2025-08-13

엔씨소프트 (036570/KS)

<아이온 2> 출시까지 GO

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(상향)
현재주가: 223,000 원
상승여력: 34.5%

2Q25 Review: 영업이익 151 억원으로 컨센서스 상회

매출액 3,824 억원(+3.7% YoY, +6.1% QoQ), 영업이익 151 억원(+70.5% YoY, +188.9% QoQ), 지배주주순이익 -354 억원(적전 YoY, QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 58 억원을 상회했다. 기존 레거시 IP 들의 매출이 탄탄하게 받쳐주었다. PC 매출은 934 억원(+15.7% QoQ, 이하 동일), 모바일 매출은 2,190 억원(+6.1%)으로 리니지 M 은 8 주년 업데이트 효과로 매출 반등, 리니지 2M 은 동남아 권역 확장 효과가 반영되었다. 영업비용(+3.5%)은 라이브서비스 및 <아이온 2> 관련 마케팅비(+75.4%)가 증가했다.

내년부터 뚜렷하게 보일 신작 효과

동사는 작년 대규모 구조조정을 거쳤다. 금번 컨퍼런스 콜에서 중복 기능 대상으로 추가적인 구조조정을 진행한다고 발표했다. 올해 상반기에는 해외 자회사 인력 조정을 완료했고, 추가적으로 연말까지 중복 인력 약 300 명을 감축할 계획이다. <택탄> 개발 종료도 리소스 효율화의 일환이다. 라인업이 많은 내년에는 신작 흥행 시 실적 효과가 더욱 뚜렷하게 나타날 것이다. <아이온 2>는 8 월 두 번째 라이브 방송을 통해 다양한 콘텐츠를 공개했고, 9 월 라이브에서 BM 을 일부 공개할 것으로 예상된다. 8~11 월 국내외 게임쇼들이 다수 예정되어 있어 내년 출시작들에 대한 그림이 그려질 것이다.

목표주가 30 만원으로 상향

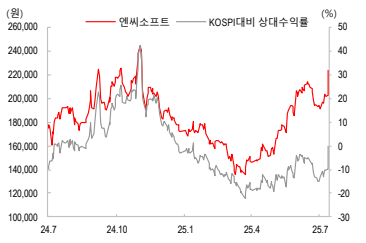
목표주가를 30 만원으로 상향한다. 최근 3 년 평균 P/E 18.5x 를 적용해 산출했다. 그동안은 낮은 신작 hit ratio 를 고려해 멀티플을 30% 할인 반영했으나 신작에 대한 기대감 상승, 클러스터 시스템 도입, 게임성평가위원회를 거치며 게임의 퀄리티 개선되는 점을 고려해 할인율을 제거했다. 기존작의 매출이 견조하게 유지되고 있고, 올해 4 분기부터 순차적으로 신작들의 출시를 계획하고 있다. 내년에는 분기당 최소 1 개의 신작이 출시된다. 11 월 <아이온 2> 출시를 앞두고 마케팅 강도가 더욱 강해지며 기대감이 형성될 것이다. 신작 트레이딩이 가능한 구간이다.

Analyst
남효지
hjnam@sks.co.kr
3773-9288

Company Data	
발행주식수	2,154 만주
시가총액	4,804 십억원
주요주주	
김택진(외15)	12.37%
자사주	9.96%

Stock Data	
주가(25/08/12)	223,000 원
KOSPI	3,189.91 pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	135,800 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,572	1,780	1,578	1,573	2,071	2,354
영업이익	십억원	559	137	-109	29	282	360
순이익(지배주주)	십억원	436	212	94	313	311	371
EPS	원	19,847	9,663	4,291	14,545	14,422	17,217
PER	배	22.6	24.9	42.7	13.9	14.0	11.8
PBR	배	2.6	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	12.1	15.3	-76,196.8	20.7	6.4	4.6
ROE	%	13.7	6.6	3.0	9.9	9.1	10.1

목표주가 산출	
구분	내용
2026 년 지배주주지분 순이익(십억원)	310.7
Target P/E	18.5x
목표 시총(십억원)	5,740.7
주식 수(천 주)	19,397.5
적정 주가(원)	295,950
목표 주가(원)	300,000
현재 주가(원)	223,000
상승 여력	34.5%

