

엔씨소프트 (036570/KS)

실 틈 없는 하반기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 250,000 원(상향)

현재주가: 212,000 원

상승여력: 17.9%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

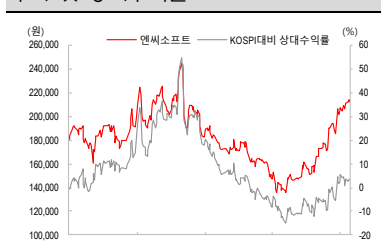
Company Data

발행주식수	2,154 만주
시가총액	4,567 십억원
주요주주	
김택진(와16)	12.37%
자사주	9.96%

Stock Data

주가(25/07/16)	212,000 원
KOSPI	3,186.38 pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	135,800 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Preview: 영업이익 42 억원으로 컨센서스 하회 전망

매출액 3,340 억원(-9.4% YoY, -7.3% QoQ), 영업이익 42 억원(-53.1% YoY, -20.5% QoQ), 지배주주순이익 150 억원(-78.8% YoY, -60.2% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 60 억원을 하회할 것으로 추정된다. 모바일 게임 매출(-4.6% QoQ)의 하향세가 안정화되고 있다. 리니지 M은 6/18 업데이트 이후 매출 반등, 3 분기에 그 효과가 반영될 것이다. 2M은 동남아 6 개국 출시, 초반 트래픽은 양호한 흐름을 보이고 있다. 영업비용은 3,299 억원(-8.4% YoY, -7.1% QoQ)으로 비용 전반 감소하는 가운데 아이온 2 관련 마케팅비는 증가했다.

<아이온 2>, 높아지는 기대감

4월 이후 주가의 견조한 흐름이 이어지고 있다. <아이온 2>는 5/29 첫 라이브 방송 및 6/28~29 진행된 FGT 에서 그래픽, PvE 콘텐츠, 전투 모드에 대한 긍정적인 평가를 받으며 기대감을 높이고 있다. 3 분기 중 두 번째 라이브를 통해 추가적인 콘텐츠 공개 시 기대감이 더욱 높아질 수 있다. 당사는 11월 출시, 4 분기 일매출 15 억원, 첫 1년 매출을 3,285 억원으로 반영했다.

목표주가 25 만원으로 상향

엔씨소프트에 대한 목표주가를 기존 23 만원에서 25 만원으로 상향한다. 비용 효율화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상되어 26 년 영업이익과 지배주주순이익 추정치를 기존대비 각각 +7.6%, +7.4% 상향한 결과다. 하반기부터는 4Q25 에 출시될 신작들에 대한 마케팅 활동이 본격적으로 전개된다. 4Q25~1Q26 내 <Time takers>, <Breakers: Unlock the World>, <LLL> 얼리엑세스, <아이온 2> 외 기존 IP 스핀오프 1 종의 출시를 계획하고 있다. 이에 따라 올해는 8/20 게임스컴, 9 월 도쿄 게임쇼 등 글로벌 게임쇼를 적극적으로 활용한다. 지금까지 동사의 타겟 유저층이 국내 및 아시아 지역에 집중되어 있었다면, 올해 말부터 나오는 신작들은 글로벌 유저층을 타겟하기 때문에 신작 성공은 밸류에이션 확장의 기회가 될 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,572	1,780	1,578	1,523	2,036	2,227
영업이익	십억원	559	137	-109	69	308	350
순이익(지배주주)	십억원	436	212	94	376	350	379
EPS	원	19,847	9,663	4,291	17,459	16,266	17,584
PER	배	22.6	24.9	42.7	12.1	13.0	12.1
PBR	배	2.6	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	12.1	15.3	-76,196.8	16.9	6.4	5.2
ROE	%	13.7	6.6	3.0	11.7	10.0	10.0

엔씨소프트 목표주가 산정

구분	내용
2026년 지배주주지분 순이익(십억원)	350.4
Target P/E	13.6x
목표 시총(십억원)	4,779.9
주식 수(천 주)	19,397.5
적정 주가(원)	246,421
목표 주가(원)	250,000
현재 주가(원)	212,000
상승 여력	17.9%

