2026/3/19

엔씨소프트 (036570)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

파이프라인 확장을 통한 공격적인 체질개선!

수익원 다변화와 장르확장 전략제시

엔씨소프트는 리니지 클래식의 초기 흥행, 모바일 캐주얼 진출을 위한 JustPlay 인수, 여기에 26년 경영전략 간담회를 통해 모바일 확장 전략을 중심으로 한 중장기 성장 로드맵을 제시했다. 회사는 2030년 매출 5조원, ROE 15% 이상이라는 목표를 천명하면서 성장 전략을 'Legacy IP 고도화', '신규 IP 확보', '모바일 캐주얼 사업'의 세 축으로 정리했다. 이는 과거의 '대작 MMORPG 흥행 여부' 중심 내러티브에서 벗어나 수익원 다변화와 장르 확장을 공식화했다는 점에서 의미가 있다고 판단된다.

단일 IP 리스크 벗어나기 위한 전술변화 가동

동사의 최근 행보는 과거처럼 단일 대작의 흥행 확률에 의존하는 대신, 데이터 기반으로 다수의 캐주얼 타이틀을 실험하고 빠르게 확장 혹은 중단하는 포트폴리오 다변화 방식을 도입하려는 전략으로 해석된다. 과거의 사업 편중 문제를 회사가 인정한 것이고, 특정 MMORPG와 일부 지역에 지나치게 의존하는 구조에서 탈피하기 위한 적극적인 전략전술의 변화라고 볼 수 있다.

체질개선과 신작 IP 출시 지속 시, 하반기 퀀텀점프 가능

엔씨소프트의 '26년은 (1)아이온2의 국내 및 대만 런칭 이후의 글로벌 권역 확장 (2)리니지 기반 스핀오프/지역 확장 (3)신규 IP 및 캐주얼 포트폴리오 확대가 주요 실적모멘텀으로 작용할 전망이다. 아이온2외에 장기적인 업사이드는 상반기부터 출시되는 신작들의 추가적인 성과에 달려 있다. 아이온2의 IP 신작들이 순차적으로 안착할 경우, 레버리지 효과로 영업이익은 시장의 예상보다 큰 폭으로 회복할 것이다.

Fig. 1: 엔씨소프트 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,507	1,944	2,139
영업이익	137	-109	16	334	410
세전이익	206	121	461	411	504
순이익[지배]	212	94	348	313	383
EPS(원)	9,663	4,291	16,079	14,508	17,799
증감률(%)	-51.3	-55.6	274.7	-9.8	22.7
PER(배)	24.9	42.7	12.5	15.9	12.9
PBR	1.4	1.0	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.3	-	27.9	7.7	5.7
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	8.9	10.0
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6

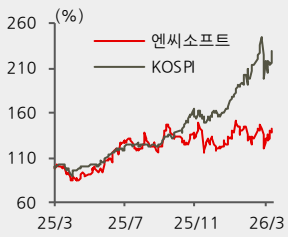
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	270,000원
[유지]	17.4%
현재주가	230,000원
2026/3/18	

주식지표

시가총액	4,955십억원
52주최고가	247,500원
52주최저가	135,800원
상장주식수	2,154만주/0.0만주
자본금/액면가	11십억원/500원
60일평균거래량	16만주
60일평균거래대금	34십억원
외국인지분율	35.8%
자기주식수	215만주/10.0%
주요주주및지분율	
김택진 외	12.4%
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1 인	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

