



기업 업데이트

엔씨소프트 (036570)

긍정적 현실의 직시



동사의 목표주가를 43만원으로 유지하고 투자 의견을 BUY로 유지하며 게임 업종 최선호주로 지속 제시한다. 목표주가는 26E 지배주주순이익 4,628억원에 타겟 PER 20배를 적용한 결과이다. 아이온2는 한국/대만 매출 지속성 확인 및 이에 기반한 글로벌 성공 가능성을 더 투영하여 실적을 추정했고 이에 따른 27E 온기 반영에 따른 증익 가시성을 멀티플 기저로 적용했음을 밝힌다.

BUY(Maintain)

목표주가: 430,000원

주가(2/10): 203,500원

시가총액: 43,842억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/10)		5,301.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	247,500 원	135,800원
등락률	-17.8%	49.9%
수익률	절대	상대
1M	-8.7%	-21.1%
6M	0.7%	-39.0%
1Y	17.7%	-42.5%

Company Data

발행주식수	21,544천주
일평균 거래량(3M)	191천주
외국인 지분율	34.0%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	154,603원
주요 주주	김택진 외 14 인 12.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,244.7
영업이익	137.3	-109.2	16.1	528.7
EBITDA	249.2	0.0	111.5	631.5
세전이익	206.2	120.9	461.4	624.7
순이익	213.9	94.1	347.4	462.8
지배주주지분순이익	212.1	94.2	346.7	462.8
EPS(원)	9,663	4,291	16,022	21,482
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	273.3	34.1
PER(배)	24.9	42.7	12.7	9.5
PBR(배)	1.62	1.31	1.32	1.19
EV/EBITDA(배)	15.3	-76,196.7	27.0	4.5
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	23.6
ROE(%)	6.6	3.0	10.9	13.2
순차입금비율(%)	-45.2	-35.9	-40.0	-42.4

Price Trend



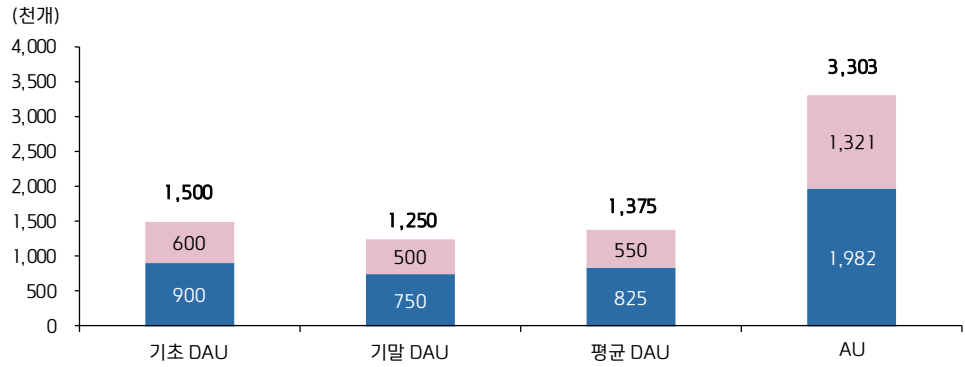
>>> 아이온2 매출 지속성 확인

아이온2 멤버십 구매수는 출시 후 1주일 기준 28만개에서 올해 1월 3일 기준 100만개로 증가한 후 2월 9일 150만개로 가파르게 증가된 것이 확인되었다. 외형 구매를 동인할 수 있는 멤버십 모수의 증가를 긍정적으로 해석하며 금일 서버 생성제한 해제에 따른 신규 유저의 탄력적인 유입과 이를 더욱 동인할 수 있는 신규 엔드 콘텐츠, 유저의 성장 부담을 줄여줄 수 있는 정책에 대한 소급 적용, 메인 캐릭터 위주로 유저의 자율적 육성을 장려할 수 있는 제도와 한복 등을 중심으로 한 매력적 외형 출시를 통해 매출 효율을 다시 한번 더 극대화 할 것으로 판단한다. 또한 이번 외형 의상은 대만과 중화권 유저들을 포괄할 구매욕을 자극하면서 역대 출시 외형 상품 중 가장 좋은 효율을 시현할 것으로 판단한다. 아이온2 글로벌 출시는 현재 한국과 대만에서 안정적인 서비스 경험 및 매출 지속성 확인에 따라 출시 시점을 9월로 가정해 매출을 조정하였으며, 이를 종합적으로 감안하여 외형 등에 대한 추가 과금 PUR을 한국 및 대만과 동일한 수준인 20%로 상향 보정하였음을 밝힌다. 당사는 한국과 대만의 매출 추정에 대해 분기별 기계적인 하향 안정화 가정을 적용 중에 있으나 이는 증가 하는 멤버십 계정의 긍정적 현실을 반영하지 않은 것이고 사측이 밝힌 2/9일 누적 기준 올해 일평균 매출은 4Q25 일평균 매출 대비 22% 감소된 안정된 수준에서 하향 안정화 중이나 당사는 1Q26E 기준 기계적 25% 감소된 기준을 적용하고 있으며 상기 언급한 한복 외형의 막대한 매출 효율을 감안시 분기별 당사 추정치를 상회하는 아이온2의 매출 흐름이 가시적이고 신뢰성 높게 진행 될 것임을 투자자들에게 강조하고자 한다.

