엔씨소프트(036570.KS) 매수(유지)

구조적 변화 확인

분석의 기본 가정

- 〈아이온2〉로 2030세대 유입 증가하며 중소과금 유저 증가
- PC결제 비중 증가하며 지급수수료율 감소

4분기 매출액 4,226억원, 영업이익 흑자전환 전망

엔씨소프트의 2025년 4분기 매출액은 전년비 3%, 전분기비 17% 증가한 4,226억원, 영업이익은 78억원을 전망함. 공식 홍보자료에 의하면 〈아이온2〉의 46일 매출 1,000억원이나 〈아이온2〉의 총매출 중 멤버십이 28일 동안 유효하고 주요 신년 업데이트가 12/31에 있어 해당 업데이트로 인한 매출 대부분이 다음분기로 이연되었을 것으로 판단함. PC 결제 비중은 전체의 80% 이상임을 개발자 인터뷰에서 확인하였으며 모바일 수수료 30%가 아닌 10% 수준으로 감소되는 효과 존재함. 개발자 인터뷰를 통해 2030세대의 비중이 50% 이상으로 4050세대의 기존 엔씨소프트 유저층이 전 연령으로 확대되었음을 확인함

레거시 IP 연간 1.5조원 가시화

엔씨소프트는 2026년 연간 가이던스에서 신작 6천억원~1조, 레거시 IP 1.4조원~1.5조원을 제시함. 리니지 IP를 활용한 게임 중 2월 7일 출시 예정인 〈리니지 클래식〉은 PC 플랫폼 기반으로 1998년 리니지 초기 버전에 편의성을 추가하여 서비스할 예정임. 30일 서비스 이용권 29,700원으로 과거와 같이 월 정액제를 채택함. 2월 7일 프리오픈 단계에서는 무료로 서비스되나 3일 이후 11일부터는 이용권 결제가 필요함

2030세대 유저 확보로 달라진 유저베이스 확인

엔씨소프트에 대한 매수 투자의견, 목표주가를 310,000원을 유지함. PC MMORPG장르의 신작이 부재한 상황에서 〈아이온2〉의 유저 쏠림 현상은 지속될 것으로 판단함. 라이브 방송을 통한 밸런스 패치 및 유저 소통도 2030세대의 유입과 긍정적임. 1월 21일부터 〈아이온2〉의 시즌2가 시작하며 PvE 콘텐츠가 확대될 예정임. 리니지 IP의 경우 4분기 30% 수준으로 기존 추정과 부합할 것으로 판단함

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,525	2,169	2,242
영업이익(십억원)	137	-109	21	400	512
세전손익(십억원)	206	121	454	437	539
지배순이익(십억원)	212	94	358	323	399
EPS(원)	9,663	4,291	16,596	15,014	18,525
증감율(%)	-51.3	-55.6	286.7	-9.5	23.4
ROE(%)	6.6	3.0	11.1	9.1	10.3
PER(배)	24.9	42.7	14.2	15.7	12.7
PBR(배)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	17.6	-	25.1	6.2	4.5

게임/엔터테인먼트 담당 김지현

T.02)2004-9964 / kim.ji-hyun@shinyoung.com

현재주가(1/19) 235,500원

현재주가(12M, 유지) 310,000원

Key Data (기준일: 2026. 01. 19)

KOSPI(pt)	4904.66
KOSDAQ(pt)	968.36
액면가(원)	500
시가총액(억원)	50,736
발행주식수(천주)	21,544
평균거래량(3M,주)	178,282
평균거래대금(3M, 백만원)	37,773
52주 최고/최저	247,500 / 135,800
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(26F,%)	0.2
외국인지분율(%)	34.6
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.4 %
Saudi Electronic Gaming HC 외 1 인	9.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	16.6	12.4	29.5
KOSPI대비 상대수익률	-0.7	-10.9	-26.9	-33.4

