엔씨소프트(036570.KS) 매수(유지)

모든 세대의 MMORPG 수요 흡수

분석의 기본 가정

- 〈아이온2〉는 중소과금 유저 베이스로 매출 하향 폭은 제한
- 모바일 지급수수료율은 국내 내년, 북미 하반기 이후 감소 가정

1분기 매출액 5,374억원, 영업이익 836억원 전망

엔씨소프트의 2026년 1분기 매출액은 전년비 49% 증가한 5,374억원, 영업이익은 836억원으로 영업이익률은 전년동기 대비 15%p증가를 전망함. 1분기 리후후와 스프링컴즈가 연결되며 캐주얼게임의 매출은 300억 수준을 예상함. 2분기 저스트플레이는 5월부터 연결되며 2개월치 연결로 캐주얼게임 매출은 928억원 수준을 예상함. 2026년은 기존 레거시 IP를 견고히 하며 캐주얼 게임사의 M&A를 통해 캐시카우를 확보하는 데 집중할 예정임. 상반기는 자사주 보너스 지급분 200억이 반영되며 리니지 클래식의 런칭 보너스 비용도 반영될 예정임

2030세대의 〈아이온2〉, 4050세대의 〈리니지 클래식〉

〈리니지 클래식〉은 2월 7일 출시 후 출시 3주 누적 매출 500억원 돌파함. 이 중 30일 패키지가 아닌 90일 패키지의 경우 매출이 안분인식되어 500억보다 적은 수준일 것임. 또한 기존 〈리니지〉 PC게임과의 자기 잠식은 불가피한 상황이나 이를 감안하더라도 두 '리니지'의 매출 총량은 전분기 대비 148% 성장한 622억원 수준으로 전망함.
〈아이온2〉의 매출도 시즌 3 업데이트가 4월부터 예정되어있으며 글로벌 출시는 3분기에 예정되어있어 안정적인 매출 흐름을 예상함. PC MMORPG장르의 신작이 부재한 상황에서 2030세대는 〈아이온2〉, 4050세대 이상은 〈리니지 클래식〉으로 결집 중임

목표주가 36만원 상향

엔씨소프트에 대한 매수 투자의견 유지, 목표주가는 360,000원으로 기존 310,000원에서 16% 상향함. 기존 게임 사업부와 캐주얼 게임 사업부를 구분한 SOTP방식으로 전환함. 캐주얼 게임 부문은 향후 추가적인 M&A를 통한 사업 확대 가능성이 존재하나, 단기적으로는 이익 기여도가 제한적일 것으로 판단하며, 보유 현금은 캐주얼 게임의 M&A 활용 가능성을 감안하여 50%를 반영함

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	1,578	1,507	2,604	2,705	2,360
영업이익(십억원)	-109	16	499	510	221
세전손익(십억원)	121	461	535	556	265
지배순이익(십억원)	94	347	381	395	188
EPS(원)	4,291	16,023	17,699	18,335	8,723
증감율(%)	-55.6	273.4	10.5	3.6	-52.4
ROE(%)	3.0	10.8	10.9	10.4	4.7
PER(배)	42.7	12.6	14.0	13.6	28.5
PBR(배)	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	na	33.0	5.5	5.0	9.9

게임/엔터테인먼트 담당 김지현
T.02)2004-9964 / kim.ji-hyun@shinyoung.com

현재주가(04/14)	248,500원
목표주가(12M, 상향)	360,000원

Key Data (기준일: 2026. 4. 14)

KOSPI(pt)	5967.75
KOSDAQ(pt)	1121.88
액면가(원)	500
시가총액(억원)	53,537
발행주식수(천주)	21,544
평균거래량(3M,주)	144,584
평균거래대금(3M, 백만원)	32,276
52주 최고/최저	248,500 / 135,800
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(26F,%)	2.1
외국인지분율(%)	35.5
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.4 %
Saudi Electronic Gaming 외 1 인	9.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.8	0.4	19.8	74.5
KOSPI대비 상대수익률	0.0	-20.5	-28.5	-28.2

