

Company Update

Analyst 이승훈

RA 장성호

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향)	280,000원
현재가 (10/23)	203,500원

KOSPI (10/23)	3,845.56pt
시가총액	4,384십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
52주 최고가	244,500원
최저가	135,800원
60일 일평균거래대금	19십억원
외국인 지분율	32.4%
배당수익률 (2025F)	1.5%

주주구성	
김택진 외 15 인	12.37%
퍼블릭 인베스트먼트 펀	9.43%

	1M	6M	12M
상대기준	-20%	-6%	-35%
절대기준	-12%	44%	-3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	280,000	235,000	▲
EPS(25)	970	5,039	▼
EPS(26)	15,019	12,635	▲

엔씨소프트 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

엔씨소프트 (036570)

아이온2, 추억이 매출을 만든다

3분기 실적 컨센서스 하회

3분기 실적은 신작 게임 부재와 일회성 비용 발생으로 컨센서스(매출액 3,698억 원, 영업이익 -63억 원)를 하회할 것으로 전망한다. 매출액은 3,634억 원(-9.6% YoY, -5.0% QoQ), 영업손실은 -217억 원(적지 YoY, 적전 QoQ)으로 추정된다. '리니지M', '리니지W' 등 주요 모바일 게임과 PC 게임은 비수기와 게임 노후화로 매출이 감소했다. 다만 '리니지2M'은 2분기 동남아 지역 출시 이후 성과가 온전히 반영되면서 견고한 매출을 예상한다. 최근 리니지 IP 게임들이 저과금 구조의 신규 서버를 출시하여 매출 반응은 제한적이지만, 견고한 트래픽을 유지하여 게임의 라이프사이클이 연장된 것은 긍정적이다. 비용은 신작 출시 전 마케팅비 선집행과 인력 효율화 과정에서 발생하는 일회성 비용으로 인해 전체적으로 상승할 전망이다.

아이온2의 초기 폭발적 흥행 기대

11월 19일 핵심 기대작인 '아이온2'를 선보인다. 과거 '아이온' 팬층을 중심으로 높은 관심이 나타났다. 기존 P2W(pay-to-win) 구조에서 벗어나 스킨·멤버십·배틀패스 중심의 BM을 도입해 과금 부담을 낮췄다. 또한 방대한 PVE 콘텐츠를 확보하여 유저 체류 시간이 늘어날 것으로 기대된다. 따라서 과거 리니지 IP 게임들 대비 초기 매출은 상대적으로 적을 수 있다. 한편 11월 개최되는 지스타 2025를 통해 '아이온2', '브레이커스', '타임테이크스', '신더시티' 등 다수의 신작 라인업을 공개하며 내년까지 신작 모멘텀이 유지될 것이다. 2026년에는 신작 3종과 IP 스핀오프 4종이 순차적으로 출시되면서 분기별 견고한 이익 성장이 투자 심리를 개선시킬 것이다.

목표주가 28만 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 2026년 예상 EPS에 최근 2년간 12개월 FW PER의 평균값인 18.8배를 적용하여 산출했다. '아이온2' 출시 전 국내외 모멘텀을 감안할 때, 주가는 신작 사이클 초입 구간으로 판단된다. 4분기부터 흑자전환 이후 신작 흥행과 과거 비용 효과가 어우러지면서 내년초부터 인상적인 실적 개선이 나타날 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,574	2,123	2,371
영업이익	137	-109	24	376	477
세전이익	206	121	23	418	521
지배주주순이익	212	94	21	324	396
EPS(원)	9,663	4,291	970	15,019	18,384
증가율(%)	-51.3	-55.6	-77.4	1,448.2	22.4
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.5	17.7	20.1
순이익률(%)	12.0	6.0	1.3	15.3	16.7
ROE(%)	6.6	3.0	0.7	10.0	11.2
PER	24.9	42.7	212.9	13.7	11.2
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.5	-76,035.3	28.9	6.9	5.2

