

인터넷/게임

엔씨소프트 036570

일주일 뒤 정해질 이익과 주가의 향방

Nov 12 2025

Trading Buy

유지

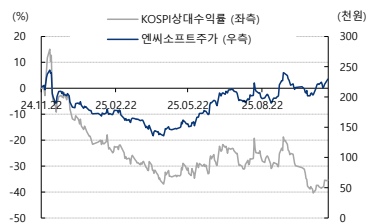
TP 270,000 원

유지

Company Data

현재가(11/11)	229,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	244,500 원
52 주 최저가(보통주)	135,800 원
KOSPI (11/11)	4,106.39p
KOSDAQ (11/11)	884.27p
자본금	110 억원
시가총액	49,444 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.1 만주
평균거래대금(60 일)	239 억원
외국인지분(보통주)	31.37%
주요주주	
김택진 외 15 인	12.37%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8	55.0	9.8
상대주가	-7.0	-2.7	-32.3

3Q25 Review: 매출 & 영업손실 컨센서스 부합

3Q25 매출은 3,600억원(YoY -10.4%, QoQ -5.8%), 영업이익(손실)은 -75억원(YoY 적자 지속, QoQ 적자전환)로 시장 예상치(매출 3,680억원, 이익 -89억원) 부합. 모바일 게임 매출은 8주년 행사 효과가 제거된 리니지M(QoQ -13.0%, YoY -33.7%) 및 대형 업데이트 부재했던 리니지 W(QoQ -8.9%, YoY -22.2%)의 매출 하락 영향을 2Q25 동남아 권역 확장을 한 리니지 2M(QoQ -1.7%, YoY +9.3%) 매출의 증가가 일부 상쇄하며 1,972억원(QoQ -9.9%, YoY -22.2%), PC 온라인 게임 매출은 리니지1 및 길드워2 매출 호조로 877억원(QoQ -4.3%, YoY +8.7%) 기록.

영업비용 중 마케팅비는 라이브게임 사업 강도 조율로 160억원(QoQ -31.6%, YoY -67.1%), 인건비는 일부 프로젝트 중단 및 조직 효율화에 따른 일회성 퇴직 위로금 반영에도 1,994억원(QoQ +4.5%, YoY -0.1%) 집행. 매출변동비 및 기타는 YoY 매출 추이에 따라 1,307억원(QoQ +1.8%, YoY -6.6%) 기록.

투자의견 Trading Buy & 목표주가 270,000원 유지

투자의견 Trading Buy 및 목표주가 270,000원 유지. 2026년은 매출의 성장과 고정비의 감소 효과, 그리고 매출변동비율의 감소가 동시에 반영되는 해가 될 것으로 예상. 1) 매출은 최대 기대작인 아이온2(2025년 11월 19일 한국/대만 출시)를 시작으로 브레이크스(1Q26), Time Takers(2Q26), 신터시티(3Q26) 등 신작 출시가 이루어지고 리니지W(동남아), 리니지M(중국), 리니지2M(중국)의 지역 확장 및 레거시 IP 기반 신규 장르 게임 4종의 기여로 2.03조원(YoY +31.2%)를 기록할 것으로 예상. 2) 고정비는 2024년에 이어 2H25 중 이루어진 인력 감축으로 인한 인건비의 감소, 리니지 W와 블레이드앤소울 2 서버 자산 감가상각 종료 영향으로 전년비 감소하고, 3) 모바일 게임 라인업에 대한 자체 결제 시스템 적용(리니지 M, 2M 11월 12일, 리니지 W 11월 말, 아이온2는 런칭 시점부터 자체 결제 시스템 지원)으로 매출변동비율은 2026년 32.7%(YoY -2.3%p)로 감소해 2026년 이익 개선(3,647억원 추정)에 기여할 것으로 전망. 결국 이익 추정치 및 주가는 2026년 매출 추정치 비중이 가장 큰 아이온2 초기 성과에 따라 크게 변동할 것으로 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,544	2,026	2,468
YoY(%)	-30.8	-11.3	-2.1	31.2	21.8
영업이익(십억원)	137	-109	42	365	517
OP 마진(%)	7.7	-6.9	2.7	18.0	20.9
순이익(십억원)	214	94	408	336	455
EPS(원)	9,663	4,291	18,944	15,605	21,110
YoY(%)	-51.3	-55.6	341.4	-17.6	35.3
PER(배)	24.9	42.7	12.1	14.7	10.9
PCR(배)	18.6	46.0	8.7	11.9	8.4
PBR(배)	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	15.1	-75,002.9	25.9	7.0	4.6
ROE(%)	6.6	3.0	12.6	9.4	11.5



