



BUY (유지)

목표주가(12M) 320,000원(상향)
현재주가(1.09) 223,000원

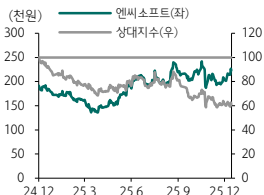
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,586.32
52주 최고/최저(원)	242,000/135,800
시가총액(십억원)	4,804.3
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	167.8
60일 평균 거래대금(십억원)	34.9
외국인지분율(%)	33.89
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.37
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,544.0	2,013.4
영업이익(십억원)	28.1	349.5
순이익(십억원)	331.3	322.9
EPS(원)	15,246	14,918
BPS(원)	173,085	187,342

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,512.7	2,085.5
영업이익	137.3	(109.2)	15.7	401.7
세전이익	206.2	120.9	453.5	431.8
순이익	212.1	94.2	364.9	344.8
EPS	9,663	4,291	16,864	16,004
증감률	(51.31)	(55.59)	293.01	(5.10)
PER	24.89	42.67	11.95	13.93
PBR	1.37	1.04	1.06	1.09
EV/EBITDA	15.30(76,196.8)		24.36	5.15
ROE	6.58	2.99	11.23	9.59
BPS	176,065	175,362	190,473	205,163
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 1월 12일 | 기업분석_Earnings Preview

엔씨소프트 (036570)

흐름은 이미 넘어왔다

4Q25 Pre: 아이온2 매출 이연으로 컨센서스 하회 전망

엔씨소프트는 4분기 연결 기준 영업수익 4,100억원(+0.1.4%YoY, +13.9%QoQ), 영업이익 29억원(흑전YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. [아이온2]의 게임 상품 매출 기간 안분 인식에 따라 일부 매출이 이연 인식된 영향으로 회계적인 이슈다. 4분기 모바일 부문 매출액은 2,592억원(+20.2%YoY, +31.5%QoQ)으로 추정한다. 전분기 대비 [리니지 M/2M/W] 모두 하향 안정화된 것으로 예상한다. [아이온2]는 11/19일 한국/대만 출시 이후 활발한 소통으로 성공적인 출시 성과를 거뒀다. 출시 6주만에 결제액 기준 1,000억원 달성했다고 밝혔으며 이번 분기에는 기간 안분에 따라 738억원 매출 인식을 예상한다. 초기 사전 예약을 자체 런처인 퍼플로 진행하여 자체 결제 비율을 높였다. 높은 수익성을 바탕으로 2026년에도 실적에 크게 기여할 것으로 전망한다.

2027년 상반기까지 그려진 청사진

엔씨소프트는 2026년 영업수익 2조 1,036억원(+39.9%YoY), 영업이익 4,031억원(+2,469.8%YoY, OPM 19.2%)을 기록할 전망이다. 캐주얼 게임사 리후후 인수, [리니지 클래식]의 공개를 반영하여 추정치를 소폭 상향했다. [아이온2]의 순항에 힘입어 [리니지 클래식]을 2월 7일 출시할 예정이다. [리니지 클래식]은 월정액 29,700원에 유료 아이템으로 구성된 BM을 채택했다. 기존 레거시 IP들과 일부 카니발라이제이션을 감안하더라도 과거 유저들의 결집 효과가 더 클 것으로 예상, 2026년 매출액은 895억원으로 추정한다. 이후 [리미트 제로 브레이커스], [타임 테이커스], [신더 시티] 출시 예정이며 8월 게임스컴에서는 [아이온2] 글로벌과 [호라이즌 스틸 프론티어스] 공개 기대한다. [아이온2] 글로벌은 9월 중순 출시, 2026년 매출액 2,010억원으로 추정한다. 그 이후 2027년 1분기 [호라이즌 스틸 프론티어스]의 출시를 예상한다. 현재 추정치는 성공 가능성이 낮다고 판단하는 [타임 테이커스]. [신더 시티]의 매출을 반영하지 않았으며 의외의 성과 확인 시 상향 조정 가능하다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 320,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 320,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 Target Multiple 20배 적용했다. [아이온2]의 성공적인 출시, 자체 결제 도입으로 2026년 실적 가시성이 높아졌다. 물론 [아이온2]가 출시 초기이긴 하나 1,000억원이라는 결제액 달성 과정을 주목할 필요가 있다. 유저들의 기대에 부응하는 낮은 BM을 지속 채택, 라이브 방송을 통해 소통하여 트래픽 기반으로 이룩한 성과다. 이러한 방향성은 단기 수익성을 일부 포기하더라도 개발사/퍼블리셔로서의 이미지 개선에 크게 기여하여 기존작의 PLC 관리, 후속작에 대한 기대로 이어질 수 있다. 현재 방향성과 노력을 지속하는 한 2027년 상반기까지 그려놓은 청사진이 유효하게 작동하여 기업가치는 상승할 것이라 전망한다.

