



BUY (유지)

목표주가(12M) 320,000원
현재주가(2.10) 203,500원

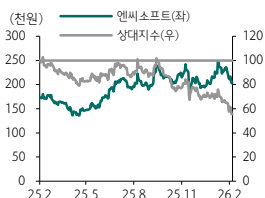
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,301.69
52주 최고/최저(원)	247,500/135,800
시가총액(십억원)	4,384.2
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	191.4
60일 평균 거래대금(십억원)	40.5
외국인지분율(%)	33.87
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.37
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,530.8	2,012.2
영업이익(십억원)	23.6	361.8
순이익(십억원)	362.7	332.6
EPS(원)	16,693	15,359
BPS(원)	175,120	190,263

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,158.8
영업이익	137.3	(109.2)	16.1	400.5
세전이익	206.2	120.9	461.4	455.5
순이익	212.1	94.2	346.7	363.7
EPS	9,663	4,291	16,022	16,883
증감률	(51.31)	(55.59)	273.39	5.37
PER	24.89	42.67	12.58	12.05
PBR	1.37	1.04	1.06	0.99
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	25.01	5.34
ROE	6.58	2.99	10.70	10.13
BPS	176,065	175,362	189,628	205,476
DPS	3,130	1,460	1,150	6,000



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 2월 11일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

아이온2 서프라이즈. 상반기 캐주얼 빅 딜 기대

4Q25 Re: 컨센서스 하회, 추정치 부합

엔씨소프트는 4분기 연결 기준 영업수익 4,042억원(-1.3%YoY, +12.3%QoQ), 영업이익 32억원(흑전YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스 하회, 추정치는 부합했다. 4분기 모바일 부문 매출액은 1,781억원(-17.4%YoY, -9.7%QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 [리니지 M/2M/W] 모두 -10.9%/-3.9%/-10.3% 역성장했다. 신규 서버 출시, 지역 확장 효과 축소 영향이다. [아이온2]의 매출액은 774억원이다. 영업매출은 941억원이나 멤버십 중심 매출 발생으로 일부 1분기로 이연됐다. 영업비용은 4,010억원(-25.6%YoY, +9.1%QoQ)을 기록했다. 인건비는 1,979억원(-15억원QoQ)이며 3분기와 마찬가지로 4분기에도 일회성 퇴직위로금 일부 반영됐다. 마케팅비는 529억원(-4.3%YoY, +230.7%QoQ)으로 크게 증가했다. [아이온2]향 마케팅 집행, 지스타 참가에 기인한다.

2026년은 아이온2가 합니다

엔씨소프트는 2026년 영업수익 2조 1,588억원(+43.3%YoY), 영업이익 4,005억원(+2,390.8%YoY, OPM 18.6%)을 기록할 전망이다. 주요 IP인 [아이온2]는 6,002억원으로, [리니지 클래식]은 808억원으로 추정한다. [아이온2]는 출시 이후 2월 9일까지 일매출 약 20억원을 기록 중이다. 1월 시즌2 업데이트로 출시 초기 대비 높은 매출을 확인했다는 점이 긍정적이며 매 시즌 업데이트를 통한 장기 IP로의 성장 가능성 증가했다. 글로벌 버전 출시 는 9월로 추정, 8월 [호라이즌 스틸 프론티어즈]와 함께 게임스컴 출품 예상한다. [리니지 클래식]은 2월 7일 사전 출시 이후 이틀만에 누적 IP 50만, 최대 동시 접속 18만명을 돌파했다. 내부 목표는 달성한 것으로 확인되며 신규 유저를 타겟하는 게임이 아니기에 다양한 반응이 상존할 수 있으나 기존 리니지IP 팬덤의 결집 효과로 실적 기여는 충분히 가능하다.

매수 접근 필요. 대규모 M&A 예상

엔씨소프트는 2월 7일 [리니지 클래식] 출시 이후 주가 하락으로 2026년 예상 P/E 12배 수준에서 거래 중이다. 게임 섹터 Top Pick 유지, 매수 접근 추천한다. 올해 실적 성장은 [아이온2]와 [리니지 클래식]으로도 충분하며 [아이온2] 글로벌, 모바일 캐주얼 M&A가 잠재적인 서프라이즈 요인으로 남아있다. 엔씨소프트는 이번 실적발표에서 2026년 매출액 가이던스 2조원~2.5조원에서 상단 달성, 2027년 캐주얼 장르 매출 비중 1/3이라는 목표를 제시했다. 또한 유럽 캐주얼 장르 스튜디오 M&A가 막바지 단계에 있음도 밝혔다. 최근 인수한 리후후의 연간 매출액 규모가 약 1,200억원임을 감안할 때 목표 달성을 위해서 연간 매출액 1조원에 가까운 캐주얼 스튜디오를 인수할 가능성 높다. 현재 가용 자산은 현금성자산 약 1조원, 자사주 9.9%(약 4,300억원)가 있다. 이를 활용한 M&A와 함께 상반기 1) 기존 라인업 지역 확장, 2) 신작 출시, 3) 모바일 캐주얼 본격화라는 성장 시나리오의 구체화 기대한다.