Company vs KOSPI composite

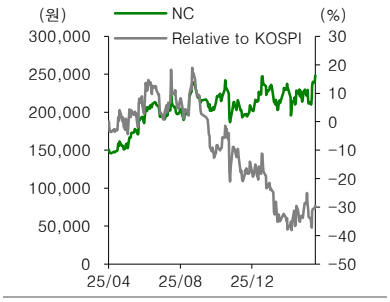
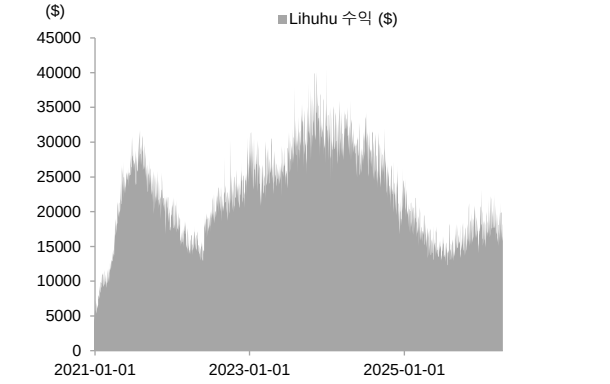


도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	**360**	**382**	**360**	**404**	**537**	**623**	**713**	**731**	**1,507**	**2,604**	**2,705**
QoQ%	*-12%*	*6%*	*-6%*	*12%*	*33%*	*16%*	*14%*	*3%*			
YoY%	*-9%*	*4%*	*-10%*	*-1%*	*49%*	*63%*	*98%*	*81%*	*-5%*	*73%*	*4%*
[매출구성]											
모바일	206	219	197	178	180	215	236	215	801	846	808
리니지M	113	121	105	94	104	93	134	113	433	444	436
리니지2M	38	48	47	45	41	59	51	54	178	205	201
리니지W	53	48	43	39	35	45	39	38	183	157	141
아이온2(국내,대만)	0	0	0	77	148	127	105	135	77	514	432
PC	83	92	88	168	271	281	329	365	431	1246	1291
리니지+리니지 클래식	22	21	25	25	62	91	72	64	93	289	268
리니지2	19	23	22	23	21	20	21	21	86	83	80
아이온	8	13	9	5	4	4	4	4	36	17	16
길드워2	19	16	18	29	28	28	30	29	82	116	110
로열티	45	42	47	42	41	40	39	39	176	159	141
기타+캐주얼	26	29	28	16	45	87	109	112	99	354	466
영업비용	**355**	**367**	**368**	**401**	**454**	**505**	**554**	**593**	**1491**	**2105**	**2195**
QoQ%	*-34%*	*3%*	*0%*	*9%*	*13%*	*11%*	*10%*	*7%*			
YoY%	*-5%*	*2%*	*-12%*	*-26%*	*28%*	*37%*	*51%*	*48%*	*-12%*	*41%*	*4%*
[비용구성]											
인건비	187	191	199	198	233	214	214	215	775	876	905
마케팅비	13	23	16	53	42	82	112	150	106	386	473
D&A	25	25	21	22	22	22	21	21	94	86	81
매출 변동비 및 기타	129	128	131	128	156	187	207	207	516	757	736
영업이익	**5**	**15**	**-7**	**3**	**84**	**118**	**159**	**138**	**16**	**499**	**510**
OPM%	*1%*	*4%*	*-2%*	*1%*	*16%*	*19%*	*22%*	*19%*	*1%*	*19%*	*19%*
QoQ%	*흑전*	*172%*	*적전*	*흑전*	*1836%*	*22%*	*18%*	*-16%*			
YoY%	*-78%*	*64%*	*적축*	*흑전*	*973%*	*382%*	*흑전*	*2247%*	*흑전*	*1696%*	*-2%*
당기순이익	**38**	**-36**	**347**	**-1**	**66**	**97**	**116**	**117**	**347**	**396**	**411**
NIM%	*10%*	*-9%*	*96%*	*0%*	*12%*	*16%*	*16%*	*16%*	*43%*	*47%*	*51%*
QoQ%	*흑전*	*적전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*26%*	*5%*	*-2%*			
YoY%	*-27%*	*적전*	*흑전*	*적축*	*18%*	*흑전*	*-83%*	*흑전*	*338%*	*8%*	*9%*
지배주주순이익	**38**	**-35**	**347**	**-2**	**65**	**93**	**111**	**112**	**347**	**381**	**395**

