

엔씨소프트 (036570)

아이온2 다음은?

3Q25 Review

매출액 3,600억원 YoY -10%, 영업손실 75억원, 부동산(삼성동 엔씨타워) 매각이익 3,559억원 등 순이익 3,474억원. 시장 컨센서스 상회 [모바일게임] 신작부재, 전반적인 사업강도 조율 등 모바일게임 매출액 1,972억원 YoY -22% [PC 온라인 게임] 글로벌 확장 및 PLC 장기화 노력 등으로 매출액 877억원 YoY +9%. 신작 없이 2개분기 연속 YoY 성장. 퇴직 위로금 증가로 영업손실 75억원 기록

4분기 및 2026년 전망

[신작게임일정] '아이온2' 사전 캐릭터 생성을 위한 서버수는 한국 34대, 대만 28대로 (약 50만명 추정) 오픈 후 30분만에 마감. 시장 예상치를 넘어서는 사전 인기. 9~10월 서구권 FGT도 진행. 11/19 한국, 대만 정식 론칭. 전편의 36배에 달하는 방대한 맵과 콘텐츠로 약한 BM을 능가하는 사용자 확보 전망. '브레이커스' (수집형 RPG, 서브컬처) 26년 1분기 출시. '타임테이커스'(PC/콘솔 3인칭 슈팅) 2분기 출시. '신더시티'(MMO 슈팅) 3분기 출시. 기존 IP 스피노프 게임 1종 12월 출시, 26년 1분기 1종, 하반기 2종 예정 [기존 게임 IP 지역확장] '리니지2M' 26년 상반기 텐센트 통해 중국 론칭. '리니지W' 동남아 재런칭. 북미/러시아 확대 계획. '리니지M' 26년 중 중국 출시 [미공개 신작] 새로운 IP MMO 11/13 '지스타'에서 공개 [플랫폼 수수료 절감] PC를 통한 모바일 게임 결제 시 구글/애플 우회한 결제 가능. 기존 플랫폼 수수료율 30%에서 수수료율 대폭 인하 가능

투자의견 BUY, 목표주가 31만원 유지

'아이온2' 출시 이후의 동사 실적, 밸류에이션에 대한 우려가 커지고 있음. '아이온2'를 통한 실적 개선 가능성이 높은 가운데, '아이온2' 이외의 새로운 신작 라인업, 기존 IP 지역 확대, 인원효율화를 통한 인건비(고정비) 감소, 플랫폼 수수료(율) 인하 등 2026년 실적 개선 폭이 커질 가능성이 높아지고 있음. 또한, 11/13 '지스타' 공개 신규 IP에 대한 시장반응에 따라 추가적인 장기성장성에 대한 기대감(밸류에이션 멀티플)이 높아질 수 있을 것으로 기대됨

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	360	-10.4	-5.8	368	-2.2
영업이익	-7	적지	적전	-9	15.8
세전계속사업이익	435	흑전	흑전	97	349.0
지배순이익	342	흑전	흑전	86	295.7
영업이익률 (%)	-2.1	적지	적전	-2.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	95.0	흑전	흑전	23.5	+71.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,780	1,578	1,624	2,131
영업이익	137	-109	68	564
지배순이익	212	94	429	767
PER	33.3	45.8	11.6	6.5
PBR	2.0	1.2	1.3	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	19.6	3.7
ROE	6.6	3.0	13.0	19.3

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 310,000원 (M)

직전 목표주가	310,000원
현재주가 (11/11)	229,500원
상승여력	35%

시가총액	49,444억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	217억원
60일 평균 거래량	100,705주
52주 고/저	244,500원 / 135,800원
외인지분율	31.37%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 15인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.8	13.3	9.8
상대	(7.0)	(11.5)	(32.3)
절대 (달러환산)	2.7	7.5	4.7

