

엔씨소프트 (036570)

3분기 적자가 눈에 안들어오는 이유

투자의견

BUY(유지)

목표주가

280,000 원(유지)

현재주가

210,500 원(10/16)

시가총액

4,535(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 3,655억원(-9%yoy), 영업적자 105억원(적자지속yoy)으로 컨센서스(-68억원) 하회 전망
- PC/모바일 게임 전반의 매출이 대형 업데이트 부재로 2분기 대비 소폭 감소할 것으로 예상됨. 그 중 PC에서는 길드워가 확장팩 사전판매 효과가 예상되고, 전분기 동남아지역 출시된 리니지2M 매출도 3분기 온기 반영된 효과가 나타나며 qoq 증가할 전망. 영업비용에서는 전년도부터 진행된 인력 구조조정이 하반기에도 추가적으로 진행돼 일회성 비용이 인건비에 반영될 예정
- 아이온2의 출시일이 11월 19일로 확정됨. BM도 일부 공개됐는데 P2W 중심의 과금 방식 보다는 스킨(외형변화) 중심의 과금과 멤버십 및 배틀패스(각각 19,700원, 29,800원) 과금이 주를 이룰 것이라 발표함. 높은 ARPU 보다 높은 트래픽을 통해 중장기적으로 안정적인 매출 구조를 가져가는 전략으로 판단됨
- 전일(16일) 아이온2 서버 및 캐릭터 이름 선점 이벤트가 진행됐는데, 1차에서는 2분만에 조기 마감되는 등 유저 기대감을 드러냄. 과거와 비교해 국내 MMORPG 시장이 축소되었다고는 하나, 여전히 모바일 순위 상위권에 MMO 장르가 분포해 있으며 특히 아이온IP에 대한 올드 유저들의 수요는 유의미할 것이라 판단함
- 동사는 11월 지스타2025 메인 스폰서로 참가하며, 여기서 아이온2 외에도 내년도 신작 라인업(브레이커스, 타임테이커스, 신더시티 등)도 가시화할 것으로 예상됨. 아이온2 초기 흥행에 성공할 경우, 내년도 신작에 대한 기대감 또한 갯출 수 있을 전망

주가(원, 10/16)	210,500
시가총액(십억원)	4,535

발행주식수	21,544천주
52주 최고가	248,000원
최저가	134,600원
52주 일간 Beta	1.12
60일 일평균거래대금	185억원
외국인 지분율	32.9%
배당수익률(2025F)	0.7%

주주구성	
김택진 (외 16인)	12.4%
자사주 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-15.9	-0.4	-33.2
절대기준	-7.3	52.8	10.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	280,000	280,000	-
영업이익(25)	24	31	▼
영업이익(26)	335	335	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,780	1,578	1,540	2,057
영업이익	137	-109	24	335
세전손익	206	121	407	427
당기순이익	214	94	316	329
EPS(원)	9,663	4,291	14,726	15,267
증감률(%)	-51.3	-55.6	243.1	3.7
PER(배)	24.9	49.1	14.3	13.8
ROE(%)	6.6	3.0	9.8	9.3
PBR(배)	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	17.6	na	25.2	6.7

