



BUY(Upgrade)

목표주가: 260,000원

주가(5/2): 145,800원

시가총액: 31,411억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/2)	2,559.79pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	244,500원	135,800원
등락률	-40.4%	7.4%
수익률	절대	상대
1M	-1.9%	-4.0%
6M	-32.8%	-33.3%
1Y	-18.9%	-15.2%

Company Data

발행주식수	21,544천주
일평균 거래량(3M)	84천주
외국인 지분율	37.4%
배당수익률(25E)	1.0%
BPS(25E)	146,645원
주요 주주	김택진 외 16인 12.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,713.7	2,052.8
영업이익	137.3	-109.2	110.1	277.6
EBITDA	249.2	0.0	205.6	380.3
세전이익	206.2	120.9	228.1	397.6
순이익	213.9	94.1	175.4	302.5
지배주주지분순이익	212.1	94.2	175.4	302.5
EPS(원)	9,663	4,291	8,108	14,042
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	88.9	73.2
PER(배)	24.9	42.7	18.0	10.4
PBR(배)	1.62	1.31	0.99	0.93
EV/EBITDA(배)	15.3	-76.1%	9.9	5.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	6.4	13.5
ROE(%)	6.6	3.0	5.6	9.2
순차입금비용(%)	-45.2	-35.9	-35.0	-36.2

Price Trend



기업 업데이트

엔씨소프트 (036570)

게임 업종 최선호주



동사 목표주가를 26만원으로 유지하고 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향 조정하며 게임 업종 최선호주로 신규 제시한다. 목표주가 산정은 동사 플래그십 신작인 아이온2 성과가 온기 반영될 26E 지배주주지분 3,025억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 아이온2는 올해에 아시아권 성공을 통해 내년 실적 기대를 올해 기업가치 레벨업으로 선제 확보할 것으로 전망한다.

>>> 게임 업종내 최선호주로 제시

동사의 목표주가를 26만원으로 유지하고 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향 조정하며 게임 업종 내 최선호주로 신규 제시한다. 목표주가 산정은 동사 플래그십 신작인 아이온2 성과가 온기 반영될 26E 지배주주지분 3,025억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 주력 신작 성과 반영 및 기준 시점 순연에 따른 반대급부를 고려해 목표 PER은 기존 25배에서 20배로 레벨다운했음을 부연 설명한다. 아이온2에 대한 유저 대상 마케팅이 2분기부터 본격화되고 관련 인게임 영상 등이 오픈되면서 그동안 동사의 아킬레스건으로 작용했던 신작의 리니지화라는 부정적인 컨셉에서 벗어나고 동시에, 기존 게임 대비 인게임 BM에 대한 상대적 저감 등 기제를 통해 올해 분기별 유저 관심을 높여, 하반기 한국과 대만 등 아시아권에서 성공을 바탕으로 내년 실적에 대한 기대를 올해 기업가치 레벨업으로 선제적으로 확보할 것으로 전망한다.

