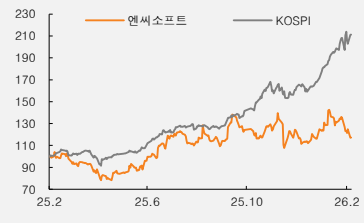


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	280,000원
현재주가(26/2/10)	203,500원
상승여력	37.6%

영업이익(25F, 십억원)	16
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	24
EPS 성장률(25F, %)	273.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	12.6
MKT P/E(25F, x)	18.2
KOSPI	5,301.69
시가총액(십억원)	4,384
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.6
외국인 보유비중(%)	33.9
베타(12M) 일간수익률	1.09
52주 최저가(원)	135,800
52주 최고가(원)	247,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.7	0.7	17.4
상대주가	-21.1	-39.0	-44.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

036570 · 게임

엔씨소프트

상반기보다는 하반기를 기대

4Q25 Review: 컨센서스 하회

매출액 4,040억원(-1% YoY), 영업이익 30억원(흑전 YoY)으로 컨센서스(매출액 4,270억원, 영업이익 100억원)를 하회했다. 11월 출시한 아이온2는 940억원의 영업 매출액을 달성했으나 이연 효과로 회계 매출액은 770억원을 기록했다. 아이온2 4분기 일평균 매출액은 18억원 수준이다.

PC 매출액은 1,680억원(+80% YoY)으로 예상치에 부합했다. 기존 모바일 주요작들은 부진한 모습을 보였다. 리니지M 매출액은 940억원(-23% YoY)으로 예상치를 14% 하회, 리니지W 매출액은 390억원(-21% YoY)으로 예상치를 13% 하회했다. 영업비용은 4,010억원(-26% YoY)으로 예상치에 부합했다.

안정적인 매출 흐름을 보여주는 아이온2

지난 11월 출시한 아이온2(국내, 대만)는 시장의 기대치를 뛰어넘는 안정적인 매출 흐름을 1분기에도 이어나가고 있다. 1월 1일부터 2월 10일까지 기록된 아이온2 매출액은 700억원 수준이다. 해당 기간 일평균 매출액은 17억원 수준으로 출시 초기였던 4분기 일평균 매출액 18억원과 크게 다르지 않다.

본격적인 하향 안정화를 3월 이후로 가정하더라도 시장 기대치(1분기 일평균 15억원, 2분기 일평균 10억원)를 충족시키는 데 부담은 없는 상황이다. 2월 9일 기준 150만명의 유저가 멤버십을 구매(1월 3일 기준 100만명 구매)했다. PC로 즐기는 유저 비중이 높은 상황이며 자체 결제 비중은 약 80% 수준이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

아이온2(국내, 대만) 성과가 안정적으로 유지됨에 따라 상반기 실적 눈높이가 부담되는 상황은 아니나 26F P/E 16배 수준으로 밸류에이션 매력도가 높다고 보기 어렵다. 상반기 대형 신작 출시가 부재한 점을 고려 시 모멘텀 부재가 지속될 전망이다. 리니지 클래식은 폭발적인 매출 기여를 기대하긴 어려운 작품이다.