자료: 유진투자증권

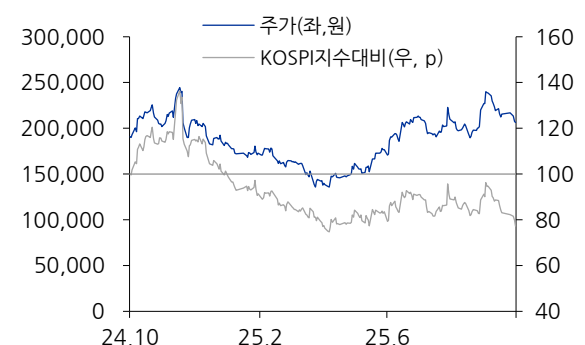


도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	360.3	382.4	365.5	431.8	506.3	542.1	523.8	485.3	1,539.9	2,057.4
(%yoy)	-9.5%	3.7%	-9.1%	5.5%	40.5%	41.8%	43.3%	12.4%	-2.4%	6.5%
PC 게임	83.3	91.7	87.7	76.0	80.8	89.0	96.5	91.2	338.8	357.5
모바일게임	206.3	219.0	209.8	289.8	354.8	375.7	350.3	323.0	924.8	1,403.8
리니지 M	112.7	121.1	110.4	115.0	112.7	116.3	106.0	110.4	459.2	445.4
리니지 2M	37.9	48.0	55.2	36.8	37.9	44.1	50.8	33.9	177.9	166.7
리니지 W	53.1	47.6	41.4	38.6	53.1	45.7	39.7	37.1	180.8	175.7
기타	25.7	29.5	28.0	25.0	25.7	29.5	25.0	25.0	108.2	105.2
로열티	45.0	42.3	40.0	41.0	45.0	48.0	52.0	46.0	168.2	191.0
영업비용	355.1	367.3	376.0	418.0	427.5	440.2	436.8	417.7	1,516.4	1,722.3
(%yoy)	-4.6%	2.0%	-9.7%	-22.4%	20.4%	19.8%	16.2%	-0.1%	-10.1%	13.6%
영업이익	5.2	15.1	-10.5	13.8	78.7	101.9	86.9	67.6	23.6	335.2
(%yoy)	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	1408.6%	576.1%	흑자전환	389.6%	흑자전환	1321.6%
OPM(%)	1.4%	3.9%	-2.9%	3.2%	15.6%	18.8%	16.6%	13.9%	1.5%	16.3%
영업외손익	26.0	-48.4	381.5	24.2	23.0	23.0	23.0	23.0	383.4	92.0
세전이익	31.3	-33.3	371.0	38.0	101.7	124.9	109.9	90.6	406.9	427.2
지배순이익	37.8	-35.4	285.7	29.3	78.3	96.2	84.6	69.7	317.3	328.9
(%yoy)	-34.0%	적자전환	흑자전환	흑자전환	107.5%	흑자전환	-70.4%	138.3%	236.7%	3.7%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,539.9	2,057.4
영업이익	137.3	-109.2	23.6	335.2
세전이익	203.5	120.9	406.9	427.2
지배순이익	212.1	94.2	317.3	328.9
EPS(원)	9,663	4,291	14,726	15,267
PER(배)	24.9	49.1	14.3	13.8
OPM(%)	7.7%	-6.9%	1.5%	16.3%
NPM(%)	11.9%	6.0%	20.6%	16.0%

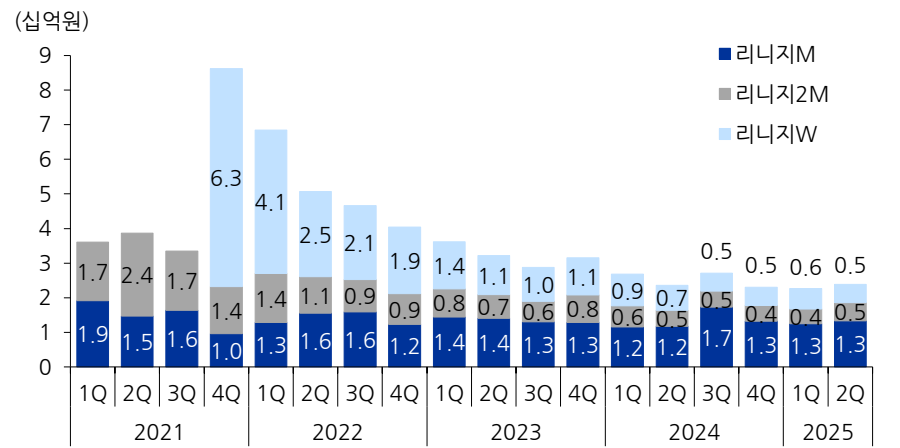
자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,540	2,057	1,540	2,057	0.0%	0.0%
영업이익	24	335	31	335	-22.6%	0.0%
세전이익	407	427	54	427	653.7%	0.0%
지배순이익	317	329	46	329	589.1%	0.0%
% of Sales						
영업이익	1.6%	16.3%	2.0%	16.3%		
세전이익	26.4%	20.8%	3.5%	20.8%		
지배순이익	20.6%	16.0%	3.0%	16.0%		

