



BUY (유지)

목표주가(12M) 260,000원(상향)
현재주가(8.12) 223,000원

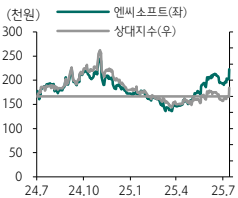
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,189.91
52주 최고/최저(원)	244,500/135,800
시가총액(십억원)	4,804.3
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	145.6
60일 평균 거래대금(십억원)	26.3
외국인지분율(%)	32.56
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 15 인	12.37
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,549.7	1,986.1
영업이익(십억원)	55.6	271.4
순이익(십억원)	166.4	275.2
EPS(원)	7,674	12,742
BPS(원)	162,550	174,174

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,558.4	2,032.4
영업이익	137.3	(109.2)	(24.9)	320.2
세전이익	206.2	120.9	(23.9)	350.9
순이익	212.1	94.2	(16.3)	279.9
EPS	9,663	4,291	(755)	12,993
증감률	(51.31)	(55.59)	적전	흑전
PER	24.89	42.67	(268.21)	15.59
PBR	1.37	1.04	1.20	1.13
EV/EBITDA	15.30(76,196.8)		46.74	7.11
ROE	6.58	2.99	(0.54)	9.07
BPS	176,065	175,362	168,287	179,965
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 8월 13일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

레거시 IP의 저력 확인

2Q25 Re: 컨센서스 상회

엔씨소프트는 2분기 연결 기준 매출액 3,824억원(+3.7%YoY, +6.1%QoQ), 영업이익 151억원(+70.5%YoY, +188.8%QoQ)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 레거시 IP가 우려 대비 견조한 저력을 보였다. 2분기 모바일 부문 매출액은 2,190억원(+0.3%YoY, +6.1%QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 리니지 M/2M은 +7.5%/+26.7% 성장하며 반등에 성공했다. 리니지M은 8주년 업데이트, 리니지2M은 동남아 지역 확장한 영향이다. 영업비용은 3,673억원(+2.0%YoY, +3.5%QoQ)을 기록했다. 인건비는 1,908억원(+1.5%YoY, +1.9%QoQ)으로 안정적인 수준이다. 하반기, 2026년에도 효율화 지속 예정이다.

아이온2의 중요도는 변치 않음

엔씨소프트는 2025년 영업수익 1조 5,584억원(-1.2%YoY), 영업적자 249억원(적지YoY)을 기록할 전망이다. 하반기 인력 효율화 규모를 200명 이상으로 가정, 일시적 인건비 상승을 반영했다. 모바일 부문은 9,377억원(+0.1%YoY), PC/콘솔 게임은 3,525억원(+0.2%YoY)으로 추정했다. [아이온2]의 출시를 11월 중순으로 예상한다. [아이온2] 출시까지 신작이 부재하고 기존 게임들의 하향 안정화는 아직 진행형이다. 신규 라인업에 본격적으로 마케팅 진행하고 있기에 3분기 실적 부진은 불가피하다. [아이온2]는 9월 BM에 대한 구체적인 정보를 공개할 예정이다. [아이온2]는 연내 한국/대만 출시 이후 2026년 하반기 글로벌 출시 계획이다. 2026년 엔씨소프트의 영업수익은 2조 324억원(+30.4%YoY), 영업이익 3,202억원(흑전YoY)을 기록할 전망이다. [아이온2]의 전체 매출은 5,448억원으로 예상된다. 한국/대만 지역 평균 일매출 평균 10억원, 글로벌(하반기 출시) 일매출 평균 9억원으로 추정한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 260,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 260,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 Target Multiple 20배 적용했다. 엔씨소프트는 5월 전망 공시를 통해 2026년 예상 매출액을 2조원~2.5조원으로 공식화했다. 레거시 IP에서는 기존 작품에 스피노프 4종을 더해 1.4조원~1.5조원 매출을, 신작으로는 6천억원~1조원 매출을 목표로한다. 스피노프 작품은 2026년 매분기 1종씩 출시 예정이다. 주요 신작 라인업으로는 [아이온2], [프로젝트 LLL], [브레이커스: 언락 더 월드], [타임 테이커즈]가 있다. [아이온2]의 성과가 가장 중요한만큼 11월 출시 이전까지 변동성 크게 확대될 가능성이 높다. [아이온2] 마케팅 진행, 정보 공개에 따라 상승 여력 충분하다.

