엔씨 (036570)

JustPlay로 성장 시장 진입 기회를 얻다

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 14

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	330,000원
현재주가 (5.13)	263,000원
상승여력	25.5%

1Q26 Review: 〈리니지 클래식〉이 이끈 실적

1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,574억원(+54.7% YoY)과 1,133억원(+2,070% YoY)으로 기대치를 상회했다. 리니지 클래식 호조로 온라인 게임 매출이 예상을 상회한 덕분이다. 1분기 일매출은 〈아이온2〉 출시 첫 분기 수준으로 추정된다. 모바일 캐주얼 2개사(리후후, 스프링컴즈)의 연결 편입 매출은 355억원으로 예상(300억)을 소폭 상회했다. 반면, 모바일 게임 하락폭은 -14% YoY로 예상보다 컸다. 비용 측면에서는 자사주 교부로 인해 약 200억원의 인건비가 추가되었다. 2분기 관련 부분이 제거되나 전사 성과급 및 JustPlay 연결로 인건비는 2,500억원을 기록할 전망이다. 세전이익은 외환 관련 손익 영향으로 예상을 큰 폭으로 상회했다. 1분기 〈아이온2〉의 온기 반영이 이끌었다면 2분기는 〈리니지 클래식〉의 온기 반영이 예정되어 있다. 〈리니지W〉의 동남아 확장도 5월말 예정되어 있어 모바일 게임 매출 QoQ 감소를 방어할 수 있을 전망이다. 다만 〈아이온2〉는 큰 폭의 하락이 예상된다.

iOS 정책 변경으로 날개 단 JustPlay, 2분기 연결 효과가 시작된다

리워드형 플랫폼 JustPlay가 2분기부터 연결된다. 25년 2,500억원이던 매출은 1분기에만 983억원을 기록했다. YoY 70% 이상 성장한 값으로 동사는 지난 4분기부터 iOS의 리워드 앱 지원이 확대되며 성장세가 가팔라졌다고 설명했다.

쇼폼의 영향으로 모바일 캐주얼 게임은 빠른 성장을 기록하고 있다. 대부분 광고 의존도가 높은데 시장 성장과 함께 최근 모바일 게임 광고 시장 성장이 가파르다. 〈그림10〉 앱러빈의 공격적인 성장 전망이 이를 뒷받침한다. 앱러빈이 캐주얼 게임사에 광고를 공급하는 역할이라면 JustPlay와 같은 리워드형 플랫폼은 게임사가 지출하는 광고비를 통해 성장하는 구조다. 그간 리후후와 같은 모바일 캐주얼 게임사의 단순 인수에 그쳤다면 JustPlay와의 연결로 외부로 지출되었던 마케팅비가 내부로 흡수될 수 있는 그림이 가능해진다.(〈그림12〉)

동사는 2026년 모바일 캐주얼 UA 집행 관련 변동비가 3,500억 수준을 예상한다고 밝혔다. 관련 매출이 5,500억을 예상하고 있음을 유추할 수 있다. 3사의 합산 매출을 4,300억원에서 5,300억원으로 상향한다. 2026년 연결 영업이익에는 896억원을 기여할 것으로 예상한다. 상향된 실적에 근거하여 엔씨의 적정주가를 28만원에서 33만원으로 상향한다. 〈그림3〉과 같이 시장은 그간 한국 게임사들이 놓쳤던 모바일 캐주얼 게임 산업에서 엔씨가 확보할 기회에 주목하고 있다. 인수 후 기업간 실제 시너지가 어떻게 작용할지 여부가 관련 사업 마진율을 끌어올리는 다음 관전 포인트다.

표1 엔씨 1Q26P 실적 Review

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**557.4**	360.3	54.7	404.2	37.9	502.5	10.9	524.4	6.3
영업이익	**113.3**	5.2	2,070.1	3.2	3,388.8	102.0	11.0	94.6	19.7
세전이익	**187.3**	31.3	499.3	28.2	563.0	113.9	64.5	116.9	60.3
순이익	**148.8**	37.8	294.0	-2.4	흑전	90.2	64.9	86.0	73.0
영업이익률(%)	**20.3**	1.4		0.8		20.3		18.0	
세전이익률(%)	**33.6**	8.7		7.0		22.7		22.3	
순이익률(%)	**26.7**	10.5		-0.6		18.0		16.4	

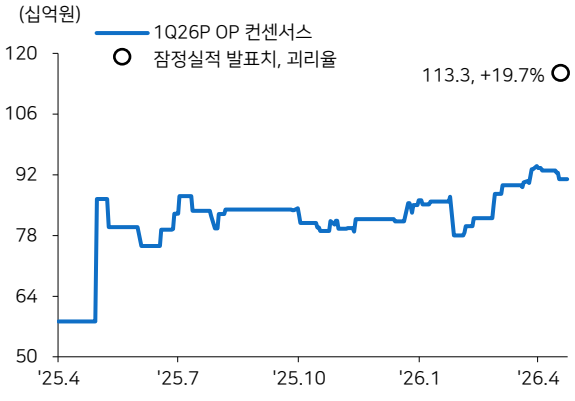
자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**2,551.8**	2,462.7	3.6	**3,402.8**	3,036.8	12.1
영업이익	**394.7**	374.1	5.5	**476.6**	369.3	29.1
세전이익	**513.5**	389.9	31.7	**552.5**	433.7	27.4
순이익	**388.1**	279.7	38.8	**419.3**	269.8	55.5
영업이익률(%)	**15.5**	15.2	+0.3%p	**14.0**	12.2	+1.8%p
세전이익률(%)	**20.1**	15.8	+4.3%p	**16.2**	14.3	+1.9%p
순이익률(%)	**15.2**	11.4	+3.8%p	**12.3**	8.9	+3.4%p

