

# 엔씨소프트 036570

## 반등의 서막

### 1Q26 Preview: Thanks to AION2, Lineage Classic

1Q26실적은 매출액 5,413억원, 영업이익 1,057억원으로 컨센 소폭 상회할 것으로 예상된다. 리니지(클래식포함) 매출액은 721억원을 예상한다. 결제액은 이를 크게 상회한 1,133억원을 예상하나, 3개월 정액권 판매에 따라 회계적 매출액은 결제액을 크게 밑돌 전망이다. 아이온2 매출액은 1,325억원을 예상한다. 2월,3월 MoM하락에도 전분기 이연 결제액 반영되며 기대치를 상회할 전망이다. 비용은 1Q 캐주얼게임사 리후후/스프링 연결편입과 자사주 21만주 배부에 따라 증가한다. 마케팅비 401억원(YoY+200%), 인건비 2,225억원(YoY+20%)을 예상한다.

### 아이온2 글로벌 본격적인 마케팅 시작하며 주가 탄력 예상

아이온2는 시즌3 패치를 통해 다시 반등하며 장기 흥행 추세 그리고 있어 긍정적이다. 메이플-던파-로스트아크-아이온2 4대 MMORPG로 자리잡았다고 평가한다. 올해의 핵심 투자포인트 역시 아이온2 글로벌(9-10월 출시)이다. 최근 아마존게임즈가 퍼블리싱한 MMORPG 게임들은 모두 초기 흥행 후 급락한 바 있다. TL글로벌, 뉴월드,로스트아크 모두 초기 흥행(TL 첫분기 1,400억원,로아 초기 동접 130만,뉴월드 초기 동접 90만) 후 매출급감하는 추이 보였다. 이번 아이온2는 엔씨가 직접 퍼블리싱한다는 점에서 차별될 수 있다. 지난 1년간 축적된 라이브 콘텐츠와 30년의 MMO 라이브서비스 경험을 살려 경쟁작들과 달리 비교적 롱런할 가능성도 충분하다고 분석한다. MMORPG의 인기가 줄어들고 있는 것은 맞으나 그에 따라 공급도 적다. 글로벌 TL(2,500억)과 로스트아크(6천억) 사이 흥행은 가능해 보인다. 아이온2 글로벌 10월 출시 예상하며 첫분기 글로벌 매출액 2,000억원을 유지한다.

### M&A와 신작 흥행으로 가이던스 충족 가능성 높아짐, 목표주가 상향

가이던스인 2.5조 달성 가능할 것으로 전망한다. 기존작 1.5조+아이온2 6천억+캐주얼 4천억 기여를 예상한다. 우리는 아이온2 글로벌의 초기 흥행을 예상하며 아이온2 연간 6천억원을 예상한다. 여기에 인수효과 반영해 영업이익을 5,151억원으로 상향, 이에 목표주가를 30만원→34만원으로 상향한다.

#### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,585	2,908
영업이익	137	-109	16	515	551
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	19.9	18.9
세전이익	206	121	461	503	530
지배주주지분순이익	212	94	347	376	397
EPS(원)	9,663	4,291	18,258	19,791	20,916
증감률(%)	-51.3	-55.6	325.4	8.4	5.7
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	10.6	10.2
PER(배)	24.9	42.7	11.0	12.1	11.5
PBR(배)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.6	-77,067.0	33.1	6.7	5.7

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2026.04.13

### 매수

목표주가(상향)	340,000원
현재주가(04/10)	240,000원
상승여력	41.7%

#### Stock Data

KOSPI	5,858.9pt
시가총액(보통주)	5,171십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	149천주
60일 평균거래대금	33,470백만원
외국인 지분율	35.6%
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	9.3	3.4
3M	7.6	-20.1
6M	10.6	-51.7

#### 주가차트

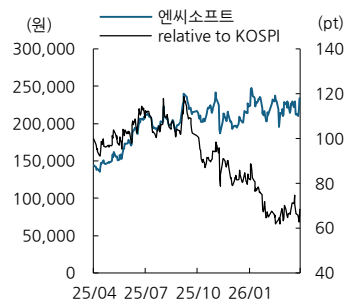
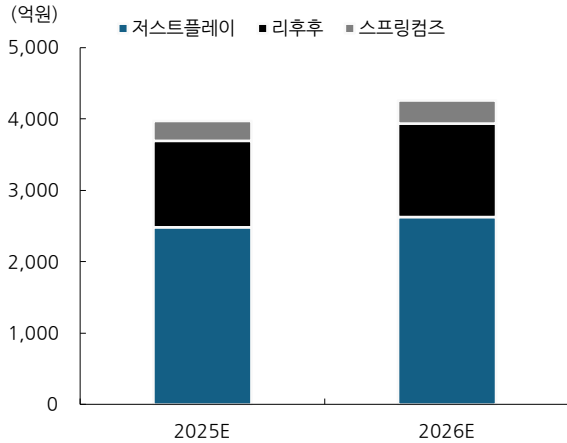


