2025. 11. 5

크래프톤 259960

예상대로 좋았던 PC. 아쉬운 모바일

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

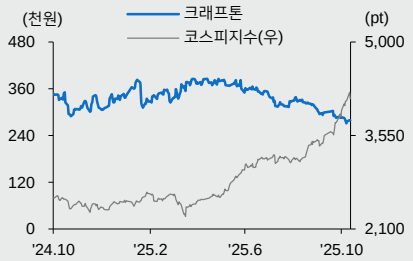
- ✓ 3분기 연결 영업이익은 3,486억원으로 기대치 하회. PC는 견조하나 모바일 하회
- ✓ 비연속적 성격 비용 제외 시 이익은 양호. 외환 영향으로 순이익은 기대 상회
- ✓ 신작 부재, 성장이 아닌 유지에 초점 맞춰지는 상황에 확실한 수요를 증명하는 AI 인프라 산업에 대한 쏠림은 동사를 포함한 게임 섹터 매도 더욱 부추겨
- ✓ 확정된 신작 날짜 없는 현 상황 유지된다면 지스타에서 신작 반응이 연말까지 중요

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**510,000 원**
현재주가 (11.4)	**279,000 원**
상승여력	**82.8%**
KOSPI	4,121.74pt
시가총액	132,229억원
발행주식수	4,739만주
유동주식비율	57.76%
외국인비중	42.33%
52주 최고/최저가	386,000원/271,000원
평균거래대금	325.4억원
주요주주(%)	
장병규 외 31 인	21.90
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	14.01
국민연금공단	7.18

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-6.7	-27.5	-17.3
상대주가	-19.7	-55.0	-48.1

주가그래프



3Q25 Review: PC 좋았지만 모바일 하회

3분기 동사 연결 매출 및 영업이익은 8,706억원(+21.0% YoY)과 3,486억원(+7.5% YoY)으로 기대치를 하회했다. 1) 모바일 300억원 하회, 2) 비연속적 성격의 일부 비용으로 당사 이익 추정을 500억원 하회했다. 3분기 PC는 스팀 데이터(Current player)가 낳은 우려와 달리 MAU가 9% 증가하며 양호한 성과를 기록했다. 7월 에스파 콜라보(뉴진스의 170%), 8월 부가티 콜라보가 이어지며 PC 매출은 29% 증가, 기대치에 부합했다. 반면, 모바일이 기대를 하회했다. 슈퍼카 콜라보로 15% 성장, 예상에 부합한 것으로 보이나 넵튠 반영을 감안하면 테크놀로지 수익에서 예상을 300억 하회한 것으로 추정된다. 동사는 지난 7월 자회사 '언노운월즈' 임원진 이슈가 발생, 기대작이었던 〈서브노티카2 얼리억세스〉 출시가 2026년으로 지연되었음을 공식화했다. 이와 관련하여 3분기 비연속적 성격의 소송비가 100억원 이상, 국책 사업 관련 서버비 등이 2분기 대비 추가된 점을 제외하면 특이사항은 없었다.

주가의 반전 위해서는

우려를 낳았던 3분기 펍지 PC 매출은 견조했으나 주가는 그렇지 못했다. 〈델타포스〉, 〈배틀필드6〉 등 경쟁작이 등장하며 투자자의 우려가 커졌고, 하반기 예정 신작이 지연되며 모멘텀이 부재했기 때문이다. 이유가 제각각이나 전반적인 코스피 게임주 주가는 크래프톤과 크게 다르지 않았다. 확실한 수요를 보여주는 AI 인프라 주식에 대한 쏠림은 반복된 신작 지연, 유지에 초점이 맞춰진 게임주 매도를 더욱 부추겼다. 4분기 펍지 PC는 포르쉐 콜라보로 양호하나 QoQ 밋밋하며 모바일은 춘절 이전 쉬어가는 시기다. 결국 지스타를 통해 공개될 〈팰월드M〉이 2년전 〈인조이〉처럼 반응을 이끌어내야 한다. 체크 후 신규 적정주가를 제시할 전망이다. 이를 제외하면 순환매에 따른 밸류에이션 매력 부각이 연말까지 유효한 포인트다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.9	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024	2,709.8	1,182.5	1,306.1	27,162	122.3	142,524	11.5	2.2	8.8	21.1	16.0
2025E	3,149.9	1,307.3	1,080.2	22,696	-16.4	159,984	12.3	1.7	6.7	15.0	14.3
2026E	3,537.9	1,436.6	1,222.5	25,971	14.4	179,623	10.7	1.6	5.8	15.3	13.0
2027E	4,317.7	1,792.7	1,432.5	30,578	17.7	200,668	9.1	1.4	4.4	16.1	13.8