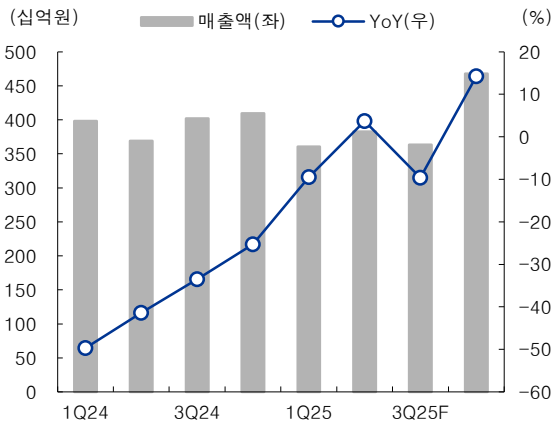
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	360	382	363	468	1,578	1,574	2,123
QoQ	-27.4%	-7.3%	9.0%	1.9%	-12.0%	6.1%	-5.0%	28.7%			
YoY	-49.7%	-41.4%	-33.5%	-25.3%	-9.5%	3.7%	-9.6%	14.2%	-11.3%	-0.3%	34.9%
PC게임	91	86	81	93	83	92	83	87	352	345	333
모바일게임	249	218	253	216	206	219	211	229	937	866	830
기타	24	27	30	27	26	29	27	28	108	110	122
로열티	33	38	38	74	45	42	42	44	182	173	166
신작	-	-	-	-	-	-	-	80	-	80	672
영업이익	26	9	-14	-129	5	15	-22	25	-109	24	376
OPM	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-6.0%	5.4%	-6.9%	1.5%	17.7%
QoQ	-45.8%	-65.6%	적전	적지	흑전	188.9%	적전	흑전			
YoY	-89.5%	-92.8%	적전	적전	-79.7%	70.5%	적지	흑전	적전	흑전	1483.2%
세전이익	78	85	-32	-10	31	-33	-11	36	121	23	418
QoQ	흑전	8.4%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전			
YoY	-44.5%	117.2%	적전	적지	-60.1%	적전	적지	흑전	-41.4%	-80.7%	1687.1%
순이익(지배)	57	71	-27	-7	38	-35	-9	27	94	21	324
NIM	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	-2.4%	5.9%	6.0%	1.3%	15.2%
QoQ	129.1%	24.2%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전			
YoY	-49.7%	137.6%	적전	적전	-34.0%	적전	적지	흑전	-55.6%	-77.7%	1441.6%

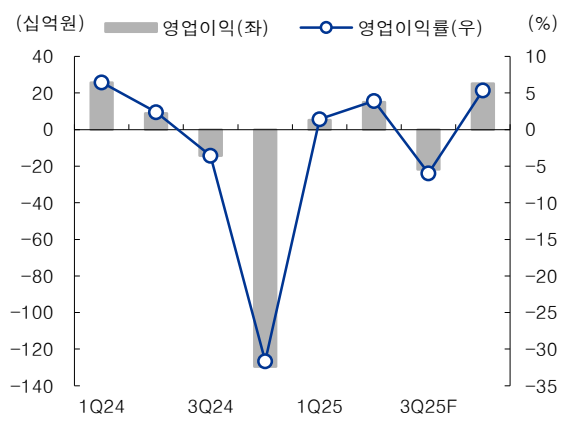
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



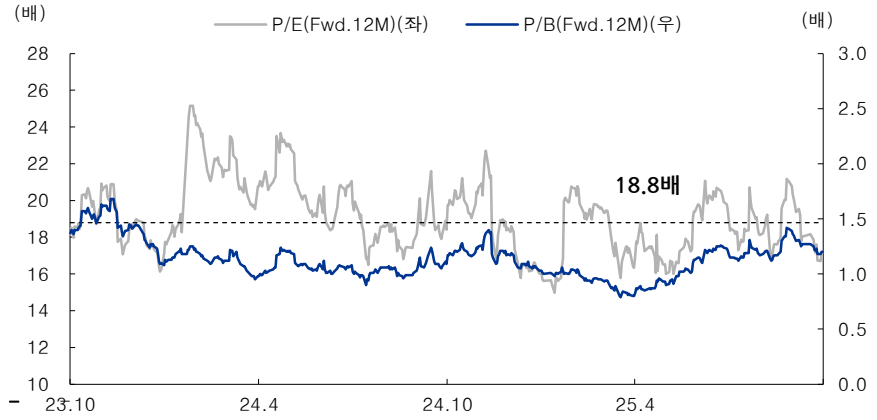
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