>>> 아이온2 게임 및 추정치 분석

아이온2는 PC와 모바일간 크로스플레이를 지원하고 서구권에서 스팀 등의 PC 플랫폼 중심으로 서비스될 것으로 추정된다. 또한 언리얼엔진 5 기반의 최고급 그래픽 및 솔루션이 탑재되고 PvP 이외 다수 PvE 콘텐츠가 추가되면서 유저 플레이 만족도를 높일 것으로 예상되며, 기존 아이온을 플레이한 유저를 로열 유저로 흡수하는 가운데 멀티플레이에 니즈가 있는 유저를 추가 확보할 것으로 기대한다. 또한 TL 글로벌 버전이 초기에 스팀 PCU 30만명을 상회할 정도로 MMORPG에 대한 대기 수요층은 충분하다는 판단이며, TL은 리니지와 유사한 MMORPG로 개발되면서 초기에 액션이나 전투 게임성 관련된 유저의 부정적 평가가 존재하는 등 글로벌 타겟 게임이라는 전략적 명제에 부합하지 못했지만 아이온2는 글로벌 유저를 타겟으로 전략적 콘텐츠를 보강해 개발되고 있다는 점에서 분명 긍정적 차별점일 것으로 제시한다. 한편 아이온2는 PC와 모바일 출시 이후 시차를 두고서 콘솔 버전을 출시할 가능성이 있을 것으로 조망한다. 당사는 이를 종합적으로 반영해, 아이온2 한국 및 대만 출시를 올해 4Q25E로 가정, 동 분기 매출 1,610억원을 반영했으며 내년 서구권 등 잔여 지역 출시를 2Q26E로 가정, 아시아권 매출 3,975억원과 서구권 매출 1,913억원을 합산한 총 5,888억원을 26E 추정치로 반영했으며, 이는 동 게임의 기존 26E 추정치 대비 130% 상향된 수치임을 밝힌다. 또한 동사가 콘솔 등 미래지향 플랫폼에 대한 접점을 다수 신작을 통해 늘리려는 시도도 긍정적으로 평가한다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	370.3	377.4	374.8	591.2	1,578.1	1,713.7	2,052.8
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	93.3	92.6	94.3	117.0	387.3	397.2	370.6
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	213.6	218.8	215.7	386.7	957.9	1,034.8	1,417.8
콘솔 게임								15.2		15.2	6.3
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	53.5	53.2	49.4	58.4	182.0	214.6	205.2
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	9.9	12.8	15.4	13.8	50.9	51.9	52.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	365.3	372.6	375.9	489.7	1,687.3	1,603.5	1,775.3
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.0	4.8	-1.1	101.5	-109.2	110.1	277.6
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.3%	1.3%	-0.3%	17.2%	-6.9%	6.4%	13.5%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	29.5	29.5	29.5	29.5	230.1	118.0	120.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	34.5	34.3	28.4	131.0	120.9	228.1	397.6
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	9.3%	9.1%	7.6%	22.2%	7.7%	13.3%	19.4%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	8.0	7.9	6.6	30.3	26.8	52.7	95.1
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	22.2%	23.1%	23.9%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	26.5	26.4	21.8	100.7	94.1	175.4	302.5
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	7.2%	7.0%	5.8%	17.0%	6.0%	10.2%	14.7%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	26.5	26.4	21.8	100.7	94.2	175.4	302.5
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	1,851.3	1,812.9	1,730.0	1,713.7	2,052.8	1,894.4	-7.4%	13.2%	9.5%
영업이익	216.1	154.2	63.7	110.1	277.6	141.3	-49.0%	80.0%	121.6%
영업이익률	11.7%	8.5%	3.7%	6.4%	13.5%	7.5%	-5.2%	5.0%	3.8%
법인세차감전순이익	328.1	268.2	179.7	228.1	397.6	263.3	-30.5%	48.3%	46.5%
당기순이익	251.4	206.2	138.2	175.4	302.5	202.4	-30.2%	46.7%	46.5%
지배주주지분	251.4	206.2	138.2	175.4	302.5	202.4	-30.2%	46.7%	46.5%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	397.3	406.5	508.7	538.7	370.3	377.4	374.8	591.2	-6.8%	-7.2%	-26.3%	9.7%
영업이익	14.2	29.6	73.1	99.3	5.0	4.8	-1.1	101.5	-64.8%	-83.9%	적전	2.2%
영업이익률	3.6%	7.3%	14.4%	18.4%	1.3%	1.3%	-0.3%	17.2%	-2.2%	-6.0%	-14.7%	-1.3%
법인세차감전순이익	42.2	57.6	101.1	127.3	34.5	34.3	28.4	131.0	-18.2%	-40.5%	-71.9%	2.9%
당기순이익	32.3	44.1	77.5	97.5	26.5	26.4	21.8	100.7	-17.9%	-40.2%	-71.8%	3.3%
지배주주지분	32.3	44.1	77.5	97.5	26.5	26.4	21.8	100.7	-17.9%	-40.2%	-71.8%	3.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,713.7	2,052.8	1,894.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,713.7	2,052.8	1,894.4
판매비	1,642.5	1,687.3	1,603.5	1,775.3	1,753.1
영업이익	137.3	-109.2	110.1	277.6	141.3
EBITDA	249.2	0.0	205.6	380.3	249.7
영업외손익	68.9	230.1	118.0	120.0	122.0
이자수익	83.8	72.0	72.5	78.3	82.0
이자비용	14.6	10.3	10.3	10.3	10.3
외환관련이익	29.6	80.6	80.6	80.6	80.6
외환관련손실	38.8	30.7	30.7	30.7	30.7
종속 및 관계기업손익	4.1	4.4	8.0	10.0	12.0
기타	4.8	114.1	-2.1	-7.9	-11.6
법인세차감전이익	206.2	120.9	228.1	397.6	263.3
법인세비용	-7.7	26.8	52.7	95.1	60.8
계속사업손익	213.9	94.1	175.4	302.5	202.4
당기순이익	213.9	94.1	175.4	302.5	202.4
지배주주순이익	212.1	94.2	175.4	302.5	202.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-30.8	-11.3	8.6	19.8	-7.7
영업이익 증감률	-75.4	-179.5	-200.8	152.1	-49.1
