

엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

300,000

유지

현재주가

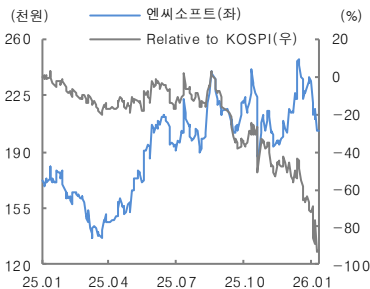
203,500

(26.02.10)

다지털콘텐츠업종

KOSPI	5301.69
시가총액	4,384십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	247,500원 / 135,800원
120일 평균거래대금	308억원
외국인투자분율	33.98%
주요주주	김택진 외 14인 12.37% Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1인 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.7	-10.4	0.7	17.4
상대수익률	-21.1	-31.1	-39.0	-44.2



2026년 증익이 가장 명확한 게임주

- 4Q OP 컨센 하회. ‘아이온2’ 흥행했으나, 이연 매출 발생 영향
- 자체 결제 전환에 매출 증가에도 지급수수료 감소, 이러한 흐름 지속 전망
- 2026년 확실한 증익, 낮은 밸류 부담 고려 시 매수하기 좋은 시점으로 판단

투자 의견 매수, 목표주가 300,000원 유지

2026년 EPS 15,222원에 Target PER 20배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 2026 평균 적용. 당분간 약한 신작 모멘텀을 고려하여 기존 멀티플 할증을 제거. 단, ‘아이온2’ 매출 상향 조정, 최근 인수한 캐주얼 회사들의 연결 편입 효과를 고려하여, EPS를 기존 대비 19% 상향 조정하며, 목표주가 유지

여전히 견조한 ‘아이온2’와 지급수수료를 감소세 확인

4Q25 매출액 4,042억원(YoY -1.3%, QoQ 12.3%), 영업이익 32억원(YoY, QoQ 흑자전환) 기록. 컨센 대비 매출, 영업이익 모두 하회. ‘아이온2’의 흥행에도 불구하고, 이연 매출 발생 등으로 컨센 하회하는 실적 기록

- 1) 신작 ‘아이온2’ 4Q25 매출 774억원 기록. 11/19 ‘아이온2’ 출시 이후 4분기 결제액은 941억원이며, 2026년 1/1~2/9까지의 결제액은 682억원 기록. 출시 이후에도 트래픽, 매출 모두 견조하게 유지되고 있는 것으로 판단. 이에 따라 당사는 ‘아이온2’의 2026년 추정치를 기존 대비 14% 상향 조정한 약 4,500억원으로 추정.
- 2) 기존 리니지 모바일 3종의 합산 매출은 1,781억원(YoY -16%, QoQ -9%) 기록. 자체 결제 비중은 4Q 기준 20~40% 수준으로, 2026년 증가 전망. 기존 PC 5종의 합산 매출은 908억원(YoY -3%, QoQ 3%) 기록하며 견조한 수준 유지 중

인건비 1,979억원(QoQ -1%) 기록. ‘아이온2’ 흥행에 따른 인센티브가 반영됐으나, 전분기 퇴직위로금 발생으로 전분기와 유사한 수준의 인건비 기록. 마케팅비 529억원(QoQ 231%) 기록. 신작 ‘아이온2’ 마케팅 영향. 신작 흥행에 따른 매출 증가에도 불구하고, 이번 분기부터 모바일 게임에 자체 결제를 도입하면서 매출 원가 성격의 지급수수료는 오히려 감소하며, 858억원(QoQ -3%) 기록