자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	384.5	445.5	1,578.1	1,572.7	2,071.0
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	89.0	82.0	351.8	346.0	385.6
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	236.2	308.7	936.7	970.2	1,497.5
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	37.0	33.9	182.0	158.1	118.4
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	382.0	439.1	1,687.3	1,543.5	1,788.9
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	195.1	206.0	906.4	779.1	794.7
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	26.9	53.6	128.2	117.2	145.6
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	25.6	25.3	108.1	100.8	102.7
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	134.4	154.2	544.7	546.4	746.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	2.6	6.3	-109.2	29.2	282.1
영업이익률	*6.5%*	*2.4%*	*-3.6%*	*-31.6%*	*1.4%*	*3.9%*	*0.7%*	*1.4%*	*-6.9%*	*1.9%*	*13.6%*
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	288.7	26.8	94.1	317.0	311.7
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	284.3	26.7	94.2	313.4	310.7
YoY growth rate											
매출액	*-16.9%*	*-16.2%*	*-5.0%*	*-6.5%*	*-9.5%*	*3.7%*	*-4.3%*	*8.8%*	*-11.3%*	*-0.3%*	*31.7%*
PC/콘솔	*0.1%*	*-2.2%*	*-13.4%*	*1.2%*	*-8.9%*	*6.4%*	*10.2%*	*-12.2%*	*-3.6%*	*-1.6%*	*11.5%*
모바일	*-24.6%*	*-26.5%*	*-7.5%*	*-27.9%*	*-17.3%*	*0.3%*	*-6.8%*	*43.2%*	*-22.0%*	*3.6%*	*54.3%*
로열티	*-22.8%*	*3.8%*	*8.0%*	*140.5%*	*37.5%*	*12.2%*	*-3.0%*	*-53.9%*	*26.0%*	*-13.2%*	*-25.1%*
영업비용	*-6.3%*	*-11.1%*	*2.4%*	*24.2%*	*-4.6%*	*2.0%*	*-8.2%*	*-18.5%*	*2.7%*	*-8.5%*	*15.9%*
인건비	*-4.3%*	*-9.9%*	*1.4%*	*54.0%*	*-7.7%*	*1.5%*	*-3.0%*	*-34.5%*	*10.1%*	*-14.0%*	*2.0%*
마케팅비	*42.1%*	*42.1%*	*75.9%*	*50.8%*	*93.2%*	*34.5%*	*-44.8%*	*-3.0%*	*57.5%*	*-8.6%*	*24.3%*
상각비	*-0.5%*	*0.0%*	*-9.5%*	*-3.3%*	*-9.4%*	*-11.3%*	*-3.5%*	*-2.3%*	*-3.4%*	*-6.7%*	*1.9%*
매출변동비 및 기타	*-11.6%*	*-18.9%*	*-7.6%*	*-11.9%*	*-4.0%*	*1.3%*	*-4.0%*	*7.7%*	*-12.5%*	*0.3%*	*36.5%*
영업이익	*-68.5%*	*-74.9%*	*적전*	*적전*	*-79.7%*	*70.5%*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*865.8%*
영업이익률	*-10.6%*	*-5.6%*	*-7.5%*	*-32.5%*	*-5.0%*	*1.5%*	*4.2%*	*33.1%*	*-14.6%p*	*8.8%p*	*11.8%p*
순이익	*-50.0%*	*132.8%*	*적전*	*적전*	*-34.3%*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*-56.0%*	*236.8%*	*-1.7%*

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	334.0	349.7	479.4	525.0	382.4	384.5	445.5	494.1	14.5%	10.0%	-7.1%	-5.9%
영업이익	4.2	4.8	54.7	103.3	15.1	2.6	6.3	74.2	263.3%	-47.1%	-88.4%	-28.1%
지배주주순이익	15.0	255.4	68.0	107.3	-35.4	284.3	26.7	80.1	-335.8%	11.3%	-60.7%	-25.4%