EBITDA 증감률	-62.5	-100.0	NA	85.0	-34.3
지배주주순이익 증감률	-51.3	-55.6	86.2	72.5	-33.1
EPS 증감률	-51.3	-55.6	88.9	73.2	-33.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	6.4	13.5	7.5
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	12.0	18.5	13.2
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	10.2	14.7	10.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	102.0	213.6	171.1
당기순이익	213.9	94.1	175.4	302.5	202.4
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-97.0	-55.2	-89.5
유형자산감가상각비	110.1	105.9	92.9	100.1	105.7
무형자산감가상각비	1.8	3.3	2.6	2.7	2.7
지분법평가손익	-11.4	-11.2	-8.0	-10.0	-12.0
기타	-28.6	-104.8	-184.5	-148.0	-185.9
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	1.4	-19.4	34.4
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	-14.4	-35.9	16.8
재고자산의감소	0.7	-0.3	-0.1	-0.2	0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	11.0	11.7	12.3
기타현금흐름	-50.3	63.0	22.2	-14.3	23.8
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	-182.9	-183.5	-184.2
유형자산의 취득	-117.4	-84.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.4	41.1	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-47.4	-47.9	-48.4
단기금융자산의감소(증가)	390.9	1,533.6	-5.5	-5.7	-5.8
기타	7.8	-2.4	0.0	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-78.5	-78.5	-78.5
차입금의 증가(감소)	0.0	-240.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-175.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.7	-63.6	-28.3	-28.5	-28.5
기타	-41.6	-43.5	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	4.1	17.1	162.5	162.4	162.3
현금 및 현금성자산의 순증가	79.6	895.3	3.1	114.0	70.7
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,263.6	1,377.6
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,263.6	1,377.6	1,448.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,815.1	1,974.5	2,037.7
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,263.6	1,377.6	1,448.3
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	181.6	217.5	200.7
재고자산	0.7	1.1	1.1	1.4	1.3
기타유동자산	44.4	139.1	142.7	146.2	149.8
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,259.2	2,348.2	2,434.2
투자자산	672.6	871.7	927.1	985.0	1,045.4
유형자산	1,000.5	997.6	1,029.8	1,054.7	1,074.0
무형자산	96.1	103.9	106.3	108.6	110.9
기타비유동자산	287.8	192.2	196.0	199.9	203.9
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,074.3	4,322.7	4,472.0
유동부채	614.3	322.2	331.1	340.3	349.9
매입채무 및 기타채무	215.3	196.3	201.2	206.3	211.4
단기금융부채	279.9	45.8	45.8	45.8	45.8
기타유동부채	119.1	80.1	84.1	88.2	92.7
비유동부채	526.5	568.2	578.7	589.8	601.4
장기금융부채	368.9	336.3	336.3	336.3	336.3
기타비유동부채	157.6	231.9	242.4	253.5	265.1
부채총계	1,140.8	890.4	909.8	930.1	951.3
지배지분	3,249.7	3,058.5	3,159.3	3,387.5	3,515.6
자본금	11.0	11.0	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-798.6	-798.6	-798.6	-798.6
기타포괄손익누계액	-44.5	-61.2	-107.1	-152.9	-198.8
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,620.8	3,894.9	4,068.8
비지배지분	3.3	5.1	5.1	5.1	5.1
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,164.5	3,392.6	3,520.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	8,108	14,042	9,397
BPS	148,023	139,312	146,645	157,235	163,180
CFPS	13,017	3,975	3,623	11,480	5,242
DPS	3,130	1,460	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	18.0	10.4	15.5
PER(최고)	49.7	57.8	23.9		
PER(최저)	22.0	36.6	16.6		
PBR	1.62	1.31	0.99	0.93	0.89
PBR(최고)	3.24	1.78	1.32		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.92		
PSR	2.97	2.55	1.84	1.53	1.66
PCFR	18.5	46.1	40.2	12.7	27.8
EV/EBITDA	15.3	-76.196.7	9.9	5.0	7.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	29.7	30.1	16.2	9.4	14.1
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.3	0.8	1.0	1.0	1.0
ROA	4.8	2.3	4.4	7.2	4.6
ROE	6.6	3.0	5.6	9.2	5.9
ROIC	10.1	-8.2	6.6	16.0	8.0
매출채권회전율	9.1	9.3	9.8	10.3	9.1
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,561.7	1,635.0	1,439.7
부채비율	35.1	29.1	28.8	27.4	27.0
순차입금비용	-45.2	-35.9	-35.0	-36.2	-37.0
이자보상배율	9.4	-10.6	10.7	27.0	13.8
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,107.6	-1,227.2	-1,303.7
NOPLAT	249.2	0.0	205.6	380.3	249.7
FCF	-43.8	-71.8	49.6	162.6	119.5

