



기업 업데이트

BUY(Maintain)

목표주가: 430,000원
주가(1/23): 227,000원
시가총액: 48,905억원



인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Change. Includes KOSPI, 52-week range, and volume data.

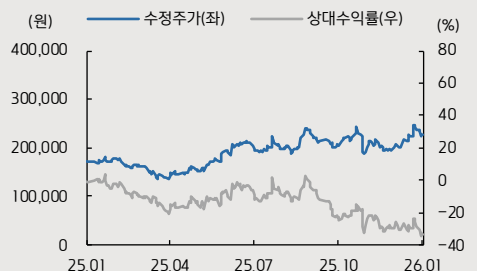
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes market cap, P/E ratio, and employee count.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2023, 2024, 2025F, 2026F. Includes revenue, profit, and valuation metrics.

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

아이온2 매출 지속성 고려



동사의 목표주가를 43만원으로 유지하고 투자 의견을 BUY로 유지하며 게임 업종 최선호주로 지속 제시한다. 목표주가는 26E 지배주주순이익 4,638억원에 타겟 PER 20배를 적용한 결과이다.

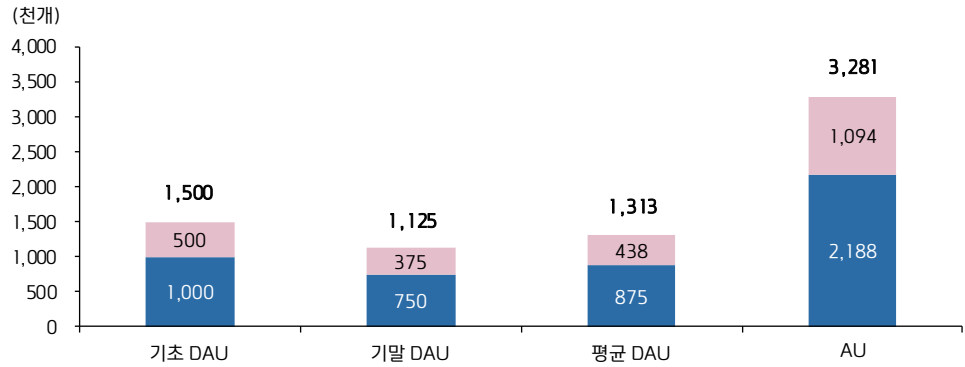
>>> 아이온2 매출 흐름 이해할 필요

아이온2 멤버십 구매수는 출시 후 1주일 기준 28만개에서 올해 1월 3일 기준 100만개로 3.6배 증가하였다. 출시 후 1주일간 외형 구매율은 22%로 당사가 가정 중인 한국 및 대만 기준 20% 대비 높은 수준을 기록했다.

>>> 추정 관련 주요 세그먼트별 로직

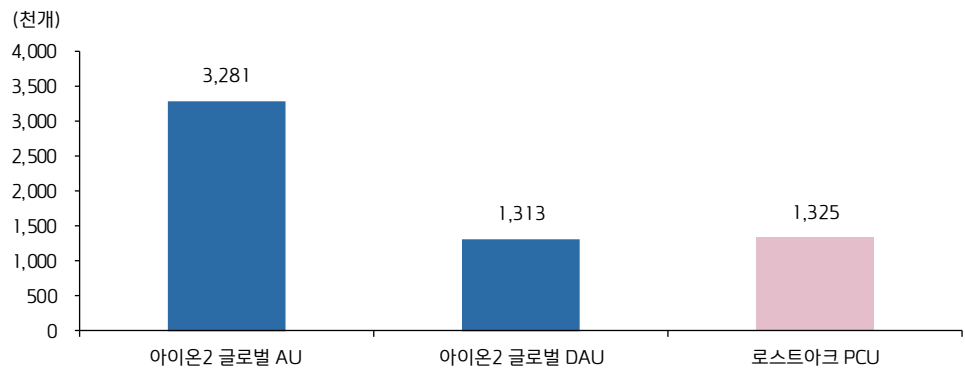
리니지 클래식 결제액은 26E 1,005억원으로 이는 정액제 기반 판매만을 산입한 결과이며, 한국 AU 30만명과 대만 AU 15만명을 초기 기준으로 잡은 매출 추정치이다.

아이온2 4Q25E 주요 유저 지표 분석



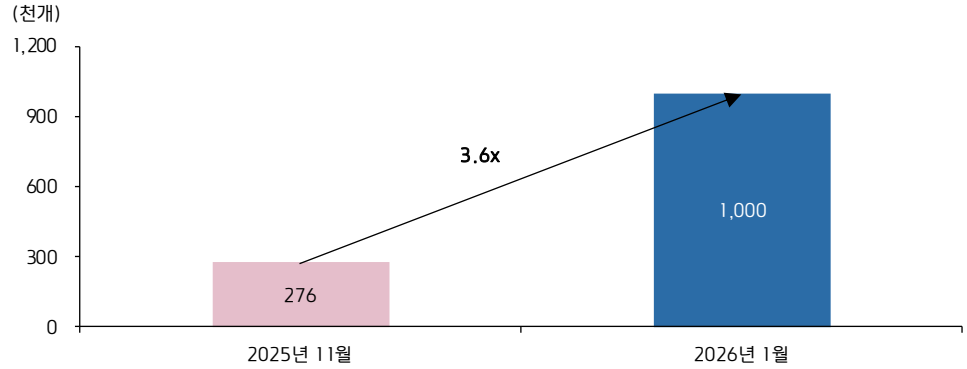
- 주1: 기초 DAU는 2025년 11월 21일 기준 사측 초반 성과 데이터 준용
 - 주2: 지역별 유저 비중은 한국:대만=2:1 기준으로 당사 추산
 - 주3: 기말 한국 DAU는 2025년 12월 23일 라이브 방송 기준으로 도출
 - 주4: 주3 관련 대한민국 DAU는 국민 100명 중 1~2명 대상 코멘트 준용
 - 주5: 주4 관련 대한민국 인구 5천만명 대상 평균치 1.5명을 적용해 도출
 - 주6: 주5 관련 관련 동 시점 대만 DAU는 한국 대비 50%를 적용하여 도출
 - 주7: 평균 DAU는 기초와 기말 DAU를 단순 평균하여 산출
 - 주8: AU는 DAU 대비 2.5배를 적용하여 도출
 - 주9: 주8 관련 2.5배는 한달 30일 기준 평일 20일, 주말 10일을 기준으로 플레이 일수를 각각 8일, 4일로 적용
 - 주10: 주9 관련 한달 일수 30일 대비 플레이 일수 12일을 적용해 관련 멀티플을 2.5배로 산정 도출 적용
- 자료: 엔씨소프트, 각종 미디어 자료, AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 해외 주요 유저 지표 비교 분석



