

EARNINGS
REVIEW

크래프톤 (259960/KS)

신작 출시 전까진 PUBG 트래픽/매출이 관건

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

Signal: PC, 모바일 트래픽과 매출 순위 하락에 대한 follow-up 필요**Key:** 3Q25 실적은 예상보다 컸던 비용 증가에 따라 컨센서스 하회**Step:** 12MF P/E 12 배 수준이지만 트래픽 하향 시기엔 큰 매력 없음

매수(유지)

목표주가: 380,000 원(하향)

현재주가: 279,000 원

상승여력: 36.2%

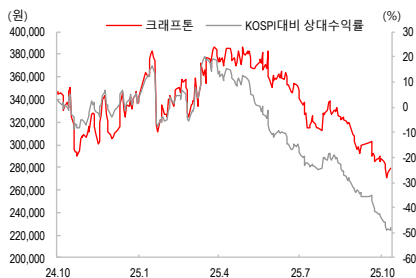
STOCK DATA

주가(25/11/04)	279,000 원
KOSPI	4,121.74 pt
52 주 최고가	386,000 원
60 일 평균 거래대금	33 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	4,739 만주
시가총액	13,223 십억원
주요주주	
장병규(외 31)	21.90%
IMAGEFRAMEINVESTMENT	14.01%
외국인 지분율	42.33%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

3 분기 매출액 8,706 억원(+21.0% YoY), 영업이익 3,486 억원(+7.5% YoY), 지배 주주순이익 3,675 억원(+201.0% YoY)으로 영업이익은 컨센서스 3,661 억원을 하회했다. PC 매출은 3,539 억원(+29.0% YoY)으로 에스파, 부가티, GD 콜라보 효과로 양호한 매출액을 기록했다. 모바일은 4,885 억원(+14.8% YoY)으로 펍지모바일의 테마모드와 BGMI 의 현지화 콘텐츠 흥행으로 견조했다. 영업비용은 5,220 억원(+32.2% YoY)으로 넵툰 연결 편입에 따른 인건비 증가, PUBG 2.0 전환 준비, 언노운월즈 소송 비용 등이 발생하며 예상보다 크게 증가했다.

트래픽에 대한 우려

최근 PUBG 프랜차이즈 PC 와 모바일 모두 경쟁작 출시 및 흥행 영향으로 트래픽과 매출 순위가 하락하고 있다. 2분기 PUBG PC 의 스팀 월평균 이용자 수는 31만명에서 3분기 29만명으로 감소, 10 월은 27만명 수준까지 감소했다. 경쟁작 배틀필드 6 의 트래픽이 감소하고 있고, 4 분기 PUBG 는 콜라보 콘텐츠도 준비하고 있어 트래픽이 일부 회복할 수는 있겠지만 상반기 수준까지 도달하기는 어려울 것으로 판단된다. 화평정영 또한 경쟁작 흥행으로 인해 최근 iOS 매출 순위가 8위 수준으로 하락했다.

목표주가 38 만원으로 하향

신작 출시가 부재한 가운데, 견조하던 PUBG IP 서비스들의 흔들림은 전체 실적에 큰 영향을 미친다. 내년 신작에 대한 기대감과 실적이 반영되기는 아직 이른 시기로 판단한다. Target multiple 을 3 년 평균 수준(15.1x)으로 하향(기존 19x)하며 목표주가를 38 만원으로 하향한다. 현재 P/E 12 배이지만 트래픽 하향 시기에는 큰 매력은 없다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	871	851	2.3	846	2.9	3,093	3,127	-1.1	3,207	-3.6
영업이익(십억원)	349	377	-7.5	367	-5.0	1,290	1,343	-3.9	1,358	-5.0
지배주주순이익(십억원)	368	279	31.7	290	26.7	944	836	12.9	942	0.2
영업이익률(%)	40.0	44.3	-4.3%p	43.4	-3.4%p	41.7	42.9	-1.2%p	42.3	-0.6%p
지배주주순이익률(%)	42.2	32.8	9.4%p	34.3	7.9%p	30.5	26.7	3.8%p	29.4	1.1%p

자료: SK 증권

크래프톤 목표주가 산출

구분	내용
2026E 지배주주순이익	1,129.5
Target P/E	15.1x
목표 시총(십억원)	17,057.9
주식 수(천 주)	45,431.5
적정 주가(원)	375,464
목표 주가(원)	380,000
현재 주가(원)	279,000
상승 여력	36.2%

