

인터넷게임

엔씨소프트 036570

기대에 부합한 아이온2 성과와 반영될 매출변동비율 감소

Jan 19 2026

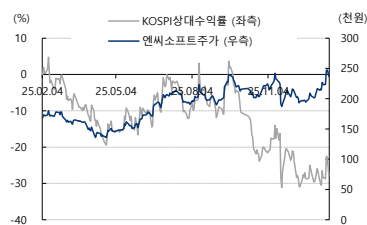
Trading Buy 유지

TP 270,000 원 유지

Company Data

현재가(01/16)	236,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	247,500 원
52 주 최저가(보통주)	135,800 원
KOSPI (01/16)	4840.74p
KOSDAQ (01/16)	954.59p
자본금	110 억원
시가총액	50,952 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.7 만주
평균거래대금(60 일)	326 억원
외국인지분(보통주)	34.61%
주요주주	
김택진 외 14 인	12.37%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.5	11.6	28.8
상대주가	-0.4	-26.6	-32.7

4Q25 preview: 아이온2 매출 일부 이연으로 컨센 하회 예상

4Q25 매출은 4,225억원(YoY +3.2%, QoQ +17.4%), 영업이익은 44억원(YoY, QoQ 흑자 전환)으로 시장 예상치(매출 4,324억원, 이익 131억원) 하회 예상. 아이온2는 결제액 기준 출시 후 46일간 1,000억원을 달성하며 당사 및 시장 추정치에 부합하는 초기 성과를 보이고 있으나, 멤버십 및 일부 결제 매출의 1Q26 이연으로 720억원을 기록했을 것으로 추정. 모바일 게임 매출은 리니지M(QoQ -5.7%, YoY -18.4%) 및 리니지 W(QoQ flat, YoY -11.6%)의 매출 하향 이루어지는 가운데 리니지 2M(QoQ -4.0%, YoY +9.7%)의 2Q25 동남아 지역 확장 효과 제거되며 1,893억원(QoQ -4.0%, YoY -12.2%) 기록 추정.

영업비용 중 마케팅비는 아이온2 런칭 마케팅 및 라이브서비스 게임 시즌 업데이트 반영으로 528억원(QoQ +230.3%, YoY -4.4%), 인건비는 3Q25 반영된 퇴직위로금 제거 효과를 아이온2 런칭 인센티브 지급 영향이 상쇄하며 1,982억원(QoQ flat, YoY -37.0%) 집행 전망. 매출변동비 및 기타는 매출 증가에도 아이온2 및 리니지 M, 2M, W에 대한 PC 자체 결제 도입 영향 일부 반영되며 1,307억원(QoQ +11.4%, YoY +1.6%) 기록 예상.

투자의견 Trading Buy & 목표주가 270,000원 유지

투자의견 Trading Buy 및 목표주가 270,000원 유지. 최대 기대 신작 아이온2는 초기 DAU 150만, 출시 후 매출액 7일간 250억원, 46일간 1,000억원을 기록하며 시장 기대치를 충족한 것으로 판단. P2W 요소를 제거하고 트래픽 위주의 BM을 유지하고 있으며, 라이브 방송 등 유저와의 빈도 높은 소통을 지속하고 있어 26년 4,246억원의 매출(3Q26 글로벌 버전 출시 가정)을 기록할 것으로 예상. 또 26년 2월 11일 런칭 예정인 리니지 클래식 2 차례의 사전 캐릭터 생성에서 좋은 반응을 보이고 있어, 리니지 클래식 및 기존 모바일 라인업의 지역확장(1H26 리니지 W 동남아시아, 리니지 2M 중국)이 모멘텀 공백을 일부 해소할 것으로 예상. MMORPG 외 장르 게임(리미트 제로 브레이커스, 타임 테이커스, 신더시티)의 성공 가능성 및 출시 시기 지연에 대한 가능성은 여전히 존재. 한편 4Q25부터 시작된 PC 자체 런치 도입 확대는 26년 매출변동비율의 감소(25년 35%→26년 30.9%)로 이어질 것으로 예상. 실제로 PC MMORPG 아이온2는 약 80%, 모바일 라인업(리니지 M, 2M, W)는 30~40%의 PC 결제 비율을 보이고 있는 것으로 추정. 26년은 이전 2년간 이루어진 인력 감축에 따른 고정비 감소와 변동비율의 감소, 신작 성과로 이익 정상화 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,525	2,022	2,483
YoY(%)	-30.8	-11.3	-3.4	32.6	22.8
영업이익(십억원)	137	-109	17	399	565
OP 마진(%)	7.7	-6.9	1.1	19.7	22.8
순이익(십억원)	214	94	387	363	492
EPS(원)	9,663	4,291	17,962	16,865	22,842
YoY(%)	-51.3	-55.6	318.5	-6.1	35.4
PER(배)	24.9	42.7	11.2	14.0	10.4
PCR(배)	18.6	46.0	9.3	10.6	7.6
PBR(배)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	15.1	N/A	26.5	6.8	4.4
ROE(%)	6.6	3.0	12.0	10.1	12.4