2026년 증익이 가장 명확한 게임주

‘아이온2’는 흥행에 성공하며 엔씨의 신작 리스크를 크게 낮췄고, 2/7 프리오픈한 ‘리니지 클래식’ 역시 시장 노이즈와 달리 회사가 목표한 트래픽 달성한 것으로 파악. 이제 올해 남아 있는 주요 이벤트는 엔씨가 처음으로 시도하는 신규 장르 9월 ‘아이온2’ 글로벌 출시, 그리고 연말 ‘호라이즌스틸프론티어스’ 신작 모멘텀 등. 이 중에서도 가장 기대가 높은 이벤트는 최근 흥행에 성공한 ‘아이온2’의 글로벌 출시로, 이로 인해 상반기 신작 모멘텀은 다소 제한적일 수 있음. 다만, ‘아이온2’의 흥행과 더불어 실적 기여가 가능한 회사들의 M&A를 통해 안정적인 분기별 실적 성장 예상. 특히, 엔씨는 대형 게임주 중 올해 영업이익 성장이 가장 명확한 기업으로 판단. 단기 모멘텀 부재에도, 1) 확실한 실적 성장, 2) 낮은 밸류 부담, 3) 연말로 갈수록 강한 신작 모멘텀을 고려하면, 투자 매력 충분. 현 주가는 2026년 PER 13배 수준으로 밸류 부담도 낮은 상황, 매수 적절한 시점으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	직전추정	잠정치	4Q25			1Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	409	360	422	404	-1.3	12.3	427	492	36.6	21.7
영업이익	-129	-7	10	3	흑전	흑전	10	75	1,345.2	2,223.1
순이익	-7	77	95	-2	흑전	17.4	30	73	-15.8	-19.5

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,067	2,194
영업이익	137	-109	16	371	387
세전순이익	206	121	461	435	446
총당기순이익	214	94	347	330	339
지배지분순이익	212	94	347	328	337
EPS	9,663	4,291	16,025	15,221	15,621
PER	24.9	42.7	12.7	13.4	13.0
BPS	148,023	139,312	157,221	171,806	186,119
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	6.6	3.0	10.7	9.2	8.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,525	1,893	1,507	2,067	-1.2	9.2
판매비와 관리비	1,502	1,549	1,491	1,696	-0.8	9.5
영업이익	22	344	16	371	-28.3	7.8
영업이익률	1.5	18.2	1.1	17.9	-0.4	-0.2
영업외손익	438	8	445	64	1.6	732.6
세전순이익	461	352	461	435	0.2	23.6
지배지분순이익	371	267	347	328	-6.5	23.0
순이익률	24.3	14.1	23.1	16.0	-1.3	1.9
EPS(지배지분순이익)	17,135	12,377	16,025	15,221	-6.5	23.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	328.0	
Target PER(x)	20.0x	글로벌 peer 2026 PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	6,559.1	
주식 수(천주)	21,544.0	
적정 주가(원)	304,449	
목표 주가(원)	300,000	반올림 적용
현재 주가(원)	203,500	
상승 여력	47.4%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024.06	배틀크러쉬	
	2024.08	호연	블소 IP 수집형 RPG
	2024.12.04	저니 오브 모나크	리니지 IP 기반
	2025 상반기	블소 2 중국	
		리니지2M(동남아)	
	2025.11.19	아이온2	한국, 대만 11/19 출시, 2H26 글로벌 출시 예정
	2026.02.07	리니지 클래식	
	2Q26	리니지W 동남아	
	2026.09	아이온2 글로벌	
	3Q26	리미트 제로 브레이커스	서브컬처 RPG, 모바일, PC, 콘솔 동시 출시 예정
	2H26	스핀오프 2종	
		리니지W 북미, 러시아	
PC/콘솔 게임		아이온 모바일 중국	성취 게임즈 개발, 기존 아이온 PC를 모바일로 포팅
	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
	2024.10.01	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	2025.12.04	길드워 리포지드	
	2Q26	타임테이커즈	타임 서바이벌 히어로 슈터, 스팀 출시
	2H26	신더시티	오픈월드 TPS, 스팀 출시