>>> 추정 관련 세그먼트별 로직

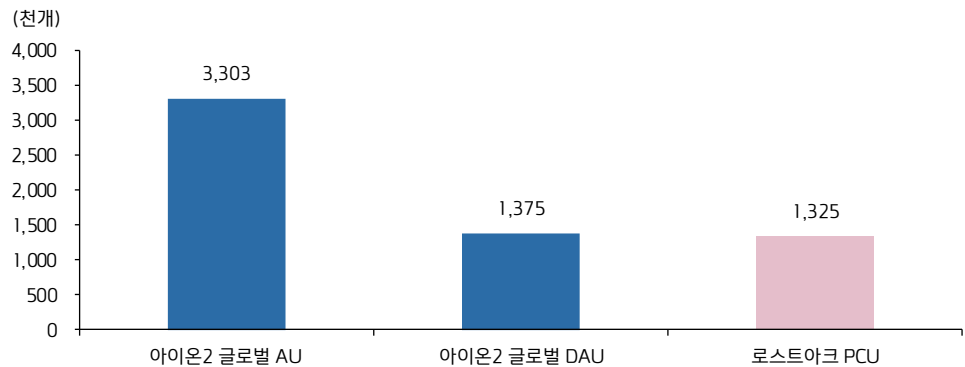
리니지 클래식 매출액은 26E 486억원으로 이는 정액제 기반 판매만을 산입한 결과로 하향 조정하였으며, 이는 한국 AU 15만명과 대만 AU 7.5만명을 초기 기준으로 잡은 추정치이다. 이에 따른 반대급부로 리니지 연계 매출 감소율을 저감시켰고 이에 26E 리니지 매출 감소율 15%와 리니지W 매출 감소율 8%를 반영하는 중에 리니지 연계 게임 감소를 추가 반영했다. 결론적으로 올해 기존 리니지 IP 기반 매출 감소를 604억원으로 반영하는 중에 리니지 클래식 매출 486억을 반영하면서 토탈 매출이 감소하는 실질적 보수적 수치를 적용했음을 부연 제시한다. 추가로 아이온2 글로벌 출시에 따른 자체 퍼플 추가를 반영해 동 세그먼트의 26E 지급수수료율을 19.1%로 보정하였다.

아이온2 4Q25 주요 유저 지표 분석



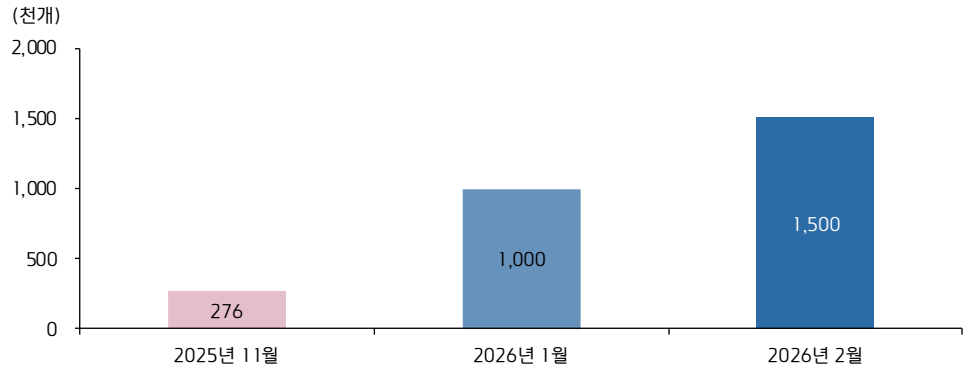
- 주1: 기초 DAU는 2025년 11월 21일 기준 사측 초반 성과 데이터 준용
 - 주2: 지역별 유저 비중은 한국:대만=3:2 기준으로 당사 추산
 - 주3: 기말 한국 DAU는 2025년 12월 23일 라이브 방송 기준으로 도출
 - 주4: 주3 관련 대한민국 DAU는 국민 100명 중 1~2명 대상 코멘트 준용
 - 주5: 주4 관련 대한민국 인구 5천만명 대상 평균치 1.5명을 적용해 도출
 - 주6: 주5 관련 관련 동 시점 대만 DAU는 한국 대비 67%를 적용하여 도출
 - 주7: 평균 DAU는 기초와 기말 DAU를 단순 평균하여 산출
 - 주8: AU는 DAU 대비 2.402배를 적용하여 도출
 - 주9: 주8 관련 멀티플은 4분기 실적 지표를 준용하여 계산
- 자료: 엔씨소프트, 각종 미디어 자료, AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 해외 주요 유저 지표 비교 분석



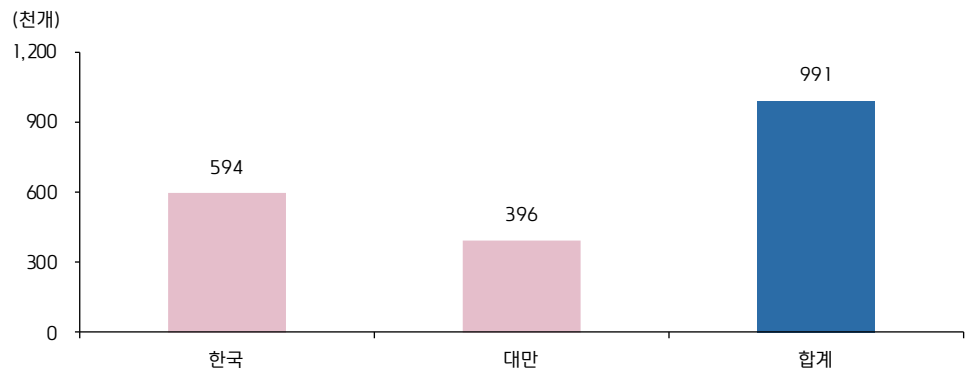
- 주1: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 - 주2: 아이온2 글로벌 관련 지표 기준 시점은 출시 초기 분기로 관측 중인 3Q26E 기준
 - 주3: 아이온2 글로벌 AU는 한국과 대만 출시 초기 분기인 4Q25 AU 합산치 준용
 - 주4: 아이온2 글로벌 DAU는 멀티플 2.402배를 역산 적용하여 도출
 - 주5: 로스트아크 PCU는 글로벌 스팀 라이프사이클 기준 최고치인 2022년 2월 시점 데이터를 적용
- 자료: SteamDB, 키움증권 리서치

