



BUY (유지)

목표주가(12M) 300,000원(상향)
현재주가(11.11) 229,500원

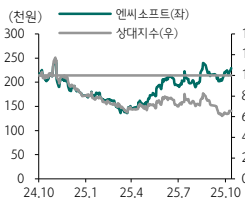
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,106.39
52주 최고/최저(원)	244,500/135,800
시가총액(십억원)	4,944.4
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	100.7
60일 평균 거래대금(십억원)	21.7
외국인지분율(%)	31.33
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 15 인	12.37
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,571.9	2,037.2
영업이익(십억원)	32.7	312.6
순이익(십억원)	98.5	290.4
EPS(원)	4,538	13,431
BPS(원)	160,537	173,167

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,561.5	2,043.5
영업이익	137.3	(109.2)	33.8	368.6
세전이익	206.2	120.9	470.9	424.5
순이익	212.1	94.2	378.5	326.2
EPS	9,663	4,291	17,492	15,142
증감률	(51.31)	(55.59)	307.64	(13.43)
PER	24.89	42.67	13.12	15.16
PBR	1.37	1.04	1.20	1.12
EV/EBITDA	15.30(76,196.8)	24.36	6.09	
ROE	6.58	2.99	11.63	9.07
BPS	176,065	175,362	190,940	204,768
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 12일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

변하고 있는 NC

3Q25 Re: 일회성 비용으로 적자 기록

엔씨소프트는 3분기 연결 기준 영업수익 3,600억원(-10.4%YoY, -5.8%QoQ), 영업적자 75억원(적지YoY, 적전QoQ)을 기록했다. 일회성 퇴직 위로금 반영, 레거시 IP의 하향 안정화 영향이다. 3분기 모바일 부문 매출액은 1,972억원(-22.2%YoY, -9.9%QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 [리니지 M/2M/W] 모두 -13.0%/-1.7%/-8.9% 역성장했다. 영업비용은 3,675억원(-11.7%YoY, +0.1%QoQ)을 기록했다. 인건비는 1,994억원(+86억원QoQ)이며 3분기와 마찬가지로 4분기에도 퇴직금 반영 예정되어있다. 인력 효율화 지속 중이다. 3분기 당기순이익은 3,474억원(흑전YoY, 흑전QoQ)을 기록했다. 강남 사옥 매각 이익과 외화 관련 손익이 반영되었다.

아이온2 출시 예정. 자체 결제 도입으로 수익성 개선까지

엔씨소프트는 2026년 영업수익 2조 435억원(+30.9%YoY), 영업이익 3,686억원(+990.4%YoY, OPM 18.0%)을 기록할 전망이다. 레거시 IP의 전망치를 하향했으나 [아이온2] 매출 상향, 자체 결제 적용을 반영하여 추정치를 상향했다. 올해 최대 기대작 아이온2는 11월 19일 출시 예정이다. 2026년 [아이온2] 매출은 한국/대만 3,461억원(일매출 9억원), 글로벌 1,980억원(일매출 15억원, 8월 출시 가정)으로 추정, 총 5,441억원을 예상한다. 엔씨소프트는 이번 실적발표에서 자체 결제 도입을 예고했다. [리니지 M/2M]은 11월 12일, [리니지 W]는 11월 말 적용 예정이며 [아이온2]는 출시와 동시에 도입한다. 2026년 자체 결제 도입으로 인한 이익 개선은 약 900억원으로 예상한다. 2026년말 예상 전환율을 레거시 IP 40%, [아이온2] 포함 기타 게임 25%로 가정했다. 자체 결제 도입으로 수수료 감소하는 대신 마케팅 비 집행은 증가할 수 있으나 수익성 개선 효과는 분명할 것으로 예상되기에 긍정적이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 300,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 Target Multiple 20배 적용했다. 4분기 [아이온2] 외에도 스피노프 신작 1종 출시 예정이며 2026년 [리미트 제로 브레이커스], [타임 테이커즈], [신더 시티]와 스피노프 신작 3종 출시 예정이다. 다작이 계획되어 있으나 역시 가장 중요한 게임은 출시를 앞둔 [아이온2]다. [아이온2] 출시를 앞두고 영업 레버리지를 극대화할 수 있는 환경 조성을 마쳤기에 흥행 시 폭발적 이익 성장 가능하다. 다만 같은 MMORPG 장르지만 올해 타 게임사들이 개발 및 출시한 다수의 리니지라이크와 BM 설계가 다르기에 초기 매출 데이터로 여러 해석이 가능하여 주가는 큰 변동을 보일 것으로 예상된다.