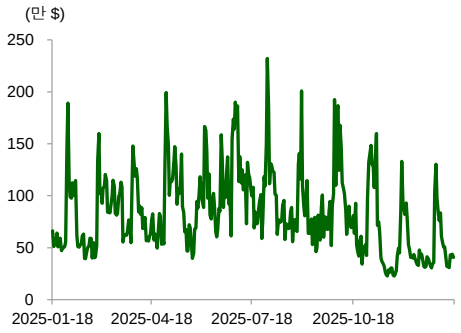
Company vs KOSPI composite

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
영업수익	**360**	**382**	**360**	**423**	**510**	**469**	**577**	**613**	**1578**	**1525**	**2169**
QoQ%	*-12%*	*6%*	*-6%*	*17%*	*21%*	*-8%*	*23%*	*6%*			
YoY%	*-9%*	*4%*	*-10%*	*3%*	*41%*	*23%*	*60%*	*45%*		*-3%*	*42%*
[매출구성]											
모바일	206	219	197	187	199	192	221	205	951	810	818
리니지M	113	121	105	102	99	106	104	99	493	441	408
리니지2M	38	48	47	43	39	38	37	39	183	176	153
블레이드&소울 2	3	2	1	1	1	1	1	1	17	7	5
리니지W	53	48	43	40	32	29	27	24	244	185	113
아이온2(국내,대만)	0	0	0	84	126	89	81	103	0	84	399
PC	83	92	88	163	242	209	290	341	352	426	1082
리니지	22	21	25	24	23	22	25	24	98	92	93
리니지2	19	23	22	21	19	19	20	20	85	84	79
아이온	8	13	9	6	5	5	5	5	50	37	20
블레이드앤소울	14	19	14	12	11	11	12	12	25	59	46
길드워2	19	16	18	17	16	16	17	17	93	70	66
로열티	45	42	47	44	41	39	38	38	182	178	155
기타	26	29	28	29	29	28	28	29	108	112	114
영업비용	**355**	**367**	**368**	**415**	**436**	**408**	**463**	**463**	**1687**	**1505**	**1769**
QoQ%	*-34%*	*3%*	*0%*	*13%*	*5%*	*-6%*	*14%*	*0%*			
YoY%	*-5%*	*2%*	*-12%*	*-23%*	*23%*	*11%*	*26%*	*12%*		*-11%*	*18%*
[비용구성]											
인건비	187	191	199	194	187	185	186	187	906	771	745
마케팅비	13	23	16	56	42	34	52	53	128	109	180
D&A	25	25	21	21	21	20	20	19	108	93	80
매출 변동비 및 기타	129	128	131	143	185	168	205	205	545	532	764
영업이익	**5**	**15**	**-7**	**8**	**74**	**61**	**114**	**150**	**-109**	**21**	**400**
OPM%	*1%*	*4%*	*-2%*	*2%*	*15%*	*13%*	*20%*	*25%*	*-7%*	*1%*	*18%*
QoQ%	*흑전*	*172%*	*적전*	*흑전*	*684%*	*-10%*	*51%*	*24%*			
YoY%	*-78%*	*64%*	*적축*	*흑전*	*903%*	*232%*	*흑전*	*1224%*		*흑전*	*1262%*
당기순이익	**38**	**-36**	**347**	**9**	**59**	**55**	**83**	**127**	**94**	**357**	**323**
NIM%	*10%*	*-9%*	*96%*	*2%*	*12%*	*12%*	*14%*	*21%*	*10%*	*44%*	*40%*
QoQ%	*흑전*	*적전*	*흑전*	*-98%*	*478%*	*0%*	*23%*	*45%*			
YoY%	*-27%*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*12%*	*흑전*	*-85%*	*929%*		*346%*	*-10%*
지배주주순이익	**38**	**-35**	**347**	**9**	**59**	**55**	**83**	**127**	**94**	**358**	**323**

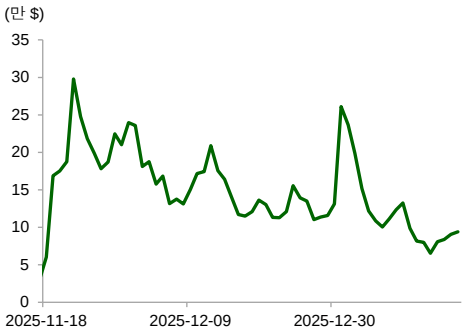
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 2. <리니지 M> 모바일 결제 일매출 추이