아이온2 멤버십 지표 비교



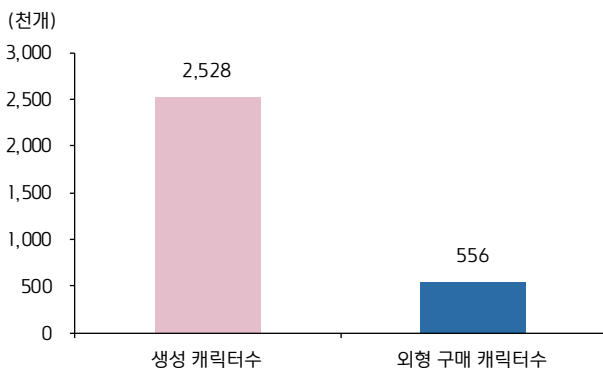
주1: 2025년 11월 지표는 출시 1주일간 멤버십 구매 계정수 기준
 주2: 2026년 1월 지표는 1월 3일 기준 누적 멤버십 구매 캐릭터수 기준
 주3: 2026년 2월 지표는 2월 9일 기준 누적 멤버십 구매 캐릭터수 기준
 주3: 멤버십 혜택은 구매한 서버 내 모든 캐릭터에 적용
 주4: 주3 관련 주1 및 주2/3 차이는 다른 서버를 이용 중인 계정 차이 정도로 해석
 주5: 펫 보유 및 수 현황, 종족 이해도 진행 현황과 보유 영혼 결정은 서버 내 캐릭터 공유
 주6: 주5 사안 등을 감안시 주 4 관련 주 서버 이외 다른 서버를 이용 중인 계정 지속성은 크지 않을 것으로 관측
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 4Q25 멤버십 PU 분석



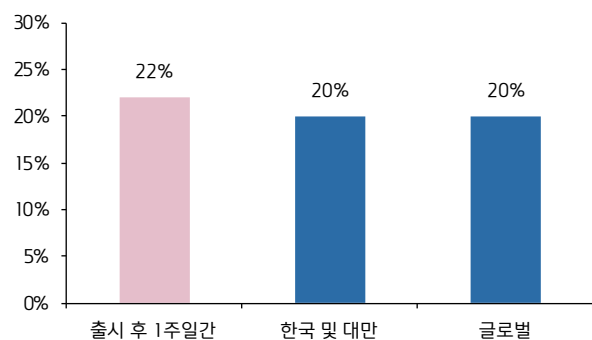
주: 기본 멤버십:추가 멤버십=2:1 기준 준용, 기본 멤버십(산들바람 멤버십), 추가 멤버십(젠가롱 멤버십)
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

아이온2 출시 후 1주일간 주요 지표



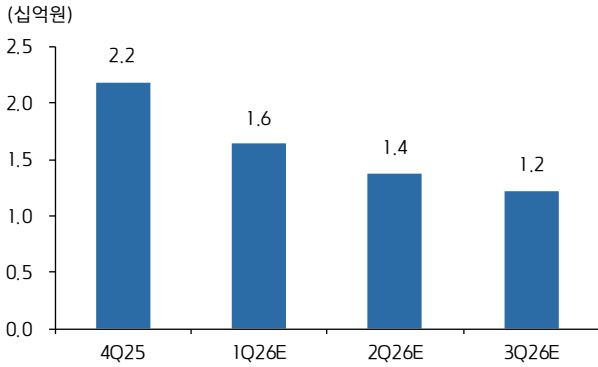
주: 출시 후 1주일간 성과 관련 사측 발표 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 외형 구매율 비교



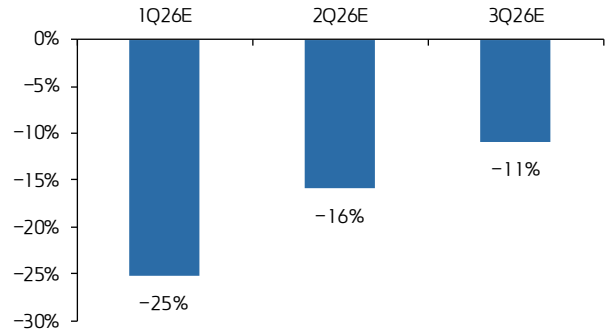
주1: 출시 후 1주일간 지표는 사측 발표 기준
 주2: 한국/대만 및 글로벌 기준은 당사 PUR 추정치 기준
 주3: 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 분기별 일평균 결제액 전망



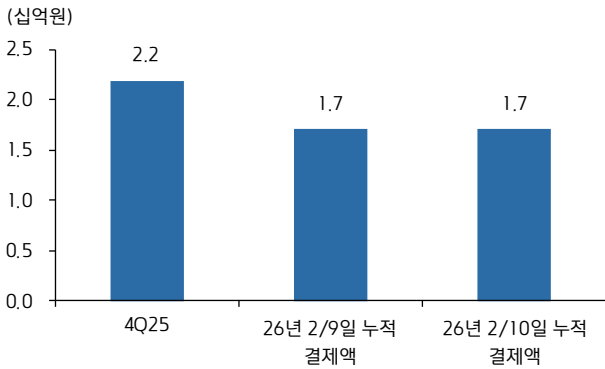
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기별 일평균 결제액 증감률