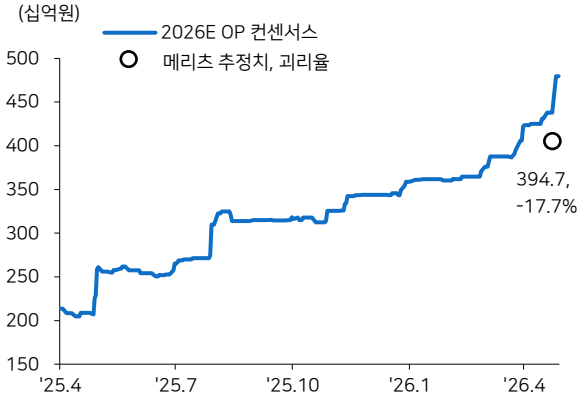
자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26P 영업이익, 컨센서스 20% 상회



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 18% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 엔씨 적정주가 산출

(원)		비고
EPS(원)	19,403	2026-2027년 지배순이익 기준 EPS 평균치
적정배수(X)	17	기존과 동일
적정주가	**330,000**	329,854원 천원 단위 반올림
현재주가(원)	263,000	
상승여력(%)	25.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 (일본/대만)	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL (국내)	PC, 콘솔	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL (글로벌)	PC, 콘솔	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
24.10.16	블레이드 앤 소울 네오 (한국)	PC	엔씨소프트	자체개발
24.12.04	저니 오브 모나크	모바일	엔씨소프트	자체개발
25.04.03	블레이드 앤 소울 2 (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔
25.05.20	리니지2M (동남아 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발
25.11.19	아이온2 (한국/대만)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
26.02.11	리니지 클래식 (한국/대만)	PC	엔씨소프트	자체개발
26.05.19	TL (러시아, 동유럽, 중앙아시아 확장)	PC	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
26.05.27	리니지W (동남아 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발
26년 여름	길드워 리포지드 (4개국 소프트런칭)	모바일 확장	아레나넷(100%), 투윅스	자회사와 공동개발
3Q26	아이온2 (글로벌 확장)	PC	엔씨소프트	자체개발
2H26	리니지M/2M (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔
	리밋 제로 브레이커스	PC, 모바일	빅게임스튜디오(16.68%)	퍼블리싱
	타임 테이커즈	PC, 콘솔	미스틸게임즈(8.69%)	퍼블리싱
2027	신더시티	PC, 콘솔	빅파이어게임즈(100%)	자회사개발
	호라이즌 스틸 프론티어스	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
	디펙트	PC 포함 멀티플랫폼	엠티베슬(13.3%)	퍼블리싱
	아스트라에 오라티오	모바일	디나미스 원(9.09%)	퍼블리싱
TBD	본파이어	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 판테라 (사내 IP 활용)	모바일	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 SC	모바일	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 JSY(블레이드&소울 IP 활용)	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	해외 유명 IP 기반 카드 게임	모바일	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 R	미정	덱사스튜디오(9.52%)	퍼블리싱
	프로젝트 NL (리니지 IP 활용)	미정	엔씨소프트	자체개발

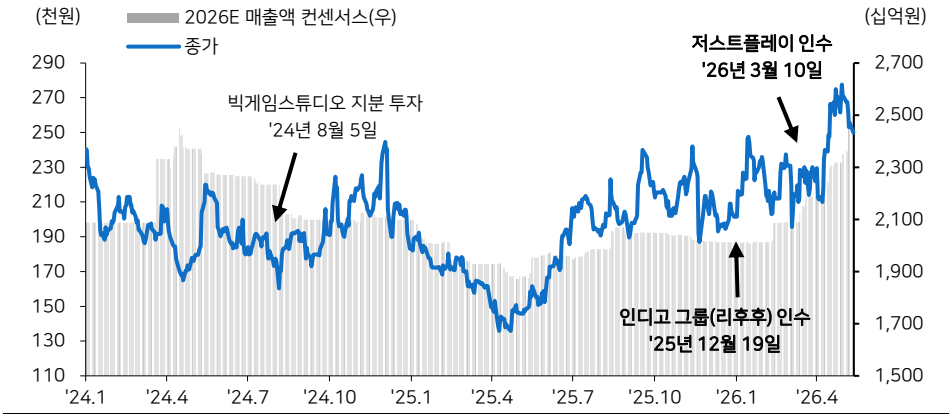
주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 라인업을 참조하여 당사 실적 반영 기준의 추정 출시일
자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