도표 1. 4Q25 Review

(단위: 십억원, %)

항목	4Q25P	4Q24	3Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	106.3	89.7	127.4	18.4	(16.6)	97.2	9.3	98.8	7.6
영업이익	4.7	7.2	26.5	(34.9)	(82.3)	10.0	(53.1)	10.1	(53.5)
당기순이익	1.9	(27.6)	25.0	흑전	(92.6)	8.5	(78.2)	6.5	(71.5)
영업이익률(%)	4.4	8.0	20.8			10.3		18.3	
당기순이익률(%)	1.7	(30.7)	19.7			8.7		12.4	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	478.1	530.5	522.4	627.9	1,578.1	1,506.9	2,158.8
YoY(%)	(9.5)	3.7	(10.4)	(1.3)	32.7	38.7	45.1	55.3	(11.3)	(4.5)	43.3
PC/콘솔	83.3	91.7	87.7	168.2	220.0	210.8	217.4	342.6	351.8	430.9	990.8
YoY(%)	(8.9)	6.4	8.7	80.0	164.1	129.8	147.8	103.7	(3.6)	22.5	129.9
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	20.1	17.6	21.4	21.3	98.2	93.2	80.4
리니지 II	19.1	22.7	21.6	22.9	18.1	21.6	20.5	21.7	85.5	86.3	82.0
리니지 클래식					17.8	29.0	17.6	16.3			80.8
아이온	8.5	13.0	9.0	5.3	8.1	12.3	8.5	5.1	50.4	35.8	34.0
아이온 2				77.4	126.0	100.8	90.7	81.6		77.4	399.2
아이온 2 글로벌				0.0	0.0	0.0	30.0	171.0			201.0
기타	33.4	35.3	32.0	37.5	29.9	29.4	28.6	25.6	117.7	138.3	113.5
모바일	206.3	219.0	197.2	178.1	200.1	257.7	218.6	201.9	936.7	800.5	878.2
YoY(%)	(17.3)	0.3	(22.2)	(17.4)	(3.0)	17.7	10.8	13.4	(22.0)	(14.5)	9.7
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	101.4	109.0	94.8	84.4	492.8	433.0	389.7
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	45.3	36.0	45.6	44.8	43.0	182.6	178.3	169.4
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	42.5	45.3	37.7	33.2	244.3	183.1	158.6
기타	2.2	2.2	1.3	0.0	20.2	57.9	41.3	41.2	17.1	6.1	160.5
기타	70.7	71.7	75.1	58.0	57.9	62.0	86.5	83.5	289.7	275.5	289.9
YoY(%)	23.9	11.3	10.7	(42.2)	(18.0)	(13.5)	15.1	43.9	35.1	(4.9)	5.2
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	386.6	416.7	470.8	484.3	1,687.3	1,490.8	1,758.3
YoY(%)	(4.6)	2.0	(11.7)	(25.6)	8.9	13.4	28.1	20.8	2.7	(11.6)	17.9
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	200.3	202.2	205.4	217.7	906.4	775.2	825.6
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	134.8	145.6	148.3	186.2	544.7	516.5	614.9
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	20.0	32.7	80.0	42.3	128.2	105.6	175.0
감가상각 & 무형자산상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	21.4	21.0	22.0	22.9	108.1	93.6	87.4
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	3.2	91.5	113.8	51.6	143.6	(109.2)	16.1	400.5
YoY(%)	(79.7)	70.5	적전	흑전	1652.6	654.5	흑전	4,323.4	적전	흑전	2,390.8
영업이익률(%)	1.4	3.9	(2.1)	0.8	19.1	21.4	9.9	22.9	(6.9)	1.1	18.6
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	80.3	96.3	50.8	137.0	94.1	347.4	364.4
YoY(%)	(34.3)	적전	흑전	흑전	114.0	흑전	흑전	흑전	(5.6)	26.9	0.5
당기순이익률(%)	10.4	(9.4)	96.5	(0.4)	16.8	18.2	9.7	21.8	6.0	23.1	16.9

