

엔씨소프트 (036570)

우려를 떨쳐낸 아이온2 그리고 M&A

4Q25 Review

매출액 4,042억원 YoY -1%, 영업이익 32억원 흑전, 순손실 15억원. 컨센 하회

[모바일 게임] 기존 게임 자연감소, 지역 확장 효과 축소 1,781억원 YoY -17% [PC게임] '아이온2' 43일 매출 774억원, '길드워2' 확장팩 판매 호조로 1,682억원 YoY +80%

2026년 1분기 및 연간 전망

'아이온2' 1/21 진행된 시즌2 업데이트일 매출이 출시일(11/19)보다 더 잘 나왔고, 아직 유료아이템이 본격 출시가 되지 않은 상황이어서 3개월 매출이 온전히 반영되는 1분기 큰 폭의 실적 개선뿐만 아니라 연간으로도 국내 매출은 견조한 수준을 유지할 것으로 전망. 3분기 예정된 글로벌 출시도 24년 'TL' 글로벌 성과(3개월간 1,500억원) 감안 시 일정 수준이상 매출이 기대되는 바, 당리서치팀 추정한 국내외 연간 매출액 5,437억원은 무난히 달성 가능할 것으로 판단됨.

2/11 정식 론칭된 '리니지클래식'의 한국 25대, 대만 15대의 서버가 모두 혼잡상황으로 초반 흥행에 성공한 것으로 보여 월 100억원(유료가입자 33.7만명) 이상의 매출이 추가될 것으로 예상. 또한, 26년 출시될 신규 IP 3종, 기존 IP 스피노프 게임 5종에서 발생할 매출 외에 25년 인수하여 26년 1분기부터 연결 편입 예정인 '리후후(베트남 기반 캐주얼 모바일 게임사)', '스프링컴즈(국내 모바일 캐주얼 게임사)'에서 발생할 연간 1,500억원 전후의 매출과 향후 추가로 진행될 M&A를 감안하면 26년 50% 전후의 고성장이 가능하다는 의견임

투자의견 BUY, 목표주가 31만원 유지

신작의 잇따른 흥행으로 실적 개선 가시성이 높아졌음에도 불구하고 동사에 대한 시장의 부정적 이미지(리니지, MMORPG 위주의 개발사 등등)로 여전히 낮게 형성된 밸류에이션은 동사를 투자하기 좋은 기회라는 의견임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **310,000원 (M)**

직전 목표주가 **310,000원**

현재주가 (2/11) **213,500원**

상승여력 **45%**

시가총액	45,996억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	411억원
60일 평균 거래량	194,293주
52주 고/저	247,500원 / 135,800원
외인지분율	33.98%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 14 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	(7.0)	18.3
상대	(18.0)	(28.7)	(43.9)
절대 (달러환산)	(3.8)	(6.1)	18.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	404	-1.3	12.3	427	-5.4
영업이익	3	흑전	흑전	10	-67.1
세전계속사업이익	28	흑전	-93.5	37	-22.8
지배순이익	-2	적지	적전	30	-108.0
영업이익률 (%)	0.8	흑전	흑전	2.3	-1.5 %pt
지배순이익률 (%)	-0.6	적지	적전	6.9	-7.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,210
영업이익	137	-109	16	476
지배순이익	212	94	347	377
PER	33.3	45.8	12.6	12.2
PBR	2.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	24.7	4.6
ROE	6.6	3.0	10.8	10.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

