SPOT
ISSUE

13 Mar. 2026

DAOL 다올투자증권

(036570, BUY, TP 300,000원)

엔씨소프트

안정적인 매출 기반 마련

김혜영
인터넷·게임·레저 I hyyy@daolfn.com

● 2030년 매출 5조원 목표를 위한 핵심 전략 발표

- 동사는 장기 성장 동력으로 1) Legacy IP 고도화, 2) 신규 IP 확보, 3) 모바일 캐주얼 사업을 제시

- 5조원은 향후 비유기적인 성장까지 포함한 목표치이며 Legacy IP 매출은 보수적으로 1.5조원, 모바일 캐주얼 1.75조원(35% 언급)으로 예상한다고 밝힘. 따라서 2030년 신규 IP 매출 목표는 약 1.75조원인 것으로 파악

- 이를 위해 동사는 MMORPG뿐만 아니라 슈팅, 서브컬처, 액션 RPG 등 다양한 장르에서 자체 개발 타이틀 10개 이상, 퍼블리싱 타이틀 6종 이상을 이미 확보. 구체적인 내용은 순차적으로 공개할 계획이라고 밝힘

● 모바일 캐주얼 사업 확장을 위한 JustPlay 인수

- JustPlay는 2020년 설립되어 모바일 캐주얼 게임 리워드 플랫폼을 운영하고 있는 회사. 모바일 캐주얼 게임 40여 종을 북미/유럽을 중심으로 서비스 중

- 게임 리워드 플랫폼에서는 게임을 플레이하면 그에 따른 보상을 제공. 리워드 플랫폼의 BM은 게임 매출이 아닌 광고 매출. 따라서 앱 수수료가 부재

- 동사는 JustPlay의 지분 70%를 2.02억 달러(3,016억원, 전액 현금)에 인수할 예정. 취득 예정 일자는 4월 30일

- JustPlay는 2025년 매출액 2,480억원, 당기순이익은 227억원 기록. 인력은 100명 수준으로 대부분의 비용은 마케팅비에서 발생하는 것으로 추정. 따라서 연결 편입되었을 때 마케팅비는 큰 폭으로 증가할 전망

- 수익성에 대한 우려가 있으나 실제 OPM은 10% 중반 이상인 것으로 파악. 서비스가 보다 확장하여 안착할 경우 20%까지 가능할 전망

● 안정적인 토대 마련

- 동사는 기존 Legacy IP에 더해 모바일 캐주얼 사업으로 확장하면서 안정적인 매출 기반 마련. 다만 모멘텀 측면에서 여전히 신규 IP는 중요하다고 판단. 매년 2개 이상의 타이틀이 출시될 예정

- 현재 동사는 자사주는 215만 주(지분율 10.0%)로 1%는 임직원 보상으로 나머지 9%의 자사주는 상법 개정안에 따라 소각될 예정

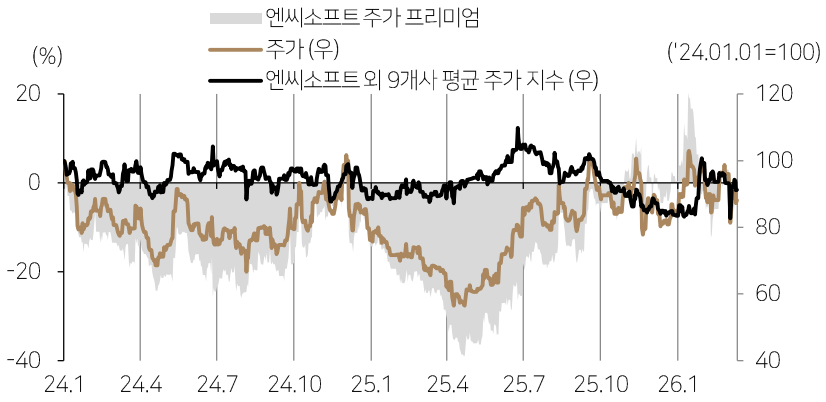
- 2026년은 턴어라운드의 시기이며 전분기에 걸친 호실적을 예상. 투자의견 BUY, 적정주가 300,000만원 유지하며 게임 산업 선호주로 제시