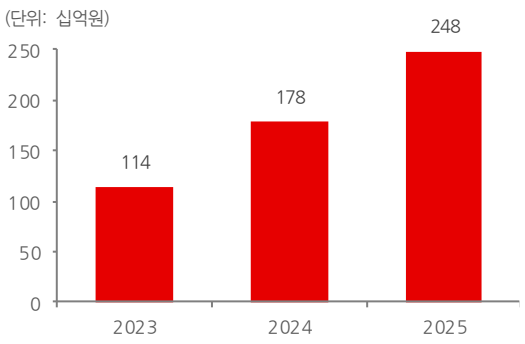
멀티장르·멀티플랫폼 개발사로 도약하기 위한 적극적 행보 개시

3월 회사가 발표한 JustPlay 인수는 단순한 게임 개발사 추가 확보가 아니라, 엔씨소프트가 그동안 상대적으로 약했던 '광고 기반 모바일 캐주얼 생태계'로 진입하기 위한 플랫폼 투자라는 점에서 해석할 필요가 있다. 동사는 독일 베를린 소재 JustPlay 지분 70%를 2억 200만 달러에 인수하기로 의결했으며, 4월말 클로징을 목표로 공표했다. JustPlay는 광고기술 기반의 모바일 캐주얼 게임·리워드 플랫폼 기업으로, 향후 엔씨가 구축하려는 모바일 캐주얼 에코시스템의 핵심 허브 역할을 맡게 될 것으로 판단된다.

리니지 클래식의 초기 흥행, 모바일 캐주얼 진출을 위한 JustPlay 인수, 그리고 2026 경영전략 간담회를 통한 중장기 성장 로드맵 제시 등 공격적인 행보를 보이고 있다. 회사는 2030년 매출 5조원, ROE 15% 이상이라는 목표를 제시하면서 성장 전략을 'Legacy IP 고도화', '신규 IP 확보', '모바일 캐주얼 사업'의 세 축으로 정리했다. 이는 과거의 '대작 MMORPG 흥행 여부' 중심 내러티브에서 벗어나 수익원 다변화와 장르 확장을 공식화했다는 점에서 의미가 크다. 모바일 캐주얼 사업 확대와 함께 동사가 지난해 인수한 Lihuhu, Springcomes, Moving Eye 등과 JustPlay를 연결해 개발-유통-마케팅-라이브옵스가 이어지는 구조를 구축할 수 있어 신작 출시 경쟁력도 재고될 것으로 판단된다.

동사의 최근 행보는 과거처럼 단일 대작의 흥행 확률에 의존하는 대신, 데이터 기반으로 다수의 캐주얼 타이틀을 실험하고 빠르게 확장하거나 혹은 중단하는 전략적인 포트폴리오 채택 방식을 도입하려는 일환으로 해석된다. 회사가 과거의 사업 편중 문제를 공식적으로 인정한 것이고, 실적 변동성이 특정 MMORPG와 일부 지역에 지나치게 의존하는 구조에서 탈피하기 위한 가동 전술의 변화라고 볼 수 있다. 이는 단순한 비전 제시를 넘어, 향후 시장이 엔씨를 평가하는 프레임이 '모바일 MMORPG 회사'에서 '멀티장르·멀티플랫폼 게임사'로 이동할 수 있음을 시사하고 그에 대한 전략적인 계획을 시장에 적극 천명한 것이다.

Fig. 2: JustPlay GmbH 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 3: JustPlay 모바일 캐주얼 게임

자료: JustPlay GmbH, BNK투자증권

글로벌 공략과 신작 IP 출시, 추가적인 성장옵션 기대

1분기는 아이온2의 안정적인 분기 풀 매출이 반영되고, '리니지 클래식' 등 구 IP 기반의 신작 출시도 이어졌다. 아이온2가 출시 초기 특수를 지나라도 명절 및 방학 시즌 효과까지 더해져 4분기 대비 안정적인 성장이 예상된다. 상반기 중 신규 모바일 RPG '리미트제로 브레이커스' 등 신작도 지속 출시 예정이다. 동사는 '26년 최소 5종 이상의 신작 런칭을 계획하고 있다. 이 중 상반기에 슈팅 게임(기존 프로젝트 LLL 등)과 서브컬처 RPG('브레이커스: 언락 더 월드') 등 비 MMORPG 장르 신작도 출시될 예정이다. 추가적인 업사이드는 아이온2를 시작으로 연이어 출시되는 신작들의 성과에 달려 있다. 만약 아이온2의 국내외 흥행에 이어 뒤이어 출시된 다른 IP 신작들도 순차적으로 안착할 경우, '26년 하반기에는 레버리지 효과로 영업이익이 큰 폭으로 회복할 것이다.

