

크래프톤 259960

Asset Allocation 전략 재검토 필요

4Q25 Review: 일회성비용에 모바일도 부진하며 크게 쇼크

크래프톤 4Q25 실적은 매출액 9,197억원(QoQ+5.6%), 영업이익 24억원(QoQ-99.3%)으로 매출액 컨센서스 부합, 영업이익은 컨센서스 크게 하회했다. 실적 부진의 이유는 부진한 모바일(QoQ-40.2%)였다. 비용 컨센 하회는 본사 이전 관련 공동기금 816억원+ 언노운 소송비용 약 253억원에 기인한다.

PUBG에 대한 우려는 과도하나 성장성은 제한적

중국 안드로이드 제외한 PUBG M 1월 성적은 YoY -18%수준인 것으로 추정된다. PUBG는 이미 성공적으로 안착한 IP로서 YoY 급락 가능성은 크지 않고 2월 춘절 통한 성장 가능성 여전히 높다. 그러나 24,25년에 보여준 성장을 다시 한번 보여주기에 현재 외부 경쟁상황 고려 시 어려울 것으로 판단한다. 우리가 보는 PUBG의 성장 트리거는 언리얼5 엔진교체로, 해당 업데이트가 27년 이후 진행될 가능성이 높아 주목한다. PC 트래픽/모바일 매출 지속적인 확인 필요하다.

신작 서브노티카2가 가지는 자가당착 이슈

서브노티카2는 장기간 스팀위시리스트 1위를 기록하며 흥행기대감을 높이고 있다. 올해 얼리엑세스 출시 예정이다. 문제는 개발사 UW의 전 창립멤버들과 부당해고 관련 3,600억원 규모의 소송전에 휘말려 있다는 점이다. 소송인들은 서브노티카2 출시 전 성과지급을 피하기 위해 해고했다는 의혹을 제기한다. 우리는 의도적 해고가 아니라고 판단하며 크래프톤의 법률적 입장과 의견을 같이한다. 그러나 서브노티카2의 너무 큰 성공은 추후 재판 선고에 좋게 작용할 수 없음도 사실이다. 또한 해당여부와 관계 없이 보너스를 포함한 UW에 대한 투자가 과했으며 회사 Asset Allocation 전략에 대한 디레이팅은 필요하다는 판단이다.

추정치는 유지, 목표주가는 신작 파이프라인/투자성과 반영해 하향

기존 추정치 영익 1.18조는 유지하나 낮아진 성장 기대치, 광고사업 희석, 투자전략 디레이팅 추가 반영해 Target P/E를 기존 17배→게임주 최하단 14배로 하향하고 목표주가를 30만원으로 하향한다. 의미있는 파이프라인 공개를 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,327	4,250	4,730
영업이익	768	1,182	1,054	1,117	1,451
영업이익률(%)	40.2	43.6	31.7	26.3	30.7
세전이익	829	1,723	961	1,346	1,953
지배주주지분순이익	595	1,306	735	976	1,416
EPS(원)	12,310	28,545	16,242	21,579	31,299
증감률(%)	20.8	131.9	-43.1	32.9	45.0
ROE(%)	11.2	21.1	10.9	13.7	17.0
PER(배)	15.7	10.9	14.6	11.0	7.6
PBR(배)	1.7	2.2	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	10.0	11.3	9.6	8.3	6.0

자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2026.02.10

매수

목표주가(하향)	300,000원
현재주가(02/09)	236,500원
상승여력	26.8%

Stock Data

KOSPI	5,298.0pt
시가총액(보통주)	11,211십억원
발행주식수	47,404천주
액면가	100원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	104천주
60일 평균거래대금	25,888백만원
외국인 지분율	42.4%
52주 최고가	393,000원
52주 최저가	225,000원
주요주주	
장병규(외 33인)	35.9%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.8	-12.7
3M	-8.3	-42.3
6M	-26.3	-91.4

