

2025. 5. 15



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

**Hold** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **170,000 원**

**현재주가 (5.14)** **158,500 원**

**상승여력** **7.3%**

KOSPI	2,640.57pt
시가총액	34,147억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	77.68%
외국인비중	37.29%
52주 최고/최저가	244,500원/135,800원
평균거래대금	133.5억원

**주요주주(%)**

김택진 외 16 인	12.36
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43
넷마블	9.05

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	11.3	-22.5	-28.0
상대주가	3.5	-29.0	-25.5

**주가그래프**



# 엔씨소프트 036570

## 변화를 보고 접근해도 늦지 않다

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 52억원으로 기대 하회
- ✓ 가장 빠른 신작은 <아이온2> 전망. 신작 더해지나 리니지 매출 감소는 불가피할 것
- ✓ 지난 2년간 동사는 5종의 신작 출시. 성과 낸 것은 외부 퍼블리싱 1종뿐
- ✓ 현재까지 발표된 외부 퍼블리싱 계약 없어 준비중인 신작은 동사 마케팅 예상
- ✓ 과거와 다르다는 기대는 근거 아직 부족. 변화를 보고 접근해도 늦지 않을 것

### 1Q25 Review: 2025년 연간 분기 이익 레벨을 보여준 1분기 실적

1분기 엔씨소프트의 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,603억원(-9.5% YoY)과 52억원(-79.7% YoY)으로 매출은 상회했으나 이익은 기대치를 하회했다. 레거시 IP 매출 유지를 위하여 과거 대비 높은 수준의 마케팅이 진행되고 있다. 개발자 상여금 등으로 인건비도 예상을 100억 상회했다. 동사는 일반적으로 1분기 영업이익 대비 순이익이 높은 경향을 보여왔다. 그러나 동분기는 기타 대손상각비 78억원 및 관계사 투자주식 평가손실이 발생하며 순이익은 예상 대비 크게 부진했다. 각종 투자 및 전분기 구조조정에 따른 대규모 현금 지출도 영향을 미쳤을 것으로 추정한다. 지난해 복귀 유저가 크게 유입되며 이미 반영되었기 때문에 분기 영업이익은 신작 출시까지 큰 반등 없이 현 수준과 유사한 수준을 전망이다.

### 변화를 보고 접근해도 늦지 않다

4분기 <아이온2> 출시를 전망한다. 한국/대만과 같은 모바일 MMORPG 선호 지역이 대상으로 추정된다. 2026년 지역 확장 후 연간 매출은 4,248억원을 전망한다. 그러나 이로 인해 모바일 리니지 시리즈 카니발이 불가피할 것으로 예상한다. 과거 <리니지W> 출시 후 기존 시리즈 매출은 2/3 수준으로 감소했다. <아이온2> 또한 일정 부분 시장에 존재하는 MMORPG 유저를 대상으로 할 전망이기 때문에 장르 의존도가 높은 전사 매출은 신작 효과가 다소 제한적으로 반영될 전망이다.

동사의 문제는 마케팅에 있었다. 신작의 부재가 아니었다. 지난 2년간 MMORPG 1종 및 비 MMO 4종의 신작이 출시되었으나 동사 퍼블리싱 게임은 시장 안착에 모두 실패했다. 성과를 낸 것은 아마존이 퍼블리싱한 <TL> 글로벌 뿐이었다. 마케팅이 또다시 동사의 손에 의해 이루어진다면 준비중인 신작의 성과가 과거와 다를 것이란 기대를 하기엔 근거가 부족하다. 변화를 보고 접근해도 늦지 않다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024	1,578.1	-109.2	94.2	4,292	-56.0	139,312	42.7	1.3	-73,149.0	3.0	29.1
2025E	1,428.2	14.0	379.9	17,560	309.3	158,942	9.0	1.0	18.5	11.7	23.4
2026E	1,571.4	45.1	162.3	7,794	-55.6	170,711	20.3	0.9	16.7	4.7	21.2
2027E	1,461.7	55.6	120.1	5,797	-25.7	174,771	27.3	0.9	17.6	3.4	19.6