표5 엔씨 주요 M&A 및 투자 내역

날짜	피투자회사	기업가치	지분율 / 투자금액	연결 여부
2024. 07월	Moon Rover Games (스웨덴)	미공개	350만 달러 (약 48억원)	연결 대상 X
2024. 08월	빅게임스튜디오 (한국)	약 1,318억원	16.8% / 약 221억원	연결 대상 X
2024. 12월	미스틸게임즈 (한국)	미공개	미공개	연결 대상 X
2024. 12월	Virtual Alchemy (폴란드)	미공개	미공개	연결 대상 X
2025. 05월	emptyvessel (미국)	미공개	미공개	연결 대상 X
2025. 12월	INDYGO GROUP (싱가포르)	약 2,290억원	67%(콜옵션 33%) / 약 1,534억원	1Q26
2025. 12월	스프링컴즈 (한국)	미공개	미공개 (인수)	1Q26
2026. 03월	JustPlay (독일)	약 4,309억원	70%(콜옵션 30%) / 약 3,016억원	2Q26

주1: 기업가치는 엔씨가 보유한 지분 및 인수금액으로 역산한 수치
주2: 빅게임스튜디오 총 투자금액은 약 370억원(판권 확보 금액 약 148억원)
자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엔씨 주가와 2026년 매출액 컨센서스: 저스트플레이 인수 후 주가 반응

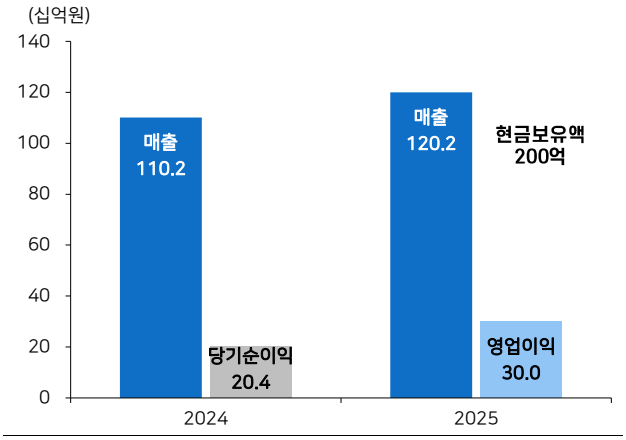


자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Lihuhu의 퍼즐과 매치3 기반 캐주얼 게임들

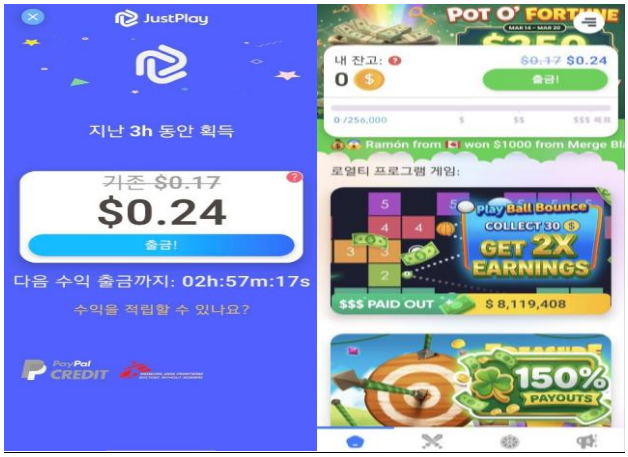
자료: Lihuhu

그림5 Lihuhu 실적



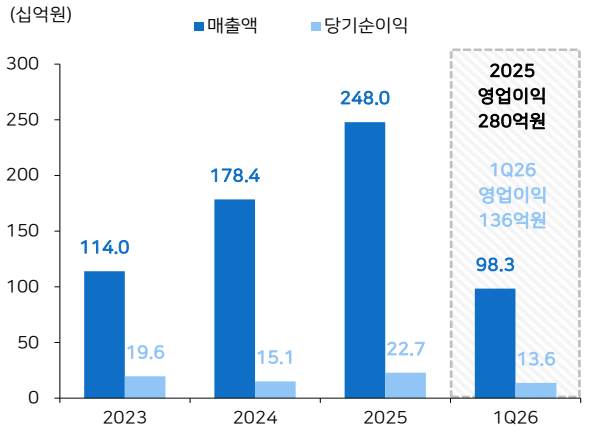
자료: 언론 보도, Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 저스트플레이, 1시간 이용 결과 광고 15회 노출



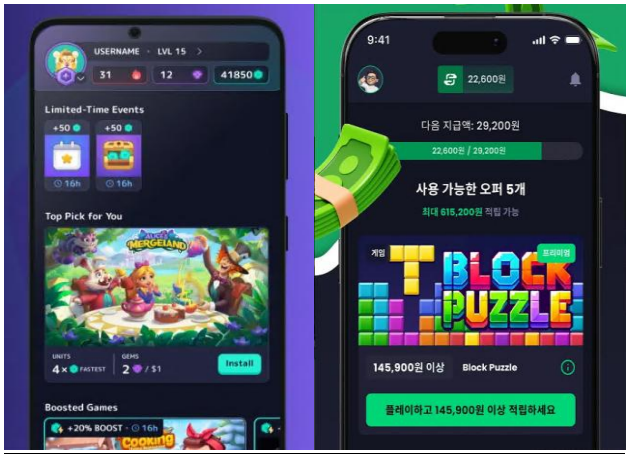
자료: 저스트플레이

그림7 저스트플레이: iOS 정책 변경으로 성장폭 키워



주: 1Q26은 영업이익 기재 / 자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미스트플레이/프리캐시



