엔씨소프트 (036570)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

이번에는 반드시 체질개선에 성공해야

초반 흥행 지표는 나쁘지 않아

아이온2의 출시 후 초반 지표는 나쁘지 않았다. 11월 19일 아이온2 출시 후 일부 서버는 동시 접속 대기열이 2만 명을 넘겼고, 생성 제한을 풀자 일부 인기서버는 대기열 10만 명을 상회하는 등 인상적인 흥행기조를 보여줬다. 이러한 초반 기조로 출시 약 일주일간 평균 DAU는 100만 명 이상을 나타냈다. PC 플랫폼 자체 결제 비중도 90%를 넘어서며, 모바일 앱 마켓 순위(10위권 내외) 이상으로 실제 매출이 발생하는 흐름을 보여주었다.

새로운 BM을 만들어가는 과정

보다 폭넓은 PvE 콘텐츠와 가벼운 과금모델로 새로운 세대의 유저까지 흡수하기 위한 노력이 엿보였다. 다만 아직 질타를 받는 부분도 많다. 특히 초기 이용자 지표의 강세 이면에는 유료 아이템 능력치 논란 등 잡음도 많았다. 하지만 기존 리니지 라이크류 IP 대비 가벼운 정액멤버십과 코스튬 위주 BM으로, 과도한 Pay-to-Win 요소를 줄여가며 장기흥행에 유리한 구조를 갖추고자 노력한 점은 긍정적이다.

'26년: 본격적인 체질개선의 원년

'26년 1분기는 아이온2의 안정적인 분기 풀 매출이 반영되고, 추가 신작들의 출시도 이어진다. 동사는 '26년 최소 5종 이상의 신작 런칭을 계획하고 있다. 이 중 1~2분기에 오픈월드 택티컬슈터 장르인 신더시티와 서브컬처 RPG 등, 비 MMORPG 장르의 신작들이 출시될 예정이다. '26년은 인력경영 효율성 제고 및 새로운 스타일의 IP 개발을 통해 시장에 새롭게 어필하는 동사 체질개선의 원년이 될 전망이다.

Fig. 1: 엔씨소프트 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,554	2,005	2,206
영업이익	137	-109	36	366	447
세전이익	206	121	494	446	545
순이익[지배]	212	94	395	339	415
EPS(원)	9,663	4,291	18,276	15,741	19,253
증감률(%)	-51.3	-55.6	325.9	-13.9	22.3
PER(배)	24.9	42.7	11.8	13.7	11.2
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.3	-	25.4	6.3	4.5
ROE(%)	6.6	3.0	12.2	9.5	10.5
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7

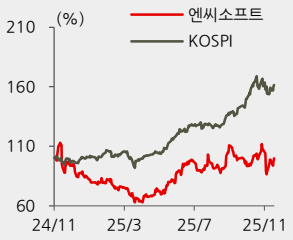
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	270,000원
[유지]	25.0%
현재주가	216,000원
2025/12/3	

주식지표

시가총액	4,654십억원
52주최고가	242,000원
52주최저가	135,800원
상장주식수	2,154만주/0.0만주
자본금/액면가	11십억원/500원
60일평균거래량	15만주
60일평균거래대금	32십억원
외국인지분율	31.7%
자기주식수	215만주/10.0%
주요주주및지분율	
김택진 외	12.4%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.4%

주가동향



이종원
인터넷/게임/엔터
bluesky@bnkfn.co.kr
(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

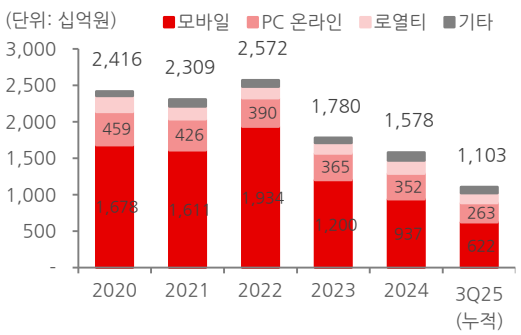
아이온2 출시, 초반 잡음속에서도 비교적 순항 중

아이온2가 출시된지 3주차가 지나가고 있다. 아이온2의 성공 여부가 리니지에 편중된 기존 사업구조를 탈피할 분수령이 될 수 있으며, '26년 기대신작들의 성공가능성을 타진하는 첫번째 시험대가 될 것이다. 출시 후 초반 지표는 나쁘지 않았다. 긴급 증설한 34개의 서버도 20분 내 모두 채워지는 모습을 보여줬고 보다 폭넓은 PvE 콘텐츠와 가벼운 과금모델로 새로운 세대의 젊은 유저까지 흡수하기 위한 노력이 엿보였다. 아이온2의 출시 후 초반 흥행기대감은 높지만 동시에 불확실성도 상존하고 있다. 특히 초기 이용자 지표의 강세 이면에는 잡음이 많았다. 출시 직후 약 2시간 동안 서버 접속불가 버그가 발생했고, 모바일 환경에서의 조작 어려움 등 엇갈린 이용자 평가에 출시 당일부터 주가가 급락한 바 있다.

