

NC (036570)

다시 엔씨에 힘이 실릴 때

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 김수민

sumin_kim@meritz.co.kr

2Q26 Review: 일회성 수익 제외 시 영업이익은 예상 수준

엔씨의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,705억원(+101.5% YoY)과 1,739억원(+1,053% YoY)을 기록했다. 이 중 <블레이드 앤 소울2> 중국 잔여 계약금의 조기 인식 효과(약 400억원 일회성 수익)를 제외하면 기대치에 부합했다. 예상과 같이 <리니지 클래식>의 호조세가 <아이온2>의 하락을 상쇄했다. 모바일에서는 2분기 <리니지 W> 동남아 진출과 <리니지2M>의 중국 진출이 있었으나 괄목할 성과를 얻지는 못했다. 대신 기존 지역에서의 M/2M은 선방하는 모습을 보였다.

Meritz Research 2026. 8. 12

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	330,000원
현재주가 (8.11)	255,500원
상승여력	29.2%

역시 높은 JustPlay 성장. 그리고 관찰해야 할 새로운 변수

2분기 리워드형 플랫폼인 JustPlay가 연결 편입되기 시작했다. iOS 정책이 2025년 말부터 변경됨에 따라 안드로이드에 간헐던 리워드형 고객 풀이 확대되었다. 1분기 +76% 성장률을 기록한 JustPlay는 2분기 100% 성장, 분기 매출 1,300억원에 달하는 성과를 기록했다. 다만 고객 풀을 빠르게 흡수하기 위해 적극적인 마케팅 정책이 사용되고 있어 영업이익률은 14%으로 추정된다. 하반기 NC 산하 캐주얼 게임사들과의 협업이 시작된다. 시너지가 발현되면 매출 성장률과 이익률은 확대될 수 있다.

JustPlay를 포함한 모바일 캐주얼 부문의 2026년 매출과 영업이익은 5,721억원과 965억원을 예상한다. iOS 고객 흡수가 현재 속도로 이루어질 경우 28/29년 성장률은 물론, 광고 시장에서의 강화된 입지가 새로운 기회를 창출할 수 있다.

다만 산업의 측면에서 최근 유니티의 광고 시장 재진입에 대한 시장 영향은 새로운 변수로 모니터링 할 필요가 있다. 2분기 애플비과 유니티의 실적 후 주가 반응은 높아진 성장률에 대한 무덤짐, 기대하지 않았던 성장에 대한 투자자 반응을 대변한다. 리워드형 플랫폼에 해당 변수가 1) 시장 규모 확대를 통해 긍정적 영향을 증폭시킬지 2) AI 광고 플랫폼으로 점유율에 부정적 영향 더욱 클지 관찰할 필요가 있다.

신작 출시 사이클+확인된 신성장동력의 성과

여름 업데이트 후 <아이온2> 지표는 반등했고 오는 9월 30일 얼리엑세스를 통해 <아이온2> 글로벌 런칭이 예고되어 있다. 6/7월 동사의 이벤트 공백으로 주가는 쉬었으나 신작 출시가 다가왔고 2분기 실적을 통해 JustPlay를 포함한 모바일 캐주얼 성장이 확인되었다. 동 부문은 장기적으로 신작에 따라 변동성 높은 엔씨의 기존 사업에 안정적 성장을 기대할 수 있는 신성장동력으로 작용할 전망이다.

표1 NC 2Q26P 실적 Review

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	770.5	382.4	101.5	557.4	38.2	673.3	14.4	683.4	12.8
영업이익	173.9	15.1	1,053.0	113.3	53.5	132.2	31.5	132.0	31.7
세전이익	176.7	-33.3	흑자전환	187.3	-5.6	165.3	6.9	151.8	16.4
순이익	124.6	-35.4	흑자전환	148.8	-16.2	123.0	1.3	112.0	11.3
영업이익률(%)	22.6	3.9		20.3		19.6		19.3	
세전이익률(%)	22.9	-8.7		33.6		24.6		22.2	
순이익률(%)	16.2	-9.3		26.7		18.3		16.4	

