

엔씨소프트 (036570/KS)

1년 중 엔씨에게 가장 중요한 한 달

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(유지)

현재주가: 206,500 원

상승여력: 45.3%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,154 만주
시가총액	4,449 십억원
주요주주	
김택진(와15)	12.37%
자사주	9.96%

Stock Data

주가(25/10/15)	206,500 원
KOSPI	3,657.28 pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	135,800 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



3Q25 Preview: 영업손실 201억원 전망

매출액 3,523억원(-12.3% YoY, -7.9% QoQ), 영업손실 201억원(적전 QoQ), 지배주주순이익 2,525억원(흑전 QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 수준을 하회했을 것으로 추정한다. 주요 게임들에 대한 업데이트 부재로 PC(-7.1% QoQ)와 모바일(-5.1% QoQ) 모두 전분기대비 매출이 감소한다. 다만 영업비용은 전분기대비 1.4% 증가, 하반기 추가 인력 구조조정(200~300 명) 진행에 따른 일회성 비용이 반영된다. 3분기 일회성 인건비는 약 160억원 수준을 반영했다. 영업 외에서는 삼성동 사옥 매각 수익을 반영했다.

<아이온 2> 출시까지 앞으로 한 달

<아이온 2>의 출시일이 11/19로 확정되었다. 10/16부터 서버 및 캐릭터 선점 이벤트가 시작되어 앞으로 한 달 간 기대감이 더욱 증폭될 것이다. 10/1 라이브 방송에서 우려했던 높은 수준의 과금 모델이 아닌 멤버십(기본 멤버십 19,700 원, 배틀패스 29,800 원)과 외형 중심의 BM 이 공개되었다. 출시를 앞두고 이용자와의 원활한 커뮤니케이션, 방대한 콘텐츠 등으로 기대감을 높이고 있다. 최근 출시된 MMORPG 대비 중장기 성과는 우수할 것으로 예상되며 26년 <아이온 2>의 매출은 4,752억원 수준으로 상향한다. 4분기는 일회성 인건비, 출시 마케팅이 집중되어 높은 수준의 이익은 기대하기 어려울 것으로 예상하나 내년 1분기부터는 견조한 이익의 베이스가 될 것이다.

26년, 실적과 신작이 꼼꼼히 메울 것

<아이온 2> 이후 동사 실적을 이끌 후속작도 다수 준비하고 있다. 내년에는 분기별 신작들을 촘촘히 출시한다. 1분기 <리밋 제로 브레이커스>, 2분기 <타임 테이커스>, 3분기 <신더시티>, 그 외 IP 스핀오프 4종의 출시를 계획하고 있다. 26년에는 탄탄한 실적과 함께 분기별 출시되는 신작들의 성과도 확인할 수 있을 것이다. 주가는 <아이온 2> 출시 전까지 견조한 흐름을 보일 것으로 예상되며 출시 전 하락은 매수 기회로 접근할 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,572	1,780	1,578	1,529	2,075	2,293
영업이익	십억원	559	137	-109	7	318	381
순이익(지배주주)	십억원	436	212	94	281	317	351
EPS	원	19,847	9,663	4,291	13,053	14,735	16,315
PER	배	22.6	24.9	42.7	15.9	14.1	12.7
PBR	배	2.6	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	12.1	15.3	-76,196.8	30.1	7.1	5.6
ROE	%	13.7	6.6	3.0	8.8	9.1	9.3

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	352.3	433.8	1,578.1	1,528.8	2,075.0
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	85.2	78.5	351.8	338.8	354.2
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	207.8	300.5	936.7	933.5	1,532.9
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	37.0	33.9	182.0	158.1	118.4
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	372.4	426.7	1,687.3	1,521.5	1,756.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	208.6	203.7	906.4	790.3	777.9
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	26.3	56.9	128.2	119.9	147.9
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	25.6	25.3	108.1	100.8	102.7
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	111.9	140.8	544.7	510.5	728.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-20.1	7.1	-109.2	7.3	318.5
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-5.7%	1.6%	-6.9%	0.5%	15.3%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	256.4	26.8	94.1	284.7	322.3
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	252.5	26.3	94.2	281.2	317.5
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-12.3%	6.0%	-11.3%	-3.1%	35.7%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	12%	-8.9%	6.4%	5.6%	-15.9%	-3.6%	-3.7%	4.6%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-27.9%	-17.3%	0.3%	-18.0%	39.4%	-22.0%	-0.3%	64.2%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	140.5%	37.5%	12.2%	-3.0%	-53.9%	26.0%	-13.2%	-25.1%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-4.6%	2.0%	-10.5%	-20.8%	2.7%	-9.8%	15.4%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	54.0%	-7.7%	1.5%	3.7%	-35.2%	10.1%	-12.8%	-1.6%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	50.8%	93.2%	34.5%	-46.0%	3.0%	57.5%	-6.5%	23.4%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	-3.3%	-9.4%	-11.3%	-3.5%	-2.3%	-3.4%	-6.7%	1.9%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.9%	-4.0%	1.3%	-20.0%	-1.7%	-12.5%	-6.3%	42.6%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	70.5%	적지	흑전	적전	흑전	4248.5%
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-32.5%	-5.0%	1.5%	-2.1%	33.3%	-14.6%p	7.4%p	14.9%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-34.3%	적전	흑전	흑전	-56.0%	202.5%	13.2%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	384.5	445.5	494.1	525.3	352.3	433.8	500.5	552.3	-8.4%	-2.6%	1.3%	5.1%
영업이익	2.6	6.3	74.2	86.2	-20.1	7.1	86.2	103.5	흑전	11.7%	16.2%	20.0%
지배주주순이익	284.3	26.7	80.1	87.5	252.5	26.3	85.8	96.9	-11.2%	-1.3%	7.2%	10.8%