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 3. <아이온2> 모바일 결제 일매출 추이

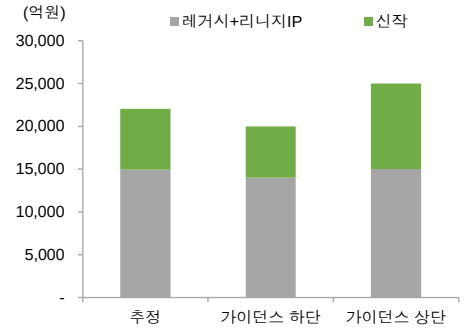


자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 4. <리니지 클래식> 2/7 프리오픈

자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 5. 2026년 가이던스와 추정치 비교



자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 6. <아이온2> 신규 시즌 로드맵

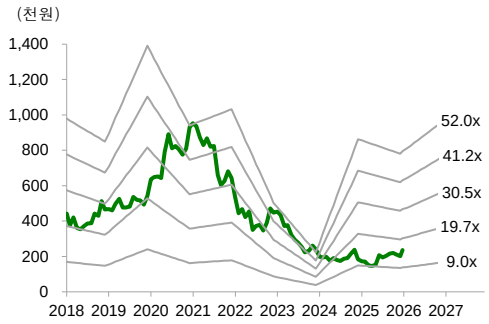
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 7. 엔씨소프트 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
2025.11.19	한국, 대만	아이온 2	MMORPG	PC/모바일	자체개발
2H26	글로벌	아이온 2 글로벌	MMORPG	PC/모바일	자체개발
2026.02.07	한국, 대만, 홍콩, 마카오	리니지 클래식	MMORPG	PC/모바일	자체개발
1Q26	글로벌	브레이커스 언락 더 월드	서브컬처	PC/모바일	퍼블리싱
2Q26	글로벌	타임 테이커스	배틀로얄 슈터	PC/콘솔	퍼블리싱
1H26	중국	리니지2M	MMORPG	모바일	자체개발
1H26	동남아	리니지W	MMORPG	모바일	자체개발
2026	글로벌	신더시티(LLL)	루터 슈터	PC/콘솔	자체개발
2026	글로벌	본파이어	슈터	PC/콘솔	자체개발
2026		IP 기반 게임 3종			자체개발
2026	중국	리니지M	MMORPG	모바일	자체개발
2026~	글로벌	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	PC/모바일	자체개발

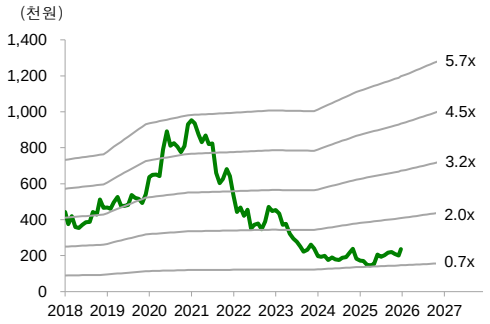
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 8. 엔씨소프트 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 9. 엔씨소프트 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 10. 엔씨소프트 목표주가 산출 방법

	2026E	2027E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	323	399	
발행주식총수(주)	1,939		자기주식수 차감
적용 EPS(원)	16,883		12M fwd EPS 적용
타겟 P/E(배)	18.5		동사의 역사적 하단 평균 PER 적용
적정 주가(원)	312,332		적정시총 6.7조원
목표 주가(원)	**310,000**		
전일 종가(원)	235,500		
상승 여력	**31.6%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