표1 엔씨소프트 캐주얼 라인업... 올해 캐주얼 게임 매출액은 약 4천억원을 기록할 것으로 전망

항목	리후후 (Lihuhu)	스프링컴즈 (Springcomes)	저스트플레이 (JustPlay)
역할	캐주얼게임 개발	캐주얼게임 개발	플랫폼 / 퍼블리싱
소재지	베트남	한국	독일 베를린
설립	2017년	2016년	2020년
인수 시점	2025.12,1Q 부터 연결반영	2025.12, 1Q 부터 연결반영	2026.03,2Q 부터 연결반영
인수 금액	약 1,534억 원 (지분 67%)	비공개	약 3,016억 원 (지분 70%)
사업 내용	Match-3D-Number-Hole 등 캐주얼 게임 100여 종 개발	머지 장르 특화 캐주얼 게임 개발	애드테크 기반 리워드 플랫폼 + 자체 게임 40여 종

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터

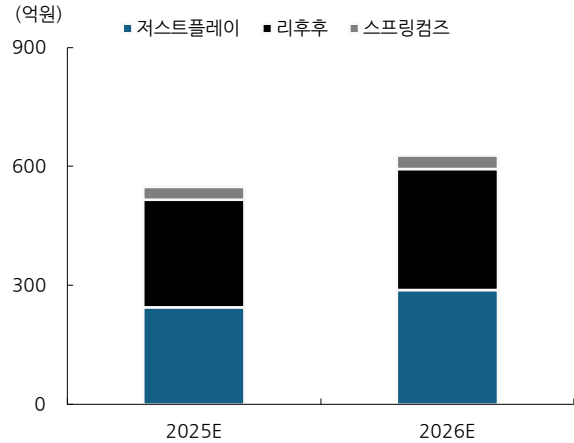
그림1 엔씨소프트 캐주얼 매출액 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주: 25년 저스트플레이 1Q-4Q 수치, 26년 저스트플레이는 2Q-4Q수치, 저스트플레이는 2Q부터 연결편입 예상

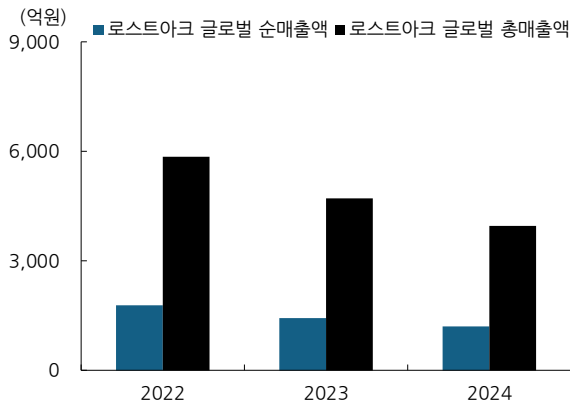
그림2 엔씨소프트 캐주얼 영업이익 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

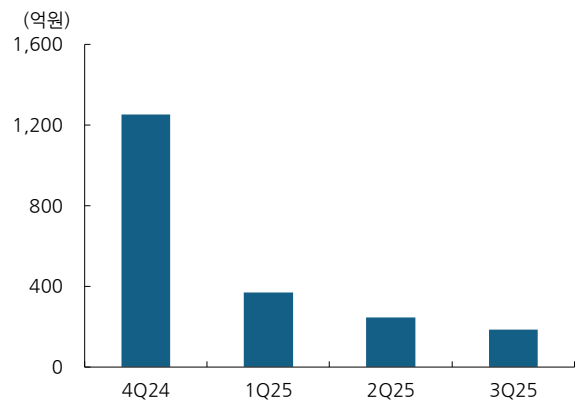
주: 25년 저스트플레이 1Q-4Q 수치, 26년 저스트플레이는 2Q-4Q수치, 저스트플레이는 2Q부터 연결편입 예상