표1 크래프톤 3Q25P 분기 영업이익 컨센서스 하회, 순이익은 외환차익 영향으로 상회

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	870.6	719.3	21.0	662.0	31.5	846.5	2.9	915.0	-4.9
영업이익	348.6	324.4	7.5	246.1	41.7	367.1	-5.0	400.9	-13.0
세전이익	486.7	196.7	147.4	23.9	1936.5	413.3	17.8	514.7	-5.4
순이익	347.5	122.1	184.7	15.2	2323.9	290.4	19.7	334.5	3.9
영업이익률(%)	40.0	45.1		37.2		43.4		43.8	
세전이익률(%)	55.9	27.4		3.6		48.8		56.3	
순이익률(%)	39.9	17.0		2.3		34.3		36.6	

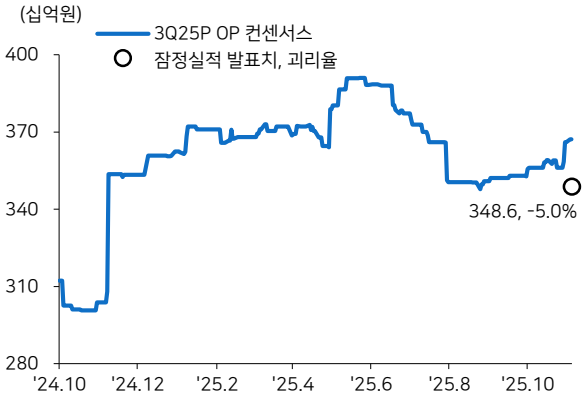
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표2 크래프톤 2025년 · 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 각각 -4%, -5% 하회 전망

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	3,149.8	3,254.3	-3.2	3,537.9	3,605.4	-1.9
영업이익	1,307.3	1,392.3	-6.1	1,436.6	1,477.2	-2.7
세전이익	1,433.3	1,490.7	-3.8	1,605.5	1,631.5	-1.6
순이익	1,080.2	1,091.1	-1.0	1,222.4	1,240.6	-1.5
영업이익률(%)	41.5	42.8	-1.3%p	40.6	41.0	-0.4%p
세전이익률(%)	45.5	45.8	-0.3%p	45.4	45.3	0.1%p
순이익률(%)	34.3	33.5	-0.8%p	34.6	34.4	0.1%p

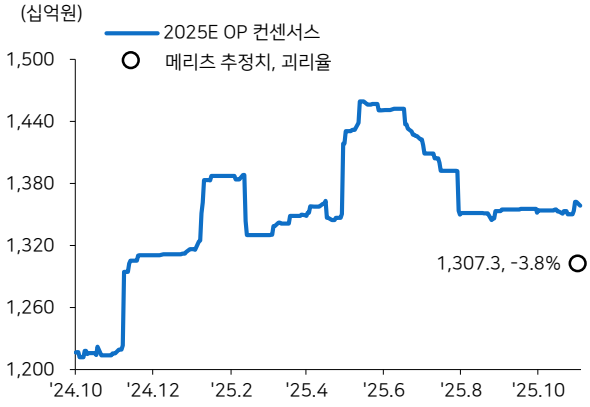
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25P 분기 영업이익, 컨센서스 -5% 하회 기록



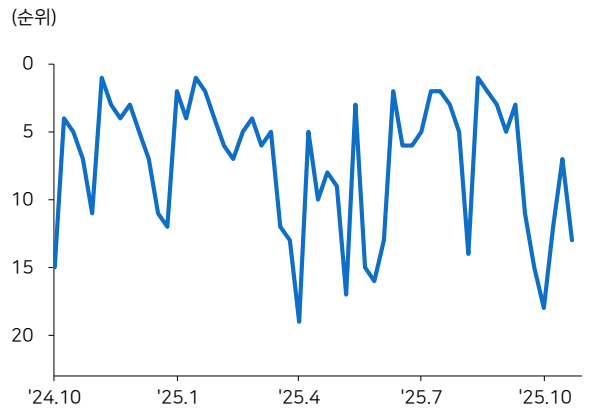
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -4% 하회 전망



