2025. 7. 4

엔씨소프트 036570

시장, 섹터 모두 따라줬던 주가

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 42억원으로 1분기와 유사할 전망
- ✓ 4분기 〈아이온2〉 한국/대만 모바일 출시 전까지는 실적 큰 변동 없을 듯
- ✓ 기관 수급 영향으로 두 달간 주가 40% 상승, 산업 상대수익률 YTD 키맞추기 성공
- ✓ 현 시가총액 설명 위해서는 연간 3천억원 순이익 필요. 2분기 흐름 이어지면 당분간 추가 상승 가능. 그러나 이는 펀더멘털 기준 동사 적정 주가에 대한 의견은 유지

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**170,000 원**
현재주가 (7.3)	**205,500 원**
상승여력	**-17.3%**
KOSPI	3,116.27pt
시가총액	44,273억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	77.68%
외국인비중	33.06%
52주 최고/최저가	244,500원/135,800원
평균거래대금	247.5억원
주요주주(%)	
김택진 외 16 인	12.36
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43
넷마블	9.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.4	8.7	14.0
상대주가	6.9	-14.8	2.2

주가그래프

1분기와 유사할 2분기

엔씨소프트의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,522억원(-4.5% YoY)과 42억원(-52% YoY)으로 1분기와 유사할 전망이다. 〈리니지M〉을 제외한 모든 게임의 QoQ 소폭 하락이 예상된다. 6월 〈리니지M〉의 N주년 효과는 평년과 유사하게 3분기에 발효된다. 레거시 IP 및 〈아이온2〉 CBT 등 마케팅비는 1분기 대비 증가한다. 반면, 1분기 개발자 상여금으로 평분기 대비 높았던 1분기 인건비는 소폭 낮아질 것으로 전망한다. 〈아이온2〉 한국 대만 지역 내 모바일 출시가 예정된 4분기 전까지는 현재와 유사한 흐름을 예상한다.

〈오딘〉에서 엿본 〈아이온2〉 북미/유럽 진출 예상 성과, 그리고 주가

동사 주가는 두 달간 40% 상승했다. 국내 기관 수급이 주가를 이끌었다. 4월 비공개 간담회 후 본격 반등하기 시작했는데, 이 시기는 업종 내 가장 큰 크래프톤에 대한 기관 매도가 시작된 시점이었다. 우호적 시장 흐름은 매도 자금이 여타 게임주에 재투자되도록 이끌었다. 1) 섹터 내 포지션 변화와 2) 역사적으로 낮은 주가 레벨에 대한 시장 선호라는 측면에서 동사는 선택받기에 적합했다. 3) 4분기 〈아이온2〉 한국 대만 내 모바일 출시를 확정지은 점도 불확실성을 낮췄다. 당사는 2026년 지역 확장 후 연간 매출은 4,248억원으로 높은 기여를 반영했다. 〈오딘〉은 지난 월 북미/유럽 크로스 플랫폼 출시했으나 모바일에 최적화된 컨텐츠 탓에 성과는 높지 않다. 동사 신작도 재무 성과는 한국/대만에 집중될 전망이다. 기존 게임이 MMORPG에 집중되어 카니발이 발생할 것이란 점도 고려해야 한다. 지난 두 달간과 같은 현상이 지속된다면 당분간 추가 상승 가능하다. 그러나 이는 시장 전반 레벨 상승에 따른 것으로 펀더멘털 기준 동사에 대한 적정 주가는 유지한다. 현 시가총액을 만족시키기 위해서는 연간 3천억원의 순이익이 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-51.3	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024	1,578.1	-109.2	94.2	4,292	-55.6	139,312	42.7	1.3	-73,149.0	3.0	29.1
2025E	1,476.2	14.3	370.3	17,113	298.8	157,841	12.0	1.3	26.3	11.5	25.1
2026E	1,686.0	41.8	165.7	7,689	-55.1	164,223	26.7	1.3	21.2	4.8	26.2
2027E	1,761.1	57.3	126.0	5,849	-23.9	168,764	35.1	1.2	19.1	3.5	26.2

표1 2Q25P Preview 테이블

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	352.2	368.9	-4.5	360.3	-2.2	338.5	4.1	354.2	-0.6
영업이익	4.2	8.8	-52.0	5.2	-18.7	3.3	28.6	8.1	-47.5
세전이익	31.3	84.9	-63.1	31.3	0.3	43.1	-27.3	40.7	-23.0
지배주주 순이익	23.5	71.0	-66.9	37.8	-37.8	32.3	-27.2	40.9	-42.6
영업이익률(%)	1.2	2.4		1.4		1.0		2.3	
세전이익률(%)	8.9	23.0		8.7		12.7		11.5	
순이익률(%)	6.7	19.2		10.5		9.5		11.5	

