

크래프톤 259960

방향은 옳지만 성과확인엔 시간소요

3Q25 Review: 비용증가에 따른 컨센서스 하회

크래프톤 3Q25 실적은 매출액 8,706억원(YoY+21%), 영업이익 3,486억원(YoY+7.5%)으로 매출액은 컨센서스를 상회, 영업이익은 컨센서스를 하회했다. PC/모바일 모두 견조한 Q와 주요 콜라보 업데이트로 유지된 ARPU덕에 높은 매출액 성장세 이어갔다. 그러나 소송 및 외주개발비 증가로 인해 지급수수료가 급등하며 1,416억원(QoQ+47.2%)시현했고, 넷툰 편입에 따라 마케팅비 433억원(QoQ+65.7%) 시현했다. 그 외 특이사항으로 넷툰이 3Q부터 연결편입 되었고, 4Q부터는 ADK 홀딩스(연간 1.2조, EBITDA 1,200억 수준) 편입된다.

한 단계 레벨업 된 성장 보여주기까지 다소의 소요 시간될 듯

회사의 '26년 주요 출시작은 '팍월드 모바일', '서브노티카2'가 될 예정이다. 다만 장르적 특성 상 전사적 성장을 홀로 견인하는 그림은 어렵다. 결국 동사의 실적은 '26년에도 PUBG가 좌우할 전망이다. 또한 PUBG의 경우에도 '26년 보다는 '27년의 성장이 더 두드러질 것으로 예상된다. 우리가 보는 PUBG의 핵심 성장 동력은 맵업데이트/엔리얼5엔진 교체다. PUBG 10주년을 맞이하는 '27년에 주요 업데이트가 진행될 가능성이 높아 보인다. 전반적으로 '26년 PUBG는 P/Q를 최대한 방어하며 '27년 10주년을 준비하는 해가 될 것으로 예상된다.

장기적 성장방향은 옳지만, 로드맵 가시화가 필요

크래프톤은 글로벌 게임 업체를 선도하는 리딩컴퍼니다. PUBG의 성공에 안주하지 않고 AI/새로운 장르/신규시장(인도) 개척에 선제적/공격적으로 투자하고 있다. 또한 이를 통해 29년까지 매출 7조를 달성하겠다는 확고하고도 야심찬 비전을 가지고 있다. 크래프톤은 연간 조단위의 영업이익을 벌어들이는 회사다. 이 규모에서 성장을 위해 투자가 지속/강화될 수 밖에 없는 것은 당연하다. 다만 시장은 실제 회사 규모가 레벨업 될 때 주목할 것이다. 우리는 크래프톤이 글로벌 게임산업의 한 축으로 확고히 자리매김 할 것을 믿지만, 명확한 파이프라인이 드러나기 전까지 이를 밸류에이션으로 수치화 시키기 어려운 것도 사실이다. 다소 불투명한 '26 신작일정과 투자에 따른 비용증가를 감안, '26년 추정실적을 하향하고 이에 목표주가를 40만원으로 하향한다. 주요 업데이트/신작 일정에 주목한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,854	1,911	2,710	3,367	4,321
영업이익	752	768	1,182	1,268	1,117
영업이익률(%)	40.5	40.2	43.6	37.7	25.9
세전이익	684	829	1,723	1,386	1,355
지배주주지분순이익	500	595	1,306	1,034	1,004
EPS(원)	10,190	12,310	28,545	22,862	22,197
증감률(%)	-4.0	20.8	131.9	-19.9	-2.9
ROE(%)	10.3	11.2	21.1	14.7	12.9
PER(배)	16.5	15.7	10.9	12.2	12.6
PBR(배)	1.6	1.7	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	9.1	10.0	11.3	9.2	9.7

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2025.11.05

매수(유지)

목표주가(하향)	400,000원
현재주가(11/04)	279,000원
상승여력	43.3%

Stock Data

KOSPI	4,121.7pt
시가총액(보통주)	13,223십억원
발행주식수	47,394천주
액면가	100원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	105천주
60일 평균거래대금	32,543백만원
외국인 지분율	42.3%
52주 최고가	393,000원
52주 최저가	271,000원
주요주주	
장병규(외 33인)	35.9%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.7	-22.8
3M	-11.3	-42.2
6M	-27.5	-88.6