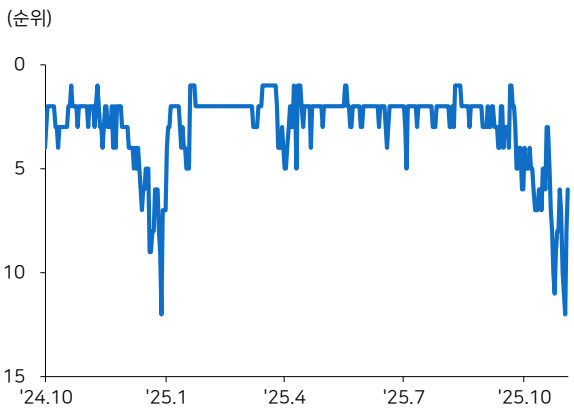
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <PUBG> 스팀 주간 매출 순위(글로벌)



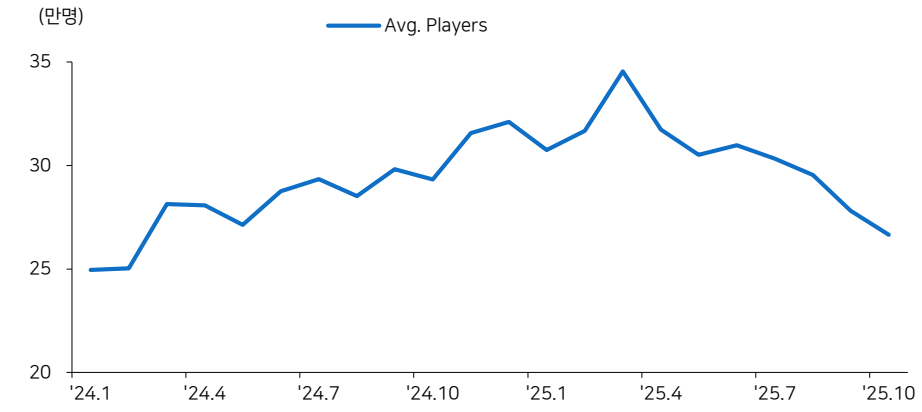
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <화평정영> 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 동접자 수 YoY 하락으로 우려 부추겼으나 실제 +9% YoY



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

표3 크래프톤 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.06.28	장화홍련: 기억의 조각	PC	5민랩(100%)	자회사개발
23.08.03	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사개발
23.08.22	킬 더 크로우즈	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.01.31	트리니티 서바이버즈 (얼리억세스)	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사개발
24.04.05	불릿 에코 인도 (소프트런칭)	모바일	젭토렙	퍼블리싱
24.05.23	마법소녀 루루핑 (얼리엑세스)	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.09.09	민간군사기업 매니저 (체험판)	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.10.31	리댁티드	PC, 콘솔	스트라이킹 디스턴스 스튜디오(100%)	자회사개발
24.12.11	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
25.02.05	프로젝트AB (캐나다 소프트런칭)	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
25.03.28	**프로젝트 인조이 (얼리억세스)**	**PC, 콘솔**	**크래프톤**	**자체개발**
25.04.23	딩컴	PC	제임스 벤던(1인)	퍼블리싱
25.04.28	민간군사기업 매니저 (얼리억세스)	PC	5민랩(100%)	자회사개발
25.06.11	어비스 오브 던전(4개국 소프트런칭)	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
25.07.08	서브노티카	모바일	언노운월즈(100%)	자회사개발
25.11.07	마이 리틀 퍼피	PC	드림모션(100%)	자회사개발
2026 이후	**서브노티카2 (얼리억세스)**	**PC, 콘솔**	**언노운월즈(100%)**	**자회사개발**
	PUBG: Blind Spot	**PC**	**크래프톤**	**자체개발**
	팰월드 모바일	**모바일**	**PUBG 스튜디오**	**자회사개발**
	딩컴 투게더	멀티플랫폼	5민랩(100%)	자회사개발
	프로젝트 블랙버짓	**PC**	**크래프톤**	**자체개발**
	Valor	콘솔	크래프톤	자체개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스	PC	크래프톤	자체개발

