



BUY (유지)

목표주가(12M) 230,000원
현재주가(5.14) 158,500원

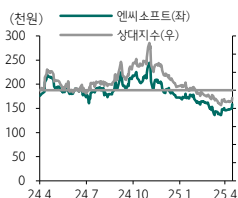
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,640.57
52주 최고/최저(원)	244,500/135,800
시가총액(십억원)	3,414.7
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	86.3
60일 평균 거래대금(십억원)	13.4
외국인지분율(%)	37.35
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 16 인	12.36
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,629.7	1,892.8
영업이익(십억원)	99.8	226.2
순이익(십억원)	179.1	236.9
EPS(원)	8,265	10,968
BPS(원)	165,314	175,024

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,523.0	1,994.7
영업이익	137.3	(109.2)	(27.0)	258.6
세전이익	206.2	120.9	30.4	310.6
순이익	212.1	94.2	36.2	244.1
EPS	9,663	4,291	1,672	11,331
증감률	(51.31)	(55.59)	(61.03)	577.69
PER	24.89	42.67	94.80	13.99
PBR	1.37	1.04	0.89	0.84
EV/EBITDA	15.30	N/A	30.00	5.18
ROE	6.58	2.99	1.18	7.69
BPS	176,065	175,362	179,064	189,081
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 15일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

모든 관심은 아이온2에 집중

1Q25 Re: 컨센서스 하회

엔씨소프트는 1분기 연결 기준 매출액 3,603억원(-9.5%YoY, -12.0%QoQ), 영업이익 52억원(-79.7%YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 레거시 IP의 하향세가 여전히 가파른 영향이다. 1분기 모바일 부문 매출액은 2,063억원(-27.9%YoY, -4.3%QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 리니지 M/2M은 -7.4%/-8.2% 역성장했다. 리니지 W는 3주년 업데이트 이후 전분기 대비 반등했으나 전년 대비 -35.9%로 여전히 가장 빠르게 하향 안정화되는 모습이다. 영업비용은 3,551억원(-4.6%YoY, -34.1%QoQ)을 기록했다. 인건비는 1,872억원(-7.7%YoY, -34.1%QoQ)로 전분기 진행한 비용 효율화 효과가 확인됐다. 2분기 해외 자회사 중심 효율화가 진행될 예정으로 소폭 감소할 가능성이 있다.

아이온2, 많은 것이 걸려있다

엔씨소프트는 2025년 영업수익 1조 5,230억원(-3.5%YoY), 영업적자 270억원(적지YoY)을 기록할 전망이다. 모바일 부문은 8,814억원(-5.9%YoY), PC/콘솔 게임은 3,726억원(+5.9%YoY)으로 추정했다. [아이온2]의 출시를 11월 중순으로 가정했으며, 출시일 확정에 따라 추정치 조정 예정이다. 3분기까지 신작 출시가 부재하고, [아이온2]를 포함한 신규 라인업에 본격적으로 마케팅 진행할 계획이기에 실적 부진은 불가피하다. [아이온2]는 5월 29일 구체적인 정보를 공개할 예정이며 연내 한국/대만 지역을 우선 출시 후 내년 북미 확장을 계획하고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원을 유지한다. 엔씨소프트는 금일 전망 공시를 통해 2026년 예상 매출액을 2조원~2.5조원으로 공식화했다. 레거시 IP에서는 기존 작품에 스피노프 3종을 더해 1.4조원~1.5조원 매출을, 신작으로는 6천억원~1조원 매출 창출을 목표한다. 주요 신작 라인업으로는 [아이온2], [프로젝트 LLL], [브레이커스: 언락 더 월드], [타임 테이커즈] 외 2종이 있으나, 결국 [아이온2]의 성과에 따라 결과가 정해질 것으로 보인다. 5월 29일 정보 공개 이후 하반기 게임쇼들에 본격적인 마케팅 이어질 것으로 예상하며, 그에 따라 변동성 확대될 전망이다.