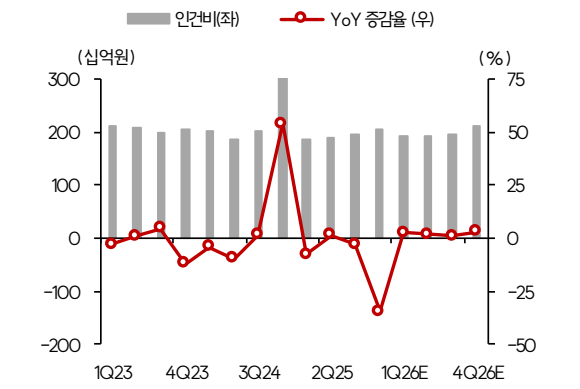
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,523.5	2,036.4	2,227.5	1,572.7	2,071.0	2,353.8	3.2%	1.7%	5.7%
영업이익	68.9	308.1	349.8	29.2	282.1	360.3	-57.6%	-8.4%	3.0%
지배주주순이익	376.1	350.4	378.8	313.4	310.7	370.9	-16.7%	-11.3%	-2.1%

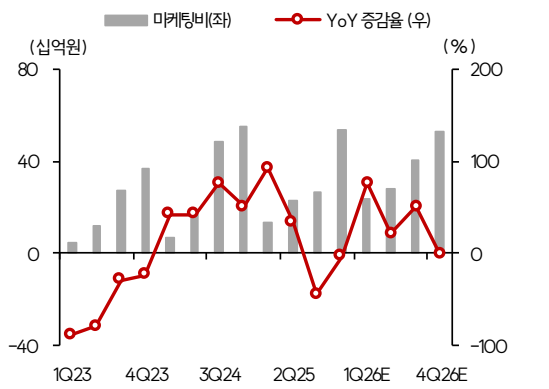
자료: SK 증권

인건비 효율화



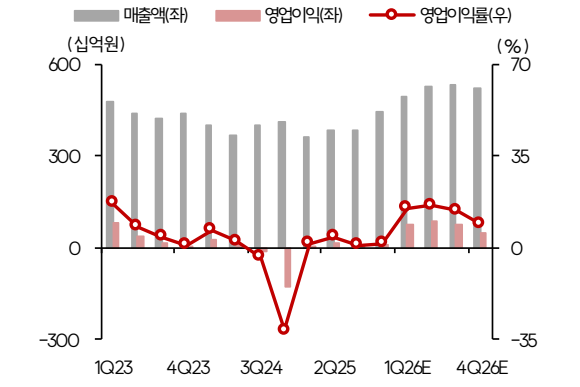
자료: 엔씨소프트, SK 증권

매스마케팅 지양



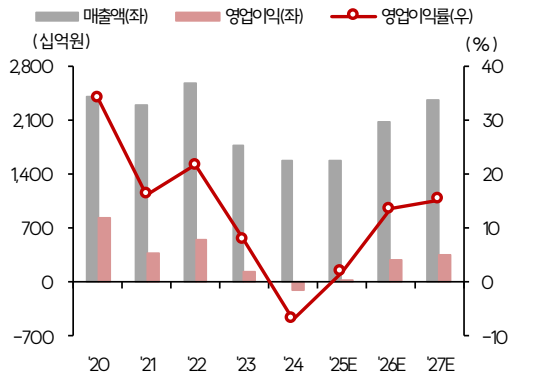
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,556	2,848	3,271
현금및현금성자산	365	1,260	1,367	1,589	1,930
매출채권 및 기타채권	172	167	182	212	248
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	2,057	2,165	1,633	1,676	1,638
장기금융자산	709	859	733	741	751
유형자산	1,001	998	538	467	411
무형자산	96	104	102	199	196
자산총계	4,394	3,954	4,189	4,524	4,908
유동부채	614	322	305	354	412
단기금융부채	280	46	50	58	68
매입채무 및 기타채무	73	71	170	199	232
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	585	617	656
장기금융부채	369	336	332	332	332
장기매입채무 및 기타채무	59	53	58	58	58
장기충당부채	3	3	3	3	4
부채총계	1,141	890	890	972	1,067
지배주주지분	3,250	3,058	3,290	3,543	3,830
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-799	-673	-673	-673
자기주식	-616	-791	-665	-665	-665
이익잉여금	3,473	3,474	3,633	3,886	4,173
비지배주주지분	3	5	9	10	11
자본총계	3,253	3,064	3,299	3,553	3,841
부채와자본총계	4,394	3,954	4,189	4,524	4,908

