

# 엔씨소프트 (036570)

## 기존 IP 지역확장과 신규게임 모멘텀

### 2Q25 Review

매출액 3,824억원 YoY +4%, 영업이익 151억원 YoY +71%, 순손실 360억원. 시장 컨센서스 상회 [모바일게임] '리니지2M' 5/20 동남아 출시로(Q-Q 101억원) 모바일게임 매출 상승 반전. 매출액 2,190억원 QoQ +6%, YoY +0.3% [레거시 PC IP 게임] '블소' 네오 클래식 서버 대만, 일본, 북미/유럽 출시 2분기 운기 반영. 매출액 917억원 YoY +6%. 신작 없이 기존 게임만으로, 마케팅비 증가(Q-Q 100억원)에도 151억원 영업이익 시현

### 하반기 및 2026년 전망

[신작게임일정] '아이온2' : 9월 사용자 공개 및 BM 공개. 25년 4분기 한국, 대만 출시. '브레이커스' (수집형 RPG, 서브컬처) 26년 1분기 출시. '타임테이커스'(PC/콘솔 3인칭 슈팅) 2분기 출시. LLL(MMO 슈팅) 2분기 중순 또는 3분기 출시. 기존 IP 스피노프 게임 4종 분기당 1개씩 출시 예정. [기존 게임 IP 지역확장] '리니지2M' 26년 상반기 텐센트 통해 중국 론칭. '리니지W' 동남아 출시. '리니지M' 하반기 중국 출시 [비용효율화] 25년 상반기중 100여명, 하반기 2~300 인원 효율화 예정 [Inorganic Growth] AI 기술 접목한 신사업. 모바일 캐주얼 글로벌 마켓 진출 위한 투자 및 M&A 추진중. [아이온2 BM] 배틀패스. 커스터마이징. 스킨 등이 주를 이룰 전망. 확률형 아이템과 Pay to win 요소는 없을 것. 9월 라이브 방송 때 보다 자세히 공개 예정. 초기 매출 급등 후 급락하는 모습은 없을 예정. 약한 BM이어도 유저수가 많으면 매출은 우상향 기대

### 투자의견 BUY, 목표주가 31만원 유지

'리니지2M' 등 기존 IP 게임들의 지역(해외) 확장으로 신작이 부재함에도 불구하고 매출 및 이익 상승 반전. 시장 기대감이 높고, 6/30 공개 시연 시 사용자들의 게임성 평가가 좋았던 '아이온2' 의 한국, 대만 매출 추가 시 26년 큰 폭의 실적 개선 기대

투자의견 BUY, 목표주가 31만원 유지함



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**BUY (M)**

**목표주가 310,000원 (M)**  
 직전 목표주가 **310,000원**  
 현재주가 (8/12) **223,000원**  
 상승여력 **39%**

시가총액	48,043억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	263억원
60일 평균 거래량	145,612주
52주 고/저	244,500원 / 135,800원
외인지분율	32.56%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 15 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	49.3	21.5
상대	5.0	22.0	(0.3)
절대 (달러환산)	4.3	50.6	19.9

### Quarterly earning Forecasts

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,824	3.7	6.1	3,542	8.0
영업이익	151	70.5	188.9	58	162.2
세전계속사업이익	-333	적전	적전	370	-189.9
지배순이익	-354	적전	적전	261	-235.5
영업이익률 (%)	3.9	+1.5 %pt	+2.5 %pt	1.6	+2.3 %pt
지배순이익률 (%)	-9.3	적전	적전	7.4	-16.7 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액		17,798	15,781	16,238	21,307
영업이익		1,373	-1,092	731	5,614
지배순이익		2,121	942	675	4,070
PER		33.3	45.8	71.5	11.8
PBR		2.0	1.2	1.4	1.2
EV/EBITDA		22.5	-83,858.8	21.6	5.1
ROE		6.6	3.0	2.2	12.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

