Results Comment

엔씨소프트 (036570)

아이온2 이후 대작 부재

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	Marketperform
	시장수익률, 유지
6개월 목표주가	230,000
	유지
현재주가 (25.11.12)	229,500
	디지털컨텐츠업종

- 3Q 적자 지속. 모바일, PC 모두 전분기대비 감소. 4Q 지속 하락 전망
- 아이온2 D-8. 주가 변동성 확대 예상하나, 주가에 흥행 성과 선반영 판단
- MMORPG의 빠른 매출 하락, 이후 대체작 부재 고려, 트레이딩 전략 권고

투자의견 Marketperform, 목표주가 230,000원 유지

2026년 EPS 9,155원에 Target PER 25.2배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 멀티플 평균 대비 20% 할증 적용. 신작 기대감을 반영하여 20% 할증률 적용

3Q 기존 게임 매출 하락 지속

3Q25 매출액 3,600억원(YoY -10%, QoQ -6%), 영업이익 -75억원(YoY 적지, QoQ 적전) 기록. 매출은 컨센 부합, 영업이익 컨센 상회하는 실적 기록

모바일, PC 매출 모두 QoQ 감소. PC 5종은 리니지, 길드워2의 매출 호조에도 나머지 게임들의 자연 감소 영향, 모바일은 2분기 업데이트 효과 소멸과 경쟁작 영향으로 판단. 인건비 1,994억원(QoQ 5%)으로 일회성 퇴직금 반영. 마케팅비 160억원(QoQ -32%) 기록. 글로벌 게임쇼 참가 및 아이온2 사전 마케팅에도 불구하고 효율적 마케팅 집행. 다만, 4분기에는 아이온2 출시로 큰 폭의 마케팅비 증가 전망. 영업외 특이사항으로는 부동산 처분익 약 4,000억원 발생

아이온2 D-8, 주가 변동성 확대 예상. 단, 2026년 아이온2 대체작 부재

회사는 모바일 3종의 자체 결제 도입을 11월에 완료할 계획. 중장기적 관점에서 지급수수료 감소를 기대할 수 있으나, 현재 회사가 공지한 자체 결제 도입 안내 기반, 모바일이 아닌 퍼플(자체) 결제를 함으로써 유저가 얻게 되는 혜택 미흡. 자체 결제 전환율이 빠르지 않을 것으로 예상하기 때문에 당사의 기존 추정치 유지

11/19 아이온2 출시 예정. 당사는 아이온2의 4Q25 일평균 매출 30억원 추정. 글로벌 출시를 포함한 2026년 일평균 매출 11억원으로 추정. 기대가 높은 게임인 만큼 단기간 주가 변동성 확대 예상. 그러나 이미 현 주가는 아이온2의 흥행 성과를 선반영한 수준으로 판단. 또한 출시 이후에도 아이온2의 모바일 매출 순위에 따라 주가 변동성 지속 확대 가능하나, MMORPG 장르의 빠른 매출 하락 및 동사의 2026년 대체작 부재를 고려하여, 트레이딩 전략으로 접근할 것을 추천

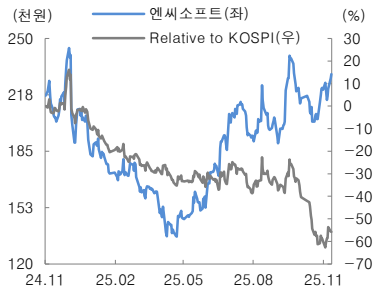
(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	402	382	382	360	-10.4	-5.8	368	467	14.1	29.8
영업이익	-14	15	-2	-7	적지	적전	-9	-5	적지	적지
순이익	-27	96	4	78	흑전	-18.6	86	86	흑전	10.6

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	4106.39
시가총액	4,944십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	244,500원 / 135,800원
120일 평균거래대금	234억원
외국인지분율	31.33%
주요주주	김택진 외 15 인 12.37% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	13.3	55.0	9.8
상대수익률	-7.0	-11.5	-2.7	-32.3