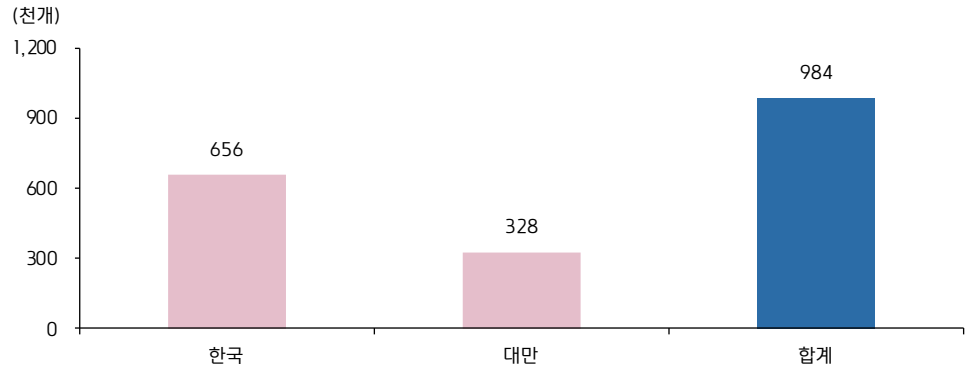
- 주1: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 - 주2: 아이온2 글로벌 관련 지표 기준 시점은 출시 초기 분기로 관측 중인 4Q26E 기준
 - 주3: 아이온2 글로벌 AU는 한국과 대만 출시 초기 분기인 4Q25E AU 합산치 준용
 - 주4: 아이온2 글로벌 DAU는 멀티플 2.5배를 역산 적용하여 도출
 - 주5: 로스트아크 PCU는 글로벌 스팀 라이프사이클 기준 최고치인 2022년 2월 시점 데이터를 적용
- 자료: SteamDB, 키움증권 리서치

아이온2 멤버십 지표 비교



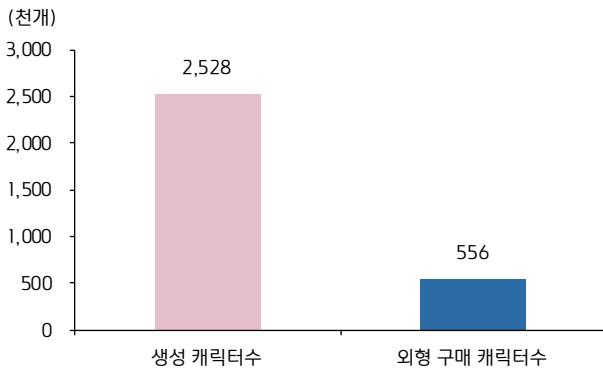
주1: 2025년 11월 지표는 출시 1주일간 멤버십 구매 계정수 기준
 주2: 2026년 1월 지표는 1월 3일 기준 누적 멤버십 구매 캐릭터수 기준
 주3: 멤버십 혜택은 구매한 서버 내 모든 캐릭터에 적용
 주4: 주3 관련 주1 및 주2 차이는 다른 서버를 이용 중인 계정 차이 정도로 해석
 주5: 팟 보유 및 수 현황, 종족 이해도 진행 현황과 보유 영혼 결정은 서버 내 캐릭터 공유
 주6: 주5 사안 등을 감안시 주4 관련 주 서버 이외 다른 서버를 이용 중인 계정 지속성은 크지 않을 것으로 관측
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 4Q25E 멤버십 PU 전망



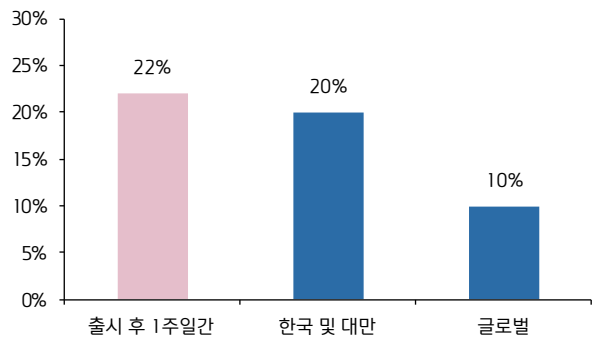
주: 기본 멤버십:추가 멤버십=2:1 기준 준용, 기본 멤버십(산들바람 멤버십), 추가 멤버십(첸가롱 멤버십)
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

아이온2 출시 후 1주일간 주요 지표



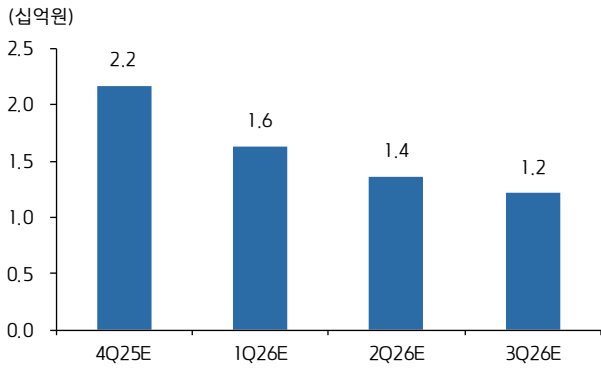
주: 출시 후 1주일간 성과 관련 사측 발표 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 외형 구매율 비교



