



엔씨소프트 (036570)

올해 증익은 명확, 그 이상이 필요

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 280,000원

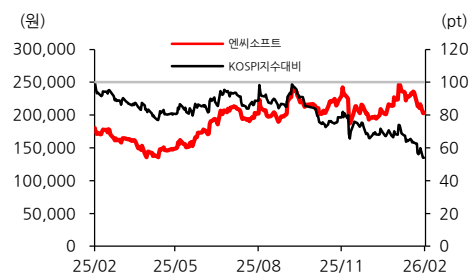
현재 주가(2/10)	203,500 원
상승여력	▲37.6%
시가총액	43,842 억원
발행주식수	21,544 천주
52 주 최고가 / 최저가	247,500 / 135,800 원
90 일 일평균 거래대금	407.46 억원
외국인 지분율	34.0%
주주 구성	
김택진 (외 15 인)	12.4%
자사주 (외 1 인)	10.0%
SaudiElectronicGamingHoldingCo	9.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.7	-10.4	0.7	17.4
상대수익률(KOSPI)	-24.3	-40.5	-64.4	-92.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,578	1,507	2,024	2,397
영업이익	-109	16	271	340
EBITDA	0	118	393	465
지배주주순이익	94	348	300	310
EPS	4,639	17,473	15,079	15,593
순차입금	-1,059	-596	-786	-961
PER	39.5	11.5	13.5	13.1
PBR	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	-77,099.9	31.7	9.2	7.4
배당수익률	1.7	1.6	1.5	1.5
ROE	3.0	10.8	8.6	8.3

주가 추이



4Q25 실적은 시장 기대치 하회

동사의 4Q25 실적은 매출액 4,042억 원, 영업이익 32억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 99억 원을 하회했다. 특별한 이슈는 없었지만 매출 레벨이 예상보다 낮았던 데 따른 이익 부진으로 보여진다. 리니지 M 매출은 QoQ 11%, 2M은 4% 감소했다. 리니지W 매출액은 QoQ 10% 감소했다. 아이온2는 제외한 PC 매출액은 QoQ 3% 증가하며 견조한 수준을 유지했다. 지난 11/19일 출시된 아이온2 영업매출은 941억 원을 기록했고, 매출 이연 인식 정책에 따라 774억 원 반영됐다. 인건비는 일회성 퇴직위로금 규모 축소로 전분기와 유사한 수준, 마케팅비는 신작 출시 및 게임쇼 참가 영향으로 QoQ 231%나 늘어났다.