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,570	1,970	2,205
영업이익	137	-109	8	276	254
세전순이익	206	121	433	250	227
총당기순이익	214	94	349	198	180
지배지분순이익	212	94	349	197	179
EPS	9,663	4,291	16,129	9,155	8,320
PER	24.9	42.7	14.2	25.1	27.6
BPS	148,023	139,312	157,326	165,844	172,857
PBR	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3
ROE	6.6	3.0	10.8	5.7	4.9

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	1,626	1,993	1,570	1,970	-3.5	-1.2
판매비와 관리비	1,586	1,717	1,562	1,694	-1.5	-1.4
영업이익	40	276	8	276	-79.9	0.1
영업이익률	2.5	13.8	0.5	14.0	-2.0	0.2
영업외손익	-34	-23	425	-26	흑자조정	적자유지
세전순이익	6	253	433	250	6,673.6	-0.9
지배지분순이익	9	198	349	197	3,794.3	-0.4
순이익률	0.5	10.0	22.2	10.0	21.7	0.0
EPS(지배지분순이익)	414	9,195	16,129	9,154	3,794.3	-0.4

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	197.2	
Target PER(x)	25.2x	글로벌 peer 9개사 2026 PER 평균 대비 20% 할증
목표 시총(십억원)	4,970.3	
주식 수(천주)	21,544.0	
적정 주가(원)	230,705	
목표 주가(원)	**230,000**	**반올림 적용**
현재 주가(원)	229,500	
상승 여력	0.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	467.2	1,578.1	1,569.9	1,970.1
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	22.6	98.2	90.8	86.6
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	20.6	85.5	84.0	87.8
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	9.0	8.5	50.4	39.0	31.3
블레이드&소울	4.1	3.4	3.2	14.0	14.2	19.5	13.6	13.7	24.7	61.0	50.5
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	18.4	17.8	92.6	71.3	67.3
신더시티											66.0
모바일 게임	249.4	218.2	253.4	215.6	206.6	219.0	197.2	310.7	936.7	933.5	1,152.3
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	104.3	492.8	443.4	406.8
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	44.1	182.6	177.2	152.7
블소2	5.6	3.5	4.5	3.5	3.0	2.2	1.3	1.0	17.1	7.5	3.4
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	41.2	244.3	185.4	196.6
아이온2								120.0		120.0	392.8
로열티 매출액	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	45.1	182.0	179.0	204.3
기타 게임	24.3	27.2	29.7	26.9	25.7	29.5	28.3	28.2	108.1	111.7	188.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	472.0	1,687.3	1,561.9	1,693.7
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	218.3	906.4	795.7	806.2
지급수수료	95.8	82.3	106.1	101.0	95.3	92.8	89.2	115.6	385.2	392.9	495.1
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	74.8	128.2	127.4	153.1
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	21.4	108.1	92.7	87.8
기타 영업비용	38.9	44.4	33.8	42.2	34.1	35.6	41.5	41.9	159.4	153.1	151.5
영업이익	25.7	8.8	- 14.3	- 129.5	5.2	15.1	-7.5	-4.8	-109.2	8.1	276.4
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	-1.0%	-6.9%	0.5%	14.0%
지배주주 순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	-0.1	94.2	348.9	197.2
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	96.3%	0.0%	6.0%	22.2%	10.0%

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center
주: TL 글로벌, 블소2 중국 매출은 로열티 매출로 분류

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
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024.06	배틀크러쉬	
	2024.08	호연	블소 IP 수집형 RPG
	4Q24	저니 오브 모나크	**리니지 IP 기반**
	2025 상반기	블소 2 중국	
		리니지2M(동남아)	
	4Q25	아이온2	한국, 대만 11/19 출시
		기존 IP 스핀오프 1종	
	1Q26	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 RPG 프로젝트 모바일, PC, 콘솔 동시 출시
		기존 IP 스핀오프 1종	
	2Q26	리니지W 동남아	
		리니지2M 중국	
	2026	아이온 모바일 (중국)	기존 아이온 PC 를 모바일로 포팅. 셩취게임즈 개발
		아이온2 글로벌	
		기존 IP 스핀오프 2종	
PC/콘솔 게임	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
	2Q26	타임테이커즈	타임 서바이벌 히어로 슈터, 스팀 출시
	3Q26	신더시티	타임 서바이벌 히어로 슈터, 스팀 출시

