

엔씨소프트 (036570/KS)

D-7

인터넷/게임. 남효지 / hnam@skc.co.kr / 3773-9288

Signal: 자체 결제 추진으로 플랫폼 수수료 절감 기대

Key: <아이온 2> D-7, 넓은 유저 베이스 확보가 관건

Step: <아이온 2> 이후 라인업 多, 주가 흔들리더라도 빠르게 회복할 것

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(유지)

현재주가: 229,500 원

상승여력: 30.7%

STOCK DATA

주가(25/11/11)	229,500 원
KOSPI	4,106.39 pt
52주 최고가	244,500 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,154 만주
시가총액	4,944 십억원
주요주주	
김택진(외 15)	12.37%
자사주	9.99%
외국인 지분율	31.33%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

매출액 3,600 억원(-10.4% YoY, -5.8% QoQ), 영업손실 75 억원(적자 YoY, 적전 QoQ), 지배주주순이익 3,467 억원(흑전 YoY, QoQ)으로 영업이익은 컨센서스에 부합했다. PC 매출 -9.6%, 모바일 매출 -9.9%로 기존 게임들의 매출 감소세가 지속되었다. 영업비용(+0.1% QoQ)은 일회성 퇴직금 약 130 억원 수준이 반영되어 인건비는 전분기대비 4.5% 증가했으나, 마케팅비(-31.6%) 효율화, 기존 게임 서버 종료로 상각비(-13.5%)가 감소하며 당사 추정치대비 영업손실폭이 적었다.

일주일 앞으로 다가온 <아이온 2> 출시

과거와 달리 별도의 사전예약자 수 공개는 없으나 사전 서버 및 캐릭터 선점 마감 속도를 말미암아 볼 때 <아이온 2>에 대한 기대감이 상당히 높게 형성되어 있음을 확인할 수 있다. 작년 TL을 통해 글로벌 서비스에 대해 경험을 쌓았고, 5월부터 시작된 유저들과의 적극적인 소통을 통해 피드백을 대거 반영했다. 라이트한 BM에 따른 매출 우려도 존재하나 넓은 유저 베이스를 통해 상쇄 가능할 것으로 본다.

<아이온 2> 이후에도 이어지는 라인업

lean 해진 조직 구조를 기반으로 게임 개발 및 출시 속도가 빨라지고 있다. <아이온 2> 출시 이후 12 월 IP 스피너 1종, 내년 상반기 3종의 출시가 예정되어 있다. <브레이커스>, <타임테이커스>, <신더시티>도 출시 계획이다. 11 월부터 퍼플 플랫폼에서 모바일 게임의 자체 결제 추진 중, 모바일 매출 비중이 약 60% 수준이기 때문에 플랫폼 수수료 절감 효과도 크게 나타날 것이다. 지스타에서 26~27년 서비스 예정인 MMORPG 신작도 공개한다. <아이온 2> 출시 이후에도 주가를 지탱할 만한 요소는 있다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기				25년 연간실적					
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	360	352	2.3	368	-2.2	1,528	1,529	-0.1	1,572	-2.8
영업이익(십억원)	-7	-20	-65	-9	-22.2	26	7	271.4	33	-21.2
지배주주순이익(십억원)	347	253	37.2	86	303.5	377	281	34.2	98	284.7
영업이익률(%)	-1.9	-5.7	3.8%p	-2.4	0.5%p	1.7	0.5	1.2%p	2.1	-0.4%p
지배주주순이익률(%)	96.4	71.9	24.5%p	23.4	73.0%p	24.7	18.4	6.3%p	6.2	18.5%p

자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	425.0	1,578.1	1,527.7	1,971.4
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	87.7	79.3	351.8	342.1	359.8
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	197.2	284.6	936.7	907.1	1,416.2
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	40.2	182.0	174.2	125.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	412.1	1,687.3	1,502.0	1,653.2
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	196.5	906.4	773.9	753.6
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	55.8	128.2	108.5	134.2
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	21.4	21.9	108.1	93.1	86.4
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	130.7	137.9	544.7	526.5	679.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-7.5	12.9	-109.2	25.8	318.2
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	3.0%	-6.9%	1.7%	16.1%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	347.4	29.6	94.1	378.5	337.2
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	28.1	94.2	377.1	320.4
<i>YoY growth rate</i>											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	3.8%	-11.3%	-3.2%	29.0%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	1.2%	-8.9%	6.4%	8.7%	-15.1%	-3.6%	-2.7%	5.2%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-27.9%	-17.3%	0.3%	-22.2%	32.0%	-22.0%	-3.2%	56.1%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	140.5%	37.5%	12.2%	22.8%	-45.3%	26.0%	-4.3%	-27.7%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-4.6%	2.0%	-11.7%	-23.5%	2.7%	-11.0%	10.1%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	54.0%	-7.7%	1.5%	-0.9%	-37.5%	10.1%	-14.6%	-2.6%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	50.8%	93.2%	34.5%	-67.1%	0.9%	57.5%	-15.4%	23.7%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	-3.3%	-9.4%	-11.3%	-19.3%	-15.7%	-3.4%	-13.8%	-7.2%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.9%	-4.0%	1.3%	-6.6%	-3.7%	-12.5%	-3.3%	29.0%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	70.5%	적자	흑전	적전	흑전	113.4%
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-32.5%	-5.0%	1.5%	1.5%	34.7%	-14.6%p	8.6%p	14.5%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-34.3%	적전	흑전	흑전	-56.0%	302.2%	-10.9%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 변동 표

