

인터넷게임

엔씨소프트 036570

캐주얼 게임 시장 도전 본격화, 공격적 가이드نس 제시

Feb 11 2026

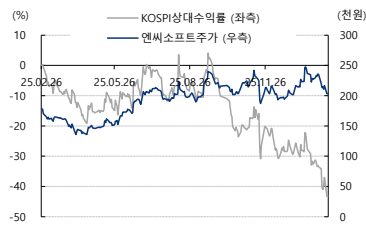
Trading Buy 유지

TP 270,000 원 유지

Company Data

현재가(02/10)	203,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	247,500 원
52 주 최저가(보통주)	135,800 원
KOSPI (02/10)	5,301.69p
KOSDAQ (02/10)	1,115.20p
자본금	110 억원
시가총액	43,842 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	17.8 만주
평균거래대금(60 일)	399 억원
외국인지분(보통주)	33.98%
주요주주	
김택진 외 14 인	12.37%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	0.7	17.4
상대주가	-21.1	-39.0	-44.2

4Q25 preview: 아이온2 매출 일부 이연으로 컨센서스 하회

4Q25 매출은 4,042억원(YoY -1.3%, QoQ +12.3%), 영업이익은 32억원(YoY, QoQ 흑자 전환)으로 시장 예상치(매출 4,271억원, 이익 99억원) 하회. 아이온2는 영업매출 기준 941억원 기록하며 당사 및 시장 추정치에 부합하는 초기 성과를 보였으나, 멤버십 및 일부 결제 매출의 1Q26 이연으로 774억원 기록. 모바일 게임 매출은 리니지M(QoQ -10.9%, YoY -23.0%), 리니지 W(QoQ -10.3%, YoY -20.7%), 리니지 2M(QoQ -3.9%, YoY +9.8%)의 매출 하향으로 1,781억원(QoQ -9.1%, YoY -16.1%) 기록.

영업비용 중 마케팅비는 아이온2 런칭 마케팅 및 게임쇼 참가로 529억원(QoQ +230.7%, YoY -4.3%), 인건비는 3Q25 반영된 일회성 퇴직위로금 축소 효과를 아이온2 런칭 인센티브 지급 영향이 상쇄하며 1,978억원(QoQ -0.8%, YoY -37.0%) 집행. 매출변동비 및 기타는 아이온2 및 리니지 M, 2M, W에 대한 PC 자체결제 도입 영향 일부 반영되며 1,279억원(QoQ -2.1%, YoY -10.7%) 기록. 이는 매출 대비 35.4%로, YoY -7.3%p.

투자의견 Trading Buy & 목표주가 270,000원 유지

투자의견 Trading Buy 및 목표주가 270,000원 유지. 일부 신작 예상 출시 시기 조정 영향을 1Q26부터 반영되는 캐주얼 게임사(리후후, 스프링컴즈)의 매출(1,727억원) 및 영업이익(367억원) 기여분 반영이 상쇄하며 지배순이익 변동치는 소폭에 그쳐 목표주가 유지.

동사는 25년 인건비 및 매출변동비, 광고선전비 감축을 통해 연간 이익 턴어라운드를 달성했으며, 26년에는 1) MMORPG, 2) 신규 장르(서브컬처, 슈팅 등) IP 런칭, 3) 모바일 캐주얼 3개의 성장 동력을 통해 매출 가이드نس(2~2.5조원) 상단 달성을 목표할 것임을 제시. 1) MMORPG에 있어서 아이온2는 25년 11월 9일~12월 31일 약 941억원의 영업 매출을, 26년 1월 1일~2월 10일 약 700억원을 달성한 것으로 파악. 유저 리텐션이 고무적인 상황으로 26년 총 4,282억원의 매출 기여 전망(3Q26 글로벌 확장 가정). 2) 신규 장르 IP(신디시티, Breakers, Time Takers)의 경우 26년 3월과 2Q26 글로벌 CBT가 예정되어 총 1,152억원 기여 추정. 3) 캐주얼 게임의 경우 1Q26부터 연결 편입되는 리후후 및 스프링컴즈가 26년 1,727억원의 매출 기여 예상되며, 연내 유럽 지역 추가 M&A와 2H26 외부작 퍼블리싱 가능성을 시사해 현실화시 매출 및 이익 추정치 상향 가능. ([도표 2])

