엔씨소프트 (036570)

JustPlay 인수, 하반기 캐주얼 추가 딜 기대

BUY (유지)

목표주가(12M)	320,000원
현재주가(3.10)	219,500원

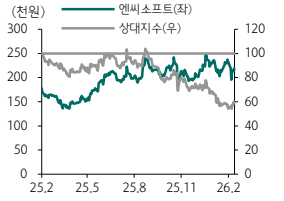
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,532.59
52주 최고/최저(원)	247,500/135,800
시가총액(십억원)	4,728.9
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	159.0
60일 평균 거래대금(십억원)	34.7
외국인지분율(%)	35.33
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.37
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,530.8	2,089.7
영업이익(십억원)	23.6	364.6
순이익(십억원)	362.7	335.4
EPS(원)	16,693	15,511
BPS(원)	175,120	189,463

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,158.8
영업이익	137.3	(109.2)	16.1	400.5
세전이익	206.2	120.9	461.4	455.5
순이익	212.1	94.2	346.7	363.7
EPS	9,663	4,291	16,022	16,883
증감률	(51.31)	(55.59)	273.39	5.37
PER	24.89	42.67	12.58	13.00
PBR	1.37	1.04	1.06	1.07
EV/EBITDA	15.30(76,196.8)		25.01	5.34
ROE	6.58	2.99	10.70	10.13
BPS	176,065	175,362	189,628	205,476
DPS	3,130	1,460	1,150	6,000

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

JustPlay 인수 발표

엔씨소프트는 3월 10일 JustPlay GmbH의 지분 70% 인수를 발표했다. 해당 게임사는 모바일 캐주얼 게임 개발 및 리워드 앱 사업을 영위하며 주요 게임은 JustPlay다. 취득금액은 3,016억원(기업가치 4,309억원)이며 남은 지분 30%에 대해서는 콜옵션을 보유한다. JustPlay의 2025년 매출액은 2,480억원(+39.0%YoY), 당기순이익은 227억원(+41.0%YoY)다. 2025년 EPS 기준 PER 19배라는 밸류에이션은 최근 높은 성장성과 AdTech 역량을 감안한 것으로 해석한다. JustPlay의 매출은 광고에서 발생하며 광고주로부터 받은 광고비를 유저에게 일부 분배하여 유입과 리텐션을 일으킨다. 사용자는 캐주얼 게임을 플레이하고 로열티 코인을 얻어 이를 달러로 보상받는다. 이때 로열티 코인의 가치는 유저가 시청한 광고의 수/단가, 게임 플레이 시간과 업적에 따라 변동한다. 캐주얼 게임 개발, AdTech 역량을 모두 바탕으로 고성장을 시현하고 있다. 2020년 출시 이후 35개 이상의 게임이 탑재되어 있으며 누적 다운로드 2025년 4월 2,500만회+, DAU 50만명+을 달성했다.

인수 영향과 향후 전망

이번 인수로 엔씨소프트는 글로벌 캐주얼 라인업과 AdTech 역량을 내재화했다. 매출, 당기순이익이 고성장 하고 있기에 재무적으로도 긍정적이다. JustPlay의 최근 성장세(2024년 +56.5%YoY, 2025년 +39.0%YoY)를 감안하여 올해 매출액을 3,100억원 이상으로 가정하면 4월 30일 인수 완료 이후 2026년 매출은 약 2,060억원이다. 영업이익률은 20% 내외 추정, 약 400억원으로 예상한다. 다만 인수로 인해 PPA 상각 발생 예상하며 이를 반영하여 추정치 변경 예정이다. 엔씨소프트는 지난 8월 모바일 캐주얼 센터를 신설하고 아넬 체만 전무를 영입하며 본격적으로 캐주얼 분야에 진출했다. 지난 12월에는 베트남 소재 리후후와 국내 스프링컴즈를 인수하며 라인업을 갖췄다. 또한 슬로베니아 스튜디오를 인수하여 PoC를 진행했다. 이번 JustPlay 인수로 갖춘 AdTech로 기존에 없었던 캐주얼 역량을 빠르게 내재화하고 수익성을 개선할 수 있을 것으로 예상한다.

하반기 캐주얼 장르 스튜디오에 대한 추가 M&A가 있을 것으로 예상한다. 엔씨소프트는 4분기 실적발표에서 2026년 매출액 가이던스 2조원~2.5조원 상단 달성, 2027년 캐주얼 장르 매출 비중 1/3이라는 목표를 제시했다. 이번 딜은 실적 발표에서 언급한 유럽 캐주얼 장르 스튜디오 M&A건으로 보인다. 당사의 기존 엔씨소프트 2026년 예상 매출액 2조 1,588억원에 최근 인수들을 반영해도 가이던스 상단에 미치지 못하며, 2027년 캐주얼 매출 비중 1/3라는 목표를 위해서는 아직 매출액이 부족하다. 이번 인수로 엔씨소프트의 이익 성장 가시성은 더욱 높아졌다. [리니지 클래식], [아이온2]는 순항 중이다. 매수 접근 추천한다.

