

EARNINGS
PREVIEW

엔씨소프트 (036570/KS)

1분기부터가 진짜 실적

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: <아이온 2> 안정적 성과 이어가는 중, 1분기 온기 반영**Key:** 자체 결제 순차적 도입 중, 올해 지급수수료 절감 효과 나타날 것**Step:** 2월부터 연이은 신작 출시 예정, 성과에 주목 필요

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(유지)

현재주가: 223,500 원

상승여력: 34.2%

STOCK DATA

주가(26/01/12)	223,500 원
KOSPI	4,624.79 pt
52 주 최고가	242,000 원
60 일 평균 거래대금	35 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,154 만주
시가총액	4,815 십억원
주요주주	
김택진(외 14)	12.37%
자사주	9.99%
외국인 지분율	33.89%

주가 및 상대수익률



4Q25 Preview

매출액 4,061 억원(+12.8% QoQ, 이하 동일), 영업이익 18 억원(흑전), 지배주주순이익 193 억원(-94.4%)으로 영업이익은 컨센서스(-71 억원)대비 양호할 것으로 예상된다. PC 매출은 1,554 억원(+77.2%)으로 <길드워2> 확장팩 판매, <아이온 2> 출시 효과(약 713 억원)를 반영, 모바일 매출은 전분기와 유사한 수준(-5.9%)을 전망한다. 영업비용은 4,043 억원(+10.0%)으로 <아이온 2> 런칭 인센티브와 마케팅비 집행으로 인건비와 마케팅비 증가를 반영했다. 11 월 중순부터 리니지 M/2M, 11 월 말 리니지 W 에 자체 결제를 도입한 효과를 감안해 지급수수료는 837 억원(-12.3%) 수준으로 감소가 예상된다.

<아이온 2>를 통한 긍정적 변화

<아이온 2>는 양호한 유저 지표를 보이고 있다. 기존 동사 게임들 대비 유저 연령대가 젊어졌고, 결제 전환율도 상승했다. 트래픽은 출시 초반 DAU 150 만명 대비 낮아졌지만 여전히 높은 수준을 기록 중인 것으로 파악된다. PC 결제율도 80% 수준으로 예상되어 플랫폼 수수료 절감에도 긍정적이다. 1 분기는 출시 효과가 온기로 반영되고, 하반기 글로벌 출시도 예정되어 있어 올해 동사 실적의 key 가 될 것임에는 변함없다.

1분기부터 이어지는 신작 랠리

2/10 출시될 <리니지 클래식>은 IP 통합 가치를 확대할 것으로 예상된다. 이후 분기별 퍼블리싱작 1 종과 기존작 지역 확장, 하반기 스피노프 2 종도 계획 중이다. 1 분기부터 본격적으로 자체 결제 도입 효과와 신작 성과가 반영되며 높은 실적 성장세를 보일 것이다. 신작 성과를 눈여겨 볼 필요가 있다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					25년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	406	425	-4.5	444	-8.6	1,509	1,528	-1.2	1,544	-2.3
영업이익(십억원)	2	13	-84.6	18	-88.9	15	26	-42.3	28	-46.4
지배주주순이익(십억원)	19	28	-32.1	34	-44.1	368	377	-2.4	330	11.5
영업이익률(%)	0.5	3.1	-	4.1	-	1.0	1.7	-	1.8	-
지배주주순이익률(%)	4.7	6.6	-	7.7	-	24.4	24.7	-	21.4	-

