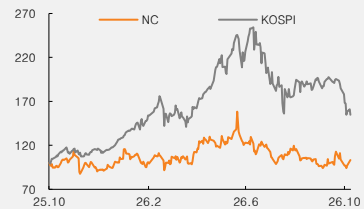


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 300,000원
현재주가(26/10/20)	220,500원
상승여력	36.1%

영업이익(26F,십억원)	564
Consensus 영업이익(26F,십억원)	545
EPS 성장률(26F,%)	30.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	10.5
MKT P/E(26F,x)	5.4
KOSPI	5,552.74
시가총액(십억원)	4,750
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	78.0
외국인 보유비중(%)	38.3
베타(12M) 일간수익률	0.47
52주 최저가(원)	187,000
52주 최고가(원)	338,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.5	-17.6	9.2
상대주가	31.0	-7.7	-25.0



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

036570 · 게임

NC

AI 시대, 우월전략을 갖춘 게임사

AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

NC의 26년 영업이익은 약 5천억원으로, 25년 손익분기점 수준에서 급격한 턴어라운드 진행되고 있다. NC는 인력 효율화와 개발 조직 재편으로 고정비를 낮췄으며, 매출액 대비 인건비 비중도 2024년 57%에서 2026년 36%까지 하락할 전망이다. 이러한 인건비 부담의 감소는 신작 레버리지 효과의 극대화로 이어지고 있다.

AI 시대에 가치가 커지는 캐주얼 게임

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

동사의 공격적인 글로벌 캐주얼 게임사 인수는 AI 시대의 우월전략에 부합한다. 리후후, 스프링컴즈 등 개발사와 저스트플레이 플랫폼을 확보하며 장르 다변화를 추진하고 있다. 2027년 캐주얼 게임 매출 비중은 30%까지 상승할 전망이다. 특히 저스트플레이의 데이터 기반 마케팅 역량을 활용한 퍼블리싱 시너지가 기대된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 300,000원으로 하향

실적 기준 연도 변경(26F→27F) 및 멀티플 조정(타겟 P/E 22배→15배)으로 목표주가를 400,000원에서 300,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 15배는 26년 12MF P/E 밴드 상단이다. 27년에도 호라이즌 IP 신작 기대감이 이어지겠지만, 아이온2 글로벌 등 주요 신작의 매출 지속성 우려가 밸류에이션 상승을 제한할 전망이다.

호라이즌 IP 신작 외에도 '신더시티', '리밋 제로 브레이커스', '타임 테이커즈' 등 다양한 장르의 신작을 준비 중이다. 이후 '아스트라에 오라티오', '디펙트' 등으로 라인업이 확대될 전망이다. 자체 개발과 외부 퍼블리싱을 통한 신작 공급 확대가 긍정적이며, 신규 IP의 흥행이 추가적인 밸류에이션 상승의 핵심 변수가 될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,578	1,507	2,875	3,246	3,480
영업이익 (십억원)	-109	16	564	575	626
영업이익률 (%)	-6.9	1.1	19.6	17.7	18.0
순이익 (십억원)	94	347	451	431	488
EPS (원)	4,291	16,023	20,930	20,001	22,672
ROE (%)	3.0	10.8	12.7	11.0	11.2
P/E (배)	42.7	12.6	10.5	11.0	9.7
P/B (배)	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NC, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	557	771	716	830	757	867	826	796	1,578	1,507	2,875	3,246
(% YoY)	54.7%	101.5%	99.0%	105.5%	35.8%	12.5%	15.3%	-4.1%	-11.3%	-4.5%	90.8%	12.9%
PC	318	344	307	438	353	444	391	346	352	509	1,407	1,535
리니지	100	205	185	134	128	122	116	110	98	101	623	475
리니지2	29	26	25	24	24	24	24	23	85	116	103	95
아이온	9	8	7	7	7	7	7	7	50	36	31	28
B&S	12	10	9	8	8	8	8	8	25	81	39	32
길드워2	33	24	23	23	23	23	23	22	93	86	103	91
아이온2	137	72	59	236	141	113	92	85	-	77	503	431
기타	-	-	-	5	23	149	122	91	-	-	5	384
모바일 기존	183	185	170	166	162	166	162	158	920	835	704	648
리니지M	113	117	100	98	96	101	99	97	493	433	428	392
리니지2M	37	37	41	39	38	38	37	36	183	178	154	149
리니지W	32	31	30	29	28	27	26	26	244	183	122	107
모바일 캐주얼	36	170	187	205	220	235	252	269	-	-	597	976
기타	21	72	52	22	22	22	22	22	307	163	166	87
영업비용	444	597	612	658	640	676	671	684	1,687	1,491	2,311	2,671
인건비	244	260	261	270	267	270	272	275	906	775	1,035	1,084
마케팅비	38	163	182	201	191	214	205	215	128	106	584	824
D&A	23	25	25	26	26	26	26	26	108	94	99	104
지급수수료	93	104	101	113	110	120	119	120	380	356	411	469
기타	47	45	43	48	46	47	48	49	164	161	182	190
영업이익	113	174	105	172	118	191	156	112	-109	16	564	575
(% YoY)	-	1053.0%	흑전	-	3.8%	9.6%	48.7%	-35.1%	적전	흑전	-	2.1%
영업이익률	20.3%	22.6%	14.6%	20.7%	15.5%	22.0%	18.8%	14.0%	-6.9%	1.1%	19.6%	17.7%
지배주주순이익	149	125	64	114	89	141	116	85	94	347	451	431
순이익률	26.7%	16.2%	8.9%	13.7%	11.7%	16.3%	14.1%	10.6%	6.0%	23.0%	15.7%	13.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	2,654	2,993	2,875	3,246	8%	8%	2,828	3,206	2%	1%	기존작 트래픽 추이 반영
영업이익	499	586	564	575	13%	-2%	545	590	3%	-3%	
순이익	465	505	451	431	-3%	-15%	480	500	-6%	-14%	
영업이익률	18.8%	19.6%	19.6%	17.7%	-	-	19.3%	18.4%	-	-	
순이익률	17.5%	16.9%	15.7%	13.3%	-	-	17.0%	15.6%	-	-	