**표1 1Q25P Review 테이블**

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	360.3	397.9	-9.5	409.4	-12.0	338.7	6.4	366.1	-1.6
영업이익	5.2	25.7	-79.7	-129.5	흑전	9.6	-45.6	7.8	-33.0
세전이익	31.3	78.4	-60.1	-10.3	흑전	57.7	-45.8	45.9	-31.9
지배주주 순이익	37.8	57.2	-34.0	-7.5	흑전	42.1	-10.3	28.9	30.7
영업이익률(%)	1.4	6.5		-31.6		2.8		2.1	
세전이익률(%)	8.7	19.7		-2.5		17.0		12.5	
순이익률(%)	10.5	14.4		-1.8		12.4		7.9	

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

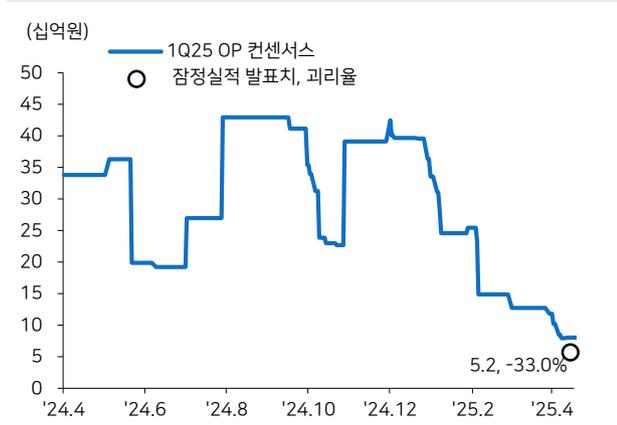
**표2 2025E 연간 실적 테이블**

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,428.2	1,578.1	-9.5	1,335.3	7.0	1,590.2	-10.2
영업이익	13.9	-109.2	흑전	-23.1	N/A	85.0	-83.6
세전이익	488.2	120.9	303.8	486.0	0.5	206.1	136.9
지배주주 순이익	379.9	94.2	303.2	363.0	4.7	156.2	143.2
영업이익률(%)	1.0	-6.9		-1.7		5.3	
세전이익률(%)	34.2	7.7		36.4		13.0	
순이익률(%)	26.6	6.0		27.2		9.8	

주: 2025년 삼성동 부동산 매각 차익을 반영하여 세전이익을 시장 대비 크게 추정. <아이온2> 출시를 기존 2026년에서 4Q25로 변경함

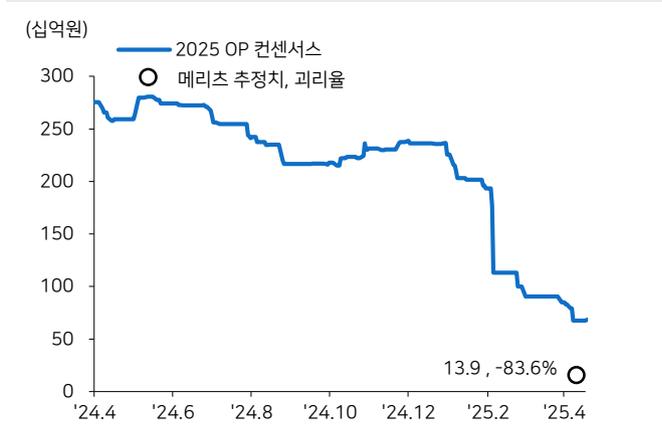
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 33.0% 하회**



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -83.6% 전망**



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 엔씨소프트 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.10.16	블레이드 앤 소울 네오 (한국)	PC	엔씨소프트	자체개발
24.12.04	저니 오브 모나크	모바일	엔씨소프트	자체개발
25.04.03	블레이드 앤 소울 2 (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔
2H25	리니지2M (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, /중국 퍼블리셔
	브레이커즈: 언락 더 월드	PC, 모바일	빅게임스튜디오(16.8%)	퍼블리싱
	아이온2 (한국, 대만)	모바일	엔씨소프트	자체개발
	리니지2M (동남아 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발
2026	아이온2 (글로벌)	모바일, PC	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트LLL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
미정	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 NL	미정	엔씨소프트	자체개발
	택탄 (프로젝트G)	모바일	엔씨소프트	자체개발
	타임 테이커즈	PC, 콘솔	미스틸 게임즈	퍼블리싱