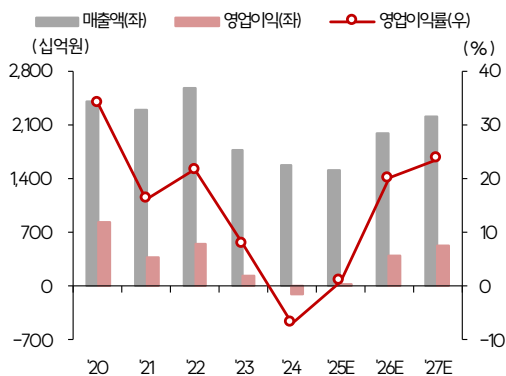
자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	360.3	382.4	360.0	406.1	489.6	491.9	535.2	472.5	1,578.1	1,508.8	1,989.3	2,200.1
PC/콘솔	83.3	91.7	87.7	155.4	231.1	215.7	249.4	186.3	351.8	418.2	882.5	1,085.5
모바일	206.3	219.0	197.2	185.6	202.8	222.7	233.1	236.5	936.7	808.1	895.0	940.0
로열티	45.0	42.3	46.8	40.2	32.7	31.0	31.7	30.4	182.0	174.2	125.9	107.9
영업비용	355.1	367.3	367.5	404.3	374.0	390.6	414.4	411.7	1,687.3	1,494.2	1,590.6	1,678.3
인건비	187.2	190.8	199.4	207.2	188.4	189.9	191.3	201.9	906.4	784.6	771.4	825.0
마케팅비	13.3	23.4	16.0	55.5	24.6	33.3	48.7	44.9	128.2	108.2	151.5	160.7
상각비	25.1	24.7	21.4	21.9	22.1	22.5	22.2	22.2	108.1	93.1	89.0	89.0
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	119.8	138.9	144.9	152.3	142.7	544.7	508.3	578.7	603.6
영업이익	5.2	15.1	-7.5	1.8	115.7	101.4	120.7	60.9	-109.2	14.6	398.6	521.8
영업이익률	1.4%	3.9%	-2.1%	0.4%	23.6%	20.6%	22.6%	12.9%	-6.9%	1.0%	20.0%	23.7%
순이익	37.5	-36.0	347.4	20.3	111.8	97.1	121.1	68.9	94.1	369.2	399.0	487.0
지배주주순이익	37.8	-35.4	346.7	19.3	106.2	92.3	115.1	65.4	94.2	368.4	379.0	462.7
YoY growth rate												
매출액	-9.5%	3.7%	-10.4%	-0.8%	35.9%	28.6%	48.6%	16.4%	-11.3%	-4.4%	31.8%	10.6%
PC/콘솔	-8.9%	6.4%	8.7%	66.4%	177.3%	135.2%	184.3%	19.8%	-3.6%	18.9%	110.0%	23.0%
모바일	-17.3%	0.3%	-22.2%	-13.9%	-1.7%	1.7%	18.2%	27.4%	-22.0%	-13.7%	10.8%	5.0%
로열티	37.5%	12.2%	22.8%	-45.3%	-27.2%	-26.5%	-32.3%	-24.4%	26.0%	-4.3%	-27.7%	-14.3%
영업비용	-4.6%	2.0%	-11.7%	-25.0%	5.3%	6.3%	12.8%	18%	2.7%	-11.4%	6.5%	5.5%
인건비	-7.7%	1.5%	-0.9%	-34.1%	0.6%	-0.5%	-4.1%	-2.6%	10.1%	-13.4%	-1.7%	7.0%
마케팅비	93.2%	34.5%	-67.1%	0.4%	84.6%	42.4%	204.6%	-19.1%	57.5%	-15.6%	40.0%	6.0%
상각비	-9.4%	-11.3%	-19.3%	-15.7%	-12.0%	-8.9%	3.7%	1.4%	-3.4%	-13.8%	-4.4%	0.0%
매출변동비 및 기타	-4.0%	1.3%	-6.6%	-16.4%	7.3%	12.8%	16.5%	19.1%	-12.5%	-6.7%	13.8%	4.3%
영업이익	-79.7%	70.5%	적지	흑전	216.0%	572.3%	흑전	332.0%	적전	흑전	2628.7%	30.9%
영업이익률	-5.0%	1.5%	1.5%	32.1%	22.2%	16.7%	24.6%	12.4%	-14.6%p	7.9%p	19.1%p	3.7%p
순이익	-34.3%	적전	흑전	흑전	198.2%	흑전	-65.1%	238.7%	-56.0%	292.3%	8.0%	22.1%

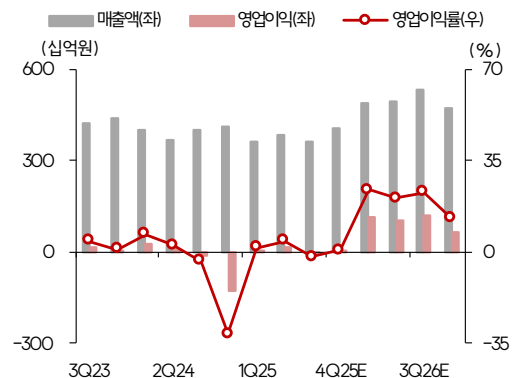
자료: 엔씨소프트, SK 증권

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	2,098	2,515	2,938
현금및현금성자산	365	1,260	663	1,018	1,461
매출채권 및 기타채권	172	167	166	193	184
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	2,073	2,116	2,052
장기금융자산	709	859	790	798	795
유형자산	1,001	998	999	930	875
무형자산	96	104	104	200	196
자산총계	4,394	3,954	4,171	4,631	4,990
유동부채	614	322	344	395	379
단기금융부채	280	46	45	53	51
매입채무 및 기타채무	73	71	199	231	221
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	379	408	399
장기금융부채	369	336	184	184	184
장기매입채무 및 기타채무	59	53	18	18	18
장기충당부채	3	3	3	3	3
부채총계	1,141	890	724	804	778
지배주주지분	3,250	3,058	3,442	3,802	4,162
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	3,683	4,044	4,404
비지배주주지분	3	5	6	26	50
자본총계	3,253	3,064	3,447	3,828	4,212
부채와자본총계	4,394	3,954	4,171	4,631	4,990