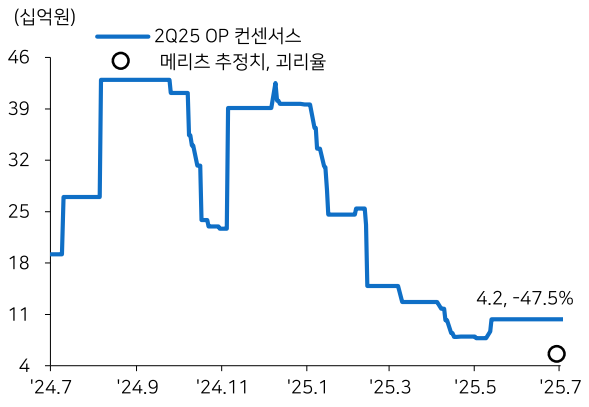
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,476.2	1,578.1	-6.5	1,428.2	3.4	1,552.6	-4.9
영업이익	14.3	-109.2	흑전	13.9	2.7	57.3	-75.1
세전이익	475.8	120.9	293.6	488.2	-2.5	194.0	145.3
지배주주 순이익	370.2	94.2	292.9	379.9	-2.6	165.1	124.2
영업이익률(%)	1.0	-6.9		1.0		3.7	
세전이익률(%)	32.2	7.7		34.2		12.5	
순이익률(%)	25.1	6.0		26.6		10.6	

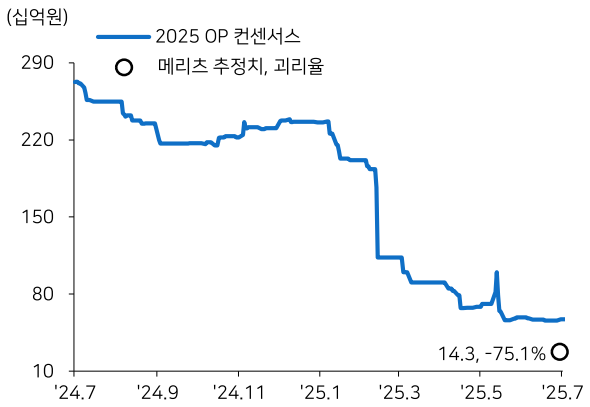
주: 3분기 삼성동 부동산 매각 차익 인식에 따른 순이익 증가 가정
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 -38% 하회 전망



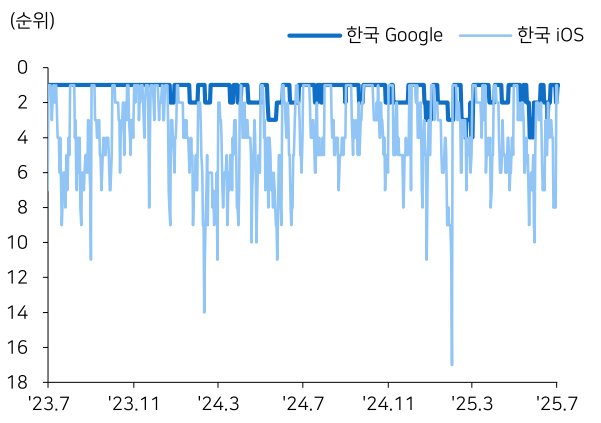
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 대비 적자 전환 전망



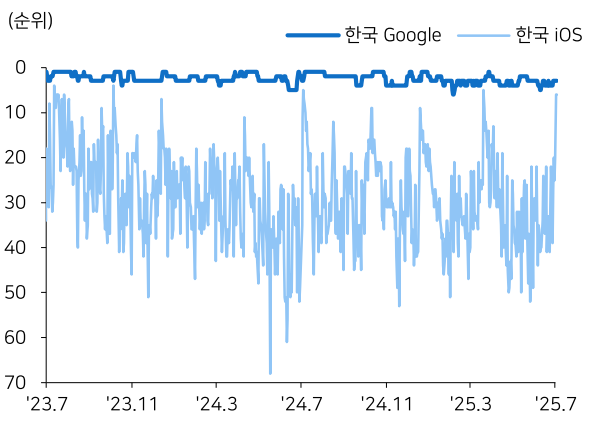
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <리니지M> 국내 매출 순위