주1: 상기 출시 일정은 크래프톤의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
주2: 프로젝트AB는 구, 어비스 오브 던전
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표4 크래프톤 실적 전망: 팰월드 모바일 미반영. 게임 확인 후 반영 예정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	**665.9**	**707.0**	**719.3**	**617.6**	**874.2**	**662.0**	**870.6**	**743.0**	**2,709.8**	**3,149.8**	**3,537.9**
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	353.9	287.3	941.9	1,184.5	1,333.7
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	488.5	422.6	1,689.8	1,871.0	1,989.0
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.2	10.4	44.3	43.5	143.5
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	18.0	22.7	33.7	50.9	71.6
% YoY											
매출	*23.6*	*82.7*	*59.7*	*15.5*	*31.3*	*-6.4*	*21.0*	*20.3*	*41.8*	*16.2*	*12.3*
PC	*36.5*	*63.5*	*126.1*	*39.2*	*32.8*	*14.8*	*29.0*	*23.5*	*61.3*	*25.8*	*12.6*
모바일	*15.5*	*104.2*	*37.6*	*5.7*	*32.3*	*-14.5*	*14.8*	*16.7*	*35.7*	*10.7*	*6.3*
콘솔	*58.5*	*-53.9*	*-1.7*	*-29.4*	*14.2*	*11.7*	*-13.8*	*-15.2*	*-20.4*	*-1.9*	*230.0*
기타	*77.2*	*14.1*	*-1.3*	*41.8*	*-39.2*	*-28.7*	*131.3*	*117.0*	*28.8*	*50.9*	*40.7*
영업비용	**355.4**	**374.9**	**394.9**	**402.1**	**416.9**	**416.0**	**522.0**	**487.7**	**1,527.3**	**1,842.6**	**2,101.2**
% to sales	*53.4*	*53.0*	*54.9*	*65.1*	*47.7*	*62.8*	*60.0*	*65.6*	*56.4*	*58.5*	*59.4*
% YoY	*39.0*	*46.7*	*51.3*	*8.6*	*17.3*	*11.0*	*32.2*	*21.3*	*33.7*	*20.6*	*14.0*
인건비	163.6	164.8	147.6	143.2	166.3	146.8	155.5	157.0	516.8	607.7	717.3
스톡옵션 관련 비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	5.4	5.5	102.4	48.7	72.3
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	128.6	108.2	349.3	425.7	495.9
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	141.6	117.4	316.1	439.4	485.4
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	43.3	47.2	101.4	139.4	139.1
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	62.9	53.1	58.0	243.7	230.4	263.5
영업이익	**310.5**	**332.1**	**324.4**	**215.5**	**457.3**	**246.1**	**348.6**	**255.3**	**1,182.5**	**1,307.3**	**1,436.6**
% YoY	*9.7*	*152.6*	*71.4*	*31.1*	*47.3*	*-25.9*	*7.5*	*18.5*	*54.0*	*10.6*	*9.9*
영업이익률(%)	*46.6*	*47.0*	*45.1*	*34.9*	*52.3*	*37.2*	*40.0*	*34.4*	*43.6*	*41.5*	*40.6*
세전이익	465.3	458.1	196.7	602.6	498.9	23.9	486.7	423.8	1,722.7	1,433.3	1,605.5
% YoY	*28.4*	*187.2*	*-29.9*	*2,193.1*	*7.2*	*-94.8*	*147.4*	*-29.7*	*107.9*	*-16.8*	*12.0*
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	372.0	15.2	347.5	345.5	1,306.1	1,080.2	1,222.4
% YoY	*30.9*	*165.5*	*-42.4*	*흑전*	*6.3*	*-95.6*	*184.7*	*-29.8*	*119.4*	*-17.3*	*13.2*