주가차트

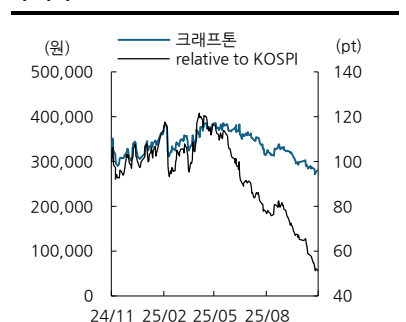


표1 크래프톤 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	870.6	959.7	2,709.8	3,366.5	4,320.5
온라인	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	353.9	305.5	941.9	1,202.6	1,156.5
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	488.5	334.9	1,689.8	1,783.4	1,812.5
콘솔/패키지	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.2	11.2	44.3	44.3	40.5
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.2	4.9	18.0	308.1	33.7	336.2	1,311.0
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	522.0	743.6	1,527.3	2,098.5	3,203.1
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	155.5	161.4	516.8	612.1	645.5
마켓수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	128.6	90.8	349.3	408.3	405.5
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.2	96.2	141.6	140.2	316.0	462.2	505.5
마케팅비용	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	43.3	37.5	101.4	129.8	135.5
기타	32.3	35.0	35.9	38.3	38.5	43.0	47.6	292.6	102.4	64.4	55.6
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.0	348.6	216.1	1,182.5	1,268.0	1,117.4
OPM	47%	47%	45%	35%	52%	37%	40%	23%	44%	38%	26%
지배순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	372.0	15.2	367.5	279.4	1,306.1	1,034.2	1,004.2
NPM	53%	48%	17%	80%	42%	2%	42%	29%	48%	31%	23%

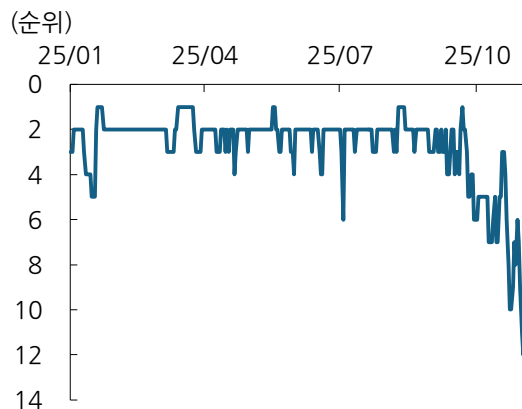
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 크래프톤 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	1004	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	22,197	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	18	신작 일정 불확실함에 따라 게임주 Historical 중상단 PER 18배로 하향
목표주가	(원)	400,000	적정주가 399,546원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	279,000	11/04기준
Upside	(%)	43.3%	11/04기준

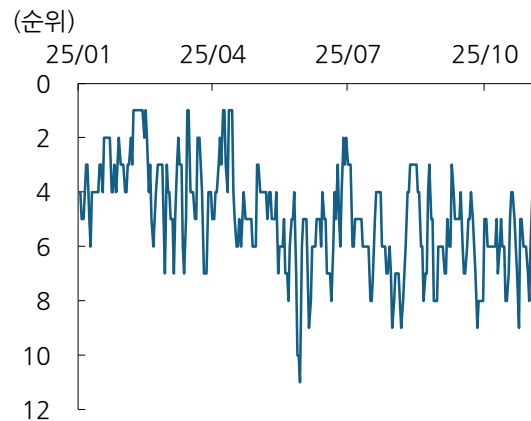
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 화평정영 IOS 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림2 화평정영 IOS 다운로드 순위 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

[크래프톤 259960]