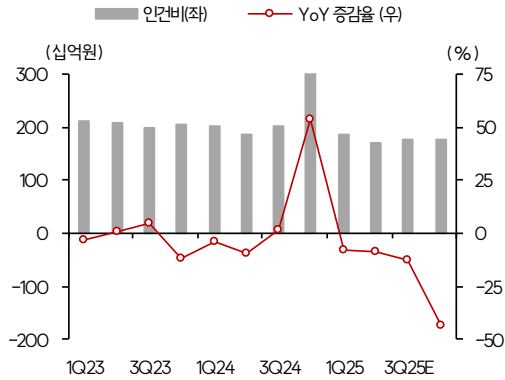
자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	334.0	349.7	479.4	1,578.1	1,523.5	2,036.4
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	80.5	78.9	95.1	351.8	337.9	401.8
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	196.9	217.1	333.0	936.7	953.2	1,461.3
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	34.8	32.9	32.3	182.0	145.0	111.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	329.9	344.9	424.8	1,687.3	1,454.6	1,728.3
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	171.1	175.6	177.2	906.4	711.1	740.7
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	16.3	21.2	52.4	128.2	103.2	140.6
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	25.8	25.9	25.7	108.1	102.5	104.6
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	116.7	122.2	169.4	544.7	537.8	742.5
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	4.2	4.8	54.7	-109.2	68.9	308.1
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	1.2%	1.4%	11.4%	-6.9%	4.5%	15.1%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	14.9	253.7	68.2	94.1	374.3	351.6
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	15.0	255.4	68.0	94.2	376.1	350.4
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-9.4%	-13.0%	17.1%	-11.3%	-3.5%	33.7%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	1.2%	-8.9%	-6.6%	-2.2%	1.8%	-3.6%	-3.9%	18.9%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-27.9%	-17.3%	-9.8%	-14.3%	54.4%	-22.0%	1.8%	53.3%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	140.5%	37.5%	-7.6%	-13.7%	-56.0%	26.0%	-20.3%	-22.8%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-4.6%	-8.4%	-17.1%	-21.2%	2.7%	-13.8%	18.8%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	54.0%	-7.7%	-9.0%	-12.7%	-43.6%	10.1%	-21.5%	4.2%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	50.8%	93.2%	-6.4%	-56.5%	-5.1%	57.5%	-19.5%	36.2%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	-3.3%	-9.4%	-7.3%	-2.4%	-0.9%	-3.4%	-5.1%	2.0%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.9%	-4.0%	-7.9%	-12.7%	18.3%	-12.5%	-1.3%	38.1%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	-53.1%	흑전	흑전	적전	흑전	347.1%
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-32.5%	-5.0%	-1.2%	4.9%	43.0%	-14.6%p	11.4%p	10.6%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-34.3%	-79.0%	흑전	흑전	-56.0%	297.7%	-6.1%

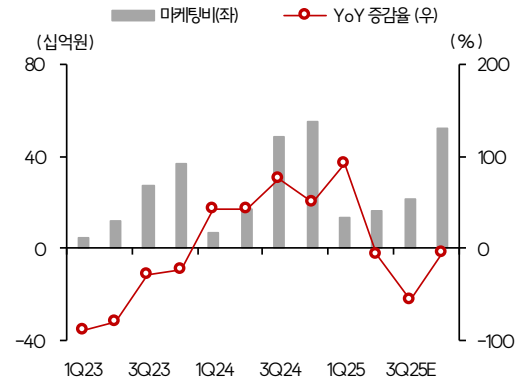
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 효율화 효과 나타나기 시작



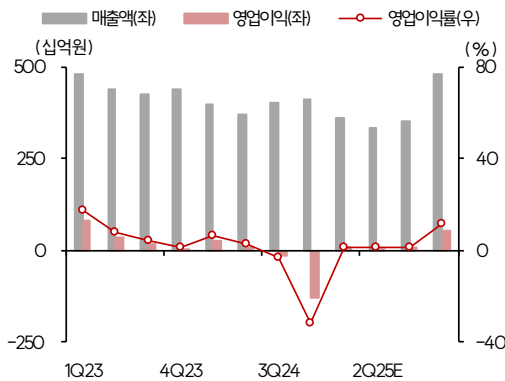
자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅 방식 변화로 비용 절감



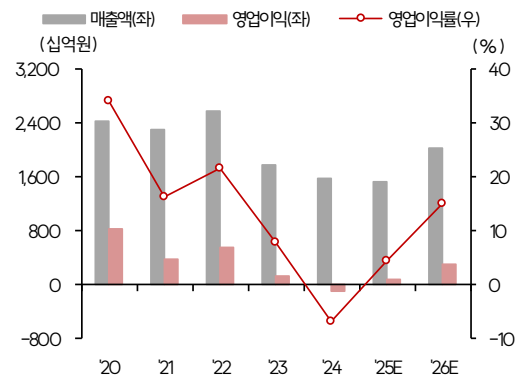
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	336.9	334.8	494.3	539.3	334.0	349.7	479.4	525.0	-0.8%	4.5%	-3.0%	-2.6%
영업이익	-2.9	-9.0	48.1	105.2	4.2	4.8	54.7	103.3	흑전	흑전	13.6%	-1.8%
지배주주순이익	203.7	-0.1	60.3	102.9	15.0	255.4	68.0	107.3	-92.6%	흑전	12.7%	4.3%