도표 1. 엔씨소프트 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2026년 예상 EPS	12,993	
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	259,854	
4. 목표주가	260,000	목표 시가총액 5.6조원
5. 현재주가	223,000	현재 시가총액 4.8조원
6. 상승여력	16.6%	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	366.4	449.3	1,578.1	1,558.4	2,032.4
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	3.7	(8.8)	9.8	(11.3)	(1.2)	30.4
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	91.5	86.0	351.8	352.5	538.0
YoY(%)	0.1	(2.2)	(13.4)	1.2	(8.9)	6.4	13.4	(8.0)	(3.6)	0.2	52.6
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.4	21.8	98.2	90.2	83.6
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	19.2	19.3	85.5	80.3	76.7
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	10.6	10.1	50.4	42.2	40.1
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	33.4	35.3	36.3	34.8	117.7	139.8	337.6
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	208.1	304.4	936.7	937.7	1,204.2
YoY(%)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(27.9)	(17.3)	0.3	(17.9)	41.2	(22.0)	0.1	28.4
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	123.9	115.7	492.8	473.4	426.1
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	35.8	182.6	168.9	160.5
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	34.1	35.7	244.3	170.6	134.2
블레이드 & 소울 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	2.8	2.2	17.1	9.9	9.6
기타								114.9		114.9	473.8
기타 매출	57.0	64.4	67.8	100.4	70.7	71.7	66.7	59.0	289.7	268.1	290.1
YoY(%)	0.7	16.7	21.0	115.9	23.9	11.3	(1.6)	(41.2)	35.1	(7.4)	8.2
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	395.3	465.7	1,687.3	1,583.3	1,712.2
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	2.0	(5.0)	(13.6)	2.7	(6.2)	8.1
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	207.2	210.7	906.4	795.8	724.6
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	127.3	175.4	544.7	560.5	748.8
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	36.5	55.8	128.2	129.0	149.6
감가상각 & 무형자산상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	24.3	23.8	108.1	98.0	89.1
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	5.2	15.1	(28.9)	(16.4)	(109.2)	(24.9)	320.2
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	적전	적지	적지	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	3.9	(7.9)	(3.6)	(6.9)	(1.6)	15.8
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	(36.0)	(14.0)	(5.0)	94.1	(17.4)	284.2
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(130.1)	(34.3)	(150.6)	적지	적지	(5.6)	(11.9)	(173.1)
당기순이익률(%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	(9.4)	(3.8)	(1.1)	6.0	(1.1)	14.0

주: 아이온2 한국/대만 모바일, 글로벌 PC 분류

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,558.4	2,032.4	1,951.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,558.4	2,032.4	1,951.3
판매비	1,642.5	1,687.3	1,583.3	1,712.2	1,745.1
영업이익	137.3	(109.2)	(24.9)	320.2	206.2
금융손익	91.1	116.5	32.7	41.5	60.6
중속/관계기업손익	4.1	4.4	(5.8)	(5.7)	(5.7)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	(25.8)	(5.1)	(11.9)
세전이익	206.2	120.9	(23.9)	350.9	249.2
법인세	(7.7)	26.8	(6.5)	66.7	47.4
계속사업이익	213.9	94.1	(17.4)	284.2	201.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.9	94.1	(17.4)	284.2	201.9
비배주주지분 손이익	1.8	(0.1)	(1.1)	4.3	3.0
지배주주순이익	212.1	94.2	(16.3)	279.9	198.9
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	(69.0)	284.1	201.8
NOPAT	142.4	(85.0)	(18.2)	259.3	167.1
EBITDA	249.2	(0.0)	67.8	394.0	265.1
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(1.25)	30.42	(3.99)
NOPAT증가율	(64.42)	적전	적지	흑전	(35.56)
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	481.12	(32.72)
영업이익증가율	(75.44)	적전	적지	흑전	(35.60)
(지배주주)순이익증가율	(51.32)	(55.59)	적전	흑전	(28.94)
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	적전	흑전	(28.96)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	4.35	19.39	13.59
영업이익률	7.71	(6.92)	(1.60)	15.75	10.57
계속사업이익률	12.02	5.96	(1.12)	13.98	10.35