기존과 다른 비즈니스 모델을 적용, 초기 모 바일 앱마켓 매출 순위가 다소 낮게 형성되기도 했다. 당초 착한과금을 공언했던 것과 달리 일부 유료아이템에 과도한 능력치를 부여하면서 비판이 거세게 일어났다. 이에 대해 동사는 출시 15시간 만에 긴급 라이브 방송으로 공식 사과하고 문제된 아이템을 즉시 제거하며 과금구조를 전면 수정했다. 이러한 대응 덕분에 부정 여론을 어느 정도 수습하며 이용자 이탈을 최소화한 상황이다.

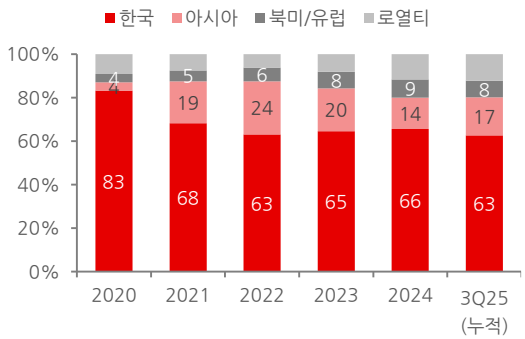
아직 질타를 받는 부분도 많지만 기존 리니지 라이크류 IP 대비 가벼운 정액멤버십과 코스튬 위주 BM으로, 과도한 Pay-to-Win 요소를 줄여가며 장기흥행에 유리한 구조를 갖춘 점은 긍정적이다. 동사가 지향하는 모바일 자체결제 시스템 도입은 (구글/애플 등 플랫폼 수수료 대폭절감) 장기적인 성장기조의 중요한 핵심축이 될 전망이며, '26년 글로벌 버전 적기출시 여부가 추가 성장 업사이드의 바로미터가 될 것이다. 만약 아이온2가 중장기흥행에 성공한다면, '26년 추가 라인업에 대한 투자자 신뢰도가 크게 높아져 주가와 실적 모멘텀이 본격화될 것으로 판단된다.

Fig. 2: 엔씨소프트 플랫폼별 매출액



자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 3: 엔씨소프트 지역별 매출비중



자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

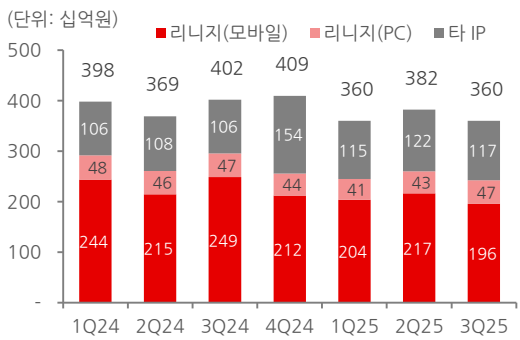
적극적인 세대교체가 필요한 시기

동사의 가장 오래된 IP인 리니지는 출시 25년이 지났지만 여전히 분기 매출 200억+@ 수준을 유지하고 있다. 리니지M 역시 8주년 업데이트 등의 상시 이벤트를 통해 매출 1천억 이상을 분기마다 유지하며 장수 중이다. 리니지2/2M도 원작+모바일 합산 시 일정수준 이상의 매출을 올리고 있으나, 전반적으로 기존 장수IP의 피로도가 누적되어 매출은 하향 안정화 추세기조를 나타내고 있다. 블레이드&소울은 소폭 매출만 발생하고 있고, 2021년작 블소2(모바일)는 초반 흥행 실패 후 매출 규모가 크지 않다. 아이온 IP는 원작 PC가 소수 마니아 층 위주로 남았으며, 이번에 아이온2로 IP를 리빌딩하며 세대교체를 도모 하고있다.