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,526.3	2,053.9	2,194.2	1,523.5	2,036.4	2,227.5	-0.2%	-0.9%	1.5%
영업이익	41.5	286.2	321.8	68.9	308.1	349.8	66.1%	7.6%	8.7%
지배주주순이익	301.7	326.3	342.6	376.1	350.4	378.8	24.7%	7.4%	10.6%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,606	2,922	3,274
현금및현금성자산	365	1,260	1,384	1,622	1,965
매출채권 및 기타채권	172	167	196	230	234
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	1,641	1,686	1,630
장기금융자산	709	859	737	746	747
유형자산	1,001	998	538	467	411
무형자산	96	104	102	199	196
자산총계	4,394	3,954	4,246	4,609	4,904
유동부채	614	322	290	339	345
단기금융부채	280	46	54	63	64
매입채무 및 기타채무	73	71	146	171	174
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	600	637	641
장기금융부채	369	336	332	332	332
장기매입채무 및 기타채무	59	53	58	58	58
장기충당부채	3	3	3	4	4
부채총계	1,141	890	890	976	985
지배주주지분	3,250	3,058	3,353	3,629	3,913
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-799	-673	-673	-673
자기주식	-616	-791	-665	-665	-665
이익잉여금	3,473	3,474	3,696	3,972	4,256
비지배주주지분	3	5	3	4	6
자본총계	3,253	3,064	3,356	3,633	3,918
부채와자본총계	4,394	3,954	4,246	4,609	4,904

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	401	471	448
당기순이익(손실)	214	94	374	352	380
비현금성항목등	72	-7	142	108	95
유형자산감가상각비	110	106	89	71	56
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	-40	-116	49	35	36
운전자본감소(증가)	-96	-43	-62	42	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	42	20	-53	-34	-4
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-33	25	3
기타	-170	40	-174	-148	-159
법인세납부	-120	-23	-120	-117	-127
투자활동현금흐름	113	1,294	-664	-160	-10
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-610	-37	-4
유형자산의감소(증가)	-117	-83	-11	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	-2	-100	0
기타	6	-2	-41	-23	-6
재무활동현금흐름	-177	-523	-4	-65	-94
단기금융부채의증가(감소)	0	0	8	9	1
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	-11	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	0	-75	-95
기타	1	-174	-2	0	0
현금의 증가(감소)	80	895	124	238	343
기초현금	286	365	1,260	1,384	1,622
기말현금	365	1,260	1,384	1,622	1,965
FCF	23	24	390	471	448

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

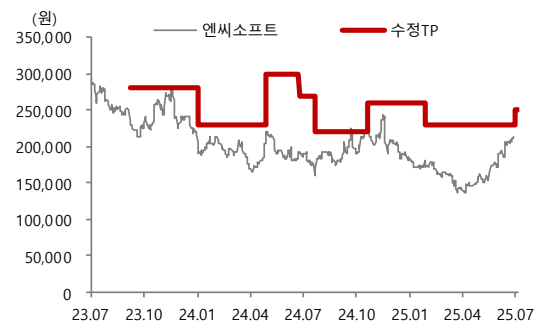
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,523	2,036	2,227
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,523	2,036	2,227
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,455	1,728	1,878
영업이익	137	-109	69	308	350
영업이익률(%)	7.7	-6.9	4.5	15.1	15.7
비영업손익	69	230	414	161	157
순금융손익	69	62	49	68	76
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-8	-3	-7
세전계속사업이익	206	121	483	469	507
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	31.7	23.0	22.8
계속사업법인세	-8	27	109	117	127
계속사업이익	214	94	374	352	380
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	374	352	380
순이익률(%)	12.0	6.0	24.6	17.3	17.1
지배주주	212	94	376	350	379
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	24.7	17.2	17.0
비지배주주	2	-0	-2	1	1
총포괄이익	191	48	322	352	380
지배주주	189	48	316	346	374
비지배주주	2	0	5	6	6
EBITDA	249	-0	162	382	409

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-3.5	33.7	9.4
영업이익	-75.4	적전	흑전	347.1	13.6
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	299.8	-3.0	8.1
EBITDA	-62.5	적전	흑전	136.3	7.0
EPS	-51.3	-55.6	306.8	-6.8	8.1
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	9.1	7.9	8.0
ROE	6.6	3.0	11.7	10.0	10.0
EBITDA마진	14.0	-0.0	10.6	18.8	18.4
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	897.2	861.6	949.9
부채비율	35.1	29.1	26.5	26.9	25.1
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-55.9	-59.0	-63.5
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	11.7	25.9	27.4
배당성향	30.0	30.1	19.8	27.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	17,459	16,266	17,584
BPS	176,065	175,362	186,504	199,309	212,499
CFPS	14,759	9,264	21,764	19,694	20,319
주당 현금배당금	3,130	1,460	3,845	4,880	5,275
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	12.1	13.0	12.1
PBR	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
PCR	16.3	19.8	9.7	10.8	10.4
EV/EBITDA	15.3	-76,196.8	16.9	6.4	5.2
배당수익률	1.3	0.8	1.8	2.3	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.07.17	매수	250,000원	6개월		
2025.02.13	매수	230,000원	6개월	-27.68%	-7.17%
2024.11.05	매수	260,000원	6개월	-23.87%	-5.96%
2024.08.06	매수	220,000원	6개월	-11.83%	2.05%
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 07월 17일 기준)

매수	95.54%	중립	4.46%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------