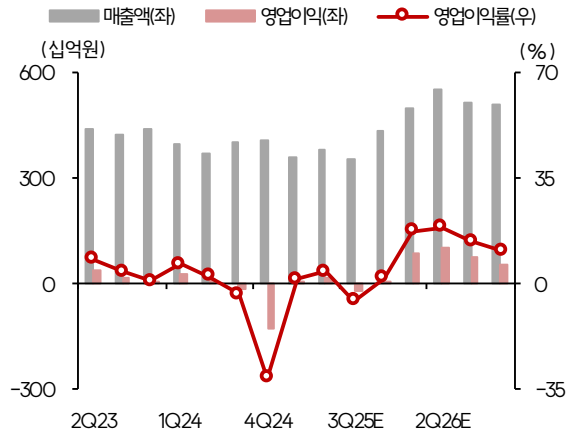
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

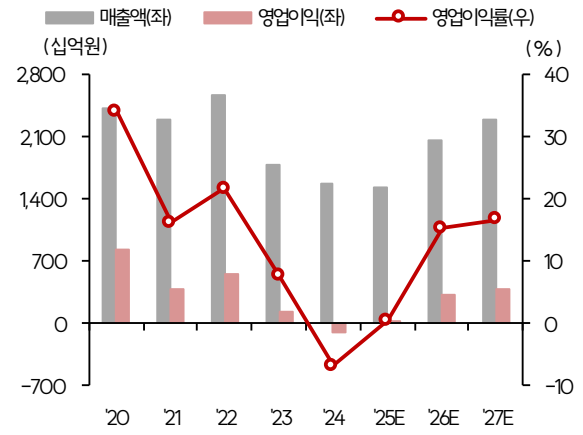
(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,572.7	2,071.0	2,353.8	1,528.8	2,075.0	2,293.0	-2.8%	0.2%	-2.6%
영업이익	29.2	282.1	360.3	7.3	318.5	381.1	-74.9%	12.9%	5.7%
지배주주순이익	313.4	310.7	370.9	281.2	317.5	351.5	-10.3%	2.2%	-5.2%

자료: SK 증권

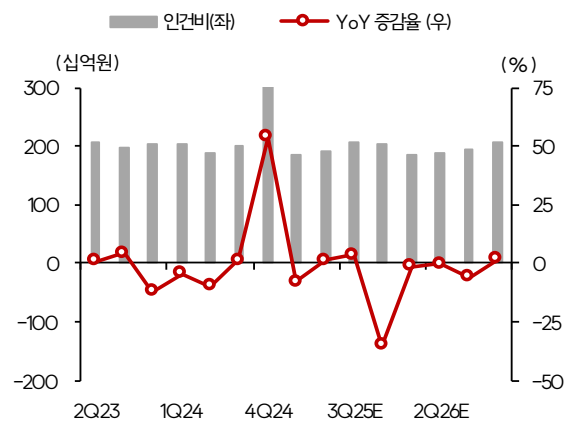
분기 실적 추이 및 전망



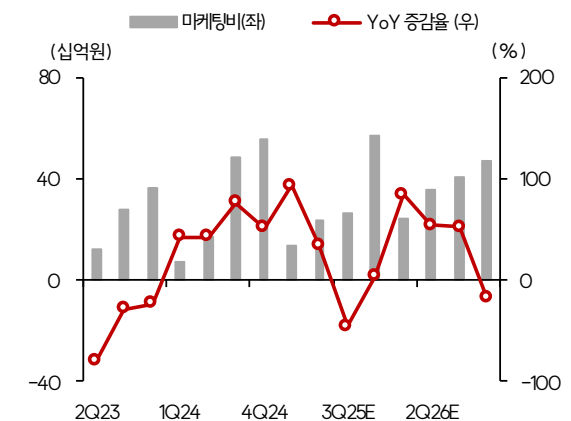
연간 실적 추이 및 전망



하반기 추가 인력 구조조정 진행



<아이온 2> 출시에 따른 마케팅비 증가



10/16 서버 및 캐릭터 이름 선점 이벤트 시작

10월 16일 목요일 14시 오픈 서버 리스트			
천족 서버		마족 서버	
시엘	아리엘	이스라엘	아스렐
네자칸	프레기온	저켈	에레슈키갈
바이젤	메스람타에다	트리니엘	브리트라
카이스넬	히타니에	루미엘	네몬
유스티엘	나니아	마르쿠탄	허달