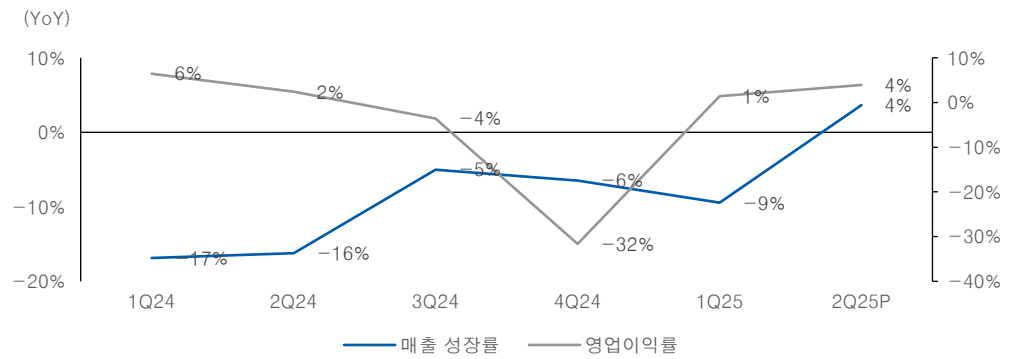
엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,689	4,019	4,094	3,603	3,824	3,721	5,091	25,718	17,798	15,774	16,238	21,307
YoY	-16%	-5%	-6%	-9%	0%	0%	0%	11%	-31%	-11%	3%	31%
Lineage 1	246	265	229	223	207	228	244	1,067	1,014	982	902	871
Lineage 2	212	202	206	191	227	228	234	941	847	855	880	836
Aion	131	118	112	85	130	118	125	683	717	504	458	499
Blade & Soul	38	32	140	142	195	185	165	263	246	251	686	651
Guild War 2	235	190	247	193	158	153	177	950	827	926	681	712
Royalty Sales	377	381	735	450	423	447	449	1,570	1,445	1,820	1,769	1,618
기타	268	297	269	257	295	283	220	901	699	1,077	1,055	1,140
리니지 M	1,070	1,589	1,218	1,127	1,211	1,156	1,285	5,165	5,073	4,928	4,780	4,541
리니지2M	423	431	413	379	480	447	454	3,915	2,517	1,818	1,759	1,671
리니지 W	655	469	491	531	476	449	454	9,708	4,127	2,443	1,911	1,740
블소2	35	45	35	26	22	25	29	556	287	171	102	82
아이온2							1,254				1,254	4,551
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,750
비용총계	3,600	4,162	5,389	3,551	3,673	3,670	4,614	20,128	16,425	16,873	15,508	15,693
인건비	1,880	2,011	3,145	1,872	1,908	1,956	2,062	8,474	8,229	9,064	7,798	7,158
광고선전비	174	487	552	133	234	186	514	1,886	850	1,282	1,068	984
감가상각비	279	265	259	251	247	259	269	1,060	1,119	1,081	1,027	1,046
매출변동비 및 기타	1,268	1,399	1,432	1,294	1,284	1,269	1,768	8,707	6,228	5,447	5,615	6,504
영업이익	88	-143	-1,295	52	151	51	477	5,590	1,373	-1,100	731	5,614
영업이익률	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	1.4%	9.4%	21.7%	7.7%	-7.0%	4.5%	26.3%
YoY	-75%	-186%	-3461%	-80%	70%	-135%	-137%	49%	-75%	-180%	-166%	668%

자료: 유안타증권 리서치센터

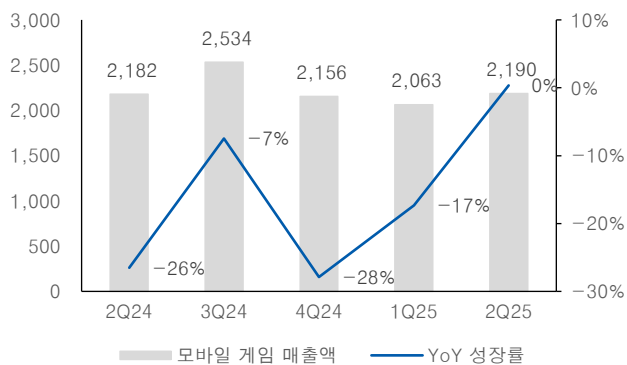
매출 성장률 & 영업이익률 (1Q24~2Q25)



자료: 엔씨소프트

모바일 게임 매출액 & YoY 성장률(2Q24~2Q25)