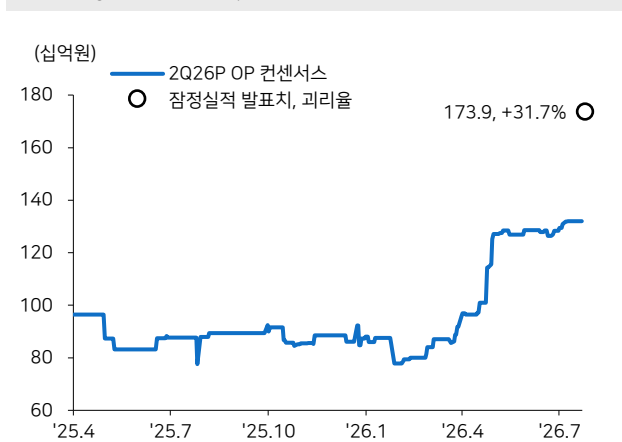
자료: NC, 메리츠증권 리서치센터

표2 NC 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	2,752.8	2,597.2	6.0	3,536.7	3,387.6	4.4
영업이익	491.1	429.3	14.4	528.4	471.5	12.1
세전이익	577.5	548.0	5.4	579.8	547.4	5.9
순이익	426.9	414.1	3.1	436.7	414.3	5.4
영업이익률(%)	17.8	16.5	+1.3%p	14.9	13.9	+1.0%p
세전이익률(%)	21.0	21.1	-0.1%p	16.4	16.2	+0.2%p
순이익률(%)	15.5	15.9	-0.4%p	12.3	12.2	+0.1%p

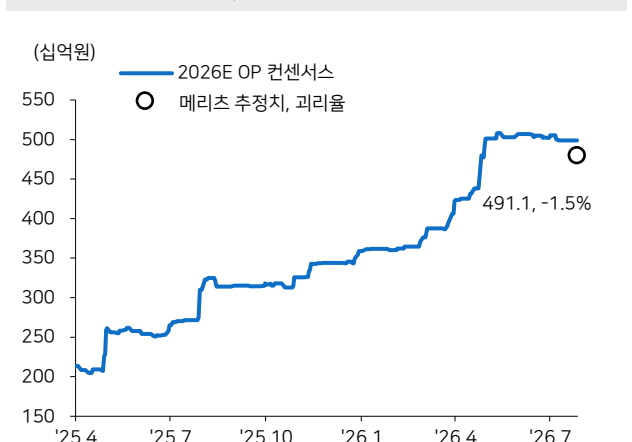
자료: NC, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 32% 상회



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 2% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

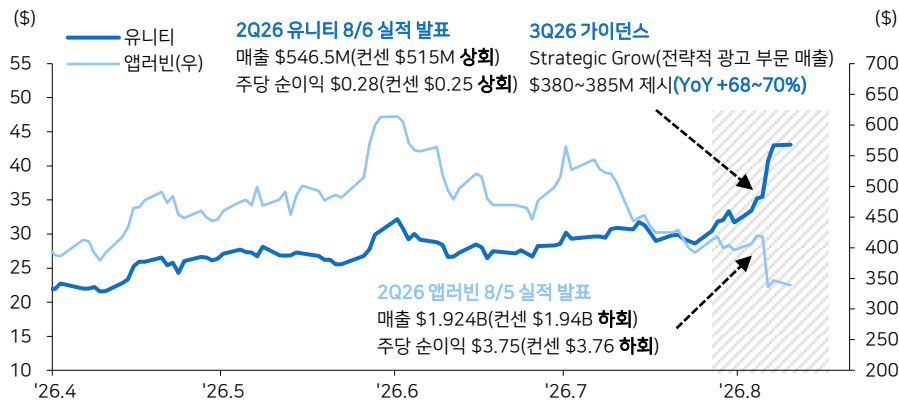
표3 NC 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 (일본/대만)	모바일	엔씨	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨	자체개발
23.12.07	TL (국내)	PC, 콘솔	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨	자체개발
24.10.01	TL (글로벌)	PC, 콘솔	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
24.10.16	블레이드 앤 소울 네오 (한국)	PC	엔씨	자체개발
24.12.04	저니 오브 모나크	모바일	엔씨	자체개발
25.04.03	블레이드 앤 소울 2 (중국 확장)	모바일	엔씨	자체개발, 중국 퍼블리셔
25.05.20	리니지2M (동남아 확장)	모바일	엔씨	자체개발
25.11.19	아이온2 (한국/대만)	PC, 모바일	엔씨	자체개발
26.02.11	리니지 클래식 (한국/대만)	PC	엔씨	자체개발
26.05.19	TL (러시아, 동유럽, 중앙아시아 확장)	PC	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
26.05.27	리니지W (동남아 확장)	모바일	엔씨	자체개발
26.06.24	리니지2M (중국 확장)	모바일, PC	엔씨	자체개발, 중국 퍼블리셔(텐센트)
26.06.24	길드워 리포지드 (4개국 소프트런칭)	모바일 확장	아레나넷(100%), 투웍스	자회사와 공동개발
26.09.30	아이온2 (글로벌 확장, 얼리엑세스)	PC(스팀)	엔씨	자체개발
4Q26	리밋 제로 브레이커스	PC, 모바일	빅게임스튜디오(16%)	퍼블리싱
	타임 테이커즈	PC, 콘솔	미스틸게임즈(8.69%)	퍼블리싱
2027	신더시티	PC, 콘솔	빅파이어게임즈(100%)	자회사개발
	호라이즌 스틸 프론티어스	PC, 모바일	엔씨	자체개발
	디팩트	PC 포함 멀티플랫폼	엠티베슬(13.3%)	퍼블리싱
	아스트라에 오라티오	모바일	디나미스 원(9.09%)	퍼블리싱
	아이온 클래식 (중국)	모바일	엔씨, 성취게임즈	중국 퍼블리셔와 공동개발
TBD	본파이어	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	아이온2 (중국 확장)	PC, 모바일	엔씨	자체개발, 중국 퍼블리셔(성취게임즈)
	길드워3 (글로벌)	PC, 콘솔	아레나넷(100%)	자회사개발
	프로젝트 판테라 (사내 IP 활용)	모바일	엔씨	자체개발
	프로젝트 SC	모바일	퍼스트파크게임즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 JSY(블레이드&소울 IP 활용)	PC, 콘솔	엔씨	자체개발
	해외 유명 IP 기반 카드 게임	모바일	엔씨	자체개발
	프로젝트 R	미정	텍사스튜디오(9.52%)	퍼블리싱
	프로젝트 NL (리니지 IP 활용)	미정	엔씨	자체개발