자료: SK 증권

크래프톤 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	870.6	686.6	2,709.8	3,093.5	3,436.9
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	353.9	259.6	941.9	1,156.7	1,239.6
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	488.5	392.8	1,689.8	1,841.2	2,021.0
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.2	10.4	44.3	43.4	91.1
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	522.0	448.6	1,527.3	1,803.5	1,961.9
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	155.5	164.1	516.8	614.7	709.6
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	128.6	93.3	349.3	410.8	444.3
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	141.6	108.3	316.1	430.3	453.0
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	43.3	40.9	101.4	133.1	149.7
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	5.4	6.1	102.4	49.4	37.1
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	43.0	47.7	36.0	141.3	165.2	168.2
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	348.6	238.0	1,182.5	1,289.9	1,474.9
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	37.2%	40.0%	34.7%	43.6%	41.7%	42.9%
순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	15.5	369.4	199.3	1,302.6	955.7	1,189.0
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	372.0	15.2	367.5	189.3	1,306.1	944.1	1,129.5
YoY growth rate											
매출액	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	-6.4%	21.0%	11.2%	41.8%	14.2%	11.1%
PC	36.5%	63.5%	126.1%	39.2%	32.8%	14.8%	29.0%	11.6%	61.3%	22.8%	7.2%
모바일	15.5%	104.2%	37.6%	5.7%	32.3%	-14.5%	14.8%	8.4%	35.7%	9.0%	9.8%
콘솔	58.5%	-53.9%	-1.7%	-29.4%	14.2%	11.7%	-13.8%	-15.6%	-20.4%	-2.0%	109.7%
영업비용	39.0%	46.7%	51.3%	8.6%	17.3%	11.0%	32.2%	11.6%	33.7%	18.1%	8.8%
인건비	20.4%	25.6%	30.1%	9.7%	22.2%	13.3%	16.8%	23.7%	20.9%	19.0%	15.4%
앱수수료/매출원가	83.8%	141.0%	68.6%	-3.5%	22.3%	8.3%	27.3%	9.9%	54.0%	17.6%	8.2%
지급수수료	-0.4%	8.3%	24.0%	58.1%	37.3%	25.9%	76.0%	10.6%	22.1%	36.1%	5.3%
광고선전비	144.1%	145.1%	65.7%	10.6%	84.6%	22.7%	44.7%	8.0%	53.6%	31.2%	12.5%
주식보상비용	319.5%	288.7%	목전	-62.7%	-57.4%	-43.3%	-63.1%	-42.1%	270.5%	-51.8%	-24.9%
기타	2.6%	9.3%	0.7%	3.7%	19.4%	23.2%	32.9%	-6.0%	4.0%	16.9%	1.8%
영업이익	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-25.9%	7.5%	10.5%	54.0%	9.1%	14.3%
영업이익률	-5.9%p	13.0%p	3.1%p	4.1%p	5.7%p	-9.8%p	-5.1%p	-0.2%p	3.4%p	-1.9%p	1.2%p
순이익	30.5%	165.7%	-42.6%	목전	6.6%	-95.4%	204.4%	-59.4%	119.3%	-26.6%	24.4%

자료: 크래프톤, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	851.4	739.1	871.1	847.6	870.6	686.6	853.4	812.0	2.3%	-7.1%	-2.0%	-4.2%
영업이익	376.6	263.5	398.5	362.8	348.6	238.0	400.8	356.8	-7.4%	-9.7%	0.6%	-1.6%
지배주주순이익	271.6	165.2	302.9	290.5	367.5	189.3	291.2	272.7	35.3%	14.6%	-3.9%	-6.1%

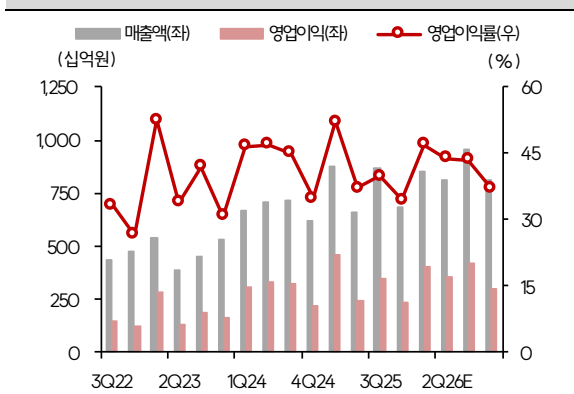
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	3,126.8	3,540.7	4,214.3	3,093.5	3,436.9	4,107.7	-1.1%	-2.9%	-2.5%
영업이익	1,343.4	1,502.3	1,859.8	1,289.9	1,474.9	1,831.3	-4.0%	-1.8%	-1.5%
지배주주순이익	823.9	1,172.8	1,357.5	944.1	1,129.5	1,351.3	14.6%	-3.7%	-0.5%

