크래프톤(259960)

조금씩 개선되는 시장 환경

밸류에이션 하락세가 서서히 마무리

하반기 들어 크래프톤의 주가는 지속적으로 하락하며 부진한 모습을 보였다. 컨센서스 기준 2026년 PER은 10.2배까지 낮아졌다. 밸류에이션이 8~9배까지 하락하며 최저점을 기록했던 2023년 수준에 근접했다. 하반기 밸류에이션 하락을 가져왔던 이유와 상황을 재점검함으로써 2026년 투자 전략을 다시 세워보아야 할 때이다.

경쟁 심화의 우려가 가져온 밸류에이션 하락

하반기 주가 부진의 가장 큰 원인은 트래픽과 경쟁 심화에 대한 우려 때문이었다. PUBG PC가 3월 135만명으로 최대 유저수를 기록한 후 상반기 내내 80만명 이상의 트래픽을 유지했으나 하반기 들어 트래픽이 70만명대로 하락했으며 여기에 10월 EA가 출시한 배틀필드6와 11월 출시한 넥슨의 아크레이더스가 준수한 초반 흥행을 기록하면서 경쟁 심화에 따른 트래픽 감소 가능성이 더욱 부각되었다. 중국에서는 텐센트의 델타포스 흥행으로 화평정영의 트래픽 및 흥행에 대한 우려가 커졌다. 이러한 이유들로 밸류에이션이 역대 최저 수준까지 하락했다.

바닥은 지나고 있지만 신작 라인업의 추가적인 구체화가 필요

바닥은 지나가고 있다. 대표 경쟁작이었던 배틀필드6는 출시 후 시간이 흐르며 게임 시스템 및 버그 등 다양한 문제점이 부각되며 트래픽이 꾸준히 하락하고 있다. 반면 PUBG PC 트래픽은 최근 반등하는 모습을 보이고 있다. 그럼에도 냉정하게 바라볼 때 현재는 어느 정도 인내심이 필요한 상황이다. 앞선 자료에서 언급한 것처럼 현재 글로벌 투자자들이 게임사에 원하는 것은 PC와 콘솔에서의 성과 창출이다. 크래프톤이 장기적으로 PC와 콘솔 시장에서 가장 좋은 성과를 낼 잠재력이 있는 회사라는 점은 의심의 여지가 없지만 2026년은 신작이 많은 해가 아니다. 밸류에이션 매력이 높고 PUBG의 이익 창출력이 아직 건재하기 때문에 주가의 하방 경직성은 높겠지만 추가적으로 내년 이후 신작 라인업이 구체화되는 것을 지켜볼 필요가 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	1,911	768	595	12,812	20.1	876	15.1	7.4	1.6	11.2	0.0
2024A	2,710	1,182	1,306	28,593	123.2	1,289	10.9	8.7	2.1	21.1	0.0
2025F	3,090	1,301	978	21,409	(25.1)	1,406	11.7	5.4	1.4	13.3	0.0
2026F	3,592	1,441	1,243	27,203	27.1	1,545	9.2	4.4	1.2	14.6	0.0
2027F	4,037	1,569	1,360	30,475	12.0	1,671	8.2	3.7	1.0	13.7	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 390,000원 (유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
64	55	65	70

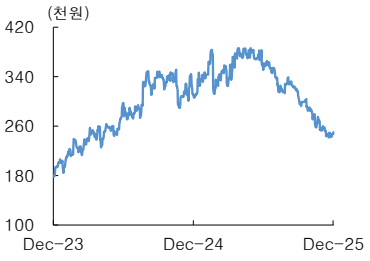
Stock Data

KOSPI(12/23)		4,117
주가(12/23)		250,000
시가총액(십억원)		11,850
발행주식수(백만)		47
52주 최고/최저가(원)		386,000/241,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)		31,111
유동주식비율/외국인지분율(%)		57.8/42.5
주요주주(%)	장병규 외 31 인	21.9
	IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	14.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.2)	(28.7)	(19.0)
KOSPI 대비(%p)	(8.0)	(65.3)	(87.6)

