

인터넷/게임

엔씨소프트 036570

인게임 빌드 공개 후 더욱 높아진 아이온 2 기대

Aug 13 2025

Trading Buy 유지

TP 270,000 원 유지

Company Data

현재가(08/12)	223,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	244,500 원
52 주 최저가(보통주)	135,800 원
KOSPI (08/12)	3,189.91p
KOSDAQ (08/12)	807.19p
자본금	110 억원
시가총액	48,043 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.9 만주
평균거래대금(60 일)	183 억원
외국인지분(보통주)	32.94%
주요주주	
김택진 외 15 인	12.37%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.43%

2Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 상회

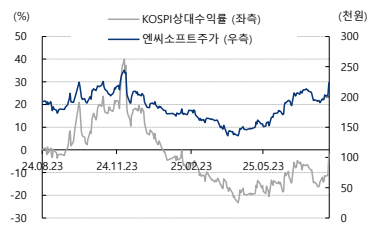
2Q25 매출은 3,824억원(YoY +3.7%, QoQ +6.1%), 영업이익은 151억원(YoY +70.5%, QoQ +188.9%)로 시장 예상치(매출 3,542억원, 영익 58억원) 상회. 모바일 게임 매출은 8주년 기념 업데이트에 따른 리니지M(QoQ +7.5%) 및 5월 20일 동남아 권역 확장을 한 리니지 2M(QoQ +26.7%) 매출의 증가 영향을 리니지W(QoQ -10.3%) 매출 하향 영향이 일부 상쇄하며 3,824억원(QoQ +6.1, YoY flat), PC 온라인 게임 매출은 리니지2, 아이온, 블레이드앤소울 호조로 917억원(QoQ +10.1%, YoY +6.4%) 기록.

영업비용 중 마케팅비는 라이브서비스 대규모 업데이트 및 지역 확장, 아이온2 마케팅 개시로 234억원(QoQ +75.4%, YoY +34.5%), 인건비는 제한적인 인력 채용으로 1,908억원(QoQ +1.9%, YoY +1.5%) 집행. 매출변동비 및 기타는 매출 추이에 따라 1,284억원(QoQ -0.7%, YoY +1.3%) 기록.

투자 의견 Trading Buy & 목표주가 270,000원 유지

투자 의견 Trading Buy 및 목표주가 270,000원 유지. 동사의 25~26년 최대 기대작인 아이온2(4Q25 출시 예정, MMORPG)는 FGT(25년 6월)에 이어 8월 8일 이루어진 라이브 방송에서 인게임 빌드와 전투 콘텐츠를 선보임. 수준 높은 월드의 구성과 PvE 던전 플레이, 논타겟/후판정 전투 시스템과 타격감, 커스터마이징과 펫 디자인, 활강 등 구성요소에 대한 유저 커뮤니티의 긍정적 반응이 이어져 유저 모객에 있어 긍정적인 성과를 보일 것으로 전망. 4Q25 아이온2를 시작으로 2026년은 7개 신작(Breakers, Time Takers, LLL, 기존 IP 기반 스피노프 4종)과 지역 확장(리니지 W 동남아, 리니지 2M 중국, 리니지 M 중국)이 예정되어 있어 2026년 매출은 가이던스(2~2.5조)에 부합하는 2.1조원 수준을 기록할 것으로 전망. 한편, 하반기 200~300명의 추가적인 인원 효율화에 나설 것임을 시사해 2H25는 관련된 퇴직위급금 등 일회성 비용이 발생할 것으로 예상되지만, 이는 26년 낮은 인건비(6,869억원 추정)로 이어질 것으로 전망. 1) 건강하게 이루어지는 기존작의 라이브서비스와 지역 확장, 2) 최대 기대작 아이온2 출시, 3) 레거시 IP 기반의 스피노프 4종 및 4) 3종의 신규 IP 게임 출시를 통해 2026년 3,737억원의 영업이익 추정. 3Q25에는 9월 라이브 방송에서의 BM 등 추가적인 정보의 제공에 따른 아이온2 기대감 증가, 게임스کم(8월, LLL 및 Time Takers 출품), 도쿄게임쇼(Breakers 출품) 참가를 통한 모멘텀 강화 예상.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	28.1	21.5
상대주가	5.0	2.3	-0.3