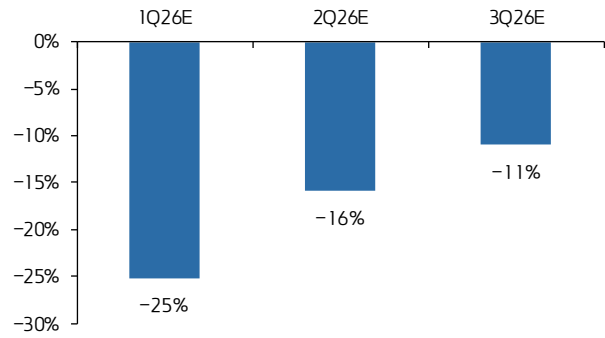
주1: 출시 후 1주일간 지표는 사측 발표 기준
 주2: 한국/대만 및 글로벌 기준은 당사 PUR 추정치 기준
 주3: 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 분기별 일평균 결제액 전망



주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25E 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기별 일평균 결제액 증감률



주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25E 일평균 결제액은 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 실질 반영보다 분기별 하향 안정화를 가정한 기계적 감소율을 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 대표 외형인 눈꽃시스루 관련 화면



주1: 2025년 12월 23일 라이브 방송 기준
 주2: 주1 해당 방송 기준 아이온2의 가장 큰 매출 공신으로 언급
 주3: 해당 외형 상품은 2025년 11/19(수) 게임과 동시 출시, 가장 큰 외형 PUR을 기록한 것으로 추산
 자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 과금 상품 타임라인별 구성

(원)	목록	현금	큐나	가격	ARPPU	비고
AION2 스타터		33,000		33,000	33,000	
멤버십	산들바람 멤버십	19,700		19,700	59,100	28일 적용
	첸가롱 멤버십	29,700		29,700	89,100	28일 적용
	슈고 특급 멤버십	45,000		45,000	135,000	번들링 9% 할인
패스_시즌 1	새벽의 레기온/이스탈겐의 용병		1,000	21,500	32,250	약 2달 적용
	세계의 부름		1,500	32,250	48,375	약 2달 적용
	소개		2,500	53,750	80,625	
외형 및 추가 상품	25년 11/19(수) 방어구 외형 세트_현금	49,000		49,000	132,450	눈꽃 시스루
	25년 11/19(수) 방어구 외형 세트_큐나		2,500	53,750		
	25년 11/19(수) 무기 외형_현금	19,000		19,000		
	25년 11/19(수) 무기 외형_큐나		1,000	21,500		
	25년 11/19(수) 날개_현금	29,000		29,000		
	25년 11/19(수) 날개_큐나		1,500	32,250		
	25년 11/19(수) 펫_현금	29,000		29,000		
	25년 11/19(수) 펫_큐나		1,500	32,250		
	25년 11/19(수) 장식 및 장신구_큐나		300	6,450		
멤버십	25년 12/10(수) 일부 상품 효과 변경					거래소 구매 불가 추가
외형 및 추가 상품	25년 12/10(수) 방어구 외형 세트_현금	49,000		49,000	132,450	화이트 크리스마스 휴식의 목욕 시간 루돌프/눈사람
	25년 12/10(수) 방어구 외형 세트_큐나		2,500	53,750		
	25년 12/10(수) 무기 외형	19,000		19,000		
	25년 12/10(수) 날개_현금	29,000		29,000		
	25년 12/10(수) 날개_큐나		1,500	32,250		
	25년 12/10(수) 펫	29,000		29,000		
	25년 12/10(수) 장식 및 장신구_큐나		300	6,450		
외형 및 추가 상품	25년 12/31(수) 방어구 외형 세트_현금	49,000		49,000	132,450	얼음꽃 레이스 붉은 말 인형
	25년 12/31(수) 방어구 외형 세트_큐나		2,500	53,750		
	25년 12/31(수) 무기 외형	19,000		19,000		
	25년 12/31(수) 날개_현금	29,000		29,000		
	25년 12/31(수) 날개_큐나		1,500	32,250		
	25년 12/31(수) 펫	29,000		29,000		
	25년 12/31(수) 장식 및 장신구_큐나		300	6,450		
AION2 시즌 2 스타터		33,000		33,000	33,000	
패스_시즌 2	첫 걸음의 축복		1,000	21,500	32,250	약 2달 적용
	새로운 물결		1,000	21,500	32,250	약 2달 적용
	낙원		1,500	32,250	48,375	약 2달 적용
외형 및 추가 상품	26년 1/21(수) 방어구 외형 세트_현금	49,000		49,000	132,450	버니룩 하얀 토끼
	26년 1/21(수) 방어구 외형 세트_큐나		2,500	29,000		
	26년 1/21(수) 무기 외형	19,000		19,000		
	26년 1/21(수) 날개	29,000		29,000		
	26년 1/21(수) 펫	29,000		29,000		
	26년 1/21(수) 장식 및 장신구_큐나		300	6,450		

주1: 가격은 원화 기준, ARPPU는 분기 기준으로 환산, 멤버십 ARPPU는 기본 가격에 3배 적용, 패스 ARPPU는 기본 가격에 1.5배 적용

