한화투자증권

2025년 7월 22일
기업분석

엔씨소프트 (036570)

현재 주가는 24년 10월, 글로벌TL 출시 시점 수준

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 250,000원

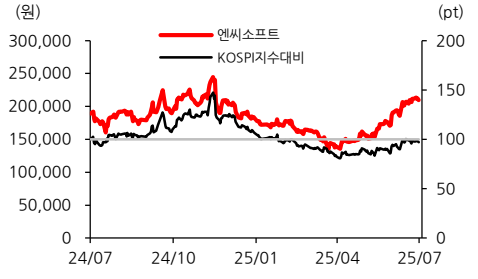
현재 주가(7/21)	208,000 원
상승여력	▲20.2%
시가총액	44,812 억원
발행주식수	21,544 천주
52 주 최고가 / 최저가	244,500 / 135,800 원
90 일 일평균 거래대금	250.77 억원
외국인 지분율	32.4%
주주 구성	
김택진 (외 17 인)	12.4%
자사주 (외 1 인)	10.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.2	52.5	17.1	10.0
상대수익률(KOSPI)	3.0	23.5	-10.5	-4.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,780	1,578	1,536	1,905
영업이익	137	-109	58	203
EBITDA	249	0	172	322
지배주주순이익	212	94	143	249
EPS	9,663	4,639	7,194	12,498
순차입금	-885	-1,059	-645	-789
PER	24.9	39.5	28.9	16.6
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.6	n/a	22.3	11.5
배당수익률	1.3	1.7	1.5	1.5
ROE	6.6	3.0	4.6	7.6

주가 추이



동사의 2Q25 실적은 컨센서스에 부합한 것으로 추정합니다. 최근 컨센서스에 아이온2 FGT의 긍정적인 반응 및 관련 추정치가 어느정도 반영됐다고 보지만, 그럼에도 불구하고 추가 상승 여력이 남아있다고 판단합니다. 게임 업종 선호주 의견을 유지합니다.

2Q25 실적은 시장 기대치 부합 추정

동사의 2Q25 실적으로 매출액 3,551억 원, 영업이익 66억 원을 추정한다. 신작이 없는 가운데 PC와 모바일 대부분의 기존 게임 매출이 전분기와 유사한 수준이었던 것으로 파악된다. 리니지M 매출액은 QoQ 2% 증가, 2M과 W는 QoQ 각각 3%, 10% 감소를 추정한다. 2M의 한국 매출은 다소 부진했지만, 5월 동남아 출시 효과가 일부 기여될 것으로 본다. 인건비는 일회성 비용이 제거되며 QoQ 5% 감소, 마케팅비는 기존 라인업 업데이트 및 신작 관련으로 QoQ 52% 증가를 추정한다.

아이온2 기대감이 반영되고 있는 주가는 글로벌TL 출시 전 수준

동사의 실적과 주가 흐름은 신작, 그 중에서도 아이온2에 쏠려있다. 6월 말 아이온2 FGT 이후 긍정적 반응이 흥행 기대감을 높이고 있다. 구체적인 BM이 공개되지는 않았지만 언리얼5엔진 기반의 그래픽에 대한 호평과 디테일한 커스터마이징, 풍부한 전투 시스템 등이 만족스럽다는 평가를 받았다. 8월 초 두 번째 라이브 진행과 함께 보다 구체적인 정보가 공개될 것으로 예상한다. 동사가 제시한 26년 매출 가이던스(2~2.5조원) 내 최하단을 가정할 시, 구작 매출 약 1.5조 원이 가시성이 높다는 점을 고려하면 아이온2를 포함한 5종의 신작이 약 5,000억 원 수준의 매출을 내야한다. 우리는 아이온2 출시 첫 달 일평균 매출로 22억 원, 26E 매출액은 3,240억 원(4Q25 한국/대만 출시, 3Q26 글로벌 권역 출시 가정)을 추정한다.

목표주가 25만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

목표주가 산정 기준 실적을 26년으로 변경했고, 아이온2 추정치를 상향해 목표주가를 25만 원으로 올려 제시한다. 최근 형성된 컨센서스에는 아이온2 FGT의 긍정적인 피드백 효과와 관련 추정치가 어느정도 반영됐다고 본다. 그럼에도 불구하고 추가 상승 여력이 남아있다고 판단하는 이유는 성과를 확인하기까지는 약 4개월이라는 시간이 더 남았고, 해당 시점까지 마케팅 강도는 매월마다 더 강해질 것으로 예상하기 때문이다. 게임 업종 선호주 의견을 유지한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	355.1	356.4	464.7	1,780	1,578	1,536	1,905
YoY (%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	(3.7)	(11.3)	13.5	(30.8)	(11.3)	(2.6)	24.0
리니지 1	24	25	26	23	22	23	24	24	97	98	93	94
리니지 2	23	21	20	21	19	19	18	18	87	85	74	72
아이온	14	13	12	11	8	9	9	9	68	50	35	46
길드워 2	25	23	19	25	19	18	20	22	85	93	79	60
모바일												
Lineage M	105	107	159	122	113	115	124	108	496	493	460	452
Lineage2M	56	42	43	41	38	37	32	39	263	183	146	140
리니지 W	83	65	47	49	53	48	46	59	414	244	205	152
기타								88			88	324
로열티	33	38	38	74	45	51	48	47	144	182	190	195
영업비용	372	360	416	539	355	348	354	421	1,643	1,687	1,478	1,702
YoY (%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	(3.2)	(14.9)	(22.0)	(18.4)	2.7	(12.4)	15.1
인건비	203	188	201	314	187	178	180	185	823	906	731	783
매출변동비	135	127	140	143	129	124	122	158	623	545	534	658
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	20.3	26.3	48.7	85	128	109	151
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	5.2	6.6	2.1	44.2	137	- 109	58.0	203
YoY (%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	(25.6)	흑전	흑전	(75.4)	적전	흑전	249.7
영업이익률 (%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	1.9	0.6	9.5	7.7	(6.9)	3.8	10.7
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	14.8	15.2	75.4	214	94.1	143	249
순이익률 (%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	4.2	4.3	16.2	12.0	6.0	9.3	13.1