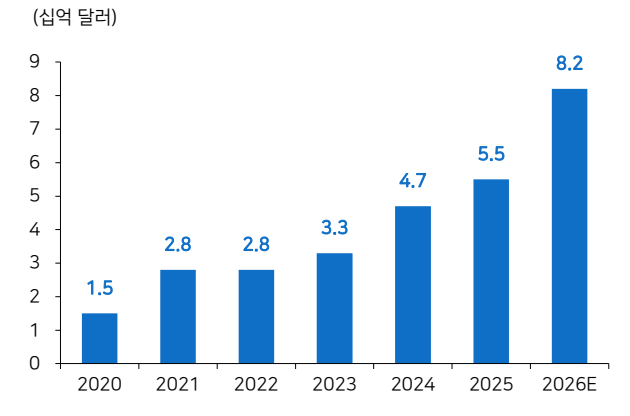
자료: 미스트플레이, 프리캐시

그림9 주요 Ad-tech 기업 플랫폼 비교

구분	저스트플레이 (JustPlay)	미스트플레이 (Mistplay)	프리캐시 (Freecash)
수익 모델	**플레이 시간** 중심 (광고 시청 포함)	**플레이 시간 + 레벨업**	**미션 달성**
보상 주기	**3시간마다** 적립 및 전환	실시간 적립 (기준치 도달 시 출금)	미션 완료 시 즉시(검수 후)
주요 게임	캐주얼, 퍼즐 위주 (소수 정예)	다양한 장르의 모바일 게임	하드코어 게임, 앱 설치, 설문 등
플랫폼	안드로이드, iOS	안드로이드 (iOS는 일부 지역)	웹, 안드로이드
난이도	낮음 (그냥 켜두기 가능)	중간 (게임 실제 플레이)	높음 (특정 레벨 달성)
수익성	낮음 (소액 용돈 벌이)	보통 (기프트카드 확보)	**매우 높음** (미션당 수만 원)

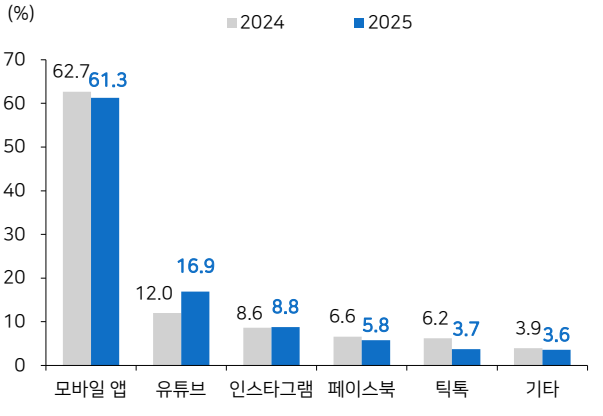
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림10 모바일 게임 광고 성장 볼 수 있는 앱러빈 실적



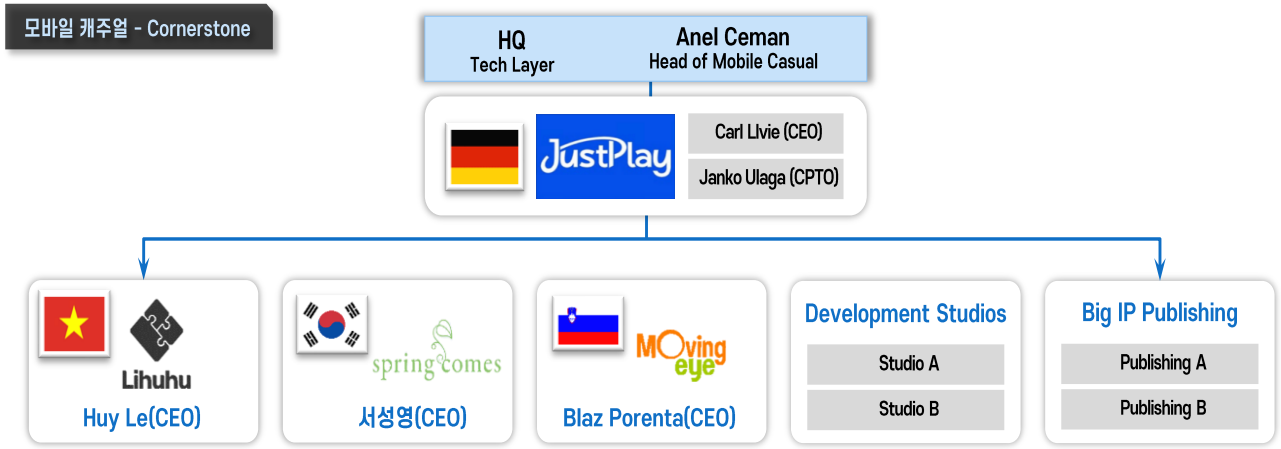
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 모바일 게임 광고 지출 비중 트렌드



자료: 센서타워, 메리츠증권 리서치센터

그림12 수직계열화+광고 통로로 쓴다면?