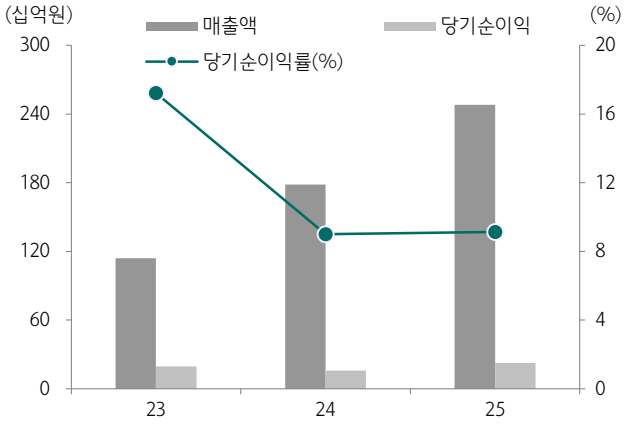
도표 1. 엔씨소프트 – JustPlay 인수 공시

타법인 주식 및 출자증권 취득결정

1. 발행회사	회사명	JustPlay GmbH		
	국적	독일	대표자	Carl Livie
	자본금(원)	88,241,066	회사와 관계	-
	발행주식총수(주)	26,279	주요사업	모바일 캐주얼 게임 개발 및 리워드 앱
2. 취득내역	취득주식수(주)	17,696		
	취득금액(원)	301,606,200,000		
	자기자본(원)	3,063,588,634,674		
	자기자본대비(%)	9.8		
	대규모법인여부	해당		
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	17,696		
	지분비율(%)	70		
4. 취득방법		현금취득		

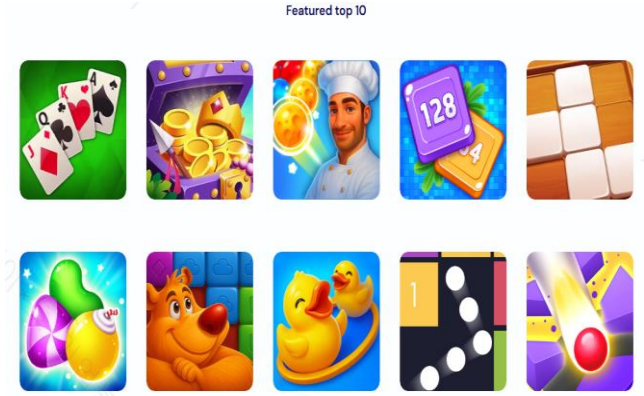
자료: Dart, 하나증권

도표 2. JustPlay GmbH 실적 추이



자료: Dart, 하나증권

도표 3. JustPlay Top 10 게임



자료: JustPlay, 하나증권

도표 4. JustPlay 성과

자료: JustPlay, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,779.8**	**1,578.1**	**1,506.9**	**2,158.8**	**2,395.8**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,158.8	2,395.8
판관비	1,642.5	1,687.3	1,490.8	1,758.3	1,910.5
영업이익	**137.3**	**(109.2)**	**16.1**	**400.5**	**485.3**
금융손익	91.1	116.5	69.5	56.6	76.9
종속/관계기업손익	4.1	4.4	(23.3)	(13.3)	(13.3)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	399.1	11.7	11.7
세전이익	**206.2**	**120.9**	**461.4**	**455.5**	**560.6**
법인세	(7.7)	26.8	113.9	91.1	112.1
계속사업이익	213.9	94.1	347.4	364.4	448.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**213.9**	**94.1**	**347.4**	**364.4**	**448.5**
비지배주주지분 순이익	1.8	(0.1)	0.8	0.7	0.9
지배주주순이익	**212.1**	**94.2**	**346.7**	**363.7**	**447.6**
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	391.8	364.3	448.3
NOPAT	142.4	(85.0)	12.1	320.4	388.2
EBITDA	249.2	(0.0)	108.3	472.7	544.1
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(4.51)	43.26	10.98
NOPAT증가율	(64.42)	적전	흑전	2,547.93	21.16
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	336.47	15.10
영업이익증가율	(75.44)	적전	흑전	2,387.58	21.17
(지배주주)순익증가율	(51.32)	(55.59)	268.05	4.90	23.07
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	273.39	5.37	23.07
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	7.19	21.90	22.71
영업이익률	7.71	(6.92)	1.07	18.55	20.26
계속사업이익률	12.02	5.96	23.05	16.88	18.72

