

NC — R&D를 23% 줄여 흑자가 됐다

FY2025 연구개발비 -22.9%(매출 대비 27% → 22%)가 영업이익 개선폭의 77%를 설명한다 — 1Q26 이익의 40%는 영업 밖에서 왔다

- 1Q26 영업이익 1,133억원(YoY +2,070%)이지만 세전이익은 그 1.65배인 1,873억원이다.
- FY2025 연구개발비를 966억원 줄였고, 이는 영업이익 개선폭 1,253억원의 77%다.
- 리니지 3종 매출은 13.6% 줄었고, 대만 매출만 5.2배가 됐다.

1Q26은 반등했지만 영업 밖 비중이 크다

5월 13일 공시된 1Q26 연결 잠정실적은 매출 5,574억원(YoY +54.7%, QoQ +37.9%), 영업이익 1,133억원(YoY +2,070.1%), 순이익 1,524억원(+306.4%)이다. 직전 다섯 분기 영업이익이 52·151~75·33억원이었으니 한 자릿수 백억대에서 네 자릿수로 올라선 분기다.

⚠️ 다만 세전이익이 영업이익보다 훨씬 크다 — 1Q26 세전 1,873억원은 영업이익의 1.65배로, 740억원(전체의 39.5%)이 영업 밖에서 발생했다. 이 어긋남은 최근 분기 내내 있었다 — 2025Q1은 영업 52억에 세전 313억(영업 비중 16.6%), 2025Q4는 영업 32억에 세전 282억(11.3%)이었다(표 1).

⚠️ FY2025는 더 극단적이다 — 연간 영업이익 161억원에 순이익 3,474억원(21.6배)인데 그 순이익이 사실상 3분기 한 분기에서 전부 나왔고, 그 분기 영업이익은 -75억원이었다.

흑자의 출처는 연구개발비 삭감이다

FY2025 연구개발비가 4,218억원 → 3,252억원으로 22.9% 줄었다. 인건비가 3,662억원 → 2,897억원(-20.9%)으로 대부분을 차지한다(R&D의 89.1%). 매출 대비 R&D 비율은 27.0% → 22.0%로 내려갔다.

같은 기간 매출은 4.5%만 줄었다 — 즉 R&D를 매출보다 5배 빠르게 줄인 것이고, 절감액 966억원은 영업이익 개선폭 1,253억원(-1,092억 → +161억)의 77%에 해당한다(표 2). 게임 회사에서 R&D는 다음 게임이다 — 지금의 흑자가 이 삭감에 기대고 있다는 점은 이 회사가 겪는 문제(신작 안착)와 직접 연결된다. ⚠️ 삭감이 프로젝트 정리·인지 조직 개편의 결과인지는 공시에서 구분되지 않는다.

본진은 줄고, 대만만 5.2배

리니지 3종이 모두 뒤로 갔다 — 리니지M 4,928억원 → 4,330억원(-12.1%), 리니지W 2,443억원 → 1,831억원(-25.1%), 리니지2M 1,826억원 → 1,783억원(-2.3%)이다. 합계 9,196억원 → 7,944억원(-13.6%)으로, FY2025 매출의 52.7%를 여전히 차지한다(표 3).

지역별로는 한 곳만 늘었다 — 한국 1조 4,406억원 → 1조 2,913억원(-10.4%), 미국 977억원 → 883억원(-9.6%)인데 대만은 119억원 → 614억원으로 5.2배(+417.9%)가 됐다. 다만 대만 비중은 여전히 4.1%로, 한국(85.7%)의 감소분을 메우기에는 작다. ⚠️ 대만 급증의 배경(신작 출시·현지 서비스 변경 등)은 카드 범위에 없어 다루지 않았다.

10년 궤적은 하강이다 — FY2020 매출 2조 4,162억원·영업이익 8,248억원(이익률 34.1%)에서 FY2025 영업이익 161억원(이익률 1.07%)이 됐다. 버틸 체력은 있다 — 부채비율 28.6%에 회석 공시 10년 0건이다. ⚠️ 다만 현금성자산이 60.1% 줄었다(1조 2,605억 → 5,035억원).

국면 판단

**비용 축소로 흑자,
본진 매출은 감소**

현재주가 (26/08/07)

248,500원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**매출 대비 연구개발비
(27.0% → 22.0%)**

Key Data

시가총액	5.4조원
PER / PBR	13.9배(27%) / 1.43배(40%)
외국인 / 부채비율	38.0% / 28.6%
리니지 3종 비중	52.7%(매출 -13.6%)
위험신호 / 표시점수	0건 / 100점 A+

연결 실적 및 주요 지표

구분	2020	2023	2024	2025
매출액(억원)	24,162	17,798	15,781	15,069(-4.5%)
영업이익(억원)	8,248	1,373	-1,092	+16
영업이익률(%)	34.1	7.7	-6.9	1.0
순이익 / EPS(원)	5,866 / 28,504	2,139 / 10,446	941 / 4,728	3,474 / 17,87
연구개발비(억원)	주y	주y	4,218(27.0%)	3,252(22.0%)
현금 / 자본	1,573 / 31,447	3,652 / 32,530	12,605 / 30,636	5,035 / 33,70

FY2025 순이익 3,474억은 사실상 3분기 한 분기에서 나왔다(아래 주). 주y 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

표 1. 영업이익보다 세전이익이 크다 (단위: 억원, %)

