

엔씨소프트 036570

지속 될 아이온2 모멘텀

2Q25 Review: 컨센서스 상회

엔씨소프트 2Q25 실적은 매출액 3,824억원(QoQ+6%), 영업이익 151억원(QoQ+189%)으로 컨센서스 상회했다. PC 주요 이벤트 실시에 따른 QoQ 반등(833→917억원)과 2Q 외주개발 축소에 따른 매출변동비 매출 대비 비율 하락(35.9%→33.5%)이 주된 이유였다.

반복되는 낮은 기대 기반 트레이딩 유효

동사는 지난 5년간 회사의 출시된 모든 게임이 실패하며 항상 낮은 기대감을 유지했다. 1) '23년도 TL 흥행에 대한 약간의 기대감이 있었다. FGT 반응은 우수했지만 CBT 반응 부진했고 매출도 부진하며 주가도 하락세를 그렸다. 2) 저니 오브모나크는 600만 글로벌 사전예약, 리니지IP는 다르다라는 기대감이 소폭 형성됐지만 시장 기대치를 크게 하회했다. 3)아이온2도 같은 흐름으로 가고 있다. 차이점은 절대적인 퀄리티 수준이 최근 5년간 엔씨소프트 출시 게임 중 가장 높아 보인다는 것이다. 따라서 이번에도 출시 전까지 트레이딩 지속 유효할 것이다. 하반기 모멘텀 상으로도 대형주(엔씨/넷마블) 위주 접근이 맞다.

아이온2의 Q확대 전략은 난이도 매우 높음. 성공한다면 숫자 이상의 의미

엔씨소프트는 국내 대형 게임사 중 가장 협소한 유저층을 가지고 있다. 핵심 IP인 리니지-블레이드&소울-아이온 모두 00년대 히트 IP지만 유료게임 + 게임특성상 현재의 2030에게 현재 대세적으로 인기 있거나 추억의 IP는 아니다. 경쟁사였던 넥슨의 00년대 히트 IP 메이플스토리-던전앤파이터와 대조되는 모습이다.

그 동안 유저층을 확대하기 위해 다양한 장르의 게임 출시했으나 모두 실패했다. 이 상황에서 아이온2는 수동중심의 게임으로 다시 한번 2030 유저를 타겟하고 있다. 적절한 PEER는 모바일 MMORPG보다 PC MMORPG(메이플-던파-로스트 아크)로 판단한다. 경쟁작 중 가장 뛰어난 그래픽, 차별화되는 콘텐츠(PVE/PVP)로 해당 게임들 대비 차별점은 명확히 있다. 그러나 결국 Q를 확대하기 위해서는 경쟁 게임 대비 훨씬 나은 퀄리티를 보여주어야 한다. 최근 공개된 영상으로 봤을 때 가능성이 살짝씩 보이는 것은 사실이다. 최근 영상공개 확인 후 아이온2 추정 매출액을 3,459 → 4,691억원으로 상향하고 이에 따라 TP 26만원 상향한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,591	2,052
영업이익	559	137	-109	50	317
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.9	3.1	15.5
세전이익	609	206	121	56	332
지배주주지분순이익	436	212	94	45	248
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	2,377	13,086
증감률(%)	9.8	-51.3	-55.6	-44.6	450.5
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	1.5	7.8
PER(배)	22.6	24.9	42.7	93.8	17.0
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	-77,100.0	27.0	9.4

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.08.13

매수(유지)

목표주가(상향)	260,000원
현재주가(08/12)	223,000원
상승여력	16.5%

Stock Data

KOSPI	3,189.9pt
시가총액(보통주)	4,804십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	146천주
60일 평균거래대금	26,237백만원
외국인 지분율	32.6%
52주 최고가	248,000원
52주 최저가	134,600원
주요주주	
김택진(외 16인)	12.4%
자사주(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.4	5.0
3M	49.3	26.9
6M	28.1	2.9

