엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 280,000원 (유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
49	27	55	61

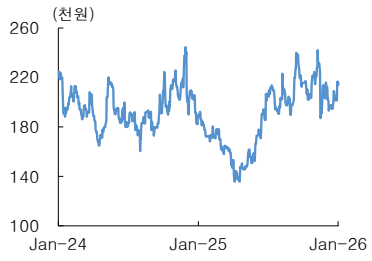
Stock Data

KOSPI(1/5)	4,458
주가(1/5)	214,000
시가총액(십억원)	4,610
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	242,000/135,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,260
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.6/33.8
주요주주(%) 김택진 외 14 인	12.4
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.9	3.4	13.2
KOSPI 대비(%p)	(7.8)	(42.6)	(69.3)

주가추이



자료: FnGuide

4Q25 Preview: 생각보다 더 좋을 2026년

비용 및 매출 이연 등으로 컨센서스 하회 전망

4Q25 매출액은 4,109억원(+0.4% YoY, +14.1% QoQ), 영업이익은 48억원(흑자전환 YoY, 흑자전환 QoQ)으로 컨센서스(영업이익 225억원)를 하회할 전망이다. 모바일 게임 매출액이 2,528억원(+17.2% YoY, +28.2% QoQ)으로 아이온2의 매출이 반영되지만 일부 매출 인식이 다음 분기로 이연됨에 따라 시장의 기대치는 소폭 하회할 것으로 예상한다. PC 게임 매출액은 928억원(-0.7% YoY, +5.7% QoQ)으로 4분기 성수기 영향으로 전분기대비 소폭 늘어날 것이다. 영업비용은 4,061억원(-24.6% YoY, +10.5% QoQ)으로 전망한다. 아이온2의 출시 등으로 마케팅비가 크게 증가할 것으로 예상된다.

리니지 클래식과 풍성한 2026년

1/1일 엔씨소프트는 '리니지 클래식'의 출시 계획을 공개했으며 유저 반응 또한 뜨겁다. 현재의 리니지와 비교하면 과금모델은 월정액(월 29,700원)을 기반으로 일부 상품들이 추가될 것으로 예상한다. 기존 리니지 시리즈와의 자기잠식 가능성, 수동플레이로 인해 예상보다 MAU 규모가 작을 가능성 등은 있지만 당사의 예상만큼 시장에 안착할 경우 2Q26부터는 엔씨소프트의 실적에 상당한 기여를 할 수 있을 것이다. 리니지 클래식을 시작으로 신작 3종, 스핀오프 게임 추가 2종, 기존 라인업의 글로벌 출시 등 2026년은 신작 모멘텀이 전반적으로 풍성한 것이 핵심 투자포인트이다.

모멘텀도 펀더멘털도 강하다

투자의견 매수 및 목표주가 280,000원을 유지한다. 2026년부터는 아이온2의 흥행을 기반으로 실적의 정상화가 예상된다. 단기적으로는 리니지 클래식이 출시되는 2월 7일까지 오랜만에 신작 모멘텀을 기대할 수 있을 것이며 장기적으로는 다양한 장르의 신작 성공 시 밸류에이션이 높아지며 주가가 상승하는 그림을 그려볼 수 있다. 현재 게임 섹터에서 가장 관심을 가져야 할 종목이라고 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	1,780	137	212	10,446	(51.3)	249	23.0	12.8	1.5	6.6	1.3
2024A	1,578	(109)	94	4,728	(54.7)	(0)	38.7	NM	1.2	3.0	0.8
2025F	1,514	18	370	16,861	256.6	126	12.0	19.7	1.2	11.5	0.7
2026F	2,050	371	308	14,280	(15.3)	481	15.0	4.6	1.2	8.9	0.9
2027F	2,256	445	351	16,005	12.1	554	13.4	3.6	1.1	9.5	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원)

	4Q25F					QoQ		YoY	
	Preview	기존추정	차이	컨센서스	차이	3Q25	증감률	4Q24	증감률
매출액	411	458	(10.3%)	452	(9.1%)	360	14.1%	409	0.4%
PC/콘솔	93	93	(0.3%)	-	-	88	5.7%	93	(0.7%)
모바일	253	300	(15.7%)	-	-	197	28.2%	216	17.2%
로열티 및 기타	65	65	0.6%	-	-	75	(13.0%)	100	(34.9%)
영업이익	5	50	(90.4%)	23	(78.7%)	(7)	NM	(129)	NM
영업이익률	1.2%	11.0%	(9.8%p)	5.0%	(3.8%p)	(2.1%)	3.2%p	(31.6%)	32.8%p
순이익	21	55	(61.4%)	33	(35.6%)	347	(93.9%)	(8)	NM

