

엔씨소프트 (036570)

2026년이 기대되는 이유

투자의견

BUY(유지)

목표주가

280,000 원(유지)

현재주가

227,000 원(01/08)

시가총액

4,890(십억원)

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

- 4분기 매출액 3,998억원(-2%yoy), 영업이익 4억원(흑자전환yoy)으로 컨센서스(185억원) 하회 전망
- 11/19 출시된 아이온2의 매출은 지난 6일 기준 누적 매출액 1,000억원을 돌파했으나, 4분기에 반영되는 회계상 매출액은 약 700억원대로 추정됨. 이는 멤버십, 소모성 상품 등의 판매 매출을 서비스 제공 기간(짧게는 9일부터 길게는 28일) 동안 매출을 안분인식해 12월 후반부에 반영된 매출 상당부분이 1분기로 이연될 것이기 때문. 4분기 반영된 실질 매출액(약 900억원대)만 놓고 보면 초기 흥행에 성공한 것으로 판단되며, 안정적인 BM으로 중장기적인 매출도 기대 가능할 전망
- 11월 출시된 아이온2를 비롯해 기존 모바일 리니지(M, 2M, W) 또한 자체 결제 시스템을 도입함. PC게임 성격이 짙은 아이온2는 높은 자체결제 비중(80%대 추정)이 추정되고, 모바일 리니지의 비중은 이보다 작은 30%대로 추정됨. 모바일 리니지와 아이온2의 매출 비중이 높기 때문에 4분기를 비롯한 내년도 유의미한 이익률 개선도 기대
- 비용에서는 아이온2 호실적에 따른 인센티브 및 하반기 추가 인력 구조조정에 따른 인건비가 qoq로 소폭 상승하겠으며 게임쇼 참석 및 아이온2 출시 마케팅으로 마케팅비가 qoq로 대폭 증가할 전망
- 동사는 2월 두번째 스피노프 신작으로 '리니지 클래식' 출시 계획을 발표함. 국내에서 과거 인기 IP 기반의 클래식 서버 신작들이 기대 이상의 성과를 보인 것을 감안하면 '리니지 클래식'에 대한 기대감도 충분할 것이라 판단함. 아이온2의 초기 흥행과 리니지 클래식 성과를 시작으로 올해 기대 신작(브레이커스, 타임 테이커스, 신더시티) 성과가 더해진다면 전년대비 이익레벨은 크게 높아질 전망

주가(원, 01/08)	227,000
시가총액(십억원)	4,890
발행주식수	21,544천주
52주 최고가	244,000원
최저가	134,600원
52주 일간 Beta	1.18
60일 일평균거래대금	343억원
외국인 지분율	33.9%
배당수익률(2025F)	0.6%
주주구성	
김택진 (외 15인)	12.4%
자사주 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.8	-37.8	-59.9
절대기준	12.4	8.4	20.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	280,000	280,000	-
영업이익(25)	13	27	▼
영업이익(26)	375	345	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,780	1,578	1,502	2,012
영업이익	137	-109	13	375
세전손익	206	121	458	467
당기순이익	214	94	368	359
EPS(원)	9,663	4,291	17,079	16,641
증감률(%)	-51.3	-55.6	298.0	-2.6
PER(배)	24.9	52.9	13.3	13.6
ROE(%)	6.6	3.0	11.3	9.9
PBR(배)	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.6	na	30.2	6.4