엔씨소프트(036570.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**17,798**	**15,781**	**15,253**	**21,693**	**22,423**
증가율(%)	-30.8	-11.3	-3.3	42.2	3.4
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**17,798**	**15,781**	**15,253**	**21,693**	**22,423**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**16,425**	**16,873**	**15,046**	**17,690**	**17,307**
판관비율(%)	92.3	106.9	98.6	81.5	77.2
영업이익	**1,373**	**-1,092**	**207**	**4,002**	**5,116**
증가율(%)	-75.4	적전	흑전	1,833.3	27.8
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.4	18.4	22.8
EBITDA	**2,492**	**0**	**1,147**	**4,742**	**5,699**
EBITDA 마진(%)	14.0	0.0	7.5	21.9	25.4
순금융손익	**911**	**1,165**	**958**	**1,087**	**1,269**
이자손익	691	618	830	959	1,141
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-262**	**1,092**	**499**	**499**	**499**
종속및관계기업 관련손익	**41**	**44**	**2,880**	**-1,218**	**-1,491**
법인세차감전계속사업이익	**2,062**	**1,209**	**4,544**	**4,371**	**5,393**
계속사업손익법인세비용	**-77**	**268**	**970**	**1,136**	**1,402**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**2,139**	**941**	**3,574**	**3,235**	**3,991**
증가율(%)	-50.9	-56.0	279.8	-9.5	23.4
순이익률(%)	12.0	6.0	23.4	14.9	17.8
지배주주지분 당기순이익	2,121	942	3,575	3,235	3,991
증가율(%)	-51.3	-55.6	279.5	-9.5	23.4
기타포괄이익	**-229**	**-459**	**-172**	**-172**	**-172**
총포괄이익	**1,910**	**482**	**3,402**	**3,062**	**3,819**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**23,368**	**17,885**	**22,414**	**25,719**	**29,638**
현금및현금성자산	3,652	12,605	18,553	21,391	25,098
매출채권 및 기타채권	1,723	1,672	1,615	2,128	2,167
재고자산	7	11	9	12	13
비유동자산	**20,570**	**21,654**	**20,964**	**20,474**	**20,140**
유형자산	10,005	9,976	9,069	8,361	7,809
무형자산	961	1,039	1,006	974	943
투자자산	6,726	8,717	8,967	9,217	9,466
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**43,938**	**39,539**	**43,377**	**46,193**	**49,779**
유동부채	**6,143**	**3,222**	**3,049**	**2,891**	**2,748**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	2,153	1,963	1,791	1,633	1,489
유동성장기부채	2,400	0	0	0	0
비유동부채	**5,265**	**5,682**	**6,382**	**6,382**	**6,382**
사채	1,697	1,698	2,398	2,398	2,398
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,408**	**8,904**	**9,431**	**9,273**	**9,129**
지배주주지분	**32,497**	**30,585**	**33,897**	**36,870**	**40,599**
자본금	110	110	108	108	108
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
기타포괄이익누계액	-445	-612	-784	-956	-1,128
이익잉여금	34,726	34,739	38,225	41,370	45,272
비지배주주지분	**33**	**51**	**50**	**50**	**50**
자본총계	**32,530**	**30,636**	**33,947**	**36,920**	**40,649**
총차입금	**6,488**	**3,821**	**4,521**	**4,521**	**4,521**
순차입금	**-8,993**	**-10,732**	**-14,710**	**-17,311**	**-20,981**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,399**	**1,070**	**4,440**	**3,116**	**4,052**
당기순이익	**2,139**	**941**	**3,574**	**3,235**	**3,991**
현금유출이없는비용및수익	**719**	**-68**	**1,092**	**920**	**715**
유형자산감가상각비	1,101	1,059	907	708	552
무형자산상각비	18	33	33	32	31
영업활동관련자산부채변동	**-956**	**-433**	**-87**	**-862**	**-393**
매출채권의감소(증가)	425	201	57	-513	-39
재고자산의감소(증가)	7	-3	2	-4	0
매입채무의증가(감소)	0	0	-173	-158	-144
투자활동으로인한현금흐름	**1,130**	**12,941**	**6,053**	**4,771**	**4,703**
투자자산의 감소(증가)	-1,275	-1,947	-262	-253	-121
유형자산의 감소	6	7	0	0	0
CAPEX	-1,174	-842	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-697	10,299	1,528	236	37
재무활동으로인한현금흐름	**-1,773**	**-5,229**	**-21**	**-525**	**-525**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-2,400	700	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	**41**	**171**	**-4,524**	**-4,524**	**-4,524**
현금의 증가	**796**	**8,953**	**5,948**	**2,838**	**3,707**
기초현금	2,856	3,652	12,605	18,553	21,391
기말현금	3,652	12,605	18,553	21,391	25,098

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	9,663	4,291	16,596	15,014	18,525
BPS	176,065	175,362	194,072	207,873	225,185
DPS	3,130	1,460	460	460	460
Multiples (배)					
PER	24.9	42.7	14.2	15.7	12.7
PBR	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	17.6	-76,866.3	25.1	6.2	4.5

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-51.3%	-55.6%	286.7%	-9.5%	23.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-62.5%	-100.0%	na	313.4%	20.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.6%	3.0%	11.1%	9.1%	10.3%
ROE(지배순이익 기준)	6.6%	3.0%	11.1%	9.1%	10.3%
ROIC	10.1%	-8.2%	1.4%	25.3%	32.4%
WACC	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
안전성(%)					
부채비율	35.1%	29.1%	27.8%	25.1%	22.5%
순차입금비율	-27.6%	-35.0%	-43.3%	-46.9%	-51.6%
이자보상배율	9.4	-10.6	1.7	32.9	42.1

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
엔씨소프트	-	-	-	-	-	-	-	-

엔씨소프트 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-20	매수	310000		
2025-11-26	매수	310000		
2025-11-03	매수	260000	-16.65	-6.92