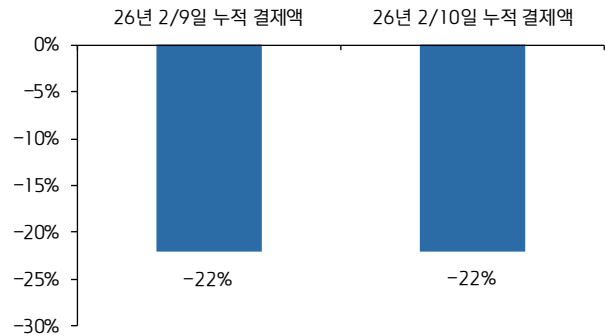
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 일평균 결제액은 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 실질 반영보다 분기별 하향 안정화를 가정한 기계적 감소율을 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 구간별 일평균 결제액 추이



주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 26년 2/9일 누적 결제액은 출시 후 누적 1,623억원에서 4Q25분 차감
 주4: 주3 관련 일평균 결제액은 해당 영업일수 40일을 기준으로 환산
 주5: 26년 2/10일 누적 결제액은 사측 코멘트인 700억원 수준을 준용
 주6: 주5 관련 일평균 결제액은 해당 영업일수 41일을 기준으로 환산
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 구간별 일평균 결제액 증감률



주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 증감률 산출시 기준 시점은 4Q25 수치를 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 작업장 대응 결과



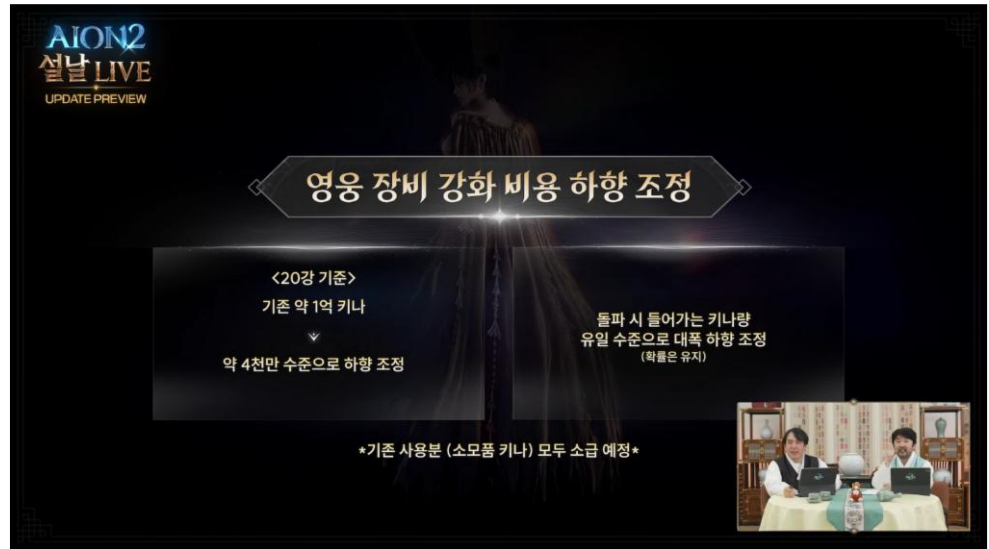
주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 신규 엔드 콘텐츠 출시



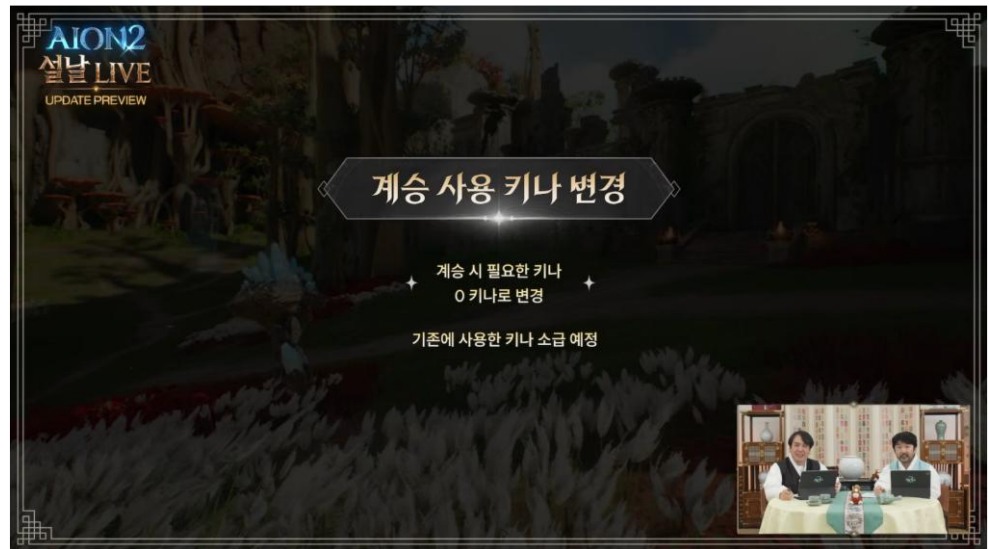
주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 장비 강화 비용 하향 및 소급 정책