자료: 유진투자증권

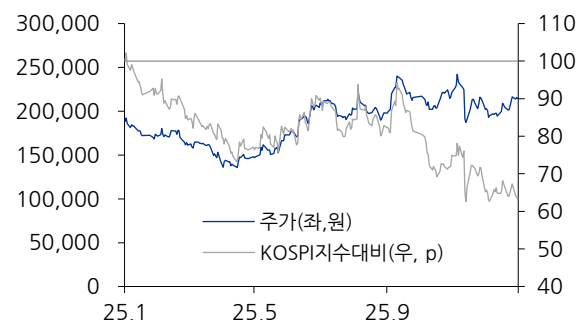


도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	360.3	382.4	360.0	399.8	482.0	518.1	493.8	518.0	1,502.5	2,011.9
(%yoy)	-9.5%	3.7%	-10.4%	-2.4%	33.8%	35.5%	37.2%	29.6%	-4.8%	6.5%
PC 게임	83.3	91.7	87.7	86.5	111.2	89.0	96.5	112.4	349.3	409.1
모바일게임	206.3	219.0	197.2	233.0	293.9	350.1	324.3	311.1	855.4	1,279.4
리니지 M	112.7	121.1	105.3	92.0	81.0	95.6	92.0	94.8	431.2	363.3
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	35.0	36.0	41.9	39.6	36.8	168.0	154.2
리니지 W	53.1	47.6	43.4	32.2	36.0	37.3	35.0	43.2	176.3	151.5
기타	25.7	29.5	28.3	37.3	32.0	31.0	27.0	32.5	120.8	122.5
로열티	45.0	42.3	46.8	43.0	45.0	48.0	46.0	62.0	177.0	201.0
영업비용	355.1	367.3	367.5	399.4	400.3	416.0	412.3	408.8	1,489.2	1,637.4
(%yoy)	-4.6%	2.0%	-11.7%	-25.9%	12.7%	13.3%	12.2%	2.4%	-11.7%	9.9%
영업이익	5.2	15.1	-7.5	0.4	81.7	102.1	81.5	109.2	13.2	374.5
(%yoy)	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	1465.6%	577.2%	흑자전환	27143%	흑자전환	2730.4%
OPM(%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.1%	17.0%	19.7%	16.5%	21.1%	0.9%	18.6%
영업외손익	26.0	-48.4	442.6	24.2	23.0	23.0	23.0	23.0	444.5	92.0
세전이익	31.3	-33.3	435.1	24.6	104.7	125.1	104.5	132.2	457.7	466.5
지배순이익	37.8	-35.4	346.7	18.9	80.5	96.1	80.3	101.6	368.0	358.5
(%yoy)	-34.0%	적자전환	흑자전환	흑자전환	113.1%	흑자전환	-76.8%	437.3%	290.5%	-2.6%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,502.5	2,011.9
영업이익	137.3	-109.2	13.2	374.5
세전이익	203.5	120.9	457.7	466.5
지배순이익	212.1	94.2	368.0	358.5
EPS(원)	9,663	4,291	17,079	16,641
PER(배)	24.9	52.9	13.3	13.6
OPM(%)	7.7%	-6.9%	0.9%	18.6%
NPM(%)	11.9%	6.0%	24.5%	17.8%

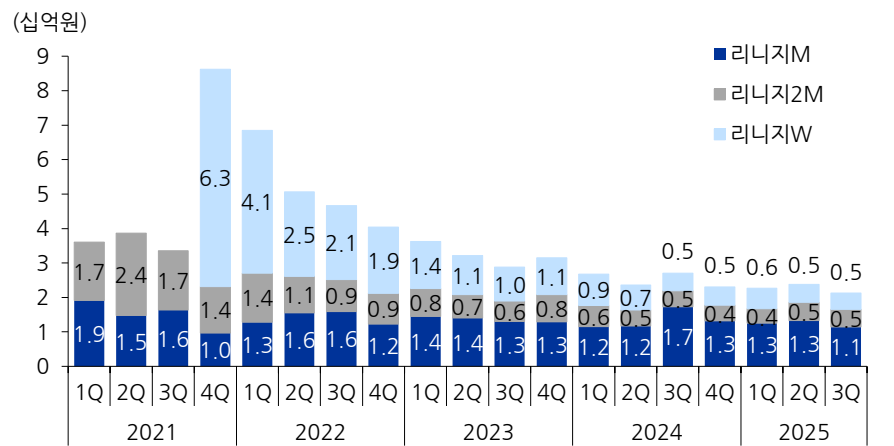
자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,502	2,012	1,546	2,076	-2.8%	-3.1%
영업이익	13	375	27	345	-51.9%	8.7%
세전이익	458	467	472	437	-3.0%	6.9%
지배순이익	368	359	379	336	-2.9%	6.8%
% of Sales						
영업이익	0.9%	18.6%	1.7%	16.6%		
세전이익	30.5%	23.2%	30.5%	21.1%		
지배순이익	24.5%	17.8%	24.5%	16.2%		