주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 라인업을 참조하여 당사 실적 반영 기준의 추정 출시일

자료: NC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유니티의 게임광고시장 재진입, 어떤 결과를 낼까?



주: 2026.8.10 종가 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 NC 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	770.5	717.8	707.2	1,506.9	2,752.8	3,536.7
PC	83.3	91.7	87.7	188.4	318.3	343.8	321.5	280.1	451.2	1,263.7	1,202.8
모바일	206.3	219.0	197.2	188.8	182.8	185.3	199.1	209.5	811.2	776.7	779.8
모바일 캐주얼	0.0	0.0	0.0	0.0	35.5	169.7	176.4	190.5	0.0	572.1	1,458.5
기타	70.7	71.7	75.1	27.1	20.7	71.7	20.7	27.1	244.5	140.3	95.6
% YoY											
매출	-9.5	3.7	-10.4	-1.3	54.7	101.5	99.4	74.9	-4.5	82.7	28.5
PC	-8.9	6.4	8.7	101.7	282.0	274.8	266.4	48.7	28.3	180.1	-4.8
모바일	-17.3	0.3	-22.2	-12.4	-11.4	-15.4	1.0	11.0	-13.4	-4.3	0.4
모바일 캐주얼	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	154.9
기타	190.4	167.9	152.7	0.8	-70.6	0.0	-72.4	0.0	127.1	-42.6	-31.8
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	596.6	610.7	610.3	1,490.8	2,261.7	3,008.2
% to sales	98.6	96.1	102.1	99.2	79.7	77.4	85.1	86.3	98.9	82.2	85.1
% YoY	-4.6	2.0	-11.7	-25.6	25.1	62.4	66.2	52.2	-11.6	51.7	33.0
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	139.5	148.3	146.1	137.0	516.5	570.9	619.6
상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	22.9	25.2	25.1	30.2	93.6	103.4	122.5
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	163.1	189.4	180.5	105.6	570.8	1,213.5
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	244.0	260.0	250.0	262.6	775.2	1,016.7	1,052.6
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	113.3	173.9	107.1	96.9	16.1	491.1	528.4
영업이익률(%)	1.4	3.9	-2.1	0.8	20.3	22.6	14.9	13.7	1.1	17.8	14.9
세전이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	187.3	176.7	88.1	125.3	461.4	577.5	579.8
% YoY	-60.1	적자전환	흑자전환	흑자전환	499.3	흑자전환	-79.7	343.7	281.6	25.2	0.4
지배주주순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	148.8	124.6	62.9	90.6	346.7	426.9	436.7
% YoY	-34.0	적자전환	흑자전환	적자지속	294.0	흑자전환	-81.9	흑자전환	268.0	23.1	2.3

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

자료: NC, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

NC (036570)

KOSPI	6,345.53pt
시가총액	55,045억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	78.02%
외국인비중	38.01%
52주 최고/최저가	338,000원/187,000원
평균거래대금	335.3억원