Compliance Notice

- 당사는 5월 2일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

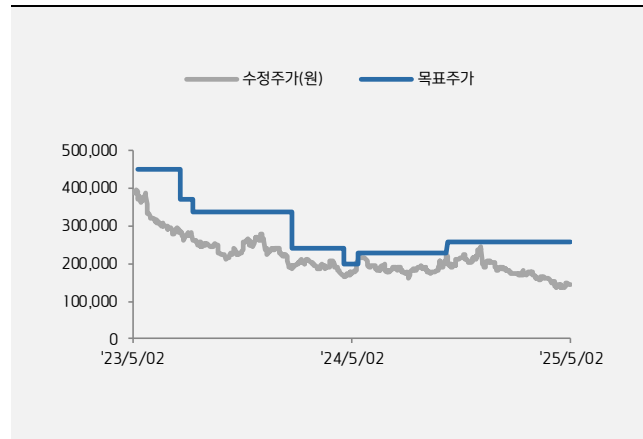
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

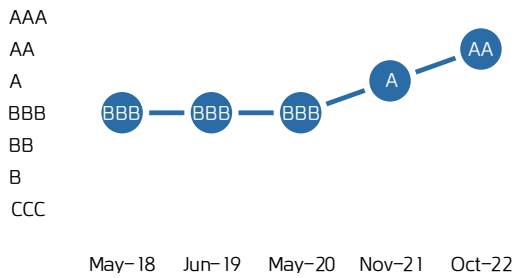
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

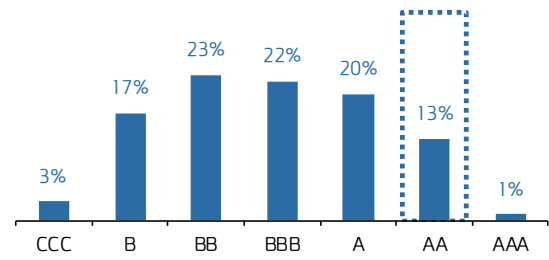
매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	AA	◀▶
NCSoft CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co.,Ltd.	● ●	●	●	● ●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치