주가차트

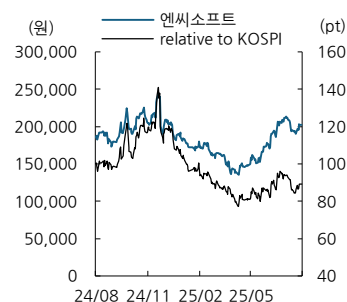


표1 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025	2065F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	369.8	478.5	1,578.1	1,591.0	2,051.7
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	214.9	317.7	936.7	957.8	1,288.9
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	132.2	125.5	492.8	491.5	450.6
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	33.2	30.1	182.6	149.2	100.4
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	36.5	35.5	244.3	172.7	117.2
아이온2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	117.5	0.0	117.5	469.1
PC	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	87.7	87.5	351.8	350.2	392.3
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	41.0	40.2	182.0	168.4	220.5
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	374.2	444.4	1,687.3	1,541.0	1,734.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	195.0	189.1	906.4	762.1	760.0
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	30.1	64.5	128.2	131.3	140.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-4.4	34.1	-109.2	50.0	317.2
OPM	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-1.2%	7.1%	-6.9%	3.1%	15.5%
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	7.1	35.7	94.2	45.1	248.5
NPM	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	1.9%	7.5%	6.0%	2.8%	12.1%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엔씨소프트 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	248	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	13,086	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	20	아이온2를 통한 유저저변 확대 고려, 게임주 최상단 수준 PER 적용
목표주가	(원)	260,000	적정주가 261,724원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	223,000	08/12 종가 기준
Upside	(%)	16.5	08/12 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

엔씨소프트: 지속되는 실패, 진짜 마지막 기회 아이온2

지난 5년간 리니지W
제외한 모든 게임이 실패

엔씨소프트는 리니지W를 제외하고 지난 5년간 출시한 모든 게임이 실패하며 진퇴 양난의 기로에 빠져있다. Hit ratio는 9개중 1개(11%)로 국내 대형 게임사 중 압도적인 꼴찌를 기록하고 있다. 이에 따라 '22년 영업이익 5,591억원 PEAK를 마지막으로 '24년에는 적자전환하며 추정 천명 규모의 희망퇴직까지 이어졌다.

회사가 변화를 시도했던 역사도 오래되었다. 동사는 '21년 트릭스터M, 블레이드&소울2의 실패로 리니지라이크(리니지와 유사한 게임을 뜻하는 장르, ARPU가 극단적으로 높은 특징이 있음)가 아닌 다른 장르로의 확장과 탈리니지를 선언한 바 있다. 세간의 인식과 달리 약속도 지켜졌다. 실제로 탈리니지라이크, 낮은 과금강도의 게임이 다수 출시되었다. '24년엔 퍼즈업아미토이, 배틀크러쉬와 같은 과금강도가 제로에 가까운 캐주얼 게임들을 출시했다. TL과 호연은 회사가 호연장담한 대로 리니지라이크가 아닌 일반적인 RPG 게임 수준의 과금강도를 보였다.

과금강도 낮은 게임들은
순수하게 퀄리티가 낮아서
실패함

문제는 퀄리티와 실제 성과였다. 배틀크러쉬, 퍼즈업 아미토이는 아무리 새로운 시도라고 해도 사실상 무의미한 성과를 거두었다. 난투형 액션게임 배틀크러시는 한달 만에 스팀 동시접속자수 100명을 하회했다. 현재는 두 게임 모두 서비스 종료되었다. 냉정히 평가한다면 출시될 이유가 없었던 게임들이다. 매출은 말할 것도 없고, 컬트적인 인기도 구가하지 못해 새로운 유저풀을 확대한다는 기존의 목표도 달성하지 못했다.

내부적 게임 평가기준 의
문, 최근 게임평가 위원회
설립으로 개선 중

호연과 저니오브모나크도 엔씨소프트의 핵심IP인 블레이드&소울과 리니지를 빌려왔음에도 크게 실패했다. 애초에 시장의 기대치가 높지 않은 게임이었다. 그러나 회사의 생각은 달랐다. 게임 기대성과 대비 과다한 마케팅비를 투입해 마진에도 악영향이 있었다. 이에 엔씨소프트는 새롭게 게임평가 위원회를 세워 앞으로는 효율적으로 마케팅비를 집행하고 출시계획도 엄중하게 판단하겠다고 밝힌 바 있다.

TL은 그나마 나은 평가 받았으나, 들어간 자원투입 고려하면 명백한 실패

TL은 '20~'24년 출시된 엔씨소프트 게임 중에서는 가장 좋은 평가를 받았다. 물론 흥행은 참패했다. 초기 일매출 2억 하회 추정되며 단 한번도 국내 PC방 매출 TOP10안에 들지 못했다. 글로벌도 초기 반짝 성과 후, 스팀 동시접속자 만명대로 내려오며 출시 3년이 지난 아마존게임즈의 로스트아크와 유사한 추이를 보이고 있다. 약속했던 대로 과금강도도 낮았다. 또한 이전 게임들처럼 심각한 퀄리티 문제가 있는 게임도 아니었다. 그러나 단순히 양호한 수준으로는 PC MMO 매출 창출이 어렵다는 교훈을 남겼다. 현재도 경쟁게임 대비 차별점이 없어 유저 트래픽을 확보하지 못하는 상황이다. 자원투입 고려하면 명백한 실패다.