주가차트

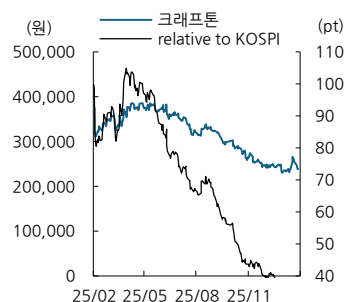


표1 크래프톤 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,097.9	984.7	1,175.8	1,049.2	2,709.8	3,326.5	4,307.6
온라인	323.5	219.7	353.9	287.4	295.5	265.5	361.0	345.0	941.9	1,184.5	1,267.0
모바일	532.4	427.6	488.5	292.2	451.1	381.1	465.5	342.5	1,689.8	1,740.7	1,640.2
콘솔/패키지	13.1	9.8	10.2	9.7	10.5	10.5	10.5	10.5	44.3	42.8	42.0
광고 및 콘텐츠				323.2	331.5	321.1	333.1	342.9		323.2	1,328.6
기타	5.2	4.9	18.0	7.1	9.3	6.5	5.7	8.3	33.7	35.2	29.8
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	776.7	726.5	817.9	811.8	1,527.3	2,272.2	3,132.9
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	251.0	205.5	212.9	219.8	516.8	734.7	889.2
마켓수수료	105.0	83.9	128.6	103.7	120.9	108.1	129.6	99.3	349.3	421.2	457.9
지급수수료	84.2	96.2	141.6	390.3	275.2	305.1	356.3	365.9	316.0	712.3	1,302.5
마케팅비용	22.9	26.1	43.3	51.8	44.1	31.8	43.2	50.1	101.4	144.1	169.2
기타	38.5	43.0	47.6	81.0	78.0	68.9	69.4	71.4	102.4	210.1	287.7
영업이익	457.3	246.0	348.6	2.4	321.2	258.2	357.9	237.4	1,182.5	1,054.3	1,174.7
OPM	52%	37%	40%	0%	29%	26%	30%	23%	44%	32%	27%
지배순이익	371.5	15.2	367.5	-19.9	360.5	244.3	174.9	196.6	1,306.1	734.3	976.3
NPM	42%	2%	42%	-2%	33%	25%	15%	19%	48%	22%	23%

자료: DS투자증권 리서치센터

표2 크래프톤 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	976	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	21,579	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	14	게임주 Historical 3개년 PER 하단 적용
목표주가	(원)	300,000	적정주가 302,106 원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	236,500	2/9 종가 기준
Upside	(%)	26.8	2/9 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 PUBG M에 대한 우려는 과도... 25년 모바일 슈팅장르는 Y/Y+18% 상승

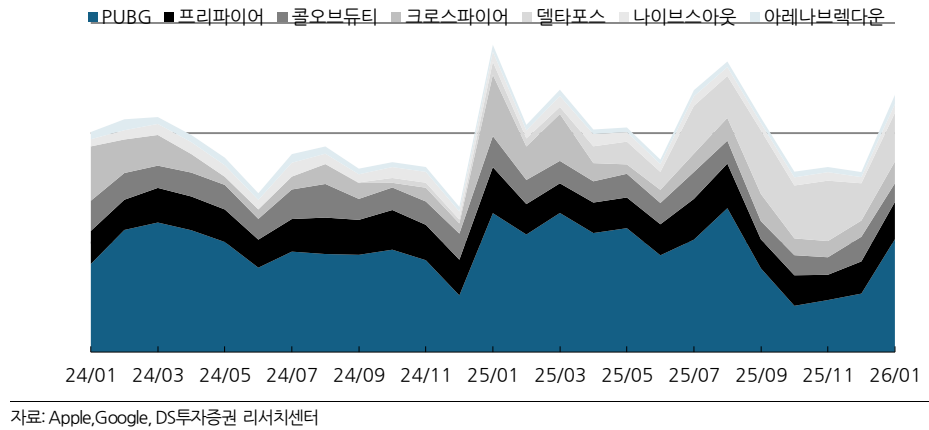


그림2 PUBG M 일매출 추이 - 2월은 춘절을 통한 반등 기대

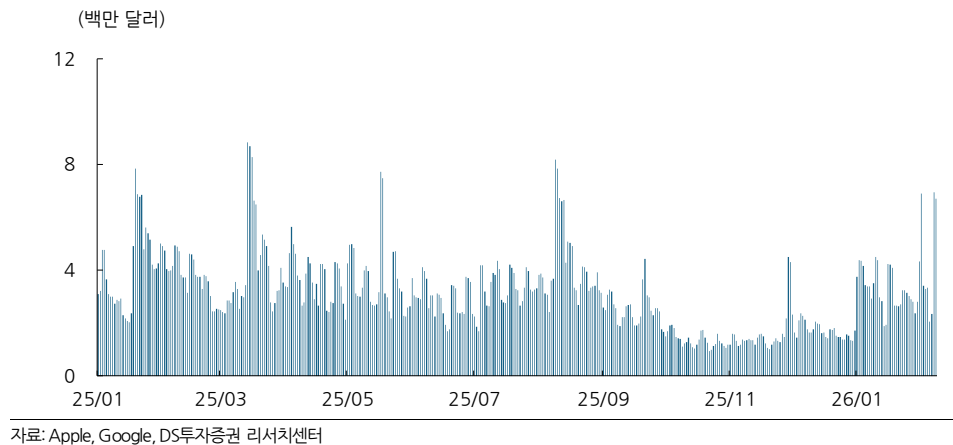
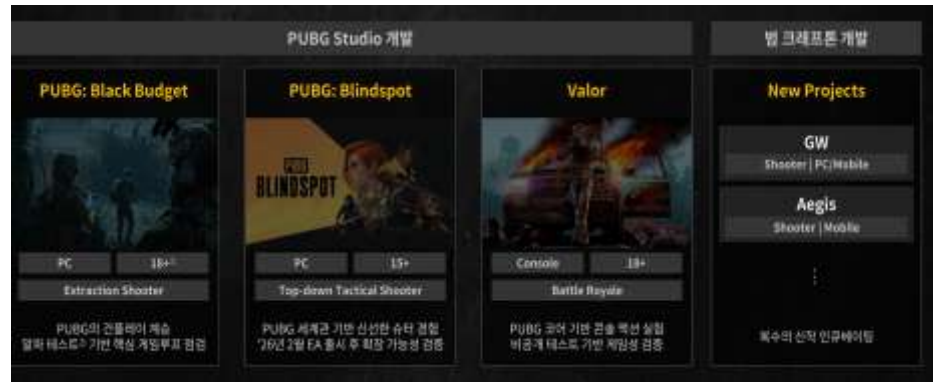


