

EARNINGS
PREVIEW

크래프톤 (259960/KS)

올해도 무거운 PUBG 의 어깨

인터넷 / 게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 4Q25 일회성 비용 발생으로 컨센서스 대폭 하회 예상**Key:** PUBG 여전히 견조하나 인수회사 관련 비용 높아지며 이익 부담**Step:** 예상을 뛰어넘는 실적 성과 확인 시 주가 반등 가능

매수(유지)

목표주가: 330,000 원(하향)

현재주가: 232,000 원

상승여력: 42.2%

STOCK DATA

주가(26/01/07)	232,000 원
KOSPI	4,551.06 pt
52 주 최고가	386,000 원
60 일 평균 거래대금	24 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	4,740 만주
시가총액	10,998 십억원
주요주주	
장병규(외 31)	21.89%
IMAGEFRAME	14.01%
외국인 지분율	42.45%

주가 및 상대수익률



4Q25 Preview

4 분기 매출액 8,826 억원(+42.9% YoY, 이하 동일), 영업이익 903 억원(-58.1%), 지배주주순이익 964 억원(-80.4%)으로 영업이익은 컨센서스 2,421억원을 크게 하회할 것으로 예상된다. 비수기로 매출이 낮았던 것에 더해 일회성 비용이 발생했다. PC 매출은 2,317억원(-0.4%)으로 11월 포르쉐 콜라보 성과는 양호했으나 10, 12월 진행한 업데이트들은 유의미한 성과를 보이지 못했다. 모바일 매출은 3,516 억원(-2.9%)으로 글로벌, BGMI 는 양호했으나 콘텐츠 업데이트 부재 영향으로 화평정영이 4 분기 iOS 매출 순위 최저 11 위를 기록하며 매출이 크게 흔들렸을 것으로 파악된다. 금번 분기부터 ADK 실적을 연결 반영했는데, 매출은 연간 1조원 초반 수준, 이익 기여는 제한적일 것으로 반영했다. 영업비용은 7,922 억원(+97.0%)으로 크게 증가, 4 분기에 공동근로복지기금 약 816 억원이 일시에 반영되었다. 3 분기에 이어 법률자문비 발생, 이 스포츠 대회 개최로 외주비도 증가했다.

목표주가 33 만원으로 하향, 실적에서의 서프라이즈 필요

다행히 1 월부터 화평정영 업데이트가 진행되며 매출 순위는 2 위로 반등했다. 1 분기는 춘절, 신년 이벤트에 드라이브걸며 최대 성수기를 맞이할 것이다. PUBG IP 는 여전히 높은 매출 창출력을 보이고 있다. 다만 인수자회사들이 많아지며 비용 레벨도 높아졌다. 아직 인수 회사들과의 뚜렷한 시너지를 보기 어려우나 인건비, 지급수수료가 증가하며 이익을 누르고 있다. 26E 실적 추정치를 하향함에 따라 목표주가가 33 만원으로 조정한다. PUBG 에 대한 높은 기대치를 상회하기 쉽지 않다. 올해 출시될 신작들(서브노티카 2, 팰월드 모바일)에서의 서프라이즈가 필요하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					25년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	883	687	28.5	867	1.8	3,289	3,093	6.3	3,257	1.0
영업이익(십억원)	90	238	-62.2	242	-62.8	1,142	1,290	-11.5	1,297	-12.0
지배주주순이익(십억원)	96	189	-49.2	230	-58.3	851	944	-9.9	956	-11.0
영업이익률(%)	10.2	34.6	-	27.9	-	34.7	41.7	-	39.8	-
지배주주순이익률(%)	10.9	27.5	-	26.5	-	25.9	30.5	-	29.4	-

자료: SK 증권

목표주가 산출

구분	내용
2026E 지배주주순이익	997.7
Target P/E	15.1x
목표 시총(십억원)	15,065.1
주식 수(천 주)	45,431.5
적정 주가(원)	331,601
목표 주가(원)	330,000
현재 주가(원)	232,200
상승 여력	42.2%