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

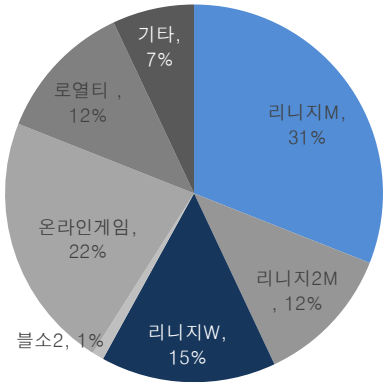
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 14인 12%, 국민연금공단 8.2%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

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

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

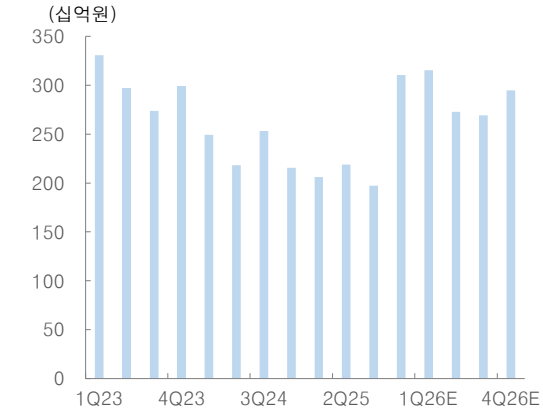
게임별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

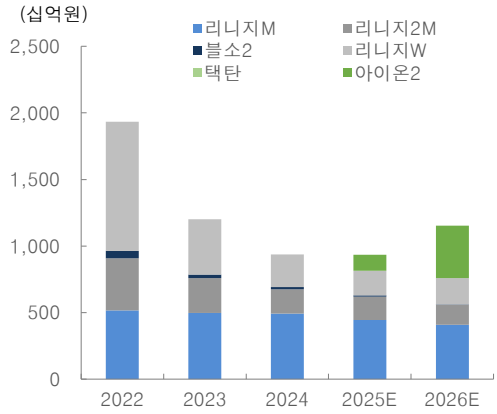
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



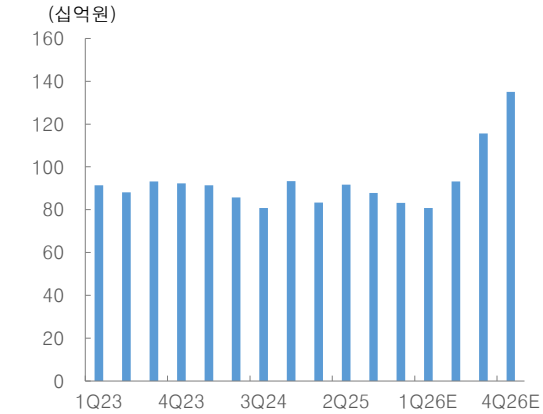
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



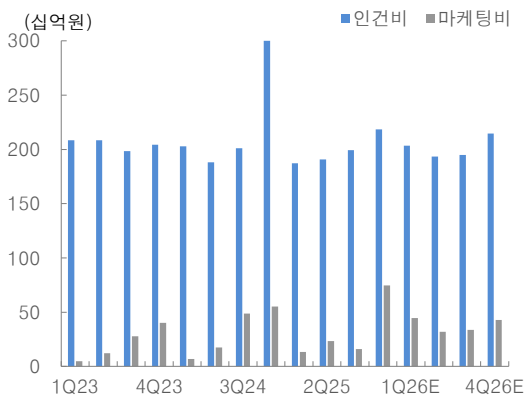
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

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	1,570	1,970	2,205
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,570	1,970	2,205
판매비와관리비	1,643	1,687	1,562	1,694	1,951
영업이익	137	-109	8	276	254
영업이익률	7.7	-6.9	0.5	14.0	11.5
EBITDA	249	0	107	372	347
영업외손익	69	230	425	-26	-26
관계기업손익	4	4	-12	-11	-11
금융수익	120	157	123	127	127
외환관련이익	30	81	81	81	81
금융비용	-29	-40	-73	-122	-122
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-26	109	387	-21	-21
법인세비용차감전순손익	206	121	433	250	227
법인세비용	8	-27	-84	-53	-48
계속사업순손익	214	94	349	198	180
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	349	198	180
당기순이익률	12.0	6.0	22.2	10.0	8.1
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	94	349	197	179
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-5	-5	-5	-5
포괄순이익	191	48	303	152	134
비지배지분포괄이익	2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	189	48	303	151	133