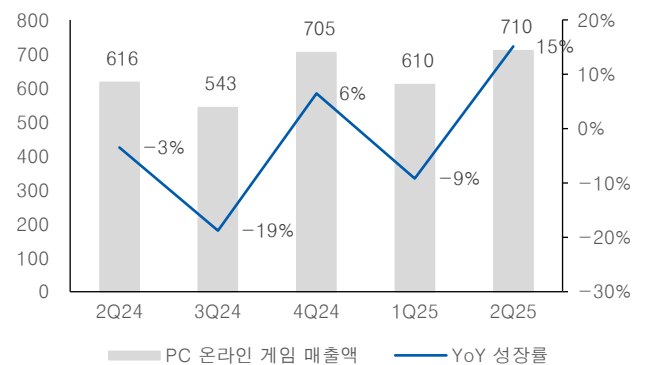
(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트

PC 온라인 게임 매출액 & YoY 성장률(2Q24~2Q25)

(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트

국내외 게임 기업 밸류에이션 비교

(단위: 배, %)

	P/E			ROE			P/B		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
NETEASE	14.3	15.1	14.5	22.6	23.5	21.9	3.0	3.6	3.1
ELECTRONIC ARTS	30.4	26.8	21.3	16.1	19.3	22.7	5.7	6.1	6.8
NEXON	14.7	26.1	22.8	14.1	9.3	10.1	1.9	2.3	2.2
KRAFTON	10.9	14.8	12.1	21.1	13.5	14.5	2.1	1.9	1.7
CAPCOM	31.6	35.2	31.1	23.0	23.3	22.7	6.8	7.5	6.4
NETMARBLE	165.2	17.0	19.0	0.5	5.4	4.6	0.8	0.9	0.8
SHIFT UP	23.2	12.8	14.5	31.4	21.1	15.1	4.8	3.5	2.9
<b>평균</b>	<b>41.5</b>	<b>21.1</b>	<b>19.3</b>	<b>18.4</b>	<b>16.5</b>	<b>15.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>
<b>NCSOFT</b>	<b>38.7</b>	<b>40.0</b>	<b>19.6</b>	<b>3.0</b>	<b>4.8</b>	<b>7.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,798	15,781	16,238	21,307	21,291
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,798	15,781	16,238	21,307	21,291
판매비	16,425	16,873	15,508	15,693	15,687
영업이익	1,373	-1,092	731	5,614	5,604
EBITDA	2,492	0	1,741	6,628	6,621
영업외손익	689	2,301	131	-171	-91
외환관련손익	-91	499	-339	-711	-782
이자손익	691	618	365	426	566
관계기업관련손익	41	44	-100	-111	-122
기타	49	1,141	205	225	246
법인세비용차감전순이익	2,062	1,209	862	5,443	5,513
법인세비용	-77	268	185	1,361	1,378
계속사업순이익	2,139	941	677	4,082	4,135
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,139	941	677	4,082	4,135
지배지분순이익	2,121	942	675	4,070	4,123
포괄순이익	1,910	482	1,610	5,109	5,264
지배지분포괄이익	1,891	481	1,584	5,024	5,176

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,399	1,070	1,020	4,946	5,586
당기순이익	2,139	941	677	4,082	4,135
감가상각비	1,101	1,059	976	981	984
외환손익	74	-38	397	711	782
중속, 관계기업관련손익	-8	19	100	111	122
자산부채의 증감	-956	-433	-1,112	-1,200	-688
기타현금흐름	-951	-477	-18	262	252
투자활동 현금흐름	1,130	12,941	-8,056	-7,359	-6,707
투자자산	3,448	3,269	-1,599	-816	-636
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,174	-842	-862	-1,000	-1,000
유형자산 감소	6	7	3	0	0
기타현금흐름	-1,150	10,507	-5,599	-5,543	-5,071
재무활동 현금흐름	-1,773	-5,229	-217	-141	-276
단기차입금	47	59	-23	136	0
사채 및 장기차입금	155	-2,726	-112	97	98
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,357	-636	0	-283	-283
기타현금흐름	-619	-1,927	-82	-90	-90
연결범위변동 등 기타	41	171	1,113	6,489	5,664
현금의 증감	796	8,953	-6,140	3,936	4,268
기초 현금	2,856	3,652	12,605	6,465	10,401
기말 현금	3,652	12,605	6,465	10,401	14,668
NOPLAT	1,424	-1,092	731	5,614	5,604
FCF	225	229	159	3,946	4,586