자료: SK 증권

크래프톤 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	874.2	662.0	870.6	882.6	1,096.4	945.5	1,202.1	1,005.7	2,709.8	3,289.4	4,249.7
PC	323.5	219.7	353.9	231.7	301.0	214.4	370.1	264.5	941.9	1,128.9	1,150.1
모바일	532.4	427.6	488.5	351.6	517.5	434.2	508.5	395.1	1,689.8	1,800.0	1,855.2
콘솔	13.1	9.8	10.2	10.4	7.8	23.0	54.4	43.0	44.3	43.4	128.3
영업비용	416.9	416.0	522.0	792.2	729.2	704.3	795.5	781.3	1,527.3	2,147.1	3,010.3
인건비	148.4	146.8	155.5	243.2	180.3	183.7	190.5	202.7	516.8	693.9	757.2
앱수수료/매출원가	105.0	83.9	128.6	99.9	116.1	95.0	147.2	107.1	349.3	417.5	465.4
지급수수료	84.1	96.2	141.6	151.3	123.9	107.8	115.5	116.1	316.1	473.3	463.4
광고선전비	22.9	26.1	43.3	49.8	27.0	27.9	41.1	44.4	101.4	142.0	140.5
주식보상비용	17.9	20.0	5.4	6.1	9.2	8.5	10.2	9.2	102.4	49.4	37.1
기타	38.5	43.0	47.7	241.9	272.8	281.3	290.9	301.7	141.3	371.0	1,146.7
영업이익	457.3	246.1	348.6	90.3	367.2	241.2	406.6	224.4	1,182.5	1,142.3	1,239.4
영업이익률	52.3%	37.2%	40.0%	10.2%	33.5%	25.5%	33.8%	22.3%	43.6%	34.7%	29.2%
순이익	371.5	15.5	369.4	101.4	287.7	209.1	351.0	202.4	1,302.6	857.9	1,050.2
지배주주순이익	372.0	15.2	367.5	96.4	273.3	198.7	333.4	192.3	1,306.1	851.1	997.7
YoY growth rate											
매출액	31.3%	-6.4%	21.0%	42.9%	25.4%	42.8%	38.1%	13.9%	41.8%	21.4%	29.2%
PC	32.8%	14.8%	29.0%	-0.4%	-7.0%	-2.4%	4.6%	14.2%	61.3%	19.9%	1.9%
모바일	32.3%	-14.5%	14.8%	-2.9%	-2.8%	1.5%	4.1%	12.4%	35.7%	6.5%	3.1%
콘솔	14.2%	11.7%	-13.8%	-15.6%	-40.2%	135.3%	433.6%	314.8%	-20.4%	-2.0%	195.2%
영업비용	17.3%	11.0%	32.2%	97.0%	74.9%	69.3%	52.4%	-1.4%	33.7%	40.6%	40.2%
인건비	22.2%	13.3%	16.8%	83.3%	21.5%	25.1%	22.5%	-16.7%	20.9%	34.3%	9.1%
앱수수료/매출원가	22.3%	8.3%	27.3%	17.7%	10.5%	13.2%	14.5%	7.2%	54.0%	19.5%	11.5%
지급수수료	37.3%	25.9%	76.0%	54.6%	47.2%	12.1%	-18.4%	-23.2%	22.1%	49.8%	-2.1%
광고선전비	84.6%	22.7%	44.7%	31.5%	18.0%	7.0%	-4.9%	-10.8%	53.6%	40.0%	-1.1%
주식보상비용	-57.4%	-43.3%	-63.1%	-42.1%	-48.9%	-57.4%	90.8%	50.7%	270.5%	-51.8%	-24.9%
기타	19.4%	23.2%	32.9%	531.8%	608.2%	555.0%	509.8%	24.7%	4.0%	162.6%	209.1%
영업이익	47.3%	-25.9%	7.5%	-58.1%	-19.7%	-2.0%	16.6%	148.4%	54.0%	-3.4%	8.5%
영업이익률	5.7%p	-9.8%p	-5.1%p	-24.7%p	-18.8%p	-11.7%p	-6.2%p	12.1%p	3.4%p	-8.9%p	-5.6%p
순이익	6.6%	-95.4%	204.4%	-79.4%	-22.5%	1246.2%	-5.0%	99.5%	119.3%	-34.1%	22.4%

자료: 크래프톤, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	686.6	853.4	812.0	958.5	882.6	1,096.4	945.5	1,202.1	28.5%	28.5%	16.4%	25.4%
영업이익	238.0	400.8	356.8	416.6	90.3	367.2	241.2	406.6	-62.0%	-8.4%	-32.4%	-2.4%
지배주주순이익	189.3	291.2	272.7	328.9	96.4	273.3	198.7	333.4	-49.1%	-6.1%	-27.1%	1.4%

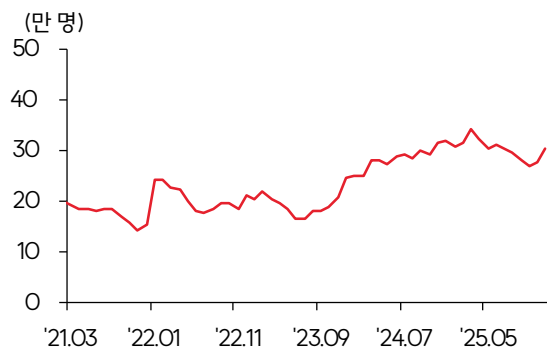
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	3,093.5	3,436.9	4,107.7	3,289.4	4,249.7	4,886.2	6.3%	23.6%	19.0%
영업이익	1,289.9	1,474.9	1,831.3	1,142.3	1,239.4	1,642.4	-11.4%	-16.0%	-10.3%
지배주주순이익	944.1	1,129.5	1,351.3	851.1	997.7	1,253.4	-9.8%	-11.7%	-7.2%