동사의 지난 3분기 연결 매출은 3,600억 원으로 전년 동기 대비 10% 감소했고, 영업이익은 -75억원(적자)으로 전년 동기 적자폭(영업손실 143억)보다 소폭 축소된 바 있다. 영업적자는 일회성 퇴직 위로금 등 구조조정 비용 반영으로 발생한 것으로, 이를 제외하면 소폭이나마 흑자를 시현했다. 다만 일회성 요인 제외 시 전 부문 감소세를 나타냈다고 볼 수 있는데, 핵심 IP 매출의 노후화와 신작 공백이 드러난 결과였기에 아이온2의 흥행성공이 더욱 절실한 상황이다.

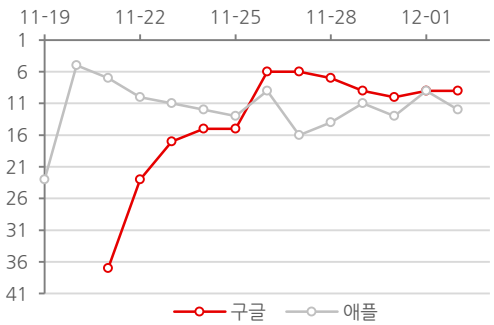
4분기를 기점으로 오랜만에 찾아온 반등 기회가 열리고 있다. 아이온2를 비롯한 신작 모멘텀으로 4분기 실적개선 및 '26년 추가적인 성장흐름이 예상된다. 물론 이는 어디까지나 신작 흥행기조에 달린 조건부 성장옵션이다. 대작 신규 IP 출시에 따른 실적 기대감은 4분기말을 기점으로 조금 더 상향될 전망이다.

Fig. 4: 리니지IP 매출 추이



자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 5: 아이온2 출시 이후 매출 순위



자료: 모바일인덱스, BNK투자증권

'26년 1분기, 진짜 시험무대

내년 1분기는 아이온2의 안정적인 분기 풀 매출이 반영되고, 추가 신작들의 출시도 이어진다. 동사는 '26년 최소 5종 이상의 신작 런칭을 계획하고 있다. 이 중 1~2분기에 슈팅 게임 비 MMORPG 장르 신작도 출시될 예정이다. '26년 엔씨소프트의 매출 가이던스로 2조 수준을 예상한다. 추가적인 업사이드는 아이온2를 시작으로 내년 출시되는 신작들의 성과에 달려 있다. 만약 아이온2가 국내외 흥행하고 뒤이어 나올 다른 IP 신작들도 순차적으로 안착할 경우, '26년 영업이익이 의미있게 회복할 것이다.

'26년에는 게임 IP 체질 개선에 따른 글로벌 확장 전략도 요구된다. 기존 리니지M과 리니지2M의 중국, 리니지W의 동남아 목표가 예정되어 있다. 기존 리니지 시리즈의 서비스 권역 확대를 통해 동사가 기존에 제시한 연간 매출목표는 2조원~2조5천억원 수준이였다. 이를 위해서는 레거시IP를 중심으로 한 구작들에서 매출 1.4 ~ 1.5조원을 달성하고 나머지 매출 0.6 ~ 1조원은 아이온2 등 신작 IP를 기반으로 채워내야 한다. 신작 IP의 초반 흥행세가 유지되면 달성가능한 목표치다. 투자리스크는 앞서 언급했듯 기존 레거시 IP의 국내 트래픽의 지속적인 하향 안정화가 불가피 할 것으로 전망되는 부분이다.

4분기 실적은 매출 약 4510억원(YoY +10.2%, QoQ +25.3%), 영업이익 약 240억원(YoY 흑자전환) 수준으로, 신작 모멘텀에 따른 실적 개선을 전망한다. '26년 1분기는 아이온2의 첫 번째 풀쿼터 실적이 반영되면서 분기 매출도 추가로 상승할 전망이다. 아이온2가 출시 초기 특수를 지나 안정적인 운영 단계에 들어서고, '26년 1분기는 명절 및 방학 시즌 효과까지 더해져 전분기 대비 매출유지 또는 소폭의 성장흐름이 예상된다. 향후 아이온2 등 신작 IP에서 발생할 일매출을 약 15억원 이상으로 추정하며, 신작 랠리가 온전히 지속된다면 일매출 볼륨은 크게 상향될 전망이다.