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovst.com

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	441.7	1,779.8	1,578.1	1,544.4	2,025.8
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	7.9%	-30.8%	-11.3%	-2.1%	31.2%
게임매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	340.1	313.3	400.5	1,635.4	1,396.1	1,369.3	1,862.8
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	99.4	489.9	492.8	438.5	431.4
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	45.3	242.9	182.6	178.3	157.6
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	43.4	403.9	244.3	187.5	187.5
B&S 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	1.3	1.4	27.5	17.1	7.5	4.9
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	23.7	102.0	98.2	91.9	88.5
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	22.2	85.6	85.5	85.6	87.7
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	9.0	9.3	71.5	50.4	39.8	36.4
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	19.5	13.6	13.2	25.3	25.1	60.5	48.9
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	18.4	19.6	79.4	92.6	73.1	74.8
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	90.0	-	-	90.0	436.6
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41.8
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
신더시티	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6
기존 IP 스팀오프 4종	-	-	-	-	-	-	-	6.0	-	-	6.0	56.6
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	29.5	28.3	27.2	107.4	107.7	110.7	109.7
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	41.2	144.5	182.0	175.1	163.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	412.4	1,642.5	1,687.3	1,502.3	1,661.1
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	185.0	822.9	906.4	762.4	734.1
매출변동비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	130.7	152.9	622.8	544.7	541.4	663.0
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	53.0	85.0	128.2	105.7	176.9
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	21.5	111.9	108.1	92.8	87.1
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	15.1	7.5	29.3	137.3	109.2	42.1	364.7
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	766.1%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	6.6%	7.7%	-6.9%	2.7%	18.0%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	36.0	347.4	59.0	213.9	94.1	407.9	336.2
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	13.3%	12.0%	6.0%	26.4%	16.6%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2025-11-19	아이온2	MMORPG	한국/대만	PC/모바일	자체
2025년 12월	레거시 IP 기반 신규 장르게임 1종	-	-	-	자체
1Q26	브레이커스: 연락 더 월드	애니메이션 RPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱 (빅게임스튜디오 개발)
	레거시 IP 기반 신규 장르게임 1종	-	-	-	자체
2Q26	Time Takers	타임 서바이벌 히어로 슈터	글로벌	PC	퍼블리싱
1H26	리니지 W	MMORPG	동남아시아	PC/모바일	자체
3Q26	신더시티	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2H26	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 2종	-	-	-	자체
	아이온 모바일	MMORPG	중국	모바일	성취게임즈 공동개발 (성취 퍼블리싱)
	리니지 M	MMORPG	중국	PC/모바일	자체
	리니지 2M	MMORPG	중국	PC/모바일	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,544	2,026	2,468
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,544	2,026	2,468
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,502	1,661	1,951
영업이익	137	-109	42	365	517
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	2.7	18.0	20.9
EBITDA	249	0	130	435	573
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	8.4	21.5	23.2
영업외손익	69	230	460	66	66
관계기업손익	4	4	-10	-10	-10
금융수익	120	157	120	120	120
금융비용	-29	-40	-55	-55	-55
기타	-26	109	405	11	11
법인세비용차감전순이익	206	121	502	431	583
법인세비용	-8	27	94	95	128
계속사업순이익	214	94	408	336	455
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	408	336	455
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	26.4	16.6	18.4
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	94	408	336	455
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	26.4	16.6	18.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄순이익	191	48	391	319	438
비지배지분포괄이익	2	0	1	1	1
지배지분포괄이익	189	48	390	318	437