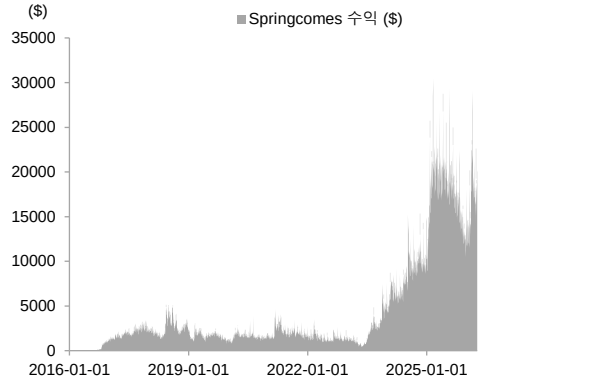
주: 2026년 1분기 리후후, 스프링컴즈가 연결편입되었으며, 2026년 5월부터 저스트플레이 연결편입을 가정함
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 2. 리후후, 센서타워 모바일 일매출 추이



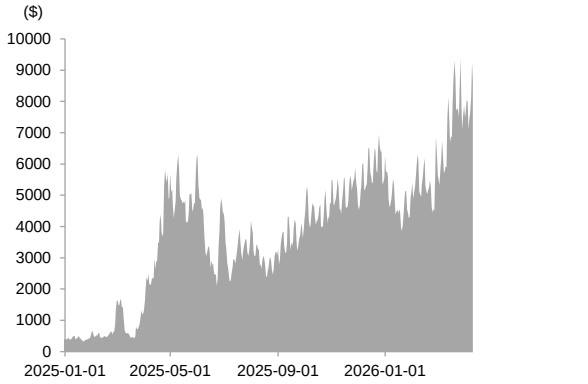
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 3. 스프링컴스, 센서타워 모바일 일매출 추이



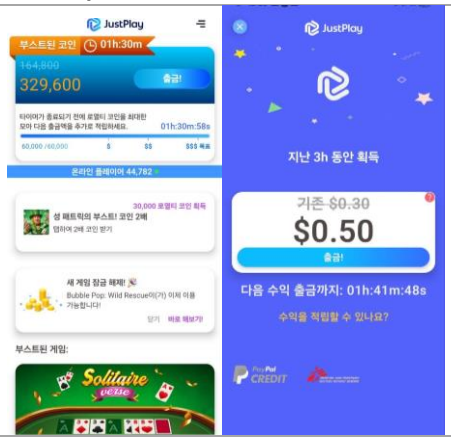
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 4. JustPlay의 Gimaca, 센서타워 모바일 일매출 추이



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 5. JustPlay 앱 내 화면과 실제 플레이 후 수익화