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	121	520	535
당기순이익(손실)	214	94	369	399	487
비현금성항목등	72	-7	-251	129	132
유형자산감가상각비	110	106	88	68	55
무형자산상각비	2	3	4	4	4
기타	-40	-116	-343	56	73
운전자본감소(증가)	-96	-43	-37	45	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	42	20	15	-27	9
재고자산의감소(증가)	1	-0	0	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-42	33	-11
기타	-170	40	17	-185	-231
법인세납부	-120	-23	-23	-133	-162
투자활동현금흐름	113	1,294	-516	-149	11
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-875	-29	10
유형자산의감소(증가)	-117	-83	-77	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	-4	-100	0
기타	6	-2	439	-19	1
재무활동현금흐름	-177	-523	-203	-11	-105
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-132	7	-2
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	-34	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-18	-102
기타	1	-174	-8	0	0
현금의 증가(감소)	80	895	-597	355	443
기초현금	286	365	1,260	663	1,018
기말현금	365	1,260	663	1,018	1,461
FCF	23	24	44	520	535

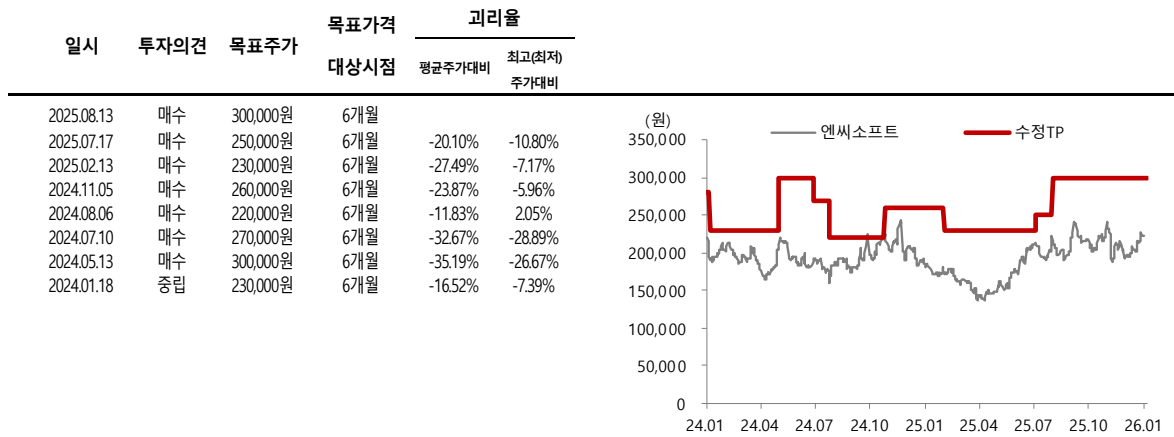
자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,509	1,989	2,200
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,509	1,989	2,200
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,494	1,591	1,678
영업이익	137	-109	15	399	522
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.0	20.0	23.7
비영업손익	69	230	446	133	128
순금융손익	69	62	45	63	76
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-11	-6	-11
세전계속사업이익	206	121	460	532	649
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	30.5	26.7	29.5
계속사업법인세	-8	27	91	133	162
계속사업이익	214	94	369	399	487
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	369	399	487
순이익률(%)	12.0	6.0	24.5	20.1	22.1
지배주주	212	94	368	379	463
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	24.4	19.1	21.0
비지배주주	2	-0	1	20	24
총포괄이익	191	48	413	399	487
지배주주	189	48	414	398	486
비지배주주	2	0	-0	1	1
EBITDA	249	-0	107	471	581

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-4.4	31.8	10.6
영업이익	-75.4	적전	흑전	2,628.7	30.9
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	280.6	15.6	22.1
EBITDA	-62.5	적전	흑전	340.9	23.3
EPS	-51.3	-55.6	298.4	2.9	22.1
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	9.1	9.1	10.1
ROE	6.6	3.0	11.3	10.5	11.6
EBITDA마진	14.0	-0.0	7.1	23.7	26.4
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	609.5	636.5	775.9
부채비율	35.1	29.1	21.0	21.0	18.5
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-48.0	-53.1	-58.6
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	11.4	63.4	77.0
배당성향	30.0	30.1	5.0	27.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	17,098	17,592	21,476
BPS	176,065	175,362	190,635	207,370	224,095
CFPS	14,759	9,264	21,378	20,945	24,207
주당 현금배당금	3,130	1,460	952	5,278	6,443
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	11.8	12.7	10.4
PBR	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
PCR	16.3	19.8	9.4	10.6	9.2
EV/EBITDA	15.3	-76,196.8	25.2	5.9	4.1
배당수익률	1.3	0.8	0.5	2.4	2.9



COMPLIANCE NOTICE

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 13일 기준)

매수 93.45% 중립 6.55% 매도 0.00%