주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

인내심이 필요해졌다

크래프톤에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 390,000원을 유지한다. 밸류에이션이 과거 저점에 근접할 정도로 하락했고 가장 중요했던 PC쪽에서의 경쟁 심화에 대한 우려가 조금씩 사라지고 있기 때문에 추가 하락의 가능성은 제한적이다. 다만 시장에서 게임사들에게 원하는 포인트가 PC, 콘솔에서의 성과로 명확한 방향성이 확인되고 있으며 이 관점만 놓고 봤을 때 2026년 신작 라인업이 아직 소수라는 점은 다소 아쉽다. 시간이 흐를수록 신작의 수는 늘어날 것으로 예상되지만 투자자 입장에서는 인내심이 필요해질 시기이다.

<표 1> 실적 전망 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후			변경 전			차이		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	3,090	3,592	4,037	3,111	3,647	3,968	(0.7%)	(1.5%)	1.8%
영업이익	1,301	1,441	1,569	1,313	1,470	1,538	(0.9%)	(1.9%)	2.0%
영업이익률	42.1%	40.1%	38.9%	42.2%	40.3%	38.8%	(0.1%p)	(0.2%p)	0.1%p
세전이익	1,305	1,679	1,838	1,317	1,708	1,808	(0.9%)	(1.7%)	1.7%
순이익	978	1,243	1,360	987	1,264	1,338	(0.9%)	(1.7%)	1.7%
EPS(원)	21,409	27,203	30,475	21,601	27,664	29,973	(0.9%)	(1.7%)	1.7%
BPS(원)	176,516	206,000	238,122	176,720	206,677	238,296	(0.1%)	(0.3%)	(0.1%)
ROE(%)	13.3	14.6	13.7	13.4	14.8	13.5	(0.1%p)	(0.2%p)	0.3%p

주: EPS, BPS, ROE는 지배주주지분 기준
자료: 한국투자증권

<표 2> 크래프톤 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**874**	**662**	**871**	**683**	**928**	**788**	**1,057**	**819**	**1,911**	**2,710**	**3,090**	**3,592**
%YoY	*31.3*	*(6.4)*	*21.0*	*10.6*	*6.1*	*19.1*	*21.4*	*19.9*	*3.0*	*41.8*	*14.0*	*16.2*
PC	324	220	354	247	347	260	402	301	584	942	1,144	1,310
모바일	532	428	488	410	549	477	607	464	1,245	1,690	1,858	2,097
콘솔	13	10	10	9	14	35	31	37	56	44	42	117
기타	5	5	18	18	17	17	17	16	26	34	46	67
영업비용	**417**	**416**	**522**	**434**	**500**	**510**	**607**	**534**	**1,143**	**1,527**	**1,789**	**2,151**
%YoY	*17.3*	*11.0*	*32.2*	*8.0*	*20.0*	*22.5*	*16.3*	*22.9*	*3.6*	*33.7*	*17.1*	*20.2*
영업이익	**457**	**246**	**349**	**249**	**428**	**279**	**450**	**285**	**768**	**1,182**	**1,301**	**1,441**
%YoY	*47.3*	*(25.9)*	*7.5*	*15.6*	*(6.5)*	*13.3*	*29.0*	*14.5*	*2.2*	*54.0*	*10.0*	*10.8*
세전이익	**499**	**24**	**487**	**295**	**474**	**341**	**523**	**342**	**829**	**1,723**	**1,305**	**1,679**
%YoY	*7.2*	*(94.8)*	*147.4*	*(51.0)*	*(5.1)*	*1,326.1*	*7.4*	*15.8*	*21.1*	*107.9*	*(24.3)*	*28.7*
순이익	**371**	**16**	**369**	**222**	**350**	**252**	**387**	**253**	**594**	**1,303**	**978**	**1,243**
%YoY	*6.6*	*(95.4)*	*204.4*	*(54.9)*	*(5.7)*	*1,523.5*	*4.7*	*14.3*	*18.8*	*119.3*	*(24.9)*	*27.1*