단기 흐름은 리니지클래식 트래픽 추이와 추가 모멘텀 위주

동사는 올해 아이온2와 리니지클래식으로 영업이익 성장폭이 가장 큰 기업이 될 것으로 본다. 다만 최근 컨센서스에 이 부분이 대부분 반영되어 있고, 아이온2 글로벌 및 모바일 캐주얼 M&A에서 예상을 뛰어넘는 성과가 나와야만 추정치 상향이 가능하다. 아이온2 결제액은 출시 이후 11/19~12/31까지 951억원, 1/1~2/9 결제액은 약 700억원으로 추정된다. 기존 MMO와 달리 하향 안정세가 크지 않고 트래픽 및 매출이 모두 견조하게 유지되고 있는 것을 감안해 올해 추정치를 기존 대비 15% 상향했다. 지난주 프리오픈한 리니지클래식은 시장 노이즈와 달리 회사의 예상 수준 트래픽을 내고 있는 것으로 파악된다. 다만 기존 게임 PC 리니지 매출 카니발은 일부 발생할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 및 목표주가 28만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 아이온2 추정치는 상향했지만, 기존 라인업들의 매출을 카니발 및 자연감소 이유로 하향해 추정치 변경은 없다. 상반기 출시될 라인업들의 성과에 실적 상향 가능성은 열려 있지만, 이는 단기모멘텀에 그칠 가능성이 높다고 본다. 적정 멀티플은 13~16배 수준에서 박스권을 형성할 것으로 예상하며, 장르 다변화 성과가 확인되거나 글로벌 게임사 레벨에 걸맞는 대규모 딜이 나왔을 때 그 이상을 부여할 수 있다고 판단한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	484.8	475.2	536.3	527.6	1,780	1,578	1,507	2,024
YoY (%)	(9.5)	3.7	(10.4)	(1.3)	34.6	24.3	49.0	30.5	(30.8)	(11.3)	(4.5)	34.3
리니지 1	22	21	25	25	22	22	24	22	97	98	93	89
리니지 2	19	23	22	23	22	23	24	25	87	85	86	94
아이온	8	13	9	5	6	6	6	7	68	50	36	24
길드워 2	19	16	18	29	18	24	18	20	85	93	82	80
아이온 2				77	119	95	135	98			77	446
Lineage M	113	121	105	94	99	100	102	119	496	493	433	419
Lineage2M	38	48	47	45	44	40	45	39	263	183	178	167
리니지 W	53	48	43	39	47	51	50	43	414	244	183	191
기타합					25	27	32	45				128
로열티	45	42	47	42	44	48	63	66	144	182	176	195
영업비용	355	367	368	401	418	411	448	476	1,643	1,687	1,491	1,753
YoY (%)	(4.6)	2.0	(11.7)	(25.6)	17.7	12.0	21.8	18.7	(18.4)	2.7	(11.6)	17.6
인건비	187	191	199	198	204	204	209	230	823	906	775	846
매출변동비	129	128	131	128	165	162	183	180	623	545	516	690
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	23.8	20.2	29.3	38.1	85	128	106	111
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	3.2	66.8	63.9	88.6	51.5	137	(109)	16.1	270.8
YoY (%)	(79.7)	70.5	적유	흑전	1179	324	흑전	1487	(75.4)	적전	흑전	1,584
영업이익률 (%)	1.4	3.9	(2.1)	0.8	13.8	13.5	16.5	9.8	7.7	(6.9)	1.1	13.4
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	74.2	59.4	75.7	90.7	214	94.1	347.4	300.0
순이익률 (%)	10.4	(9.4)	96.5	(0.4)	15.3	12.5	14.1	17.2	12.0	6.0	23.1	14.8

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,507	2,024	2,397
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,024	2,397
영업이익	137	-109	16	271	340
EBITDA	249	0	118	393	465
순이자손익	73	75	53	55	43
외화관련손익	30	81	61	45	0
지분법손익	3	5	-9	0	0
세전계속사업손익	206	121	63	370	383
당기순이익	214	94	-8	300	310
지배주주순이익	212	94	348	300	310
증가율(%)					
매출액	-30.8	-11.3	-4.5	34.3	18.4
영업이익	-75.4	적전	흑전	1,584.3	25.5
EBITDA	-62.5	적전	흑전	232.7	18.4
순이익	-50.9	-56.0	적전	흑전	3.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	7.7	-6.9	1.1	13.4	14.2
EBITDA 이익률	14.0	0.0	7.8	19.4	19.4
세전이익률	11.6	7.7	4.2	18.3	16.0
순이익률	12.0	6.0	-0.6	14.8	12.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	140	107	237	397	407
당기순이익	214	94	348	300	310
자산상각비	112	109	102	122	125
운전자본증감	-96	-43	-35	-30	-34
매출채권 감소(증가)	42	20	-37	-67	-46
재고자산 감소(증가)	1	0	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	0	0	3	74	51
투자현금흐름	113	1,294	-1,306	-170	-196
유형자산처분(취득)	-117	-83	-103	-134	-158
무형자산 감소(증가)	-41	41	56	-6	-6
투자자산 감소(증가)	261	1,339	-1,309	-25	-26
재무현금흐름	-177	-523	154	-62	-62
차입금의 증가(감소)	-43	-285	-34	0	0
자본의 증가(감소)	-136	-239	188	-62	-62
배당금의 지급	-136	-64	-64	-62	-62
총현금흐름	286	87	271	427	441
(-)운전자본증감(감소)	-366	-398	828	30	34
(-)설비투자	117	84	104	134	158
(+)자산매각	-41	42	57	-6	-6
Free Cash Flow	494	443	-604	258	243
(-)기타투자	452	443	-843	5	6
잉여현금	42	-1	239	252	237
NOPLAT	100	-85	-2	219	275
(+) Dep	112	109	102	122	125
(-)운전자본투자	-366	-398	828	30	34
(-)Capex	117	84	104	134	158
OpFCF	460	338	-832	178	208

