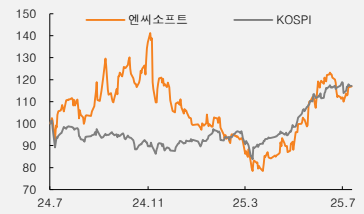


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 260,000원
현재주가(25/8/11)	202,500원
상승여력	28.4%

영업이익(25F,십억원)	-28
Consensus 영업이익(25F,십억원)	56
EPS 성장률(25F,%)	적진
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.9
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,206.77
시가총액(십억원)	4,363
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.7
외국인 보유비중(%)	32.6
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	135,800
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.3	12.3	10.7
상대주가	-5.2	-11.1	-10.7



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

엔씨소프트

아이온2 모멘텀을 즐길 시기

2Q25 Review: 컨센서스 상회

매출액 3,820억원(+4% YoY), 영업이익 150억원(+71% YoY)으로 컨센서스(매출액 3,540억원, 영업이익 60억원)를 상회했다. 모바일, PC 주요 IP 매출 반등이 실적 호조를 이끌었다. PC 매출액은 920억원(+6% YoY)으로 예상치를 23% 상회했다. 리니지2, 아이온, B&S 등 레거시 IP들의 매출 반전이 나타났다.

모바일 매출액은 2,190억원(Flat YoY)으로 예상치를 10% 상회했다. 8주년 업데이트 효과가 반영된 리니지M 매출액은 1,210억원(+13% YoY)으로 QoQ 7% 증가했다. 리니지2M 매출액도 성장 반전(+13% YoY, +27% QoQ)에 성공했다. 영업비용은 3,670억원(+2% YoY)을 기록했다.

다가오는 대규모 신작 모멘텀

동사의 최대 기대작 아이온2 출시가 가시권으로 들어오고 있다. 보수적으로 보더라도 연내 아시아 지역 출시에는 무리가 없는 상황으로 판단한다. 구체적인 BM에 대해서는 9월에 공개할 예정이다. 당사에서는 아이온2 연간 매출액으로 5,500억원(일평균 15억원)을 가정하고 있다.

아이온2 출시 외에도 다변화된 장르의 신작을 26년에 출시할 예정이다. 브레이크스(1Q26), 타임 테이커스(2Q26), LLL(26년 중순)이 출시 대기 중이다. 그 외 아직 발표하지 않은 신작 2종과 스피노프 게임 4종의 출시도 준비 중이다. 리니지M, 2M의 중국 확장, 리니지W의 동남아 확장도 26년에 예정되어 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 260,000원으로 상향

PC, 모바일 기존 게임 매출의 견조한 매출 흐름을 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 220,000원에서 260,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향한다. 26F P/E 17배에서 거래 중이다. 가을까지 게임주 내에서 가장 강력한 단기 모멘텀을 이어나갈 것으로 예상된다.