Fig. 1: 엔씨소프트 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	363.7	1Q26~4Q26
보통주	(천 주)	21,544	
EPS	(원)	16,880	1Q26~4Q26
적정 P/E	(배)	18.0	글로벌 게임사 평균 P/E 적용
적정 주가	(원)	300,000	반내림 적용
현재 주가 (3/12)	(원)	212,000	
상승 여력	(%)	41.5%	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 엔씨소프트 상대수익률 추이



Note: 9개사는 크래프톤, 넷마블, 더블유게임즈, 펄어비스, 카카오게임즈, 위메이드, 넥슨게임즈, 컴투스, 데브시스터즈
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 엔씨소프트 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	511.3	596.8	671.5	710.3	1,506.9	2,489.8	2,767.4
모바일 게임	206.3	219.0	197.2	178.1	164.7	186.0	187.0	194.5	800.5	732.1	708.9
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	88.1	94.4	91.4	101.9	433.0	375.8	365.7
리니지2 M	37.9	48.0	47.2	45.3	40.7	40.5	48.1	43.1	178.3	172.4	154.7
블레이드앤소울2	2.6	2.2	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	35.9	42.0	38.3	43.0	183.1	159.2	139.0
기타 (신작 포함)	-	-	-	-	-	9.1	9.2	6.4		24.7	49.5
PC 게임	83.3	91.7	87.7	168.2	234.2	256.3	301.9	323.7	430.9	1,116.1	1,308.1
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	20.6	21.6	22.6	21.5	93.2	86.3	82.9
리니지 II	19.1	22.7	21.6	22.9	19.0	20.1	20.0	19.6	86.3	78.8	77.8
아이온	8.5	13.0	9.0	5.3	2.6	1.3	0.3	0.1	35.8	4.2	0.0
블레이드 & 소울	14.2	19.5	13.6	8.6	9.8	8.3	7.3	7.1	55.9	32.5	25.8
길드워2	19.3	15.8	18.4	28.9	21.1	22.8	20.1	19.4	82.4	83.4	70.7
아이온 2	-	-	-	77.4	113.3	103.1	135.6	128.8	77.4	480.8	435.9
기타 (신작 포함)	-	-	-	-	47.7	79.0	96.1	127.3		350.1	614.9
로열티	45.0	42.3	46.8	42.4	42.5	41.8	49.0	57.6	176.4	190.9	219.5
기타	25.7	29.5	28.3	15.6	69.9	112.7	133.6	134.5	99.1	450.7	531.0
매출 y/y growth	*-9.5%*	*3.7%*	*-10.4%*	*-1.3%*	*41.9%*	*56.1%*	*86.5%*	*75.7%*	*-4.5%*	*65.2%*	*11.1%*
모바일 게임	*-17.3%*	*0.3%*	*-22.2%*	*-17.4%*	*-20.2%*	*-15.1%*	*-5.2%*	*9.2%*	*-14.5%*	*-8.5%*	*-3.2%*
PC 게임	*-8.9%*	*6.4%*	*8.7%*	*80.0%*	*181.0%*	*179.4%*	*244.1%*	*92.5%*	*22.5%*	*159.0%*	*17.2%*
로열티	*37.5%*	*12.2%*	*22.8%*	*-42.4%*	*-5.4%*	*-1.1%*	*4.7%*	*35.9%*	*-3.1%*	*8.2%*	*15.0%*
기타	*5.7%*	*10.1%*	*-4.8%*	*-41.9%*	*171.7%*	*282.5%*	*372.2%*	*761.9%*	*-8.0%*	*354.9%*	*17.8%*
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	431.7	519.3	560.8	580.7	1,490.8	2,092.5	2,283.9
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	205.8	226.4	230.9	233.2	775.2	896.3	937.4
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	166.2	194.0	218.2	230.8	516.5	809.2	899.4
감가상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	21.4	21.4	21.0	20.8	93.6	84.5	81.8
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	38.3	77.6	90.7	95.9	105.6	302.5	365.3
% of Revenue	*98.6%*	*96.1%*	*102.1%*	*99.2%*	*84.4%*	*87.0%*	*83.5%*	*81.8%*	*98.9%*	*84.0%*	*82.5%*
y/y growth (%)	*-4.6%*	*2.0%*	*-11.7%*	*-25.6%*	*21.6%*	*41.4%*	*52.6%*	*44.8%*	*-11.6%*	*40.4%*	*9.1%*
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	79.6	77.5	110.7	129.6	16.1	397.4	483.5
OPM (%)	*1.4%*	*3.9%*	*n/a*	*0.8%*	*15.6%*	*13.0%*	*16.5%*	*18.2%*	*1.1%*	*16.0%*	*17.5%*
y/y growth (%)	*-79.7%*	*70.5%*	*적지*	*흑전*	*1,424%*	*413.8%*	*흑전*	*3,891%*	*흑전*	*2371.4%*	*21.7%*
영업외손익	26	-48	443	25	21	21	28	15	445	85	93
세전이익	31	-33	435	28	101	98	139	145	461	483	576
당기순이익	38	-36	347	-1	76	74	105	109	347	364	435
NIM (%)	*10.4%*	*n/a*	*96.5%*	*n/a*	*14.9%*	*12.4%*	*15.6%*	*15.4%*	*23.1%*	*14.6%*	*15.7%*
지배주주순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	76.1	74.0	104.5	109.1	346.7	363.7	434.2
NIM (지배주주, %)	*10.5%*	*n/a*	*96.3%*	*n/a*	*14.9%*	*12.4%*	*15.6%*	*15.4%*	*23.0%*	*14.6%*	*15.7%*