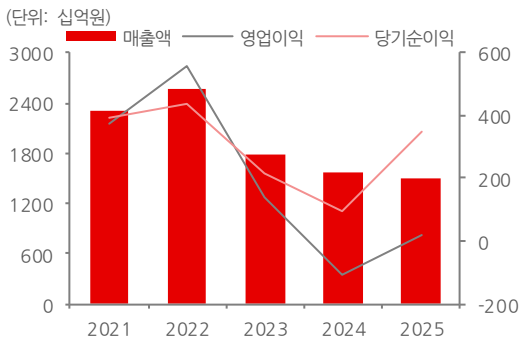
다양한 장르의 신작 모멘텀으로 '26년 본격 성장이 예상된다. 대작 신규 IP 출시에 따른 실적 기대감은 2분기를 기점으로 재차 상향될 전망이다. 투자리스크는 향후 기존 레거시 IP의 지속적인 하향 안정화가 예상된다는 점이다. 투자측면에서 가장 중요한 포인트는, 아이온2의 매출 기여 양상이 단순히 런칭시점의 분기피크로 끝나는지 아니면 안정적으로 안착하는지의 여부가 될 전망이다. 동사는 향후 적극적인 M&A를 통해 모바일 캐주얼 게임 시장에서의 경쟁력을 지속 재고할 계획을 갖고 있다. 만약 하반기 글로벌 확장과 함께 아이온2가 분기 1천억원 내외의 안정적 매출대를 형성하고 후속작의 히트율이 일정수준 이상 도달 시, 엔씨소프트의 밸류에이션은 모바일 레거시 중심의 디스카운트 리스크에서 온전히 벗어날 수 있다. 글로벌 및 크로스 플랫폼 신작의 성장옵션이 포함된 멀티플 리레이팅이 하반기에 새롭게 적용될 것이기 때문이다.

표 1. 엔씨소프트 신작 출시 일정

출시일정	게임명	장르	플랫폼	지역	형태
2026. 2. 7	리니지 클래식	MMORPG	PC	한국, 대만	자체개발
1H26	리니지W	MMORPG	모바일, PC	동남아	자체개발 (재론칭)
	타임 테이커스	히어로 슈터	PC, 콘솔	글로벌	퍼블리싱 (미스틸게임즈)
	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 RPG	모바일, PC	글로벌	퍼블리싱 (빅게임스튜디오)
2H26	신더시티	오픈월드 슈팅	PC, 콘솔	글로벌	자체개발
	아이온2	MMORPG	모바일, PC	북미, 유럽	자체개발 (지역 확장)
	길드워 리포지드 모바일	MMORPG	모바일	글로벌	자체개발
	아이온 모바일	MMORPG	모바일	중국	공동개발 (성취게임즈)
	리니지2M / M	MMORPG	모바일	중국	자체개발 (텐센트 퍼블리싱)
	리니지W	MMORPG	모바일, PC	러시아, 북미	자체개발 (지역 확장)
	쓰론 앤 리버티	MMORPG	PC, 콘솔	러시아	자체개발 (지역 확장)
2027 이후	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일, PC	글로벌	IP 제휴/공동개발 (SIE 협업)
	본파이어	차세대 슈터	PC, 콘솔	글로벌	자체개발
	프로젝트 AT	서브컬처 RPG	미정	글로벌	퍼블리싱 (디나미스원)
	프로젝트 R	MMORPG	미정	글로벌	퍼블리싱 (덱사 스튜디오)