아이온2: 이번은 다르다라고 주장할 만 한 두 가지 포인트

그래도 이번엔 두 가지 포인트에서 상황이 다르다고 판단한다.

아이온2: 최근 나온 엔씨소프트 게임 중 기대매출 및 퀄리티 가장 높음

1. 연말 출시예정인 아이온2는 지난 5년간 출시했던 게임들 중 기대매출과 퀄리티가 가장 높다.

아이온2는 4Q 국내/대만 동시 출시, '26년 하반기 글로벌 확대 예정이다. 자동사냥이 없어 모바일보다는 PC환경에 적합하다. 현재 주요 모바일 MMORPG 게임 중 자동사냥이 없는 게임은 없다. 계속해서 비판 받아왔던 리니지라이크를 탈피하려는 시도로 보인다.

따라서 적절한 아이온2의 PEER 및 경쟁상대는 모바일 MMORPG가 아닌, 현재 국내 TOP3 PC MMORPG인 메이플스토리, 던전애파이터, 로스트아크로 판단한다. 실제 플레이 자체도 PC환경에서 많이 이뤄질 가능성이 높다.

PC MMORPG 시장 규모가 견고하다는 점은 긍정적이다. PC MMORPG 탑티어는 연간 3~5천억원 수준 추정된다. 최근에도 PC방 순위에 MMORPG 게임들 주요 포진하며 여전히 PC MMORPG 수요는 강하다. 게임만 훌륭하다면 글로벌 매출 포함해서 회사 가이던스인 연간 3천~6천억원 달성 가능성은 충분하다.

주요신작 출시일정
연이어 있다

2. 대작 출시 이후 최소 1년의 시간이 소요된 과거와 달리, 주요신작(아이온2) 출시 이후에도 짧은 간격으로 주요신작(1Q26 브레이커스→2Q26 타임테이커스→3Q26 LLL) 출시가 다수 예정되어있다.

엔씨소프트는 린W, 블소2, 트릭스터M을 쏟아낸 '21년을 제외하면 평균적으로 연간 1개 수준의 대작을 출시해왔다. 반면 4Q25~3Q26(1Y)는 대형신작 3종(아이온2, LLL, 브레이커스) 출시하며 신작의 사이클이 우수하다. 따라서 아이온2만 성공한다면 유의미한 사이클을 이어갈 수 있다.

아이온2는 날개/탈 것 등을 과금 없이 인게임에서 획득할 수 있을 전망이며, 사측 발표에 따르면 과금도 치장용에 치중되어 있다. 자사 게임 중에서는 리니지 시리즈 보다는 TL과 유사한 게임성을 보일 것으로 예상된다. P를 낮추고 Q를 확대하는 전략이다.

유저수 확보 위해서는
경쟁사 게임 대비
확연히 나은 퀄리티
필요

P를 낮추고 Q를 확대하는 전략은 P를 높이고 Q를 낮추는(리니지라이크) 대비 난이도가 더 높다. 많은 Q(유저수)를 확보하기 위해서는 경쟁게임 대비 확실한 퀄리티와 재미가 필요하다. 즉, 단순히 게임이 괜찮다는 수준을 넘어 정말 모두가 호평할만한 퀄리티를 보여야 유의미한 성과를 거둘 수 있을 전망이다.

그래도 첫 출발은 좋다. FGT 평가는 호의적이며, 언론보도에 따르면 사내 테스트 반응도 호의적이다. 공통적으로 수준 높은 그래픽을 장점으로 내세우고 있다. 다만 보안서약서를 작성했기 때문에 부정적인 의견을 가진 사람들은 공개적으로 말하지 않았을 가능성이 크다. TL도 FGT 반응이 양호했다. 그 후 불특정 다수가 진행하는 CBT에서 평가가 부진하며 주가도 같이 급락세를 그렸음을 상기할 필요가 있다.

하반기 모멘텀
트레이딩 GREAT

'26년 아이온 추정치를 기존 3,491억원에서 → 4,691억원으로 상향 조정한다. 상향 조정 이유는 라이브 방송의 호의적인 반응과 내용을 반영했기 때문이다. 당사 추정에는 현재 대세 MMORPG 게임에서 아이온2로 유저들이 대거 이동한다는 호의적인 가정이 반영되어 있다. 아이온2의 성공을 모두 반신반의 하기 때문에 실제 실현될 때 파급력은 클 것이다. 또한 만약 CBT가 없다면 게임의 대략적인 성패는 출시일까지 숨겨진다. 그렇다면 출시일까지 기대감이 올라갈 가능성이 더 높다. 트레이딩 관점에서 하반기 엔씨소프트가 매력적임은 부정할 수 없는 사실이다. 모멘텀 위주의 트레이딩 매매를 권고한다.