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후			변경 전			차이		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	1,514	2,050	2,256	1,561	2,007	2,055	(3.0%)	2.1%	9.8%
영업이익	18	371	445	63	384	448	(72.0%)	(3.4%)	(0.8%)
영업이익률(%)	1.2	18.1	19.7	4.0	19.1	21.8	(2.9%p)	(1.0%p)	(2.1%p)
세전이익	462	416	475	508	429	478	(9.1%)	(3.1%)	(0.7%)
순이익	370	308	351	404	317	354	(8.4%)	(3.0%)	(0.7%)
EPS(원)	16,861	14,280	16,005	18,401	14,725	16,111	(8.4%)	(3.0%)	(0.7%)
BPS(원)	169,392	180,652	194,120	171,099	182,843	196,429	(1.0%)	(1.2%)	(1.2%)
ROE(%)	11.5	8.9	9.5	12.5	9.1	9.4	(1.0%p)	(0.2%p)	0.1%p

주: EPS, BPS, ROE는 지배주주지분 기준
자료: 한국투자증권

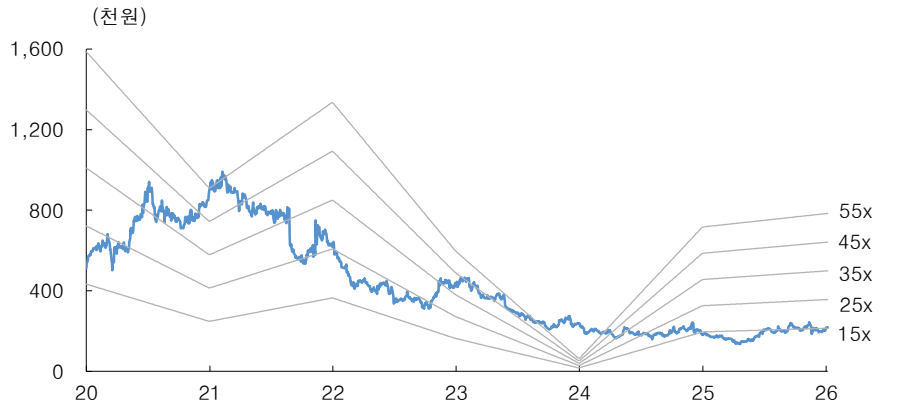
<표 3> 엔씨소프트 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**360**	**382**	**360**	**411**	**454**	**509**	**542**	**545**	**1,780**	**1,578**	**1,514**	**2,050**
YoY(%)	*(9.5)*	*3.7*	*(10.4)*	*0.4*	*26.0*	*33.1*	*50.5*	*32.6*	*(30.8)*	*(11.3)*	*(4.1)*	*35.4*
PC/콘솔	83	92	88	93	92	137	133	132	365	352	356	495
리니지1	22	21	25	25	26	26	26	26	97	98	94	104
리니지2	19	23	22	27	27	23	19	19	87	85	90	88
리니지 클래식						40	41	39				119
모바일	206	219	197	253	302	312	349	354	1,200	937	875	1,317
리니지 M	113	121	105	101	96	87	79	72	496	493	440	334
리니지2M	38	48	47	45	42	40	38	36	263	183	178	157
리니지 W	53	48	43	41	38	37	35	34	414	244	185	144
아이온2				64	125	129	140	161			64	555
기타	3	2	1	1	1	18	56	52			7	127
로열티 및 기타	71	72	75	65	59	61	59	58	214	290	283	237
영업비용	**355**	**367**	**368**	**406**	**398**	**410**	**427**	**444**	**1,643**	**1,687**	**1,496**	**1,678**
YoY(%)	*(4.6)*	*2.0*	*(11.7)*	*(24.6)*	*12.0*	*11.5*	*16.2*	*9.3*	*(18.4)*	*2.7*	*(11.3)*	*12.2*
영업이익	**5**	**15**	**(7)**	**5**	**56**	**99**	**115**	**101**	**137**	**(109)**	**18**	**371**
YoY(%)	*(79.7)*	*70.5*	*NM*	*NM*	*975.7*	*558.3*	*NM*	*1,999.7*	*(75.4)*	*NM*	*NM*	*2,005.0*
영업이익률(%)	*1.4*	*3.9*	*(2.1)*	*1.2*	*12.4*	*19.5*	*21.2*	*18.5*	*7.7*	*(6.9)*	*1.2*	*18.1*
세전이익	**31**	**(33)**	**435**	**29**	**67**	**103**	**130**	**116**	**206**	**121**	**462**	**416**
YoY(%)	*(60.1)*	*NM*	*NM*	*NM*	*112.8*	*NM*	*(70.1)*	*303.7*	*(66.1)*	*(41.4)*	*282.0*	*(10.0)*
순이익	**38**	**(36)**	**347**	**21**	**49**	**76**	**96**	**86**	**214**	**94**	**370**	**308**
YoY(%)	*(34.3)*	*NM*	*NM*	*NM*	*31.2*	*NM*	*(72.3)*	*303.7*	*(50.9)*	*(56.0)*	*293.3*	*(16.9)*