자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

표6 엔씨 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	**360.3**	**382.4**	**360.0**	**404.2**	**557.4**	**650.1**	**645.6**	**698.7**	**1,506.9**	**2,551.8**	**3,402.8**
PC	83.3	91.7	87.7	188.4	318.4	298.6	261.2	270.3	451.2	1,148.5	1,232.7
모바일	206.3	219.0	197.2	188.8	182.8	185.4	197.5	227.7	811.2	793.4	733.0
모바일 캐주얼	0.0	0.0	0.0	0.0	35.5	145.1	164.9	179.6	0.0	525.0	1,350.9
기타	70.7	71.7	75.1	27.1	20.7	21.1	22.0	21.1	244.5	84.9	86.2
% YoY											
매출	*-9.5*	*3.7*	*-10.4*	*-1.3*	*54.7*	*70.0*	*79.3*	*72.9*	*-4.5*	*69.3*	*33.3*
PC	*-8.9*	*6.4*	*8.7*	*101.7*	*282.0*	*225.5*	*197.7*	*43.5*	*28.3*	*154.6*	*7.3*
모바일	*-17.3*	*0.3*	*-22.2*	*-12.4*	*-11.4*	*-15.3*	*0.2*	*20.6*	*-13.4*	*-2.2*	*-7.6*
모바일 캐주얼	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*157.3*
기타	*190.4*	*167.9*	*152.7*	*0.8*	*-70.6*	*-70.6*	*-70.6*	*-22.2*	*127.1*	*-65.3*	*1.5*
영업비용	**355.1**	**367.3**	**367.5**	**401.0**	**444.1**	**528.1**	**577.8**	**607.1**	**1,490.8**	**2,157.1**	**2,926.1**
% to sales	*98.6*	*96.1*	*102.1*	*99.2*	*79.7*	*81.2*	*89.5*	*86.9*	*98.9*	*84.5*	*86.0*
% YoY	*-4.6*	*2.0*	*-11.7*	*-25.6*	*25.1*	*43.8*	*57.2*	*51.4*	*-11.6*	*44.7*	*35.7*
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	139.5	169.2	177.9	187.8	516.5	674.3	903.8
상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	22.9	27.9	27.9	32.9	93.6	111.7	131.5
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	79.3	120.2	97.3	105.6	334.5	835.7
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	244.0	251.8	251.8	289.1	775.2	1,036.6	1,055.2
영업이익	**5.2**	**15.1**	**-7.5**	**3.2**	**113.3**	**121.9**	**67.9**	**91.6**	**16.1**	**394.7**	**476.6**
영업이익률(%)	*1.4*	*3.9*	*-2.1*	*0.8*	*20.3*	*18.8*	*10.5*	*13.1*	*1.1*	*15.5*	*14.0*
세전이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	187.3	155.0	51.1	120.1	461.4	513.5	552.5
% YoY	*-60.1*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*499.3*	*흑전*	*-88.3*	*325.2*	*281.6*	*11.3*	*7.6*
지배주주순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	148.8	115.3	37.4	86.7	346.7	388.1	419.3
% YoY	*-34.0*	*적전*	*흑전*	*적지*	*294.0*	*흑전*	*-89.2*	*흑전*	*268.0*	*12.0*	*8.0*

주: 1Q26부터 사업부문 변경 반영 (기존 로열티 매출을 각 IP별 매출에 통합 반영, 모바일 캐주얼 부문 추가됨)
자료: 엔씨, 메리츠증권 리서치센터

〉〉〉 NC 1Q26 실적발표

■ 매출 5,574억원 / YoY +54.7%, QoQ +37.9% / 컨센서스 대비 +6.3%

*** 이번 분기부터 로열티 매출을 각 IP별 매출에 통합**

1. **모바일 1,828억원** YoY -14%, QoQ -3%
   - 대규모 업데이트 및 지역 확정 효과 안정화
   - 리니지 클래식 출시에도 매출 잠식 효과 없이 견고한 유저 트래픽 유지

   1) **리니지M** YoY -7.9%, QoQ +7.9%: 리니지 클래식 출시에도 매출과 트래픽 전 분기 대비 모두 성장
   2) **리니지2M** YoY -1.0%, QoQ -17.3%
   3) **리니지W** YoY -38.8%, QoQ -16.6%

2. **PC 3,184억원** YoY +210%, QoQ +69%, 역대 최고 분기 매출 기록

   1) **리니지 클래식: 1분기 영업 매출 1,088억원 회계 매출 835억원 기록. PC 리니지 매출 YoY 4배 성장**
   - **출시부터 ~ 5/11 누적 매출 1,924억원 기록하며 당초 기대치 크게 상회**

   2) **아이온2:** 흥행 지속 및 매출 온기 반영 QoQ +77% 증가한 **매출 1,368억원** 기록

3. **모바일 캐주얼 355억원**
   - 리후후, 스프링컴즈 연결 편입
   - 1) 데이터&최적화 플랫폼, 2) 보상형 앱 트래픽 허브, 3) 스튜디오 포트폴리오 결합

4. **기타 207억원**

■ 영업이익 1,133억원 / YoY +2,070.1%, QoQ +3,388.8%/ 컨센서스 대비 +19.7%

1. **인건비** YoY +30%, QoQ +23%: 전사 인센티브 선반영 금액 증가, 직원 대상 자기주식 보상 등 복합 반영
2. **마케팅비** YoY +183%, QoQ -29%: 기존 사업 부문 165억원, 모바일 캐주얼 부문 마케팅비 212억원 기록
3. **매출변동비 및 기타** YoY +8%, QoQ +9%
4. **감가상각비** YoY -9%, QoQ +3%