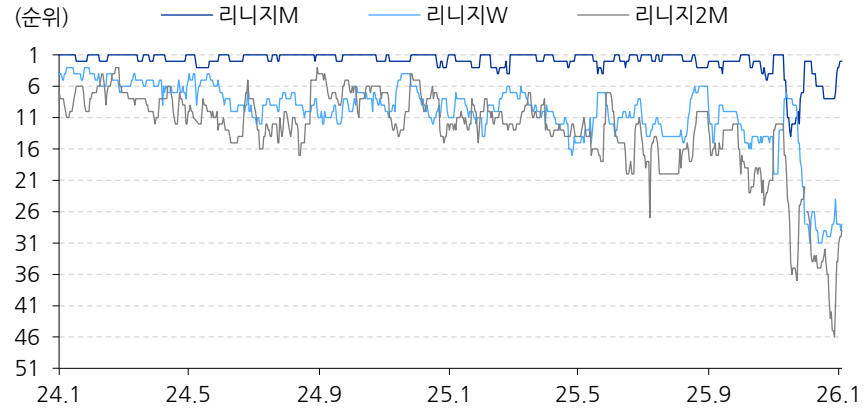
자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 분기별 일평균 매출 추이



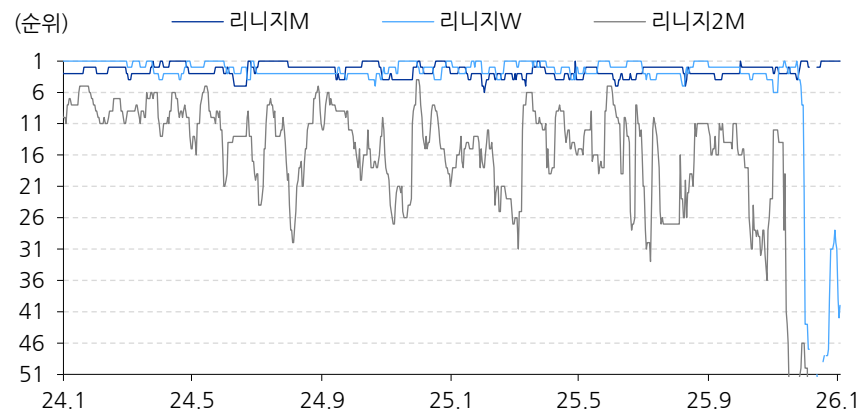
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 국내 일 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 6. 주요 모바일 게임 대만 일 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 7. 엔씨소프트 신작 출시 일정

출시	게임	장르	플랫폼	자체개발/ 퍼블리싱	비고
11/19	아이온 2	MMORPG	모바일/PC	자체개발	-
12/3	길드워 리포지드	MMORPG	PC	자체개발	-
2/7	리니지 클래식	MMORPG	PC	자체개발	월정액(월 29,700 원)
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	-
2026 년	기존 IP 기반 스피노프 2 종	-	-	자체개발	2H26 분기별 1 종씩 출시
	리니지 지역 확장	-	-	-	1H26: L2M(중국), LW(동남아) 2H26: LM(중국)