자료: 크래프톤, 한국투자증권

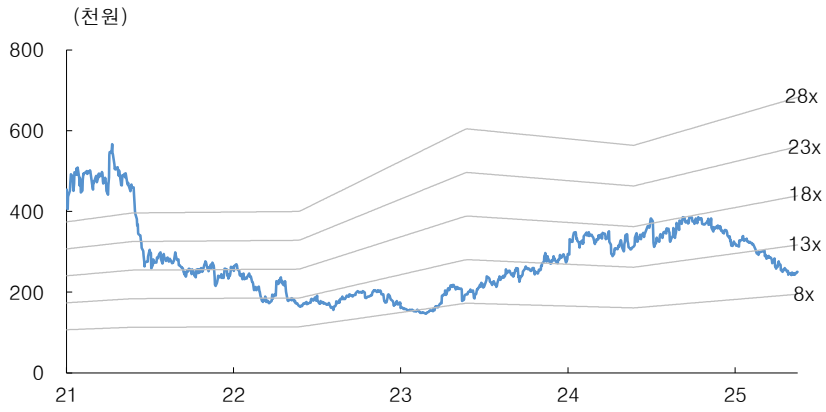
<표 3> 크래프톤 valuation

(단위: 원, 배)

항목	내용
12MF EPS	25,551
적용 PER	15.0
적정주가	383,259
목표주가	**390,000**

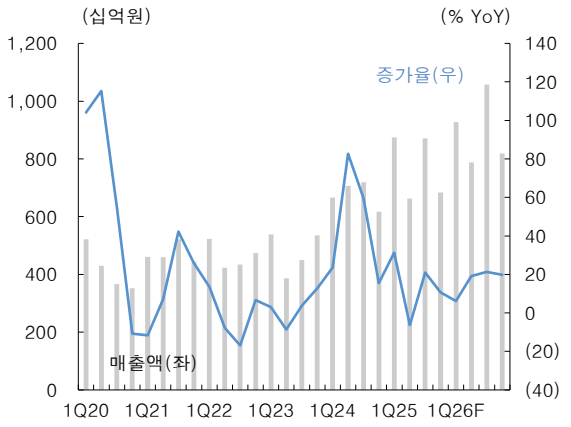
자료: 한국투자증권

[그림 1] 크래프톤 PER band chart



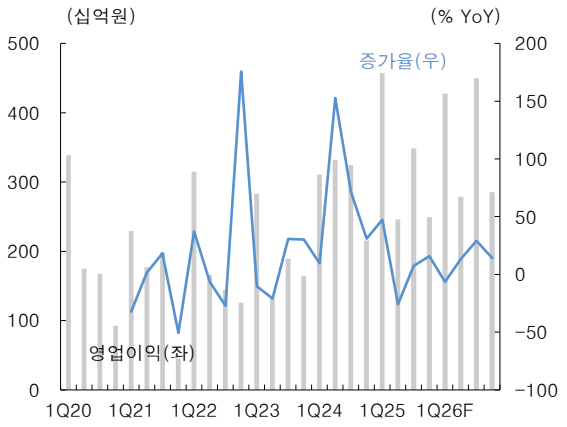
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 매출 성장률은 두 자릿수를 유지할 전망