아이온2 글로벌에 대한 출시 모멘텀이 발생하기 시작할 것으로 예상되는 6월 전후를 적극적인 매수 시점으로 판단한다. 글로벌에서 초기 흥행에 성공한 TL의 선례로 인해 아이온2 글로벌에 대한 신작 모멘텀은 강하게 발생할 전망이다. 3분기 내 출시 목표를 밝힘에 따라 가을 중 아이온2 글로벌 출시에는 무리가 없을 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,507	1,932	2,026
영업이익 (십억원)	137	-109	16	316	349
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	16.4	17.2
순이익 (십억원)	212	94	347	274	301
EPS (원)	9,663	4,291	16,023	12,728	13,965
ROE (%)	6.6	3.0	10.8	7.9	8.0
P/E (배)	24.9	42.7	12.6	16.0	14.6
P/B (배)	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.8	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	360	382	360	404	489	445	433	565	1,578	1,507	1,932	2,026
(% YoY)	-9.5%	3.7%	-10.4%	-1.3%	35.7%	16.4%	20.2%	39.8%	-11.3%	-4.5%	28.2%	4.9%
PC	83	92	88	168	231	187	176	311	352	354	905	1,007
리니지	22	21	25	25	20	17	17	17	98	93	71	65
리니지2	19	23	22	23	18	18	18	18	85	86	72	69
아이온	8	13	9	5	5	5	5	5	50	36	20	19
B&S	14	19	14	9	8	8	8	8	25	56	32	28
길드워2	19	16	18	29	23	20	20	19	93	82	81	76
아이온2	-	-	-	77	135	90	82	217	-	77	524	448
리니지 클래식	-	-	-	-	22	28	23	20	-	-	93	76
기타	-	-	-	-	-	-	5	7	-	-	12	226
모바일	204	217	196	255	204	207	204	201	920	872	815	796
리니지M	113	121	105	94	89	94	92	90	493	433	364	360
리니지2M	38	48	47	45	43	42	41	39	183	178	165	149
리니지W	53	48	43	39	35	34	33	32	244	183	135	120
기타	-	-	-	-	36	37	38	39	-	-	151	166
로열티	45	42	47	42	38	36	37	38	182	176	149	160
기타	28	32	30	16	16	16	16	16	125	105	63	64
영업비용	355	367	368	401	387	387	422	420	1,687	1,491	1,617	1,677
인건비	187	191	199	198	200	201	202	203	906	775	806	822
마케팅비	13	23	16	53	47	52	88	67	128	106	254	283
D&A	25	25	21	22	27	25	24	31	108	94	107	112
지급수수료	94	91	87	83	66	62	58	67	380	356	253	230
기타	35	37	43	45	47	48	50	52	272	161	198	231
영업이익	5	15	-7	3	102	58	10	145	-109	16	316	349
(% YoY)	-79.7%	70.5%	적지	흑전	-	283.5%	흑전	-	적전	흑전	-	10.6%
영업이익률	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	20.9%	13.0%	2.4%	25.7%	-6.9%	1.1%	16.3%	17.2%
지배주주순이익	38	-35	347	-2	86	53	17	118	94	347	274	301
순이익률	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	17.6%	11.8%	4.0%	20.9%	6.0%	23.0%	14.2%	14.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	1,799	1,795	1,932	2,026	7%	13%	2,012	2,184	-4%	-7%	인수한 모바일 게임사 매출 반영 마케팅비 상향
영업이익	323	357	316	349	-2%	-2%	362	439	-13%	-20%	
순이익	274	303	274	301	0%	-1%	331	392	-17%	-23%	
영업이익률	18.0%	19.9%	16.3%	17.2%	-	-	18.0%	20.1%	-	-	
순이익률	15.2%	16.9%	14.2%	14.8%	-	-	16.4%	17.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q25 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	404	434	-7%	427	-5%
영업이익	3	22	-	10	-
지배주주순이익	-2	24	-	30	-

