	131.4	421.3	546.8
지급수수료	84.1	96.2	141.6	390.3	288.7	342.5	351.6	352.7	712.3	1,335.5
광고선전비	22.9	26.1	43.3	51.8	42.0	44.9	61.2	60.1	144.1	208.1
주식보상비용	17.9	20.0	5.4	6.4	13.4	14.0	7.0	10.1	49.6	44.5
기타	38.5	43.0	47.7	81.0	74.9	74.0	74.0	76.0	210.1	299.0
영업이익	457.3	246.1	348.6	2.4	561.6	410.9	250.1	135.3	1,054.4	1,357.9
(%yoy)	47.3%	-25.9%	7.5%	-98.9%	22.8%	67.0%	-28.3%	5462%	-10.8%	28.8%
OPM(%)	52.3%	37.2%	40.0%	0.3%	40.9%	31.8%	22.4%	13.4%	31.7%	28.3%
영업외손익	41.6	-222.2	138.1	-52.9	157.5	-316.7	-38.5	31.1	-95.4	-166.6
세전이익	498.9	23.9	486.7	-50.5	719.1	94.2	211.6	166.4	959.0	1,191.3
지배주주순이익	372.0	15.2	367.5	-20.0	515.2	-27.4	151.3	119.0	734.8	758.1
(%yoy)	6.3%	-95.6%	201.0%	적자전환	38.5%	적자전환	-58.8%	흑자전환	-43.7%	3.2%

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,709.8	3,326.6	4,790.4	5,303.0
영업이익	1,182.5	1,054.4	1,357.9	1,490.1
세전이익	1,722.7	959.0	1,191.3	1,564.1
지배순이익	1,306.1	734.8	758.1	1,180.9
EPS(원)	27,263	15,500	16,422	25,596
PER(배)	11.5	15.9	11.4	7.3
OPM(%)	43.6%	31.7%	28.3%	28.1%
NPM(%)	48.2%	22.1%	15.8%	22.3%

자료: 유진투자증권

크래프톤 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	4,790	5,303	4,870	5,391	-1.6%	-1.6%
영업이익	1,358	1,490	1,388	1,515	-2.2%	-1.7%
세전이익	1,191	1,564	1,297	1,589	-8.2%	-1.6%
지배순이익	758	1,181	833	1,200	-9.0%	-1.6%
% of Sales						
영업이익	28.4%	28.1%	28.5%	28.1%		
세전이익	24.9%	29.5%	26.6%	29.5%		
지배순이익	15.8%	22.3%	17.1%	22.3%		

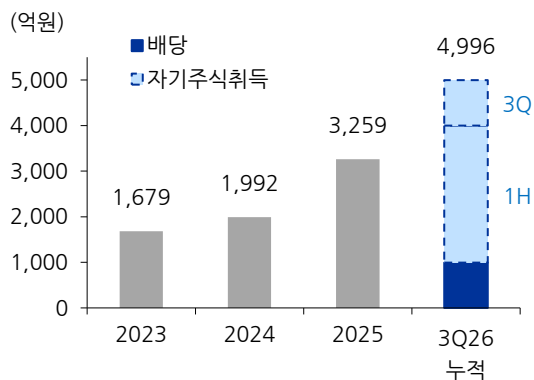
자료: 유진투자증권

크래프톤 목표주가 변경

적용 EPS(원)	860	12M Fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	16.0	
목표주가(원)	300,000	기존 40만원 대비 25.0% 하향