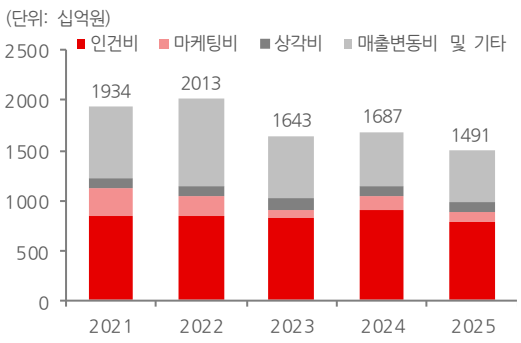
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 4: 엔씨소프트 실적 추이



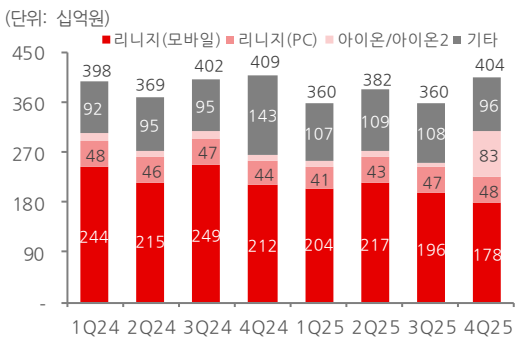
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 5: 엔씨소프트 비용 추이



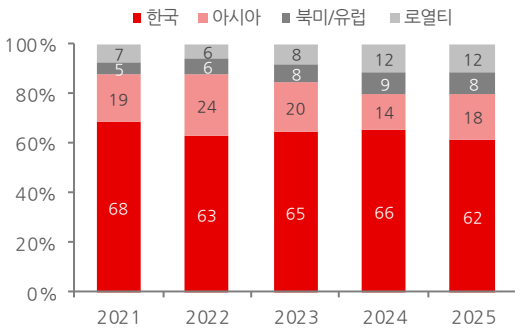
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 6: 엔씨소프트 게임별 매출액



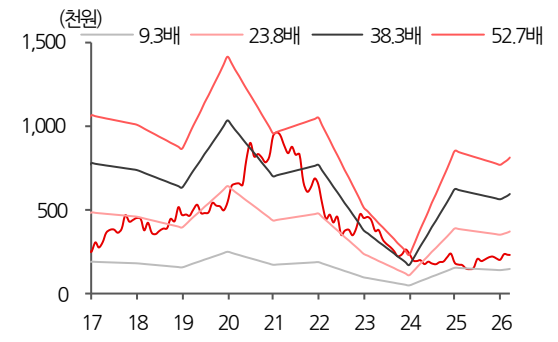
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 7: 엔씨소프트 지역별 매출 비중



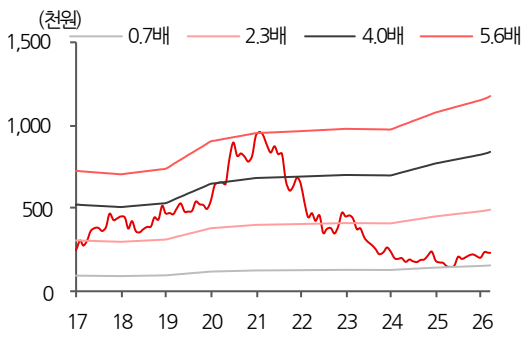
자료: 엔씨소프트, BNK투자증권

Fig. 8: 엔씨소프트 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: 엔씨소프트 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,173	2,664	3,153
현금성자산	365	1,260	1,667	2,023	2,451
매출채권	133	130	124	160	177
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	2,075	2,021	1,972
투자자산	673	872	869	885	892
유형자산	1,001	998	913	846	793
무형자산	96	104	101	98	95
자산총계	**4,394**	**3,954**	**4,248**	**4,686**	**5,125**
유동부채	614	322	308	397	437
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	558	622	651
사채및장기차입금	170	170	170	170	170
부채총계	**1,141**	**890**	**865**	**1,019**	**1,087**
지배기업지분	3,250	3,059	3,378	3,663	4,034
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,793	4,078	4,449
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,383**	**3,667**	**4,038**
총차입금	649	382	380	393	398
순차입금	-1,471	-1,099	-1,459	-1,853	-2,298

