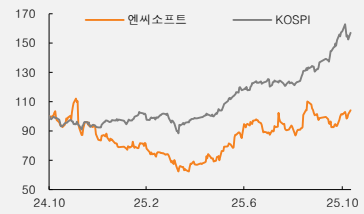


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 280,000원
현재주가(25/11/10)	227,000원
상승여력	23.3%

영업이익(25F,십억원)	31
Consensus 영업이익(25F,십억원)	33
EPS 성장률(25F,%)	298.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	13.3
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	4,073.24
시가총액(십억원)	4,890
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.6
외국인 보유비중(%)	31.3
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	135,800
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.6	53.3	6.8
상대주가	-7.3	-3.0	-32.8



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

036570 · 게임

엔씨소프트

자체 결제로의 대전환

3Q25 Review: 컨센서스 부합

매출액 3,600억원(-10% YoY), 영업손실 75억원(적자지속 YoY)으로 컨센서스(매출액 3,680억원, 영업손실 89억원)에 부합했다. 리니지와 길드워2가 반등한 PC 매출액은 880억원(+9% YoY)으로 예상치를 5% 상회했다. 리니지M 대만, B&S 중국이 호조를 보인 로열티 매출액은 470억원(+23% YoY)으로 예상치를 14% 상회했다.

리니지M이 부진했던 모바일 매출액은 1,970억원(-22% YoY)으로 예상치를 9% 하회했다. 리니지M 매출액은 1,050억원으로 YoY 34%, QoQ 13% 감소했다. 8월 출시된 경쟁작 뱀피르 흥행 영향을 받은 것으로 추정된다. 영업비용은 3,680억원(-12% YoY)을 기록하며 예상치에 부합했다.

모바일 자체 결제 시스템의 도입

11월부터 모바일 자체 결제 시스템이 전격적으로 도입된다. 모바일 게임 유저도 퍼플 플랫폼을 통한 엔씨소프트의 자체 결제 시스템 이용이 가능해진다. 리니지M, 리니지2M은 11월 12일, 리니지W는 11월말에 도입될 예정이다. 11월 19일 출시 예정인 아이온2도 자체 결제가 가능한 구조(인앱과 자체 방식 중 선택 가능)다.

모바일에서의 자체 결제 도입에 따른 지급수수료 절감 효과는 26년 천억원 이상을 예상한다. 당사는 유저들에게 추가 보상을 주는 방식으로 자체 결제 유저 비중을 올려나갈 것이다. 26년말 모바일 게임 자체 결제 비중은 50%에 도달할 전망이다. 매출 대비 지급수수료 비중은 26년 18%까지 감소(25년: 22%)할 것이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 상향

모바일 기존작 매출 하향안정화 및 지급수수료 절감을 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 260,000원에서 280,000원(26F 타겟 P/E 22배 유지)으로 상향한다. 26F P/E 18배에서 거래 중이다. 자체 결제 도입을 통한 지급수수료 절감으로 아이온2의 흥행 정도에 따른 업사이드 리스크가 커진 점에 대한 고려가 필요하다.

현재는 아이온2 출시 직전으로 보수적인 접근이 필요한 구간이나 출시 후 폭발적인 초기 데이터가 관찰될 경우 적극적인 대응이 필요하다. 아이온2의 매출에 대한 시장 기대치는 25년 1,000억원(일평균 24억원), 26년 5,300억원(일평균 15억원) 수준이다. 당사는 25년 일평균 매출액 21억원, 26년 일평균 12억원을 가정하고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,550	1,893	1,861
영업이익 (십억원)	137	-109	31	323	286
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	2.0	17.1	15.4
순이익 (십억원)	212	94	370	274	249
EPS (원)	9,663	4,291	17,114	12,728	11,559
ROE (%)	6.6	3.0	11.5	7.8	6.6
P/E (배)	24.9	42.7	13.3	17.8	19.6
P/B (배)	1.4	1.0	1.2	1.1	1.1
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.7	0.8	0.8

