엔씨소프트 (036570)

이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

실적은 센티를 이긴다

BUY (M)

목표주가	360,000원 (U)
직전 목표주가	310,000원
현재주가 (3/19)	221,000원
상승여력	63%

시가총액	47,612억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	344억원
60일 평균 거래량	155,667주
52주 고/저	247,500원 / 135,800원
외인지분율	35.81%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 14 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.6)	13.6	35.1
상대	(4.1)	(20.7)	(38.4)
절대 (달러환산)	(6.2)	11.8	30.8

2026년(단기) 전망

아이온2 : 출시 초반 트래픽(DAU 150만명)을 거의 유지하며, 지난 4분기에서 이월되는 167억원포함 1분기 매출액 약 1,350억원 전망. 트래픽이 견조하여 매출의 3~40%일 것으로 추정되는 멤버쉽 매출액도 견조할 것으로 예상되고, '아이템 레벨' 중심의 게임 성장구조로 인해 캐릭터의 내실을 다지는 '성장패키지'나 '기간한정 부스터', 코스튬 등 '치장성아이템'의 다양화 등으로 아이템 매출 또한 꾸준할 것으로 예상. 또한, 3분기 글로벌 출시로 하반기 매출 증가 전망. 24년 10월 'TL' 글로벌 매출 1,500억원 감안 시 2026년 실적 상승의 핵심 Factor가 될 것으로 예상

리니지클래식 : 동시접속자수 32만명 돌파, 2/7~2/26 400억원(결제액 기준), PC방 순위 2위(17.4%, 3/19기준) 기록 중. 현재에도 일 결제액 20억원 이상일 것으로 추정

'저스트플레이': Applovin(APP, NASDAQ)과 유사한 모바일 게임기반의 광고 리워드 플랫폼 '저스트플레이'(2억2,000만불 투자, 동사 지분 70%, 26년 4월말 인수 예정)는 2026년 예상 매출액 3억 2,500만 달러, 영업이익 4,000만 달러(출처:회사 보도자료)로 2분기부터 동사 실적에 반영, 분기당 약 150억원의 영업이익 추가 예상. 이밖에 지난해말 인수한 모바일 캐쥬얼 게임사 '리후후'(1억400만불 투자, 동사 지분 67%) 1분기부터 분기당 약 60억원의 영업이익이 추가될 것으로 예상됨

신규 IP : 테스트 결과에 따라 변동이 될 수 있겠으나, 2분기 '타임테이커스'(TPS), 3분기 '브레이커스'(서브컬쳐), 4분기 '신더시티'(TPS), 27년 1분기 '호라이즌'(MMORPG) 등 분기별 1회의 신작 모멘텀이 이어지며, 성장에 대한 시장 기대감을 계속 높여 갈 것으로 전망

장기 전망

동사는 (1) '아이온2', '리니지클래식' 과 같은 기존 IP 확장 (2) 신규 IP 개발 및 퍼블리싱 (3) 캐쥬얼 게임 확대로 2030년까지 매출 5조원, ROE 15%의 목표 제시. (다음페이지 계속)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	528	46.5	30.5	505	4.4
영업이익	112	2,046.9	3,351.9	88	27.9
세전계속사업이익	139	344.0	391.2	117	18.6
지배순이익	105	178.0	흑전	82	27.6
영업이익률 (%)	21.2	+19.8 %pt	+20.4 %pt	17.3	+3.9 %pt
지배순이익률 (%)	19.9	+9.4 %pt	흑전	16.3	+3.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,780	1,578	1,507	2,427
영업이익	137	-109	16	585
지배순이익	212	94	347	484
PER	33.3	45.8	12.6	9.8
PBR	2.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	24.7	5.1
ROE	6.6	3.0	10.8	13.5

자료: 유안타증권

이중 캐쥬얼 게임 매출 비중이 30%이상 될 것이란 가이던스로 향후 추가적인 M&A가 있을 것임을 시사. 이는 MMORPG위주의 높은 흥행리스크와 오랜 개발기간을 거쳐야 해 게임출시 주기가 길었던 회사에서, 지속적으로 안정적인 수익을 창출하는 회사로의 구조적인 변화를 의미.