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,281	2,583	2,851
현금성자산	1,534	1,441	957	1,147	1,323
매출채권	172	167	218	284	330
재고자산	1	1	2	2	3
비유동자산	2,057	2,165	2,051	2,074	2,119
투자자산	960	1,064	931	936	942
유형자산	1,001	998	1,015	1,028	1,063
무형자산	96	104	106	110	114
자산총계	4,394	3,954	4,332	4,657	4,970
유동부채	614	322	602	684	742
매입채무	215	196	243	318	369
유동성이자부채	280	46	177	177	177
비유동부채	526	568	336	342	347
비유동이자부채	369	336	184	184	184
부채총계	1,141	890	938	1,025	1,090
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,663	3,900	4,148
자본조정	-667	-860	-717	-717	-717
자기주식	-616	-791	-665	-665	-665
자본총계	3,253	3,064	3,394	3,632	3,880

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	9,663	4,639	17,473	15,079	15,593
BPS	148,023	139,312	157,331	168,367	179,878
DPS	3,130	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	13,017	3,975	12,590	19,843	20,483
ROA(%)	4.8	2.3	8.4	6.7	6.4
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	8.6	8.3
ROIC(%)	5.5	-6.0	-0.1	10.8	13.2
Multiples(x, %)					
PER	24.9	39.5	11.5	13.5	13.1
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
PSR	3.0	2.5	2.9	2.2	1.8
PCR	18.5	46.1	16.0	10.3	9.9
EV/EBITDA	17.6	-77,099.9	31.7	9.2	7.4
배당수익률	1.3	1.7	1.6	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	35.1	29.1	27.6	28.2	28.1
Net debt/Equity	-27.2	-34.6	-17.6	-21.6	-24.8
Net debt/EBITDA	-355.2	n/a	-504.9	-200.1	-206.6
유동비율	380.4	555.1	378.8	377.8	384.1
이자보상배율(배)	9.4	n/a	1.6	29.6	37.1
자산구조(%)					
투하자본	40.6	31.3	51.4	49.6	48.4
현금+투자자산	59.4	68.7	48.6	50.4	51.6
자본구조(%)					
차입금	16.6	11.1	9.6	9.0	8.5
자기자본	83.4	88.9	90.4	91.0	91.5

[Compliance Notice]

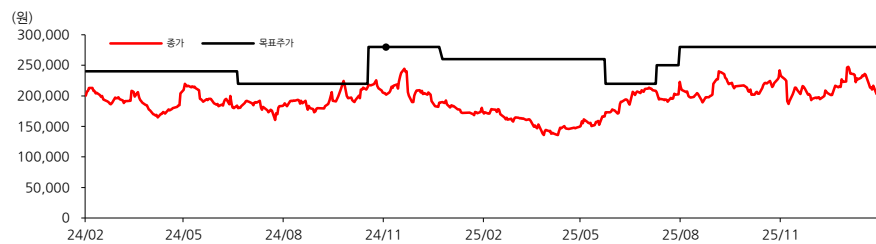
(공표일: 2026년 2월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.02.26	2024.05.13	2024.07.02	2024.08.06	2024.09.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		240,000	240,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.19	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.12.27	2025.01.06	2025.06.05	2025.07.22	2025.08.12	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	260,000	220,000	250,000	280,000	280,000
일 시	2025.10.31	2025.11.12	2026.02.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	280,000	280,000	280,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000	-24.86	-12.68
2025.01.06	Buy	260,000	-37.74	-26.04
2025.06.05	Buy	220,000	-11.25	-2.95
2025.07.22	Buy	250,000	-21.21	-17.80
2025.08.12	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%