

엔씨소프트 036570

올해의 KEY도 아이폰, 글로벌 흥행전망

4Q25 Review: 아이폰2 성공적인 런칭

엔씨소프트 4Q25 실적은 매출액 4,042억원(QoQ+12.3%), 영업이익 32억원(QoQ 흑전) 기록하며 영업이익에서 컨센서스를 하회했다. 아이폰2 결제액 942억원 기록(실제 매출은 이연으로 인해 774억반영)하며 당사 추정치에 부합했다. 모바일 매출액은 1,972억원(QoQ-9.7%)로 부진했다. 특히 리니지M이 4Q21(리니지W출시분기) 이후 최초로 전액을 하회했다. PC결제 비중 높은 아이폰2, 모바일 11월 PC결제하용 반영되며 매출연동비율은 37%로 전분기 46%에서 유의미하게 하락했다. 그 결과 매출이 +400억 증가했음에도 매출변동비는 오히려 28억 하락했다. 모바일 내 PC 결제 비중 순차적으로 증가 예상된다.

리니지클래식은 사고에 가까움, 올해도 결국 아이폰2다

아이폰2는 성공적으로 국내 PC MMORPG 시장에 안착했다고 평가한다. 1)1/1~2/9 일평균 매출 17억원 수준 시현하며 4분기 일평균 19억대비 하락폭 적다. 2)메이플-던파-로아-아이온2로 이어지는 MMORPG 4강에 합류했다. 이로 인해 추후 경쟁환경 변화에 따라 뺏어올 수 있는 파이의 크기도 충분히 보인다. 3)김남준PD,소인섭 실장의 진심을 다한 소통도 게임 리텐션을 유지하는 데 보탬이 될 것이다. 다만 최근에 출시한 리니지클래식은 매우 부정적이다. 출시 초부터 BM/운영문제로 갖은 흥역을 겪고 있으며 아이폰2와 달리 리니지클래식은 반등의 기회를 모색하지 못할 것으로 보인다. 메이플/바람의나라/아이온/블소/와우와 같은 클래식 게임은 3개월 후 트래픽 급락함도 인지할 필요가 있다. 물론 클래식이 이익이나 회사의 기업가치에 끼치는 영향은 미미하다. 그러나 우리는 기업의 브랜드가치가 훼손될 가능성을 경계한다.

회사는 기존 2~2.5조 가이던스를 2.5조로 상향했다. 올해 9월경 출시될 아이폰2가 가장 큰 기여분이 있을 것이며 그 다음 인수한 리후후 캐주얼 등도 실적에 보탬이 될 것으로 보인다. 우리는 아이폰2 글로벌의 초기 흥행을 예상하며 기존 추정 4,300억원을 5천억원으로 상향한다. 올해 주요신작인 브레이커스, 신더시티는 CBT 결과에 따라 출시일정 조정 가능성이 있다. 결국 올해도 핵심은 아이폰2다. 당사 추정 기준 크래프톤-넷마블-NC 3개 기업 중 밸류에이션은 가장 비싸지만(15x) 글로벌 흥행기대감 있어 9-10월 중기 투자 접근 유효하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,168	2,440
영업이익	137	-109	16	362	478
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	16.7	19.6
세전이익	206	121	461	353	419
지배주주지분순이익	212	94	347	264	314
EPS(원)	9,663	4,291	18,258	13,920	16,551
증감률(%)	-51.3	-55.6	325.4	-23.8	18.9
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	7.6	8.4
PER(배)	24.9	42.7	11.1	14.6	12.3
PBR(배)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	17.6	-77,100.0	32.4	7.6	5.6

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2026.02.11

매수

목표주가(유지)	300,000원
현재주가(02/10)	203,500원
상승여력	47.4%

Stock Data

KOSPI	5,301.7pt
시가총액(보통주)	4,384십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	192천주
60일 평균거래대금	40,876백만원
외국인 지분율	33.9%
52주 최고가	258,500원
52주 최저가	134,600원
주요주주	
김택진(외 15인)	12.4%
자사주(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-8.7	-24.3
3M	-10.4	-40.5
6M	0.7	-64.4