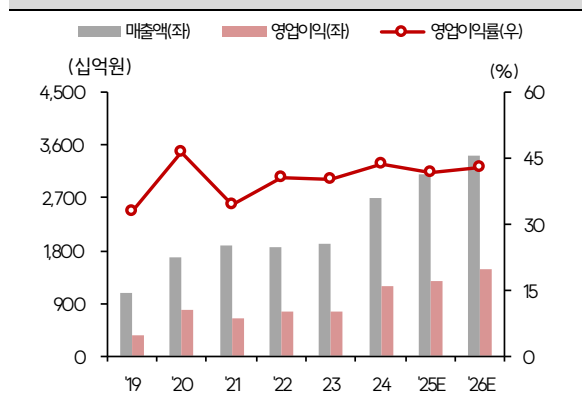
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



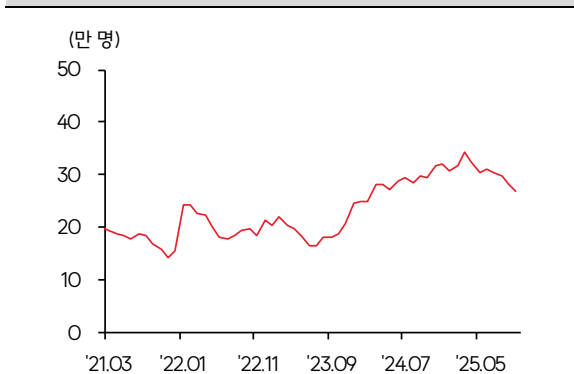
자료: SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



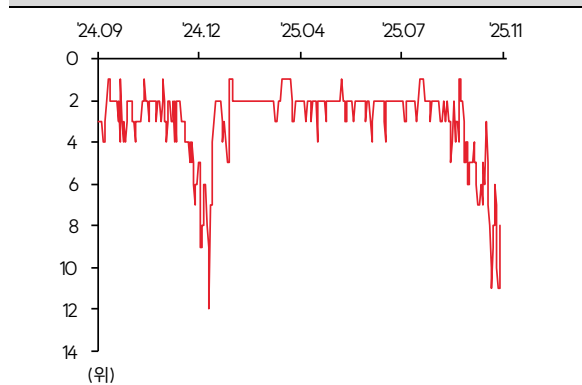
자료: SK 증권

<PUBG: BATTLEGROUNDS> Steam 월평균 이용자 수 추이



자료: steamdb, SK 증권

화평정영 iOS 순위 추이



자료: mobileindex, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964	5,004	5,140	6,122	7,123
현금및현금성자산	721	582	879	1,624	2,424
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,132	1,340	1,516
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	3,220	3,516	4,045
장기금융자산	347	426	465	488	507
유형자산	257	240	373	384	615
무형자산	608	656	772	887	1,041
자산총계	6,440	7,919	8,360	9,638	11,168
유동부채	521	785	624	717	795
단기금융부채	73	78	87	103	117
매입채무 및 기타채무	35	37	265	314	355
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	361	306	325	321	319
장기금융부채	131	120	150	120	96
장기매입채무 및 기타채무	15	24	0	0	0
장기충당부채	14	13	15	18	20
부채총계	882	1,090	949	1,038	1,114
지배주주지분	5,554	6,828	7,396	8,526	9,877
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,489	1,489	1,489
기타자본구성요소	97	105	-34	-34	-34
자기주식	0	-80	-227	-227	-227
이익잉여금	3,895	5,081	5,847	6,976	8,327
비지배주주지분	4	1	15	75	177
자본총계	5,559	6,829	7,411	8,600	10,053
부채와자본총계	6,440	7,919	8,360	9,638	11,168

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	662	908	1,138	1,220	1,533
당기순이익(손실)	594	1,303	956	1,189	1,453
비현금성항목등	324	126	679	604	740
유형자산감가상각비	77	85	99	97	119
무형자산상각비	31	22	25	35	46
기타	216	19	555	471	575
운전자본감소(증가)	-139	-276	38	-105	-89
매출채권및기타채권의감소(증가)	-148	-227	-197	-208	-176
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	1	276	49	41
기타	-262	-507	-1,075	-934	-1,142
법인세납부	-146	-263	-540	-467	-571
투자활동현금흐름	-394	-832	-338	-459	-720
금융자산의감소(증가)	164	-517	89	-26	-22
유형자산의감소(증가)	-34	-20	-131	-108	-350
무형자산의감소(증가)	25	-6	-140	-150	-200
기타	-549	-289	-156	-175	-148
재무활동현금흐름	-225	-259	-556	-14	-10
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-199	16	14
장기금융부채의증가(감소)	-57	-63	-34	-30	-24
자본의증가(감소)	23	6	11	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-192	-201	-334	0	0
현금의 증가(감소)	46	-139	298	745	800
기초현금	675	721	582	879	1,624
기말현금	721	582	879	1,624	2,424
FCF	629	888	1,007	1,112	1,183