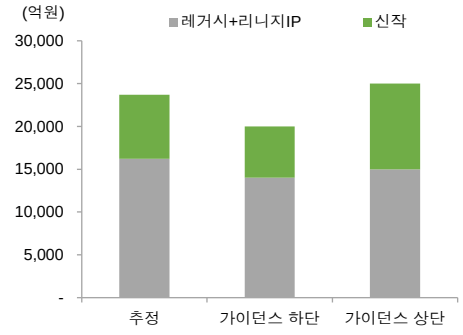


자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 6. <아이온2> 4월 8일부터 시즌 3시작

자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 7. 2026년 가이던스와 추정치 비교



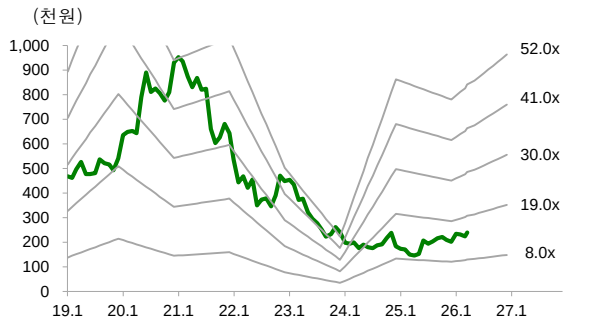
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 8. 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
2Q26	글로벌	브레이커스 언락 더 월드	서브컬처	PC/모바일	퍼블리싱
1H26	중국	리니지2M	MMORPG	모바일	자체개발
1H26	동남아	리니지W	MMORPG	모바일	자체개발
3Q26	글로벌	타임 테이커스	배틀로얄 슈터	PC/콘솔	퍼블리싱
4Q26	글로벌	신더시티(LLL)	루터 슈터	PC/콘솔	자체개발
2026		IP 기반 게임 2종			자체개발
2H26	중국	리니지M	MMORPG	모바일	자체개발
1Q27	글로벌	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	PC/모바일	자체개발
2027~	글로벌	본파이어	슈터	PC/콘솔	자체개발

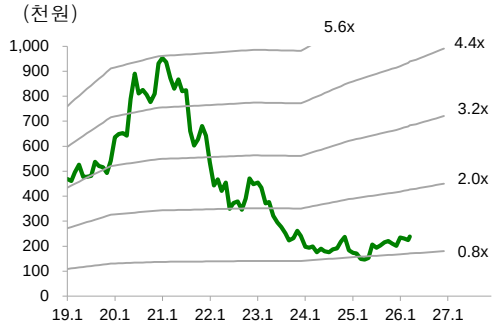
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 9. 엔씨소프트 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 10. 엔씨소프트 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 11. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	지분율	금액	설명
본사 영업가치 -1)		**6,096**	
엔씨소프트 26F 순이익		329	26F NOPLAT Target PER 18배 적용
캐주얼 게임 부문 영업가치 -2)		**293**	
인디고그룹(리후후)	67%	161	26F 순이익를 15% 가정, NOPLAT에 Target PER 14배 적용
저스트플레이	70%	132	26F 순이익를 8% 가정, NOPLAT에 Target PER 14배 적용
순현금 -3)		**666**	리후후, 스프링컴즈, 저스트플레이 인수 금액 제외 후 50% 할인 적용
적정기업가치(1+2+3)		**7,054**	
발행주식총수(만 주)		1,939	자사주 약 10% 제외
주당적정가치(원)		360,000	