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권
주: 회색은 출시 완료된 게임

도표 8. 아이온 2



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 9. 리니지 클래식



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,281	4,685
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,225	2,591
현금성자산	1,376	1,534	1,441	1,827	2,127
매출채권	219	172	167	216	279
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,056	2,094
투자자산	773	960	1,064	939	977
유형자산	930	1,001	998	1,012	1,009
기타	43	96	104	105	108
부채총계	1,239	1,141	890	835	913
유동부채	515	614	322	499	571
매입채무	292	215	196	241	312
유동성이자부채	35	280	46	177	177
기타	188	119	80	81	82
비유동부채	724	526	568	336	342
비유동이자부채	593	369	336	184	184
기타	130	158	232	152	158
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,446	3,773
지배지분	3,196	3,250	3,058	3,441	3,768
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,683	4,010
기타	(658)	(667)	(860)	(686)	(686)
비지배지분	2	3	5	5	5
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,446	3,773
총차입금	629	649	382	361	361
순차입금	(748)	(885)	(1,059)	(1,466)	(1,766)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	736	140	107	968	480
당기순이익	436	214	94	368	359
자산상각비	106	112	109	100	113
기타비현금성손익	253	(40)	(116)	(361)	(68)
운전자본증감	50	(96)	(43)	803	6
매출채권감소(증가)	101	42	20	(35)	(64)
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	0	0	0	1	71
기타	(57)	(139)	(63)	838	(1)
투자현금	(392)	113	1,294	(940)	(173)
단기투자자산감소	(156)	261	1,339	(1,309)	(25)
장기투자증권감소	20	5	(20)	(26)	(30)
설비투자	250	117	84	99	107
유형자산처분	0	1	1	1	0
무형자산처분	(3)	(41)	41	56	(6)
재무현금	(304)	(177)	(523)	(71)	(31)
차입금증가	(185)	(43)	(285)	(34)	0
자본증가	(119)	(136)	(239)	(29)	(31)
배당금지급	119	136	64	28	31
현금 증감	30	80	895	(46)	275
기초현금	256	286	365	1,260	1,215
기말현금	286	365	1,260	1,215	1,490
Gross Cash flow	795	286	87	137	474
Gross Investment	187	243	88	(1,171)	143
Free Cash Flow	609	42	(1)	1,308	332

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,502	2,012
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.3)	(4.8)	33.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,502	2,012
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,687	1,489	1,637
기타영업손익	4	(18)	3	(12)	10
영업이익	559	137	(109)	13	375
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	2,730.4
EBITDA	665	249	(0)	113	488
증가율(%)	41.8	(62.5)	적전	흑전	330.6
영업외손익	50	69	230	444	92
이자수익	52	87	85	62	51
이자비용	9	15	10	13	13
지분법손익	(8)	3	5	(9)	3
기타영업외손익	16	(7)	151	404	50
세전순이익	609	206	121	458	467
증가율(%)	24.0	(66.1)	(41.4)	278.6	1.9
법인세비용	173	(8)	27	90	107
당기순이익	436	214	94	368	359
증가율(%)	10.2	(50.9)	(56.0)	290.9	(2.3)
지배주주지분	436	212	94	368	359
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	290.5	(2.6)
비지배지분	0	2	(0)	(0)	1
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	17,079	16,641
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	298.0	(2.6)
수정EPS(원)	19,847	9,663	4,291	17,079	16,641
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	298.0	(2.6)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	17,079	16,641
BPS	145,587	148,023	139,312	159,728	174,908
DPS	6,680	3,130	1,460	1,460	1,460
밸류에이션(배, %)					
PER	22.6	24.9	52.9	13.3	13.6
PBR	3.1	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/ EBITDA	13.7	17.6	n/a	30.2	6.4
배당수익율	1.5	1.3	0.6	0.6	0.6
PCR	12.4	18.5	57.1	35.7	10.3
수익성(%)					
영업이익율	21.7	7.7	(6.9)	0.9	18.6
EBITDA이익율	25.9	14.0	(0.0)	7.5	24.2
순이익율	17.0	12.0	6.0	24.5	17.9
ROE	13.7	6.6	3.0	11.3	9.9
ROIC	20.1	5.5	(6.0)	0.9	24.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.2)	(34.6)	(42.5)	(46.8)
유동비율	522.2	380.4	555.1	445.9	453.9
이자보상배율	59.0	9.4	(10.6)	1.1	29.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.4	9.1	9.3	7.8	8.1
재고자산회전율	653.2	1,590.1	1,759.7	1,040.2	954.3
매입채무회전율	8.5	7.0	7.7	6.9	7.3

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 당사에게 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