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,586	2,110	2,598
YoY(%)	-30.8	-11.3	0.5	33.1	23.1
영업이익(십억원)	137	-109	24	374	540
OP 마진(%)	7.7	-6.9	1.5	17.7	20.8
순이익(십억원)	214	94	36	310	443
EPS(원)	9,663	4,291	1,715	14,384	20,579
YoY(%)	-51.3	-55.6	-60.0	738.9	43.1
PER(배)	24.9	42.7	130.1	15.5	10.8
PCR(배)	18.6	46.0	-60.3	13.1	8.7
PBR(배)	1.6	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	15.1	-75,002.9	32.2	7.4	4.9
ROE(%)	6.6	3.0	1.2	9.7	12.5



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	387.6	455.7	1,779.8	1,578.1	1,585.9	2,110.2
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-3.6%	11.3%	-30.8%	-11.3%	0.5%	33.1%
게임매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	340.1	345.1	414.5	1,635.4	1,396.1	1,415.1	1,957.2
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	127.3	110.0	489.9	492.8	471.1	479.8
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	50.6	48.5	242.9	182.6	184.9	171.5
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	47.1	47.1	403.9	244.3	194.9	202.1
B&S 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	2.2	2.4	27.5	17.1	9.4	8.5
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	21.9	20.7	102.0	98.2	85.6	77.2
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.8	22.3	85.6	85.5	85.9	88.5
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	14.5	15.0	71.5	50.4	50.9	60.4
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	19.5	18.9	18.3	25.3	25.1	70.9	68.0
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	15.3	16.4	79.4	92.6	66.7	60.9
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	90.0	-	-	90.0	436.6
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41.8
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6
기존 IP 스핀오프 4종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64.7
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	29.5	25.4	23.9	107.4	107.7	104.5	97.0
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	42.5	41.2	144.5	182.0	170.9	153.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	396.2	443.1	1,642.5	1,687.3	1,561.7	1,736.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	204.7	197.9	822.9	906.4	780.6	686.9
매출비용비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	131.1	165.2	622.8	544.7	554.2	763.2
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	34.9	54.7	85.0	128.2	126.3	184.1
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	25.5	25.3	111.9	108.1	100.7	102.3
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	15.1	8.6	12.6	137.3	109.2	24.2	373.7
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	1441.2%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.2%	2.8%	7.7%	-6.9%	1.5%	17.7%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	36.0	10.1	44.7	213.9	94.1	36.2	309.9
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	-2.6%	9.8%	12.0%	6.0%	2.3%	14.7%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2Q25	리니지 2M (지역확장)	MMORPG	동남아시아	모바일	자체
4Q25	아이온2	MMORPG	한국/대만	PC/모바일	자체
1Q26	브레이커스: 언락 더 월드	애니메이션 RPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱 (빅게임스튜디오 개발)
2Q26	Time Takers	타임 서바이벌 히어로 슈터	글로벌	PC	퍼블리싱
3Q26	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2026	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 4종	-	-	-	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,586	2,110	2,598
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,586	2,110	2,598
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,562	1,737	2,058
영업이익	137	-109	24	374	540
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.5	17.7	20.8
EBITDA	249	0	112	444	597
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	7.0	21.0	23.0
영업외손익	69	230	14	14	14
관계기업손익	4	4	-7	-7	-7
금융수익	120	157	90	90	90
금융비용	-29	-40	-64	-64	-64
기타	-26	109	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	206	121	38	387	554
법인세비용	-8	27	2	77	111
계속사업순손익	214	94	36	310	443
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	36	310	443
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	2.3	14.7	17.1
비배분순이익	2	0	-1	0	0
지배분순이익	212	94	37	310	443
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	2.3	14.7	17.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄순이익	191	48	19	293	426
비배분포괄이익	2	0	0	1	1
지배분포괄이익	189	48	19	292	425

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	-38	175	298
당기순이익	214	94	36	310	443
비현금항목의 가감	72	-7	-94	-50	-50
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
지분법평가손익	-1	2	7	7	7
기타	-45	-111	-104	-43	-30
자산부채의 증감	-96	-43	-64	-107	-104
기타현금흐름	-50	63	83	22	8
투자활동 현금흐름	113	1,294	150	21	1
투자자산	345	327	-20	-20	-20
유형자산	-117	-84	0	0	0
기타	-114	1,051	170	41	21
재무활동 현금흐름	-177	-523	-62	-62	-62
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	10	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	-44	-44	-44
현금의 증감	80	895	208	298	406
기초 현금	286	365	1,260	1,469	1,766
기말 현금	365	1,260	1,469	1,766	2,172
NOPLAT	142	-85	23	299	432
FCF	41	-103	47	262	385