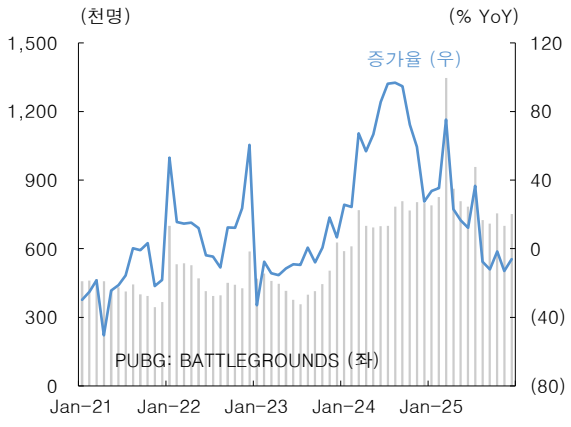
자료: 크래프톤, 한국투자증권

[그림 3] 2026년 영업이익은 +10.8% YoY 증가할 것



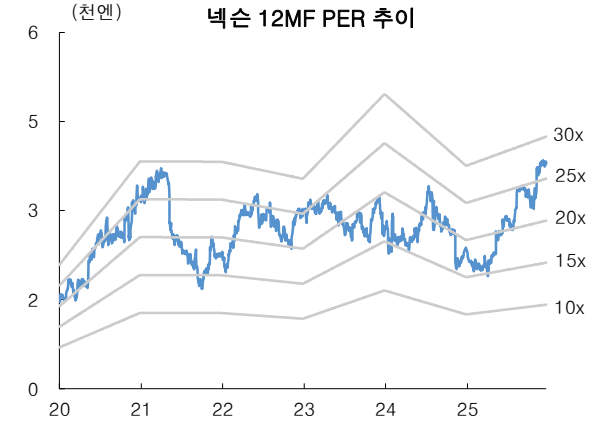
자료: 크래프톤, 한국투자증권

[그림 4] PUBG PC의 트래픽 감소 우려 존재했지만 최근 반등하는 모습 보임



자료: SteamDB, 한국투자증권 추정

[그림 5] 투자자들이 원하는 방향성을 보여준 넥슨



자료: Bloomberg, 한국투자증권 추정

<표 4> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		Krafton	Nexon	NCSoft	Netmarble	Shiftup	Pearl Abyss	Kakaogames	NHN	Com2us
매출	2023A	1,911	3,942	1,780	2,502	169	333	726	2,270	740
	2024A	2,710	4,021	1,578	2,664	224	342	627	2,456	694
	2025F	3,191	4,439	1,552	2,784	293	345	490	2,501	724
	2026F	3,837	4,745	1,944	2,982	222	619	677	2,719	768
영업이익	2023A	768	1,255	137	(68)	111	(16)	75	56	(33)
	2024A	1,182	1,119	(109)	216	153	(12)	19	(33)	6
	2025F	1,309	1,335	34	335	184	(21)	(33)	105	10
	2026F	1,435	1,419	300	388	136	154	52	126	30
영업이익률	2023A	40.2	31.8	7.7	(2.7)	65.9	(4.9)	10.4	2.4	(4.5)
	2024A	43.6	27.8	(6.9)	8.1	68.1	(3.6)	3.1	(1.3)	0.9
	2025F	41.0	30.1	2.2	12.0	62.8	(6.2)	(6.8)	4.2	1.3
	2026F	37.4	29.9	15.4	13.0	61.5	24.8	7.7	4.6	4.0
순이익	2023A	595	657	212	(256)	107	15	(229)	(9)	40
	2024A	1,306	1,215	94	26	148	60	(109)	(133)	(108)
	2025F	944	997	273	310	176	(1)	(48)	30	15
	2026F	1,143	1,107	277	314	129	142	38	70	32
PER	2023A	15.1	31.0	23.0	-	-	156.3	-	-	31.8
	2024A	10.9	14.7	38.7	165.2	23.2	28.2	-	-	-
	2025F	12.4	30.3	15.6	13.6	12.5	-	-	30.8	20.9
	2026F	10.2	26.7	14.3	13.8	18.3	15.7	28.1	13.8	13.9
PBR	2023A	1.6	2.4	1.5	1.0	-	3.3	1.5	0.5	0.5
	2024A	2.1	1.9	1.2	0.8	4.8	2.1	1.0	0.4	0.6
	2025F	1.5	2.9	1.2	0.7	2,281.8	2.9	1.0	0.7	0.4
	2026F	1.3	2.7	1.2	0.7	2,001.1	2.4	1.0	0.6	0.4
PSR	2023A	4.7	5.2	2.7	1.9	-	7.1	2.9	0.3	0.8
	2024A	5.3	4.4	2.3	1.6	15.3	5.0	2.1	0.2	0.8
	2025F	3.7	6.6	2.8	1.5	7.3	6.7	2.8	0.4	0.5
	2026F	3.1	6.2	2.3	1.4	9.8	3.7	2.0	0.4	0.5
ROE	2023A	11.2	8.0	6.6	(4.9)	100.2	2.1	(14.9)	(0.5)	3.5
	2024A	21.1	14.1	3.0	0.5	31.4	7.9	(8.0)	(8.6)	(10.4)
	2025F	13.1	10.3	8.1	5.6	20.8	0.5	(3.5)	2.0	1.9
	2026F	14.2	11.1	8.8	5.5	12.8	16.9	2.6	4.6	2.3
EV/EBITDA	2023A	7.0	10.9	13.8	50.3	-	221.6	16.6	3.8	-
	2024A	8.2	10.1	-	13.5	19.5	112.0	19.9	6.1	21.5
	2025F	6.5	16.1	20.6	9.7	7.7	527.0	80.4	1.7	17.2
	2026F	6.0	15.2	6.8	8.6	10.9	11.2	16.2	1.6	10.2