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	492.0	484.1	500.7	590.3	1,578.1	1,506.9	2,067.0
PC 게임	83.3	91.7	87.7	168.2	220.2	214.9	208.9	272.1	351.3	430.9	916.0
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	24.5	23.0	25.6	25.5	98.2	93.2	98.7
리니지 II	19.1	22.7	21.6	22.9	20.8	25.0	24.0	24.7	85.5	86.3	94.5
아이온	8.5	13.0	9.0	5.3	5.1	7.8	5.5	3.2	50.4	35.8	21.6
블레이드&소울	14.2	19.5	13.6	8.6	8.2	11.4	8.0	5.1	24.7	55.9	32.6
길드워2	19.3	15.8	18.4	28.9	22.1	18.3	21.5	33.9	92.6	82.4	95.8
리니지클래식					26.5	22.5	15.9	12.9			77.8
신더시티							10.0	23.0			33.0
아이온2				77.4	113.1	103.0	93.7	140.5		77.4	450.3
모바일 게임	203.7	216.7	195.9	178.1	166.7	165.9	183.1	205.8	919.6	794.4	721.5
리니지M	112.7	121.1	105.3	93.8	84.9	85.0	107.5	96.7	492.8	433.0	374.2
리니지2M	37.9	48.0	47.2	45.3	41.7	40.1	38.5	42.2	182.6	178.3	162.4
리니지W	53.1	47.6	43.4	38.9	40.0	40.8	37.2	66.9	244.3	183.1	184.9
로열티 매출액	45.0	42.3	46.8	42.4	41.6	42.0	42.3	48.5	182.0	176.4	174.4
기타	26.9	29.5	28.3	15.6	26.5	27.9	33.3	29.0	108.1	100.2	116.7
연결 자회사					37.0	37.4	37.7	38.1			150.2
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	416.6	408.3	407.4	463.9	1,687.3	1,490.8	1,696.2
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	200.2	202.5	203.8	220.5	906.4	775.2	827.0
자급수수료	95.3	92.8	89.2	85.8	84.7	81.0	78.7	92.8	385.2	363.1	337.3
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	39.4	33.9	35.0	62.0	128.2	105.6	170.3
감가상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	22.3	22.4	22.4	22.5	108.1	93.6	89.6
기타 영업비용	34.1	35.6	41.5	42.1	40.5	38.8	37.3	35.8	159.4	153.4	152.4
연결 자회사					29.5	29.8	30.1	30.4			119.8
영업이익	5.2	15.1	- 7.5	3.2	75.4	75.7	93.3	126.4	-109.2	16.1	370.8
영업이익률	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	15.3%	15.6%	18.6%	21.4%	-6.9%	1.1%	17.9%
지배주주 순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	69.5	69.4	82.2	106.9	94.2	346.7	328.0
순이익률	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	14.1%	14.3%	16.4%	18.1%	6.0%	23.0%	15.9%

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

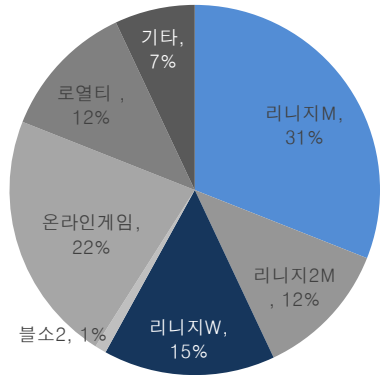
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 14인 12%, 국민연금공단 8.2%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

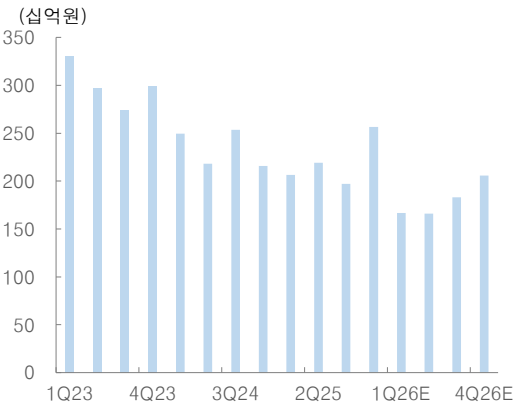
게임별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