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,336.8**	**1,788.5**	**2,271.3**	**2,949.9**	**3,249.9**
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,997.5	2,530.1	2,880.3
현금성자산	365.2	1,260.5	417.6	748.6	1,247.3
매출채권	132.7	130.3	187.5	291.2	255.5
재고자산	0.7	1.1	1.0	1.6	1.4
기타유동자산	84.0	176.0	85.3	127.0	112.7
비유동자산	**2,057.0**	**2,165.4**	**2,035.8**	**1,995.4**	**1,925.6**
투자자산	672.6	871.7	803.1	834.9	823.9
금융자산	647.7	821.5	753.5	757.9	756.4
유형자산	1,000.5	997.6	998.5	930.4	875.4
무형자산	**96.1**	**103.9**	**103.8**	**99.7**	**95.8**
기타비유동자산	**287.8**	**192.2**	**130.4**	**130.4**	**130.5**
자산총계	**4,393.8**	**3,953.9**	**4,307.1**	**4,945.3**	**5,175.5**
유동부채	**614.3**	**322.2**	**468.8**	**638.2**	**579.9**
금융부채	279.9	45.8	175.2	200.2	191.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	293.6	438.0	388.3
비유동부채	**526.5**	**568.2**	**412.8**	**539.5**	**495.9**
금융부채	**368.9**	**336.3**	**183.9**	**183.9**	**183.9**
기타비유동부채	157.6	231.9	228.9	355.6	312.0
부채총계	**1,140.8**	**890.4**	**881.6**	**1,177.7**	**1,075.8**
지배주주지분	**3,249.7**	**3,058.5**	**3,419.9**	**3,761.3**	**4,092.6**
자본금	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(622.8)	(798.6)	(672.9)	(672.9)	(672.9)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(13.2)	(13.2)	(13.2)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,661.6	4,003.0	4,334.3
비지배주주지분	**3.3**	**5.1**	**5.6**	**6.3**	**7.1**
자본총계	**3,253.0**	**3,063.6**	**3,425.5**	**3,767.6**	**4,099.7**
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,638.4)	(2,145.9)	(2,504.8)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	16,022	16,883	20,778
BPS	176,065	175,362	189,628	205,476	220,853
CFPS	13,017	3,975	5,402	22,026	25,198
EBITDAPS	11,349	(2)	5,004	21,942	25,255
SPS	81,071	71,883	69,644	100,205	111,204
DPS	3,130	1,460	1,150	6,000	6,500
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	12.58	13.00	10.56
PBR	1.37	1.04	1.06	1.07	0.99
PCFR	18.48	46.06	37.30	9.97	8.71
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	25.01	5.34	3.98
PSR	2.97	2.55	2.89	2.19	1.97
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	10.70	10.13	11.40
ROA	4.80	2.26	8.39	7.86	8.85
ROIC	16.59	(8.65)	1.35	40.75	50.07
부채비율	35.07	29.06	25.74	31.26	26.24
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(47.83)	(56.96)	(61.10)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	3.62	(32.58)	(39.47)

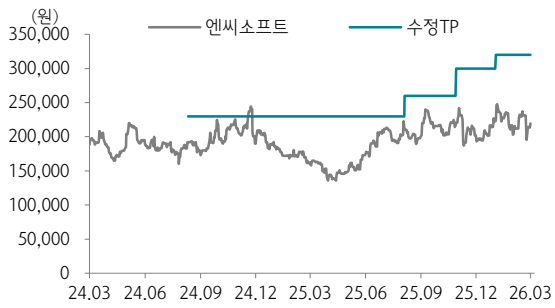
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**139.9**	**107.0**	**91.9**	**674.8**	**428.6**
당기순이익	213.9	94.1	347.4	364.4	448.5
조정	21.6	56.2	(218.3)	81.6	58.9
감가상각비	111.9	109.2	92.2	72.2	58.8
외환거래손익	7.4	(3.8)	2.3	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	9.1	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	(321.9)	9.4	0.1
영업활동자산부채변동	(95.6)	(43.3)	(37.2)	228.8	(78.8)
투자활동 현금흐름	**113.0**	**1,294.1**	**(1,301.5)**	**(242.8)**	**159.4**
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	68.6	(31.8)	11.0
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(76.6)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	(1,293.5)	(211.0)	148.4
재무활동 현금흐름	**(115.5)**	**(522.9)**	**(72.8)**	**2.7**	**(125.0)**
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	(23.0)	25.0	(8.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	(21.5)	0.0	0.0
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(22.3)	(116.4)
현금의 증감	**137.4**	**895.3**	**(833.5)**	**331.0**	**498.7**
Unlevered CFO	285.8	87.3	116.9	474.5	542.9
Free Cash Flow	22.5	22.9	14.6	674.8	428.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.12	BUY	320,000		
25.11.12	BUY	300,000	-30.85%	-22.33%
25.8.13	BUY	260,000	-18.35%	-7.69%
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%
23.7.10	BUY	350,000	-37.64%	-15.86%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 3월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 3월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 08일