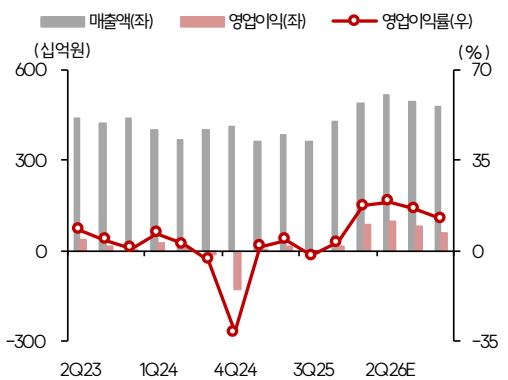
(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	352.3	433.8	500.5	552.3	360.0	425.0	488.3	516.6	2.2%	-2.0%	-2.4%	-6.5%
영업이익	-20.1	7.1	86.2	103.5	-7.5	12.9	84.5	98.0	적축	82.3%	-2.0%	-5.3%
지배주주순이익	252.5	26.3	85.8	96.9	346.7	28.1	84.0	90.9	37.3%	6.6%	-21%	-6.3%

자료: SK 증권

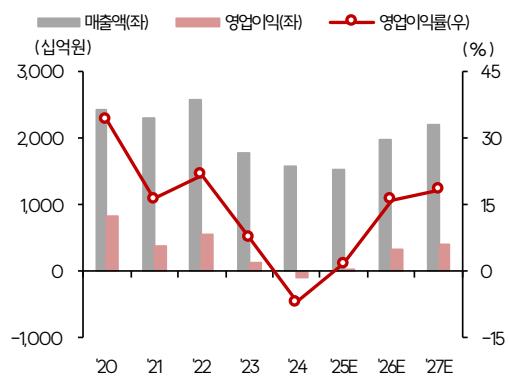
연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,528.8	2,075.0	2,293.0	1,527.7	1,971.4	2,189.7	-0.1%	-5.0%	-4.5%
영업이익	7.3	318.5	381.1	25.8	318.2	402.4	251.6%	-0.1%	5.6%
지배주주순이익	281.2	317.5	351.5	377.1	320.4	379.9	34.1%	0.9%	8.1%

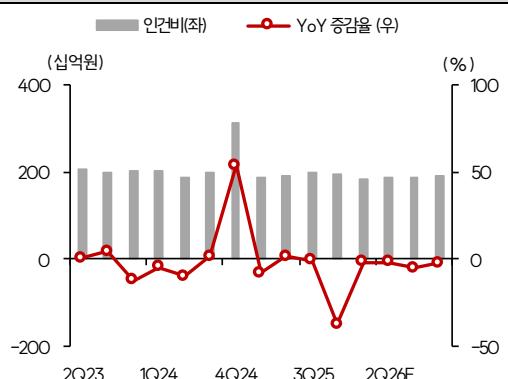
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망

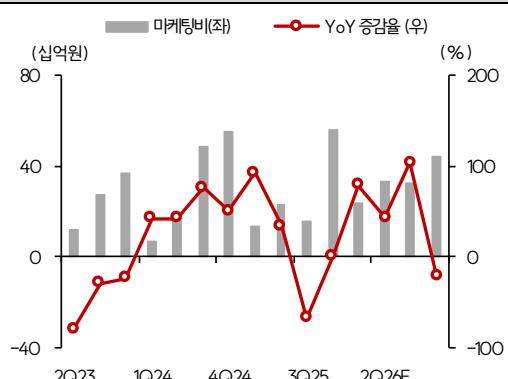
자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망

자료: 엔씨소프트, SK 증권

인력 구조조정 마무리 단계

자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망

자료: 엔씨소프트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,156	2,495	2,951
현금및현금성자산	365	1,260	1,589	1,881	2,253
매출채권 및 기타채권	172	167	174	194	230
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	2,151	2,186	2,146
장기금융자산	709	859	860	866	876
유형자산	1,001	998	957	884	827
무형자산	96	104	102	199	195
자산총계	4,394	3,954	4,307	4,681	5,097
유동부채	614	322	318	354	417
단기금융부채	280	46	48	53	63
매입채무 및 기타채무	73	71	185	207	246
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	532	554	593
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	908	1,010
지배주주지분	3,250	3,058	3,447	3,746	4,040
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	3,689	3,988	4,281
비지배주주지분	3	5	10	27	47
자본총계	3,253	3,064	3,457	3,773	4,087
부채와자본총계	4,394	3,954	4,307	4,681	5,097