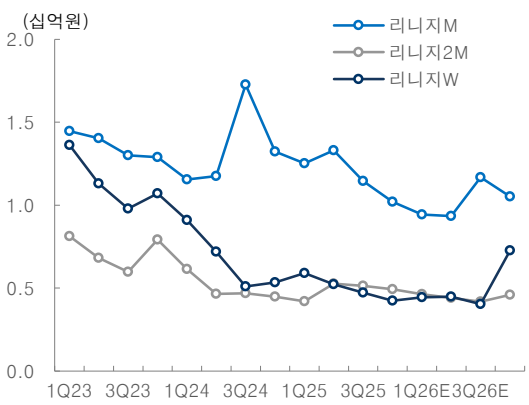
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



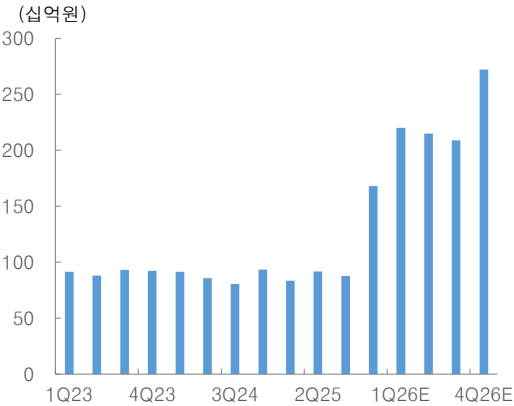
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



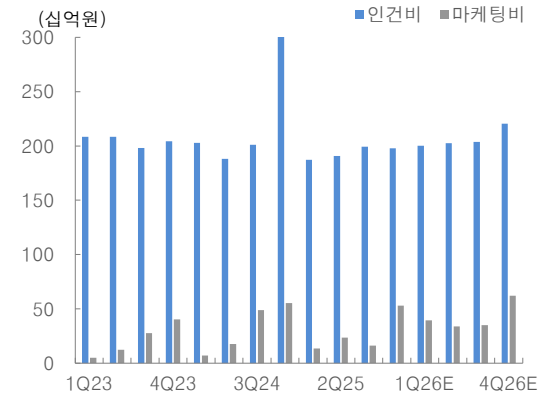
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,067	2,194
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,067	2,194
판매비와관리비	1,643	1,687	1,491	1,696	1,807
영업이익	137	-109	16	371	387
영업외수익	7.7	-6.9	1.1	17.9	17.6
EBITDA	249	0	115	466	480
영업외손익	69	230	445	64	59
관계기업손익	4	4	-23	-57	-59
금융수익	120	157	116	100	96
외환관련이익	30	81	81	81	81
금융비용	-29	-40	-47	-24	-24
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-26	109	399	44	46
법인세비용차감전순이익	206	121	461	435	446
법인세비용	8	-27	-114	-104	-107
계속사업순이익	214	94	347	330	339
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	347	330	339
당기순이익률	12.0	6.0	23.1	16.0	15.4
비재계분순이익	2	0	1	2	2
재계분순이익	212	94	347	328	337
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-5	-5	-5	-5
포괄손익	191	48	302	284	293
비재계분포괄이익	2	0	1	2	2
재계분포괄이익	189	48	301	282	291