표 2. 엔씨소프트 신작 라인업

출시일	타이틀	개발사	지역	장르	모바일	PC	콘솔
2025-11-19	아이온2	엔씨소프트	한국, 대만	MMORPG	○	○	○
1H2026	리밋 제로 브레이커스	엔씨소프트	글로벌	액션 RPG	○	○	
2026	신더시티	빅파이어게임즈	-	SF 슈터	○		○
	타임 테이커즈	미스틸 게임즈	글로벌	서바이벌 TPS	○		○
미정	밴드 오브 크루세이더	버추얼 알케미	글로벌	전략 RPG	○		
	호라이즌 랜드 오브 셀베이션	엔씨소프트	-	MMORPG	○	○	○
	프로젝트 NL	엔씨소프트	-	MMORPG			

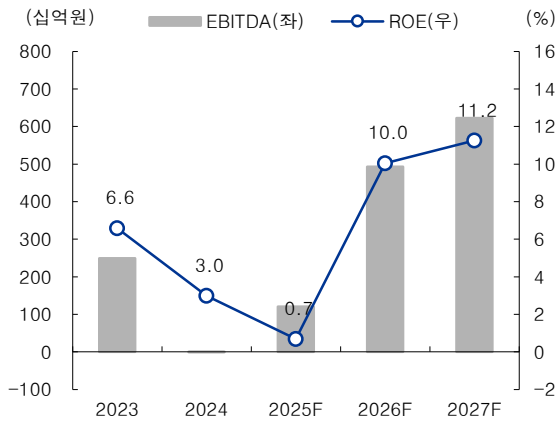
자료: 엔씨소프트, 언론종합, IBK투자증권

그림 3. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



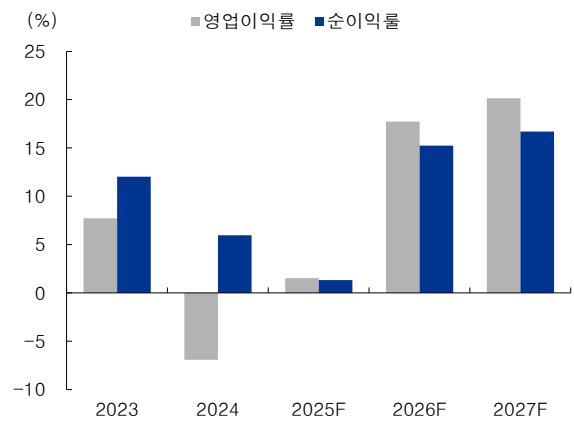
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이



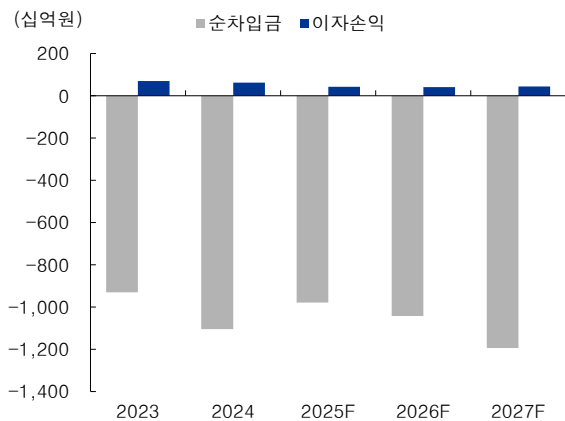
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이



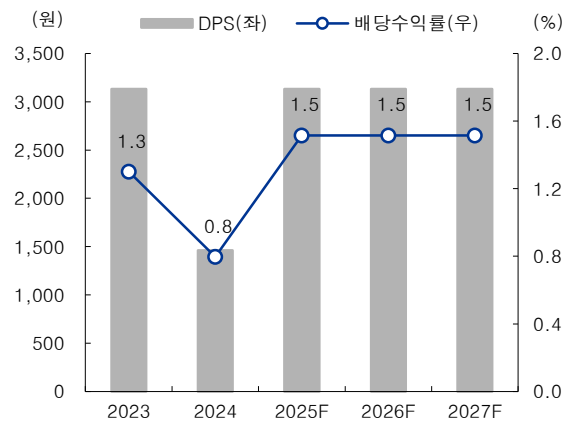
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 엔씨소프트의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