주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>397.9</b>	<b>368.9</b>	<b>401.9</b>	<b>409.4</b>	<b>360.3</b>	<b>338.5</b>	<b>369.0</b>	<b>360.3</b>	<b>1,578.1</b>	<b>1,428.2</b>	<b>1,571.4</b>
온라인	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	79.2	74.3	86.2	351.8	322.9	298.7
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	183.4	224.1	221.2	936.7	835.0	1,069.0
기타	24.3	26.8	29.7	26.8	25.7	27.5	24.9	21.1	107.7	99.3	81.5
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	48.5	45.8	31.8	182.0	171.0	122.3
<b>% YoY</b>	<b>-16.9</b>	<b>-16.2</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>-9.5</b>	<b>-8.2</b>	<b>-8.2</b>	<b>-12.0</b>	<b>-11.3</b>	<b>-9.5</b>	<b>10.0</b>
온라인	0.1	-2.2	-13.4	6.5	-8.9	-8.2	-8.0	-7.8	-2.4	-8.2	-7.5
모바일	-24.6	-26.5	-7.5	-27.9	-17.3	-15.9	-11.6	2.6	-22.0	-10.9	28.0
기타	70.3	41.3	43.0	30.8	5.7	2.6	-16.0	-21.3	44.5	-7.8	-17.9
로열티	-22.8	3.8	8.0	140.5	37.5	28.7	20.1	-56.7	26.0	-6.0	-28.5
<b>영업비용</b>	<b>372.2</b>	<b>360.0</b>	<b>416.2</b>	<b>538.9</b>	<b>355.1</b>	<b>335.2</b>	<b>342.3</b>	<b>381.6</b>	<b>1,687.3</b>	<b>1,414.2</b>	<b>1,526.3</b>
% to sales	93.5	97.6	103.6	131.6	98.6	99.0	92.8	105.9	106.9	99.0	97.1
% YoY	-6.3	-11.1	2.4	24.2	-4.6	-6.9	-17.8	-29.2	2.7	-16.2	7.9
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	117.8	127.9	138.4	544.7	513.4	585.8
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.9	25.0	24.3	108.1	99.3	94.6
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	16.3	24.9	55.2	128.2	109.7	141.0
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	176.3	164.6	163.7	906.4	691.7	704.9
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>8.8</b>	<b>-14.3</b>	<b>-129.5</b>	<b>5.2</b>	<b>3.3</b>	<b>26.7</b>	<b>-21.3</b>	<b>-109.2</b>	<b>13.9</b>	<b>45.1</b>
영업이익률(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	1.4	1.0	7.2	-5.9	-6.9	1.0	2.9
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	43.1	387.6	26.3	120.9	488.2	183.8
% YoY	-44.5	117.2	적전	적지	-60.1	-49.2	흑전	흑전	-41.4	303.8	-62.4
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	32.3	290.7	19.2	94.2	379.9	162.3
% YoY	-49.7	137.6	적전	적전	-34.0	-54.5	흑전	흑전	-55.6	303.3	-57.3

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,578.1</b>	<b>1,428.2</b>	<b>1,571.4</b>	<b>1,461.7</b>
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-9.5	10.0	-7.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,428.2	1,571.4	1,461.7
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,414.2	1,526.3	1,406.1
<b>영업이익</b>	<b>137.3</b>	<b>-109.2</b>	<b>14.0</b>	<b>45.1</b>	<b>55.6</b>
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.0	2.9	3.8
금융손익	91.1	116.5	46.6	52.8	61.7
중속/관계기업손익	4.1	4.4	-4.2	-4.0	-3.8
기타영업외손익	-26.2	109.2	431.9	90.0	431.9
세전계속사업이익	206.2	120.9	488.2	183.8	545.4
법인세비용	-7.7	26.8	108.5	21.5	127.1
<b>당기순이익</b>	<b>213.9</b>	<b>94.1</b>	<b>379.7</b>	<b>162.3</b>	<b>120.0</b>
지배주주지분 손이익	212.1	94.2	379.9	162.3	120.1