주가차트

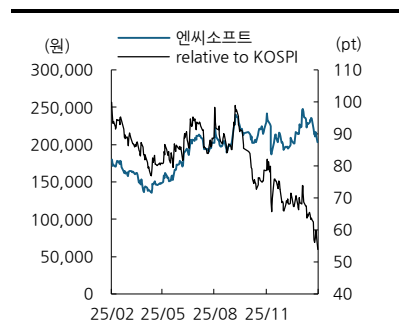


표1 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	471.0	458.7	558.7	679.3	1,578.1	1,506.9	2,167.7
모바일	203.7	216.7	195.9	178.1	168.8	155.0	184.3	152.5	936.7	7,944.1	6,606.0
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	95.5	91.1	111.1	88.1	492.8	433.0	385.8
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	45.3	41.1	35.4	32.1	25.9	182.6	178.3	134.5
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	32.2	28.5	41.1	38.5	244.3	183.1	140.3
PC	83.3	91.7	87.7	168.2	180.6	152.0	198.4	361.7	0.0	430.9	892.7
아이온 2				77.4	93.1	64.5	87.7	255.1	351.8	77.4	500.4
로열티	45.0	42.3	46.8	42.4	40.5	38.1	60.1	65.5	182.0	176.4	204.2
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	411.8	409.9	479.1	504.5	1,687.3	1,490.8	1,805.3
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	225.5	231.1	229.3	231.1	906.4	775.2	917.0
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	33.5	32.2	75.1	39.9	128.2	105.6	180.7
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	59.3	48.8	79.6	174.8	-109.2	16.1	362.4
OPM	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	12.6%	10.6%	14.2%	25.7%	-6.9%	1.1%	16.7%
지배순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	58.9	31.2	59.1	115.1	94.2	346.7	264.3
NPM	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	12.5%	6.8%	10.6%	16.9%	6.0%	23.0%	12.2%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엔씨소프트 출시예정 게임… 언제나 그랬듯이 출시일은 조정될 수 있음. 그러나 아이온2는 연내 출시 확실

게임	출시일	소개내용
신더시티	하반기 목표	회사 첫 번째 오픈월드 슈팅으로 AAA 퀄리티의 시네마틱 액티컬 슈터 완성 21세기 서울에서 펼쳐지는 또 다른 현실 세계를 구현 오픈월드와 MMO, 슈팅이 결합된 도전적 시도
타임테이커스	상반기 목표	타임 서바이벌 히어로 슈터 히어로슈터+배틀로얄(서바이벌)의 특징을 가지고 있으며, 시간을 키워드로 차별성 부여 팀 단위 대전을 기반으로 한 경쟁형 슈터 게임 PC/콘솔 모두 출시 예정이며, 글로벌 서비스 목표 연내 글로벌 CBT 진행목표
본파이어	미정	차세대슈터 현대/SF 배경 기반의 FPS 시장에 있는 경쟁작들과 확연히 다른 점을 보유
아이온 2 글로벌	9~10월 예상	엔리얼엔진 5 기반 MMORPG, 국내 일매출 20억원 수준 발생 중 김남준 PD, 소인섭 실장의 진심 어린 소통으로 서버운영 대체로 호평 중 게임 퀄리티 호평 대다수
브레이커스 언락더월드	상반기 CBT 후 연내 출시 목표	NC 최초의 글로벌 타겟 액션중심 서브컬처 RPG 본격 헌팅액션+서브컬처 애니메이션 게임으로 기존 서브컬처와 차별화 AAA급 전투를 모바일에서 경험하고, 한편의 애니메이션을 보며 플레이하는 감각의 서브컬처 업계 유명애니메이션 제작사 협업을 통해 고품질 캐릭터 아트/애니 제작 카도카와와의 IP 협업을 통한 확장성 확보로 폭넓은 글로벌 유저층 타겟
IP SPINOFF 2 중	2026	2H26 2 중
아이온모바일중국	2026	중국 성취게임즈와 공동개발, 기존 아이온 PC를 모바일로 포팅. 로열티 수수료 수취방식
리니지 W 동남아, 북미러시아	2026	동남아 상반기, 북미러시아 하반기
리니지 2MM 중국	2026	
호라이즌 스틸 프론티어스	2026	소니 유명 IP 호라이즌 기반 모바일 MMORPG, 이성구 PD 제작 참여