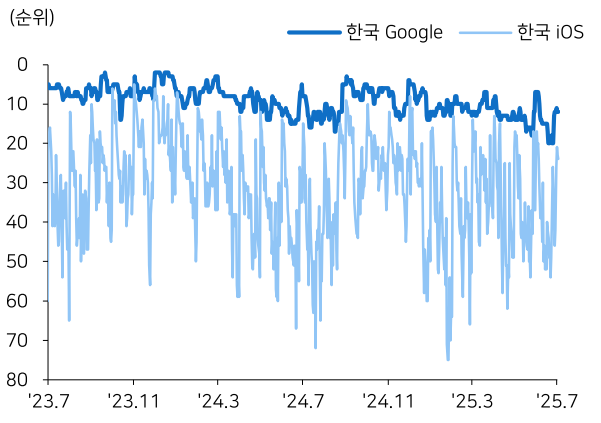
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 <리니지M> 대만 매출 순위



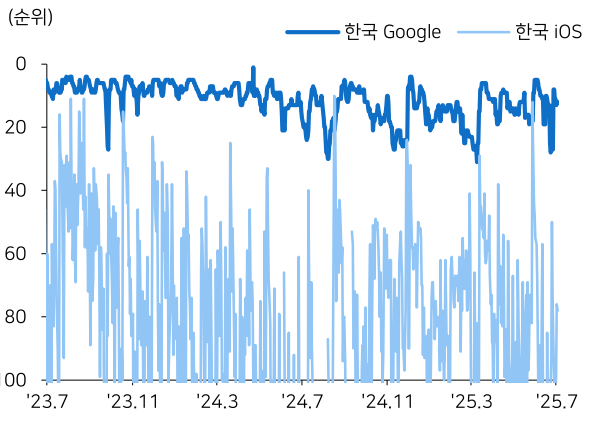
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 <리니지2M> 국내 매출 순위



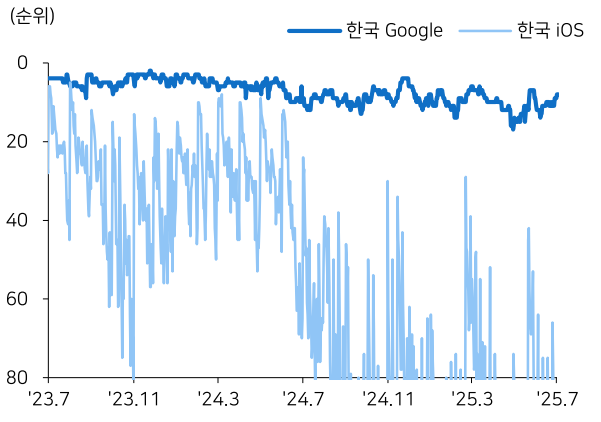
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 <리니지2M> 대만 매출 순위



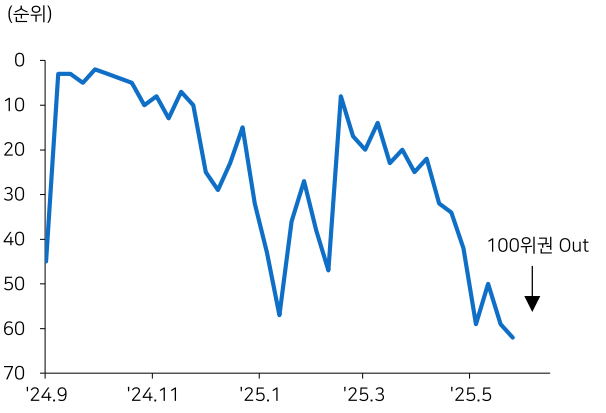
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 <리니지W> 국내 매출 순위