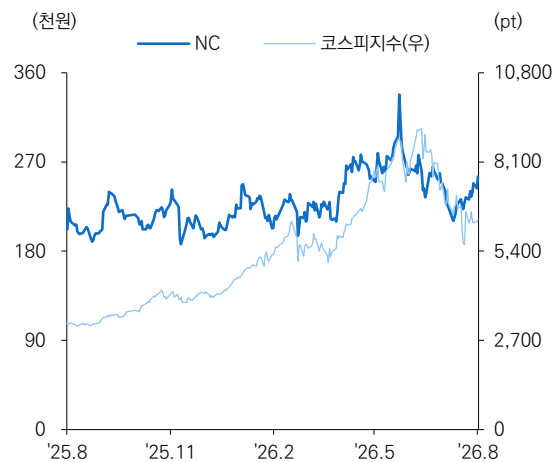
주요주주(%)

김택진 외 15 인	12.37
국민연금공단	11.08
Saudi Electronic Gaming Holding Company 외 1인	9.43

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	19.7	26.2
상대주가	21.1	1.0	-36.2

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	2,752.8	491.1	426.9	19,814	23.7	175,582	12.9	1.46	6.0	11.9	36.3
2027E	3,536.7	528.4	436.7	21,190	6.9	213,431	12.1	1.20	5.8	10.9	40.8

NC (036570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,752.8	3,536.7
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-4.5	82.7	28.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,752.8	3,536.7
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,490.9	2,261.7	3,008.2
영업이익	137.3	-109.2	16.1	491.1	528.4
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	17.8	14.9
금융손익	91.1	116.5	69.5	116.3	117.3
종속/관계기업손익	4.1	4.4	-20.2	-24.8	-23.5
기타영업외손익	-26.2	109.2	395.9	-5.2	-42.4
세전계속사업이익	206.2	120.9	461.4	577.5	579.8
법인세비용	-7.7	26.8	113.9	136.3	138.8
당기순이익	213.9	94.1	347.4	441.2	441.0
지배주주지분 순이익	212.1	94.2	346.7	426.9	436.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,266.6	2,384.6	2,041.0
현금및현금성자산	365.2	1,260.5	503.5	1,040.1	685.6
매출채권	132.7	130.3	187.5	206.2	216.5
재고자산	0.7	1.1	1.3	2.4	3.0
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,066.6	2,778.9	3,881.7
유형자산	1,000.5	997.6	1,034.7	1,190.5	1,529.8
무형자산	96.1	103.9	110.6	583.1	1,225.3
투자자산	672.6	871.7	750.9	834.9	956.3
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,333.1	5,163.5	5,922.8
유동부채	614.3	322.2	641.2	933.9	1,199.8
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	440.3	515.1
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	1,374.2	1,714.9
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	4,086.9	4,504.6
비지배주주지분	3.3	5.1	5.6	6.5	7.5
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,370.4	3,789.3	4,207.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	162.0	1,054.7	909.3
당기순이익(손실)	213.9	94.1	347.4	441.2	441.0
유형자산상각비	110.1	105.9	90.9	94.2	110.8
무형자산상각비	1.8	3.3	4.7	27.5	57.8
운전자본의 증감	-95.6	-43.3	-7.2	496.2	304.1
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	-832.4	-406.5	-1,267.1
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-84.2	-103.5	-250.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-199.1	120.8	-84.0	-121.4
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-82.5	-111.6	3.2
차입금의 증감	20.2	-268.0	-23.8	-89.3	25.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	895.3	-757.0	536.6	-354.6
기초현금	285.6	365.2	1,260.5	503.5	1,040.1
기말현금	365.2	1,260.5	503.5	1,040.1	685.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	81,071	71,883	69,649	127,777	171,602
EPS(지배주주)	9,663	4,292	16,023	19,814	21,190
CFPS	13,017	3,975	6,694	28,758	32,619
EBITDAPS	11,350	-2	5,161	28,444	33,818
BPS	148,023	139,312	156,186	175,582	213,431
DPS	3,130	1,460	1,150	1,150	1,150
배당수익률(%)	1.3	0.8	0.6	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	42.7	12.6	12.9	12.1
PCR	18.5	46.1	30.1	8.9	7.8
PSR	3.0	2.5	2.9	2.0	1.5
PBR	1.62	1.31	1.29	1.46	1.20
EBITDA(십억원)	249.2	-0.0	111.7	612.8	697.0
EV/EBITDA	15.3	-73,117.3	24.2	6.0	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	3.0	10.8	11.9	10.9
EBITDA 이익률	14.0	0.0	7.4	22.3	19.7
부채비율	35.1	29.1	28.6	36.3	40.8
금융비용부담률	0.8	0.7	0.3	0.1	0.1
이자보상배율(x)	9.4	-10.6	3.6	130.5	156.4
매출채권회전율(x)	11.6	12.0	9.5	14.0	16.7
재고자산회전율(x)	1,590.1	1,759.7	1,285.9	1,508.0	1,312.1

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NC (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.05.30	산업분석	Buy	350,000	이효진	-44.8	-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	-	-	