자료: 유진투자증권

크래프톤 주주환원 실행 규모 추이

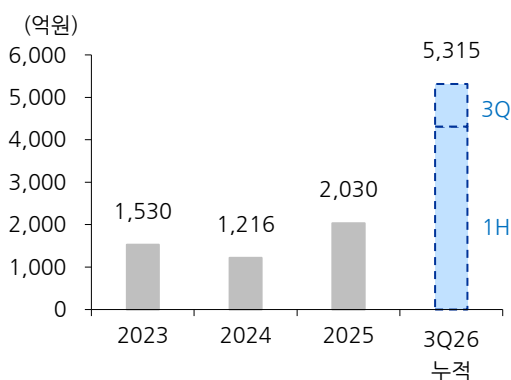


주 1: 자기주식 취득 1H26 3,000 억원 완료, 3Q26 1,000 억원 예정

주 2: 감액배당 1Q26 996 억원 완료

자료: 크래프톤, 유진투자증권

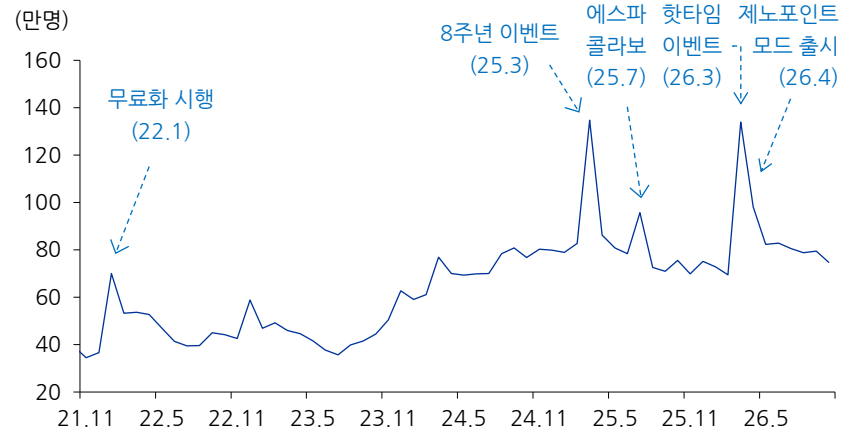
크래프톤 자기주식 소각 규모 추이



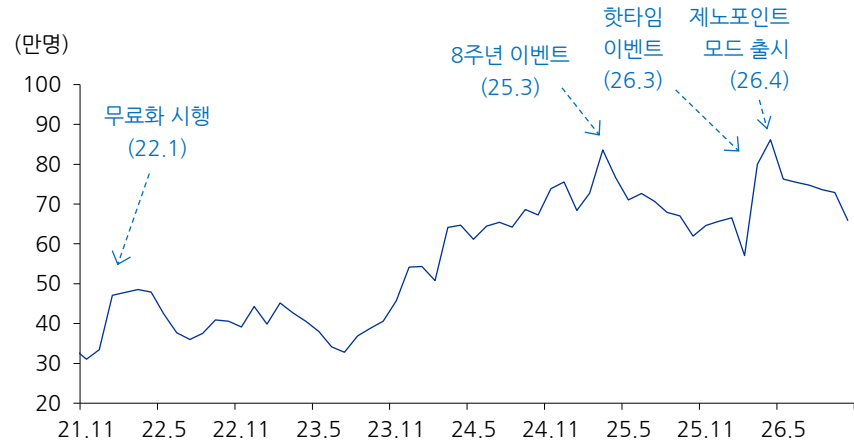
주: 자기주식 소각 1H26 4,315 억원 완료, 3Q26 1,000 억원(취득분 전량) 예정

자료: 크래프톤, 유진투자증권

PC 펍지 스팀 동시 접속자 수 추이

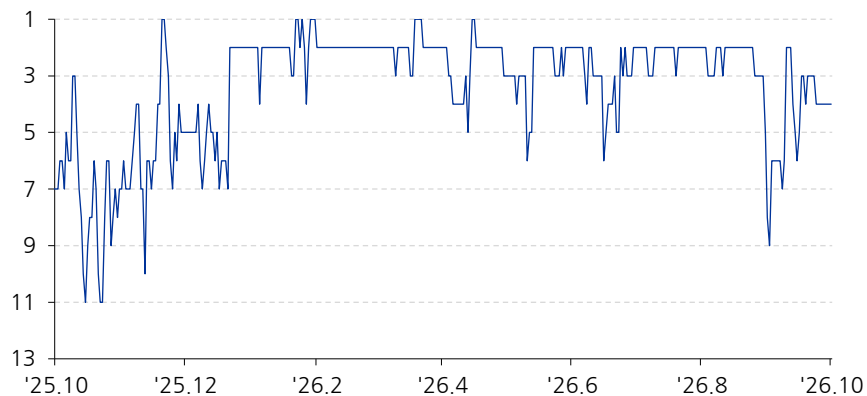


PC 펍지 스팀 동시 접속자 수 추이 (월 평균)



중국 화평정영 일 매출 순위 (앱스토어)

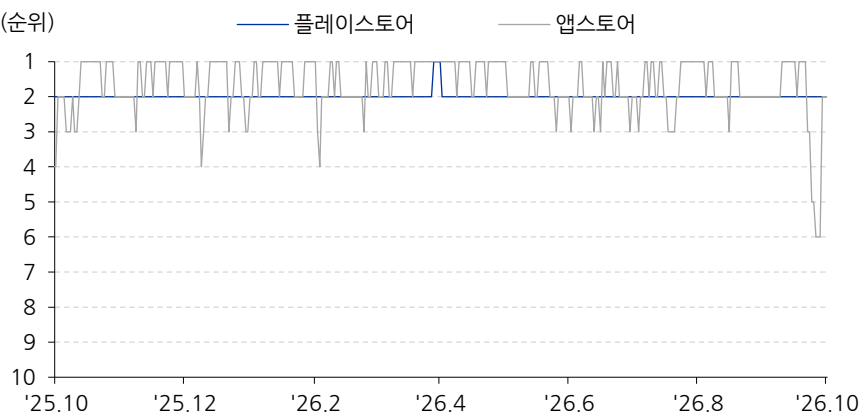
(순위)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