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 <TL> 스팀 매출 순위



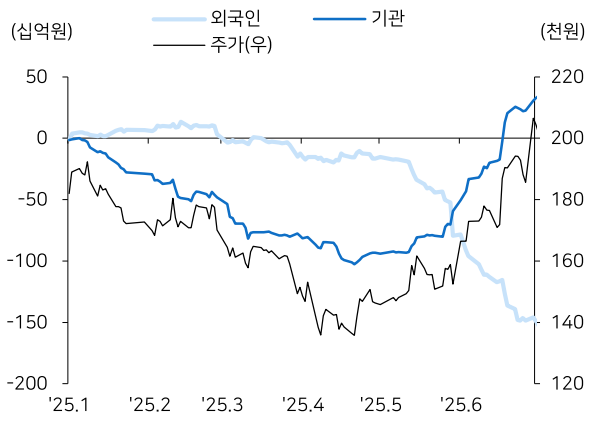
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 엔씨소프트 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.10.16	블레이드 앤 소울 네오 (한국)	PC	엔씨소프트	자체개발
24.12.04	저니 오브 모나크	모바일	엔씨소프트	자체개발
25.04.03	블레이드 앤 소울 2 (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔
25.05.20	리니지2M (동남아 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발
4Q25	아이온2 (글로벌)	모바일, PC	엔씨소프트	자체개발
2026 이후	프로젝트LLL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	브레이커스: 언락 더 월드	PC, 모바일	빅게임스튜디오(16.8%)	퍼블리싱
	택탄 (프로젝트G)	모바일	엔씨소프트	자체개발
	타임 테이커즈	PC, 콘솔	미스틸 게임즈	퍼블리싱
	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 NL	미정	엔씨소프트	자체개발
	리니지M (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔

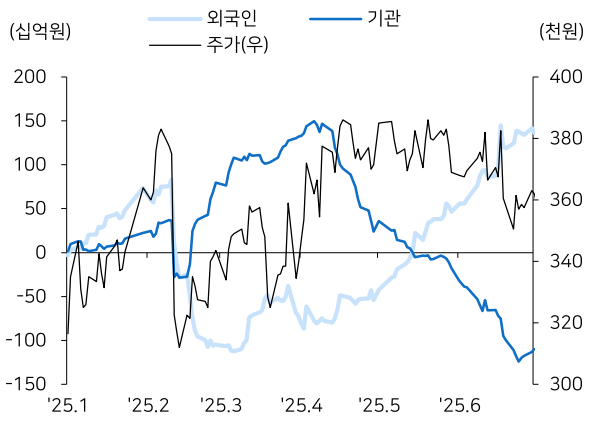
주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔씨소프트 투자자별 순매수 금액 및 주가



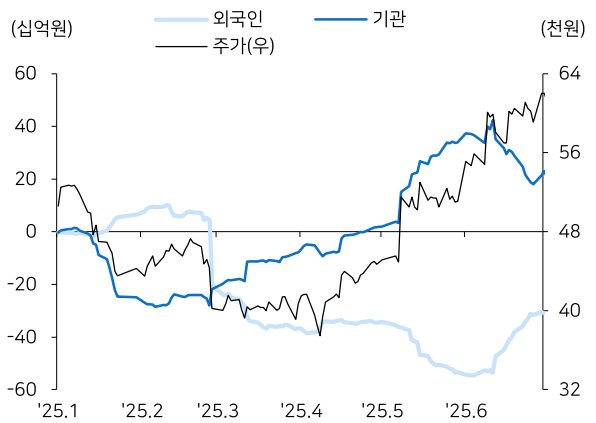
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 크래프톤 투자자별 순매수 금액 및 주가



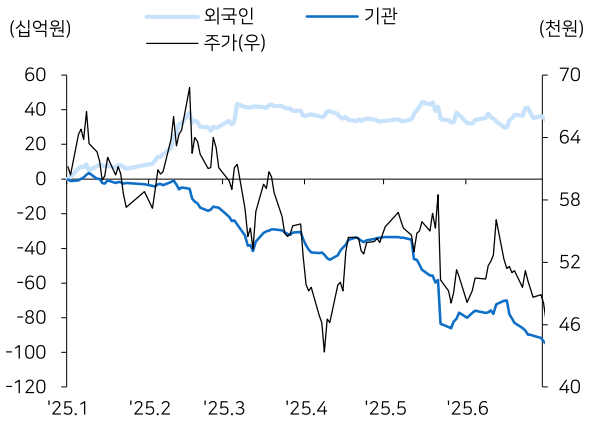
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 넷마블 투자자별 순매수 금액 및 주가