자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,060	2,395	2,799
현금및현금성자산	365	1,260	1,485	1,750	2,072
매출채권 및 기타채권	172	167	177	207	243
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	2,057	2,165	2,153	2,194	2,153
장기금융자산	709	859	861	869	879
유형자산	1,001	998	957	884	827
무형자산	96	104	102	199	195
자산총계	4,394	3,954	4,213	4,589	4,952
유동부채	614	322	314	365	425
단기금융부채	280	46	49	57	67
매입채무 및 기타채무	73	71	179	209	245
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	536	569	606
장기금융부채	369	336	323	323	323
장기매입채무 및 기타채무	59	53	23	23	23
장기충당부채	3	3	3	3	4
부채총계	1,141	890	851	934	1,031
지배주주지분	3,250	3,058	3,351	3,638	3,898
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	3,593	3,880	4,140
비지배주주지분	3	5	12	17	22
자본총계	3,253	3,064	3,363	3,655	3,921
부채와자본총계	4,394	3,954	4,213	4,589	4,952

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	358	448	474
당기순이익(손실)	214	94	285	322	357
비현금성항목등	72	-7	184	120	108
유형자산감가상각비	110	106	92	73	57
무형자산상각비	2	3	4	4	3
기타	-40	-116	89	43	47
운전자본감소(증가)	-96	-43	-42	45	52
매출채권및기타채권의감소(증가)	42	20	1	-30	-35
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-15	30	36
기타	-170	40	-196	-147	-162
법인세납부	-120	-23	-127	-107	-119
투자활동현금흐름	113	1,294	-70	-154	-62
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-6	-33	-38
유형자산의감소(증가)	-117	-83	-38	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	-2	-100	0
기타	6	-2	-24	-21	-24
재무활동현금흐름	-177	-523	-47	-22	-81
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	8	10
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	-22	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-30	-91
기타	1	-174	2	0	-0
현금의 증가(감소)	80	895	224	265	323
기초현금	286	365	1,260	1,485	1,750
기말현금	365	1,260	1,485	1,750	2,072
FCF	23	24	321	448	474

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

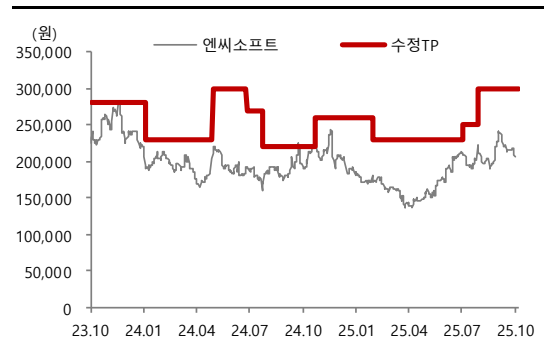
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,529	2,075	2,293
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,529	2,075	2,293
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,521	1,757	1,912
영업이익	137	-109	7	318	381
영업이익률(%)	7.7	-6.9	0.5	15.3	16.6
비영업손익	69	230	393	111	95
순금융손익	69	62	45	62	70
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-8	-4	-7
세전계속사업이익	206	121	400	430	476
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	26.2	20.7	20.8
계속사업법인세	-8	27	115	107	119
계속사업이익	214	94	285	322	357
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	285	322	357
순이익률(%)	12.0	6.0	18.6	15.5	15.6
지배주주	212	94	281	317	351
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	18.4	15.3	15.3
비지배주주	2	-0	3	5	5
총포괄이익	191	48	325	322	357
지배주주	189	48	329	326	361
비지배주주	2	0	-4	-4	-4
EBITDA	249	-0	103	395	442

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-3.1	35.7	10.5
영업이익	-75.4	적전	흑전	4,248.5	19.6
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	230.7	7.5	10.7
EBITDA	-62.5	적전	흑전	283.6	11.8
EPS	-51.3	-55.6	204.1	12.9	10.7
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	7.0	7.3	7.5
ROE	6.6	3.0	8.8	9.1	9.3
EBITDA마진	14.0	-0.0	6.7	19.0	19.3
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	655.4	655.6	658.6
부채비율	35.1	29.1	25.3	25.5	26.3
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-40.9	-45.6	-51.5
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	11.3	48.6	53.5
배당성향	30.0	30.1	10.8	28.7	28.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	13,053	14,735	16,315
BPS	176,065	175,362	186,425	199,750	211,835
CFPS	14,759	9,264	17,495	18,297	19,141
주당 현금배당금	3,130	1,460	1,567	4,698	5,202
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	15.9	14.1	12.7
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
PCR	16.3	19.8	11.9	11.3	10.8
EV/EBITDA	15.3	-76,196.8	30.1	7.1	5.6
배당수익률	1.3	0.8	0.8	2.3	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.13	매수	300,000원	6개월		
2025.07.17	매수	250,000원	6개월	-20.10%	-10.80%
2025.02.13	매수	230,000원	6개월	-27.49%	-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%
2023.10.20	중립	280,000원	6개월	-13.20%	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 10월 16일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------