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,911**	**2,710**	**3,090**	**3,592**	**4,037**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,090	3,592	4,037
판매관리비	1,143	1,527	1,789	2,151	2,468
영업이익	**768**	**1,182**	**1,301**	**1,441**	**1,569**
영업이익률(%)	*40.2*	*43.6*	*42.1*	*40.1*	*38.9*
EBITDA	876	1,289	1,406	1,545	1,671
EBITDA Margin(%)	*45.9*	*47.6*	*45.5*	*43.0*	*41.4*
영업외수익	61	541	4	238	269
금융수익	38	33	26	27	27
금융비용	9	9	10	11	11
기타영업외손익	76	565	(12)	222	253
관계기업관련손익	(44)	(48)	0	0	0
세전계속사업이익	**829**	**1,723**	**1,305**	**1,679**	**1,838**
법인세비용	235	420	327	437	478
연결당기순이익	594	1,303	978	1,243	1,360
지배주주지분순이익	**595**	**1,306**	**978**	**1,243**	**1,360**
지배주주순이익률(%)	*31.2*	*48.2*	*31.6*	*34.6*	*33.7*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	3.1	41.8	14.0	16.2	12.4
영업이익 증가율	2.2	54.0	10.0	10.8	8.8
지배주주순이익 증가율	19.0	119.4	(25.1)	27.1	9.5
EPS 증가율	20.1	123.2	(25.1)	27.1	12.0
EBITDA 증가율	2.0	47.1	9.1	9.9	8.1

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**6,440**	**7,919**	**9,145**	**10,577**	**11,845**
유동자산	3,964	5,004	5,707	6,634	7,456
현금성자산	721	582	663	771	867
매출채권및기타채권	717	1,018	1,161	1,349	1,516
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	3,438	3,943	4,389
투자자산	918	1,148	1,474	1,714	1,926
유형자산	257	240	222	205	188
무형자산	608	656	748	870	978
부채총계	**882**	**1,090**	**1,264**	**1,380**	**1,215**
유동부채	521	785	983	1,082	903
매입채무및기타채무	224	238	272	316	355
단기차입금및단기사채	7	35	63	90	118
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	361	306	282	298	312
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	215	154	108	97	86
자본총계	**5,559**	**6,829**	**7,881**	**9,197**	**10,630**
지배주주지분	5,554	6,828	7,879	9,195	10,629
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
기타자본	97	105	105	105	105
이익잉여금	3,895	5,081	6,059	7,302	8,662
비지배주주지분	**4**	**1**	**1**	**1**	**1**
순차입금	(2,904)	(3,642)	(4,201)	(4,902)	(5,521)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**662**	**908**	**1,093**	**1,208**	**1,069**
당기순이익	594	1,303	978	1,243	1,360
유형자산감가상각비	77	85	80	74	69
무형자산상각비	31	22	26	30	33
자산부채변동	(139)	(276)	4	(146)	(400)
기타	99	(226)	5	7	7
투자활동현금흐름	**(394)**	**(832)**	**(1,000)**	**(1,122)**	**(996)**
유형자산투자	(34)	(20)	(63)	(57)	(52)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(713)	(252)	(166)	(139)
무형자산순증	25	(6)	(118)	(151)	(141)
기타	(373)	(93)	(567)	(748)	(664)
재무활동현금흐름	**(225)**	**(259)**	**(12)**	**22**	**22**
자본의증가	0	4	0	0	0
차입금의순증	(57)	(63)	(12)	22	22
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(168)	(200)	0	0	0
기타현금흐름	4	43	0	0	0
현금의증가	**46**	**(139)**	**82**	**108**	**96**
FCF	503	661	834	686	555