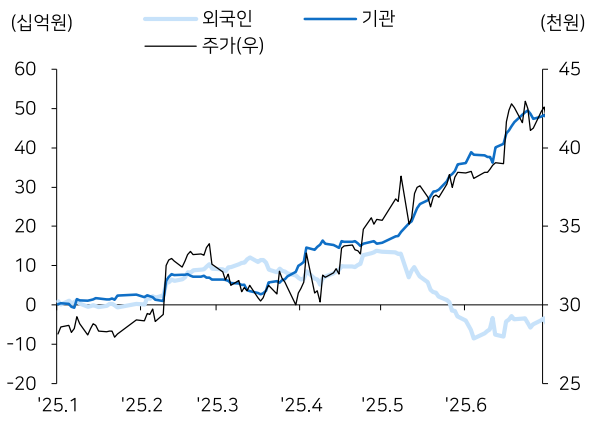
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 시프트업 투자자별 순매수 금액 및 주가



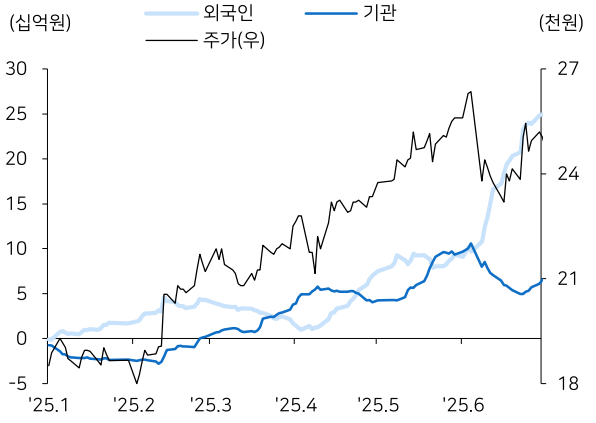
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 펄어비스 투자자별 순매수 금액 및 주가



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 네오위즈 투자자별 순매수 금액 및 주가



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	352.2	354.6	409.0	1,578.1	1,476.2	1,686.0
온라인	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	85.4	84.9	86.2	351.8	339.8	316.5
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	195.6	207.6	269.4	936.7	878.9	1,145.4
기타	24.3	26.8	29.7	26.8	25.7	27.3	22.8	21.8	107.7	97.6	84.3
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	44.0	39.3	31.7	182.0	159.9	139.8
% YoY	-16.9	-16.2	-5.0	-6.5	-9.5	-4.5	-11.8	-0.1	-11.3	-6.5	14.2
온라인	0.1	-2.2	-13.4	6.5	-8.9	-0.9	5.2	-7.8	-2.4	-3.4	-6.9
모바일	-24.6	-26.5	-7.5	-27.9	-17.3	-10.4	-18.1	25.0	-22.0	-6.2	30.3
기타	70.3	41.3	43.0	30.8	5.7	1.9	-23.3	-19.0	44.5	-9.4	-13.6
로열티	-22.8	3.8	8.0	140.5	37.5	16.7	3.3	-56.9	26.0	-12.1	-12.6
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	348.0	347.4	411.5	1,687.3	1,461.9	1,644.2
% to sales	93.5	97.6	103.6	131.6	98.6	98.8	98.0	100.6	106.9	99.0	97.5
% YoY	-6.3	-11.1	2.4	24.2	-4.6	-3.3	-16.5	-23.6	2.7	-13.4	12.5
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	124.4	116.6	156.2	544.7	526.5	622.1
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	25.1	25.2	24.5	108.1	99.9	95.6
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	17.3	24.5	47.0	128.2	102.0	159.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	181.2	181.2	183.8	906.4	733.4	767.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	4.2	7.2	-2.4	-109.2	14.3	41.8
영업이익률(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	1.4	1.2	2.0	-0.6	-6.9	1.0	2.5
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	31.3	368.1	45.1	120.9	475.8	179.8
% YoY	-44.5	117.2	적전	적지	-60.1	-63.1	흑전	흑전	-41.4	293.6	-62.2
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	23.5	276.1	32.9	94.2	370.2	165.6
% YoY	-49.7	137.6	적전	적전	-34.0	-66.9	흑전	흑전	-55.6	293.0	-55.3