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,495	2,661	2,803
현금및현금성자산	365	1,260	2,122	2,279	2,406
매출채권 및 기타채권	172	167	164	195	212
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
관계기업투자금	25	50	77	104	131
기타비유동자산	1,032	1,118	986	975	967
자산총계	4,394	3,954	4,540	4,709	4,861
유동부채	614	322	562	562	562
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	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
지배지분	3,250	3,058	3,404	3,573	3,724
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	458	458	458
이익잉여금	3,473	3,474	3,795	3,964	4,115
기타자본변동	-667	-860	-860	-860	-860
비지배지분	3	5	6	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,410	3,579	3,730
순차입금	-1,471	-1,099	-1,567	-1,701	-1,825

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	16,129	9,154	8,320
PER	24.9	42.7	9.5	16.7	18.4
BPS	148,023	139,312	157,326	165,844	172,857
PBR	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	11,349	-2	4,940	17,270	16,096
EV/EBITDA	15.3	NA	31.7	8.7	9.0
SPS	81,071	71,883	72,560	91,446	102,341
PSR	3.0	2.5	3.2	2.5	2.2
CFPS	13,017	3,975	20,557	12,012	10,838
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	311	123	116
당기순이익	214	94	349	198	180
비현금항목의 가감	72	-7	96	61	54
감가상각비	112	109	99	96	93
외환손익	7	-4	-50	-50	-50
지분법평가손익	-1	2	0	0	0
기타	-47	-114	47	15	11
자산부채의 증감	-96	-43	-62	-96	-83
기타현금흐름	-50	63	-71	-40	-35
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	861	157	128
기초 현금	286	365	1,260	2,122	2,279
기말 현금	365	1,260	2,122	2,279	2,406
NOPLAT	142	-85	7	218	200
FCF	95	-19	139	230	209

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-0.5	25.5	11.9
영업이익 증가율	-75.4	적전	흑전	3,323.9	-8.2
순이익 증가율	-50.9	-56.0	270.8	-43.4	-9.1
수익성					
ROIC	13.2	-6.9	0.5	18.7	16.9
ROA	3.1	-2.6	0.2	6.0	5.3
ROE	6.6	3.0	10.8	5.7	4.9
안정성					
부채비율	35.1	29.1	33.2	31.6	30.3
순차입금비율	-45.2	-35.9	-46.0	-47.5	-48.9
이자보상배율	9.4	-10.6	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

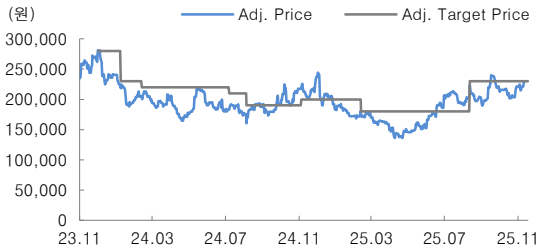
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

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	25.11.12	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
괴리율(평균%)		(7.68)	(8.32)	(4.67)	(13.10)	(13.26)
괴리율(최대/최소%)		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
괴리율(평균%)	(13.25)	(0.65)	5.72	1.65	(0.40)	(3.06)
괴리율(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	24.01.08
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Buy
목표주가	190,000	210,000	220,000	220,000	220,000	230,000
괴리율(평균%)	(2.65)	(12.31)	(11.33)	(19.82)	(9.94)	(11.60)
괴리율(최대/최소%)	1.21	(8.57)	0.00	(7.27)	(3.18)	(2.61)
제시일자	23.12.25	23.12.02				
투자의견	Buy	Marketperform				
목표주가	280,000	280,000				
괴리율(평균%)	(15.97)	(12.87)				
괴리율(최대/최소%)	(13.75)	(19.82)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	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