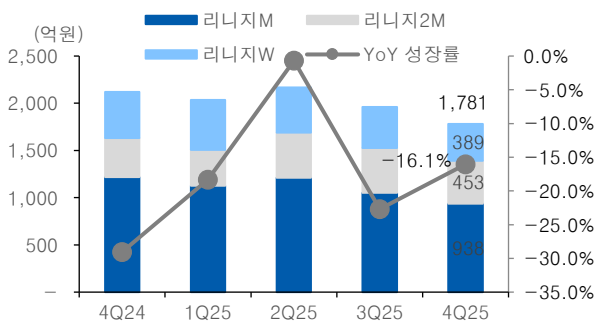
엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출액	4,094	3,603	3,824	3,600	4,042	5,137	5,170	5,576	6,213	17,798	15,774	15,069	22,097
YoY	-6%	-9%	4%	-10%	-1%	43%	35%	55%	54%	-31%	-11%	-4%	47%
Lineage 1	229	223	207	252	250	175	155	166	207	1,014	982	932	703
Lineage 2	206	191	227	216	229	216	211	218	236	847	855	863	880
Aion	112	85	130	90	53	63	76	70	60	717	504	358	269
Blade & Soul	140	142	195	136	86	84	88	89	88	246	251	559	348
Guild War 2	247	193	158	184	289	206	188	217	200	827	926	824	811
Royalty Sales	735	450	423	468	424	419	390	425	325	1,445	1,820	1,764	1,559
기타	269	283	317	296	156	184	214	213	241	699	1,077	1,052	852
리니지 M	1,218	1,127	1,211	1,053	938	891	915	948	1,016	5,073	4,928	4,330	3,770
리니지2M	413	379	480	472	453	445	420	395	411	2,517	1,818	1,783	1,671
리니지 W	491	531	476	434	389	390	384	368	355	4,127	2,443	1,831	1,498
아이온2					774	1,350	1,155	1,392	1,540			774	5,437
기타 신작	-	-	-	-	-	315	525	525	735	-	-	-	2,100
비용총계	5,389	3,551	3,673	3,675	4,010	4,306	4,151	4,222	4,662	16,425	16,873	14,908	17,341
인건비	3,145	1,872	1,908	1,994	1,979	1,985	1,931	1,929	2,091	8,229	9,064	7,752	7,936
광고선전비	552	133	234	160	529	415	407	476	496	850	1,282	1,056	1,794
감가상각비	259	251	247	214	223	234	229	241	240	1,119	1,081	935	944
매출변동비 및 기타	1,432	1,294	1,284	1,307	1,279	1,672	1,583	1,577	1,835	6,228	5,447	5,165	6,668
매출액 대비	35%	36%	34%	36%	32%	33%	31%	28%	30%	35%	35%	34%	30%
영업이익	-1,295	52	151	-75	32	831	1,019	1,354	1,552	1,373	-1,100	161	4,756
영업이익률	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	16.2%	19.7%	24.3%	25.0%	7.7%	-7.0%	1.1%	21.5%
YoY	-3461%	-80%	70%	-48%	-103%	1492%	576%	-1913%	4680%	-75%	-180%	-115%	2858%

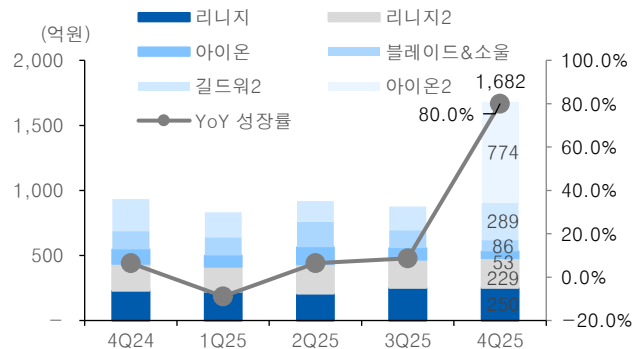
자료: 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액 & YoY 성장률 (4Q24~4Q25)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 온라인 게임 매출액 & YoY 성장률 (4Q24~4Q25)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 밸류에이션 비교

(단위: 배, %)