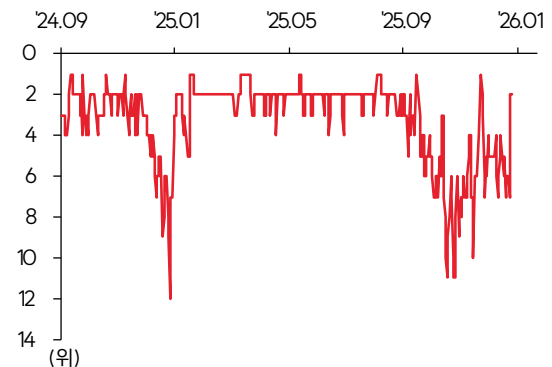
자료: SK 증권

<PUBG: BATTLEGROUNDS> Steam MAU 추이



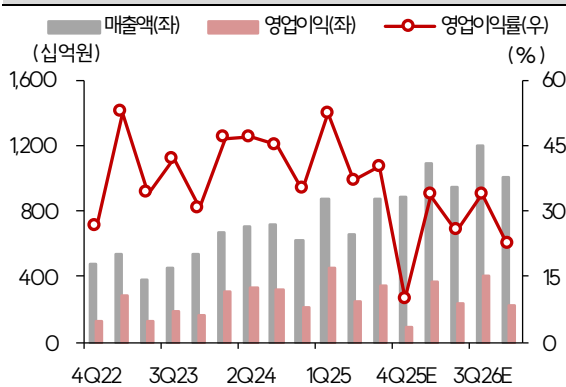
자료: 크래프톤, SK 증권

화평정영 iOS 순위



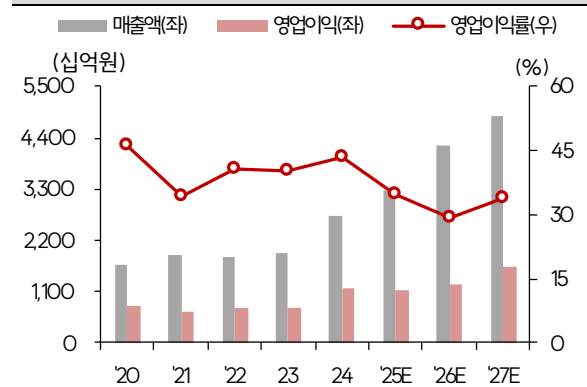
자료: 크래프톤, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 크래프톤, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 크래프톤, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964	5,004	4,168	5,032	5,928
현금및현금성자산	721	582	11	644	1,278
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,454	1,657	1,888
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	4,767	5,032	5,584
장기금융자산	347	426	622	645	670
유형자산	257	240	509	504	727
무형자산	608	656	1,069	1,171	1,312
자산총계	6,440	7,919	8,935	10,063	11,512
유동부채	521	785	1,120	1,210	1,313
단기금융부채	73	78	112	128	145
매입채무 및 기타채무	35	37	341	388	442
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	361	306	435	422	420
장기금융부채	131	120	192	153	123
장기매입채무 및 기타채무	15	24	0	0	0
장기충당부채	14	13	19	22	25
부채총계	882	1,090	1,554	1,632	1,733
지배주주지분	5,554	6,828	7,163	8,160	9,414
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,476	1,476	1,476
기타자본구성요소	97	105	-190	-190	-190
자기주식	0	-80	-384	-384	-384
이익잉여금	3,895	5,081	5,756	6,754	8,007
비지배주주지분	4	1	218	271	365
자본총계	5,559	6,829	7,381	8,431	9,779
부채와자본총계	6,440	7,919	8,935	10,063	11,512

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	662	908	858	1,111	1,422
당기순이익(손실)	594	1,303	858	1,050	1,348
비현금성항목등	324	126	510	576	720
유형자산감가상각비	77	85	108	112	128
무형자산상각비	31	22	31	47	59
기타	216	19	371	417	534
운전자본감소(증가)	-139	-276	-34	-102	-116
매출채권및기타채권의감소(증가)	-148	-227	-448	-203	-231
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	1	361	48	54
기타	-262	-507	-960	-825	-1,059
법인세납부	-146	-263	-484	-413	-530
투자활동현금흐름	-394	-832	-1,146	-454	-772
금융자산의감소(증가)	164	-517	650	-26	-29
유형자산의감소(증가)	-34	-20	-146	-108	-350
무형자산의감소(증가)	25	-6	-443	-150	-200
기타	-549	-289	-1,207	-170	-193
재무활동현금흐름	-225	-259	-372	-23	-13
단기금융부채의증가(감소)	0	0	16	16	18
장기금융부채의증가(감소)	-57	-63	-55	-38	-31
자본의증가(감소)	23	6	-2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-192	-201	-331	0	0
현금의 증가(감소)	46	-139	-570	633	634
기초현금	675	721	582	11	644
기말현금	721	582	11	644	1,278
FCF	629	888	712	1,003	1,072