자료 : 신영증권 리서치센터

주: 건설중인 신사옥과 판교 R&D 센터는 2025년 사업보고서 기준

엔씨소프트(036570.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**15,781**	**15,069**	**26,043**	**27,054**	**23,604**
증가율(%)	-11.3	-4.5	72.8	3.9	-12.8
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**15,781**	**15,069**	**26,043**	**27,054**	**23,604**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**16,873**	**14,908**	**21,052**	**21,955**	**21,396**
판관비율(%)	106.9	98.9	80.8	81.2	90.6
영업이익	**-1,092**	**161**	**4,992**	**5,099**	**2,207**
증가율(%)	적전	흑전	3,000.6	2.1	-56.7
영업이익률(%)	-6.9	1.1	19.2	18.8	9.4
EBITDA	**0**	**1,117**	**5,844**	**5,772**	**2,740**
EBITDA마진(%)	0.0	7.4	22.4	21.3	11.6
순금융손익	**1,165**	**695**	**1,357**	**1,561**	**1,668**
이자손익	618	520	1,234	1,438	1,545
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**1,092**	**3,959**	**-122**	**-222**	**-503**
종속및관계기업 관련손익	**44**	**-202**	**-878**	**-878**	**-727**
법인세차감전계속사업이익	**1,209**	**4,614**	**5,349**	**5,560**	**2,645**
계속사업손익법인세비용	**268**	**1,139**	**1,391**	**1,446**	**688**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**941**	**3,474**	**3,958**	**4,115**	**1,958**
증가율(%)	-56.0	269.2	13.9	4.0	-52.4
순이익률(%)	6.0	23.1	15.2	15.2	8.3
지배주주지분 당기순이익	942	3,467	3,813	3,950	1,879
증가율(%)	-55.6	268.0	10.0	3.6	-52.4
기타포괄이익	**-459**	**-108**	**79**	**79**	**79**
총포괄이익	**482**	**3,366**	**4,037**	**4,193**	**2,036**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**17,885**	**22,666**	**26,561**	**30,345**	**31,921**
현금및현금성자산	12,605	5,035	7,999	11,622	13,510
매출채권 및 기타채권	1,672	2,090	2,959	3,063	2,698
재고자산	11	13	20	21	18
비유동자산	**21,654**	**20,666**	**20,227**	**19,969**	**19,851**
유형자산	9,976	10,347	9,541	8,912	8,422
무형자산	1,039	1,106	1,059	1,014	972
투자자산	8,717	7,509	7,924	8,338	8,753
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**39,539**	**43,331**	**46,789**	**50,314**	**51,771**
유동부채	**3,222**	**6,412**	**6,831**	**7,327**	**7,912**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,963	2,319	2,738	3,233	3,819
유동성장기부채	0	1,300	1,300	1,300	1,300
비유동부채	**5,682**	**3,215**	**3,215**	**3,215**	**3,215**
사채	1,698	399	399	399	399
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**8,904**	**9,627**	**10,047**	**10,542**	**11,127**
지배주주지분	**30,585**	**33,649**	**36,541**	**39,406**	**40,201**
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
기타포괄이익누계액	-612	-756	-678	-599	-521
이익잉여금	34,739	36,690	39,505	42,291	43,007
비지배주주지분	**51**	**56**	**201**	**365**	**444**
자본총계	**30,636**	**33,704**	**36,742**	**39,772**	**40,644**
총차입금	**3,809**	**3,570**	**3,570**	**3,570**	**3,570**
순차입금	**-10,745**	**-6,612**	**-19,507**	**-23,180**	**-25,119**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**1,070**	**1,620**	**3,574**	**5,009**	**3,441**
당기순이익	**941**	**3,474**	**3,958**	**4,115**	**1,958**
현금유출이없는비용및수익	**-68**	**-2,026**	**1,010**	**682**	**-323**
유형자산감가상각비	1,059	909	806	629	490
무형자산상각비	33	47	47	45	43
영업활동관련자산부채변동	**-433**	**-72**	**-1,237**	**220**	**948**
매출채권의감소(증가)	201	-399	-869	-104	366
재고자산의감소(증가)	-3	-2	-7	-1	3
매입채무의증가(감소)	0	0	419	495	585
투자활동으로인한현금흐름	**12,941**	**-8,324**	**-6,582**	**-6,583**	**-6,585**
투자자산의 감소(증가)	-1,991	1,208	-415	-415	-416
유형자산의 감소	7	8	0	0	0
CAPEX	-842	-1,035	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	10,299	-3,145	-50	-51	-51
재무활동으로인한현금흐름	**-5,229**	**-825**	**-755**	**-1,531**	**-1,695**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-2,400	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**171**	**-40**	**6,728**	**6,728**	**6,728**
현금의 증가	**8,953**	**-7,570**	**2,964**	**3,623**	**1,888**
기초현금	3,652	12,605	5,035	7,999	11,622
기말현금	12,605	5,035	7,999	11,622	13,510

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	4,291	16,023	17,699	18,335	8,723
BPS	175,362	187,076	200,503	213,802	217,488
DPS	1,460	1,150	5,150	6,000	6,000
Multiples (배)					
PER	42.7	12.6	14.0	13.6	28.5
PBR	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	-76,833.4	33.0	5.5	5.0	9.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-55.6%	273.4%	10.5%	3.6%	-52.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-100.0%	na	423.2%	-1.2%	-52.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	3.0%	10.8%	11.2%	10.8%	4.9%
ROE(지배순이익 기준)	3.0%	10.8%	10.9%	10.4%	4.7%
ROIC	-8.2%	3.5%	36.0%	39.5%	19.7%
WACC	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%
안전성(%)					
부채비율	29.1%	28.6%	27.3%	26.5%	27.4%
순차입금비율	-35.1%	-19.6%	-53.1%	-58.3%	-61.8%
이자보상배율	-10.6	3.6	112.3	114.7	49.7

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(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

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

NC : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-04-15	매수	360000		
2025-11-26	매수	310000	-29.53	-19.84
2025-11-03	매수	260000	-16.65	-6.92