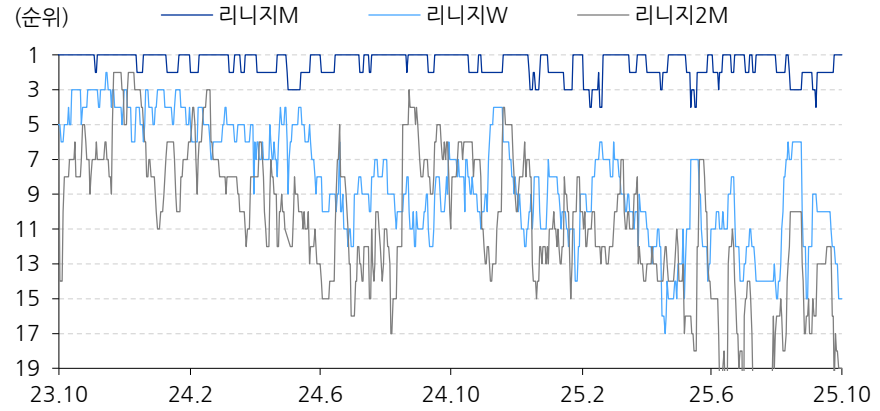
자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 분기별 일매출 추이



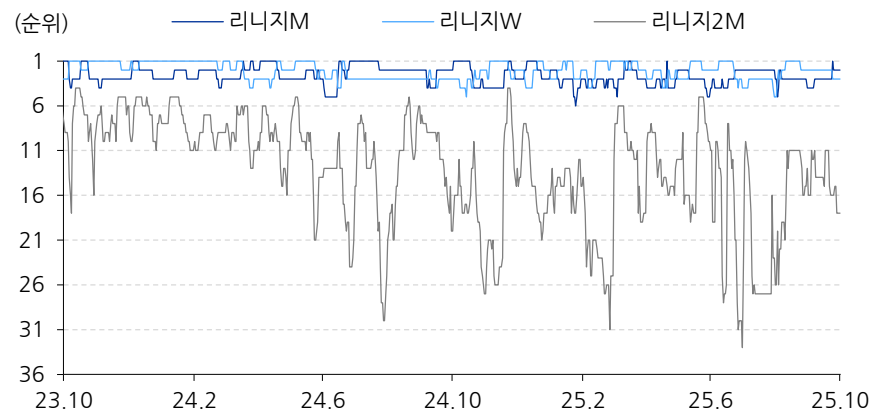
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 국내 일매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 6. 주요 모바일 게임 대만 일매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 7. 아이온 2 선점 이벤트 조기마감



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 8. 아이온 2 선점 이벤트 조기마감



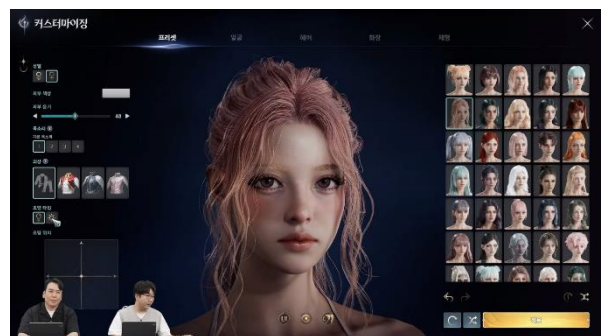
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 9. 아이온투나잇(8/8) 콘텐츠 소개



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 10. 아이온 2 캐릭터 커스터마이징



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 11. 아이온 2 인게임 플레이(1)



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 12. 아이온 2 인게임 플레이(2)



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 13. 타임 테이커스(2Q26 출시예정)



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 14. 타임 테이커스 트레일러



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 15. 신더시티(3Q26 출시예정)



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 16. 신더시티 트레일러



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 17. 엔씨소프트 신작 출시 일정

출시	게임	장르	플랫폼	자체개발/ 퍼블리싱	비고
4/3	블레이드&소울 2 (중국)	MMORPG	모바일/PC	자체개발	지역 확장
5/20	리니지 2M (동남아)	MMORPG	모바일/PC	자체개발	지역 확장
11/19	아이온 2	MMORPG	콘솔/PC/모바일	자체개발	한국·대만 선출시
1Q26	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 RPG	모바일/PC	퍼블리싱	빅게임스튜디오 개발
2Q26	타임 테이커즈	히어로 슈터 배틀로얄	콘솔/PC	퍼블리싱	미스틸게임즈 개발
3Q26	신더시티	오픈월드 루터 슈터	콘솔/PC	자체개발	-
2026년	기존 IP 기반 스핀오프 4종	-	-	자체개발	2026년 분기별 1종씩 출시
	리니지 지역 확장	-	-	-	1H26: L2M(중국), LW(동남아) 2H26: LM(중국)