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	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	360	382	360	447	1,780	1,578	1,550	1,893
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	9.2%	-30.8%	-11.3%	-1.8%	22.2%
PC	91	86	81	93	83	92	88	84	360	352	347	324
리니지	24	25	26	23	22	21	25	23	97	98	92	91
리니지2	23	21	20	21	19	23	22	21	87	85	85	83
아이온	14	13	12	11	8	13	9	9	68	50	39	34
B&S	4	4	3	14	14	19	14	13	24	25	60	49
길드워2	25	23	19	25	19	16	18	17	85	93	71	67
모바일	249	218	253	216	206	219	197	290	1,200	937	913	1,288
리니지M	105	107	159	122	113	121	105	109	496	493	448	404
리니지2M	56	42	43	41	38	48	47	45	263	183	178	165
리니지W	83	65	47	49	53	48	43	45	414	244	189	165
B&S2	6	3	4	4	3	2	1	1	27	17	7	4
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	90	-	-	-	455
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	95
기타	24	27	30	27	26	29	28	28	75	108	112	115
로열티	33	38	38	74	45	42	47	44	144	182	178	166
영업비용	372	360	416	539	355	367	368	429	1,643	1,687	1,519	1,570
인건비	203	188	201	314	187	191	199	193	823	906	770	786
마케팅비	7	17	49	55	13	23	16	70	85	128	123	144
D&A	28	28	27	26	25	25	21	20	112	108	91	85
지급수수료	95	82	105	98	94	91	66	91	434	380	342	332
기타	67	73	61	71	35	37	65	55	189	272	193	223
영업이익	26	9	-14	-129	5	15	-7	18	137	-109	31	323
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	70.5%	적지	흑전	-75.4%	적전	흑전	-
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	4.0%	7.7%	-6.9%	2.0%	17.1%
지배주주순이익	57	71	-27	-7	38	-35	347	21	212	94	370	274
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	96.3%	4.8%	11.9%	6.0%	23.9%	14.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	1,477	2,020	1,550	1,893	5%	-6%	1,572	2,037	-1%	-7%	모바일 기존작 하향안정화 반영 지급수수료 개선 반영
영업이익	-28	297	31	323	-	9%	33	313	-	3%	
순이익	-19	255	370	274	-	8%	98	289	-	-5%	
영업이익률	-1.9%	14.7%	2.0%	17.1%	-	-	2.1%	15.3%	-	-	
순이익률	-1.3%	12.6%	23.9%	14.5%	-	-	6.2%	14.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	360	370	-3%	368	-2%
영업이익	-7	1	-	-9	-16%
지배주주순이익	347	8	-	87	-

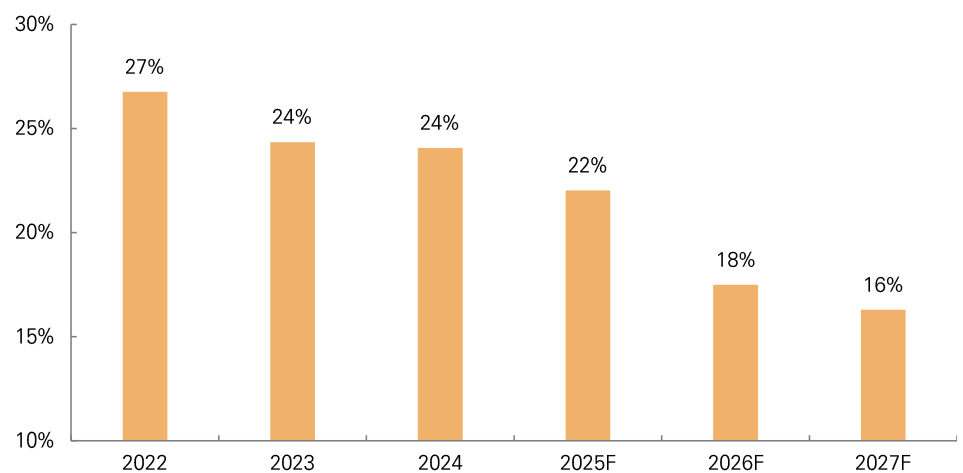
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	274	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	6,033	
주식 수 (천주)	21,544	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	227,000	
상승여력	23.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출액 대비 지급수수료 비중 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,578	1,550	1,893	1,861
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,550	1,893	1,861
판매비와관리비	1,687	1,519	1,570	1,575
조정영업이익	-109	31	323	286
영업이익	-109	31	323	286
비영업손익	230	430	43	46
금융손익	62	62	78	88
관계기업등 투자손익	4	356	-48	-55
세전계속사업손익	121	461	366	332
계속사업법인세비용	27	91	91	83
계속사업이익	94	370	274	249
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	94	370	274	249
지배주주	94	370	274	249
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	48	370	274	249
지배주주	48	369	274	248
비지배주주	0	1	1	1
EBITDA	0	143	422	377
FCF	23	449	326	289
EBITDA 마진율 (%)	0.0	9.2	22.3	20.3
영업이익률 (%)	-6.9	2.0	17.1	15.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	23.9	14.5	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,789	2,285	2,582	2,828
현금 및 현금성자산	1,260	1,312	1,594	1,832
매출채권 및 기타채권	157	186	194	195
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	371	786	793	800
비유동자산	2,165	2,052	2,004	1,977
관계기업투자등	50	51	51	52
유형자산	998	1,018	968	935
무형자산	104	105	107	112
자산총계	3,954	4,337	4,586	4,805
유동부채	322	597	603	609
매입채무 및 기타채무	71	148	150	151
단기금융부채	46	48	49	49
기타유동부채	205	401	404	409
비유동부채	568	335	335	336
장기금융부채	336	248	248	248
기타비유동부채	232	87	87	88
부채총계	890	931	938	945
지배주주지분	3,059	3,400	3,644	3,855
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,816	4,059	4,271
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	3,064	3,405	3,649	3,860