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 엔씨소프트 PER band chart



자료: Bloomberg, 한국투자증권

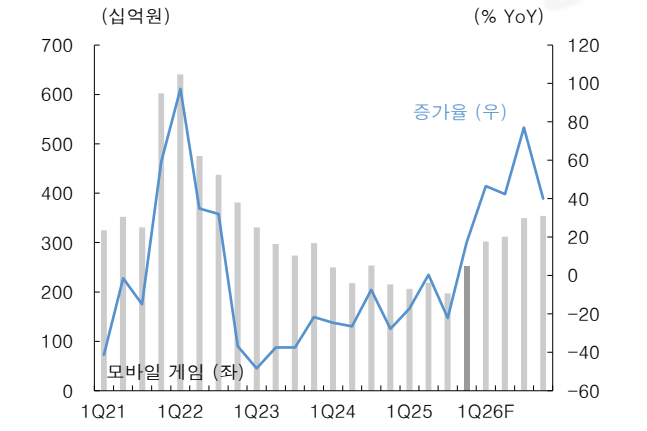
<표 4> 엔씨소프트 valuation

(단위: 원, 배)

항목	내용
2026년 EPS	14,280
적용 PER	20.0
적정주가	285,607
목표주가	280,000

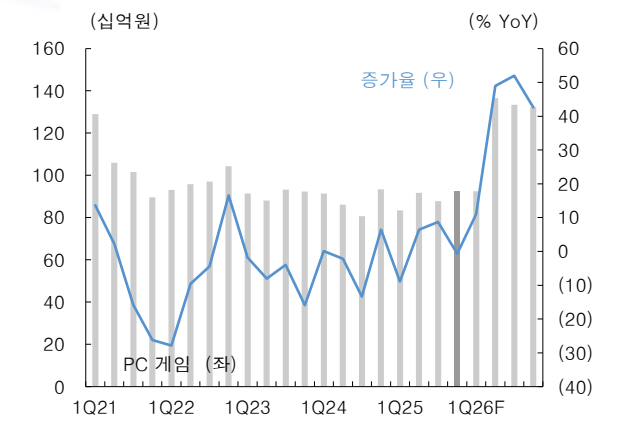
자료: 한국투자증권

[그림 2] 아이온2 매출 반영되겠지만 일부 이연 인식되며 시장 기대치 소폭 하회할 전망



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] 4분기 성수기 영향으로 전분기대비 소폭 매출 증가할 것