도표 1. 엔씨소프트 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2026년 예상 EPS	15,142	
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	302,844	
4. 목표주가	300,000	목표 시가총액 6.5조원
5. 현재주가	229,500	현재 시가총액 4.9조원
6. 상승여력	30.7%	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	458.8	1,578.1	1,561.5	2,043.5
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	3.7	(10.4)	12.1	(11.3)	(1.1)	30.9
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	87.7	85.0	351.8	347.8	564.0
YoY(%)	0.1	(2.2)	(13.4)	1.2	(8.9)	6.4	8.7	(9.0)	(3.6)	(1.1)	62.2
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	21.7	98.2	89.9	83.0
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	19.9	85.5	83.3	83.6
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	9.0	8.5	50.4	39.0	37.0
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	33.4	35.3	32.0	34.8	117.7	135.5	360.4
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	197.2	302.7	936.7	925.1	1,202.1
YoY(%)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(27.9)	(17.3)	0.3	(22.2)	40.4	(22.0)	(1.2)	29.9
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	115.7	492.8	454.8	432.1
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	35.8	182.6	168.9	160.4
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	45.5	244.3	189.6	156.6
블레이드 & 소울 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	1.3	1.0	17.1	7.1	6.9
기타								104.7		104.7	446.1
기타	57.0	64.4	67.8	100.4	70.7	71.7	75.1	71.1	289.7	288.6	277.3
YoY(%)	0.7	16.7	21.0	115.9	23.9	11.3	10.7	(29.1)	35.1	(0.4)	(3.9)
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	437.8	1,687.3	1,527.7	1,674.9
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	2.0	(11.7)	(18.8)	2.7	(9.5)	9.6
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	198.1	906.4	775.5	748.1
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	130.7	163.0	544.7	551.5	671.1
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	54.7	128.2	107.4	168.7
감가상각 & 무형자산상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	22.0	108.1	93.3	87.1
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	5.2	15.1	(7.5)	21.0	(109.2)	33.8	368.6
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	70.5	적전	흑전	적전	흑전	990.4
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	3.9	(2.1)	4.6	(6.9)	2.2	18.0
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	(36.0)	347.4	29.5	94.1	378.4	326.8
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(130.1)	(34.3)	(150.6)	흑전	흑전	(5.6)	30.2	(1.4)
당기순이익률(%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	(9.4)	96.5	6.4	6.0	24.2	16.0

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	1,561.5	2,043.5	2,149.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,561.5	2,043.5	2,149.5
판매비	1,642.5	1,687.3	1,527.7	1,674.9	1,679.4
영업이익	137.3	(109.2)	33.8	368.6	470.0
금융손익	91.1	116.5	63.4	55.0	77.8
종속/관계기업손익	4.1	4.4	(15.7)	(15.6)	(15.6)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	389.4	16.5	16.5
세전이익	206.2	120.9	470.9	424.5	548.8
법인세	(7.7)	26.8	92.5	97.6	126.2
계속사업이익	213.9	94.1	378.4	326.8	422.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.9	94.1	378.4	326.8	422.6
비지배주주지분 손이익	1.8	(0.1)	(0.1)	0.6	0.8
지배주주순이익	212.1	94.2	378.5	326.2	421.7
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	424.1	326.7	422.4
NOPAT	142.4	(85.0)	27.2	283.8	361.9
EBITDA	249.2	(0.0)	129.5	445.3	530.9
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(1.05)	30.87	5.19
NOPAT증가율	(64.42)	적전	흑전	943.38	27.52
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	243.86	19.22
영업이익증가율	(75.44)	적전	흑전	990.53	27.51
(지배주주)순이익증가율	(51.32)	(55.59)	301.80	(13.82)	29.28
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	307.64	(13.43)	29.28
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	8.29	21.79	24.70
영업이익률	7.71	(6.92)	2.16	18.04	21.87
계속사업이익률	12.02	5.96	24.23	15.99	19.66