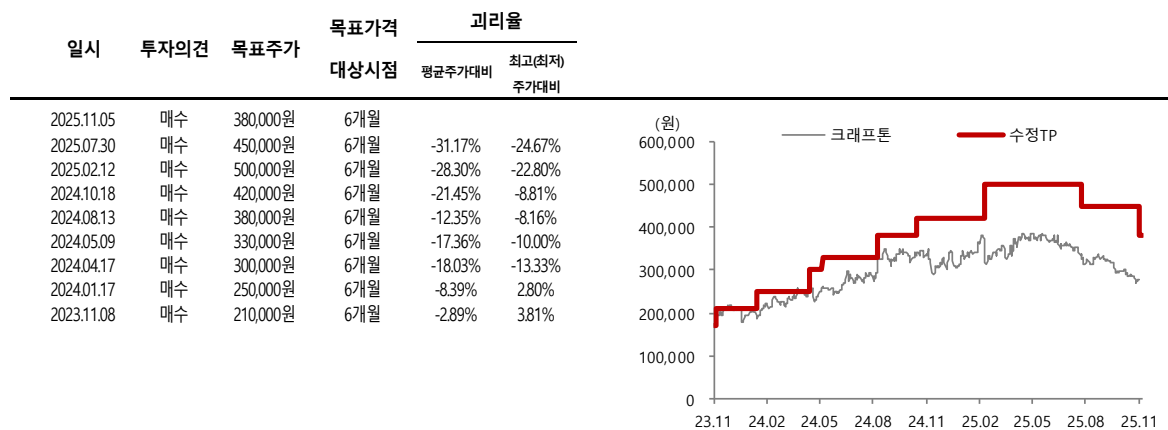
자료 : 크래프톤, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,093	3,437	4,108
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,093	3,437	4,108
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,143	1,527	1,804	1,962	2,276
영업이익	768	1,182	1,290	1,475	1,831
영업이익률(%)	40.2	43.6	41.7	42.9	44.6
비영업손익	61	540	-3	181	193
순금융손익	29	23	0	0	0
외환관련손익	18	123	0	0	0
관계기업등 투자손익	-44	-48	-12	0	0
세전계속사업이익	829	1,723	1,287	1,656	2,024
세전계속사업이익률(%)	43.4	63.6	41.6	48.2	49.3
계속사업법인세	235	420	331	467	571
계속사업이익	594	1,303	956	1,189	1,453
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	956	1,189	1,453
순이익률(%)	31.1	48.1	30.9	34.6	35.4
지배주주	595	1,306	944	1,130	1,351
지배주주귀속 순이익률(%)	31.2	48.2	30.5	32.9	32.9
비지배주주	-1	-3	12	59	102
총포괄이익	593	1,376	887	1,189	1,453
지배주주	594	1,380	891	1,197	1,463
비지배주주	-1	-4	-4	-8	-10
EBITDA	876	1,289	1,414	1,607	1,996

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	3.1	41.8	14.2	11.1	19.5
영업이익	2.2	54.0	9.1	14.3	24.2
세전계속사업이익	21.2	107.9	-25.3	28.7	22.2
EBITDA	2.0	47.1	9.7	13.7	24.2
EPS	17.3	121.5	-26.9	19.6	19.6
수익성 (%)					
ROA	9.5	18.1	11.7	13.2	14.0
ROE	11.2	21.1	13.3	14.2	14.7
EBITDA마진	45.9	47.6	45.7	46.8	48.6
안정성 (%)					
유동비율	761.4	637.6	823.9	854.2	895.6
부채비율	15.9	16.0	12.8	12.1	11.1
순차입금/자기자본	-52.2	-53.3	-49.9	-52.1	-52.9
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	19,920	23,833	28,512
BPS	114,849	144,190	160,841	184,674	213,186
CFPS	14,544	29,485	22,531	26,627	31,987
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	15.7	11.5	14.0	11.7	9.8
PBR	1.7	2.2	1.7	1.5	1.3
PCR	13.3	10.6	12.4	10.5	8.7
EV/EBITDA	7.4	8.8	6.7	5.5	4.1
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 기관투자가 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 (2025년 11월 05일 기준)

매수 92.02% 중립 7.98% 매도 0.00%