향후 신작 출시 일정의 적시성 중요

오랜만에 찾아온 반등 기회가 열리고 있다. 아이온2를 비롯한 신작 모멘텀으로 4분기 실적 개선 및 '26년 실적 레벨업과 볼륨성장이 예상되지만, 이는 어디까지나 신작 흥행에 달린 조건부 전망이며 기대감은 높지만 불확실성도 상존하는 상황이다. 특히 아이온2는 단순히 신작 IP의 흥행 뿐 아니라 향후 출시될 게임의 흥행성과도 일정부분 타진할 수 있는 단초를 제공할수 있다. 향후 출시될 IP 역시 PvE 비중이 높고 기존 리니지 스타일의 고과금 정책에서 탈피, 배틀패스를 위시로 한 과금모델과 캐릭터 커스터마이징에 최적화된 의상, 스킨 등 비성장성 아이템이 유저유인의 핵심 성장요인이 될 것이기 때문이다.

대형 신작 IP의 중장기적인 흥행세를 단정짓기는 다소 이른 시점이며 3~5주차 까지의 데이터와 성장지표를 더 들여다 봐야 한다. 다만 4분기 신작 성과없이 주가 리레이팅을 기대하기 쉽지 않다. 몇 년간 신작이 지연되면서 투자자와 유저들의 기대치가 누적되어 있다. 무엇보다 이번에는 확실히 달라진 엔씨를 보여달라는 요구가 높은데, 이를 충족하려면 출시이후에도 꾸준히 완성도를 높이려는 노력이 중요하다. 긍정적인 부분은 아이온2가 예정일정을 지키며 출시되고 지연 우려가 컸던 후속작 라인업 역시 구체적인 출시일을 언급하기 시작했다는 점이다. 아이온2 출시를 시작으로, '26년 신더시티와 리밋 제로 브레이커스 등 AAA 급 타이틀을 포함 총 5~7종의 신작 IP 출시가 대기중이다. TL 등 과거 사례에서 보듯 출시일이 반복 연기되면 유저 기대가 실망으로 바뀌는 만큼, 정해진 타이밍에 맞춰 품질을 확보하는 경영진의 실행력이 절실히 요구된다.

Fig. 6: 엔씨소프트 '26년 주요 신작

	신더시티	리밋 제로 브레이커스	타임 테이커즈
장르	오픈월드 슈팅	액션 RPG	타임 서바이벌 슈팅
플랫폼	PC/콘솔	PC/모바일	PC/콘솔

자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

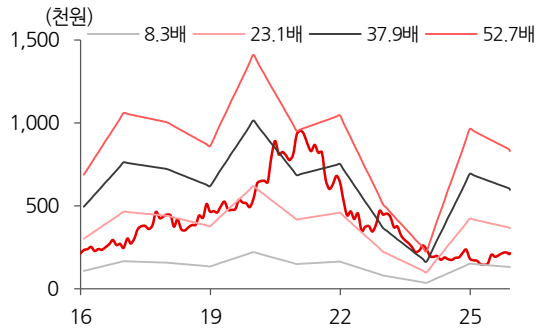
표 1. 엔씨소프트 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F
매출액	**398**	**369**	**402**	**410**	**360**	**382**	**360**	**451**	**1,578**	**1,554**
PC/콘솔	91.6	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	87.7	90.6	351.9	353.3
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.2	23	98.3	91.2
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.6	21	85.5	84.4
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13	9.0	9	50.4	39.1
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	33.4	35.3	32.0	38	117.7	138.7
모바일	249.5	218.3	253.4	215.7	206.3	218.9	197.2	297.3	936.9	919.7
리니지 M	105.1	107	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	116	492.8	455.1
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48	47.2	37	182.6	170.1
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	39	244.4	183.1
블레이드&소울2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	1.3	2	17.1	8.4
기타								103.0		103.0
기타매출	57	64.4	67.8	100.4	70.7	71.7	75.1	63	289.6	280
영업비용	372	360	416	539	355	367	368	427	1,687	1,517
영업이익	26	9	-14	-129	5	15	-8	24	-109	36
OPM(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	1.4	3.9	-2.1	5.2	-6.9	2.3
순이익	57	71	-27	-8	38	-36	347	46	94	395
NPM(%)	14.3	19.3	-6.6	-1.9	10.4	-9.4	96.5	10.2	6.0	25.4