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 계승 사용 키나 변경 및 소급 정책



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 산들바람 상회 구매 변경 정책



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 신규 펫 추가



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 신규 외형 추가



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 신규 외형 추가



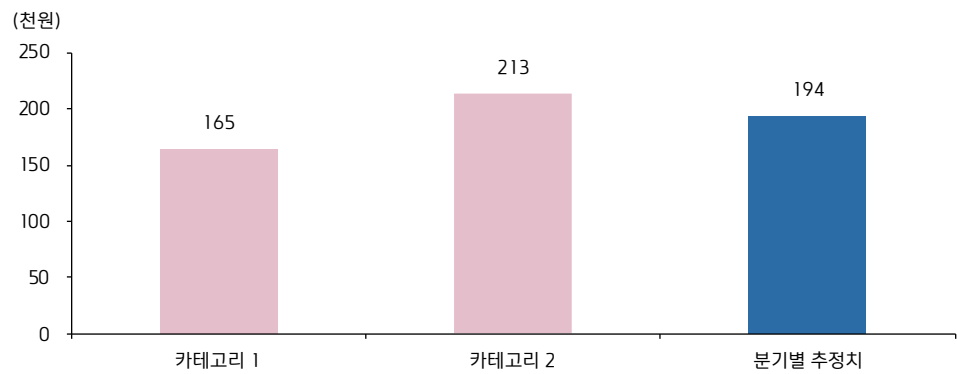
주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
자료: AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 신규 외형 추가



주: 2026년 2월 10일 라이브 방송 기준
 자료: AION2, YouTube, 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 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

엔씨소프트 아이온2 분기별 매출 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25A	26E
총 매출액				77.4	147.5	125.3	177.4	251.8	77.4	702.0
총 결제액				94.1	147.5	125.3	177.4	251.8	94.1	702.0
한국 결제액				56.5	88.5	75.2	67.7	62.6	56.5	294.0
AU(천명)				1,982	1,486	1,263	1,137	1,052	1,982	1,235
기본 멤버십 결제액				11.7	17.6	14.9	13.4	12.4	11.7	58.4
기본 멤버십 PU(천명)				396	297	253	227	210	396	247
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				8.8	13.2	11.3	10.1	9.4	8.8	44.0
추가 멤버십 PU(천명)				198	149	126	114	105	198	123
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				35.9	57.7	49.0	44.1	40.8	35.9	191.6
추가 과금 PU(천명)				396	297	253	227	210	396	247
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				37.7	59.0	50.1	45.1	41.7	37.7	196.0
AU(천명)				1,321	991	842	758	701	1,321	823
기본 멤버십 결제액				7.8	11.7	10.0	9.0	8.3	7.8	38.9
기본 멤버십 PU(천명)				264	198	168	152	140	264	165
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				5.9	8.8	7.5	6.8	6.2	5.9	29.3
추가 멤버십 PU(천명)				132	99	84	76	70	132	82
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				24.0	38.4	32.7	29.4	27.2	24.0	127.7
추가 과금 PU(천명)				264	198	168	152	140	264	165
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							64.6	147.5		212.1
AU(천명)							3,303	2,477		2,890
기본 멤버십 결제액							13.0	29.3		42.3
기본 멤버십 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							20	59		73
추가 멤버십 결제액							9.8	22.1		31.9
추가 멤버십 PU(천명)							330	248		289
PUR							10.0%	10.0%		10.0%
ARPPU(천원)							30	89		110
추가 과금 결제액							41.8	96.1		137.9
추가 과금 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							63	194		239

주1: 기본 멤버십은 산들바람 멤버십, 추가 멤버십은 천가롱 멤버십 기준
 주2: 추가 과금은 외형 및 추가 상품 등을 대상, 글로벌은 국내 및 대만 제외 기준
 주3: 글로벌 출시는 올해 9월을 가정해 3Q26E 결제액은 1달치를 기준으로 반영
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 클래식 분기별 매출 전망

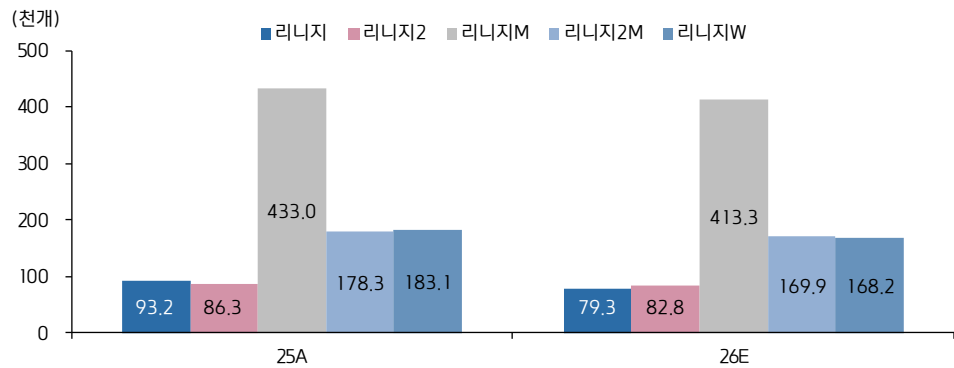
(십억원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	26E	27E
총 매출액	9.3	15.0	12.8	11.5	10.6	10.1	9.9	10.1	48.6	40.7
총 결제액	10.9	15.0	12.8	11.5	10.6	10.1	9.9	10.1	50.2	40.7
한국 결제액	7.3	10.0	8.5	7.7	7.1	6.7	6.6	6.7	33.5	27.1
AU(천명)	150	113	96	86	80	76	74	76	111	76
정액제 결제액	7.3	10.0	8.5	7.7	7.1	6.7	6.6	6.7	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
대만 결제액	3.6	5.0	4.3	3.8	3.5	3.4	3.3	3.4	16.7	13.6
AU(천명)	75	56	48	43	40	38	37	38	56	38
정액제 결제액	3.6	5.0	4.3	3.8	3.5	3.4	3.3	3.4	16.7	13.6
정액제 PU(천명)	75	56	48	43	40	38	37	38	56	38
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