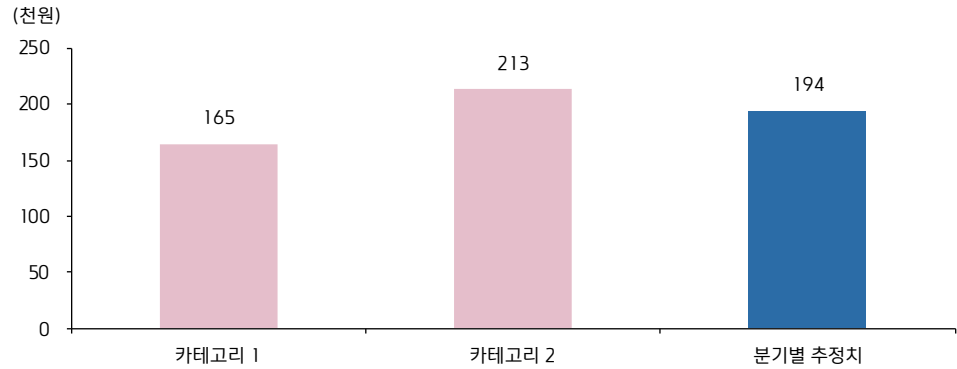
주2: 주1 관련 패스는 새로운 물결 또는 낙원까지 포함한 2개 옵션으로 나눠 통합 ARPPU 산출에 적용

주3: 외형 및 추가 상품은 장식 및 장신구를 제외한 나머지 카테고리에서는 현금 대상만 기준으로 가격을 환산하여 ARPPU를 산출

주4: 짚은 화석 영역 중심으로 ARPPU를 도출하여 추정 과정에 준용

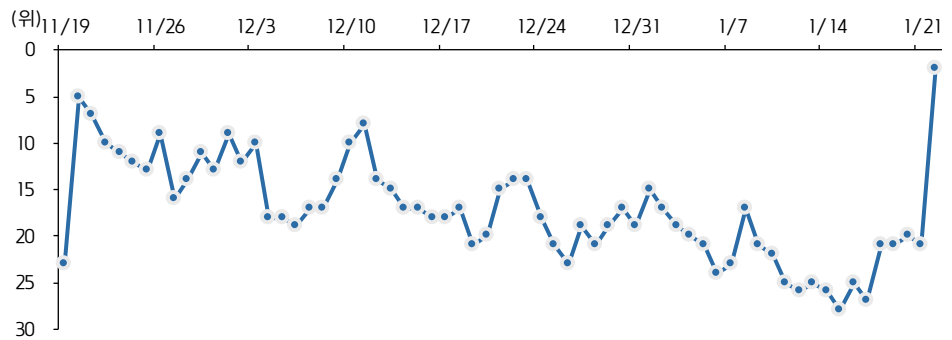
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 분기 ARPPU 비교 분석



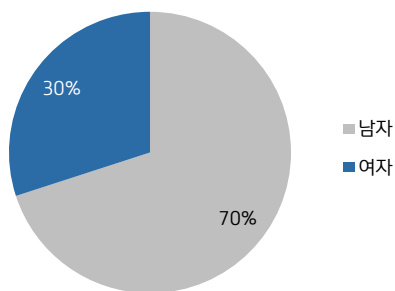
주1: 카테고리 1 구성은 새로운 물결, 외형 및 추가 상품 합산 기준
 주2: 카테고리 2 구성은 새로운 물결, 낙원, 외형 및 추가 상품 합산 기준
 주3: 주1 및 주2 외형 및 추가 상품 합산은 방어구, 무기, 날개, 펫, 장식 및 장신구 각 1종씩을 분기내 구매 가정
 주4: 주3 관련 신규 외형 및 추가 상품 판매 주기는 3주 단위로 분기별 4~5회 회차 존재
 주5: 분기별 추정치는 당사 추정치에 반영된 수치 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 일간 애플 앱스토어 매출 순위



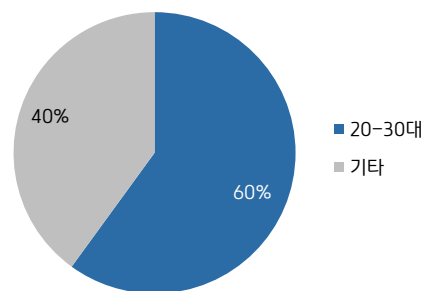
주: 대한민국 게임 카테고리, 2026년 1월 22일 기준
 자료: 모바일인덱스 INSIGHT, IGAWorks

아이온2 유저 성비 비율



주1: 2026년 1월 13일 아이온2 업데이트 프리뷰 방송 기준
 주2: 해당 방송에서 유저 성비가 7:3 정도라고 밝힘
 자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 20~30대 비중



주1: 김성희의 G식백과 방송 출연 기준
 주2: 해당 방송에서 20~30대 비중이 60% 이상이라고 밝힘
 자료: 김성희의 G식백과, YouTube, 키움증권 리서치

엔씨소프트 아이온2 분기별 매출 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25E	26E
총 매출액				74.8	146.5	124.5	112.1	235.3	74.8	618.4
총 결제액				93.5	146.5	124.5	112.1	235.3	93.5	618.4
한국 결제액				62.3	97.7	83.0	74.7	69.1	62.3	324.5
AU(천명)				2,188	1,641	1,395	1,255	1,161	2,188	1,363
기본 멤버십 결제액				12.9	19.4	16.5	14.8	13.7	12.9	64.4
기본 멤버십 PU(천명)				438	328	279	251	232	438	273
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				9.7	14.6	12.4	11.2	10.3	9.7	48.6
추가 멤버십 PU(천명)				219	164	139	126	116	219	136
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				39.7	63.7	54.1	48.7	45.0	39.7	211.5
추가 과금 PU(천명)				438	328	279	251	232	438	273
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
대만 결제액				31.2	48.8	41.5	37.4	34.6	31.2	162.3
AU(천명)				1,094	820	697	628	580	1,094	681
기본 멤버십 결제액				6.5	9.7	8.2	7.4	6.9	6.5	32.2
기본 멤버십 PU(천명)				219	164	139	126	116	219	136
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				4.9	7.3	6.2	5.6	5.2	4.9	24.3
추가 멤버십 PU(천명)				109	82	70	63	58	109	68
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				19.8	31.8	27.1	24.3	22.5	19.8	105.8
추가 과금 PU(천명)				219	164	139	126	116	219	136
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
글로벌 결제액								131.7		131.7
AU(천명)								3,281		3,281
기본 멤버십 결제액								38.8		38.8
기본 멤버십 PU(천명)								656		656
PUR								20.0%		20.0%
ARPPU(천원)								59		59
추가 멤버십 결제액								29.2		29.2
추가 멤버십 PU(천명)								328		328
PUR								10.0%		10.0%
ARPPU(천원)								89		89
추가 과금 결제액								63.7		63.7
추가 과금 PU(천명)								328		328
PUR								10.0%		10.0%
ARPPU(천원)								194		194