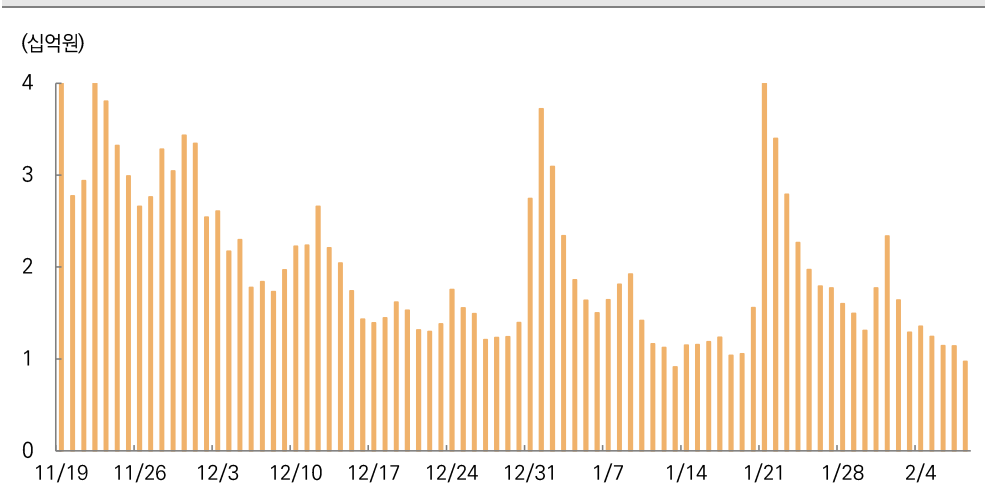
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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)	203,500	
상승여력	37.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 아이온2 일매출 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,578	1,507	1,932	2,026
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,507	1,932	2,026
판매비와관리비	1,687	1,491	1,617	1,677
조정영업이익	-109	16	316	349
영업이익	-109	16	316	349
비영업손익	230	445	50	52
금융손익	62	61	76	88
관계기업등 투자손익	4	371	-39	-49
세전계속사업손익	121	461	366	401
계속사업법인세비용	27	114	91	100
계속사업이익	94	347	274	301
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	94	347	274	301
지배주주	94	347	274	301
비지배주주	0	1	0	0
총포괄이익	48	347	274	301
지배주주	48	347	274	300
비지배주주	0	1	1	1
EBITDA	0	132	418	443
FCF	23	428	328	342
EBITDA 마진율 (%)	0.0	8.8	21.6	21.9
영업이익률 (%)	-6.9	1.1	16.4	17.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	23.0	14.2	14.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,789	2,265	2,566	2,867
현금 및 현금성자산	1,260	729	1,015	1,306
매출채권 및 기타채권	157	212	221	225
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	371	1,323	1,329	1,335
비유동자산	2,165	2,067	2,016	1,986
관계기업투자등	50	50	50	51
유형자산	998	1,035	981	946
무형자산	104	111	114	118
자산총계	3,954	4,332	4,582	4,853
유동부채	322	641	647	654
매입채무 및 기타채무	71	148	150	151
단기금융부채	46	48	49	49
기타유동부채	205	445	448	454
비유동부채	568	322	322	323
장기금융부채	336	235	235	235
기타비유동부채	232	87	87	88
부채총계	890	962	970	977
지배주주지분	3,059	3,363	3,607	3,870
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,779	4,022	4,286
비지배주주지분	5	6	6	6
자본총계	3,064	3,369	3,613	3,876

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	107	578	373	397
당기순이익	94	347	274	301
비현금수익비용가감	-7	156	105	94
유형자산감가상각비	106	113	99	90
무형자산상각비	3	4	4	4
기타	-116	39	2	0
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-43	114	-4	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	-57	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	-114	-91	-100
투자활동으로 인한 현금흐름	1,294	-387	-56	-68
유형자산처분(취득)	-83	-150	-45	-55
무형자산감소(증가)	41	-11	-6	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	987	-310	-5	-5
기타투자활동	349	84	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-523	-128	-31	-37
장단기금융부채의 증가(감소)	-267	-99	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-64	-28	-31	-37
기타재무활동	-192	-1	0	0
현금의 증가	895	-532	286	291
기초현금	365	1,260	729	1,015
기말현금	1,260	729	1,015	1,306

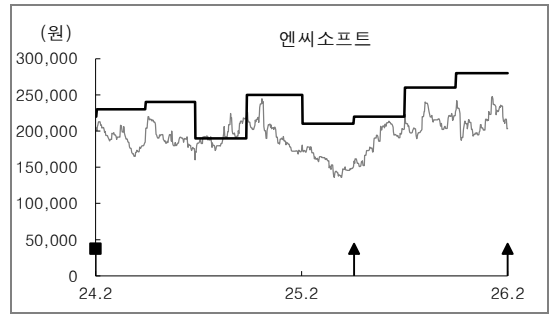
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	42.7	12.6	16.0	14.6
P/CF (x)	46.1	8.7	11.6	11.1
P/B (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	-	20.7	5.9	4.9
EPS (원)	4,291	16,023	12,728	13,965
CFPS (원)	3,975	23,277	17,604	18,305
BPS (원)	175,362	192,862	204,145	216,375
DPS (원)	1,460	1,606	1,927	1,927
배당성향 (%)	30.1	9.0	13.6	12.4
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-11.3	-4.5	28.2	4.9
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	216.4	5.9
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	1,862.7	10.6
EPS증가율 (%)	-55.6	273.4	-20.6	9.7
매출채권 회전율 (회)	12.0	9.5	10.3	10.7
재고자산 회전율 (회)	1,759.7	1,425.1	1,809.2	1,878.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	8.4	6.2	6.4
ROE (%)	3.0	10.8	7.9	8.0
ROIC (%)	-7.3	4.5	25.0	28.9
부채비율 (%)	29.1	28.6	26.8	25.2
유동비율 (%)	555.1	353.4	396.5	438.7
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-48.0	-52.8	-56.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.6	2.4	55.9	61.8

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



* 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(◆), 추가(—), 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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 올(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 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.