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	353.7	324.4	484.6	1,578.1	1,523.0	1,994.7
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	(4.1)	(19.3)	18.4	(11.3)	(3.5)	31.0
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	88.2	85.8	115.3	351.8	372.6	385.5
YoY(%)	0.1	(2.2)	(13.4)	1.2	(8.9)	2.3	6.3	23.4	(3.6)	5.9	3.5
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	24.6	26.5	22.9	98.2	96.3	95.4
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	19.3	18.4	18.3	85.5	75.1	66.8
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	10.9	9.8	9.3	50.4	38.5	36.5
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	33.4	33.4	31.2	64.8	117.7	162.8	186.8
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	193.9	173.1	308.1	936.7	881.4	1,362.5
YoY(%)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(27.9)	(17.3)	(11.1)	(31.7)	42.9	(22.0)	(5.9)	54.6
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	114.7	111.2	115.7	492.8	454.3	408.9
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	33.8	30.5	28.4	182.6	130.6	105.9
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	42.0	26.9	28.9	244.3	150.9	106.9
블레이드 & 소울 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	3.4	4.4	3.4	17.1	13.9	13.4
기타								131.7		131.7	727.5
기타 매출	57.0	64.4	67.8	100.4	70.7	71.6	65.5	61.2	289.7	269.0	246.6
YoY(%)	0.7	16.7	21.0	115.9	23.9	11.2	(3.4)	(39.0)	35.1	(7.1)	(8.3)
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	348.1	381.7	465.2	1,687.3	1,550.1	1,736.0
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	(3.3)	(8.3)	(13.7)	2.7	(8.1)	12.0
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	182.3	181.0	188.7	906.4	739.2	761.4
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	120.3	117.6	199.8	544.7	567.1	754.8
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	19.1	58.4	52.5	128.2	143.3	126.1
감가상각 & 무형자산상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	26.3	24.7	24.3	108.1	100.4	93.7
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	5.2	5.6	(57.2)	19.4	(109.2)	(27.0)	258.6
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	1.6	(17.6)	4.0	(6.9)	(1.8)	13.0
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	14.5	(38.5)	23.2	94.1	36.8	248.5
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(130.1)	(34.3)	(79.6)	적지	(406.3)	(5.6)	(6.1)	57.5
당기순이익률(%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	4.1	(11.9)	4.8	6.0	2.4	12.5

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,523.0	1,994.7	1,818.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,523.0	1,994.7	1,818.1
판매비	1,642.5	1,687.3	1,550.1	1,736.0	0.0
영업이익	137.3	(109.2)	(27.0)	258.6	1,818.1
금융손익	91.1	116.5	60.0	69.8	115.6
중속/관계기업손익	4.1	4.4	(2.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	(26.2)	109.2	(0.5)	(17.8)	(17.8)
세전이익	206.2	120.9	30.4	310.6	1,915.9
법인세	(7.7)	26.8	(6.4)	62.1	383.2
계속사업이익	213.9	94.1	36.8	248.5	1,532.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.9	94.1	36.8	248.5	1,532.7
비배주주지분 손이익	1.8	(0.1)	0.6	4.4	27.0
지배주주순이익	212.1	94.2	36.2	244.1	1,505.7
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	36.9	248.8	1,534.6
NOPAT	142.4	(85.0)	(32.7)	206.9	1,454.5
EBITDA	249.2	(0.0)	66.7	333.6	1,878.2
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(3.49)	30.97	(8.85)
NOPAT증가율	(64.42)	적전	적지	흑전	603.00
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	400.15	463.01
영업이익증가율	(75.44)	적전	적지	흑전	603.05
(지배주주)순이익증가율	(51.32)	(55.59)	(61.57)	574.31	516.84
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	(61.03)	577.69	516.81
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	4.38	16.72	103.31
영업이익률	7.71	(6.92)	(1.77)	12.96	100.00
계속사업이익률	12.02	5.96	2.42	12.46	84.30