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	457	449	521
당기순이익(손실)	214	94	378	337	400
비현금성항목등	72	-7	162	121	117
유형자산감가상각비	110	106	92	73	57
무형자산상각비	2	3	4	4	3
기타	-40	-116	66	45	56
운전자본감소(증가)	-96	-43	-37	31	56
매출채권및기타채권의감소증가)	42	20	4	-20	-36
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-8	22	39
기타	-170	40	-153	-153	-186
법인세납부	-120	-23	-106	-112	-133
투자활동현금흐름	113	1,294	-64	-138	-64
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-2	-22	-39
유형자산의감소(증가)	-117	-83	-38	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	-2	-100	0
기타	6	-2	-22	-16	-25
재무활동현금흐름	-177	-523	-48	-15	-77
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-1	6	10
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	-22	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-21	-87
기타	1	-174	2	0	0
현금의 증가(감소)	80	895	328	292	372
기초현금	286	365	1,260	1,589	1,881
기밀현금	365	1,260	1,589	1,881	2,253
FCF	23	24	419	449	521

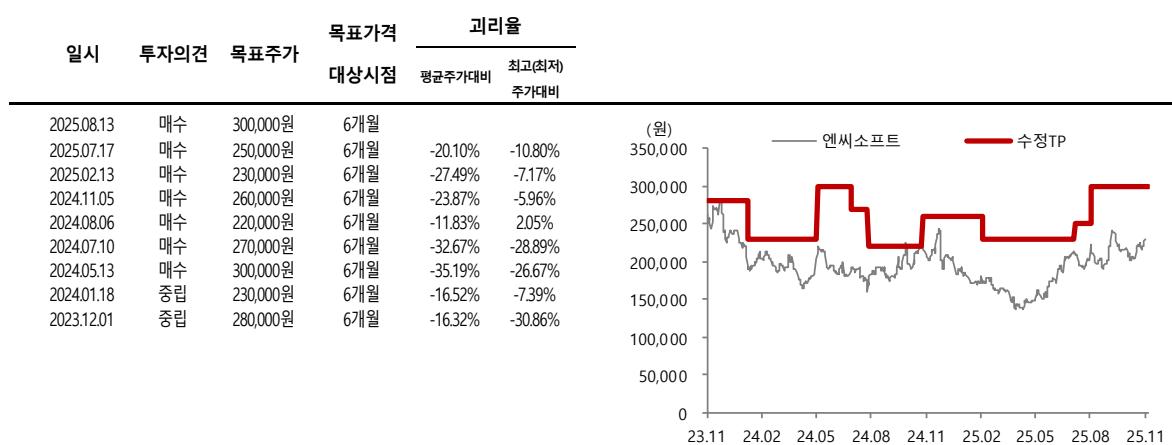
자료 : 앤씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,528	1,971	2,190
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,528	1,971	2,190
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,502	1,653	1,787
영업이익	137	-109	26	318	402
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.7	16.1	18.4
비영업손익	69	230	447	131	131
순금융손익	69	62	46	65	74
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-12	-6	-12
세전계속사업이익	206	121	473	450	533
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	30.9	22.8	24.3
계속사업법인세	-8	27	94	112	133
계속사업이익	214	94	378	337	400
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	378	337	400
순이익률(%)	12.0	6.0	24.8	17.1	18.3
지배주주	212	94	377	320	380
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	24.7	16.3	17.3
비지배주주	2	-0	1	17	20
총포괄이익	191	48	419	337	400
지배주주	189	48	424	341	405
비지배주주	2	0	-5	-4	-5
EBITDA	249	-0	121	395	463

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-3.2	29.0	11.1
영업이익	-75.4	적전	흑전	1,135.4	26.5
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	290.8	-4.8	18.6
EBITDA	-62.5	적전	흑전	225.1	17.3
EPS	-51.3	-55.6	307.9	-15.1	18.6
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	9.2	7.5	8.2
ROE	6.6	3.0	11.6	8.9	9.8
EBITDA마진	14.0	-0.0	8.0	20.0	21.2
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	677.6	705.2	707.3
부채비율	35.1	29.1	24.6	24.1	24.7
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-42.8	-47.4	-53.5
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	13.4	48.9	56.5
배당성향	30.0	30.1	5.5	27.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	17,506	14,870	17,633
BPS	176,065	175,362	190,879	204,782	218,399
CFPS	14,759	9,264	21,948	18,432	20,459
주당 현금배당금	3,130	1,460	1,074	4,461	5,290
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	13.0	15.3	12.9
PBR	1.4	1.0	1.2	1.1	1.0
PCR	163	198	103	123	11.1
EV/EBITDA	153	-76,196.8	28.2	7.9	5.9
배당수익률	1.3	0.8	0.5	2.0	2.3



COMPLIANCE NOTICE

작성자(남호지)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 11일 기준)	매수	92.64%	중립	7.36%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------