인도 BGMI 일 매출 순위

(순위)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

크래프톤(259960.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	6,440	7,919	9,434	9,829	10,924
유동자산	3,964	5,004	4,866	5,013	6,022
현금성자산	851	711	755	932	1,506
매출채권	717	1,018	1,362	1,305	1,712
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	4,567	4,816	4,902
투자자산	1,611	2,019	2,184	2,398	2,495
유형자산	257	240	579	546	517
기타	608	656	1,804	1,872	1,890
부채총계	882	1,090	2,250	2,209	2,226
유동부채	521	785	1,583	1,315	1,318
매입채무	224	238	833	0	0
유동성이자부채	73	106	362	923	923
기타	224	440	388	391	395
비유동부채	361	306	666	894	908
비유동이자부채	215	154	315	559	559
기타	146	152	351	336	349
자본총계	5,559	6,829	7,184	7,620	8,698
지배지분	5,554	6,828	7,041	7,483	8,560
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,477	1,480	1,480
이익잉여금	3,895	5,081	5,637	6,049	7,126
기타	183	264	(78)	(51)	(51)
비지배지분	4	1	143	138	138
자본총계	5,559	6,829	7,184	7,620	8,698
충차입금	288	260	677	1,482	1,482
순차입금	(563)	(451)	(78)	550	(24)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	662	908	1,045	310	953
당기순이익	594	1,303	734	754	1,181
자산상각비	108	106	146	200	190
기타비현금성손익	216	19	371	604	(40)
운전자본증감	(139)	(276)	241	(1,126)	(431)
매출채권감소(증가)	(148)	(227)	153	86	(407)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(62)	1	81	(157)	0
기타	70	(50)	7	(1,055)	(24)
투자현금	(394)	(832)	(580)	163	(288)
단기투자자산감소	166	(516)	619	762	(12)
장기투자증권감소	(188)	(207)	(136)	(152)	(59)
설비투자	34	20	77	96	123
유형자산처분	1	0	1	0	0
무형자산처분	25	(6)	(21)	(49)	(55)
재무현금	(225)	(259)	(452)	(468)	(103)
차입금증가	(57)	(63)	(105)	(71)	0
자본증가	(168)	(195)	(320)	(398)	(103)
배당금지급	0	0	0	100	103
현금 증감	46	(139)	15	28	562
기초현금	675	721	582	597	624
기말현금	721	582	597	624	1,186
Gross Cash flow	919	1,428	1,251	1,611	1,384
Gross Investment	700	592	958	1,724	707
Free Cash Flow	219	836	293	(113)	678

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,327	4,790	5,303
증가율(%)	3.1	41.8	22.8	44.0	10.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,327	4,790	5,303
판매 및 일반관리비	1,143	1,527	2,272	3,433	3,813
기타영업손익	4	34	49	51	11
영업이익	768	1,182	1,054	1,358	1,490
증가율(%)	2.2	54.0	(10.8)	28.8	9.7
EBITDA	876	1,289	1,200	1,558	1,680
증가율(%)	2.0	47.1	(6.9)	29.8	7.8
영업외손익	61	540	(95)	(167)	74
이자수익	38	33	26	0	1
이자비용	9	9	12	3	6
지분법손익	(40)	(67)	(66)	(25)	0
기타영업외손익	71	584	(44)	(139)	79
세전순이익	829	1,723	959	1,191	1,564
증가율(%)	21.2	107.9	(44.3)	24.2	31.3
법인세비용	235	420	225	437	383
당기순이익	594	1,303	734	754	1,181
증가율(%)	18.8	119.3	(43.7)	2.8	56.5
지배주주지분	595	1,306	735	758	1,181
증가율(%)	19.0	119.4	(43.7)	3.1	55.9
비지배지분	(1)	(3)	(1)	(3)	0
EPS(원)	12,310	27,263	15,500	16,422	25,596
증가율(%)	20.8	121.5	(43.1)	5.9	55.9
수정EPS(원)	12,310	27,263	15,500	16,422	25,596
증가율(%)	20.8	121.5	(43.1)	5.9	55.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	12,310	27,263	15,500	16,422	25,596
BPS	114,849	142,524	148,541	162,179	185,535
DPS	0	0	2,240	2,240	2,240
밸류에이션(배, %)					
PER	15.7	11.5	15.9	11.4	7.3
PBR	1.7	2.2	1.7	1.2	1.0
EV/ EBITDA	10.0	11.3	9.7	5.9	5.1
배당수익율	0.0	0.0	0.9	1.2	1.2
PCR	10.2	10.5	9.3	5.4	6.2
수익성(%)					
영업이익율	40.2	43.6	31.7	28.3	28.1
EBITDA이익율	45.9	47.6	36.1	32.5	31.7
순이익율	31.1	48.1	22.1	15.7	22.3
ROE	11.2	21.1	10.6	10.4	14.7
ROIC	13.4	18.9	14.3	13.6	16.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(10.1)	(6.6)	(1.1)	7.2	(0.3)
유동비율	761.4	637.6	307.4	381.4	456.8
이자보상배율	86.2	125.0	90.5	485.0	248.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	3.0	3.1	2.8	3.6	3.5
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	8.6	11.7	6.2	n/a	n/a

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