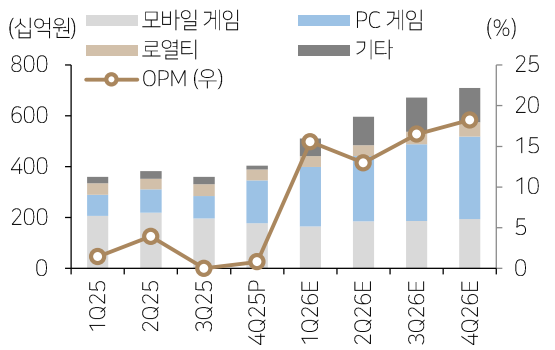
Note: JustPlay 매출은 '기타' 부문으로 분류
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 엔씨소프트 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12
매출액	511.3	551.8	593.1	629.0	511.3	596.8	671.5	710.3	0.0	8.2	13.2	12.9
영업이익	62.1	78.6	101.2	119.9	79.6	77.5	110.7	129.6	28.2	(1.4)	9.4	8.0
OPM(%)	12.1	14.2	17.1	19.1	15.6	13.0	16.5	18.2	3.4	(1.3)	(0.6)	(0.8)
지배주주순이익	67.1	78.5	101.9	106.5	76.1	74.0	104.5	109.1	13.4	(5.7)	2.6	2.4
NIM(%)	13.1	14.2	17.2	16.9	14.9	12.4	15.6	15.4	1.8	(1.8)	(1.6)	(1.6)

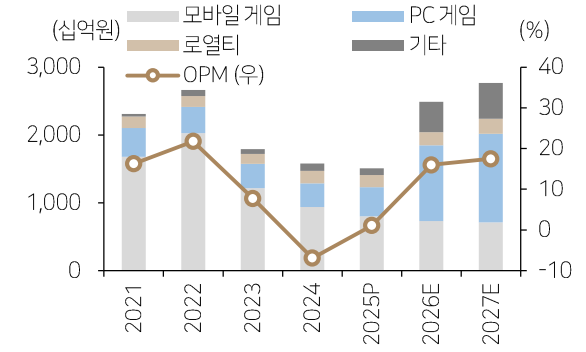
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 엔씨소프트 분기 매출액 추이