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 5> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		NCSoft	Nexon	Krafton	Netmarble	Shiftup	Pearl Abyss	Kakaogames	NHN	Com2us
매출	2023A	1,780	3,942	1,911	2,502	169	333	726	2,270	740
	2024A	1,578	4,021	2,710	2,664	224	342	627	2,456	694
	2025F	1,550	4,400	3,192	2,784	293	345	488	2,502	724
	2026F	1,943	4,738	3,839	2,982	222	619	680	2,716	768
영업이익	2023A	137	1,255	768	(68)	111	(16)	75	56	(33)
	2024A	(109)	1,119	1,182	216	153	(12)	19	(33)	6
	2025F	32	1,343	1,306	335	184	(21)	(34)	107	10
	2026F	299	1,438	1,430	388	136	154	52	128	30
영업이익률	2023A	7.7	31.8	40.2	(2.7)	65.9	(4.9)	10.4	2.4	(4.5)
	2024A	(6.9)	27.8	43.6	8.1	68.1	(3.6)	3.1	(1.3)	0.9
	2025F	2.1	30.5	40.9	12.0	62.8	(6.2)	(6.9)	4.3	1.3
	2026F	15.4	30.3	37.2	13.0	61.5	24.8	7.7	4.7	4.0
순이익	2023A	212	657	595	(256)	107	15	(229)	(9)	40
	2024A	94	1,215	1,306	26	148	60	(109)	(133)	(108)
	2025F	272	1,005	938	310	176	(1)	(48)	35	15
	2026F	276	1,126	1,138	315	129	142	38	76	32
PER	2023A	23.0	31.0	15.1	-	-	156.3	-	-	31.8
	2024A	38.7	14.7	10.9	165.2	23.2	28.2	-	-	-
	2025F	16.7	30.0	12.4	13.7	12.0	-	-	27.4	22.0
	2026F	15.3	26.3	10.2	13.5	17.5	16.4	28.1	13.5	14.6
PBR	2023A	1.5	2.4	1.6	1.0	-	3.3	1.5	0.5	0.5
	2024A	1.2	1.9	2.1	0.8	4.8	2.1	1.0	0.4	0.6
	2025F	1.3	3.1	1.5	0.7	2,185.2	3.0	1.0	0.7	0.4
	2026F	1.2	2.9	1.3	0.7	1,916.3	2.6	1.0	0.7	0.4
PSR	2023A	2.7	5.2	4.7	1.9	-	7.1	2.9	0.3	0.8
	2024A	2.3	4.4	5.3	1.6	15.3	5.0	2.1	0.2	0.8
	2025F	3.0	7.0	3.7	1.5	7.0	7.0	2.8	0.4	0.5
	2026F	2.4	6.5	3.1	1.4	9.4	3.9	2.0	0.4	0.5
ROE	2023A	6.6	8.0	11.2	(4.9)	100.2	2.1	(14.9)	(0.5)	3.5
	2024A	3.0	14.1	21.1	0.5	31.4	7.9	(8.0)	(8.6)	(10.4)
	2025F	8.1	10.6	13.1	5.6	20.8	0.5	(3.5)	1.9	1.9
	2026F	8.8	11.4	14.1	5.5	12.8	16.9	2.6	4.7	2.3
EV/EBITDA	2023A	13.8	10.9	7.0	50.3	-	221.6	16.6	3.8	-
	2024A	-	10.1	8.2	13.5	19.5	112.0	19.9	6.1	21.5
	2025F	23.2	16.9	6.5	9.7	7.2	549.7	80.8	2.3	17.8
	2026F	7.6	15.8	6.0	8.6	10.2	11.8	16.2	2.1	10.6

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,514**	**2,050**	**2,256**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,514	2,050	2,256
판매관리비	1,643	1,687	1,496	1,678	1,811
영업이익	**137**	**(109)**	**18**	**371**	**445**
영업이익률(%)	*7.7*	*(6.9)*	*1.2*	*18.1*	*19.7*
EBITDA	249	(0)	126	481	554
EBITDA Margin(%)	*14.0*	*(0.0)*	*8.4*	*23.5*	*24.6*
영업외수익	69	230	444	45	30
금융수익	120	157	123	124	127
금융비용	29	40	57	50	48
기타영업외손익	(26)	109	391	(17)	(36)
관계기업관련손익	4	4	(12)	(13)	(13)
세전계속사업이익	**206**	**121**	**462**	**416**	**475**
법인세비용	(8)	27	92	108	123
연결당기순이익	214	94	370	308	351
지배주주지분순이익	**212**	**94**	**370**	**308**	**351**
지배주주순이익률(%)	*11.9*	*6.0*	*24.5*	*15.0*	*15.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(30.8)	(11.3)	(4.1)	35.4	10.1
영업이익 증가율	(75.4)	NM	NM	2,005.0	19.8
지배주주순이익 증가율	(51.3)	(55.6)	292.9	(16.9)	14.2
EPS 증가율	(51.3)	(54.7)	256.6	(15.3)	12.1
EBITDA 증가율	(62.5)	NM	NM	280.1	15.3