주1: 기본 멤버십은 산들바람 멤버십, 추가 멤버십은 찬가릉 멤버십 기준, 추가 과금은 외형 및 추가 상품 등을 대상, 글로벌은 국내 및 대만 제외 기준

주2: 4Q25E 총 매출액은 이연 수준을 감안해 총 결제액 대비 80%를 적용해 산정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 클래식 분기별 매출 전망

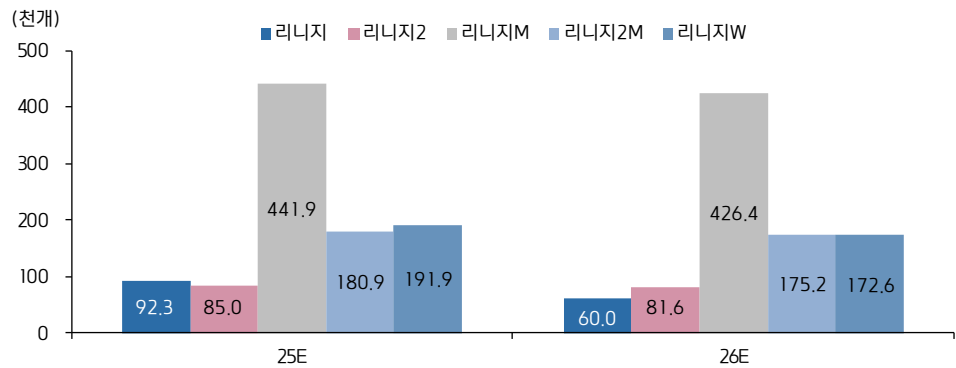
(십억원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	26E	27E
총 매출액	18.6	30.1	25.6	23.0	21.3	20.2	19.7	20.2	97.2	81.4
총 결제액	21.8	30.1	25.6	23.0	21.3	20.2	19.7	20.2	100.5	81.4
한국 결제액	14.6	20.0	17.0	15.3	14.2	13.5	13.1	13.5	67.0	54.3
AU(천명)	300	225	191	172	159	151	147	151	222	152
정액제 결제액	14.6	20.0	17.0	15.3	14.2	13.5	13.1	13.5	67.0	54.3
정액제 PU(천명)	300	225	191	172	159	151	147	151	222	152
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	49	89	89	89	89	89	89	89	302	356
대만 결제액	7.3	10.0	8.5	7.7	7.1	6.7	6.6	6.7	33.5	27.1
AU(천명)	150	113	96	86	80	76	74	76	111	76
정액제 결제액	7.3	10.0	8.5	7.7	7.1	6.7	6.6	6.7	33.5	27.1
정액제 PU(천명)	150	113	96	86	80	76	74	76	111	76
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	49	89	89	89	89	89	89	89	302	356

주1: 지역별 AU 비중은 한국:대만=2:1 기준으로 당사 추산

주2: 1Q26E 총 매출액은 이연 수준을 감안해 총 결제액 대비 85%를 적용해 산정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 연간 매출 전망