■ 당기순이익 1,524억원 / YoY +306.4%, QoQ 흑자전환

- 환율 상승 따른 외환손익 증가 효과 반영

■ 매출 성장 전략

1) 레거시 IP

- 안정적인 매출 유지와 새로운 시도가 성장 기반으로 자리잡고 있다고 평가
- 리니지 클래식은 기대를 상회하는 매출을 기록 중이며 장기 흥행 자신감도 높아지고 있는 상황
- 5월 27일 리니지W 동남아 출시 예정. 리니지M과 리니지2M의 중국 진출 추진 예정
- 성취게임즈가 개발 중인 아이온 모바일의 중국 런칭 추진 예정
- 레거시 IP의 스피너 및 지역 확장 전략을 체계적으로 추진해 견고한 기저 매출 기반 구축 계획

2) 신규 IP

- 아이온2: 오는 3분기 글로벌 출시
- 서구권 MMO 퍼블리싱 경험이 풍부한 전문가 그룹을 통해 대규모 이용자 유입과 높은 리텐션 확보 목표
- 신더시티, 타임테이커즈, 브레이커스 3종 본격적 글로벌 테스트 단계 진입
- 신더시티: 오픈월드 슈터, 타임테이커즈: 슈터, 브레이커스: 서브컬처, 특정 고객 타겟한 대내외적 검증 진행 중
- 2027년 출시 예정인 호라이즌 프론티어스, 아스트라에 오라티오, 디펙트 체계적 테스트 과정 거치는 중

3) 모바일 캐주얼 사업

- 1분기 리후후, 스프링컴즈 온기 반영. 2분기부터 저스트플레이 실적 연결
- 저스트플레이 1분기 매출 YoY+76% 성장. 2분기 실적 반영되며 숫자 유의미한 확대 기대

4) 기타 경영진 코멘트

- 올해는 지난 2년간 변화 노력을 바탕으로 고도 성장과 혁신의 원년이라고 평가
- 1분기 실적은 시작점이며 이후 분기별 YoY·QoQ 지속 성장 전망
- 성과급 지급 시점에 따라 영업이익률 변동 가능성 존재. 다만 영업이익 자체는 QoQ 지속 성장 목표
- 연간 매출 가이던스 2.5조원 달성 가능성 높다고 판단. 내부 목표는 2.5조원을 상회하는 수준
- 내년까지 스핀오프 게임과 신규 IP 약 10종 출시 준비 중
- 신규 타이틀과 모바일 캐주얼 성장 전략을 통해 내년 추가 성장 기대. 2030년 매출 5조원 목표 유지
- 2030년까지 약 20종 신규 타이틀과 모바일 캐주얼 성장 전략 추진 예정
- 핵심은 단기 흥행 여부가 아닌 지속 성장 가능한 비즈니스 모델 구축이라고 강조
- 분기별 성과를 통해 성장 가시화 여부를 확인해 달라고 언급

NC 1Q26 Conference Call Q&A

Q1 (PC) 리니지클래식, 아이온2 1분기 대비 2분기 트래픽 현황. 라이프 사이클 전망?

A1
- 리니지 클래식: 출시 3개월 경과 이후에도 MAU, PC방 점유율, DAU 등이 견조하게 유지 중
- 4월 22일 신규 서버 발라카스 업데이트 이후 최고 일매출 경신. 장기 흥행 흐름이 확산 중이라고 판단
- 리니지 클래식 출시 이후 리니지 리마스터 매출은 YoY 약 30% 감소했으나 예상 대비 제한적 수준
- 전체 리니지 IP 이용자 기반과 매출은 지속 성장. 장년층뿐 아니라 20~30대 이용자 유입도 확대
- 아이온2: 기존 예상 대비 트래픽 감소 곡선이 완만한 상황
- 6월 6개월 기념 이벤트와 시즌4 업데이트 통해 복귀 유저 확보 계획
- 한국과 대만 시장에서 예상 수준의 라이프사이클과 MAU, 매출 유지 가능할 것으로 전망
- 아이온2 글로벌 런칭 3분기 예정. 아직 본격적인 마케팅을 시작하지 않았음에도 기존 타이틀 대비 주요 지표 양호
- 6월 초 썸머 게임 페스트를 시작으로 라이브 방송 및 메일 마케팅 본격 진행 예정

Q2 (모바일캐주얼) 저스트플레이 성장성 및 마진 구조 전망

A2
- 저스트플레이는 2025년 매출 약 2500억원, 영업이익 280억원 기록. 영업이익률은 약 11% 수준
- 2026년 1분기 매출은 983억원 기록. YoY 기준 70% 이상 성장
- 영업이익은 136억 원 기록. YoY 기준 약 130% 성장
- 저스트플레이 경쟁력 핵심은 퍼스트파티 데이터 확보. 타 모바일 캐주얼 업체와 달리 서드파티 데이터 의존도가 낮음
- 리워드 앱 기반 데이터 확보를 통해 UA 마케팅 효율성과 운영 경쟁력 강화 가능
- 자체 성장만으로도 YoY 최소 70% 이상 성장 가능하다고 예상
- 3분기부터는 포트폴리오 회사 간 시너지 창출 계획. 시너지 발생 시 추가 성장 가능성 기대
- 저스트플레이는 IAA 모델 중심으로 플랫폼 수수료 부담이 제한적
- 향후 IAP 모델 확대 시에도 자체 웹결제를 통해 변동비 최소화 추진 예정