엔씨소프트 (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,574	2,123	2,371
증가율(%)	-30.8	-11.3	-0.3	34.9	11.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,574	2,123	2,371
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,643	1,687	1,550	1,747	1,893
판매비율(%)	92.3	106.9	98.5	82.3	79.8
영업이익	137	-109	24	376	477
증가율(%)	-75.4	-179.6	-121.8	1,483.2	26.9
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.5	17.7	20.1
순금융손익	91	117	33	41	44
이자손익	69	62	42	41	44
기타	22	55	-9	0	0
기타영업외손익	-26	109	-28	0	0
중속/관계기업손익	4	4	-5	0	0
세전이익	206	121	23	418	521
법인세	-8	27	3	94	125
법인세율	-3.9	22.3	13.0	22.5	24.0
계속사업이익	214	94	21	324	396
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	21	324	396
증가율(%)	-50.9	-56.0	-78.0	1,464.9	22.4
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	1.3	15.3	16.7
지배주주당기순이익	212	94	21	324	396
기타포괄이익	-23	-46	40	0	0
총포괄이익	191	48	61	324	396
EBITDA	249	0	120	492	622
증가율(%)	-62.5	-100.0	na	309.1	26.3
EBITDA마진율(%)	14.0	0.0	7.6	23.2	26.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	970	15,019	18,384
BPS	148,023	139,312	143,460	155,662	171,228
DPS	3,130	1,460	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	24.9	42.7	212.9	13.7	11.2
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.5	-76.035.3	28.9	6.9	5.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-30.8	-11.3	-0.3	34.9	11.7
EPS증가율	-51.3	-55.6	-77.4	1,448.2	22.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	0.8	1.5	1.5	1.5
ROE	6.6	3.0	0.7	10.0	11.2
ROA	4.8	2.3	0.5	7.8	8.9
ROIC	25.8	9.6	2.0	27.7	29.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	35.1	29.1	28.6	27.5	26.1
순차입금 비율(%)	-28.6	-36.1	-31.6	-31.0	-32.3
이자보상배율(배)	9.4	-10.6	2.6	48.6	61.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.6	12.0	9.2	8.8	8.2
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	883.8	747.6	694.2
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,650	1,785	1,995
현금및현금성자산	365	1,260	907	955	1,090
유가증권	1,167	178	394	410	426
매출채권	133	130	213	269	311
재고자산	1	1	3	3	4
비유동자산	2,057	2,165	2,334	2,501	2,669
유형자산	1,001	998	1,076	1,214	1,350
무형자산	96	104	107	113	120
투자자산	673	872	880	880	880
자산총계	4,394	3,954	3,984	4,286	4,663
유동부채	614	322	404	423	442
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	0	0	0
비유동부채	526	568	482	502	524
사채	170	170	170	170	170
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,141	890	885	925	966
지배주주지분	3,250	3,058	3,091	3,354	3,689
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-799	-673	-673	-673
기타포괄이익누계액	-45	-61	-13	-13	-13
이익잉여금	3,473	3,474	3,332	3,595	3,931
비지배주주지분	3	5	8	8	8
자본총계	3,253	3,064	3,099	3,362	3,697
비이자부채	539	556	563	603	644
총차입금	602	334	322	322	322
순차입금	-930	-1,105	-978	-1,043	-1,194

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	55	387	503
당기순이익	214	94	21	324	396
비현금성 비용 및 수익	72	-7	72	75	101
유형자산감가상각비	110	106	94	114	142
무형자산상각비	2	3	3	3	3
운전자본변동	-96	-43	-81	-53	-38
매출채권등의 감소	42	20	-60	-56	-42
재고자산의 감소	1	0	-1	-1	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-50	63	43	41	44
투자활동 현금흐름	113	1,294	-363	-313	-345
유형자산의 증가(CAPEX)	-117	-84	-158	-252	-277
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-41	41	21	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	10	-20	-104	0	0
기타	260	1356	-123	-52	-58
재무활동 현금흐름	-177	-523	-35	-25	-23
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-177	-523	-35	-24	-22
기타 및 조정	4	17	-11	0	-1
현금의 증가	80	895	-354	49	134
기초현금	286	365	1,260	907	955
기말현금	365	1,260	907	955	1,090

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