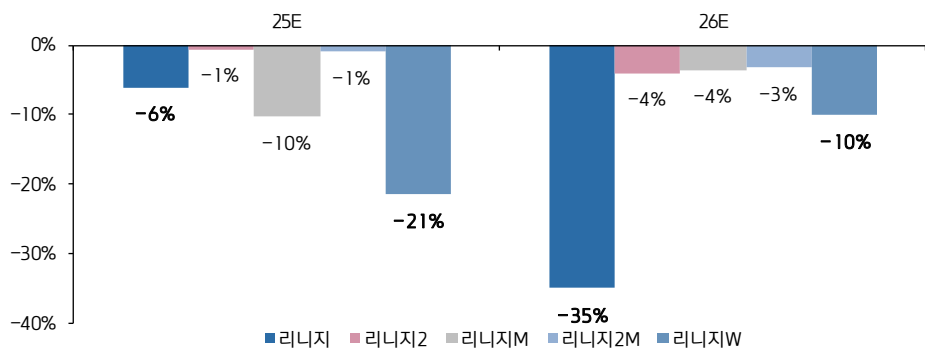


주1: 리니지 클래식 제외

주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 연간 매출 증감률

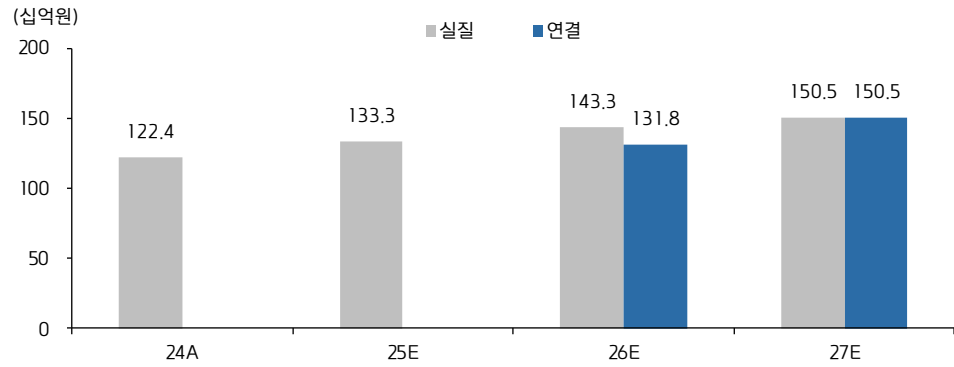


주1: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준

주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려

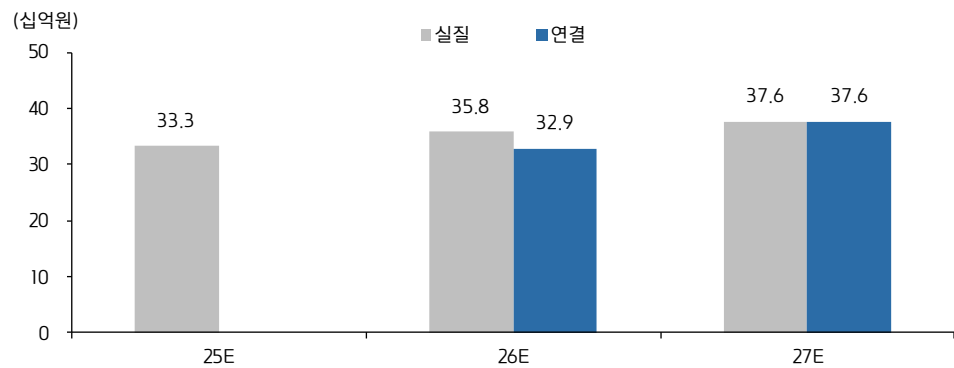
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

인디고 그룹 연간 매출 관련 지표



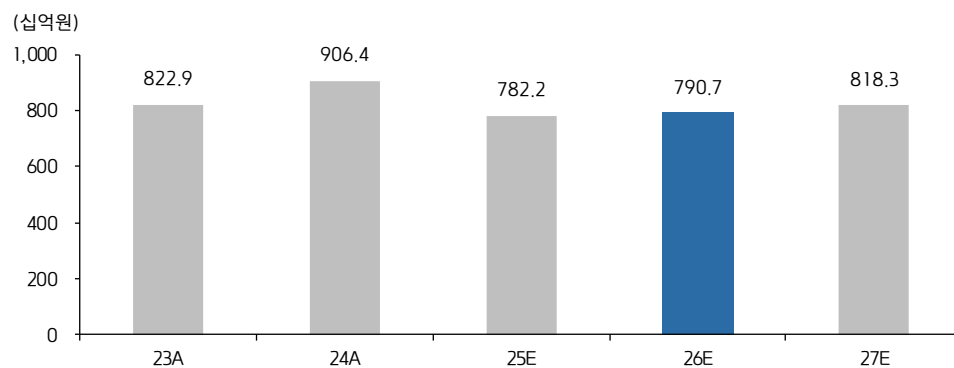
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일 이후 반영분
 주2: 실질 기준 매출 증가율은 26E 7.5%, 27E 5.0%를 각각 준용
 주3: 24년 실적은 리후후 매출액을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주4: 25E 실적은 리후후 예상 매출액 1,200억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

인디고 그룹 연간 영업이익 관련 지표



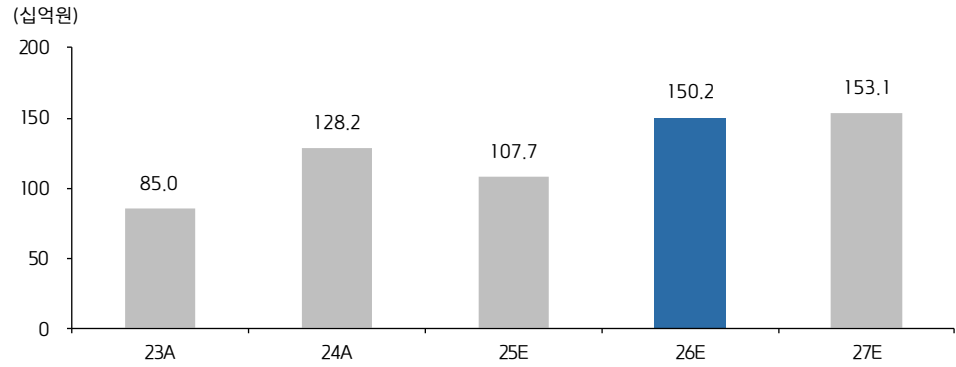
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일 이후 반영분
 주2: 25E 실적은 리후후 예상 영업이익 300억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주3: 연간 OPM은 리후후 25E OPM 25%를 일괄적으로 준용해 영업이익 도출
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

엔씨소프트 연간 인건비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 연간 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 세그먼트별 지급수수료율 산정

	4Q25E	26E	27E	28E	29E
기존 모바일게임	26.1%	20.5%	18.0%	15.8%	13.8%
결제 비중					
자체	18%	35%	40%	45%	50%
기존	83%	65%	60%	55%	50%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 한국/대만	10.9%	10.3%	9.7%	9.2%	8.8%
결제 비중					
자체	85%	86%	88%	89%	90%
기존	15%	14%	13%	11%	10%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 글로벌		23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
결제 비중					
자체		0%	0%	0%	0%
기존		100%	100%	100%	100%
결제 수수료율					
자체		7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존		23.2%	20.0%	20.0%	20.0%