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,573	2,071	2,354
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,573	2,071	2,354
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,543	1,789	1,993
영업이익	137	-109	29	282	360
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.9	13.6	15.3
비영업손익	69	230	389	134	136
순금융손익	69	62	48	66	74
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-8	-4	-8
세전계속사업이익	206	121	419	416	496
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	26.6	20.1	21.1
계속사업법인세	-8	27	102	104	124
계속사업이익	214	94	317	312	372
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	317	312	372
순이익률(%)	12.0	6.0	20.2	15.1	15.8
지배주주	212	94	313	311	371
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	19.9	15.0	15.8
비지배주주	2	-0	4	1	1
총포괄이익	191	48	264	312	372
지배주주	189	48	260	307	366
비지배주주	2	0	4	5	6
EBITDA	249	-0	122	356	419

현금흐름표

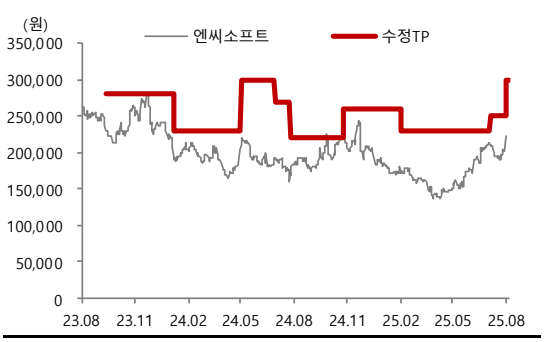
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	361	432	485
당기순이익(손실)	214	94	317	312	372
비현금성항목등	72	-7	135	97	94
유형자산감가상각비	110	106	89	71	56
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	-40	-116	42	23	35
운전자본감소(증가)	-96	-43	-44	43	50
매출채권및기타채권의감소(증가)	42	20	-39	-30	-36
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-8	28	33
기타	-170	40	-159	-123	-155
법인세납부	-120	-23	-113	-104	-124
투자활동현금흐름	113	1,294	-641	-154	-63
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-595	-33	-39
유형자산의감소(증가)	-117	-83	-11	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	-2	-100	0
기타	6	-2	-33	-21	-24
재무활동현금흐름	-177	-523	-8	-49	-74
단기금융부채의증가(감소)	0	0	5	8	10
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	-11	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	0	-58	-84
기타	1	-174	-2	0	0
현금의 증가(감소)	80	895	106	222	340
기초현금	286	365	1,260	1,367	1,589
기말현금	365	1,260	1,367	1,589	1,930
FCF	23	24	350	432	485

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-0.3	31.7	13.7
영업이익	-75.4	적전	흑전	865.8	27.7
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	246.2	-0.7	19.4
EBITDA	-62.5	적전	흑전	191.9	17.8
EPS	-51.3	-55.6	238.9	-0.8	19.4
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	7.8	7.2	7.9
ROE	6.6	3.0	9.9	9.1	10.1
EBITDA마진	14.0	-0.0	7.8	17.2	17.8
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	837.0	804.1	794.2
부채비율	35.1	29.1	27.0	27.3	27.8
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-56.1	-59.0	-64.2
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	8.7	23.9	27.7
배당성향	30.0	30.1	18.4	27.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	14,545	14,422	17,217
BPS	176,065	175,362	183,591	195,338	208,659
CFPS	14,759	9,264	18,850	17,850	19,951
주당 현금배당금	3,130	1,460	2,971	4,327	5,165
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	13.9	14.0	11.8
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
PCR	16.3	19.8	10.7	11.3	10.1
EV/EBITDA	15.3	-76,196.8	20.7	6.4	4.6
배당수익률	1.3	0.8	1.5	2.1	2.6

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.13	매수	300,000원	6개월		
2025.07.17	매수	250,000원	6개월	-20.10%	-10.80%
2025.02.13	매수	230,000원	6개월	-27.49%	-7.17%
2024.11.05	매수	260,000원	6개월	-23.87%	-5.96%
2024.08.06	매수	220,000원	6개월	-11.83%	2.05%
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 08 월 13 일 기준)

매수	94.87%	중립	5.13%	매도	0.00%