기업명	P/E		P/B		ROE		P/S	
	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E
TENCENT	17.4	15.4	3.8	3.2	20.8	20.0	5.9	5.3
NETEASE	14.0	13.2	3.3	2.9	24.0	22.0	4.7	4.4
ELECTRONIC	30.8	23.4	7.1	8.0	19.3	25.6	7.1	6.3
NEXON	26.8	23.9	2.9	2.6	10.8	11.7	6.3	5.9
KRAFTON	13.7	11.9	1.6	1.5	12.4	12.9	3.8	2.9
KONAMI	33.2	27.9	5.4	4.8	17.5	18.3	6.5	5.9
CAPCOM	28.5	25.0	6.0	5.3	23.3	22.4	10.2	9.4
SQUARE ENIX	35.3	36.9	3.1	3.0	8.9	8.9	3.2	3.6
NETMARBLE	15.5	14.2	0.9	0.8	5.6	6.0	1.8	1.6
KAKAO GAMES	NA	59.6	1.0	1.1	-5.6	-0.0	2.9	2.3
PEARL ABYSS	689.4	22.1	4.2	3.5	0.7	17.8	9.7	5.5
NHN	26.1	13.7	0.8	0.7	2.2	5.3	0.5	0.4
COM2US	53.4	22.6	0.4	0.4	0.2	1.6	0.6	0.6
WEBZEN	16.0	9.6	0.8	0.7	4.6	7.5	3.1	2.5
SHIFT UP	10.9	14.8	2,072.9	1,817.9	20.7	13.0	6.6	8.6
평균	24.7	22.3	2.9	2.7	11.0	12.9	4.9	4.3
NCSOFT	14.2	14.5	1.3	1.2	10.3	8.8	3.0	2.3
PLAYTIKA	8.7	5.8	NA	38.8	-107.3	-58.1	0.5	0.5
DOUBLEUGAME	8.1	7.0	1.0	0.8	12.4	12.6	1.7	1.5

자료: Bloomberg

엔씨소프트 신작 라인업

출시일(예정일)	게임명	장르	플랫폼	소개
2025.11.19	아이온2	MMORPG	PC, 모바일	아이온 IP 활용. 엔씨소프트 메인 타이틀
2026.02.11	리니지클래식	MMORPG	PC	옛날 리니지 감성을 그대로 복원한 MMORPG
1H26	타임 테이커스	TPS	PC, 콘솔	팀 기반 서바이벌 슈팅 게임. 타임에너지를 파밍, 사냥, PvP 를 통해 수집하여 생존에 활용.
1H26	리니지 W (동남아 확장)	MMORPG	모바일	글로벌 유저가 하나의 서버에서 즐기는 리니지
2H26	리밋 제로 브레이커스	액션, 수집형 RPG	PC, 모바일	스토리를 따라 플레이. PvE 액션, 수집형 RPG. 멀티플레이 지원
2H26	신더 시티	TPS	PC, 콘솔	23세기 미래기술과 21세기 현재가 공존하는 SF 세계관 속, 서울을 기반으로 제작된 오픈월드에서 펼쳐지는 협동 슈팅 게임.
2H26	리니지 W(북미, 러시아 확장)	MMORPG	모바일	위에 소개
2H26	아이온2(글로벌 확장)	MMORPG	PC, 모바일	위에 소개
2H26	호라이즌 스틸 프론티어스	오픈월드 MMORPG	PC, 모바일	대작 호라이즌 IP 를 이어받은 MMORPG

자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,210	2,284
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,210	2,284
판매비	1,643	1,687	1,491	1,734	1,550
영업이익	137	-109	16	476	734
EBITDA	249	0	109	570	831
영업외손익	69	230	445	29	40
외환관련손익	-9	50	-8	-71	-78
이자손익	69	62	46	60	73
관계기업관련손익	4	4	-23	-24	-24
기타	5	114	431	64	70
법인세비용차감전순이익	206	121	461	504	775
법인세비용	-8	27	114	126	194
계속사업순이익	214	94	347	378	581
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	347	378	581
지배지분순이익	212	94	347	377	580
포괄순이익	191	48	355	386	590
지배지분포괄이익	189	48	355	386	590

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	199	582	848
당기순이익	214	94	347	378	581
감가상각비	110	106	89	91	93
외환손익	7	-4	-16	71	78
중속, 관계기업관련손익	-1	2	23	24	24
자산부채의 증감	-96	-43	63	-20	34
기타현금흐름	-95	-48	-308	38	37
투자활동 현금흐름	113	1,294	-546	-704	-646
투자자산	345	327	-14	-81	-60
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-84	-87	-100	-100
유형자산 감소	1	1	1	0	0
기타현금흐름	-115	1,051	-446	-523	-486
재무활동 현금흐름	-177	-523	-66	-19	-39
단기차입금	5	6	2	22	2
사채 및 장기차입금	16	-273	-18	9	10
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타현금흐름	-62	-193	-21	-22	-22
연결범위변동 등 기타	4	17	59	452	328
현금의 증감	80	895	-354	311	491
기초 현금	286	365	1,260	907	1,217
기말 현금	365	1,260	907	1,217	1,708
NOPLAT	142	-109	16	476	734
FCF	22	23	112	482	748