[엔씨소프트 036570]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	1,789	1,912	2,105	매출액	2,572	1,780	1,578	1,591	2,052
현금 및 현금성자산	286	365	1,260	466	521	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	219	172	167	173	222	매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,591	2,052
재고자산	1	1	1	1	2	판매비 및 관리비	2,013	1,643	1,687	1,541	1,719
기타	2,185	1,799	360	1,272	1,360	영업이익	559	137	-109	50	317
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,079	2,128	(EBITDA)	665	249	0	159	443
관계기업투자등	531	665	864	769	801	금융손익	166	102	155	62	58
유형자산	930	1,001	998	987	989	이자비용	9	15	10	12	9
무형자산	43	96	104	106	108	관계기업등 투자손익	-8	3	5	-26	-64
자산총계	4,438	4,394	3,954	3,991	4,232	기타영업외손익	-108	-36	70	-30	5
유동부채	515	614	322	449	499	세전계속사업이익	609	206	121	56	332
매입채무 및 기타채무	292	215	196	249	293	계속사업법인세비용	173	-8	27	11	83
단기금융부채	35	280	46	45	45	계속사업이익	436	214	94	45	249
기타유동부채	188	119	80	155	161	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	724	526	568	462	435	당기순이익	436	214	94	45	249
장기금융부채	593	369	336	296	265	지배주주	436	212	94	45	248
기타비유동부채	130	158	232	165	170	총포괄이익	145	204	77	45	277
부채총계	1,239	1,141	890	911	935	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,196	3,250	3,058	3,076	3,293	영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	3.1	15.5
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	25.9	14.0	0.0	10.0	21.6
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	2.8	12.1
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,365	3,554	ROA (%)	9.7	4.8	2.3	1.1	6.0
비지배주주지분(연결)	2	3	5	5	5	ROE (%)	13.7	6.6	3.0	1.5	7.8
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,080	3,298	ROIC (%)	20.1	5.5	-6.0	2.7	13.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	107	153	385	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	436	214	94	45	249	P/E	22.6	24.9	42.7	93.8	17.0
비현금수익비용가감	359	72	-7	152	207	P/B	3.1	1.6	1.3	1.6	1.5
유형자산감가상각비	104	110	106	105	107	P/S	3.8	3.0	2.5	3.0	2.3
무형자산상각비	2	2	3	3	3	EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,100.0	27.0	9.4
기타현금수익비용	253	-40	-116	34	91	P/CF	12.4	18.5	46.1	24.4	10.5
영업활동 자산부채변동	50	-96	-43	-52	-71	배당수익률 (%)	1.5	1.3	0.8	1.4	1.4
매출채권 감소(증가)	101	42	20	-30	-49	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0	매출액	11.4	-30.8	-11.3	0.8	29.0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	70	44	영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	565.1
기타자산, 부채변동	-57	-139	-63	-92	-66	세전이익	24.0	-66.1	-41.4	-54.0	496.6
투자활동 현금	-392	113	1,294	-922	-240	당기순이익	10.2	-50.9	-56.0	-52.4	455.5
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-77	-109	EPS	9.8	-51.3	-55.6	-44.6	450.5
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	12	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-136	266	1,318	-847	-111	부채비율	38.7	35.1	29.1	29.6	28.3
기타투자활동	-3	5	18	-11	-14	유동비율	522.2	380.4	555.1	426.0	421.5
재무활동 현금	-304	-177	-523	-49	-90	순차입금/자기자본(x)	-23.4	-27.2	-34.6	-16.8	-18.8
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-47	-31	영업이익/금융비용(x)	59.0	9.4	-10.6	4.0	36.0
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	-29	-59	총차입금 (십억원)	629	649	382	342	311
배당금의 지급	119	136	64	28	59	순차입금 (십억원)	-748	-885	-1,059	-518	-620
기타재무활동	0	1	2	27	0	주당지표(원)					
현금의 증가	30	80	895	-794	55	EPS	19,847	9,663	4,291	2,377	13,086
기초현금	256	286	365	1,260	466	BPS	145,587	148,023	139,312	142,760	152,842
기말현금	286	365	1,260	466	521	SPS	117,144	81,071	71,883	73,847	95,233
NOPLAT	400	100	-85	40	249	CFPS	36,227	13,017	3,975	9,129	21,164
FCF	453	303	1,338	-777	146	DPS	6,680	3,130	1,460	3,130	3,200

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엔씨소프트 (036570) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-28	담당자변경				
2025-04-28	매수	170,000	6.9	25.6	
2025-06-02	매수	170,000	14.5	25.6	
2025-08-13	매수	260,000			

투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자이건 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.