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**4,394**	**3,954**	**3,830**	**4,831**	**5,215**
유동자산	2,337	1,789	1,715	2,323	2,556
현금성자산	365	1,260	1,209	1,637	1,802
매출채권및기타채권	172	167	160	217	239
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	2,057	2,165	2,115	2,508	2,658
투자자산	673	872	836	1,132	1,246
유형자산	1,001	998	995	992	989
무형자산	96	104	100	135	148
부채총계	**1,141**	**890**	**471**	**1,249**	**1,365**
유동부채	614	322	(55)	677	795
매입채무및기타채무	215	196	188	255	281
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	0	0	0
비유동부채	526	568	526	572	570
사채	170	170	170	170	170
장기차입금및금융부채	199	166	134	101	68
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,360**	**3,583**	**3,849**
지배주주지분	3,250	3,058	3,354	3,577	3,844
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(623)	(799)	(799)	(799)	(799)
이익잉여금	3,473	3,474	3,816	4,085	4,397
비지배주주지분	**3**	**5**	**5**	**5**	**5**
순차입금	(1,471)	(1,099)	(1,065)	(1,595)	(1,815)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**140**	**107**	**122**	**1,039**	**542**
당기순이익	214	94	370	308	351
유형자산감가상각비	110	106	106	105	105
무형자산상각비	2	3	3	4	5
자산부채변동	(96)	(43)	(368)	600	64
기타	(90)	(53)	11	22	17
투자활동현금흐름	**113**	**1,294**	**(119)**	**(545)**	**(312)**
유형자산투자	(117)	(84)	(103)	(103)	(103)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	271	1,318	(23)	(355)	(173)
무형자산순증	(41)	41	1	(40)	(18)
기타	(1)	18	5	(48)	(19)
재무활동현금흐름	**(177)**	**(523)**	**(55)**	**(66)**	**(66)**
자본의증가	1	1	0	0	0
차입금의순증	(43)	(285)	(27)	(27)	(27)
배당금지급	(136)	(64)	(28)	(28)	(39)
기타	1	(175)	0	(11)	0
기타현금흐름	4	17	0	0	0
현금의증가	**80**	**895**	**(52)**	**428**	**165**
FCF	(44)	(46)	(345)	978	516

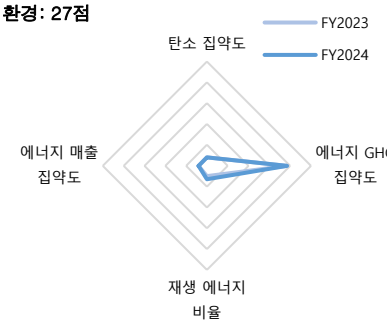
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	10,446	4,728	16,861	14,280	16,005
BPS	160,025	157,673	169,392	180,652	194,120
DPS	3,130	1,460	1,460	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	4.8	2.3	9.5	7.1	7.0
ROE	6.6	3.0	11.5	8.9	9.5
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.9	0.9
배당성향	30.0	30.1	7.6	12.6	11.0
안정성					
부채비율(x)	35.1	29.1	14.0	34.9	35.5
차입금/자본총계비율(%)	19.9	12.5	10.6	9.2	7.8
이자보상배율(x)	9.4	(10.6)	1.8	39.0	46.9
순차입금/EBITDA(x)	(5.9)	NM	(8.5)	(3.3)	(3.3)
Valuation(x)					
PER	23.0	38.7	12.0	15.0	13.4
최고	46.0	52.5	14.5	15.6	13.9
최저	20.3	33.2	8.0	14.5	12.9
PBR	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
최고	3.0	1.6	1.4	1.2	1.1
최저	1.3	1.0	0.8	1.1	1.1
PSR	3.0	2.5	2.9	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.8	NM	19.7	4.6	3.6

주: K-IFRS (연결) 기준

KIS ESG Indicator

환경: 27점



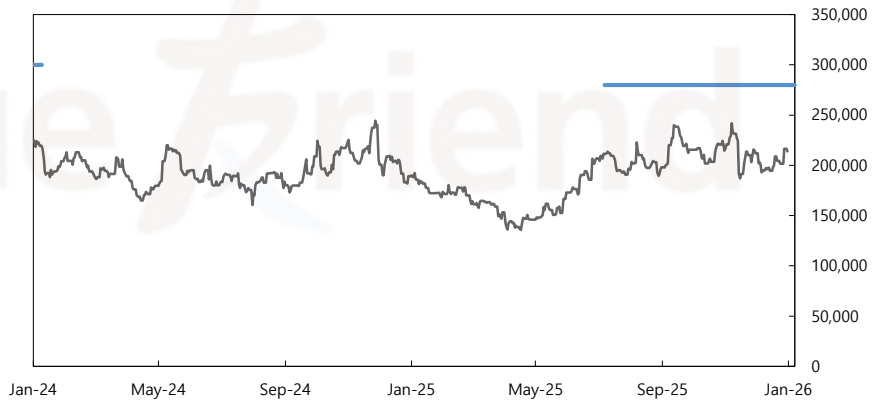
사회: 55점

지배구조: 61점

자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2023.11.28	매수	300,000원	-19.8	-6.3
	2024.01.15	중립	-	-	-
	2025.01.15	1년경과		-	-
	2025.07.12	매수	280,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2026년 1월 6일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.