

엔씨소프트 (036570)

2026년 매출 추정치: 2조원

투자의견

BUY(유지)

목표주가

280,000 원(유지)

현재주가

203,500 원(02/10)

시가총액

4,384(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 4,042억원(-1%yoy), 영업이익 32억원(흑자전환yoy)으로 컨센서스(99억원) 하회
- 11/19 출시된 아이온2의 영업매출은 942억원을 기록했으나, 반영되는 회계상 매출액은 774억원을 기록함. 이는 멤버십, 소모성 상품 등의 판매 매출을 서비스 제공 기간(짧게는 9일부터 길게는 28일) 동안 안분인식해 12월 후 반부에 반영된 매출 상당부분이 1분기로 이연될 것이기 때문. 또한 아이온2 출시에도 기존 모바일 리니지(각각 일 매출 LM 10.2억원, L2M 4.9억원, LW 4.2억원) 매출은 전분기 대비 소폭 감소에 그침
- 11월 출시된 아이온2를 비롯해 기존 모바일 리니지(M, 2M, W) 또한 자체 결제 시스템을 도입함. 이로 인해 매출 액 대비 변동비 비중이 다소 하락함(3Q 36.3%→4Q 31.7%). 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 올해도 유의미한 이익률 개선 기대
- 비용에서는 아이온2 호실적에 따른 인센티브 및 하반기 추가 인력 구조조정에 따른 일회성 비용이 인건비에 반영 됐으며, 게임쇼 참석 및 아이온2 출시 마케팅으로 마케팅비가 qoq로 대폭 증가
- 동사의 두 번째 스피노프 신작인 '리니지 클래식'은 출시 초기인 현재 일부 게임 운영상의 문제에도 기대치를 넘는 트래픽을 기록 중. 2분기 타임 테이커스, 3분기 브레이커스, 4분기 신더시티 등의 신작과 함께 지역확장(LW, LM, L2M) 및 캐주얼 게임 매출 효과까지 더해진다면 이익레벨은 성장할 전망

주가(원, 02/10)	203,500
시가총액(십억원)	4,384
발행주식수	21,544천주
52주 최고가	258,500원
최저가	134,600원
52주 일간 Beta	1.15
60일 일평균거래대금	409억원
외국인 지분율	33.9%
배당수익률(2025F)	0.7%
주주구성	
김택진 (외 15인)	12.4%
자사주 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-24.3	-64.4	-92.9
절대기준	-8.7	0.7	17.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	280,000	280,000	-
영업이익(25)	16	13	▲
영업이익(26)	344	375	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026E
매출액	1,780	1,578	1,507	2,041
영업이익	137	-109	16	344
세전손익	206	121	461	436
당기순이익	214	94	347	335
EPS(원)	9,663	4,291	16,091	15,534
증감률(%)	-51.3	-55.6	275.0	-3.5
PER(배)	24.9	47.4	12.6	13.1
ROE(%)	6.6	3.0	10.7	9.4
PBR(배)	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	17.6	na	25.3	5.8

자료: 유진투자증권

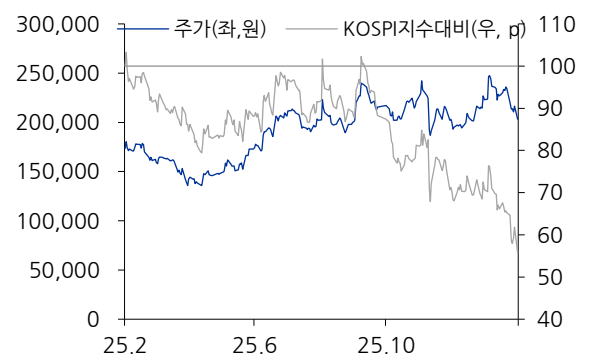


도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	493.2	523.2	505.2	519.6	1,506.9	2,041.2
(%yoy)	-9.5%	3.7%	-10.4%	-1.3%	36.9%	36.8%	40.3%	28.5%	-4.5%	6.5%
PC 게임	83.3	91.7	87.7	168.2	237.2	191.2	163.2	164.4	430.9	756.0
모바일게임	206.3	219.0	197.2	178.1	153.0	222.9	229.9	243.2	800.5	849.0
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	81.0	95.6	92.0	94.8	433.0	363.3
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	45.3	36.0	41.9	39.6	36.8	178.3	154.2
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	36.0	37.3	35.0	43.2	183.1	151.5
기타	25.7	29.5	28.3	15.6	61.0	62.1	63.0	61.0	99.1	247.1
로열티	45.0	42.3	46.8	42.4	42.0	47.0	49.0	51.0	176.4	189.0
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	421.2	432.2	424.7	419.6	1,490.8	1,697.7
(%yoy)	-4.6%	2.0%	-11.7%	-25.6%	18.6%	17.7%	15.6%	4.6%	-11.6%	13.9%
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	72.0	91.0	80.5	100.0	16.1	343.5
(%yoy)	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	1278.9%	503.7%	흑자전환	2980.4%	흑자전환	2036.5%
OPM(%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	14.6%	17.4%	15.9%	19.2%	1.1%	16.8%
영업외손익	26.0	-48.4	442.6	25.0	23.0	23.0	23.0	23.0	445.3	92.0
세전이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	95.0	114.0	103.5	123.0	461.4	435.5
지배순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	73.0	87.6	79.5	94.5	346.7	334.7
(%yoy)	-34.0%	적자전환	흑자전환	적자지속	93.3%	흑자전환	-77.1%	흑자전환	268.0%	-3.5%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,041.2
영업이익	137.3	-109.2	16.1	343.5
세전이익	203.5	120.9	461.4	435.5
지배순이익	212.1	94.2	346.7	334.7
EPS(원)	9,663	4,291	16,091	15,534
PER(배)	24.9	47.4	12.6	13.1
OPM(%)	7.7%	-6.9%	1.1%	16.8%
NPM(%)	11.9%	6.0%	23.0%	16.4%