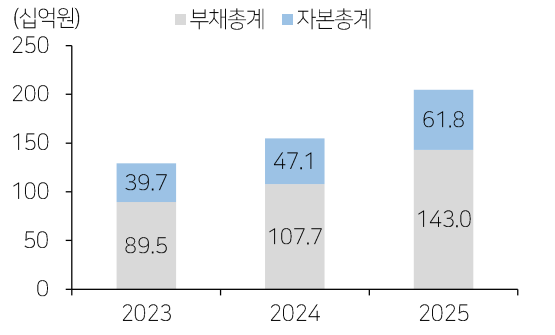
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 엔씨소프트 연간 매출액 추이



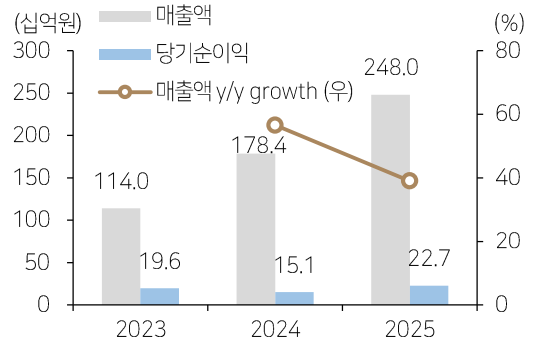
Source: 다올투자증권

Fig. 7: JustPlay 부채 및 자본



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 8: JustPlay 매출액 및 당기순이익



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 9: 엔씨소프트 게임 출시 일정

출시 일정	게임	장르	지역	디바이스(플랫폼)
2025-04-03	블레이드 앤 소울 2	MMORPG	중국	모바일/PC
2025-05-20	리니지 2M	MMORPG	동남아	모바일
2025-09-02	블레이드& 소울 히어로즈 (호연)	스위칭 RPG	북미	모바일/PC
2025-11-19	아이온 2	MMORPG	한국, 대만	모바일/PC
2025-12-03	길드 워 리포지드 (Guild Wars Reforged)	MMORPG	글로벌	PC
2026-02-11	리니지 클래식	MMORPG	한국, 대만, 홍콩, 마카오	PC
2026 년	리니지 W	MMORPG	동남아	모바일
	타임 테이커스	슈팅기반 타임 레이스	글로벌(중국 제외)	PC/콘솔
	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 수집형 RPG	글로벌(중국 제외)	모바일/PC
	신더시티	루트 슈터	글로벌(중국 제외)	PC/콘솔
	레거시 IP 활용 게임 3	-	-	-
	레거시 IP 활용 게임 4	-	-	-
	아이온 2	MMORPG	글로벌	모바일/PC
	리니지 M	MMORPG	중국	모바일
	리니지 2M	MMORPG	중국	모바일
	리니지 W	MMORPG	북미, 러시아	모바일
	아이온 모바일	MMORPG	중국	모바일
2027 년 이후	Bonfire	FPS	글로벌(중국 제외)	PC/콘솔
	호라이즌	MMORPG	글로벌	모바일