도표 1. 4Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	4Q25F	4Q24	3Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	410.0	409.4	360.0	0.1	13.9	443.6	(7.6)
영업이익	2.9	(129.5)	(7.5)	(102.2)	(138.2)	18.2	(84.3)
당기순이익	15.9	(7.6)	347.4	(309.1)	(95.4)	36.3	(56.3)
영업이익률(%)	0.7	(31.6)	(2.1)			4.1	
당기순이익률(%)	3.9	(1.9)	96.5			8.2	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2026년 예상 EPS	16,004	
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	320,074	
4. 목표주가	320,000	목표 시가총액 6.9조원
5. 현재주가	223,000	현재 시가총액 4.8조원
6. 상승여력	43.5%	

자료: 하나증권

도표 3. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	360.3	382.4	360.0	410.0	477.9	486.4	497.2	624.0	1,578.1	1,512.7	2,085.5
YoY(%)	(9.5)	3.7	(10.4)	0.1	32.6	27.2	38.1	52.2	(11.3)	(4.1)	37.9
PC/콘솔	83.3	91.7	87.7	85.0	80.1	91.4	112.5	250.9	351.8	347.8	534.9
YoY(%)	(8.9)	6.4	8.7	(9.0)	(3.8)	(0.3)	28.2	195.3	(3.6)	(1.1)	53.8
리니지	22.3	20.7	25.2	21.7	20.4	17.6	21.4	18.5	98.2	89.9	77.9
리니지 II	19.1	22.7	21.6	19.9	18.7	23.2	21.8	19.8	85.5	83.3	83.6
리니지 클래식					33.4	23.2	17.6	15.2			89.5
아이온	8.5	13.0	9.0	8.5	8.1	12.3	8.5	8.1	50.4	39.0	37.0
아이온 2 글로벌							30.0	171.0			201.0
기타	33.4	35.3	32.0	34.8	32.9	38.3	60.8	204.5	117.7	135.5	336.4
모바일	206.3	219.0	197.2	259.2	317.4	299.6	271.8	268.5	936.7	881.7	1,157.2
YoY(%)	(17.3)	0.3	(22.2)	20.2	53.8	36.8	37.8	3.6	(22.0)	(5.9)	31.3
리니지 M	112.7	121.1	105.3	103.5	107.1	115.1	100.1	98.3	492.8	442.7	420.5
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	39.2	36.0	45.6	44.8	37.2	182.6	172.2	163.6
리니지 W	53.1	47.6	43.4	41.7	42.5	38.1	36.6	34.4	244.3	185.9	151.6
아이온 2				73.8	93.3	84.0	75.6	84.0		73.8	336.8
기타	2.2	2.2	1.3	1.0	38.5	16.9	14.7	14.6	17.1	7.1	84.7
기타	70.7	71.7	75.1	65.8	80.4	95.4	112.9	104.6	289.7	283.2	393.3
YoY(%)	23.9	11.3	10.7	(34.5)	13.8	33.0	50.3	59.1	35.1	(2.2)	38.9
영업비용	355.1	367.3	367.5	407.1	393.1	398.7	436.9	455.0	1,687.3	1,497.0	1,683.8
YoY(%)	(4.6)	2.0	(11.7)	(24.5)	10.7	8.6	18.9	11.8	2.7	(11.3)	12.5
인건비	187.2	190.8	199.4	195.0	190.9	194.6	189.4	185.2	906.4	772.3	760.2
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	135.4	142.0	128.5	142.1	184.6	544.7	523.9	597.2
마케팅비	13.3	23.4	16.0	54.7	22.7	30.4	59.2	38.3	128.2	107.4	150.5
감가상각 & 무형자산상각비	25.1	24.7	21.4	22.0	21.4	21.0	22.0	22.7	108.1	93.3	87.1
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	2.9	84.8	87.7	60.3	169.0	(109.2)	15.7	401.7
YoY(%)	(79.7)	70.5	적전	흑전	1,523.4	481.5	적전	흑전	적전	흑전	2,461.1
영업이익률(%)	1.4	3.9	(2.1)	0.7	17.7	18.0	12.1	27.1	(6.9)	1.0	19.3
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	15.9	72.8	72.9	55.2	144.5	94.1	364.8	345.4
YoY(%)	(34.3)	적전	흑전	흑전	94.1	적전	흑전	흑전	(5.6)	28.8	(0.5)
당기순이익률(%)	10.4	(9.4)	96.5	3.9	15.2	15.0	11.1	23.2	6.0	24.1	16.6