그림3 PUBG 2.0을 통해 다시 큰 폭의 성장 가능할 것으로 전망... UE5 `27업데이트 예상



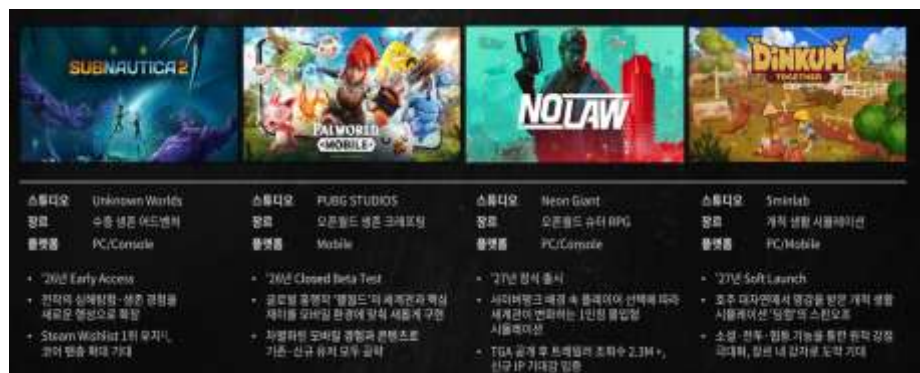
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림4 PUBG IP 신작



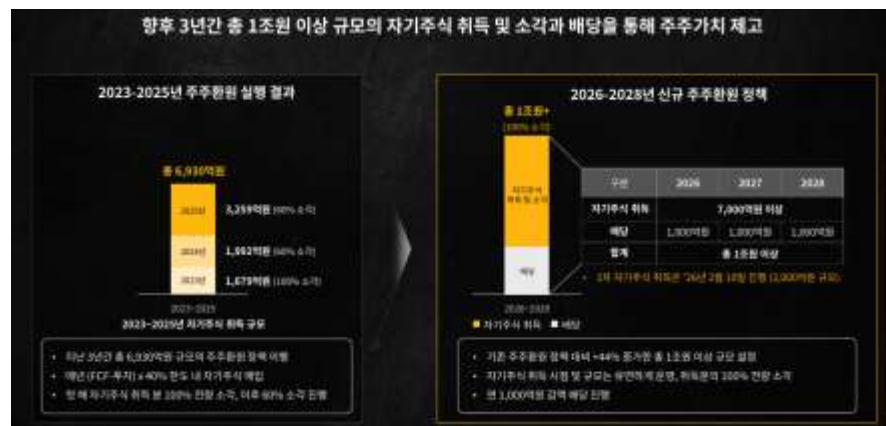
자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림5 주요 신작 라인업, '26년 출시 명확히 한 것은 서브노티카2 뿐