Source: 다올투자증권

Fig. 10: 엔씨소프트 M&A 내역

투자 시기	투자 회사	투자 금액	지분율	내용
2024 년 7 월	문 로버 게임즈	48 억원	-	스웨덴 소재 슈팅 게임 전문 개발사
2024 년 8 월	빅게임스튜디오	370 억원	16.8%	국내 서브컬쳐 게임 개발사. 지분 및 판권 투자 진행
2025 년 12 월	스프링컴즈	-	-	국내 모바일 캐주얼 스튜디오
2026 년 1 월	INDYGO GROUP PTE. LTD. -> 리후후(LIHUHU)의 모회사	1,534 억원	67.0%	모바일 게임 개발 및 퍼블리싱
	디나미스원	-	-	서브컬처 게임 '프로젝트 AT'(가제) 개발 엔씨와 퍼블리싱 계약 완료
	덱사스튜디오	-	-	프로젝트 R(가제) 개발 엔씨와 퍼블리싱 계약 완료
2026 년 4 월	JustPlay GmbH	3,016 억원	70.0%	모바일 캐주얼 게임 개발 및 리워드 앱 보유

Source: 다올투자증권

엔씨소프트 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,152.4	2,789.3	3,297.9
현금성자산	1,534.0	1,441.3	859.6	1,290.0	1,762.4
매출채권	172.3	167.2	187.5	347.8	337.5
재고자산	0.7	1.1	1.4	2.7	2.6
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,076.0	1,974.4	1,954.4
투자자산	960.3	1,063.9	930.7	936.4	942.3
유형자산	1,000.5	997.6	1,034.7	914.7	878.7
무형자산	96.1	103.9	110.6	123.2	133.4
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,228.4	4,763.7	5,252.3
유동부채	614.3	322.2	476.3	654.1	647.4
매입채무	215.3	196.3	217.1	396.7	385.3
유동성이자부채	279.9	45.8	178.4	182.4	186.4
비유동부채	526.5	568.2	327.6	299.1	270.7
비유동이자부채	368.9	336.3	175.4	141.4	107.3
부채총계	1,140.8	890.4	803.9	953.1	918.1
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,661.6	4,047.5	4,571.1
자본조정	(667.3)	(859.8)	(686.1)	(686.1)	(686.1)
자기주식	(615.6)	(791.4)	(665.5)	(665.5)	(665.5)
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,424.6	3,810.5	4,334.1
투하자본	1,702.6	1,140.8	2,120.2	2,045.4	2,066.3
순차입금	(1,514.9)	(1,238.1)	(1,609.7)	(2,115.0)	(2,664.0)
ROA	4.8	2.3	8.5	8.1	8.7
ROE	6.6	3.0	10.7	10.1	10.7
ROIC	5.5	(6.0)	0.7	14.4	17.8