주: 개주업 2개사 매출 모바일 기타로 분류

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,158.8	2,395.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,158.8	2,395.8
판매비	1,642.5	1,687.3	1,490.8	1,758.3	1,910.5
영업이익	137.3	(109.2)	16.1	400.5	485.3
금융손익	91.1	116.5	69.5	56.6	76.9
종속/관계기업손익	4.1	4.4	(23.3)	(13.3)	(13.3)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	399.1	11.7	11.7
세전이익	206.2	120.9	461.4	455.5	560.6
법인세	(7.7)	26.8	113.9	91.1	112.1
계속사업이익	213.9	94.1	347.4	364.4	448.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.9	94.1	347.4	364.4	448.5
비지배주주지분 손이익	1.8	(0.1)	0.8	0.7	0.9
지배주주순이익	212.1	94.2	346.7	363.7	447.6
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	391.8	364.3	448.3
NOPAT	142.4	(85.0)	12.1	320.4	388.2
EBITDA	249.2	(0.0)	108.3	472.7	544.1
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(4.51)	43.26	10.98
NOPAT증가율	(64.42)	적전	흑전	2,547.93	21.16
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	336.47	15.10
영업이익증가율	(75.44)	적전	흑전	2,387.58	21.17
(지배주주)순이익증가율	(51.32)	(55.59)	268.05	4.90	23.07
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	273.39	5.37	23.07
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	7.19	21.90	22.71
영업이익률	7.71	(6.92)	1.07	18.55	20.26
계속사업이익률	12.02	5.96	23.05	16.88	18.72

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	16,022	16,883	20,778
BPS	176,065	175,362	189,628	205,476	220,853
CFPS	13,017	3,975	5,402	22,026	25,198
EBITDAPS	11,349	(2)	5,004	21,942	25,255
SPS	81,071	71,883	69,644	100,205	111,204
DPS	3,130	1,460	1,150	6,000	6,500
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	12.58	12.05	9.79
PBR	1.37	1.04	1.06	0.99	0.92
PCR	18.48	46.06	37.30	9.24	8.08
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	25.01	5.34	3.98
PSR	2.97	2.55	2.89	2.03	1.83
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	10.70	10.13	11.40
ROA	4.80	2.26	8.39	7.86	8.85
ROIC	16.59	(8.65)	1.35	40.75	50.07
부채비율	35.07	29.06	25.74	31.26	26.24
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(47.83)	(56.96)	(61.10)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	3.62	(32.58)	(39.47)

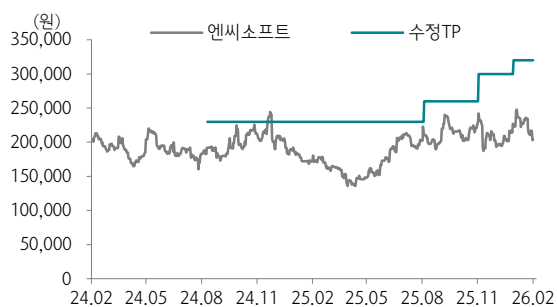
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,271.3	2,949.9	3,249.9
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,997.5	2,530.1	2,880.3
현금성자산	365.2	1,260.5	417.6	748.6	1,247.3
매출채권	132.7	130.3	187.5	291.2	255.5
재고자산	0.7	1.1	1.0	1.6	1.4
기타유동자산	84.0	176.0	85.3	127.0	112.7
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,035.8	1,995.4	1,925.6
투자자산	672.6	871.7	803.1	834.9	823.9
금융자산	647.7	821.5	753.5	757.9	756.4
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	4,307.1	4,945.3	5,175.5
유동부채	614.3	322.2	468.8	638.2	579.9
금융부채	279.9	45.8	175.2	200.2	191.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	293.6	438.0	388.3
비유동부채	526.5	568.2	412.8	539.5	495.9
금융부채	368.9	336.3	183.9	183.9	183.9
기타비유동부채	157.6	231.9	228.9	355.6	312.0
부채총계	1,140.8	890.4	881.6	1,177.7	1,075.8
지배주주지분	3,249.7	3,058.5	3,419.9	3,761.3	4,092.6
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)	(672.9)	(672.9)	(672.9)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(13.2)	(13.2)	(13.2)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,661.6	4,003.0	4,334.3
비지배주주지분	3.3	5.1	5.6	6.3	7.1
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,425.5	3,767.6	4,099.7
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,638.4)	(2,145.9)	(2,504.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	91.9	674.8	428.6
당기순이익	213.9	94.1	347.4	364.4	448.5
조정	21.6	56.2	(218.3)	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)	(321.9)	9.4	0.1
영업활동 자산부채변동	(95.6)	(43.3)	(37.2)	228.8	(78.8)
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	(1,301.5)	(242.8)	159.4
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	68.6	(31.8)	11.0
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(76.6)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(1,293.5)	(211.0)	148.4
재무활동 현금흐름	(115.5)	(522.9)	(72.8)	2.7	(125.0)
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	(23.0)	25.0	(8.6)
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)	(22.3)	(116.4)
현금의 증감	137.4	895.3	(833.5)	331.0	498.7
Unlevered CFO	285.8	87.3	116.9	474.5	542.9
Free Cash Flow	22.5	22.9	14.6	674.8	428.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자 의견	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%
23.7.10	BUY	350,000	-37.64%	-15.86%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 11일 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 2월 11일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 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	97.21%	2.79%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 08일