자료: 유안타증권

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

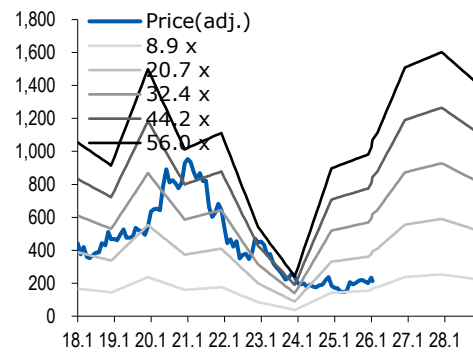
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,267	2,743	3,266
현금및현금성자산	365	1,260	907	1,217	1,708
매출채권 및 기타채권	172	167	165	242	251
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,067	2,165	2,242
유형자산	1,001	998	1,008	1,017	1,024
관계기업 등 지분관련 자산	25	50	51	75	78
기타투자자산	648	822	769	826	884
자산총계	4,394	3,954	4,333	4,908	5,508
유동부채	614	322	641	792	819
매입채무 및 기타채무	215	196	245	360	372
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	130	135	140
비유동부채	526	568	322	388	399
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	40	40	40
부채총계	1,141	890	963	1,180	1,218
지배지분	3,250	3,058	3,365	3,722	4,282
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,662	4,011	4,562
비지배지분	3	5	6	6	8
자본총계	3,253	3,064	3,370	3,728	4,289
순차입금	-1,471	-1,099	-1,665	-1,999	-2,498
총차입금	649	382	366	398	410

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	16,022	17,513	26,910
BPS	160,025	157,673	173,511	191,908	220,785
EBITDAPS	11,349	-2	5,028	26,475	38,559
SPS	81,071	71,883	69,644	102,568	106,035
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	33.3	45.8	12.6	12.2	7.9
PBR	2.0	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	24.7	4.6	2.5
PSR	4.0	2.7	2.9	2.1	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	-4.5	46.6	3.4
영업이익 증가율 (%)	-75.4	적전	흑전	2,858.0	54.4
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	268.0	8.8	53.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	21.5	32.1
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	23.0	17.1	25.4
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	7.2	25.8	36.4
ROIC	16.4	-8.0	5.5	39.9	62.3
ROA	4.8	2.3	8.4	8.2	11.1
ROE	6.6	3.0	10.8	10.6	14.5
부채비율 (%)	35.1	29.1	28.6	31.7	28.4
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-49.5	-53.7	-58.3
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	1.6	47.4	69.2

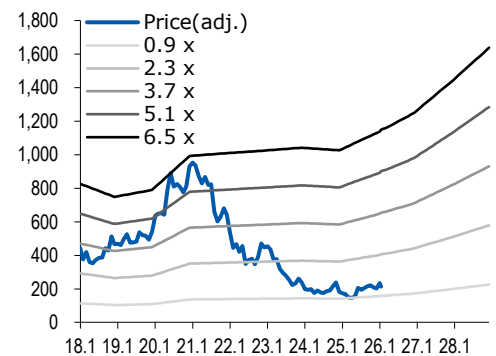
P/E band chart

(천원)



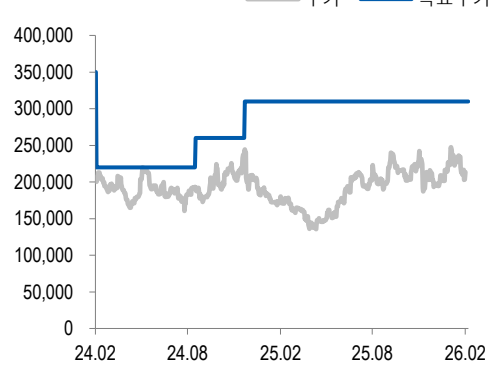
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-02-11	BUY	310,000	1년		
2025-12-02	1년 경과 이후		1년	-30.42	-20.16
2024-12-02	BUY	310,000	1년	-39.47	-21.94
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-02-11

※ 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.