[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	422.5	1,779.8	1,578.1	1,525.2	2,022.0
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	3.2%	-30.8%	-11.3%	-3.4%	32.6%
게임매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	340.1	313.3	381.3	1,635.4	1,396.1	1,350.1	1,859.1
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	99.4	489.9	492.8	438.5	431.4
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	45.3	242.9	182.6	178.3	157.6
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	43.4	403.9	244.3	187.5	187.5
B&S 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	1.3	1.4	27.5	17.1	7.5	4.9
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	23.7	102.0	98.2	91.9	82.2
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	22.2	85.6	85.5	85.6	87.7
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	9.0	8.1	71.5	50.4	38.6	31.4
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	19.5	13.6	13.2	25.3	25.1	60.5	48.9
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	18.4	19.6	79.4	92.6	73.1	74.8
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	72.0	-	-	72.0	424.6
리니지 클래식	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.2
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41.8
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
신더시티	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6
기존 IP 스킴오프 2종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.0
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	29.5	28.3	33.2	107.4	107.7	116.7	117.7
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	41.2	144.5	182.0	175.1	163.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	418.1	1,642.5	1,687.3	1,508.0	1,622.6
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	198.2	822.9	906.4	775.6	734.1
매출변동비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	130.7	145.6	622.8	544.7	534.1	624.6
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	52.8	85.0	128.2	105.5	176.8
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	21.5	111.9	108.1	92.8	87.1
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	15.1	7.5	4.4	137.3	109.2	17.2	399.5
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	2219.7%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	1.0%	7.7%	-6.9%	1.1%	19.8%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	36.0	34.7	37.8	213.9	94.1	386.7	363.3
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	8.9%	12.0%	6.0%	25.4%	18.0%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2025-11-19	아이온2 (한국/대만)	MMORPG	한국/대만	PC/모바일	자체
2025-12-03	길드워 리포지드	MMORPG	글로벌	PC	자체
2026-02-11	리니지 클래식	MMORPG	한국/대만	PC	자체
1Q26	리미트 레오 브레이크스	액션메이커 RPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱 (빅게임스튜디오 개발)
2Q26	타임 테이커스	타임 서바이벌 히어로 슈팅	글로벌	PC	퍼블리싱
1H26	리니지 W	MMORPG	동남아시아	PC/모바일	자체
	리니지 2M	MMORPG	중국	PC/모바일	자체
3Q26	신더시티	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2H26	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 2종	-	-	-	자체
	아이온2 (글로벌)	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체
	리니지 M	MMORPG	중국	PC/모바일	자체
1H27	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,525	2,022	2,483
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,525	2,022	2,483
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,508	1,623	1,919
영업이익	137	-109	17	399	565
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	19.8	22.7
EBITDA	249	0	105	470	621
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	6.9	23.2	25.0
영업외손익	69	230	460	66	66
관계기업손익	4	4	-10	-10	-10
금융수익	120	157	120	120	120
금융비용	-29	-40	-55	-55	-55
기타	-26	109	405	11	11
법인세비용차감전순이익	206	121	478	466	631
법인세비용	-8	27	91	102	139
계속사업순이익	214	94	387	363	492
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	387	363	492
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	25.4	18.0	19.8
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	94	387	363	492
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	25.4	18.0	19.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄순이익	191	48	370	346	475
비지배지분포괄이익	2	0	1	1	1
지배지분포괄이익	189	48	369	345	474

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	321	234	352
당기순이익	214	94	387	363	492
비현금항목의 가감	72	-7	-19	-42	-42
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
자본법평가손익	-1	2	10	10	10
기타	-45	-111	-33	-38	-25
자산부채의 증감	-96	-43	-59	-104	-101
기타현금흐름	-50	63	12	17	3
투자활동 현금흐름	113	1,294	150	21	1
투자자산	345	327	-20	-20	-20
유형자산	-117	-84	0	0	0
기타	-114	1,051	170	41	21
재무활동 현금흐름	-177	-523	-62	-62	-62
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	10	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	-44	-44	-44
현금의 증감	80	895	564	354	457
기초 현금	286	365	1,260	1,824	2,178
기말 현금	365	1,260	1,824	2,178	2,635
NOPLAT	142	-85	14	312	440
FCF	41	-103	43	277	395