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,842	2,157	2,598
현금및현금성자산	365	1,260	1,469	1,766	2,172
매출채권 및 기타채권	172	167	165	206	244
재고자산	1	1	1	1	2
기타유동자산	1,799	360	207	183	180
비유동자산	2,057	2,165	2,108	2,067	2,040
유형자산	1,001	998	913	846	793
관계기업투자금	25	50	79	108	136
기타금융투자자산	648	822	822	822	822
기타비유동자산	384	296	294	292	290
자산총계	4,394	3,954	3,950	4,224	4,638
유동부채	614	322	329	337	346
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	240	0	0	0	0
기타유동부채	159	126	133	140	149
비유동부채	526	568	549	534	523
차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	180	190	200
기타비유동부채	357	398	369	344	323
부채총계	1,141	890	878	870	868
지배자본	3,250	3,058	3,067	3,348	3,763
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,482	3,764	4,179
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배지분	3	5	5	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,072	3,354	3,770
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

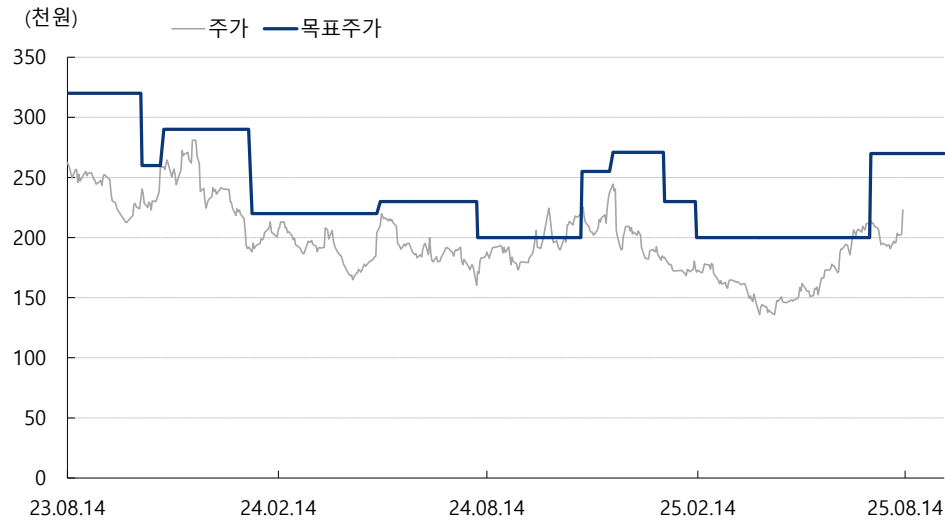
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	1,715	14,384	20,579
PER	24.9	42.7	130.1	15.5	10.8
BPS	148,023	139,312	142,354	155,423	174,688
PBR	1.6	1.3	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	11,349	-2	5,182	20,599	27,702
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	32.2	7.4	4.9
SPS	81,071	71,883	73,614	97,948	120,613
PSR	3.0	2.5	3.0	2.3	1.8
CFPS	1,880	-4,708	2,170	12,175	17,869
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	0.5	33.1	23.1
영업이익 증가율	-75.4	적전	흑전	1,441.2	44.6
순이익 증가율	-50.9	-56.0	-61.6	757.1	43.1
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	2.1	29.1	43.0
ROA	4.8	2.3	0.9	7.6	10.0
ROE	6.6	3.0	1.2	9.7	12.5
안정성					
부채비율	35.1	29.1	28.6	26.0	23.0
순차입금비율	13.9	8.5	8.1	7.2	6.4
이자보상배율	9.4	-10.6	2.3	34.3	48.3

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)	2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23	2024.05.13	Trading Buy	230,000	(20.56)	(4.55)
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)	2024.11.05	Trading Buy	255,000	(18.59)	(7.37)
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)	2024.12.03	Trading Buy	271,000	(35.39)	(10.84)
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)	2025.01.16	Trading Buy	230,000	(31.43)	(25.27)
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)	2025.02.13	Trading Buy	200,000	(28.05)	(12.11)
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)	2025.05.15	Trading Buy	200,000	(10.86)	5.66
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)	2025.07.15	Trading Buy	270,000	(33.95)	(21.08)
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)	2025.08.13	Trading Buy	270,000		
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하