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,489.8	2,767.4
증가율 (Y-Y,%)	(30.8)	(11.3)	(4.5)	65.2	11.1
영업이익	137.3	(109.2)	16.1	397.4	483.5
증가율 (Y-Y,%)	(75.4)	적전	흑전	2,371.4	21.7
EBITDA	249.2	(0.0)	111.9	490.8	576.9
영업외손익	75.2	234.1	445.3	85.3	92.8
순이자수익	72.6	74.6	54.2	49.5	53.1
외화관련손익	29.6	80.6	43.4	13.6	4.2
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	206.2	120.9	461.4	482.6	576.2
당기순이익	213.9	94.1	347.4	364.4	435.1
지배기업당기순이익	212.1	94.2	346.7	363.7	434.2
증가율 (Y-Y,%)	(50.9)	(56.0)	269.1	4.9	19.4
NOPLAT	99.5	(85.0)	12.1	300.0	365.0
(+) Dep	111.9	109.2	95.8	93.4	93.4
(-) 운전자본투자	(366.3)	(397.6)	924.0	32.6	46.9
(-) Capex	117.4	84.2	103.7	112.1	111.6
OpFCF	460.3	337.5	(919.8)	248.7	299.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(9.7)	(11.9)	(16.3)	11.8	20.6
영업이익증가율(3Yr)	(45.0)	n/a	(69.4)	42.5	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(34.6)	n/a	(44.8)	25.4	n/a
순이익증가율(3Yr)	(28.6)	(38.0)	(7.3)	19.4	66.6
영업이익률(%)	7.7	(6.9)	1.1	16.0	17.5
EBITDA마진(%)	14.0	(0.0)	7.4	19.7	20.8
순이익률 (%)	12.0	6.0	23.1	14.6	15.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	139.9	107.0	19.9	589.4	565.5
당기순이익	213.9	94.1	347.4	364.4	435.1
자산상각비	111.9	109.2	95.8	93.4	93.4
운전자본증감	(95.6)	(43.3)	(115.5)	(32.6)	(46.9)
매출채권감소(증가)	42.5	20.1	(6.7)	(160.3)	10.3
재고자산감소(증가)	0.7	(0.3)	(0.4)	(1.3)	0.1
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	(23.1)	179.6	(11.4)
투자현금	113.0	1,294.1	(951.6)	(176.1)	(178.4)
단기투자자산감소	260.9	1,338.8	(1,308.5)	(24.9)	(25.9)
장기투자증권감소	5.1	(20.3)	(32.0)	(28.5)	(29.7)
설비투자	(117.4)	(84.2)	(103.7)	(112.1)	(111.6)
유무형자산감소	(40.8)	41.9	56.7	(5.3)	(5.6)
재무현금	(177.3)	(522.9)	(78.2)	(7.7)	59.4
차입금증가	(43.0)	(285.2)	(41.9)	(30.0)	(30.0)
자본증가	135.7	(112.2)	27.1	22.3	89.4
배당금지급	(135.7)	(63.6)	(28.0)	(22.3)	(89.4)
현금 증감	79.6	895.3	(1,013.1)	405.6	446.5
총현금흐름(Gross CF)	285.8	87.3	107.1	622.0	612.4
(-) 운전자본증가(감소)	(366.3)	(397.6)	924.0	32.6	46.9
(-) 설비투자	117.4	84.2	103.7	112.1	111.6
(+) 자산매각	(40.8)	41.9	56.7	(5.3)	(5.6)
Free Cash Flow	303.2	1,338.1	(960.0)	413.3	387.1
(-) 기타투자	(5.1)	20.3	32.0	28.5	29.7
잉여현금	308.3	1,317.7	(992.0)	384.8	357.4

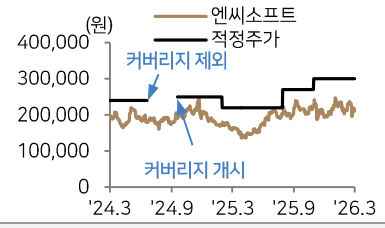
주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	9,663	4,291	16,091	16,880	20,154
BPS	143,645	134,581	153,606	170,935	194,767
DPS	3,130	1,460	1,150	4,710	5,620
Multiples(x,%)					
PER	24.9	42.7	13.2	12.6	10.5
PBR	1.7	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/ EBITDA	15.1	n/a	26.4	5.0	3.3
배당수익율	1.3	0.8	0.5	2.2	2.7
PCR	18.5	46.1	42.7	7.3	7.5
PSR	3.0	2.5	3.0	1.8	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	35.1	29.1	23.5	25.0	21.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	380.4	555.1	451.9	426.4	509.4
이자보상배율	n/a	1.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3
자산구조					
투하자본(%)	40.6	31.3	54.2	47.9	43.3
현금+투자자산(%)	59.4	68.7	45.8	52.1	56.7
자본구조					
차입금(%)	16.6	11.1	9.4	7.8	6.3
자기자본(%)	83.4	88.9	90.6	92.2	93.7

자료: 다올투자증권

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

엔씨소프트 (036570)



일자	커버리지 제외	커버리지 개시	2024.10.08	2025.02.13	2025.08.13	2025.11.12
투자의견			HOLD	BUY	BUY	BUY
적정주가			250,000원	220,000원	270,000원	300,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.08	250,000	199,957	244,500	-20%	2%
2025.02.13	220,000	172,010	223,000	-21%	81%
2025.08.13	270,000	212,038	240,000	-21%	47%
2025.11.12	300,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 3월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가