그림3 로아 글로벌 매출액 추이...초기흥행 후 권역확장으로 방어



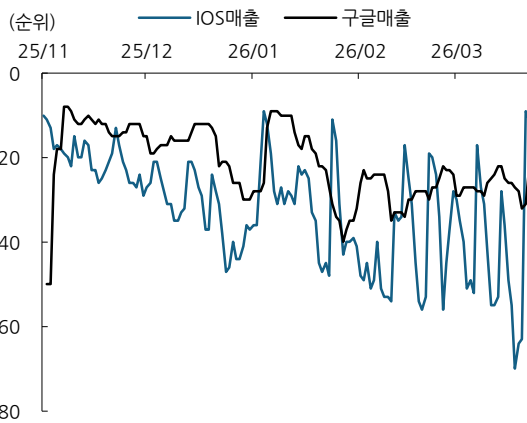
자료: DS투자증권 리서치센터 추정  
 주: 총매출액은 RS를 임의 추정된 것으로 실제값과 상이할 수 있음

그림4 TL글로벌 1Y 분기 매출 추이...초기 흥행은 있었음



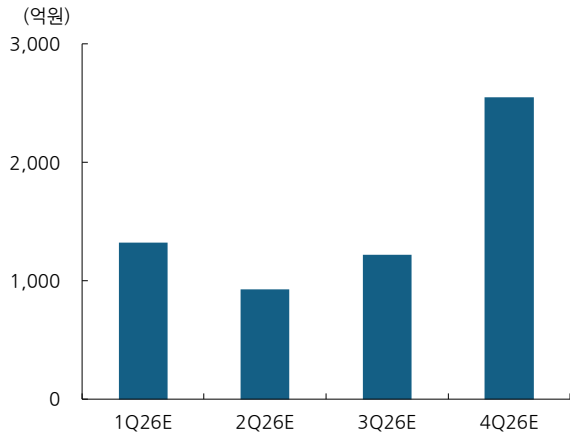
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 아이온2 모바일 매출액 순위 추이...시즌3로 다시 반등



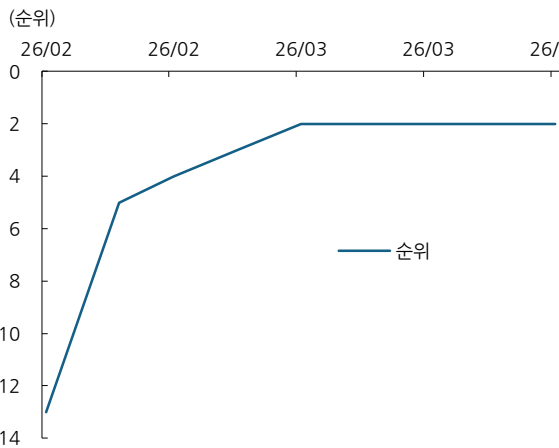
자료: AppMagic, DS투자증권 리서치센터

그림6 아이온2 매출전망...4Q 글로벌 출시로 올해 6천억 예상



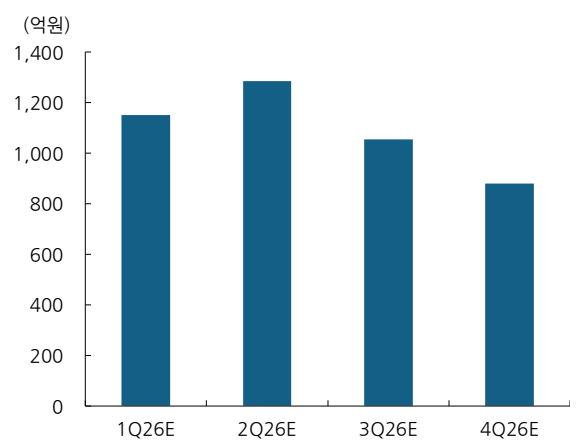
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 리니지클래식 PC방 순위 추이는 계속 순항 중