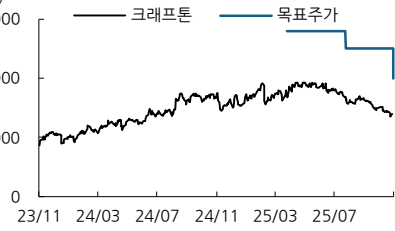
재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	3,893	3,964	5,004	5,502	6,952	매출액	1,854	1,911	2,710	3,367	4,321
현금 및 현금성자산	675	721	582	964	2,121	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	558	717	1,018	1,270	1,430	매출총이익	1,854	1,911	2,710	3,367	4,321
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	1,102	1,143	1,527	2,099	3,203
기타	2,660	2,526	3,405	3,268	3,401	영업이익	752	768	1,182	1,268	1,117
비유동자산	2,145	2,476	2,915	2,896	2,921	(EBITDA)	859	876	1,289	1,401	1,255
관계기업투자등	651	872	1,037	1,125	1,170	금융손익	26	29	23	44	53
유형자산	223	257	240	322	294	이자비용	8	9	9	9	13
무형자산	868	608	656	622	596	관계기업등 투자손익	-35	-40	-67	-25	-25
자산총계	6,038	6,440	7,919	8,398	9,873	기타영업외손익	-59	71	584	98	210
유동부채	411	521	785	759	1,101	세전계속사업이익	684	829	1,723	1,386	1,355
매입채무 및 기타채무	223	224	238	0	0	계속사업법인세비용	169	235	420	351	352
단기금융부채	64	73	106	523	856	계속사업이익	515	594	1,303	1,035	1,003
기타유동부채	124	224	440	236	246	중단사업이익	-15	0	0	0	0
비유동부채	510	361	306	382	509	당기순이익	500	594	1,303	1,035	1,003
장기금융부채	375	215	154	260	383	지배주주	500	595	1,306	1,034	1,004
기타비유동부채	135	146	152	122	126	총포괄이익	536	593	1,303	1,035	1,003
부채총계	921	882	1,090	1,140	1,611	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,111	5,554	6,828	7,254	8,259	영업이익률 (%)	40.5	40.2	43.6	37.7	25.9
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	46.3	45.9	47.6	41.6	29.0
자본잉여금	1,449	1,472	1,478	1,489	1,489	당기순이익률 (%)	27.0	31.1	48.1	30.8	23.2
이익잉여금	3,468	3,895	5,081	5,937	6,941	ROA (%)	8.5	9.5	18.2	12.7	11.0
비지배주주지분(연결)	5	4	1	3	3	ROE (%)	10.3	11.2	21.1	14.7	12.9
자본총계	5,116	5,559	6,829	7,258	8,262	ROIC (%)	20.9	13.4	18.9	17.0	13.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	513	662	908	344	895	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	500	594	1,303	1,036	1,003	P/E	16.5	15.7	10.9	12.2	12.6
비현금수익비용가감	360	324	126	-253	169	P/B	1.6	1.7	2.2	1.8	1.6
유형자산감가상각비	76	77	85	106	106	P/S	4.4	4.9	5.5	3.9	3.1
무형자산상각비	32	31	22	27	31	EV/EBITDA	9.1	10.0	11.3	9.2	9.7
기타현금수익비용	253	216	8	-387	32	P/CF	9.6	10.2	10.5	16.9	11.3
영업활동 자산부채변동	-134	-139	-276	-439	-277	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-42	-148	-227	-336	-159	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-1.7	3.1	41.8	24.2	28.3
매입채무 증가(감소)	8	-62	1	11	0	영업이익	15.5	2.2	54.0	7.2	-11.9
기타자산 부채변동	-100	70	-50	-114	-117	세전이익	-10.2	21.2	107.9	-19.5	-2.2
투자활동 현금	-2,863	-394	-832	60	-193	당기순이익	-3.8	18.8	119.3	-20.5	-3.2
유형자산처분(취득)	-26	-34	-20	-87	-78	EPS	-4.0	20.8	131.9	-19.9	-2.9
무형자산 감소(증가)	5	25	-6	-1	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2,635	-22	-723	-7	-77	부채비율	18.0	15.9	16.0	15.7	19.5
기타투자활동	-206	-364	-83	154	-34	유동비율	946.0	761.4	637.6	725.0	631.1
재무활동 현금	-56	-225	-259	-22	456	순차입금/자기자본(x)	-7.6	-10.1	-6.6	-4.5	-12.5
차입금의 증가(감소)	-46	-57	-63	254	456	영업이익/금융비용(x)	99.2	86.2	125.0	135.9	85.1
자본의 증가(감소)	0	-168	-195	-275	0	총차입금 (십억원)	439	288	260	782	1,238
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-390	-563	-451	-324	-1,032
기타재무활동	-11	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-2,345	46	-139	382	1,158	EPS	10,190	12,310	28,545	22,862	22,197
기초현금	3,019	675	721	582	964	BPS	104,137	114,849	142,524	153,072	174,262
기말현금	675	721	582	964	2,121	SPS	37,774	39,505	56,564	71,035	91,165
NOPLAT	566	551	894	947	827	CFPS	17,535	18,992	29,810	16,508	24,725
FCF	-2,137	385	320	404	702	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

크래프톤 (259960) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-03-31	담당자변경				
2025-03-31	매수	560,000	-34.6	-31.1	600,000
2025-04-30	매수	560,000	-34.8	-31.1	400,000
2025-06-26	매수	560,000	-37.0	-34.7	200,000
2025-07-30	매수	500,000	-38.0	-32.2	0
2025-11-05	매수	400,000			23/11 24/03 24/07 24/11 25/03 25/07



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.