주1: 자체는 퍼플 기반, 기존은 애플/구글 게임 플랫폼 기준

주2: 애플/구글 게임 결제 수수료율은 현 30%에서 연간 2.5%p씩 저감을 가정

주3: 기존 모바일게임은 동사의 리니지M, 리니지2M, 리니지W 등을 기준으로 함

주4: 자체 결제 도입 시점은 리니지M 및 리니지2M은 2025년 11월 12일, 리니지W는 2025년 11월 26일에 해당

주5: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외이며, 해당 세그먼트 기준은 스팀 플랫폼

주6: 아이온2 스팀 플랫폼 결제 수수료율은 매출 구간별 테이크 레이트를 준용해 산정

주7: 아이온2 글로벌 출시에 따른 퍼플 기반 자체 결제 옵션 여지에 대해 현재 미반영 중

자료: 키움증권 리서치 추산

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	433.2	1,578.1	1,535.9	2,255.9
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	90.8	98.6	94.5	173.8	387.3	457.7	1,071.7
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	211.7	227.4	205.9	204.0	957.9	849.0	929.2
콘솔 게임											15.7
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	42.5	182.0	176.5	183.9
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	12.9	14.2	12.8	12.9	50.9	52.7	55.4
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	422.7	1,687.3	1,512.6	1,695.9
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-7.5	10.5	-109.2	23.3	560.0
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	2.4%	-6.9%	1.5%	24.8%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	-48.4	442.6	16.0	230.1	436.3	66.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	-33.3	435.1	26.5	120.9	459.6	626.0
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	8.7%	-8.7%	120.9%	6.1%	7.7%	29.9%	27.8%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	-6.3	2.7	87.8	6.4	26.8	90.6	162.3
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	-20.0%	-8.0%	20.2%	24.2%	22.2%	19.7%	25.9%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	347.4	20.1	94.1	369.0	463.8
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	4.6%	6.0%	24.0%	20.6%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	20.1	94.2	369.1	463.8
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	1,561.2	2,192.3	2,108.3	1,535.9	2,255.9	2,315.8	-1.6%	2.9%	9.8%
영업이익	38.8	532.8	459.8	23.3	560.0	572.3	-39.9%	5.1%	24.5%
영업이익률	2.5%	24.3%	21.8%	1.5%	24.8%	24.7%	-1.0%	0.5%	2.9%
법인세차감전순이익	479.1	614.8	543.8	459.6	626.0	640.3	-4.1%	1.8%	17.8%
당기순이익	383.7	455.7	404.1	369.0	463.8	474.1	-3.8%	1.8%	17.3%
지배주주지분	383.9	455.7	404.1	369.1	463.8	474.1	-3.8%	1.8%	17.3%

자료: 키움증권 리서치

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	458.5	505.7	489.7	636.5	433.2	526.8	538.5	516.4	-5.5%	4.2%	10.0%	-18.9%
영업이익	25.9	116.8	105.9	183.9	10.5	125.1	126.1	104.4	-59.6%	7.1%	19.1%	-43.3%
영업이익률	5.7%	23.1%	21.6%	28.9%	2.4%	23.7%	23.4%	20.2%	-3.2%	0.7%	1.8%	-8.7%
법인세차감전순이익	45.9	137.3	126.4	204.4	26.5	141.6	142.6	120.9	-42.4%	3.1%	12.8%	-40.9%
당기순이익	34.8	101.7	93.7	151.5	20.1	104.9	105.6	89.5	-42.4%	3.1%	12.8%	-40.9%
지배주주지분	34.8	101.7	93.7	151.5	20.1	104.9	105.6	89.5	-42.4%	3.1%	12.8%	-40.9%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,535.9	2,255.9	2,315.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,535.9	2,255.9	2,315.8
판관비	1,642.5	1,687.3	1,512.6	1,695.9	1,743.4
영업이익	137.3	-109.2	23.3	560.0	572.3
EBITDA	249.2	0.0	118.8	662.8	680.8
영업외손익	68.9	230.1	436.3	66.0	68.0
이자수익	83.8	72.0	83.9	95.3	110.9
이자비용	14.6	10.3	10.3	10.3	10.3
외환관련이익	29.6	80.6	80.6	80.6	80.6
외환관련손실	38.8	30.7	30.7	30.7	30.7
종속 및 관계기업손익	4.1	4.4	-13.9	-14.0	-12.0
기타	4.8	114.1	326.7	-54.9	-70.5
법인세차감전이익	206.2	120.9	459.6	626.0	640.3
법인세비용	-7.7	26.8	90.6	162.3	166.2
계속사업순이익	213.9	94.1	369.0	463.8	474.1
당기순이익	213.9	94.1	369.0	463.8	474.1
지배주주순이익	212.1	94.2	369.1	463.8	474.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-30.8	-11.3	-2.7	46.9	2.7
영업이익 증감율	-75.4	-179.5	-121.3	2,303.4	2.2
EBITDA 증감율	-62.5	-100.0	NA	457.9	2.7
지배주주순이익 증감율	-51.3	-55.6	291.8	25.7	2.2
EPS 증감율	-51.3	-55.6	297.5	26.2	2.2
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.5	24.8	24.7
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	7.7	29.4	29.4
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	24.0	20.6	20.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	336.4	329.8	443.5
당기순이익	213.9	94.1	369.0	463.8	474.1
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-48.6	18.9	10.9
유형자산감가상각비	110.1	105.9	92.9	100.1	105.7
무형자산감가상각비	1.8	3.3	2.6	2.7	2.7
지분법평가손익	-11.4	-11.2	13.9	14.0	12.0
기타	-28.6	-104.8	-158.0	-97.9	-109.5
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	20.3	-88.5	11.1
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	4.5	-76.3	-6.3
재고자산의감소	0.7	-0.3	0.0	-0.5	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	10.9	-16.7	12.2
기타현금흐름	-50.3	63.0	-4.3	-64.4	-52.6
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	-182.9	-183.5	-184.2
유형자산의 취득	-117.4	-84.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.4	41.1	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-47.4	-47.9	-48.4
단기금융자산의감소(증가)	390.9	1,533.6	-5.5	-5.7	-5.8
기타	7.8	-2.4	0.0	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-78.3	-78.5	-107.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-240.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-175.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.7	-63.6	-28.3	-28.5	-57.0
기타	-41.6	-43.5	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	4.1	17.1	162.5	162.4	162.3
현금 및 현금성자산의 순증가	79.6	895.3	237.7	230.2	314.6
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,498.2	1,728.4
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,498.2	1,728.4	2,043.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,030.7	2,346.9	2,677.4
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,498.2	1,728.4	2,043.0
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	162.7	239.0	245.4
재고자산	0.7	1.1	1.0	1.5	1.5
기타유동자산	44.4	139.1	142.7	146.2	149.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,237.3	2,302.3	2,364.3
투자자산	672.6	871.7	905.2	939.1	975.5
유형자산	1,000.5	997.6	1,029.8	1,054.7	1,074.0
무형자산	96.1	103.9	106.3	108.6	110.9
기타비유동자산	287.8	192.2	196.0	199.9	203.9
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,268.0	4,649.2	5,041.7
유동부채	614.3	322.2	331.1	340.3	349.9
매입채무 및 기타채무	215.3	196.3	201.2	206.3	211.4
단기금융부채	279.9	45.8	45.8	45.8	45.8
기타유동부채	119.1	80.1	84.1	88.2	92.7
비유동부채	526.5	568.2	578.7	589.8	601.4
장기금융부채	368.9	336.3	336.3	336.3	336.3
기타비유동부채	157.6	231.9	242.4	253.5	265.1
부채총계	1,140.8	890.4	909.8	930.1	951.3
지배지분	3,249.7	3,058.5	3,353.2	3,714.1	4,085.4
자본금	11.0	11.0	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	433.4	433.4	433.6	433.6	433.6
기타자본	-622.8	-798.6	-798.6	-798.6	-798.6
기타포괄손익누계액	-44.5	-61.2	-107.1	-152.9	-198.8
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,814.5	4,221.3	4,638.5
비지배지분	3.3	5.1	5.0	5.0	5.0
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,358.2	3,719.1	4,090.4
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	17,059	21,526	22,008
BPS	148,023	139,312	155,645	172,398	189,632
CFPS	13,017	3,975	14,805	22,405	22,517
DPS	3,130	1,460	1,500	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	13.3	10.5	10.3
PER(최고)	49.7	57.8	14.3		
PER(최저)	22.0	36.6	7.9		
PBR	1.62	1.31	1.46	1.32	1.20
PBR(최고)	3.24	1.78	1.57		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.86		
PSR	2.97	2.55	3.20	2.17	2.11
PCFR	18.5	46.1	15.3	10.1	10.1
EV/EBITDA	15.3	-76,196.7	25.3	5.0	4.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	29.7	30.1	7.7	12.3	12.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.3	0.8	0.7	1.3	1.3
ROA	4.8	2.3	9.0	10.4	9.8
ROE	6.6	3.0	11.5	13.1	12.2
ROIC	10.1	-8.2	1.4	31.6	30.8
매출채권회전율	9.1	9.3	9.3	11.2	9.6
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,479.6	1,784.7	1,519.6
부채비율	35.1	29.1	27.1	25.0	23.3
순차입금비율	-45.2	-35.9	-40.0	-42.4	-46.4
이자보상배율	9.4	-10.6	2.3	54.5	55.7
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,342.2	-1,578.0	-1,898.4
NOPLAT	249.2	0.0	118.8	662.8	680.8
FCF	-43.8	-71.8	2.6	297.2	411.4