자료: 더로그, DS투자증권 리서치센터

그림8 리니지(클래식) 결제액 전망...과금강도 점차 강해질 것



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
<b>매출액</b>	<b>360.3</b>	<b>382.4</b>	<b>360.0</b>	<b>404.2</b>	<b>541.3</b>	<b>623.0</b>	<b>657.8</b>	<b>763.2</b>	<b>1,578.1</b>	<b>1,506.9</b>	<b>2,585.3</b>
<b>모바일</b>	<b>203.7</b>	<b>216.7</b>	<b>195.9</b>	<b>178.1</b>	<b>162.8</b>	<b>155.0</b>	<b>163.2</b>	<b>146.5</b>	<b>936.7</b>	<b>794.4</b>	<b>627.5</b>
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	95.5	91.1	104.2	88.1	492.8	433.0	378.9
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	45.3	35.1	35.4	32.1	25.9	182.6	178.3	128.5
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	32.2	28.5	26.9	32.5	244.3	183.1	120.1
<b>PC</b>	<b>83.3</b>	<b>91.7</b>	<b>87.7</b>	<b>168.2</b>	<b>255.8</b>	<b>268.8</b>	<b>271.1</b>	<b>382.6</b>	<b>0.0</b>	<b>430.9</b>	<b>1,178.3</b>
아이온2				77.4	132.5	92.8	121.9	255.1	351.8	77.4	602.3
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	72.1	128.5	105.5	88.1	98.2	93.2	394.2
<b>캐주얼 및 기타</b>	<b>28.3</b>	<b>31.7</b>	<b>29.6</b>	<b>15.6</b>	<b>52.2</b>	<b>121.1</b>	<b>128.4</b>	<b>144.6</b>	<b>107.7</b>	<b>105.2</b>	<b>446.3</b>
<b>로열티</b>	<b>45.0</b>	<b>42.3</b>	<b>46.8</b>	<b>42.4</b>	<b>40.5</b>	<b>38.1</b>	<b>50.1</b>	<b>54.5</b>	<b>182.0</b>	<b>176.4</b>	<b>183.2</b>
<b>영업비용</b>	<b>355.1</b>	<b>367.3</b>	<b>367.5</b>	<b>401.0</b>	<b>435.6</b>	<b>519.5</b>	<b>535.8</b>	<b>579.3</b>	<b>1,687.3</b>	<b>1,490.8</b>	<b>2,070.2</b>
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	225.5	231.1	229.3	237.2	906.4	775.2	923.1
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	40.1	92.2	112.1	89.9	128.2	105.6	334.3
<b>영업이익</b>	<b>5.2</b>	<b>15.1</b>	<b>-7.5</b>	<b>3.2</b>	<b>105.7</b>	<b>103.5</b>	<b>122.0</b>	<b>183.9</b>	<b>-109.2</b>	<b>16.1</b>	<b>515.1</b>
OPM	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	19.5%	16.6%	18.6%	24.1%	-6.9%	1.1%	19.9%
<b>지배순이익</b>	<b>37.8</b>	<b>-35.4</b>	<b>346.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>92.8</b>	<b>71.5</b>	<b>90.3</b>	<b>121.1</b>	<b>94.2</b>	<b>346.7</b>	<b>375.8</b>
NPM	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	17.1%	11.5%	13.7%	15.9%	6.0%	23.0%	14.5%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 엔씨소프트 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	376	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	19,791	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	17	캐주얼 회석 고려 게임주 3개년 Historical PER BAND 중단 수준 적용
목표주가	(원)	340,000	적정주가 336,454원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	240,000	4월 10일 종가
Upside	(%)	41.7	4월 10일 종가

자료: DS투자증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 출시예정 게임… 신더시티/TT/브레이커스 출시일은 알 수 없음… 그러나 아이온2는 연내 출시 확실

게임	출시일	소개내용
신더시티	하반기 목표	회사 첫 번째 오픈월드 슈팅으로 AAA 퀄리티의 시네마틱 택티컬 슈터 완성 21세기 서울에서 펼쳐지는 또 다른 현실 세계를 구현 오픈월드와 MMO, 슈팅이 결합된 도전적 시도
타임테이커스	연내 출시 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	언리얼엔진 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	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	리니지라이크의 시초, 모바일 리니지 시리즈의 중국버전
호라이즌 스틸 프론티어스	2027	소니 유명 IP 호라이즌 기반 모바일 MMORPG, 이성구 PD 제작 참여