이번 실적 발표에서 기존 레거시 IP들의 하향세가 일단락된 부분이 고무적이다. 3, 4분기 실적에 대한 눈높이는 낮아진 상황 속에서 아이온2 출시 전까지의 가을 모멘텀을 편하게 가져갈 수 있는 상황이다. 대형 신작 모멘텀을 고려한 단기 트레이딩 관점에서의 접근을 추천한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,477	2,020	1,962
영업이익 (십억원)	137	-109	-28	297	249
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	-1.9	14.7	12.7
순이익 (십억원)	212	94	-19	255	222
EPS (원)	9,663	4,291	-866	11,821	10,299
ROE (%)	6.6	3.0	-0.6	8.2	6.7
P/E (배)	24.9	42.7	-	17.1	19.7
P/B (배)	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.8	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	360	382	370	365	1,780	1,578	1,477	2,020
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-8.0%	-10.8%	-30.8%	-11.3%	-6.4%	36.7%
PC	91	86	81	93	83	92	83	82	360	352	341	317
리니지	24	25	26	23	22	21	21	20	97	98	84	79
리니지2	23	21	20	21	19	23	21	21	87	85	83	81
아이온	14	13	12	11	8	13	10	10	68	50	42	39
B&S	4	4	3	14	14	19	16	15	24	25	65	57
길드워2	25	23	19	25	19	16	16	15	85	93	66	60
모바일	249	218	253	216	206	219	216	213	1,200	937	854	1,433
리니지M	105	107	159	122	113	121	121	117	496	493	471	425
리니지2M	56	42	43	41	38	48	43	42	263	183	171	154
리니지W	83	65	47	49	53	48	46	45	414	244	192	165
B&S2	6	3	4	4	3	2	2	2	27	17	9	7
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	548
기타	0	0	0	0	0	0	4	8	0	0	11	135
기타	24	27	30	27	26	29	30	30	75	108	115	121
로열티	33	38	38	74	45	42	41	40	144	182	168	150
영업비용	372	360	416	539	355	367	369	414	1,643	1,687	1,506	1,722
인건비	203	188	201	314	187	191	193	195	823	906	765	792
마케팅비	7	17	49	55	13	23	30	75	85	128	142	144
D&A	28	28	27	26	25	25	24	24	112	108	97	131
지급수수료	95	82	105	98	94	91	86	84	434	380	355	509
기타	67	73	61	71	35	37	37	37	189	272	146	147
영업이익	26	9	-14	-129	5	15	1	-49	137	-109	-28	297
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	70.5%	흑전	적지	-75.4%	적전	적지	흑전
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	0.2%	-13.5%	7.7%	-6.9%	-1.9%	14.7%
자배주주순이익	57	71	-27	-7	38	-35	8	-29	212	94	-19	255
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	2.2%	-8.0%	11.9%	6.0%	-1.3%	12.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	1,380	1,901	1,477	2,020	7%	6%	1,550	1,986	-5%	2%	레거시 IP 매출액 상향
영업이익	-67	245	-28	297	-	21%	56	271	-	10%	
순이익	7	215	-19	255	-	18%	166	275	-	-7%	
영업이익률	-4.9%	12.9%	-1.9%	14.7%	-	-	3.6%	13.7%	-	-	
순이익률	0.5%	11.3%	-1.3%	12.6%	-	-	10.7%	13.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	382	343	12%	354	8%
영업이익	15	1	-	6	160%
지배주주순이익	-35	9	-	26	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

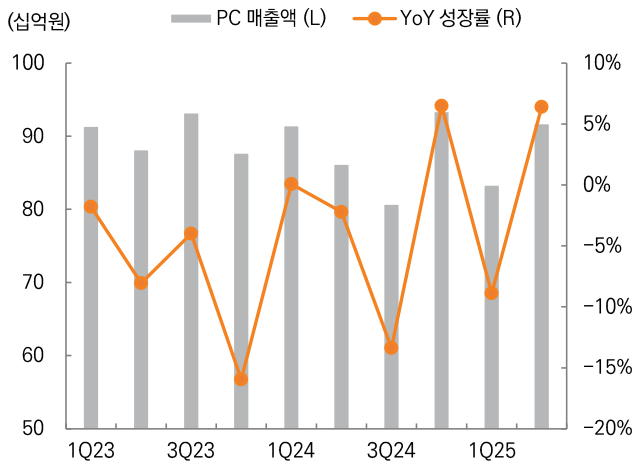
표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	255	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	5,603	
주식 수 (천주)	21,544	
목표주가 (원)	260,000	
현재주가 (원)	202,500	
상승여력	28.4%	

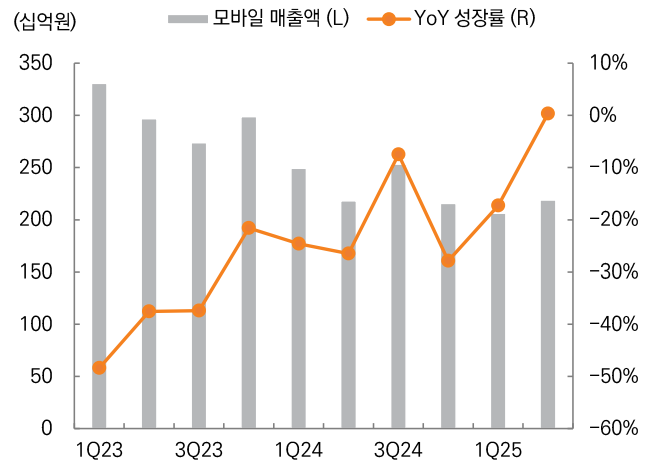
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 분기 PC 매출액, YoY 성장률