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12P	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,507	2,155	2,711
YoY(%)	-30.8	-11.3	-4.5	43.0	25.8
영업이익(십억원)	137	-109	16	395	587
OP 마진(%)	7.7	-6.9	1.1	18.3	21.7
순이익(십억원)	214	94	347	356	507
EPS(원)	9,663	4,291	16,090	16,538	23,513
YoY(%)	-51.3	-55.6	274.9	2.8	42.2
PER(배)	24.9	42.7	12.5	12.3	8.7
PCR(배)	18.6	46.0	9.3	10.7	7.2
PBR(배)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	15.1	-75,002.9	27.2	5.5	3.2
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	10.1	12.8



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovst.com

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2023	2024	2025P	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	404.2	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,154.9
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	-1.3%	-30.8%	-11.3%	-4.5%	43.0%
게임매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	340.1	313.3	361.8	1,635.4	1,396.1	1,330.5	1,992.0
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	93.8	489.9	492.8	433.0	407.1
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	38.9	403.9	244.3	183.1	170.1
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	19.5	13.6	8.6	25.3	25.1	55.9	31.9
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	25.0	102.0	98.2	93.2	87.9
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	22.9	85.6	85.5	86.3	90.7
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	9.0	5.3	71.5	50.4	35.8	19.3
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	18.4	28.9	79.4	92.6	82.4	115.9
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	77.4	-	-	77.4	428.2
리니지 클래식	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	47.8
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32.5
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31.1
신더시티	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6
기존 IP 스펠오프 2종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.0
캐주얼(리후후+스프링컴즈)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	172.7
기타	29.9	30.3	34.2	30.4	28.3	31.7	29.6	15.6	134.9	124.7	105.2	124.8
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	42.4	144.5	182.0	176.4	163.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	401.0	1,642.5	1,687.3	1,490.8	1,760.3
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	197.9	822.9	906.4	775.2	734.1
매출변동비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	130.7	127.9	622.8	544.7	516.5	621.2
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	52.9	85.0	128.2	105.6	159.4
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	22.3	111.9	108.1	93.6	109.6
캐주얼(리후후+스프링컴즈) 비용	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	136.0
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	15.1	7.5	3.2	137.3	109.2	16.1	394.6
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	2354.5%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	7.7%	-6.9%	1.1%	18.3%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	36.0	347.4	1.5	213.9	94.1	347.4	356.3
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	-0.4%	12.0%	6.0%	23.1%	16.5%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 가이드نس 및 구분별 교보증권 추정치

구분	교보증권 추정치	엔씨소프트 26F 매출 가이드نس
1) 기존 IP(스핀오프 및 지역 확장 포함)	1.44조원	1.4~1.5조원
2) 신규 IP		
아이온2	4,282억원	0.5~1조원
신규 장르 3종	1,152억원	
캐주얼게임	1,727억원 (리후후 + 스프링컴즈)	
합계	2.15조원	2~2.5조원 (상단 달성 목표)

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,155	2,711
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,155	2,711
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,491	1,760	2,124
영업이익	137	-109	16	395	587
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	18.3	21.7
EBITDA	249	0	103	465	644
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	6.9	21.6	23.7
영업외손익	69	230	445	62	62
관계기업손익	4	4	-24	-13	-13
금융수익	120	157	116	116	116
금융비용	-29	-40	-47	-47	-47
기타	-26	109	400	6	6
법인세비용차감전순이익	206	121	461	457	649
법인세비용	-8	27	114	100	143
계속사업순이익	214	94	347	356	507
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	347	356	507
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	23.1	16.5	18.7
비지배지분순이익	2	0	1	0	0
지배지분순이익	212	94	347	356	507
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	23.0	16.5	18.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄순이익	191	48	330	339	489
비지배지분포괄이익	2	0	1	1	1
지배지분포괄이익	189	48	329	338	488