자료: NCSOFT, DS투자증권 리서치센터

[ 엔씨소프트 036570 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,267	2,727	3,103	매출액	1,780	1,578	1,507	2,585	2,908
현금 및 현금성자산	365	1,260	504	764	1,085	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	172	167	209	301	289	매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,585	2,908
재고자산	1	1	1	2	3	판매비 및 관리비	1,643	1,687	1,491	2,070	2,357
기타	1,799	360	1,553	1,659	1,727	영업이익	137	-109	16	515	551
비유동자산	2,057	2,165	2,067	2,163	2,268	(EBITDA)	249	0	112	633	673
관계기업투자등	665	864	710	739	769	금융손익	102	155	118	61	57
유형자산	1,001	998	1,035	1,059	1,097	이자비용	15	10	4	10	9
무형자산	96	104	111	140	169	관계기업등 투자손익	3	5	-23	-67	-88
자산총계	4,394	3,954	4,333	4,889	5,371	기타영업외손익	-36	70	351	-6	10
유동부채	614	322	641	864	1,038	세전계속사업이익	206	121	461	503	530
매입채무 및 기타채무	215	196	232	446	513	계속사업법인세비용	-8	27	114	126	132
단기금융부채	280	46	179	179	179	계속사업이익	214	94	347	377	397
기타유동부채	119	80	230	239	345	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	322	296	268	당기순이익	214	94	347	377	397
장기금융부채	369	335	178	147	114	지배주주	212	94	347	376	397
기타비유동부채	158	233	144	149	154	총포괄이익	204	77	347	405	397
부채총계	1,141	890	963	1,160	1,305	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,250	3,058	3,365	3,724	4,060	영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	19.9	18.9
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	14.0	0.0	7.4	24.5	23.1
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	12.0	6.0	23.1	14.6	13.7
이익잉여금	3,473	3,474	3,669	3,985	4,322	ROA (%)	4.8	2.3	8.4	8.1	7.7
비지배주주지분(연결)	3	5	6	6	6	ROE (%)	6.6	3.0	10.8	10.6	10.2
자본총계	3,253	3,064	3,370	3,729	4,066	ROIC (%)	5.5	-6.0	0.8	19.1	20.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	162	652	752	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	214	94	347	377	397	P/E	24.9	42.7	11.0	12.1	11.5
비현금수익비용가감	72	-7	-203	231	215	P/B	1.6	1.3	1.3	1.4	1.3
유형자산감가상각비	110	106	91	114	117	P/S	3.0	2.5	2.9	2.0	1.8
무형자산상각비	2	3	5	4	5	EV/EBITDA	17.6	-77,067.0	33.1	6.7	5.7
기타현금수익비용	-40	-116	-308	114	93	P/CF	18.5	46.1	30.0	8.5	8.4
영업활동 자산부채변동	-96	-43	-7	44	139	배당수익률 (%)	1.3	0.8	1.6	1.3	1.8
매출채권 감소(증가)	42	20	-40	-92	12	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	-30.8	-11.3	-4.5	71.6	12.5
매입채무 증가(감소)	0	0	0	214	67	영업이익	-75.4	적전	흑전	3,103.6	6.9
기타자산 부채변동	-139	-63	33	-77	60	세전이익	-66.1	-41.4	281.6	8.9	5.4
투자활동 현금	113	1,294	-832	-301	-337	당기순이익	-50.9	-56.0	269.1	8.5	5.4
유형자산처분(취득)	-117	-83	-103	-138	-155	EPS	-51.3	-55.6	325.4	8.4	5.7
무형자산 감소(증가)	-41	41	52	-34	-34	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	266	1,318	-1,202	-116	-139	부채비율	35.1	29.1	28.6	31.1	32.1
기타투자활동	5	18	420	-13	-9	유동비율	380.4	555.1	353.5	315.5	299.0
재무활동 현금	-177	-523	-82	-90	-94	순차입금/자기자본(x)	-27.2	-34.6	-19.2	-25.7	-32.8
차입금의 증가(감소)	-43	-285	-48	-31	-33	영업이익/금융비용(x)	9.4	-10.6	3.6	53.3	61.1
자본의 증가(감소)	-136	-239	-29	-59	-61	총차입금 (십억원)	649	381	357	326	293
배당금의 지급	136	64	28	59	61	순차입금 (십억원)	-885	-1,060	-647	-959	-1,334
기타재무활동	1	2	-6	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	80	895	-757	260	321	EPS	9,663	4,291	18,258	19,791	20,916
기초현금	286	365	1,260	504	764	BPS	148,023	139,312	156,186	172,848	188,462
기말현금	365	1,260	504	764	1,085	SPS	81,071	71,883	69,946	119,999	134,957
NOPLAT	100	-85	12	386	413	CFPS	13,017	3,975	6,722	28,240	28,440
FCF	303	1,338	-695	351	414	DPS	3,130	1,460	3,130	3,200	4,200

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				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	-27.6	-17.5	
2025-12-09	매수	300,000	-27.2	-17.5	
2026-02-11	매수	300,000	-26.4	-20.8	
2026-04-13	매수	340,000			

**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 2026.03.31

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 당사에 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.