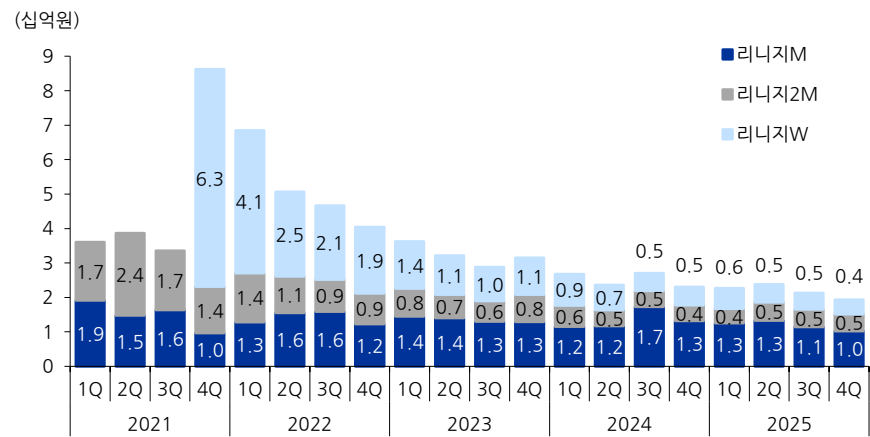
자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,507	2,041	1,502	2,012	0.3%	1.4%
영업이익	16	344	13	375	23.1%	-8.3%
세전이익	461	436	458	467	0.7%	-6.6%
지배순이익	347	335	368	359	-5.7%	-6.7%
% of Sales						
영업이익	1.1%	16.9%	0.9%	18.6%		
세전이익	30.6%	21.4%	30.5%	23.2%		
지배순이익	23.0%	16.4%	24.5%	17.8%		

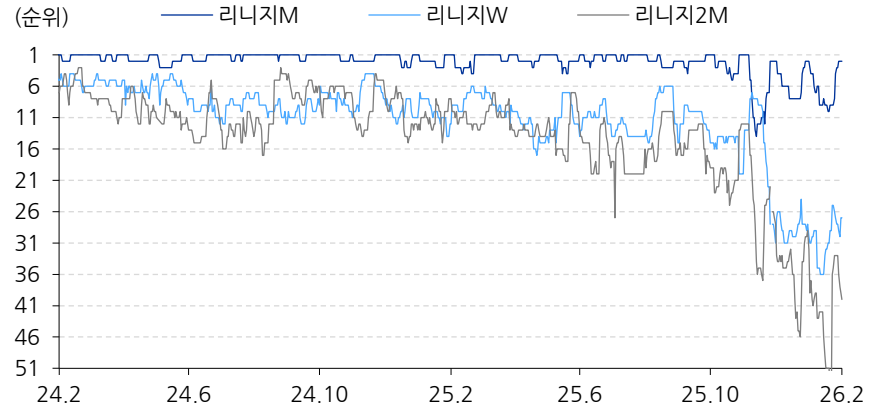
자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 분기별 일평균 매출 추이



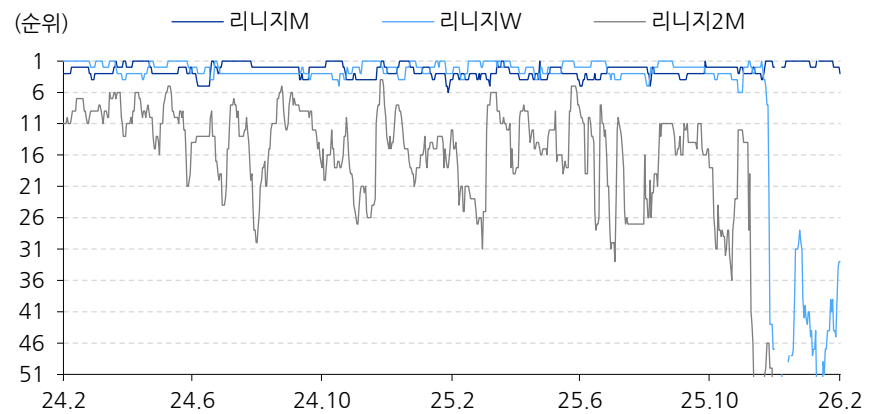
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