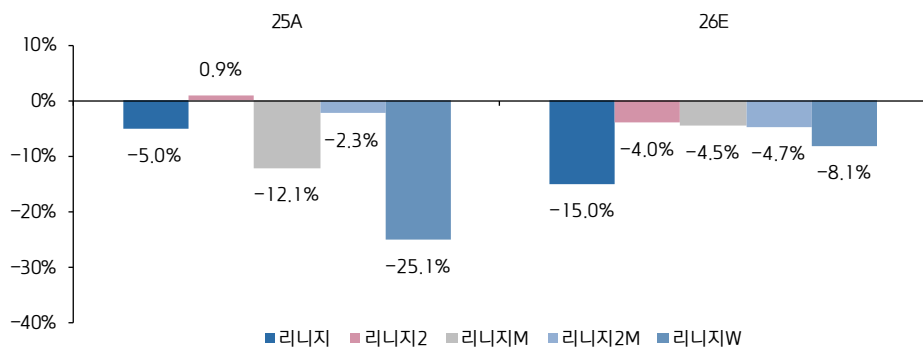


주1: 리니지 클래식 제외

주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 연간 매출 증감률

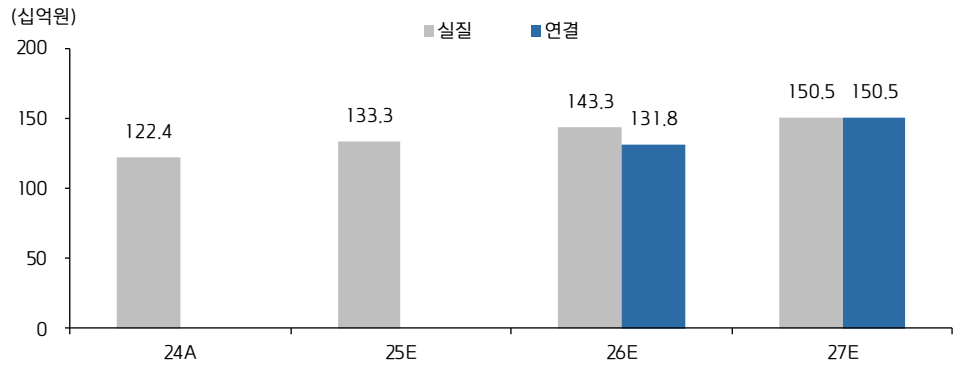


주1: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준

주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려

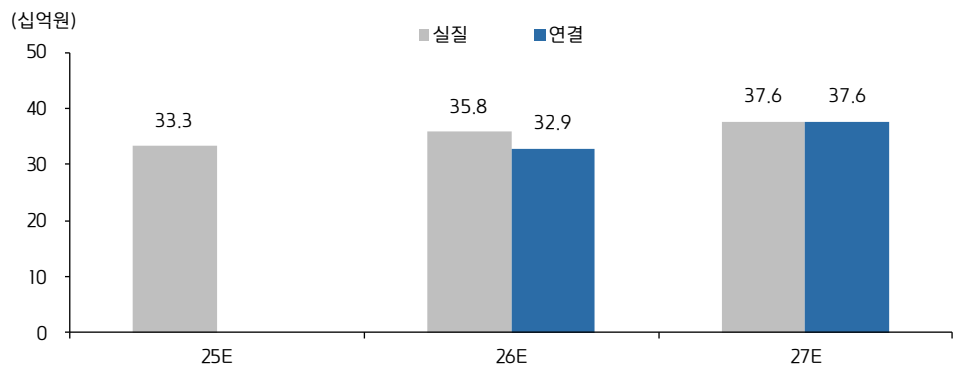
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

인디고 그룹 연간 매출 관련 지표



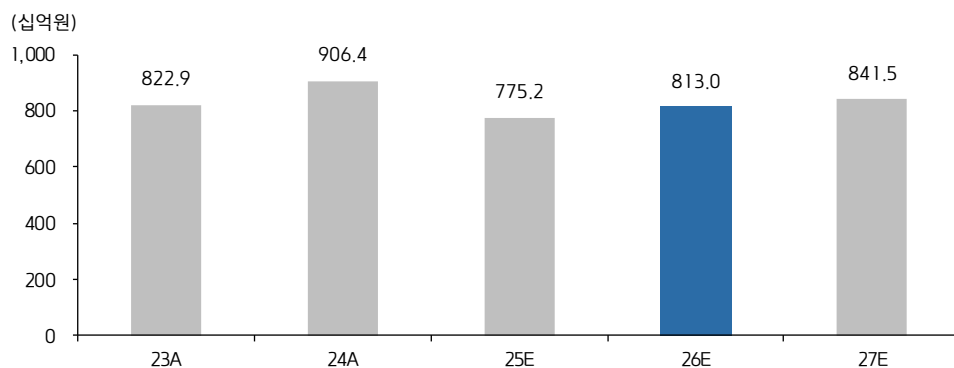
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일 이후 반영분
 주2: 실질 기준 매출 증가율은 26E 7.5%, 27E 5.0%를 각각 준용
 주3: 24년 실적은 리후후 매출액을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주4: 25E 실적은 리후후 예상 매출액 1,200억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