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	296	217	361
당기순이익	214	94	347	356	507
비현금항목의 가감	72	-7	20	-38	-32
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
자본법평가손익	-1	2	24	13	13
기타	-45	-111	-8	-37	-18
자산부채의 증감	-96	-43	-57	-117	-109
기타현금흐름	-50	63	-14	16	-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	525	334	463
기초 현금	286	365	1,260	1,785	2,119
기말 현금	365	1,260	1,785	2,119	2,583
NOPLAT	142	-85	12	308	458
FCF	41	-103	42	261	405

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,152	2,514	3,018
현금및현금성자산	365	1,260	1,785	2,119	2,583
매출채권 및 기타채권	172	167	159	210	254
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	4,260	4,581	5,058
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	3,377	3,705	4,183
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,792	4,120	4,598
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배지분	3	5	6	6	7
자본총계	3,253	3,064	3,382	3,711	4,190
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

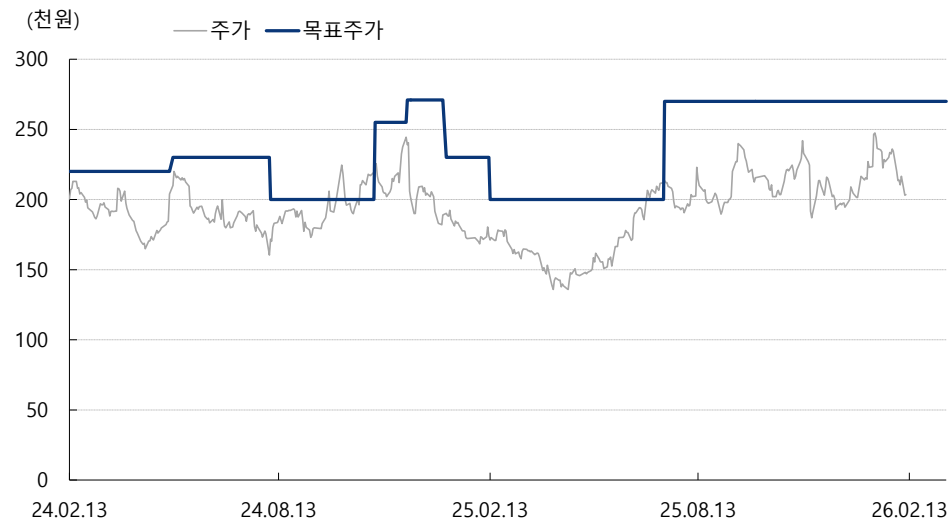
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	16,090	16,538	23,513
PER	24.9	42.7	12.5	12.3	8.7
BPS	148,023	139,312	156,729	171,953	194,151
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.0
EBITDAPS	11,349	-2	4,803	21,572	29,874
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	27.2	5.5	3.2
SPS	81,071	71,883	69,946	100,024	125,831
PSR	3.0	2.5	2.9	2.0	1.6
CFPS	1,880	-4,708	1,965	12,109	18,800
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-4.5	43.0	25.8
영업이익 증가율	-75.4	적 전	흑 전	2,354.5	48.8
순이익 증가율	-50.9	-56.0	269.1	2.6	42.2
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	1.1	30.0	45.3
ROA	4.8	2.3	8.4	8.1	10.5
ROE	6.6	3.0	10.8	10.1	12.8
안정성					
부채비율	35.1	29.1	25.9	23.5	20.7
순차입금비율	13.9	8.5	7.5	6.7	5.9
이자보상배율	9.4	-10.6	1.5	36.2	52.5

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
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	(17.60)	(12.59)
2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91	2026.02.11	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 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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