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	16,025	15,221	15,621
PER	249	42.7	9.6	10.1	9.8
BPS	148,023	139,312	157,221	171,806	186,119
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	11,349	-2	5,310	21,652	22,272
EV/EBITDA	15.3	NA	24.5	5.5	4.8
SPS	81,071	71,883	69,649	95,945	101,843
PSR	30	2.5	2.9	2.1	2.0
CFPS	13,017	3,975	21,869	20,570	20,984
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	-30.8	-11.3	-4.5	37.2	6.1
영업이익 증/감률	-75.4	작전	흑전	2,204.9	4.3
순이익 증/감률	-50.9	-56.0	269.1	-4.9	2.6
수익성					
ROIC	13.2	-6.9	1.0	24.0	24.7
ROA	3.1	-2.6	0.4	7.9	7.7
ROE	6.6	3.0	10.7	9.2	8.7
안정성					
부채비율	35.1	29.1	33.2	30.5	28.1
순차입금비율	-45.2	-35.9	-46.1	-49.1	-52.6
이자보상비율	9.4	-10.6	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,493	2,789	3,090
현금및현금성자산	365	1,260	2,125	2,399	2,693
매출채권 및 기타채권	172	167	159	203	211
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	1,799	360	208	186	184
비유동자산	2,057	2,165	2,045	2,049	2,057
유형자산	1,001	998	982	969	959
관계기업투자지급	25	50	77	104	131
기타비유동자산	1,032	1,118	986	975	967
자산총계	4,394	3,954	4,538	4,838	5,147
유동부채	614	322	562	562	562
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	240	0	240	240	240
기타유동부채	159	126	126	126	126
비유동부채	526	568	568	568	568
차입금	170	170	170	170	170
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	357	398	398	398	398
부채총계	1,141	890	1,130	1,130	1,130
자본부분	3,250	3,058	3,402	3,701	4,010
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	458	458	458
이익잉여금	3,473	3,474	3,792	4,092	4,400
기타자본변동	-667	-860	-860	-860	-860
비재계부분	3	5	6	6	7
자본총계	3,253	3,064	3,407	3,708	4,016
순차입금	-1,471	-1,099	-1,570	-1,821	-2,112

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	315	242	284
당기순이익	214	94	347	330	339
비현금항목의 가감	72	-7	126	113	113
감가상각비	112	109	99	96	93
외환손익	7	-4	-50	-50	-50
지분법평가손익	-1	2	0	0	0
기타	-47	-114	77	67	70
자산부채의 증감	-96	-43	-57	-110	-74
기타현금흐름	-50	63	-101	-91	-94
투자활동 현금흐름	113	1,294	178	-70	-90
투자자산	349	327	-28	-28	-28
유형자산	-117	-83	-83	-83	-83
기타	-120	1,051	289	42	22
재무활동 현금흐름	-177	-523	193	-72	-72
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	25	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	196	-44	-44
현금의 증감	80	895	864	275	294
기초 현금	286	365	1,260	2,125	2,399
기말 현금	365	1,260	2,125	2,399	2,693
NOPLAT	142	-85	12	282	294
FCF	95	-19	145	293	303

[Compliance Notice]

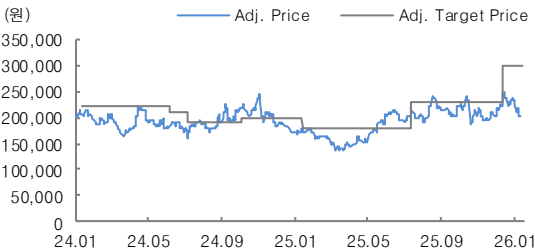
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.11	26.01.28	26.01.12	25.12.01	25.11.28	25.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	300,000	300,000	300,000	230,000	230,000	230,000
과다율(평균%)		(24.29)	(21.72)	(8.33)	(7.65)	(7.59)
과다율(최대/최소%)		(17.50)	(17.50)	5.22	5.22	(18.70)
제시일자	25.11.11	25.09.29	25.08.12	25.06.05	25.05.31	25.05.14
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	230,000	230,000	230,000	180,000	180,000	180,000
과다율(평균%)	(7.10)	(7.68)	(8.32)	(4.67)	(13.10)	(13.26)
과다율(최대/최소%)	5.22	4.35	4.35	18.61	(0.89)	(0.89)
제시일자	25.02.12	24.11.16	24.11.04	24.10.16	24.09.24	24.08.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	180,000	200,000	200,000	190,000	190,000	190,000
과다율(평균%)	(13.25)	(0.65)	5.72	1.65	(0.40)	(3.06)
과다율(최대/최소%)	(24.56)	(15.85)	1.00	(10.42)	18.16	(10.42)
제시일자	24.08.05	24.07.07	24.05.12	24.04.08	24.02.12	00.06.29
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	
목표주가	190,000	210,000	220,000	220,000	220,000	
과다율(평균%)	(2.65)	(12.31)	(11.33)	(19.82)	(9.94)	
과다율(최대/최소%)	1.21	(8.57)	0.00	(7.27)	(3.18)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260208)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.5%	10.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상