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	1,512.7	2,085.5	2,281.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,512.7	2,085.5	2,281.6
판매비	1,642.5	1,687.3	1,497.0	1,683.8	1,797.1
영업이익	137.3	(109.2)	15.7	401.7	484.5
금융손익	91.1	116.5	62.9	51.6	73.7
종속/관계기업손익	4.1	4.4	(13.4)	(13.3)	(13.3)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	388.2	(8.2)	(8.2)
세전이익	206.2	120.9	453.5	431.8	536.8
법인세	(7.7)	26.8	88.7	86.4	107.4
계속사업이익	213.9	94.1	364.8	345.4	429.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.9	94.1	364.8	345.4	429.4
비배주주지분 손이익	1.8	(0.1)	(0.1)	0.7	0.8
지배주주순이익	212.1	94.2	364.9	344.8	428.6
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	409.2	345.3	429.3
NOPAT	142.4	(85.0)	12.6	321.4	387.6
EBITDA	249.2	(0.0)	107.9	473.9	543.4
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(4.14)	37.87	9.40
NOPAT증가율	(64.42)	적전	흑전	2,450.79	20.60
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	339.20	14.67
영업이익증가율	(75.44)	적전	흑전	2,458.60	20.61
(지배주주)순이익증가율	(51.32)	(55.59)	287.37	(5.51)	24.30
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	293.01	(5.10)	24.31
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	7.13	22.72	23.82
영업이익률	7.71	(6.92)	1.04	19.26	21.24
계속사업이익률	12.02	5.96	24.12	16.56	18.82

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	16,864	16,004	19,894
BPS	176,065	175,362	190,473	205,163	223,743
CFPS	13,017	3,975	5,344	20,922	24,003
EBITDAPS	11,349	(2)	4,986	21,998	25,222
SPS	81,071	71,883	69,910	96,802	105,906
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	11.95	13.93	11.21
PBR	1.37	1.04	1.06	1.09	1.00
PCR	18.48	46.06	37.71	10.66	9.29
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	24.36	5.15	3.74
PSR	2.97	2.55	2.88	2.30	2.11
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	11.23	9.59	10.84
ROA	4.80	2.26	8.81	7.44	8.45
ROIC	16.59	(8.65)	1.41	40.89	49.70
부채비율	35.07	29.06	25.83	31.19	25.32
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(49.90)	(59.24)	(63.37)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	1.59	43.29	52.22

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,295.4	2,937.7	3,291.5
금융자산	2,119.4	1,481.1	2,077.5	2,611.2	3,010.6
현금성자산	365.2	1,260.5	312.6	468.7	1,026.5
매출채권	132.7	130.3	130.5	198.6	170.0
재고자산	0.7	1.1	1.1	1.6	1.4
기타유동자산	84.0	176.0	86.3	126.3	109.5
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,036.6	1,994.8	1,923.2
투자자산	672.6	871.7	803.9	834.3	821.5
금융자산	647.7	821.5	753.6	757.8	756.1
유형자산	1,000.5	997.6	998.5	930.4	875.4
무형자산	96.1	103.9	103.8	99.7	95.8
기타비유동자산	287.8	192.2	130.4	130.4	130.5
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,332.0	4,932.5	5,214.7
유동부채	614.3	322.2	473.1	635.2	567.2
금융부채	279.9	45.8	175.8	199.8	189.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	297.3	435.4	377.4
비유동부채	526.5	568.2	416.1	537.3	486.4
금융부채	368.9	336.3	183.9	183.9	183.9
기타비유동부채	157.6	231.9	232.2	353.4	302.5
부채총계	1,140.8	890.4	889.2	1,172.5	1,053.6
지배주주지분	3,249.7	3,058.5	3,438.1	3,754.5	4,154.8
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)	(672.9)	(672.9)	(672.9)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(13.2)	(13.2)	(13.2)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,679.8	3,996.2	4,396.5
비지배주주지분	3.3	5.1	4.7	5.4	6.2
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,442.8	3,759.9	4,161.0
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,717.8)	(2,227.5)	(2,636.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	122.1	645.9	396.4
당기순이익	213.9	94.1	364.8	345.4	429.4
조정	21.6	56.2	(211.4)	81.6	58.9
감가상각비	111.9	109.2	92.2	72.2	58.8
외환거래손익	7.4	(3.8)	2.3	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	9.1	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	(315.0)	9.4	0.1
영업활동 자산부채변동	(95.6)	(43.3)	(31.3)	218.9	(91.9)
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	(1,024.1)	(417.3)	171.2
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	67.8	(30.4)	12.8
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(76.6)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(1,015.3)	(386.9)	158.4
재무활동 현금흐름	(115.5)	(522.9)	(72.2)	(4.3)	(38.4)
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	(22.4)	24.0	(10.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	(21.5)	0.0	0.0
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
현금의 증감	137.4	895.3	(938.6)	156.2	557.8
Unlevered CFO	285.8	87.3	115.6	450.7	517.1
Free Cash Flow	22.5	22.9	44.8	645.9	396.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.12	BUY	320,000		
25.11.12	BUY	300,000	-30.85%	-22.33%
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 2026년 1월 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 1월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 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	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 01월 09일