인디고 그룹 연간 영업이익 관련 지표



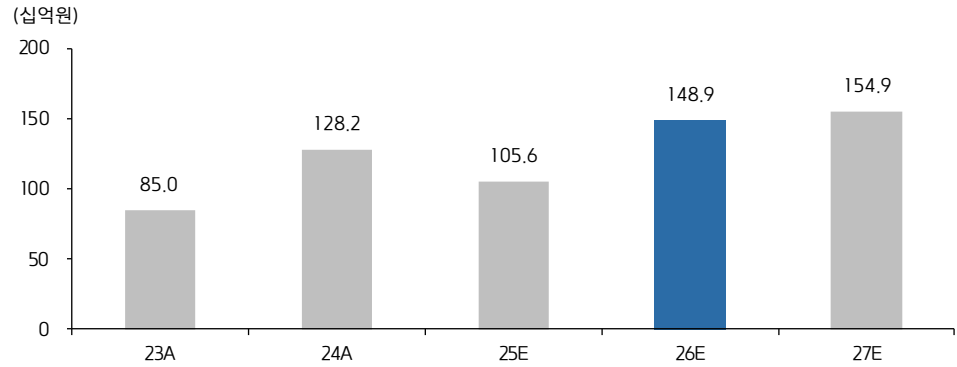
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일 이후 반영분
 주2: 25E 실적은 리후후 예상 영업이익 300억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주3: 연간 OPM은 리후후 25E OPM 25%를 일괄적으로 준용해 영업이익 도출
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

엔씨소프트 연간 인건비 추이 및 전망



주: 인디고 그룹 관련 인건비는 제외
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 연간 마케팅비 추이 및 전망



주: 인디고 그룹 관련 마케팅비는 제외
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 세그먼트별 지급수수료율 산정

	26E	27E	28E	29E
기존 모바일게임	20.5%	18.0%	15.8%	13.8%
결제 비중				
자체	35%	40%	45%	50%
기존	65%	60%	55%	50%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 한국/대만	11.3%	10.6%	9.9%	9.4%
결제 비중				
자체	81%	83%	84%	85%
기존	19%	18%	16%	15%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 글로벌	19.1%	17.5%	17.5%	17.5%
결제 비중				
자체	20%	20%	20%	20%
기존	80%	80%	80%	80%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	22.1%	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 듀얼 모드로 반영 중
 자료: 키움증권 리서치 추산

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	24A	25P	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	404.2	1,578.1	1,506.9	2,244.7
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	90.8	98.6	94.5	175.0	387.3	458.9	1,111.7
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	211.7	227.4	205.9	180.4	957.9	825.4	899.4
콘솔 게임											16.0
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	42.4	182.0	176.4	190.6
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	12.9	14.2	12.8	6.4	50.9	46.2	26.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	401.0	1,687.3	1,490.8	1,716.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-7.5	3.2	-109.2	16.1	528.7
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	-6.9%	1.1%	23.6%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	-48.4	442.6	25.0	230.1	445.3	96.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	-33.3	435.1	28.2	120.9	461.4	624.7
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	8.7%	-8.7%	120.9%	7.0%	7.7%	30.6%	27.8%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	-6.3	2.7	87.8	29.7	26.8	113.9	161.9
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	-20.0%	-8.0%	20.2%	105.3%	22.2%	24.7%	25.9%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	347.4	-1.5	94.1	347.4	462.8
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	-0.4%	6.0%	23.1%	20.6%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	-2.4	94.2	346.7	462.8
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	0.7	0.9	-0.1	0.8	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25P	26E	27E	25P	26E	27E	25P	26E	27E
매출액	1,535.9	2,255.9	2,315.8	1,506.9	2,244.7	2,347.1	-1.9%	-0.5%	1.4%
영업이익	23.3	560.0	572.3	16.1	528.7	578.2	-31.0%	-5.6%	1.0%
영업이익률	1.5%	24.8%	24.7%	1.1%	23.6%	24.6%	-0.5%	-1.3%	-0.1%
법인세차감전순이익	459.6	626.0	640.3	461.4	624.7	676.2	0.4%	-0.2%	5.6%
당기순이익	369.0	463.8	474.1	347.4	462.8	500.1	-5.8%	-0.2%	5.5%
지배주주지분	369.1	463.8	474.1	346.7	462.8	500.1	-6.1%	-0.2%	5.5%