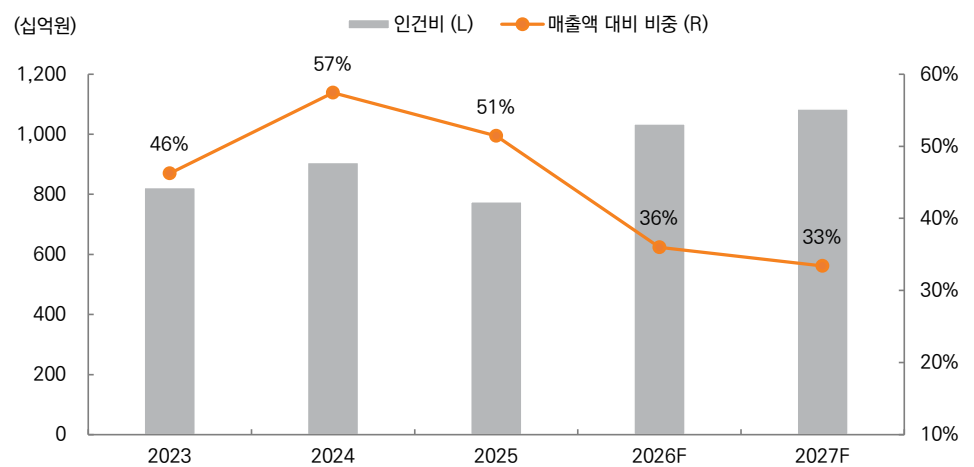
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	431	
Target P/E (배)	15	26년 12MF P/E 상단
목표 시가총액 (십억원)	6,463	
주식 수 (천주)	21,544	
목표주가 (원)	300,000	
현재주가 (원)	220,500	
상승여력	36.1%	

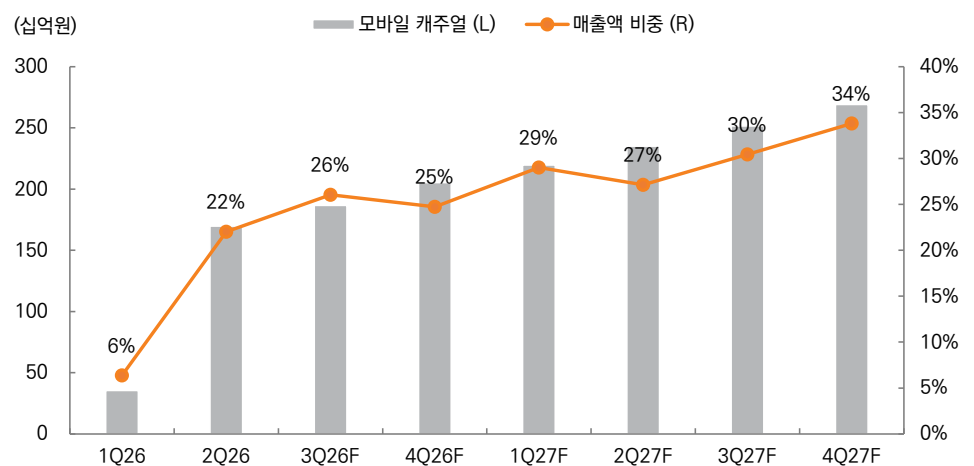
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. NC 연간 인건비, 매출액 대비 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. NC, 모바일 캐주얼 게임 매출액, 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NC (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,507	2,875	3,246	3,480
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,507	2,875	3,246	3,480
판매비와관리비	1,491	2,311	2,671	2,854
조정영업이익	16	564	575	626
영업이익	16	564	575	626
비영업손익	445	57	23	25
금융손익	52	62	69	82
관계기업등 투자손익	-20	-17	-59	-69
세전계속사업손익	461	621	598	651
계속사업법인세비용	114	147	150	163
계속사업이익	347	474	449	488
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	347	474	449	488
지배주주	347	451	431	488
비지배주주	1	23	18	0
총포괄이익	337	474	449	488
지배주주	336	473	448	488
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	112	691	697	747
FCF	59	425	504	528
EBITDA 마진율 (%)	7.4	24.0	21.5	21.5
영업이익률 (%)	1.1	19.6	17.7	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	23.0	15.7	13.3	14.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,267	2,406	2,806	3,180
현금 및 현금성자산	504	829	1,219	1,584
매출채권 및 기타채권	193	244	246	249
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,569	1,332	1,340	1,346
비유동자산	2,067	2,428	2,458	2,553
관계기업투자등	72	63	64	64
유형자산	1,035	1,133	1,100	1,086
무형자산	111	529	591	699
자산총계	4,333	4,834	5,264	5,733
유동부채	641	720	726	732
매입채무 및 기타채무	106	122	123	124
단기금융부채	179	180	180	181
기타유동부채	356	418	423	427
비유동부채	322	362	364	365
장기금융부채	178	212	212	212
기타비유동부채	144	150	152	153
부채총계	963	1,082	1,089	1,097
지배주주지분	3,364	3,723	4,127	4,589
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,669	4,098	4,502	4,963
비지배주주지분	6	29	47	47
자본총계	3,370	3,752	4,174	4,636