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

주: 회색은 출시 완료된 게임

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,214	4,543
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,040	2,326
현금성자산	1,376	1,534	1,441	1,649	1,907
매출채권	219	172	167	209	235
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,173	2,217
투자자산	773	960	1,064	1,081	1,124
유형자산	930	1,001	998	990	992
기타	43	96	104	103	101
부채총계	1,239	1,141	890	819	851
유동부채	515	614	322	339	366
매입채무	292	215	196	210	236
유동성이자부채	35	280	46	48	48
기타	188	119	80	81	82
비유동부채	724	526	568	480	485
비유동이자부채	593	369	336	323	323
기타	130	158	232	157	162
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,395	3,692
지배지분	3,196	3,250	3,058	3,387	3,684
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,629	3,926
기타	(658)	(667)	(860)	(686)	(686)
비지배지분	2	3	5	8	8
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,395	3,692
총차입금	629	649	382	371	371
순차입금	(748)	(885)	(1,059)	(1,278)	(1,536)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	736	140	107	354	441
당기순이익	436	214	94	316	329
자산상각비	106	112	109	106	111
기타비현금성손익	253	(40)	(116)	(53)	(75)
운전자본증감	50	(96)	(43)	(88)	(1)
매출채권감소(증가)	101	42	20	(31)	(26)
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	17	26
기타	(57)	(139)	(63)	(73)	(1)
투자현금	(392)	113	1,294	(303)	(168)
단기투자자산감소	(156)	261	1,339	(211)	(16)
장기투자증권감소	20	5	(20)	(31)	(33)
설비투자	250	117	84	81	110
유형자산처분	0	1	1	1	0
무형자산처분	(3)	(41)	41	24	(1)
재무현금	(304)	(177)	(523)	(48)	(31)
차입금증가	(185)	(43)	(285)	(22)	0
자본증가	(119)	(136)	(239)	(29)	(31)
배당금지급	119	136	64	28	31
현금 증감	30	80	895	(8)	242
기초현금	256	286	365	1,260	1,253
기말현금	286	365	1,260	1,253	1,495
Gross Cash flow	795	286	87	421	443
Gross Investment	187	243	88	180	153
Free Cash Flow	609	42	(1)	241	289

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,540	2,057
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.3)	(2.4)	33.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,540	2,057
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,687	1,516	1,722
기타영업손익	4	(18)	3	(10)	14
영업이익	559	137	(109)	24	335
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	1,321.6
EBITDA	665	249	(0)	129	446
증가율(%)	41.8	(62.5)	적전	흑전	245.2
영업외손익	50	69	230	383	92
이자수익	52	87	85	54	47
이자비용	9	15	10	16	16
지분법손익	(8)	3	5	(4)	3
기타영업외손익	16	(7)	151	350	57
세전순이익	609	206	121	407	427
증가율(%)	24.0	(66.1)	(41.4)	236.6	5.0
법인세비용	173	(8)	27	90	98
당기순이익	436	214	94	316	329
증가율(%)	10.2	(50.9)	(56.0)	236.3	3.9
지배주주지분	436	212	94	317	329
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	236.7	3.7
비지배지분	0	2	(0)	(1)	0
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	14,726	15,267
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	243.1	3.7
수정EPS(원)	19,847	9,663	4,291	14,726	15,267
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	243.1	3.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	14,726	15,267
BPS	145,587	148,023	139,312	157,212	171,020
DPS	6,680	3,130	1,460	1,460	1,460
밸류에이션(배, %)					
PER	22.6	24.9	49.1	14.3	13.8
PBR	3.1	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	13.7	17.6	n/a	25.2	6.7
배당수익율	1.5	1.3	0.7	0.7	0.7
PCR	12.4	18.5	53.0	10.8	10.2
수익성(%)					
영업이익율	21.7	7.7	(6.9)	1.5	16.3
EBITDA이익율	25.9	14.0	(0.0)	8.4	21.7
순이익율	17.0	12.0	6.0	20.6	16.0
ROE	13.7	6.6	3.0	9.8	9.3
ROIC	20.1	5.5	(6.0)	1.6	21.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.2)	(34.6)	(37.6)	(41.6)
유동비율	522.2	380.4	555.1	601.8	635.9
이자보상배율	59.0	9.4	(10.6)	1.5	21.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	9.4	9.1	9.3	8.2	9.3
재고자산회전율	653.2	1,590.1	1,759.7	1,103.5	1,114.3
매입채무회전율	8.5	7.0	7.7	7.6	9.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