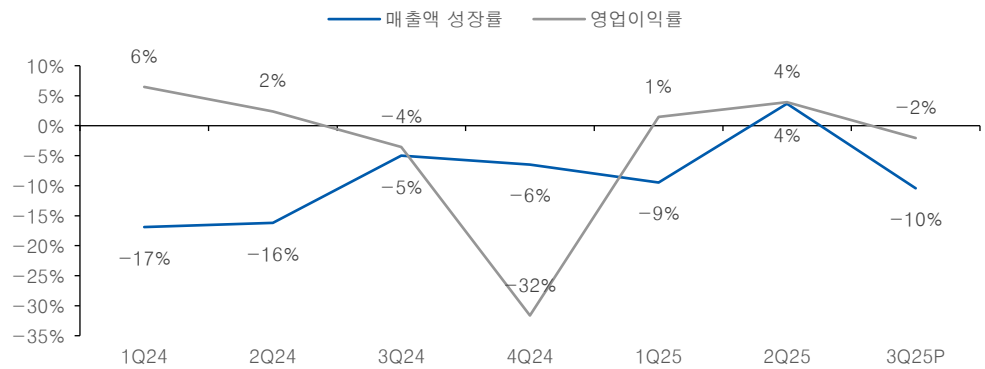
엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,019	4,094	3,603	3,824	3,600	4,870	17,798	15,774	15,897	20,945
YoY	-5%	-6%	-9%	4%	-10%	19%	-31%	-11%	1%	32%
Lineage 1	265	229	223	207	252	220	1,014	982	902	871
Lineage 2	202	206	191	227	216	246	847	855	880	836
Aion	118	112	85	130	90	83	717	504	388	422
Blade & Soul	32	140	142	195	136	165	246	251	638	604
Guild War 2	190	247	193	158	184	176	827	926	711	719
Royalty Sales	381	735	450	423	468	472	1,445	1,820	1,812	1,653
기타	297	269	257	295	283	220	699	1,077	1,055	1,140
리니지 M	1,589	1,218	1,127	1,211	1,053	1,093	5,073	4,928	4,484	4,260
리니지2M	431	413	379	480	472	429	2,517	1,818	1,759	1,671
리니지 W	469	491	531	476	434	470	4,127	2,443	1,911	1,740
블소2	45	35	26	22	13	41	287	171	102	82
아이온2						1,254			1,254	4,551
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,750
비용총계	4,162	5,389	3,551	3,673	3,675	4,534	16,425	16,873	15,433	15,568
인건비	2,011	3,145	1,872	1,908	1,994	2,091	8,229	9,064	7,865	7,220
광고선전비	487	552	133	234	160	492	850	1,282	1,019	965
감가상각비	265	259	251	247	214	260	1,119	1,081	972	990
매출변동비 및 기타	1,399	1,432	1,294	1,284	1,307	1,692	6,228	5,447	5,577	6,394
영업이익	-143	-1,295	52	151	-75	336	1,373	-1,100	464	5,376
영업이익률	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	6.9%	7.7%	-7.0%	2.9%	25.7%
YoY	적전	적전	-80%	70%	-	-126%	-75%	적전	-142%	1058%

자료: 유안타증권 리서치센터

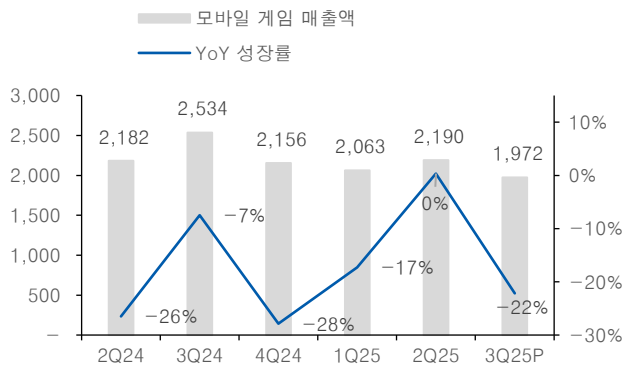
매출액 성장률(YoY) & 영업이익률 (1Q24~3Q25P)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액 & YoY 성장률(2Q24~3Q25P)

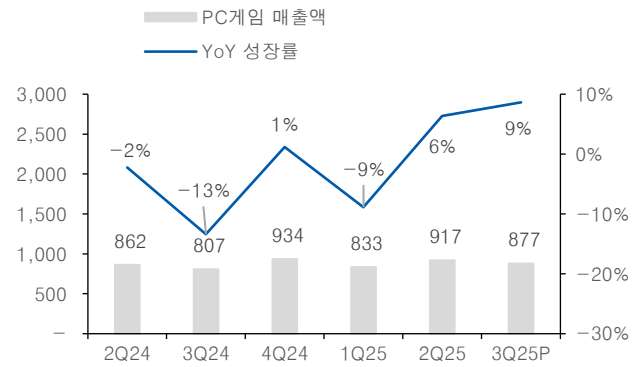
(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 온라인 게임 매출액 & YoY 성장률(2Q24~3Q25P)

(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 밸류에이션 비교

peer 기업	P/E			P/B		ROE	
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2024	2025E
NETEASE	14.3	16.3	15.4	3.0	3.9	22.6	23.8
ELECTRONIC ARTS	30.4	30.7	23.6	5.7	7.0	16.1	19.3
NEXON	14.7	28.4	24.1	1.9	2.6	14.1	9.4
KRAFTON	10.9	13.0	10.7	2.1	1.6	21.1	13.0
CAPCOM	31.6	34.2	30.5	6.8	7.2	23.0	23.3
NETMARBLE	165.2	15.2	15.2	0.8	0.8	0.5	5.6
SHIFT UP	23.2	13.6	18.2	4.8	240.5	31.4	20.8
평균	41.5	21.6	19.7	3.6	37.7	18.4	16.5
NCSOFT	38.7	40.0	18.1	1.2	1.5	3.0	4.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,624	2,131	2,129
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,624	2,131	2,129
판매비	1,643	1,687	1,556	1,567	1,566
영업이익	137	-109	68	564	563
EBITDA	249	0	165	662	662
영업외손익	69	230	479	472	503
외환관련손익	-9	50	-19	-59	-64
이자손익	69	62	50	74	101
관계기업관련손익	4	4	-12	-10	-7
기타	5	114	460	467	473
법인세비용차감전순이익	206	121	548	1,036	1,065
법인세비용	-8	27	113	259	266
계속사업순이익	214	94	435	777	799
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	435	777	799
지배지분순이익	212	94	429	767	788
포괄순이익	191	48	541	894	928
지배지분포괄이익	189	48	548	905	939