분기	2024 4Q	2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4Q	2026 1Q
매출액	4,094	3,603	3,824	3,600	4,042	5,574
영업이익	-1,294	52	151	-75	33	1,133
순이익	-76	375	-360	3,474	-15	1,524
⚠ FY2025 연간 순이익 3,474억이 3분기 한 분기 값과 같다 — 그 분기 영업이익은 -75억이었다(EPS 17,878원 = 연간 17,876원)						
영업이익 ÷ 세전이익	-	16.6%(52/313)	-	-	11.3%(33/282)	60.5%(1,133/1,873)

주: ⚠ 1Q26은 외부감사인 검토 전 잠정치다(회사 명시). 2024Q4-2025Q4는 연간에서 3개 분기를 뺀 파생값이다. ⚠ 영업이익과 세전이익의 차이(1Q26 740억)가 무엇에서 왔는지는 잠정 공시에 내역이 없어 특정하지 않았다 — 금융수익·지분법·자산 관련 손익 중 어느 것도 근거 없이 지목하지 않는다. FY2025 3분기 순이익 3,474억의 원인도 같은 이유로 다루지 않았다. 영업이익÷세전이익은 공시된 두 값을 우리가 나눈 비율이다. 자료: 연결재무제표기준영업(잠정)실적 공정공시(20260513800029), 분기보고서(2026.03), 사업보고서(2025.12)

표 2. 흑자의 77%는 연구개발비 삭감이다 (단위: 백만원, 억원, %)

구분	2024	2025	증감
R&D 인건비	366,208	289,741	-20.9%
연구개발비 합계	421,801	325,174	-22.9%(-966억원)
매출 대비 R&D	27.0%	22.0%	-5.0%p
매출액(억원)	15,781	15,069	-4.5%
R&D는 매출보다 5배 빠르게 줄었다 — 절감액 966억은 영업이익 개선폭 1,253억(-1,092 → +161억)의 77%에 해당			
인건비 비중	86.8%	89.1%	R&D의 대부분이 인건비다

주: 연구개발비는 사업보고서에 기재된 값이며 회계상 비용처리·자산화 구분은 다루지 않았다. ⚠ 삭감이 프로젝트 종료·조직 개편·인력 이동 중 어느 것 때문인지는 공시 범위에서 구분되지 않아 특정하지 않았다. 영업이익 개선폭 대비 77%라는 계산은 절감액이 전부 이익으로 남았다고 가정한 산술 비교이며, 매출 감소·다른 비용 변동이 함께 작용했으므로 인과의 크기를 단정하지 않는다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연구개발활동, 연결재무제표

표 3. 리니지는 줄고 대만만 5.2배 (단위: 백만원, 천원, %)

게임별 매출	2024	2025	증감
리니지M	492,760	432,977	-12.1%
리니지W	244,280	183,086	-25.1%
리니지2M	182,567	178,348	-2.3%
리니지 3종 합계	919,607	794,411	-13.6%(매출의 52.7%)
PC게임 / 로열티	-	353,581 / 176,381	-
지역별(천원) — 한국 1,440,625,047 → 1,291,271,630(-10.4%) · 미국 97,693,272 → 88,299,310(-9.6%) · 대만 11,855,938 → 61,408,252(+417.9%)			
지역 비중(2025)	한국 85.7% · 미국 5.9% · 대만 4.1% — 대만이 5.2배가 됐어도 한국 감소분을 메우지 못한다		

주: 게임별·지역별 매출의 합계는 연결 매출과 일치하지 않는다(집계 범위·내부거래). ⚠ 대만 매출 급증의 배경(신작 출시·현지 서비스 변경·계약 구조 등)은 카드 범위에 없어 다루지 않았다. 리니지 3종 비중 52.7%는 3종 합계를 연결 매출로 나눈 값이다. 게임별 매출 감소의 원인(이용자 수·과금 구조)도 공시 범위 밖이다. 자료: 사업보고서(2025.12) 게임별·지역별 매출

점점 지표

1순위는 매출 대비 연구개발비 비율이다. 27.0% → 22.0%로 내려가며 966억원이 절감됐고 이것이 FY2025 흑자전환의 대부분을 설명한다 — 게임 회사에서 R&D는 다음 작품이므로, 이 비율이 더 낮아지는지 되돌아오는지가 이 회사가 비용 축소로 버티는 중인지 다시 만들기 시작했는지를 가른다. 사업보고서의 연구개발활동으로 확인한다. 두 번째는 영업이익과 세전이익의 격차다. 1Q26에도 이익의 39.5%가 영업 밖에서 나왔고 FY2025 순이익은 사실상 한 분기에서 나왔다 — 이 격차가 좁혀져야 실적이 사업에서 나온 것이 된다. 세 번째는 리니지 3종 매출이다. 여전히 매출의 52.7%인데 13.6% 줄었다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자자의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260513800029) · 주요사항보고서(자기주식처분결정, 20260414001653).

한계: ① 1Q26은 외부감사인 검토 전 잠정치다. ② 영업이익과 세전이익의 차이가 무엇에서 왔는지 공시 내역이 없어 특정하지 않았다. ③ FY2025 3분기 순이익 3,474억의 원인을 확인하지 않았다. ④ 연구개발비 삭감의 성격(프로젝트 정리·조직 개편)을 구분하지 않았다. ⑤ 흑자 개선폭 대비 77%는 절감액이 전부 이익으로 남았다고 본 산술 비교이며 인과의 크기가 아니다. ⑥ 대만 매출 급증의 배경을 다루지 않았다.