자료: NCSoft, DS투자증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,241	2,573	2,886	매출액	1,780	1,578	1,507	2,168	2,440
현금 및 현금성자산	365	1,260	344	435	683	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	172	167	146	268	257	매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,168	2,440
재고자산	1	1	2	3	4	판매비 및 관리비	1,643	1,687	1,491	1,805	1,962
기타	1,799	360	1,749	1,867	1,943	영업이익	137	-109	16	362	478
비유동자산	2,057	2,165	2,059	2,108	2,169	(EBITDA)	249	0	116	476	593
관계기업투자등	665	864	806	839	873	금융손익	102	155	93	64	61
유형자산	1,001	998	1,012	1,018	1,036	이자비용	15	10	10	9	9
무형자산	96	104	105	108	111	관계기업등 투자손익	3	5	-21	-67	-88
자산총계	4,394	3,954	4,300	4,681	5,056	기타영업외손익	-36	70	372	-6	-32
유동부채	614	322	609	783	931	세전계속사업이익	206	121	461	353	419
매입채무 및 기타채무	215	196	243	409	471	계속사업법인세비용	-8	27	114	88	105
단기금융부채	280	46	177	177	177	계속사업이익	214	94	347	265	314
기타유동부채	119	80	188	196	283	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	314	289	261	당기순이익	214	94	347	265	314
장기금융부채	369	336	162	131	98	지배주주	212	94	347	264	314
기타비유동부채	158	232	152	158	163	총포괄이익	204	77	347	293	314
부채총계	1,141	890	923	1,071	1,192	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,250	3,058	3,372	3,605	3,858	영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	16.7	19.6
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	14.0	0.0	7.7	22.0	24.3
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	12.0	6.0	23.0	12.2	12.9
이익잉여금	3,473	3,474	3,662	3,866	4,120	ROA (%)	4.8	2.3	8.4	5.9	6.5
비지배주주지분(연결)	3	5	5	5	5	ROE (%)	6.6	3.0	10.8	7.6	8.4
자본총계	3,253	3,064	3,377	3,610	3,863	ROIC (%)	5.5	-6.0	0.8	13.7	18.3

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	135	436	632	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	214	94	347	265	314	P/E	24.9	42.7	11.1	14.6	12.3
비현금수익비용가감	72	-7	-267	213	208	P/B	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
유형자산감가상각비	110	106	96	110	111	P/S	3.0	2.5	2.9	2.0	1.8
무형자산상각비	2	3	4	3	4	EV/EBITDA	17.6	-77,100.0	32.4	7.6	5.6
기타현금수익비용	-40	-116	-378	100	93	P/CF	18.5	46.1	54.8	9.2	8.4
영업활동 자산부채변동	-96	-43	27	-43	109	배당수익률 (%)	1.3	0.8	1.5	1.6	2.1
매출채권 감소(증가)	42	20	35	-122	11	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	-1	-1	0	매출액	-30.8	-11.3	-4.5	43.8	12.5
매입채무 증가(감소)	0	0	3	166	62	영업이익	-75.4	적전	흑전	2,154.0	31.8
기타자산 부채변동	-139	-63	-10	-85	37	세전이익	-66.1	-41.4	281.0	-23.3	18.7
투자활동 현금	113	1,294	-955	-255	-290	당기순이익	-50.9	-56.0	268.4	-23.6	18.7
유형자산처분(취득)	-117	-83	-98	-116	-130	EPS	-51.3	-55.6	325.4	-23.8	18.9
무형자산 감소(증가)	-41	41	56	-6	-6	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	266	1,318	-1,347	-125	-148	부채비율	35.1	29.1	27.3	29.7	30.9
기타투자활동	5	18	433	-9	-6	유동비율	380.4	555.1	367.8	328.7	309.9
재무활동 현금	-177	-523	-93	-90	-94	순차입금/자기자본(x)	-27.2	-34.6	-18.3	-21.2	-27.7
차입금의 증가(감소)	-43	-285	-56	-31	-33	영업이익/금융비용(x)	9.4	-10.6	1.7	39.5	56.1
자본의 증가(감소)	-136	-239	-29	-59	-61	총차입금 (십억원)	649	382	339	308	275
배당금의 지급	136	64	28	59	61	순차입금 (십억원)	-885	-1,059	-617	-763	-1,071
기타재무활동	1	2	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	80	895	-916	90	248	EPS	9,663	4,291	18,258	13,920	16,551
기초현금	286	365	1,260	344	435	BPS	148,023	139,312	156,512	167,329	179,096
기말현금	365	1,260	344	435	683	SPS	81,071	71,883	69,946	100,618	113,238
NOPLAT	100	-85	12	272	358	CFPS	13,017	3,975	3,714	22,206	24,271
FCF	303	1,338	-849	181	342	DPS	3,130	1,460	3,130	3,200	4,200

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

엔씨소프트 (036570) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2025-04-28	담당자변경				400,000	
2025-04-28	매수	170,000	7.2	31.2		
2025-06-02	매수	170,000	14.8	31.2		
2025-08-13	매수	260,000	-18.4	-7.7		
2025-11-12	매수	300,000	-28.3	-17.5		
2025-12-09	매수	300,000	-27.9	-17.5		
2026-02-11	매수	300,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	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.