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	106	520	598
당기순이익	214	94	435	777	799
감가상각비	110	106	94	95	96
외환손익	7	-4	-21	59	64
중속, 관계기업관련손익	-1	2	12	10	7
자산부채의 증감	-96	-43	-44	-84	-31
기타현금흐름	-95	-48	-370	-336	-337
투자활동 현금흐름	113	1,294	-63	-234	-167
투자자산	345	327	86	-74	-55
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-84	-87	-100	-100
유형자산 감소	1	1	1	0	0
기타현금흐름	-115	1,051	-63	-60	-12
재무활동 현금흐름	-177	-523	-24	-18	-32
단기차입금	5	6	-2	14	0
사채 및 장기차입금	16	-273	15	6	6
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타현금흐름	-62	-193	-9	-9	-9
연결범위변동 등 기타	4	17	538	530	454
현금의 증감	80	895	557	798	854
기초 현금	286	365	1,260	1,817	2,616
기말 현금	365	1,260	1,817	2,616	3,470
NOPLAT	142	-109	68	564	563
FCF	22	23	19	420	498

자료: 유안타증권

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

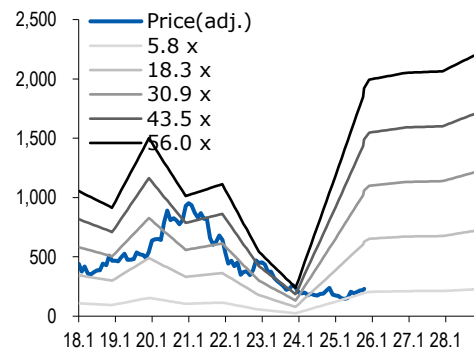
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,393	3,299	4,131
현금및현금성자산	365	1,260	1,817	2,616	3,470
매출채권 및 기타채권	172	167	213	273	272
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,087	2,179	2,253
유형자산	1,001	998	1,004	1,009	1,013
관계기업 등 지분관련 자산	25	50	64	84	84
기타투자자산	648	822	737	791	846
자산총계	4,394	3,954	4,481	5,479	6,383
유동부채	614	322	580	668	673
매입채무 및 기타채무	215	196	200	263	263
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	150	155	160
비유동부채	526	568	339	383	384
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	170	170	170
부채총계	1,141	890	919	1,051	1,057
지배지분	3,250	3,058	3,548	4,403	5,292
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,740	4,479	5,239
비지배지분	3	5	14	25	35
자본총계	3,253	3,064	3,562	4,428	5,327
순차입금	-1,471	-1,099	-1,715	-2,519	-3,345
총차입금	649	382	395	414	420

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	19,829	35,580	36,594
BPS	160,025	157,673	182,944	227,045	272,876
EBITDAPS	11,349	-2	7,648	30,730	30,733
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	11.6	6.5	6.3
PBR	2.0	1.2	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	19.6	3.7	2.5
PSR	4.0	2.7	3.1	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	726.9	-0.2
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	355.4	78.7	2.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	4.2	26.4	26.4
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	26.4	36.0	37.0
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	10.2	31.1	31.1
ROIC	16.4	-8.0	5.6	40.9	40.4
ROA	4.8	2.3	10.2	15.4	13.3
ROE	6.6	3.0	13.0	19.3	16.3
부채비율 (%)	35.1	29.1	25.8	23.7	19.8
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-48.3	-57.2	-63.2
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	7.3	58.2	56.3

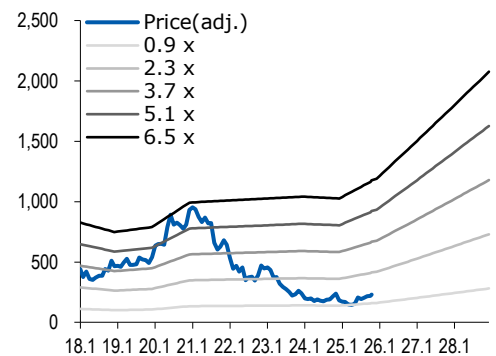
P/E band chart

(천원)

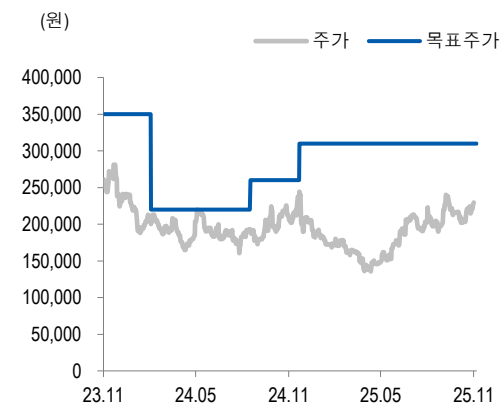


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-12	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)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-11

※ 해외 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 대상법인의 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.