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	162	634	574	613
당기순이익	347	474	449	488
비현금수익비용가감	-203	200	189	190
유형자산감가상각비	91	111	103	99
무형자산상각비	5	17	18	22
기타	-299	72	68	69
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	33	4	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-51	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	-147	-150	-163
투자활동으로 인한 현금흐름	-832	-780	-157	-222
유형자산처분(취득)	-103	-209	-70	-85
무형자산감소(증가)	52	-435	-80	-130
장단기금융자산의 감소(증가)	-353	-136	-7	-7
기타투자활동	-428	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-82	12	-26	-26
장단기금융부채의 증가(감소)	-24	35	0	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-28	-22	-27	-27
기타재무활동	-30	-1	1	0
현금의 증가	-757	325	390	365
기초현금	1,260	504	829	1,219
기말현금	504	829	1,219	1,584

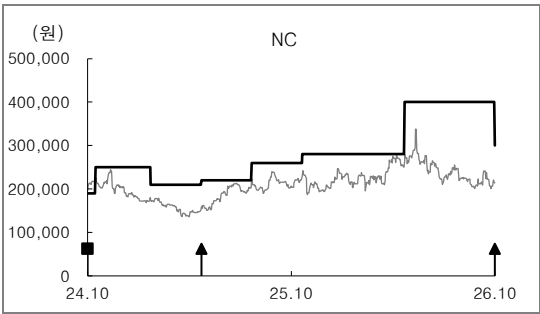
자료: NC, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	12.6	10.5	11.0	9.7
P/CF (x)	30.1	7.1	7.4	7.0
P/B (x)	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	33.1	4.5	3.9	3.1
EPS (원)	16,023	20,930	20,001	22,672
CFPS (원)	6,694	31,276	29,612	31,483
BPS (원)	187,076	203,722	222,475	243,900
DPS (원)	1,150	1,380	1,380	1,380
배당성향 (%)	6.4	5.7	6.0	5.5
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-4.5	90.8	12.9	7.2
EBITDA증가율 (%)	흑전	518.7	0.8	7.2
조정영업이익증가율 (%)	흑전	3,406.0	2.1	8.8
EPS증가율 (%)	273.4	30.6	-4.4	13.4
매출채권 회전율 (회)	9.5	13.5	13.6	14.4
재고자산 회전율 (회)	1,285.9	2,214.7	2,476.1	2,627.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	8.4	10.3	8.9	8.9
ROE (%)	10.8	12.7	11.0	11.2
ROIC (%)	1.1	33.3	27.8	29.2
부채비율 (%)	28.6	28.8	26.1	23.7
유동비율 (%)	353.5	334.2	386.6	434.6
순차입금/자기자본 (%)	-19.2	-45.4	-50.3	-53.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	125.0	121.9	132.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NC (036570)				
2026.10.22	매수	300,000	-	-
2026.05.13	매수	400,000	-40.35	-15.50
2025.11.11	매수	280,000	-19.76	-0.89
2025.08.12	매수	260,000	-18.45	-7.69
2025.05.14	매수	220,000	-15.00	-2.95
2025.02.12	Trading Buy	210,000	-25.64	-15.05
2024.11.05	Trading Buy	250,000	-20.68	-2.20
2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NC 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.