Q3 (변동비) 모바일캐주얼 비용 구조 영향 및 신작 출시 계획

A3
- 1분기 변동비 비중 하락은 PC 매출 비중 확대 영향이 가장 큼
- 향후 모바일 캐주얼 사업 성장 시 UA 집행 비용 증가 영향 예상
- 모바일 캐주얼 확대로 변동비 비중은 기존 레거시 사업 대비 상승 가능. 다만 절대적 규모는 과도하지 않은 수준
- 올해 모바일 캐주얼 UA 집행 관련 변동비는 연간 3,000억원대 중반 예상
- 모바일 캐주얼 사업은 UA 집행 이후 매출이 후행 반영되는 구조. 모바일 캐주얼 사업 해당 특성 고려 필요
- 리후후: 연간 약 20개 내외 신규 타이틀 출시 목표. 다만 출시 개수보다 선택과 집중 전략이 중요
- 실제 집중 마케팅을 통한 성장 타이틀은 분기당 1~2개 수준 예상. 다른 스튜디오 역시 유사한 전략 적용 예정

Q4 (모바일캐주얼) 저스트플레이 1분기 매출 성장률은 높았던 배경?

A4
- 작년에는 iOS 정책 불확실성으로 iOS 비중이 낮았음
- 지난해 4분기부터 iOS가 리워드 앱 지원을 확대하면서 성장. 2026년 1~3분기 지속 성장 가능할 것으로 전망

Q5 (비용) 1분기 인건비 컬러 및 연간 가이던스?

A5
- 고정성 인건비: 전체적 인원 및 임금상승률. 작년보다 높아지지 않을 것
- 변동성 인건비: 성과급, 개발자 보상 등. 영업이익과 공헌이익 연결되는 부문. 해당 부문 높아지면 이익률 높아짐
- 올해 이익 증가 전망해 해당 부문 증가 전망. 1분기부터 상당 부문 반영

Q6 (게임) 아이온2 매출 구성? 현재 멤버십 매출, 아이템 매출 비중? 글로벌 버전에서의 매출 구성 전망?

A6
- 대략적으로 25% 멤버십 구매 매출. 스킨 관련 매출 25%, 큐나 구매 매출 25%, 큐나 통한 구매 매출 25~30%
- 글로벌 출시 이후에도 전체적인 매출 구성은 크게 달라지지 않을 전망

Q7 (게임) 호라이즌 스틸 프론티어스 마케팅 로드맵?

A7
- 하반기부터 글로벌 테스트 진행 전망. 바이럴 중심 마케팅 추진 예정. IP 보유한 소니의 기대감 높은 상황.
- 서로 간의 마케팅 출시 일정 고려 중. 일정 확정 이후 구체적 로드맵 공개 예정

Q8 (모바일캐주얼) 저스트플레이 경쟁업체 대비 iOS 타겟 가능한 배경? 향후 경쟁 관계?

A8
- iOS는 안티치트 및 어뷰징 대응 기준이 상대적으로 엄격한 구조
- 저스트플레이는 수년간 축적한 운영 노하우와 특화 시스템 보유
- 경쟁사 대비 iOS 환경에서 높은 수용성을 확보할 수 있는 구조 보유. 세부 내용은 핵심 노하우에 해당해 공개 어려움

Company Data

NC (036570)

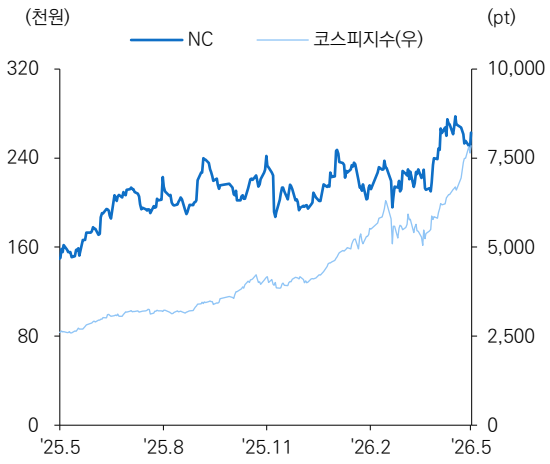
KOSPI	7,844.01pt
시가총액	56,661억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	78.02%
외국인비중	35.65%
52주 최고/최저가	277,500원/150,400원
평균거래대금	320.4억원

주요주주(%)

김택진 외 16 인	12.37
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1인	9.43
넷마블	9.05

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	12.9	74.9
상대주가	-18.5	-40.0	-41.9

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-51.3	148,023	24.9	1.62	15.3	6.6	35.1
2024	1,578.1	-109.2	94.2	4,292	-55.6	139,312	42.7	1.31	-73,117.3	3.0	29.1
2025	1,506.9	16.1	346.7	16,023	273.4	156,186	12.6	1.29	24.2	10.8	28.6
2026E	2,551.8	394.7	388.1	18,016	12.4	173,430	14.6	1.52	7.4	10.9	34.4
2027E	3,402.8	476.6	419.3	20,383	13.1	210,955	12.9	1.25	6.5	10.7	40.0