현재 동사는 발행주식수의 9.9%인 자기주식 2,151,579주를 보유하고 있으며, 금번 상법 통과로 향후 1년6개월이내에 소각의무를 지게 됨. (동사는 현재 보유 중인 자기주식 중 10%를 사내 임직원 보상용으로 지급계획임) 자기주식 소각에 따른 향후 자기자본 감소, 이익 증가로 ROE 증가 전망

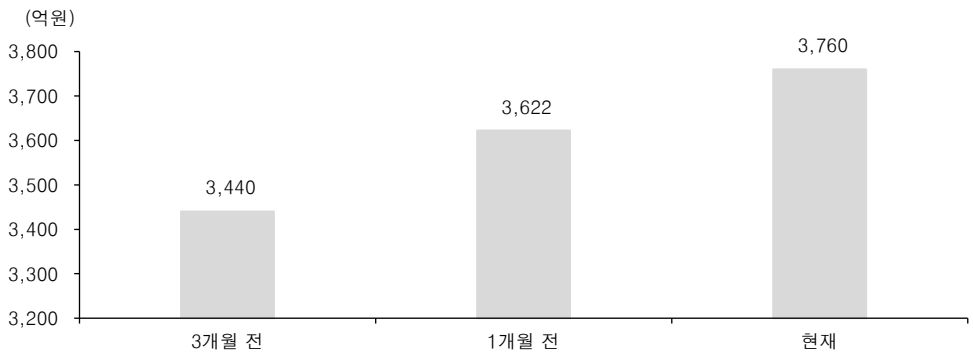
실적은 감정(센티)을 이긴다

동사에 대한 2026년 영업이익 컨센서스는 3개월 전 3,440억원에서 현재 3,760억원으로 9.3% 증가. 동사에 대한 시장의 부정적 선입견(센티)으로 '아이온2' 의 흥행에도 불구 동사에 대한 시장의 투자의견은 부정적인 의견이 지배적이었으나, '아이온2'의 계속되는 견조한 흐름, 기대 이상의 '리니지클래식' 의 흥행, M&A를 통한 성장성 추가로 기업의 구조적 체질 개선과 시장 기대치를 뛰어넘는 장단기 실적으로 시장의 부정적인 감정(벨류에이션)을 극복할 것으로 기대됨

'아이온2'의 선전, 기대이상의 '리니지클래식' 실적, '저스트플레이' 등 M&A 기업에 대한 실적 추가로 동사에 대한 2026년 실적을 상향 조정하여 목표주가도 36만원으로 상향 조정함.

실적 추정 상향을 단순화하면 종전 추정 영업이익 4,760억원(기존 게임 영업이익 "0" + '아이온2' 매출액 5,637억원 x 80% =4,500억원 + 신작게임 260억원)에 '리니지클래식' 449억원, '저스트플레이' 400억원, '리후후' 240억원을 새로이 반영하여 2026년 영업이익 5,849억원으로 상향 조정함

엔씨소프트 2026 년 영업이익 시장 컨센서스 변화



자료: 에프앤가이드, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 전망 (단위: 억원)