그림 2. 분기 모바일 매출액, YoY 성장률



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,578	1,477	2,020	1,962
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,477	2,020	1,962
판매비와관리비	1,687	1,506	1,722	1,713
조정영업이익	-109	-28	297	249
영업이익	-109	-28	297	249
비영업손익	230	-2	43	47
금융손익	62	49	52	62
관계기업등 투자손익	4	-64	-23	-28
세전계속사업손익	121	-30	340	296
계속사업법인세비용	27	-11	85	74
계속사업이익	94	-20	255	222
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	94	-20	255	222
지배주주	94	-19	255	222
비지배주주	0	-1	0	0
총포괄이익	48	-20	255	222
지배주주	48	-19	254	221
비지배주주	0	0	1	0
EBITDA	0	79	393	338
FCF	23	-89	298	258
EBITDA 마진율 (%)	0.0	5.3	19.5	17.2
영업이익률 (%)	-6.9	-1.9	14.7	12.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	-1.3	12.6	11.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,789	1,722	1,995	2,210
현금 및 현금성자산	1,260	945	1,202	1,410
매출채권 및 기타채권	157	199	210	210
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	371	577	582	589
비유동자산	2,165	2,165	2,121	2,096
관계기업투자등	50	51	51	52
유형자산	998	1,001	954	924
무형자산	104	104	106	111
자산총계	3,954	3,887	4,116	4,305
유동부채	322	394	398	402
매입채무 및 기타채무	71	100	101	102
단기금융부채	46	48	49	49
기타유동부채	205	246	248	251
비유동부채	568	477	478	479
장기금융부채	336	340	340	340
기타비유동부채	232	137	138	139
부채총계	890	871	876	882
지배주주지분	3,059	3,012	3,235	3,420
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,427	3,650	3,835
비지배주주지분	5	4	4	4
자본총계	3,064	3,016	3,239	3,424

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	107	19	343	313
당기순이익	94	-20	255	222
비현금수익비용가감	-7	35	115	88
유형자산감가상각비	106	104	92	85
무형자산상각비	3	3	3	4
기타	-116	-72	20	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-43	-69	-8	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	-44	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	11	-85	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	1,294	-370	-55	-67
유형자산처분(취득)	-83	-108	-45	-55
무형자산감소(증가)	41	-3	-6	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	987	-205	-4	-4
기타투자활동	349	-54	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-523	-23	-31	-37
장단기금융부채의 증가(감소)	-267	6	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-64	-28	-31	-37
기타재무활동	-192	-1	0	0
현금의 증가	895	-315	257	208
기초현금	365	1,260	945	1,202
기말현금	1,260	945	1,202	1,410

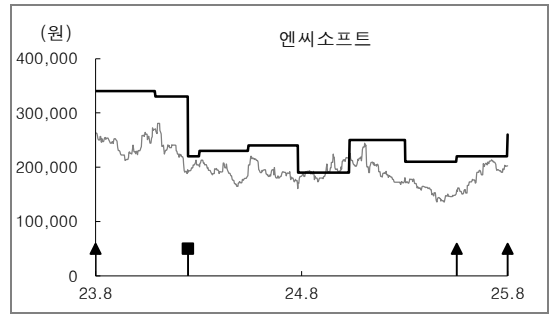
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	42.7	-	17.1	19.7
P/CF (x)	46.1	290.2	11.8	14.1
P/B (x)	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	-	42.8	7.9	8.6
EPS (원)	4,291	-866	11,821	10,299
CFPS (원)	3,975	698	17,179	14,371
BPS (원)	175,362	176,515	186,890	195,454
DPS (원)	1,460	1,606	1,927	1,927
배당성향 (%)	30.1	-159.5	14.7	16.8
배당수익률 (%)	0.8	0.8	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	-11.3	-6.4	36.7	-2.9
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	396.7	-14.1
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	-16.1
EPS증가율 (%)	-55.6	적전	흑전	-12.9
매출채권 회전율 (회)	12.0	9.7	11.6	11.1
재고자산 회전율 (회)	1,759.7	1,397.3	1,891.2	1,818.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	-0.5	6.4	5.3
ROE (%)	3.0	-0.6	8.2	6.7
ROIC (%)	-7.3	-1.5	17.9	15.4
부채비율 (%)	29.1	28.9	27.1	25.8
유동비율 (%)	555.1	436.8	501.0	549.4
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-32.6	-38.4	-42.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.6	-3.7	38.4	32.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2025.08.12	매수	260,000	-	-
2025.05.14	매수	220,000	-15.00	-2.95
2025.02.12	Trading Buy	210,000	-25.64	-15.05
2024.11.05	Trading Buy	250,000	-20.68	-2.20
2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16
2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.