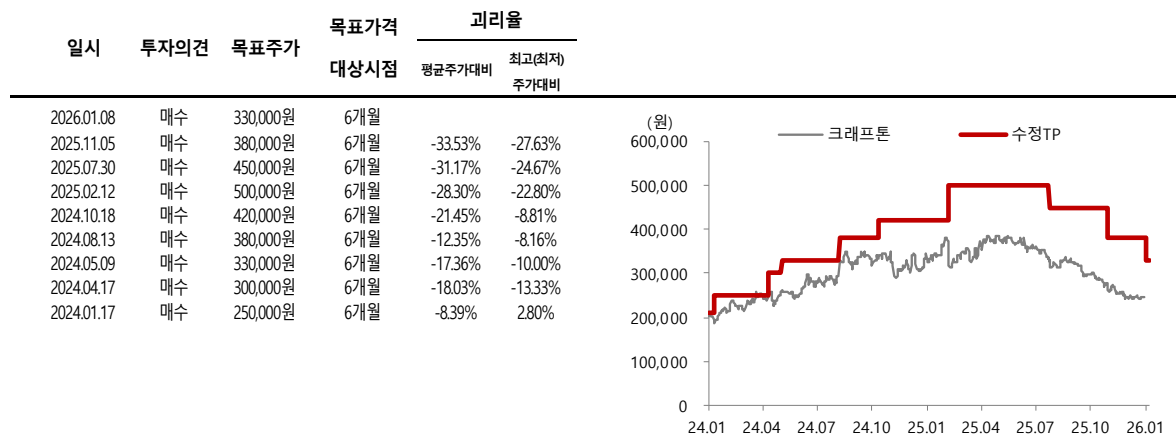
자료 : 크래프톤, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,289	4,250	4,886
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,289	4,250	4,886
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,143	1,527	2,147	3,010	3,244
영업이익	768	1,182	1,142	1,239	1,642
영업이익률(%)	40.2	43.6	34.7	29.2	33.6
비영업손익	61	540	8	223	235
순금융손익	29	23	0	0	0
외환관련손익	18	123	0	0	0
관계기업등 투자손익	-44	-48	-24	0	0
세전계속사업이익	829	1,723	1,151	1,463	1,877
세전계속사업이익률(%)	43.4	63.6	35.0	34.4	38.4
계속사업법인세	235	420	293	413	530
계속사업이익	594	1,303	858	1,050	1,348
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	858	1,050	1,348
순이익률(%)	31.1	48.1	26.1	24.7	27.6
지배주주	595	1,306	851	998	1,253
지배주주귀속 순이익률(%)	31.2	48.2	25.9	23.5	25.7
비지배주주	-1	-3	7	53	94
총포괄이익	593	1,376	817	1,050	1,348
지배주주	594	1,380	815	1,045	1,341
비지배주주	-1	-4	2	5	6
EBITDA	876	1,289	1,281	1,399	1,829

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	3.1	41.8	21.4	29.2	15.0
영업이익	2.2	54.0	-3.4	8.5	32.5
세전계속사업이익	21.2	107.9	-33.2	27.1	28.3
EBITDA	2.0	47.1	-0.6	9.2	30.7
EPS	17.3	121.5	-34.1	17.2	25.6
수익성 (%)					
ROA	9.5	18.1	10.2	11.1	12.5
ROE	11.2	21.1	12.2	13.0	14.3
EBITDA마진	45.9	47.6	38.9	32.9	37.4
안정성 (%)					
유동비율	761.4	637.6	372.3	415.8	451.5
부채비율	15.9	16.0	21.1	19.4	17.7
순차입금/자기자본	-52.2	-53.3	-28.7	-33.2	-35.5
EBITDA/이자비용(배)	98.3	136.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,310	27,263	17,954	21,047	26,441
BPS	114,849	144,190	159,203	180,250	206,690
CFPS	14,544	29,485	20,879	24,413	30,373
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	15.7	11.5	13.7	11.0	8.8
PBR	1.7	2.2	1.5	1.3	1.1
PCR	13.3	10.6	11.8	9.5	7.6
EV/EBITDA	7.4	8.8	7.6	6.6	4.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



COMPLIANCE NOTICE

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 08일 기준)

매수 93.49% 중립 6.51% 매도 0.00%