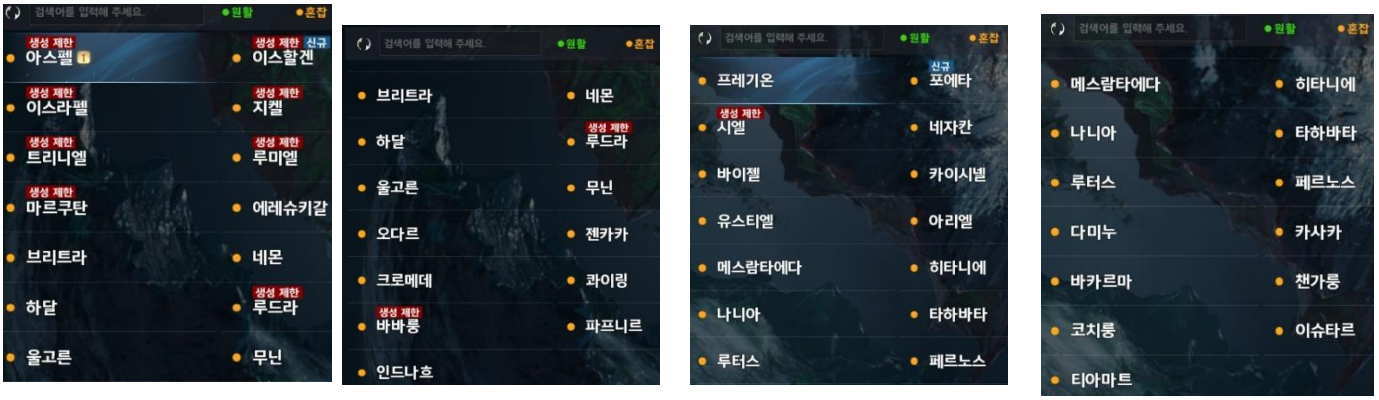
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,603	3,824	3,600	4,042	5,277	5,804	6,150	7,043	17,798	15,774	15,069	24,274	26,061
YoY	-9%	4%	-10%	-1%	46%	52%	71%	74%	-31%	-11%	-4%	61%	7%
Lineage 1	223	207	252	250	152	172	186	194	1,014	982	932	703	1,020
Lineage 2	191	227	216	229	216	211	218	236	847	855	863	880	836
Aion	85	130	90	53	63	76	70	60	717	504	358	269	255
Blade & Soul	142	195	136	86	84	88	89	88	246	251	559	348	329
Guild War 2	193	158	184	289	206	188	217	200	827	926	824	811	865
Royalty Sales	450	423	468	424	419	390	425	325	1,445	1,820	1,764	1,559	1,606
기타	283	317	296	156	184	214	213	241	699	1,077	1,052	852	912
리니지 M	1,127	1,211	1,053	938	911	906	890	930	5,073	4,928	4,330	3,637	3,455
리니지2M	379	480	472	453	412	410	383	375	2,517	1,818	1,783	1,580	1,343
리니지 W	531	476	434	389	368	358	353	344	4,127	2,443	1,831	1,423	1,243
아이온2				774	1,350	1,155	1,192	1,940			774	5,637	4,509
리니지클래식 등 기타 신작	-	-	-	-	613	662	490	686	-	-	-	2,450	3,500
비용총계	3,551	3,673	3,675	4,010	4,156	4,320	4,805	5,142	16,425	16,873	14,908	18,423	19,552
인건비	1,872	1,908	1,994	1,979	2,124	2,156	2,345	2,369	8,229	9,064	7,752	8,993	9,449
광고선전비	133	234	160	529	376	503	758	881	850	1,282	1,056	2,518	3,298
감가상각비	251	247	214	223	234	229	241	240	1,119	1,081	935	944	962
매출변동비 및 기타	1,294	1,284	1,307	1,279	1,422	1,432	1,461	1,652	6,228	5,447	5,165	5,966	5,843
매출액 대비	36%	34%	36%	32%	27%	25%	24%	23%	35%	35%	34%	25%	22%
영업이익	52	151	-75	32	1,121	1,484	1,345	1,902	1,373	-1,100	161	5,851	6,509
영업이익률	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	21.2%	25.6%	21.9%	27.0%	7.7%	-7.0%	1.1%	24.1%	25.0%
YoY	-80%	70%	-48%	-103%	2047%	884%	흑전	5757%	-75%	-180%	흑전	3539%	11%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 2025년 11월 21일 금요일 오후 10시 '아이온2' 국내 서버 현황 (총 40대중 포화 3대, 혼잡 37대)

자료: 엔씨소프트

[그림 2] 2026년 3월 18일 목요일 오후 10시 '아이온2' 국내 서버 현황 (총 42대중 혼잡 42대)