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	340	208	316
당기순이익	214	94	408	336	455
비현금항목의 가감	72	-7	-16	-49	-50
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
자본법평가손익	-1	2	10	10	10
기타	-45	-111	-30	-46	-33
자산부채의 증감	-96	-43	-60	-103	-100
기타현금흐름	-50	63	9	24	12
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	583	328	421
기초 현금	286	365	1,260	1,844	2,172
기말 현금	365	1,260	1,844	2,172	2,593
NOPLAT	142	-85	34	284	403
FCF	41	-103	61	251	359

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,214	2,556	3,007
현금및현금성자산	365	1,260	1,844	2,172	2,593
매출채권 및 기타채권	172	167	162	199	234
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
기타금융자산	648	822	822	822	822
기타비유동자산	384	296	294	292	290
자산총계	4,394	3,954	4,321	4,623	5,048
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
비유동부채	159	126	133	140	149
차입금	526	568	549	534	523
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	170	170	180	190	200
부채총계	357	398	369	344	323
부채총계	1,141	890	878	870	868
지배지분	3,250	3,058	3,438	3,746	4,172
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,854	4,162	4,588
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배지분	3	5	6	6	7
자본총계	3,253	3,064	3,444	3,752	4,179
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

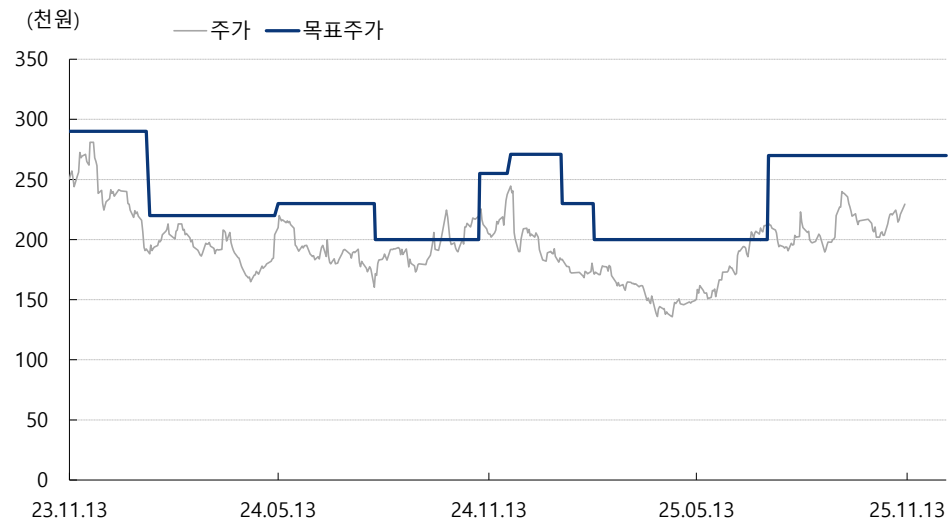
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	18,944	15,605	21,110
PER	24.9	42.7	12.1	14.7	10.9
BPS	148,023	139,312	159,584	173,874	193,670
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	11,349	-2	6,011	20,181	26,599
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	25.9	7.0	4.6
SPS	81,071	71,883	71,686	94,029	114,544
PSR	3.0	2.5	3.2	2.4	2.0
CFPS	1,880	-4,708	2,845	11,668	16,686
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	-2.1	31.2	21.8
영업이익 증가율	-75.4	적 전	흑 전	766.1	41.7
순이익 증가율	-50.9	-56.0	333.5	-17.6	35.3
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	3.1	27.8	40.4
ROA	4.8	2.3	9.9	7.5	9.4
ROE	6.6	3.0	12.6	9.4	11.5
안정성					
부채비율	35.1	29.1	25.5	23.2	20.8
순차입금비율	13.9	8.5	7.4	6.6	5.9
이자보상배율	9.4	-10.6	4.0	33.5	46.2

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
2022.08.16	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	(28.12)	(12.50)
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)	2025.10.21	Trading Buy	270,000	(24.64)	(17.65)
2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)	2025.11.12	Trading Buy	270,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	3.8%	1.5%	0.0%

[업종 투자 의견]

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 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하