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

그림6 주주환원 강화는 긍정적... 연 천억원 감액배당도 포함



자료: 크래프톤, DS투자증권 리서치센터

[크래프톤 259960]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964	5,004	4,217	5,663	7,061	매출액	1,911	2,710	3,327	4,250	4,730
현금 및 현금성자산	721	582	591	1,734	2,892	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	717	1,018	972	1,167	1,295	매출총이익	1,911	2,710	3,327	4,250	4,730
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	1,143	1,527	2,272	3,133	3,279
기타	2,526	3,405	2,654	2,762	2,874	영업이익	768	1,182	1,054	1,117	1,451
비유동자산	2,476	2,915	4,195	4,207	4,250	(EBITDA)	876	1,289	1,201	1,303	1,618
관계기업투자등	872	1,037	1,271	1,323	1,377	금융손익	29	23	74	91	362
유형자산	257	240	441	377	339	이자비용	9	9	12	15	73
무형자산	608	656	920	880	842	관계기업등 투자손익	-40	-67	-35	-47	-47
자산총계	6,440	7,919	8,412	9,870	11,312	기타영업외손익	71	584	-132	184	186
유동부채	521	785	973	1,325	1,345	세전계속사업이익	829	1,723	961	1,346	1,953
매입채무 및 기타채무	224	238	0	0	0	계속사업법인세비용	235	420	225	350	508
단기금융부채	73	106	512	845	845	계속사업이익	594	1,303	736	996	1,445
기타유동부채	224	440	461	480	499	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	361	306	593	722	729	당기순이익	594	1,303	736	996	1,445
장기금융부채	215	154	440	563	563	지배주주	595	1,306	735	976	1,416
기타비유동부채	146	152	153	159	166	총포괄이익	593	1,303	736	996	1,445
부채총계	882	1,090	1,567	2,048	2,074	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,554	6,828	6,632	7,609	9,025	영업이익률 (%)	40.2	43.6	31.7	26.3	30.7
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	45.9	47.6	36.1	30.7	34.2
자본잉여금	1,472	1,478	1,476	1,476	1,476	당기순이익률 (%)	31.1	48.1	22.1	23.4	30.5
이익잉여금	3,895	5,081	5,640	6,616	8,032	ROA (%)	9.5	18.2	9.0	10.7	13.4
비지배주주지분(연결)	4	1	213	213	213	ROE (%)	11.2	21.1	10.9	13.7	17.0
자본총계	5,559	6,829	6,846	7,822	9,238	ROIC (%)	13.4	18.9	14.3	13.7	17.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662	908	231	932	1,416	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	594	1,303	734	996	1,445	P/E	15.7	10.9	14.6	11.0	7.6
비현금수익비용가감	324	126	-461	219	192	P/B	1.7	2.2	1.7	1.5	1.2
유형자산감가상각비	77	85	115	140	123	P/S	4.9	5.5	3.4	2.6	2.4
무형자산상각비	31	22	31	46	44	EV/EBITDA	10.0	11.3	9.6	8.3	6.0
기타현금수익비용	216	8	-612	33	24	P/CF	10.2	10.5	41.1	9.2	6.8
영업활동 자산부채변동	-139	-276	-41	-283	-220	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-148	-227	34	-194	-128	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	3.1	41.8	22.8	27.8	11.3
매입채무 증가(감소)	-62	1	20	0	0	영업이익	2.2	54.0	-10.8	6.0	29.9
기타자산, 부채변동	70	-50	-95	-89	-92	세전이익	21.2	107.9	-44.2	40.1	45.0
투자활동 현금	-394	-832	34	-245	-258	당기순이익	18.8	119.3	-43.5	35.4	45.0
유형자산처분(취득)	-34	-20	-85	-76	-85	EPS	20.8	131.9	-43.1	32.9	45.0
무형자산 감소(증가)	25	-6	-2	-6	-6	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-22	-723	702	-99	-101	부채비율	15.9	16.0	22.9	26.2	22.4
기타투자활동	-364	-83	-581	-63	-66	유동비율	761.4	637.6	433.3	427.3	525.2
재무활동 현금	-225	-259	-257	456	0	순차입금/자기자본(x)	-10.1	-6.6	5.1	-4.3	-16.2
차입금의 증가(감소)	-57	-63	344	456	0	영업이익/금융비용(x)	86.2	125.0	87.5	72.8	19.8
자본의 증가(감소)	-168	-195	-601	0	0	총차입금 (십억원)	288	260	953	1,409	1,409
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-563	-451	349	-338	-1,497
기타재무활동	-1	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	46	-139	9	1,143	1,158	EPS	12,310	28,545	16,242	21,579	31,299
기초현금	675	721	582	591	1,734	BPS	114,849	142,524	139,941	160,541	190,420
기말현금	721	582	591	1,734	2,892	SPS	39,505	56,564	70,190	89,680	99,810
NOPLAT	551	894	807	827	1,074	CFPS	18,992	29,810	5,753	25,639	34,534
FCF	385	320	266	687	1,158	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)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-03-31	담당자변경				
2025-03-31	매수	560,000	-34.6	-31.1	
2025-04-30	매수	560,000	-34.8	-31.1	
2025-06-26	매수	560,000	-37.0	-34.7	
2025-07-30	매수	500,000	-38.0	-32.2	
2025-11-05	매수	400,000	-35.5	-31.3	
2025-12-09	매수	370,000	-34.2	-28.2	
2026-02-10	매수	300,000			

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 2025.12.31

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 당사에 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.