자료: 엔씨소프트

PC방 순위/점유율 (3월 18일 기준)

게임순위 2026년 3월 18일

순위		게임정보	점유율
1	-	LEAGUE OF LEGENDS 398주 1위 라이엇 게임즈 라이엇 게임즈 리그 오브 레전드	30.36%
2	-	리니지 클래식	17.4%
3	-	배틀그라운드	8.51%
4	-	발로란트	6.67%
5	-	FC온라인	4.75%
6	-	오버워치	4.37%

자료: 게임트릭스

엔씨소프트 목표주가 변경 내역 (단위: 억원)

변경 전		변경 후	
25년 추정 지배순이익	3,195	26년 추정 지배순이익	4,838
Target PER	17.2	Target PER	16.0
영업가치 (A)	54,954	영업가치 (A)	77,408
자산가치(순현금) (B)	13,095		
기업가치 (A) +(B)	68,049	기업가치 (A)	77,408
발행주식수	21,954,022	발행주식수	21,544,022
목표주가	309,961	목표주가	359,302

자료: 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 벨류에이션 비교

	26E PER	26E ROE
TENCENT	15.3	20.0
NETEASE	12.8	22.0
ELECTRONIC ARTS	23.2	25.8
NEXON	17.9	12.0
KRAFTON INC	10.7	12.9
평균	16.0	18.5
NCSOFT	15.2	8.8

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,507**	**2,427**	**2,606**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,427	2,606
판관비	1,643	1,687	1,491	1,842	1,955
영업이익	**137**	**-109**	**16**	**585**	**651**
EBITDA	249	0	109	742	801
영업외손익	69	230	445	57	60
외환관련손익	-9	50	-8	-27	-30
이자손익	69	62	46	32	30
관계기업관련손익	4	4	-23	-9	-8
기타	5	114	431	62	68
법인세비용차감전순손익	206	121	461	643	710
법인세비용	-8	27	114	159	178
계속사업순손익	214	94	347	484	533
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	347	484	533
지배지분순이익	**212**	**94**	**347**	**484**	**533**
포괄순이익	191	48	355	491	540
지배지분포괄이익	189	48	355	490	539

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**140**	**107**	**199**	**803**	**845**
당기순이익	214	94	347	484	533
감가상각비	110	106	89	134	128
외환손익	7	-4	-16	27	30
종속,관계기업관련손익	-1	2	23	9	8
자산부채의 증감	-96	-43	63	119	116
기타현금흐름	-95	-48	-308	30	30
투자활동 현금흐름	**113**	**1,294**	**-693**	**-1,194**	**-145**
투자자산	345	327	-14	-302	-79
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-84	-87	-400	-100
유형자산 감소	1	1	1	0	0
기타현금흐름	-115	1,051	-593	-492	33
재무활동 현금흐름	**-177**	**-523**	**-66**	**-5**	**-14**
단기차입금	5	6	2	5	4
사채 및 장기차입금	16	-273	-18	19	10
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타현금흐름	-62	-193	-21	0	0
연결범위변동 등 기타	4	17	59	468	-149
현금의 증감	**80**	**895**	**-501**	**73**	**536**
기초 현금	286	365	1,260	760	833
기말 현금	365	1,260	760	833	1,369
NOPLAT	**142**	**-109**	**16**	**585**	**651**
FCF	**22**	**23**	**112**	**403**	**745**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,337**	**1,789**	**2,267**	**1,634**	**2,165**
현금및현금성자산	365	1,260	760	833	1,369
매출채권 및 기타채권	172	167	165	199	199
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,067	3,212	3,252
유형자산	1,001	998	1,008	1,274	1,246
관계기업등 지분관련자산	25	50	51	56	60
기타투자자산	648	822	769	1,066	1,141
자산총계	**4,394**	**3,954**	**4,333**	**4,846**	**5,417**
유동부채	614	322	641	671	715
매입채무 및 기타채무	215	196	245	270	290
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	130	130	135
비유동부채	526	568	322	342	357
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	40	40	40
부채총계	**1,141**	**890**	**963**	**1,013**	**1,073**
지배지분	3,250	3,058	3,365	3,827	4,339
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,662	4,117	4,622
비지배지분	3	5	6	6	6
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,370**	**3,833**	**4,345**
순차입금	**-1,471**	**-1,099**	**-1,665**	**-967**	**-1,478**
총차입금	649	382	366	390	404