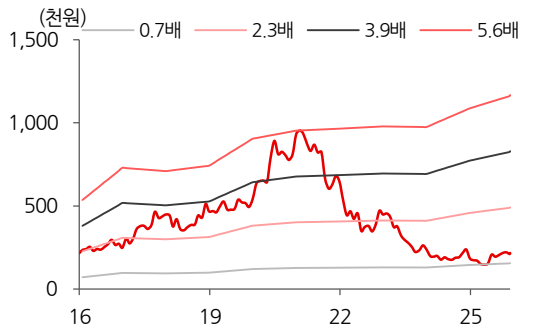
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 7: 엔씨소프트 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 8: 엔씨소프트 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,235	2,757	3,279
현금성자산	365	1,260	1,715	2,097	2,557
매출채권	133	130	128	166	182
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	2,077	2,024	1,975
투자자산	673	872	871	887	895
유형자산	1,001	998	913	846	793
무형자산	96	104	101	98	95
자산총계	**4,394**	**3,954**	**4,312**	**4,781**	**5,254**
유동부채	614	322	317	409	450
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	565	631	660
사채및장기차입금	170	170	170	170	170
부채총계	**1,141**	**890**	**882**	**1,040**	**1,111**
지배기업지분	3,250	3,059	3,425	3,737	4,139
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,841	4,152	4,555
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,430**	**3,741**	**4,143**
총차입금	649	382	381	395	400
순차입금	-1,471	-1,099	-1,511	-1,932	-2,409

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,554**	**2,005**	**2,206**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,554	2,005	2,206
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,518	1,639	1,759
판관비율	92.3	106.9	97.7	81.7	79.7
영업이익	**137**	**-109**	**36**	**366**	**447**
영업이익률	7.7	-6.9	2.3	18.3	20.3
EBITDA	249	0	124	436	503
영업외손익	69	230	457	80	98
금융이자손익	69	62	76	77	95
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	168	381	3	3
세전이익	**206**	**121**	**494**	**446**	**545**
세전이익률	11.6	7.7	31.8	22.2	24.7
법인세비용	-8	27	99	107	131
법인세율	-3.9	22.3	20.0	24.0	24.0
계속사업이익	214	94	395	339	414
당기순이익	**214**	**94**	**395**	**339**	**414**
당기순이익률	12.0	6.0	25.4	16.9	18.8
지배기업순이익	212	94	395	339	415
총포괄손익	191	48	395	339	414

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**140**	**107**	**485**	**416**	**436**
당기순이익	214	94	395	339	414
비현금비용	214	228	251	186	196
감가상각비	112	109	87	70	56
비현금수익	-142	-235	-148	-149	-177
자산및부채의증감	-96	-43	-3	57	26
매출채권감소	42	20	2	-37	-17
재고자산감소	1	0	0	0	0
매입채무증가	0	0	0	0	0
법인세환급(납부)	-120	-23	-99	-107	-131
투자활동현금흐름	**113**	**1,294**	**0**	**-18**	**30**
유형자산증가	-117	-84	0	0	0
유형자산감소	1	1	0	0	0
무형자산순감	-41	41	0	0	0
재무활동현금흐름	**-177**	**-523**	**-29**	**-15**	**-6**
차입금증가	20	-267	-1	13	6
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-28	-12
현금의증가	80	895	454	383	460
기말현금	365	1,260	1,715	2,097	2,557
잉여현금흐름(FCF)	22	23	485	416	436

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

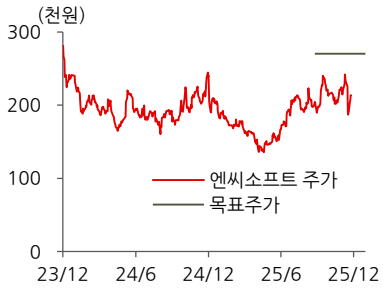
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	9,663	4,291	18,276	15,741	19,253
BPS	176,065	175,362	195,739	210,166	228,864
CFPS	13,017	3,975	23,020	17,459	20,120
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER (배)	24.9	42.7	11.8	13.7	11.2
PSR	3.0	2.5	3.0	2.3	2.1
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
PCR	18.5	46.1	9.4	12.4	10.7
EV/EBITDA	15.3	-	25.4	6.3	4.5
배당성향 (%)	29.7	30.1	7.2	8.4	6.8
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율	-30.8	-11.3	-1.5	29.0	10.0
영업이익증가율	-75.4	0.0	0.0	904.7	22.2
순이익증가율	-51.3	-55.6	319.7	-14.2	22.3
EPS증가율	-51.3	-55.6	325.9	-13.9	22.3
부채비율 (%)	35.1	29.1	25.7	27.8	26.8
차입금비율	19.9	12.5	11.1	10.5	9.7
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-44.1	-51.7	-58.2
ROA (%)	4.8	2.3	9.6	7.5	8.3
ROE	6.6	3.0	12.2	9.5	10.5
ROIC	14.6	-7.3	2.5	25.0	32.2

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/12/3 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
엔씨소프트 (036570)	25/08/28	매수	270,000원	*-20.8*	*-10.4*
	25/12/04	매수	270,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30기준) / 매수(Buy) 79.0 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.