Compliance Notice

- 당사는 1월 23일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

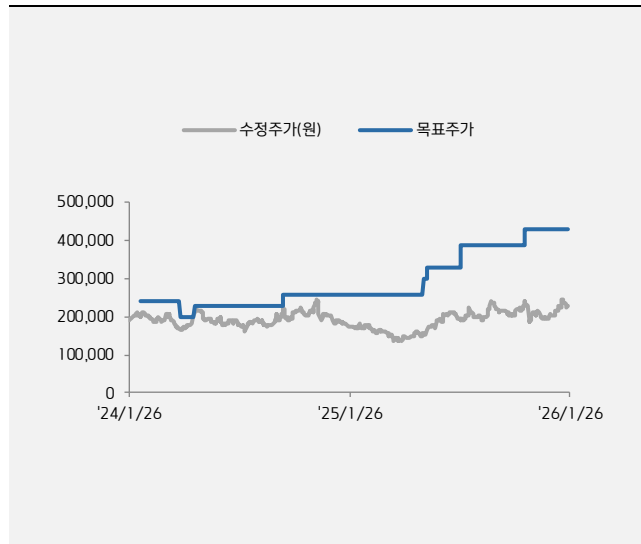
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-19.14	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.30	-44.50
	2025-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-41.20	-35.30
	2025-07-29	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-49.59	-47.82
	2025-08-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.33	-42.82
	2025-08-18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.65	-42.82
	2025-09-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.27	-38.46
	2025-11-03	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.00	-38.46
	2025-11-12	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-45.60	-43.72
	2025-11-17	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.12	-43.72
	2025-11-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.56	-42.44
2026-01-26	BUY(Maintain)	430,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

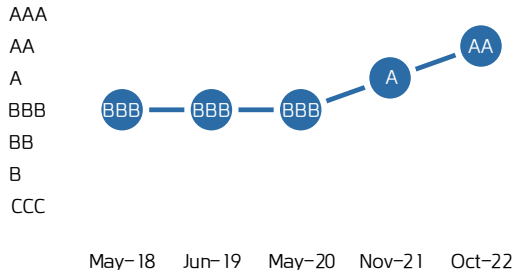
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~+10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

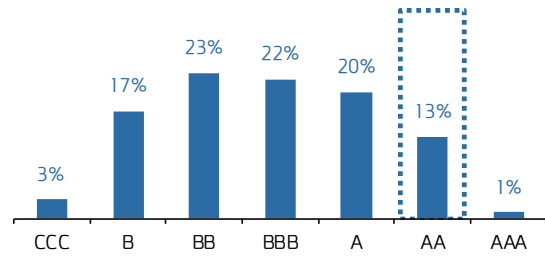
매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●	AA	◀▶
NCSOFT CORPORATION	●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	●●●	●●●	●●●	●●●	●●●●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co., Ltd.	●●	●	●	●●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	●●●●	●	●●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	●●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치