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

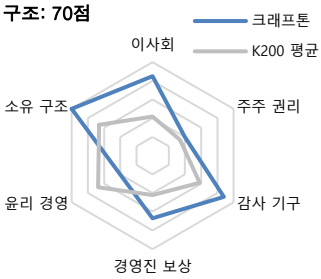
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,812	28,593	21,409	27,203	30,475
BPS	120,194	150,187	176,516	206,000	238,122
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	9.5	18.1	11.5	12.6	12.1
ROE	11.2	21.1	13.3	14.6	13.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	15.9	16.0	16.0	15.0	11.4
차입금/자본총계비율(%)	5.2	3.8	3.1	2.9	2.7
이자보상배율(x)	86.2	125.0	400.0	421.3	437.1
순차입금/EBITDA(x)	(3.3)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.3)
Valuation(x)					
PER	15.1	10.9	11.7	9.2	8.2
최고	17.3	12.4	18.4	14.4	12.9
최저	11.4	6.4	11.2	8.8	7.9
PBR	1.6	2.1	1.4	1.2	1.0
최고	1.8	2.4	2.2	1.9	1.7
최저	1.2	1.2	1.4	1.2	1.0
PSR	4.9	5.5	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	7.4	8.7	5.4	4.4	3.7

KIS ESG Indicator

환경: 55점

사회: 65점

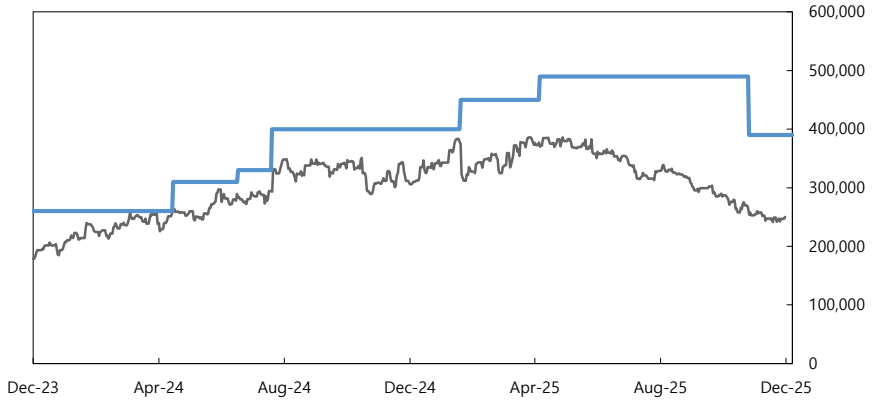
지배구조: 70점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
크래프톤 (259960)	2023.11.28	매수	260,000원	-14.2	0.0
	2024.05.08	매수	310,000원	-14.2	-4.2
	2024.07.10	매수	330,000원	-14.0	-10.8
	2024.08.12	매수	400,000원	-17.3	-4.3
	2025.02.11	매수	450,000원	-22.2	-14.2
	2025.04.29	매수	490,000원	-32.3	-21.2
	2025.11.18	매수	390,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 24일 현재 크래프톤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 크래프톤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.