NC (036570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**1,779.8**	**1,578.1**	**1,506.9**	**2,551.8**	**3,402.8**
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-4.5	69.3	33.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,551.8	3,402.8
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,490.9	2,157.1	2,926.2
영업이익	**137.3**	**-109.2**	**16.1**	**394.7**	**476.6**
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	15.5	14.0
금융손익	91.1	116.5	69.5	123.6	124.3
종속/관계기업손익	4.1	4.4	-20.2	-28.1	-26.7
기타영업외손익	-26.2	109.2	395.9	23.3	-21.7
세전계속사업이익	206.2	120.9	461.4	513.5	552.6
법인세비용	-7.7	26.8	113.9	118.8	129.3
당기순이익	**213.9**	**94.1**	**347.4**	**394.7**	**423.2**
지배주주지분 순이익	212.1	94.2	346.7	388.1	419.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**139.9**	**107.0**	**162.0**	**941.7**	**935.9**
당기순이익(손실)	213.9	94.1	347.4	394.7	423.2
유형자산상각비	110.1	105.9	90.9	108.2	128.2
무형자산상각비	1.8	3.3	4.7	27.5	57.8
운전자본의 증감	-95.6	-43.3	-7.2	415.6	331.0
투자활동 현금흐름	**113.0**	**1,294.1**	**-832.4**	**-401.1**	**-1,268.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-84.2	-103.5	-250.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-199.1	120.8	-78.5	-123.2
재무활동 현금흐름	**-177.3**	**-522.9**	**-82.5**	**-118.1**	**5.5**
차입금의 증감	20.2	-268.0	-23.8	-95.8	27.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	895.3	-757.0	422.5	-327.5
기초현금	285.6	365.2	1,260.5	503.5	926.0
기말현금	365.2	1,260.5	503.5	926.0	598.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,266.6	2,270.3	1,953.9
현금및현금성자산	365.2	1,260.5	503.5	926.0	598.5
매출채권	132.7	130.3	187.5	206.2	216.5
재고자산	0.7	1.1	1.3	2.2	2.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,066.6	2,759.3	3,846.6
유형자산	1,000.5	997.6	1,034.7	1,176.5	1,498.2
무형자산	96.1	103.9	110.6	583.1	1,225.3
투자자산	672.6	871.7	750.9	829.4	952.6
자산총계	**4,393.8**	**3,953.9**	**4,333.1**	**5,029.7**	**5,800.4**
유동부채	614.3	322.2	641.2	865.7	1,154.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	240.0	0.0	130.0	0.0	0.0
비유동부채	526.5	568.2	321.5	421.2	502.3
사채	169.7	169.8	40.0	40.0	40.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,140.8**	**890.4**	**962.7**	**1,286.9**	**1,656.7**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-44.5	-61.2	-75.6	-75.6	-75.6
이익잉여금	3,472.7	3,473.9	3,669.1	4,040.6	4,440.6
비지배주주지분	3.3	5.1	5.6	6.4	7.3
자본총계	**3,253.0**	**3,063.6**	**3,370.4**	**3,742.8**	**4,143.7**

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	81,071	71,883	69,649	118,447	165,397
EPS(지배주주)	9,663	4,292	16,023	18,016	20,383
CFPS	13,017	3,975	6,694	26,522	32,354
EBITDAPS	11,350	-2	5,161	24,622	32,208
BPS	148,023	139,312	156,186	173,430	210,955
DPS	3,130	1,460	1,150	1,150	1,150
배당수익률(%)	1.3	0.8	0.6	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	42.7	12.6	14.6	12.9
PCR	18.5	46.1	30.1	9.9	8.1
PSR	3.0	2.5	2.9	2.2	1.6
PBR	1.62	1.31	1.29	1.52	1.25
EBITDA(십억원)	249.2	-0.0	111.7	530.5	662.6
EV/EBITDA	15.3	-	24.2	7.4	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	3.0	10.8	10.9	10.7
EBITDA 이익률	14.0	0.0	7.4	20.8	19.5
부채비율	35.1	29.1	28.6	34.4	40.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.3	0.1	0.1
이자보상배율(x)	9.4	-10.6	3.6	106.0	143.8
매출채권회전율(x)	11.6	12.0	9.5	13.0	16.1
재고자산회전율(x)	1,590.1	1,759.7	1,285.9	1,467.1	1,333.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

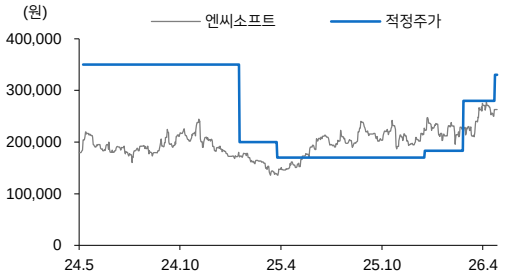
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.10	기업브리프	Buy	350,000	이효진	-44.5	-30.1
2025.02.13	기업브리프	Hold	200,000	이효진	-20.3	-10.8
2025.04.21	산업분석	Hold	170,000	이효진	15.9	42.4
2026.01.09	기업브리프	Hold	183,000	이효진	22.3	35.2
2026.03.19	산업분석	Buy	280,000	이효진	-12.9	-0.9
2026.05.14	기업브리프	Buy	330,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이