자료: 키움증권 리서치

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	433.2	526.8	538.5	516.4	404.2	492.5	491.7	573.4	-6.7%	-6.5%	-8.7%	11.0%
영업이익	10.5	125.1	126.1	104.4	3.2	89.5	80.2	135.7	-69.0%	-28.4%	-36.4%	30.0%
영업이익률	2.4%	23.7%	23.4%	20.2%	0.8%	18.2%	16.3%	23.7%	-1.6%	-5.6%	-7.1%	3.5%
법인세차감전순이익	26.5	141.6	142.6	120.9	28.2	113.5	104.2	159.7	6.7%	-19.8%	-26.9%	32.1%
당기순이익	20.1	104.9	105.6	89.5	-1.5	84.1	77.2	118.3	적전	-19.8%	-26.9%	32.2%
지배주주지분	20.1	104.9	105.6	89.5	-2.4	84.1	77.2	118.3	적전	-19.8%	-26.9%	32.2%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,244.7	2,347.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,244.7	2,347.1
판매비	1,642.5	1,687.3	1,490.8	1,716.0	1,768.9
영업이익	137.3	-109.2	16.1	528.7	578.2
EBITDA	249.2	0.0	111.5	631.5	686.6
영업외손익	68.9	230.1	445.3	96.0	98.0
이자수익	83.8	72.0	83.4	94.8	111.4
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	-23.3	-14.0	-12.0
기타	4.8	114.1	345.6	-24.4	-41.0
법인세차감전이익	206.2	120.9	461.4	624.7	676.2
법인세비용	-7.7	26.8	113.9	161.9	176.0
계속사업손익	213.9	94.1	347.4	462.8	500.1
당기순이익	213.9	94.1	347.4	462.8	500.1
지배주주순이익	212.1	94.2	346.7	462.8	500.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-30.8	-11.3	-4.5	49.0	4.6
영업이익 증감율	-75.4	-179.5	-114.7	3,183.9	9.4
EBITDA 증감율	-62.5	-100.0	NA	466.4	8.7
지배주주순이익 증감율	-51.3	-55.6	268.0	33.5	8.1
EPS 증감율	-51.3	-55.6	273.3	34.1	8.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	23.6	24.6
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	7.4	28.1	29.3
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	23.0	20.6	21.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	327.4	327.0	464.9
당기순이익	213.9	94.1	347.4	462.8	500.1
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-15.5	19.2	20.3
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	23.3	14.0	12.0
기타	-28.6	-104.8	-134.3	-97.6	-100.1
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	23.4	-90.4	6.6
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	7.5	-78.2	-10.8
재고자산의감소	0.7	-0.3	0.0	-0.5	-0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	11.0	-16.7	12.3
기타현금흐름	-50.3	63.0	-27.9	-64.6	-62.1
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	228.7	227.3	336.1
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,487.8	1,716.5
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,489.2	1,715.1	2,052.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,018.6	2,333.8	2,690.3
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,489.1	1,716.5	2,052.5
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	159.7	237.8	248.7
재고자산	0.7	1.1	1.0	1.5	1.6
기타유동자산	44.4	139.1	142.7	146.2	149.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,227.9	2,292.9	2,354.9
투자자산	672.6	871.7	895.8	929.7	966.1
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	4,246.4	4,626.7	5,045.2
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	3,330.8	3,690.7	4,088.0
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	3,792.1	4,197.9	4,641.1
비지배지분	3.3	5.1	5.9	5.9	5.9
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,336.6	3,696.6	4,093.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	16,022	21,482	23,214
BPS	148,023	139,312	154,603	171,311	189,752
CFPS	13,017	3,975	15,342	22,371	24,158
DPS	3,130	1,460	1,500	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	12.7	9.5	8.8
PER(최고)	49.7	57.8	15.2		
PER(최저)	22.0	36.6	8.4		
PBR	1.62	1.31	1.32	1.19	1.07
PBR(최고)	3.24	1.78	1.58		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.87		
PSR	2.97	2.55	2.92	1.95	1.87
PCFR	18.5	46.1	13.3	9.1	8.4
EV/EBITDA	15.3	-76,196.7	27.0	4.5	3.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	29.7	30.1	8.2	12.3	11.4
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.3	0.8	0.7	1.5	1.5
ROA	4.8	2.3	8.5	10.4	10.3
ROE	6.6	3.0	10.9	13.2	12.9
ROIC	10.1	-8.2	0.8	29.9	31.1
매출채권회전율	9.1	9.3	9.2	11.3	9.6
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,465.3	1,794.9	1,533.4
부채비율	35.1	29.1	27.3	25.2	23.2
순차입금비율	-45.2	-35.9	-40.0	-42.4	-46.6
이자보상배율	9.4	-10.6	1.6	51.5	56.3
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,333.1	-1,566.1	-1,908.0
NOPLAT	249.2	0.0	111.5	631.5	686.6
FCF	-43.8	-71.8	-0.9	272.1	410.7

Compliance Notice

- 당사는 2월 10일 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

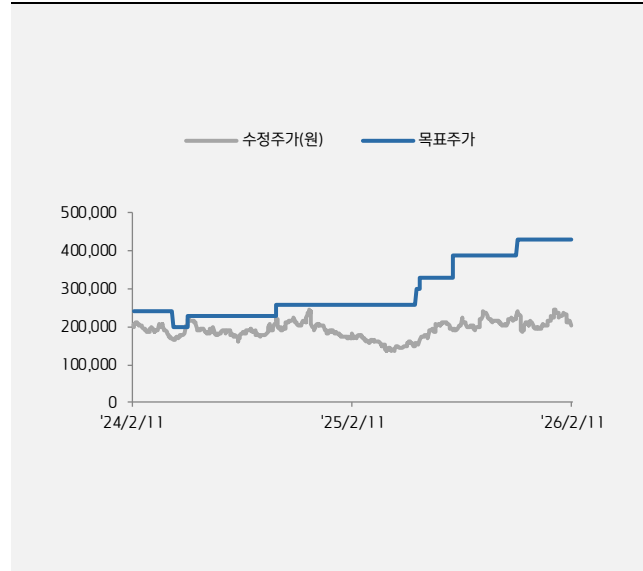
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(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	-50.47	-42.44
	2026-01-26	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-02-11	BUY(Maintain)	430,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

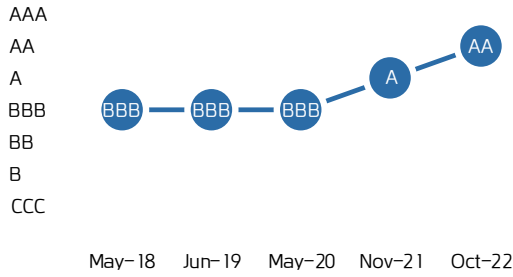
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

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)

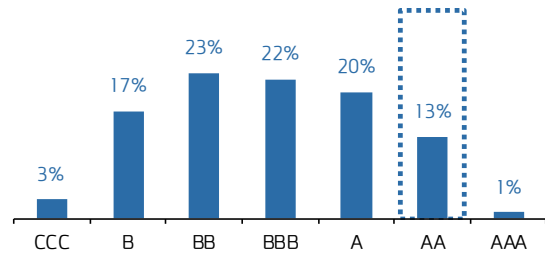
매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%

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