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	1,672	11,331	69,891
BPS	176,065	175,362	179,064	189,081	257,657
CFPS	13,017	3,975	2,542	15,267	86,962
EBITDAPS	11,349	(2)	3,085	15,483	87,178
SPS	81,071	71,883	70,388	92,585	84,392
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	94.80	13.99	2.27
PBR	1.37	1.04	0.89	0.84	0.62
PCR	18.48	46.06	62.35	10.38	1.82
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	30.00	5.18	0.10
PSR	2.97	2.55	2.25	1.71	1.88
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	1.18	7.69	37.45
ROA	4.80	2.26	0.90	5.88	30.15
ROIC	16.59	(8.65)	(4.10)	37.35	294.89
부채비율	35.07	29.06	32.22	28.86	19.81
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(40.48)	(46.22)	(64.34)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	(2.88)	30.19	215.51

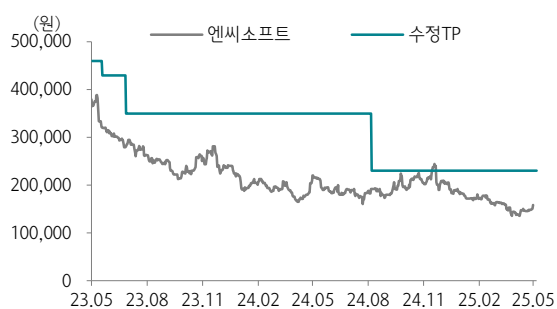
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,979.7	2,239.3	3,803.7
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,634.1	1,908.9	3,473.4
현금성자산	365.2	1,260.5	1,380.3	1,668.4	3,232.8
매출채권	132.7	130.3	154.2	144.6	144.6
재고자산	0.7	1.1	1.2	1.2	1.2
기타유동자산	84.0	176.0	190.2	184.6	184.5
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,082.3	2,003.1	1,943.1
투자자산	672.6	871.7	882.4	878.1	878.1
금융자산	647.7	821.5	823.0	822.4	822.4
유형자산	1,000.5	997.6	910.5	841.7	787.5
무형자산	96.1	103.9	97.2	91.0	85.2
기타비유동자산	287.8	192.2	192.2	192.3	192.3
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,062.0	4,242.4	5,746.8
유동부채	614.3	322.2	379.2	356.4	356.4
금융부채	279.9	45.8	54.3	50.9	50.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	324.9	305.5	305.5
비유동부채	526.5	568.2	610.8	593.7	593.7
금융부채	368.9	336.3	336.3	336.3	336.3
기타비유동부채	157.6	231.9	274.5	257.4	257.4
부채총계	1,140.8	890.4	989.9	950.1	950.1
지배주주지분	3,249.7	3,058.5	3,066.3	3,282.1	4,759.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(622.8)	(798.6)	(798.6)	(798.6)	(798.6)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(61.2)	(61.2)	(61.2)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,481.7	3,697.5	5,174.9
비지배주주지분	3.3	5.1	5.8	10.2	37.2
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,072.1	3,292.3	4,796.7
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,243.5)	(1,521.7)	(3,086.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	192.7	302.0	1,592.8
당기순이익	213.9	94.1	36.8	248.5	1,532.7
조정	21.6	56.2	79.0	84.3	60.1
감가상각비	111.9	109.2	93.8	74.9	60.0
외환거래손익	7.4	(3.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	(14.8)	9.4	0.1
영업활동 자산부채변동	(95.6)	(43.3)	76.9	(30.8)	0.0
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	(48.4)	8.2	0.0
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	(10.7)	4.3	0.0
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	0.0	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(37.7)	3.9	0.0
재무활동 현금흐름	(115.5)	(522.9)	(19.9)	(31.7)	(28.3)
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	8.4	(3.4)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
현금의 증감	137.4	895.3	129.1	288.1	1,564.4
Unlevered CFO	285.8	87.3	55.0	328.9	1,873.5
Free Cash Flow	22.5	22.9	192.7	302.0	1,592.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY 담당자 변경	230,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 14일