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,578	1,536	1,905
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,536	1,905
영업이익	559	137	-109	58	203
EBITDA	665	249	0	172	322
순이자손익	42	73	75	41	49
외화관련손익	124	30	81	59	45
지분법손익	-8	3	5	-2	0
세전계속사업손익	609	206	121	161	303
당기순이익	436	214	94	143	249
지배주주순이익	436	212	94	143	249
증가율(%)					
매출액	206.6	-30.8	-11.3	-2.6	24.0
영업이익	100.9	-75.4	적전	흑전	249.7
EBITDA	111.1	-62.5	적전	흑전	87.1
순이익	91.6	-50.9	-56.0	51.8	74.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.7	7.7	-6.9	3.8	10.7
EBITDA 이익률	25.9	14.0	0.0	11.2	16.9
세전이익률	23.7	11.6	7.7	10.5	15.9
순이익률	17.0	12.0	6.0	9.3	13.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,070	2,254
현금성자산	1,376	1,534	1,441	1,023	1,166
매출채권	219	172	167	218	224
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,059	2,079
투자자산	773	960	1,064	959	967
유형자산	930	1,001	998	993	1,001
무형자산	43	96	104	107	110
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,129	4,333
유동부채	515	614	322	436	449
매입채무	292	215	196	242	249
유동성이자부채	35	280	46	45	45
비유동부채	724	526	568	498	502
비유동이자부채	593	369	336	332	332
부채총계	1,239	1,141	890	934	951
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,463	3,649
자본조정	-658	-667	-860	-717	-717
자기주식	-616	-616	-791	-665	-665
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,195	3,382

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	736	140	107	79	345
당기순이익	436	214	94	143	249
자산상각비	106	112	109	114	119
운전자본증감	50	-96	-43	-4	-27
매출채권 감소(증가)	101	42	20	-76	-6
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	63	7
투자현금흐름	-392	113	1,294	-888	-155
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-88	-126
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	12	-5
투자자산 감소(증가)	-156	261	1,339	-792	-16
재무현금흐름	-304	-177	-523	178	-62
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-11	0
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	189	-62
배당금의 지급	-119	-136	-64	-64	-62
총현금흐름	795	286	87	83	372
(-)운전자본증가(감소)	-459	-366	-398	586	27
(-)설비투자	250	117	84	89	126
(+)자산매각	-3	-41	42	13	-5
Free Cash Flow	1,001	494	443	-579	215
(-)기타투자	393	452	443	-562	9
잉여현금	609	42	-1	-17	206
NOPLAT	400	100	-85	52	166
(+) Dep	106	112	109	114	119
(-)운전자본투자	-459	-366	-398	586	27
(-)Capex	250	117	84	89	126
OpFCF	715	460	338	-509	133

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	19,847	9,663	4,639	7,194	12,498
BPS	145,587	148,023	139,312	148,083	156,734
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	36,227	13,017	3,975	3,844	17,279
ROA(%)	9.7	4.8	2.3	3.5	5.9
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	4.6	7.6
ROIC(%)	20.1	5.5	-6.0	3.5	9.1
Multiples(x,%)					
PER	22.6	24.9	39.5	28.9	16.6
PBR	3.1	1.6	1.3	1.4	1.3
PSR	3.8	3.0	2.5	2.9	2.4
PCR	12.4	18.5	46.1	54.1	12.0
EV/EBITDA	13.7	17.6	n/a	22.3	11.5
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	38.7	35.1	29.1	29.2	28.1
Net debt/Equity	-23.4	-27.2	-34.6	-20.2	-23.3
Net debt/EBITDA	-112.4	-355.2	n/a	-374.6	-244.9
유동비율	522.2	380.4	555.1	475.1	502.3
이자보상배율(배)	59.0	9.4	n/a	4.5	15.9
자산구조(%)					
투하자본	47.2	40.6	31.3	47.6	46.4
현금+투자자산	52.8	59.4	68.7	52.4	53.6
자본구조(%)					
차입금	16.4	16.6	11.1	10.6	10.0
자기자본	83.6	83.4	88.9	89.4	90.0

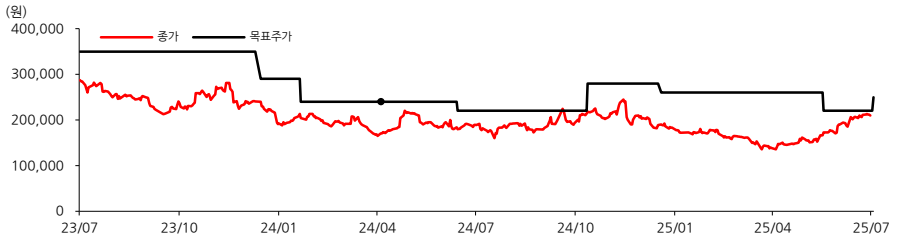
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 7 월 22 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13	2024.07.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		290,000	240,000	240,000	240,000	220,000
일 시	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.01	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.06	2025.06.05	2025.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	260,000	220,000	250,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000	-19.68	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000	-24.86	-12.68
2025.01.06	Buy	260,000	-37.74	-26.04
2025.06.05	Buy	220,000	-11.43	-2.95
2025.07.22	Buy	250,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%