자료: 유안타증권

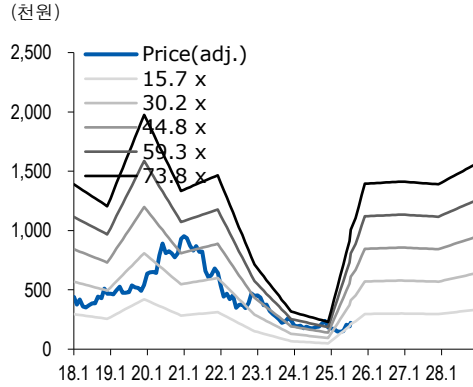
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	23,368	17,885	16,924	22,113	26,357
현금및현금성자산	3,652	12,605	6,465	10,401	14,668
매출채권 및 기타채권	1,723	1,672	2,079	2,669	2,667
재고자산	7	11	13	17	17
비유동자산	20,570	21,654	22,301	23,296	24,127
유형자산	10,005	9,976	10,043	10,063	10,078
관계기업 등 지분관련 자산	249	502	624	819	818
기타투자자산	6,477	8,215	8,523	9,144	9,780
자산총계	43,938	39,539	39,225	45,409	50,484
유동부채	6,143	3,222	3,547	4,339	4,385
매입채무 및 기타채무	2,153	1,963	1,767	2,319	2,317
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2,400	0	0	50	100
비유동부채	5,265	5,682	4,920	5,488	5,534
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,697	1,698	1,698	1,698	1,698
부채총계	11,408	8,904	8,467	9,826	9,919
지배지분	32,497	30,585	30,704	35,518	40,486
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,726	34,739	33,873	37,660	41,499
비지배지분	33	51	53	65	78
자본총계	32,530	30,636	30,757	35,583	40,564
순차입금	-14,706	-10,990	-10,449	-14,595	-18,743
총차입금	6,488	3,821	3,686	3,919	4,017

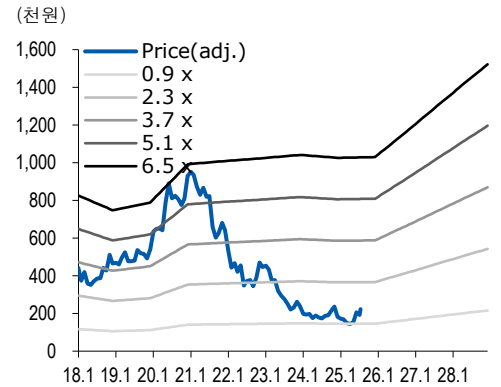
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	3,120	18,891	19,136
BPS	160,025	157,673	158,289	183,104	208,720
EBITDAPS	11,349	-2	8,046	30,765	30,731
SPS	81,071	71,883	75,048	98,900	98,826
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	33.3	45.8	71.5	11.8	11.7
PBR	2.0	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	21.6	5.1	4.4
PSR	4.0	2.7	3.0	2.3	2.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	2.9	31.2	-0.1
영업이익 증가율 (%)	-75.4	적전	흑전	668.3	-0.2
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	-28.4	503.0	1.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	4.5	26.3	26.3
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	4.2	19.1	19.4
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	10.7	31.1	31.1
ROIC	16.4	-8.0	5.8	38.0	37.6
ROA	4.8	2.3	1.7	9.6	8.6
ROE	6.6	3.0	2.2	12.3	10.8
부채비율 (%)	35.1	29.1	27.5	27.6	24.5
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-34.0	-41.1	-46.3
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	5.8	44.1	42.2

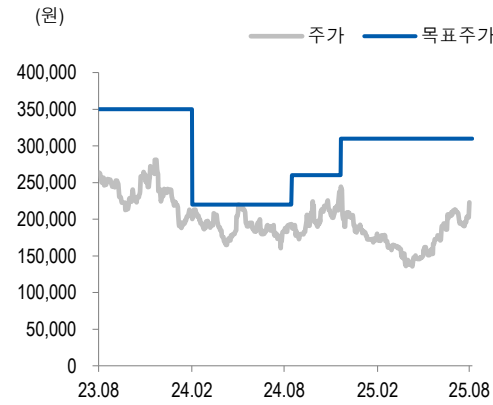
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-13	BUY	310,000	1년		
2024-12-02	BUY	310,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-13

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.