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,507**	**1,944**	**2,139**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,507	1,944	2,139
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,491	1,611	1,729
판관비율	92.3	106.9	98.9	82.9	80.8
영업이익	**137**	**-109**	**16**	**334**	**410**
영업이익률	7.7	-6.9	1.1	17.2	19.2
EBITDA	249	0	103	404	466
영업외손익	69	230	445	77	94
금융이자손익	69	62	75	74	91
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	168	370	3	3
세전이익	**206**	**121**	**461**	**411**	**504**
세전이익률	11.6	7.7	30.6	21.1	23.6
법인세비용	-8	27	113	99	121
법인세율	-3.9	22.3	24.5	24.1	24.0
계속사업이익	214	94	348	312	383
당기순이익	**214**	**94**	**348**	**312**	**383**
당기순이익률	12.0	6.0	23.1	16.0	17.9
지배기업순이익	212	94	348	313	383
총포괄손익	191	48	348	312	383

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**140**	**107**	**431**	**388**	**404**
당기순이익	214	94	348	312	383
비현금비용	214	228	265	178	186
감가상각비	112	109	87	70	56
비현금수익	-142	-235	-147	-146	-173
자산및부채의증감	-96	-43	-9	56	25
매출채권감소	42	20	6	-36	-16
재고자산감소	1	0	0	0	0
매입채무증가	0	0	0	0	0
법인세환급(납부)	-120	-23	-113	-99	-121
투자활동현금흐름	**113**	**1,294**	**8**	**-16**	**31**
유형자산증가	-117	-84	0	0	0
유형자산감소	1	1	0	0	0
무형자산순감	-41	41	0	0	0
재무활동현금흐름	**-177**	**-523**	**-30**	**-16**	**-6**
차입금증가	20	-267	-2	13	6
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-28	-12
현금의증가	80	895	406	356	428
기말현금	365	1,260	1,667	2,023	2,451
잉여현금흐름(FCF)	22	23	431	388	404

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

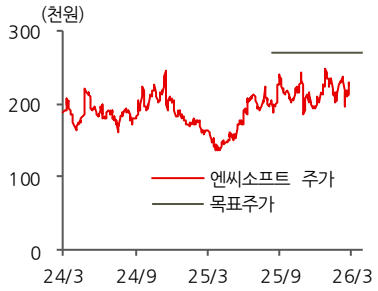
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	9,663	4,291	16,079	14,508	17,799
BPS	176,065	175,362	193,532	206,726	223,970
CFPS	13,017	3,975	21,517	15,962	18,389
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER (배)	24.9	42.7	12.5	15.9	12.9
PSR	3.0	2.5	2.9	2.5	2.3
PBR	1.4	1.0	1.0	1.1	1.0
PCR	18.5	46.1	9.4	14.4	12.5
EV/EBITDA	15.3	-	27.9	7.7	5.7
배당성향 (%)	29.7	30.1	8.1	9.1	7.4
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6
매출액증가율	-30.8	-11.3	-4.5	29.0	10.0
영업이익증가율	-75.4	0.0	0.0	1999.2	22.8
순이익증가율	-51.3	-55.6	269.2	-10.2	22.7
EPS증가율	-51.3	-55.6	274.7	-9.8	22.7
부채비율 (%)	35.1	29.1	25.6	27.8	26.9
차입금비율	19.9	12.5	11.2	10.7	9.9
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-43.1	-50.5	-56.9
ROA (%)	4.8	2.3	8.5	7.0	7.8
ROE	6.6	3.0	10.8	8.9	10.0
ROIC	14.6	-7.3	1.0	22.8	29.6

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/3/18 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	-20.1	-8.3
	26/02/20	매수	270,000원	-18.1	-12.0
	26/03/19	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) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 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.