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
2/11	리니지 클래식	MMORPG	PC	자체개발	2/7 프리오픈, 2/11 정식 출시 월정액(월 29,700 원)
2Q25	타임 테이커스	히어로 슈터 배틀로얄	콘솔/PC	퍼블리싱	미스틸게임즈 개발
3Q25	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 RPG	모바일/PC	퍼블리싱	빅게임스튜디오 개발
	아이온 2 (글로벌)	-	-	-	-
4Q25	신더시티	오픈월드 루터 슈터	콘솔/PC	자체개발	-
2026 년	기존 IP 기반 스핀오프 3 종	-	-	자체개발	-
	리니지 지역 확장	-	-	-	1H26: LW(동남아) 2H26: LM, L2M(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	2025P	2026F
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,262	4,641
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,206	2,546
현금성자산	1,376	1,534	1,441	1,806	2,080
매출채권	219	172	167	218	280
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,056	2,096
투자자산	773	960	1,064	939	977
유형자산	930	1,001	998	1,012	1,011
기타	43	96	104	105	108
부채총계	1,239	1,141	890	838	914
유동부채	515	614	322	502	572
매입채무	292	215	196	243	313
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	3,425	3,728
지배지분	3,196	3,250	3,058	3,420	3,723
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,662	3,965
기타	(658)	(667)	(860)	(686)	(686)
비지배지분	2	3	5	5	5
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,425	3,728
총차입금	629	649	382	361	361
순차입금	(748)	(885)	(1,059)	(1,444)	(1,719)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
영업현금	736	140	107	961	456
당기순이익	436	214	94	347	335
자산상각비	106	112	109	100	113
기타비현금성손익	253	(40)	(116)	(318)	(57)
운전자본증감	50	(96)	(43)	803	6
매출채권감소(증가)	101	42	20	(37)	(62)
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	0	0	0	3	69
기타	(57)	(139)	(63)	838	(1)
투자현금	(392)	113	1,294	(955)	(175)
단기투자자산감소	(156)	261	1,339	(1,309)	(25)
장기투자증권감소	20	5	(20)	(40)	(30)
설비투자	250	117	84	99	109
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	(67)	250
기초현금	256	286	365	1,260	1,193
기말현금	286	365	1,260	1,193	1,443
Gross Cash flow	795	286	87	130	451
Gross Investment	187	243	88	(1,157)	144
Free Cash Flow	609	42	(1)	1,287	306

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,507	2,041
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.3)	(4.5)	35.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,507	2,041
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,687	1,491	1,698
기타영업손익	4	(18)	3	(12)	14
영업이익	559	137	(109)	16	344
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	2,036.5
EBITDA	665	249	(0)	116	457
증가율(%)	41.8	(62.5)	적전	흑전	293.4
영업외손익	50	69	230	445	92
이자수익	52	87	85	67	56
이자비용	9	15	10	4	4
지분법손익	(8)	3	5	(23)	3
기타영업외손익	16	(7)	151	406	37
세전순이익	609	206	121	461	436
증가율(%)	24.0	(66.1)	(41.4)	281.6	(5.6)
법인세비용	173	(8)	27	114	100
당기순이익	436	214	94	347	335
증가율(%)	10.2	(50.9)	(56.0)	269.1	(3.5)
지배주주지분	436	212	94	347	335
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	268.0	(3.5)
비지배지분	0	2	(0)	1	1
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	16,091	15,534
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	275.0	(3.5)
수정EPS(원)	19,847	9,663	4,291	16,091	15,534
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	275.0	(3.5)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	16,091	15,534
BPS	145,587	148,023	139,312	158,740	172,814
DPS	6,680	3,130	1,460	1,460	1,460
밸류에이션(배, %)					
PER	22.6	24.9	47.4	12.6	13.1
PBR	3.1	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	13.7	17.6	n/a	25.3	5.8
배당수익율	1.5	1.3	0.7	0.7	0.7
PCR	12.4	18.5	51.2	33.7	9.7
수익성(%)					
영업이익율	21.7	7.7	(6.9)	1.1	16.8
EBITDA이익율	25.9	14.0	(0.0)	7.7	22.4
순이익율	17.0	12.0	6.0	23.1	16.4
ROE	13.7	6.6	3.0	10.7	9.4
ROIC	20.1	5.5	(6.0)	1.0	22.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.2)	(34.6)	(42.2)	(46.1)
유동비율	522.2	380.4	555.1	439.8	445.1
이자보상배율	59.0	9.4	(10.6)	3.6	77.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	9.4	9.1	9.3	7.8	8.2
재고자산회전율	653.2	1,590.1	1,759.7	1,035.9	961.8
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)