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,779.8**	**1,578.1**	**1,476.2**	**1,686.0**	**1,761.1**
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-6.5	14.2	4.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,476.2	1,686.0	1,761.1
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,461.9	1,644.2	1,703.8
영업이익	**137.3**	**-109.2**	**14.3**	**41.8**	**57.3**
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.0	2.5	3.3
금융손익	91.1	116.5	46.6	52.8	61.7
종속/관계기업손익	4.1	4.4	-4.9	-4.7	-4.5
기타영업외손익	-26.2	109.2	419.9	90.0	43.0
세전계속사업이익	206.2	120.9	475.8	179.8	157.6
법인세비용	-7.7	26.8	105.8	14.2	31.5
당기순이익	**213.9**	**94.1**	**370.0**	**165.7**	**126.0**
지배주주지분 순이익	212.1	94.2	370.3	165.7	126.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**139.9**	**107.0**	**263.0**	**316.6**	**259.9**
당기순이익(손실)	213.9	94.1	370.0	165.7	126.0
유형자산상각비	110.1	105.9	96.4	91.4	88.4
무형자산상각비	1.8	3.3	7.0	10.2	13.3
운전자본의 증감	-95.6	-43.3	-13.0	26.7	9.6
투자활동 현금흐름	**113.0**	**1,294.1**	**12.9**	**-254.4**	**-234.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-84.2	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	3.8	-7.7	-2.8
재무활동 현금흐름	**-177.3**	**-522.9**	**-31.3**	**-22.2**	**-26.1**
차입금의 증감	20.2	-266.7	-3.0	6.1	2.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	895.3	244.6	40.0	-0.2
기초현금	285.6	365.2	1,260.5	1,505.1	1,545.1
기말현금	365.2	1,260.5	1,505.1	1,545.1	1,544.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,001.6	2,106.5	2,129.6
현금및현금성자산	365.2	1,260.5	1,505.1	1,545.1	1,544.9
매출채권	132.7	130.3	121.9	139.2	145.4
재고자산	0.7	1.1	1.0	1.1	1.2
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,258.2	2,364.3	2,465.3
유형자산	1,000.5	997.6	1,001.2	1,009.8	1,021.4
무형자산	96.1	103.9	196.9	286.6	373.3
투자자산	672.6	871.7	867.9	875.7	878.5
자산총계	**4,393.8**	**3,953.9**	**4,259.8**	**4,470.8**	**4,594.9**
유동부채	614.3	322.2	301.4	344.2	359.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	526.5	568.2	553.2	584.0	595.1
사채	169.7	169.8	169.8	169.8	169.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,140.8**	**890.4**	**854.6**	**928.2**	**954.6**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-44.5	-61.2	-61.2	-61.2	-61.2
이익잉여금	3,472.7	3,473.9	3,689.0	3,826.5	3,924.3
비지배주주지분	3.3	5.1	4.7	4.6	4.4
자본총계	**3,253.0**	**3,063.6**	**3,405.3**	**3,542.6**	**3,640.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	81,071	71,883	68,227	78,258	81,745
EPS(지배주주)	9,663	4,292	17,113	7,689	5,849
CFPS	13,017	3,975	14,453	10,629	9,536
EBITDAPS	11,350	-2	5,441	6,659	7,383
BPS	148,023	139,312	157,841	164,223	168,764
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
배당수익률(%)	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	42.7	12.0	26.7	35.1
PCR	18.5	46.1	14.2	19.3	21.5
PSR	3.0	2.5	3.0	2.6	2.5
PBR	1.6	1.3	1.3	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	249.2	-0.0	117.7	143.5	159.1
EV/EBITDA	15.3	-73,149.0	26.3	21.2	19.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	3.0	11.5	4.8	3.5
EBITDA 이익률	14.0	0.0	8.0	8.5	9.0
부채비율	35.1	29.1	25.1	26.2	26.2
금융비용부담률	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	9.4	-10.6	1.9	5.5	7.4
매출채권회전율(x)	11.6	12.0	11.7	12.9	12.4
재고자산회전율(x)	1,590.1	1,759.7	1,449.9	1,599.5	1,532.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

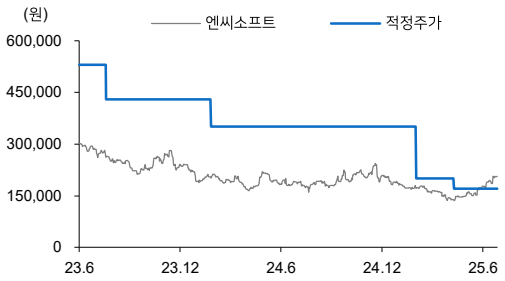
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.05.26	Indepth	Buy	530,000	이효진	-44.5	-37.1
2023.08.10	기업브리프	Buy	430,000	이효진	-44.9	-34.7
2024.02.13	기업브리프	Buy	350,000	이효진	-44.8	-30.1
2025.02.13	기업브리프	Hold	200,000	이효진	-20.3	-10.8
2025.04.21	산업분석	Hold	170,000	이효진	-2.8	21.5

주가 및 적정주가 변동추이