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	16,022	22,460	24,733
BPS	160,025	157,673	173,511	197,346	223,741
EBITDAPS	11,349	-2	5,028	34,444	37,185
SPS	81,071	71,883	69,644	112,670	120,966
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	**33.3**	**45.8**	**12.6**	**9.8**	**8.9**
PBR	**2.0**	**1.2**	**1.2**	**1.1**	**1.0**
EV/EBITDA	**22.5**	**-83,858.8**	**24.7**	**5.1**	**4.1**
PSR	**4.0**	**2.7**	**2.9**	**2.0**	**1.8**

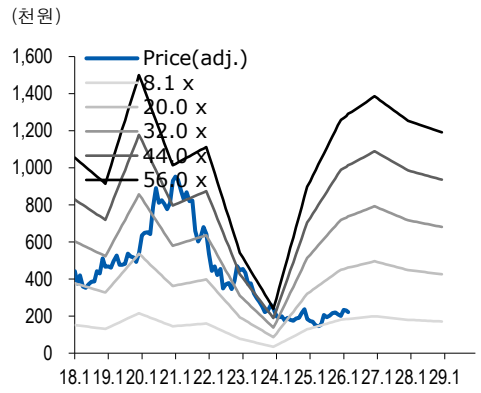
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-30.8**	**-11.3**	**-4.5**	**61.1**	**7.4**
영업이익 증가율 (%)	**-75.4**	**적전**	**흑전**	**3,539.2**	**11.2**
지배순이익 증가율 (%)	**-51.3**	**-55.6**	**268.0**	**39.6**	**10.1**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**7.7**	**-6.9**	**1.1**	**24.1**	**25.0**
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	23.0	19.9	20.4
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	7.2	30.6	30.7
ROIC	16.4	-8.0	5.5	33.5	28.4
ROA	4.8	2.3	8.4	10.5	10.4
ROE	**6.6**	**3.0**	**10.8**	**13.5**	**13.1**
부채비율 (%)	35.1	29.1	28.6	26.4	24.7
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-49.5	-25.3	-34.1
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	1.6	61.0	64.6

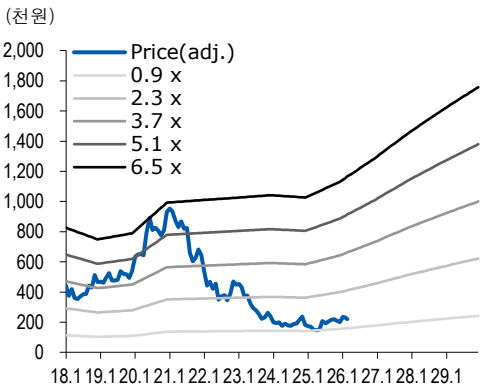
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

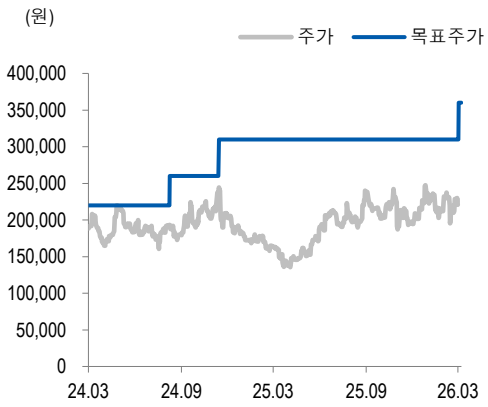
P/E band chart



P/B band char



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-20	BUY	360,000	1년		
2025-12-02	1년 경과 이후		1년	-29.88	-20.16
2024-12-02	BUY	310,000	1년	-39.47	-21.94
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이창영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.