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,910.6**	**2,709.8**	**3,149.9**	**3,537.9**	**4,317.7**
매출액증가율(%)	3.1	41.8	16.2	12.3	22.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,149.9	3,537.9	4,317.7
판매관리비	1,142.5	1,527.3	1,842.6	2,101.2	2,525.0
영업이익	**768.1**	**1,182.5**	**1,307.3**	**1,436.6**	**1,792.7**
영업이익률(%)	40.2	43.6	41.5	40.6	41.5
금융손익	28.6	23.1	16.8	24.9	15.9
종속/관계기업손익	-44.2	-47.9	-20.1	-33.7	-17.0
기타영업외손익	76.1	565.0	129.4	177.7	126.8
세전계속사업이익	828.6	1,722.7	1,433.3	1,605.5	1,918.3
법인세비용	234.6	420.1	331.4	383.1	485.8
당기순이익	**594.1**	**1,302.6**	**1,101.9**	**1,222.5**	**1,432.5**
지배주주지분 순이익	595.4	1,306.1	1,080.2	1,222.5	1,432.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**662.4**	**907.9**	**1,113.4**	**1,286.9**	**1,522.4**
당기순이익(손실)	594.1	1,302.6	1,101.9	1,222.5	1,432.5
유형자산상각비	77.2	84.9	99.0	113.4	127.7
무형자산상각비	30.8	21.6	33.1	33.1	33.1
운전자본의 증감	-139.5	-276.5	-179.1	-157.9	-134.4
투자활동 현금흐름	**-394.2**	**-831.6**	**-980.6**	**-480.3**	**-401.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-34.4	-20.3	-100.0	-105.0	-110.3
투자자산의감소(증가)	-269.1	-278.1	-190.1	-144.8	-222.0
재무활동 현금흐름	**-225.3**	**-258.7**	**-325.9**	**-380.9**	**-432.8**
차입금의 증감	-151.2	-28.0	0.0	8.8	17.7
자본의 증가	23.5	5.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.4	-139.4	-193.1	425.7	687.9
기초현금	674.7	721.1	581.7	388.6	814.2
기말현금	721.1	581.7	388.6	814.2	1,502.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964.4	5,004.4	5,142.6	5,714.6	6,743.0
현금및현금성자산	721.1	581.7	388.6	814.2	1,502.1
매출채권	700.4	1,006.8	1,170.3	1,314.4	1,604.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,552.9	3,822.5	3,977.0
유형자산	257.0	239.8	240.8	232.4	214.9
무형자산	607.8	656.2	1,123.2	1,290.1	1,257.0
투자자산	918.2	1,148.4	1,318.4	1,429.4	1,634.4
자산총계	**6,440.5**	**7,919.5**	**8,695.5**	**9,537.1**	**10,719.9**
유동부채	520.7	784.8	784.9	793.7	961.0
매입채무	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	361.0	305.5	305.5	305.5	339.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**881.6**	**1,090.3**	**1,090.4**	**1,099.2**	**1,300.0**
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,477.8	1,477.8	1,477.8
기타포괄이익누계액	85.2	158.7	158.7	158.7	158.7
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	5,982.7	6,959.6	8,395.9
비지배주주지분	4.4	1.3	23.0	23.0	19.1
자본총계	**5,558.8**	**6,829.1**	**7,605.1**	**8,437.9**	**9,420.0**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,217	56,353	66,181	75,163	92,165
EPS(지배주주)	12,221	27,162	22,696	25,971	30,578
CFPS	18,854	29,699	33,560	38,236	45,032
EBITDAPS	17,982	26,805	30,242	33,634	41,698
BPS	114,849	142,524	159,984	179,623	200,668
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	11.5	12.3	10.7	9.1
PCR	10.3	10.5	8.3	7.3	6.2
PSR	4.9	5.5	4.2	3.7	3.0
PBR	1.7	2.2	1.7	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	876.1	1,288.9	1,439.4	1,583.1	1,953.5
EV/EBITDA	7.4	8.8	6.7	5.8	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	21.1	15.0	15.3	16.1
EBITDA 이익률	45.9	47.6	45.7	44.7	45.2
부채비율	15.9	16.0	14.3	13.0	13.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	86.2	125.0	145.7	157.4	187.1
매출채권회전율(x)	3.1	3.2	2.9	2.8	3.0
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

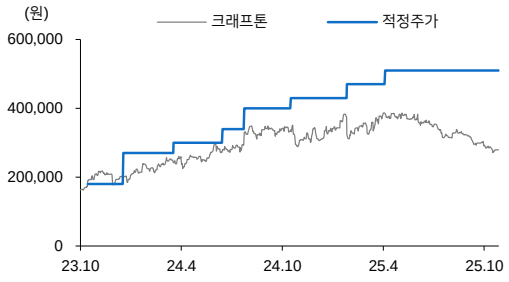
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.08	기업브리프	Hold	180,000	이효진	13.3	21.1
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이효진	-16.8	-4.8
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-13.8	-1.0
2024.07.05	기업브리프	Buy	340,000	이효진	-16.5	-13.4
2024.08.13	기업브리프	Buy	400,000	이효진	-16.3	-12.8
2024.11.04	산업분석	Buy	430,000	이효진	-23.7	-10.9
2025.02.12	기업브리프	Buy	470,000	이효진	-26.2	-17.9
2025.04.21	산업분석	Buy	510,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이