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,193	2,562	3,051
현금및현금성자산	365	1,260	1,824	2,178	2,635
매출채권 및 기타채권	172	167	160	199	235
재고자산	1	1	1	1	2
기타유동자산	1,799	360	207	183	180
비유동자산	2,057	2,165	2,108	2,067	2,040
유형자산	1,001	998	913	846	793
관계기업투자금	25	50	79	108	136
기타금융자산	648	822	822	822	822
기타비유동자산	384	296	294	292	290
자산총계	4,394	3,954	4,300	4,629	5,091
유동부채	614	322	329	337	346
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	240	0	0	0	0
기타유동부채	159	126	133	140	149
비유동부채	526	568	549	534	523
차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	180	190	200
기타비유동부채	357	398	369	344	323
부채총계	1,141	890	878	870	868
지배지분	3,250	3,058	3,417	3,752	4,216
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,833	4,168	4,631
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배지분	3	5	6	6	7
자본총계	3,253	3,064	3,423	3,758	4,223
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

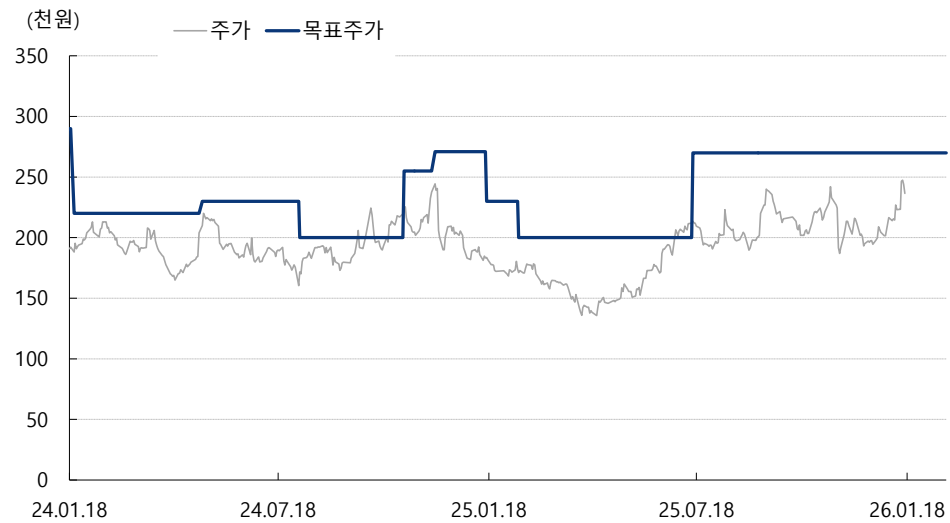
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	17,962	16,865	22,842
PER	24.9	42.7	11.2	14.0	10.4
BPS	148,023	139,312	158,601	174,151	195,678
PBR	1.6	1.3	1.3	1.4	1.2
EBITDAPS	11,349	-2	4,856	21,796	28,819
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	26.5	6.8	4.4
SPS	81,071	71,883	70,795	93,856	115,258
PSR	3.0	2.5	2.8	2.5	2.1
CFPS	1,880	-4,708	1,979	12,868	18,343
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-3.4	32.6	22.8
영업이익 증가율	-75.4	적 전	흑 전	2,219.7	41.3
순이익 증가율	-50.9	-56.0	311.0	-6.1	35.4
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	1.3	30.5	44.2
ROA	4.8	2.3	9.4	8.1	10.1
ROE	6.6	3.0	12.0	10.1	12.4
안정성					
부채비율	35.1	29.1	25.6	23.2	20.6
순차입금비율	13.9	8.5	7.4	6.6	5.8
이자보상배율	9.4	-10.6	1.6	36.7	50.4

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)	2024.11.05	Trading Buy	255,000	(18.59)	(7.37)
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)	2024.12.03	Trading Buy	271,000	(35.39)	(10.84)
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)	2025.01.16	Trading Buy	230,000	(31.43)	(25.27)
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)	2025.02.13	Trading Buy	200,000	(28.05)	(12.11)
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)	2025.05.15	Trading Buy	200,000	(10.86)	5.66
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)	2025.07.15	Trading Buy	270,000	(33.95)	(21.08)
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)	2025.08.13	Trading Buy	270,000	(28.12)	(12.50)
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)	2025.10.21	Trading Buy	270,000	(24.64)	(17.65)
2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)	2025.11.12	Trading Buy	270,000	(27.49)	(9.09)
2024.05.13	Trading Buy	230,000	(20.56)	(4.55)	2026.01.19	Trading Buy	270,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하