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	(755)	12,993	9,230
BPS	176,065	175,362	168,287	179,965	187,881
CFPS	13,017	3,975	1,563	18,087	11,790
EBITDAPS	11,349	(2)	3,134	18,289	12,307
SPS	81,071	71,883	72,023	94,335	90,573
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
주기지표(배)					
PER	24.89	42.67	(268.21)	15.59	21.94
PBR	1.37	1.04	1.20	1.13	1.08
PCFR	18.48	46.06	129.56	11.20	17.18
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	46.74	7.11	9.84
PSR	2.97	2.55	2.81	2.15	2.24
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	(0.54)	9.07	6.03
ROA	4.80	2.26	(0.42)	6.86	4.62
ROIC	16.59	(8.65)	(2.24)	46.39	34.04
부채비율	35.07	29.06	31.66	32.26	27.96
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(40.39)	(48.75)	(51.98)
이자보상비율(배)	9.38	(10.63)	(2.15)	24.07	15.51

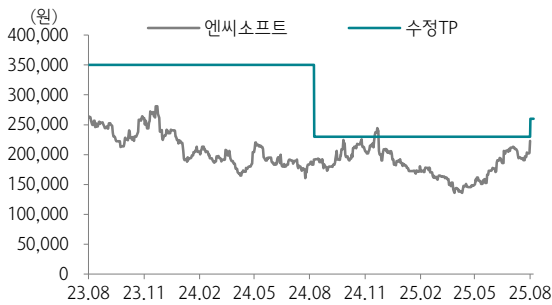
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,909.8	2,329.1	2,481.2
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,580.1	1,960.9	2,147.6
현금성자산	365.2	1,260.5	714.0	1,061.4	1,278.0
매출채권	132.7	130.3	143.0	167.1	145.5
재고자산	0.7	1.1	1.2	1.3	1.2
기타유동자산	84.0	176.0	185.5	199.8	186.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	1,993.1	1,930.0	1,861.4
투자자산	672.6	871.7	748.1	758.9	749.2
금융자산	647.7	821.5	693.0	694.5	693.1
유형자산	1,000.5	997.6	937.6	867.1	811.4
무형자산	96.1	103.9	102.3	99.0	95.8
기타비유동자산	287.8	192.2	205.1	205.0	205.0
자산총계	4,393.8	3,953.9	3,902.9	4,259.2	4,342.7
유동부채	614.3	322.2	351.6	409.1	357.5
금융부채	279.9	45.8	50.3	58.8	51.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	301.3	350.3	306.3
비유동부채	526.5	568.2	586.9	629.9	591.4
금융부채	368.9	336.3	332.4	332.4	332.4
기타비유동부채	157.6	231.9	254.5	297.5	259.0
부채총계	1,140.8	890.4	938.5	1,039.0	948.9
지배주주지분	3,249.7	3,058.5	2,960.3	3,211.9	3,382.4
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)	(672.5)	(672.5)	(672.5)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(115.0)	(115.0)	(115.0)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,303.4	3,555.0	3,725.6
비지배주주지분	3.3	5.1	4.0	8.3	11.4
자본총계	3,253.0	3,063.6	2,964.3	3,220.2	3,393.8
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,197.3)	(1,569.7)	(1,763.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	57.8	445.0	191.2
당기순이익	213.9	94.1	(17.4)	284.2	201.9
조정	21.6	56.2	87.6	83.2	58.9
감가상각비	111.9	109.2	92.7	73.9	58.9
외환거래손익	7.4	(3.8)	(2.0)	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	2.8	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	(5.9)	9.3	0.0
영업활동 자산부채변동	(95.6)	(43.3)	(12.4)	77.6	(69.6)
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	(612.4)	(53.7)	39.7
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	123.6	(10.8)	9.7
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(10.9)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(725.1)	(42.9)	30.0
재무활동 현금흐름	(115.5)	(522.9)	(7.6)	(19.8)	(35.9)
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	0.6	8.5	(7.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	20.1	0.0	0.0
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
현금의 증감	137.4	895.3	(537.2)	347.4	216.6
Unlevered CFO	285.8	87.3	33.8	389.7	254.0
Free Cash Flow	22.5	22.9	46.6	445.0	191.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.13	BUY	260,000		
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%
	담당자 변경			

Compliance Notice

- 당사는 2025년 8월 13일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 8월 13일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.91%	4.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 10일