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	107	578	371	344
당기순이익	94	370	274	249
비현금수익비용가감	-7	128	100	73
유형자산감가상각비	106	108	96	88
무형자산상각비	3	3	3	4
기타	-116	17	1	-19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-43	96	-3	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	-30	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	-91	-91	-83
투자활동으로 인한 현금흐름	1,294	-470	-57	-69
유형자산처분(취득)	-83	-129	-45	-55
무형자산감소(증가)	41	-4	-6	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	987	-414	-6	-6
기타투자활동	349	77	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-523	-115	-31	-37
장단기금융부채의 증가(감소)	-267	-86	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-64	-28	-31	-37
기타재무활동	-192	-1	0	0
현금의 증가	895	51	283	237
기초현금	365	1,260	1,312	1,594
기말현금	1,260	1,312	1,594	1,832

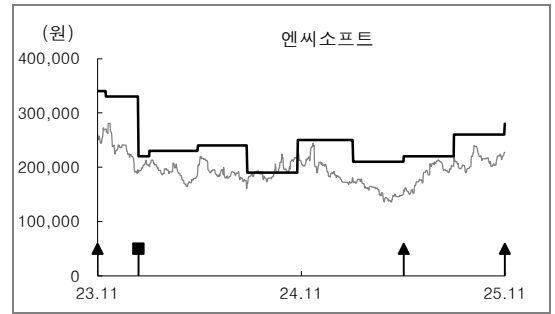
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	42.7	13.3	17.8	19.6
P/CF (x)	46.1	9.9	13.1	15.2
P/B (x)	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	-	22.8	7.0	7.2
EPS (원)	4,291	17,114	12,728	11,559
CFPS (원)	3,975	23,039	17,367	14,943
BPS (원)	175,362	194,573	205,855	215,680
DPS (원)	1,460	1,606	1,927	1,927
배당성향 (%)	30.1	8.4	13.6	15.0
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-11.3	-1.8	22.2	-1.7
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	196.4	-10.8
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	948.1	-11.7
EPS증가율 (%)	-55.6	298.8	-25.6	-9.2
매출채권 회전율 (회)	12.0	10.7	11.8	11.4
재고자산 회전율 (회)	1,759.7	1,465.8	1,773.0	1,725.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	8.9	6.1	5.3
ROE (%)	3.0	11.5	7.8	6.6
ROIC (%)	-7.3	5.7	25.6	23.5
부채비율 (%)	29.1	27.3	25.7	24.5
유동비율 (%)	555.1	383.0	428.6	464.8
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-48.5	-53.1	-56.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.6	4.6	54.8	48.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2025.11.11	매수	280,000	-	-
2025.08.12	매수	260,000	-18.45	-7.69
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(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 무단한 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.