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	17,492	15,142	19,576
BPS	176,065	175,362	190,940	204,768	223,030
CFPS	13,017	3,975	24,009	20,567	24,393
EBITDAPS	11,349	(2)	5,985	20,669	24,644
SPS	81,071	71,883	72,167	94,852	99,771
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	13.12	15.16	11.72
PBR	1.37	1.04	1.20	1.12	1.03
PCFR	18.48	46.06	9.56	11.16	9.41
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	24.36	6.09	4.32
PSR	2.97	2.55	3.18	2.42	2.30
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	11.63	9.07	10.70
ROA	4.80	2.26	9.06	7.04	8.41
ROIC	16.59	(8.65)	3.31	49.99	73.89
부채비율	35.07	29.06	27.35	29.40	24.59
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(45.80)	(53.95)	(58.93)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	3.44	39.72	50.66

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,284.3	2,801.3	3,181.6
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,957.6	2,413.7	2,826.1
현금성자산	365.2	1,260.5	277.8	450.4	1,012.6
매출채권	132.7	130.3	146.0	184.2	164.0
재고자산	0.7	1.1	1.2	1.5	1.3
기타유동자산	84.0	176.0	179.5	201.9	190.2
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,117.7	2,058.0	1,988.1
투자자산	672.6	871.7	878.8	895.8	886.8
금융자산	647.7	821.5	822.5	824.9	823.6
유형자산	1,000.5	997.6	957.4	884.2	826.7
무형자산	96.1	103.9	102.3	98.8	95.4
기타비유동자산	287.8	192.2	179.2	179.2	179.2
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,402.0	4,859.3	5,169.7
유동부채	614.3	322.2	362.5	453.4	405.3
금융부채	279.9	45.8	51.4	64.8	57.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	311.1	388.6	347.6
비유동부채	526.5	568.2	582.8	650.8	614.9
금융부채	368.9	336.3	323.0	323.0	323.0
기타비유동부채	157.6	231.9	259.8	327.8	291.9
부채총계	1,140.8	890.4	945.3	1,104.1	1,020.2
지배주주지분	3,249.7	3,058.5	3,448.2	3,746.1	4,139.6
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)	(672.6)	(672.6)	(672.6)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(13.5)	(13.5)	(13.5)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,689.9	3,987.8	4,381.2
비지배주주지분	3.3	5.1	8.5	9.1	9.9
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,456.7	3,755.2	4,149.5
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,583.3)	(2,026.0)	(2,445.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	473.6	535.6	418.6
당기순이익	213.9	94.1	378.4	326.8	422.6
조정	21.6	56.2	93.9	86.1	60.8
감가상각비	111.9	109.2	95.7	76.7	60.9
외환거래손익	7.4	(3.8)	5.1	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	4.8	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	(11.7)	9.4	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(95.6)	(43.3)	1.3	122.7	(64.8)
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	(906.4)	(310.0)	158.9
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	(7.1)	(17.1)	9.0
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(37.8)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(861.5)	(292.9)	149.9
재무활동 현금흐름	(115.5)	(522.9)	(44.7)	(14.9)	(35.4)
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	(7.8)	13.4	(7.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	(8.6)	0.0	0.0
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
현금의 증감	137.4	895.3	(973.4)	172.6	562.2
Unlevered CFO	285.8	87.3	519.5	443.1	525.5
Free Cash Flow	22.5	22.9	435.2	535.6	418.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.12	BUY	300,000		
25.8.13	BUY	260,000	-18.35%	-7.69%
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%
담당자 변경				

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 12일 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 11월 12일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 09일