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>2,336.8</b>	<b>1,788.5</b>	<b>2,018.8</b>	<b>1,712.9</b>	<b>1,451.5</b>
현금및현금성자산	365.2	1,260.5	1,537.5	1,219.9	990.2
매출채권	132.7	130.3	117.9	129.7	120.7
재고자산	0.7	1.1	1.5	1.7	1.5
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,213.7	2,581.0	2,885.5
유형자산	1,000.5	997.6	1,005.7	1,320.5	1,639.4
무형자산	96.1	103.9	100.3	96.9	93.5
투자자산	672.6	871.7	915.4	971.4	960.4
<b>자산총계</b>	<b>4,393.8</b>	<b>3,953.9</b>	<b>4,232.4</b>	<b>4,293.9</b>	<b>4,337.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>614.3</b>	<b>322.2</b>	<b>295.9</b>	<b>325.6</b>	<b>302.9</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	526.5	568.2	507.4	425.6	407.5
사채	169.7	169.8	129.8	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,140.8</b>	<b>890.4</b>	<b>803.3</b>	<b>751.2</b>	<b>710.4</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-44.5	-61.2	-61.2	-61.2	-61.2
이익잉여금	3,472.7	3,473.9	3,712.7	3,724.8	3,808.9
비지배주주지분	3.3	5.1	4.9	4.9	4.8
<b>자본총계</b>	<b>3,253.0</b>	<b>3,063.6</b>	<b>3,429.1</b>	<b>3,542.7</b>	<b>3,626.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>139.9</b>	<b>107.0</b>	<b>274.4</b>	<b>285.2</b>	<b>224.7</b>
당기순이익(손실)	213.9	94.1	379.7	162.3	120.0
유형자산상각비	110.1	105.9	91.9	85.2	81.1
무형자산상각비	1.8	3.3	3.6	3.5	3.3
운전자본의 증감	-95.6	-43.3	-4.2	10.8	-3.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>113.0</b>	<b>1,294.1</b>	<b>70.9</b>	<b>-463.2</b>	<b>-402.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-84.2	-100.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-43.7	-56.0	11.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-177.3</b>	<b>-522.9</b>	<b>-68.3</b>	<b>-139.5</b>	<b>-52.2</b>
차입금의 증감	20.2	-266.7	-40.0	-125.4	-3.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	895.3	277.0	-317.5	-229.8
기초현금	285.6	365.2	1,260.5	1,537.5	1,219.9
기말현금	365.2	1,260.5	1,537.5	1,219.9	990.2

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	81,071	71,883	66,009	75,486	70,530
EPS(지배주주)	9,663	4,292	17,560	7,794	5,797
CFPS	13,017	3,975	14,657	10,842	9,862
EBITDAPS	11,350	-2	5,058	6,424	6,756
BPS	148,023	139,312	158,942	170,711	174,771
DPS	3,130	1,460	730	2,514	1,860
배당수익률(%)	1.3	0.8	0.5	1.6	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	24.9	42.7	9.0	20.3	27.3
PCR	18.5	46.1	10.8	14.6	16.1
PSR	3.0	2.5	2.4	2.1	2.2
PBR	1.6	1.3	1.0	0.9	0.9
EBITDA(십억원)	249.2	-0.0	109.4	133.7	140.0
EV/EBITDA	15.3	-73,149.0	18.5	16.7	17.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.6	3.0	11.7	4.7	3.4
EBITDA 이익률	14.0	0.0	7.7	8.5	9.6
부채비율	35.1	29.1	23.4	21.2	19.6
금융비용부담률	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	9.4	-10.6	1.9	8.1	13.0
매출채권회전율(x)	11.6	12.0	11.5	12.7	11.7
재고자산회전율(x)	1,590.1	1,759.7	1,120.4	999.5	919.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

