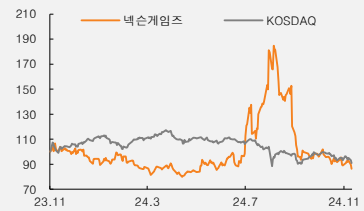


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 20,000원
현재주가(24/11/12)	13,720원
상승여력	45.8%

영업이익(24F,십억원)	42
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	168.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.3
P/E(24F,x)	29.8
MKT P/E(24F,x)	10.4
KOSDAQ	710.52
시가총액(십억원)	904
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.8
외국인 보유비중(%)	4.3
베타(12M) 일간수익률	0.09
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	29,350
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-9.7 -7.7 -14.9
상대주가	-2.0 12.2 -5.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

넥슨게임즈

25년을 기다려볼 시기

3Q24 Review: 매출액 부합, 영업이익 하회

3분기 매출액 1,120억원(+97% YoY), 영업이익 470억원(+390% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,180억원, 영업이익 590억원)를 매출액은 부합, 영업이익은 하회했다. 모바일 매출액은 330억원(-29% YoY)로 예상치를 17% 하회했다. 모바일 부진은 히트2 매출의 급격한 하향 안정화에 기인한다.

PC/콘솔 매출액은 770억원(+719% YoY)으로 예상치에 부합했다. 이는 7월 2일 출시된 퍼스트 디센던트의 글로벌 초기 흥행 성공에 따른 결과다. 영업비용은 650억원(+38% YoY)으로 예상치를 15% 상회했다. 퍼스트 디센던트 글로벌 흥행에 따른 성과급 지급 영향으로 인건비가 YoY 26% 증가한 450억원을 기록했다.

새롭게 더해질 신작 스토리

블루아카이브의 뒤를 이어줄 신규 서브컬처 IP인 프로젝트 RX의 티저를 10월 공개했다. 프로젝트 RX는 언리얼엔진5를 활용한 고품질 3D 그래픽으로 생동감 넘치는 세계관과 캐릭터를 구현하는 것을 목표로 하고 있다. 동사는 최근 서브컬처 게임 개발을 전문으로 하는 IO 본부를 신설하기도 했다.

25년 출시를 목표로 프로젝트 DW(던파 IP 기반 오픈월드RPG), 프로젝트 DX(듀랑고 IP 기반 MMORPG)를 개발 중에 있다. 10월 30일 넥슨 30주년 기념 미디어데이 행사에서 두 신작의 개발 영상을 공개하기도 했다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 20,000원으로 하향

퍼스트 디센던트의 급속한 하향 안정화에 따른 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 28,000원에서 20,000원(25F P/E 24배 유지)으로 하향한다. 25F P/E 17배에서 거래 중이다. 퍼스트 디센던트의 트래픽 반등 실패는 아쉬운 부분이나 최근의 주가 조정은 과대 낙폭이라는 판단이다.

중소형 게임주 중에서 여전히 가장 강력한 신작 모멘텀을 가진 기업이다. 25년 출시 목표로 개발 중인 프로젝트 DW는 던파IP가 갖고 있는 글로벌 인지도를 고려 시 높은 수준의 일매출을 기대할 수 있는 작품이라는 판단이다. 25년 상반기 차기작 출시 일정에 대한 구체화가 이뤄지면서 모멘텀이 다시금 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	261	268	359
영업이익 (십억원)	5	12	42	62	132
영업이익률 (%)	3.8	6.2	16.1	23.1	36.8
순이익 (십억원)	6	11	30	54	106
EPS (원)	107	172	460	821	1,605
ROE (%)	2.6	4.5	10.7	16.3	25.6
P/E (배)	121.3	87.2	29.8	16.7	8.5
P/B (배)	3.2	3.3	2.7	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	52	43	56	41	53	44	112	53	132	193	261	268	359
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	0.4%	97.4%	29.4%	-	46.0%	35.1%	2.6%	34.1%
모바일	41	34	47	31	37	30	33	23	104	152	124	121	117
PC	10	9	9	10	15	12	77	28	28	39	132	141	236
기타	0	0	0	0	1	1	2	2	1	1	5	7	7
영업비용	39	43	47	52	50	52	65	53	127	181	219	206	227
인건비	30	33	36	39	37	38	45	39	97	138	159	158	177
주식보상비	3	4	5	4	5	4	4	4	12	16	17	16	18
지급수수료	2	2	3	4	3	4	3	3	9	11	13	12	13
기타	4	4	4	5	5	6	13	7	10	16	30	19	19
영업이익	13	0	10	-10	2	-8	47	1	5	12	42	62	132
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	390.4%	흑전	-	133.0%	247.1%	48.0%	114.0%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-19.4%	42.0%	1.5%	3.9%	6.2%	16.0%	23.0%	36.7%
지배주주순이익	12	-3	8	-5	0	-11	40	2	6	11	30	54	106
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-25.2%	35.6%	3.4%	4.6%	5.8%	11.6%	20.2%	29.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	292	310	261	268	-11%	-14%	282	292	-7%	-8%	퍼스트 디센던트 매출 하향
영업이익	82	90	42	62	-49%	-32%	67	71	-38%	-13%	
순이익	60	75	30	54	-50%	-28%	48	57	-37%	-6%	
영업이익률	27.9%	29.1%	16.0%	23.0%	-	-	23.7%	24.2%	-	-	
순이익률	20.7%	24.4%	11.6%	20.2%	-	-	17.0%	19.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	112	120	-7%	118	-5%
영업이익	47	64	-26%	59	-21%
지배주주순이익	40	52	-23%	46	-14%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	54	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,318	
주식 수 (천주)	65,860	
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	13,730	
상승여력	45.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (22570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	261	268	359
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	261	268	359
판매비와관리비	181	219	206	227
조정영업이익	12	42	62	132
영업이익	12	42	62	132
비영업손익	4	4	6	0
금융손익	4	3	2	5
관계기업등 투자손익	0	1	3	-5
세전계속사업손익	16	46	68	132
계속사업법인세비용	4	15	14	26
계속사업이익	11	30	54	106
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	30	54	106
지배주주	11	30	54	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	30	54	106
지배주주	11	30	54	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	54	73	143
FCF	33	-2	64	117
EBITDA 마진율 (%)	11.4	20.7	27.2	39.8
영업이익률 (%)	6.2	16.1	23.1	36.8
주배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	11.5	20.1	29.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	299	361	480
현금 및 현금성자산	111	170	231	344
매출채권 및 기타채권	33	35	35	37
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	99
비유동자산	130	195	189	185
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	98	92	87
무형자산	35	36	36	37
자산총계	367	494	550	665
유동부채	66	73	73	74
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	64	64	65
비유동부채	38	116	117	125
장기금융부채	17	94	94	94
기타비유동부채	21	22	23	31
부채총계	104	189	191	199
지배주주지분	263	305	359	465
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	184	238	343
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	305	359	465

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	48	67	121
당기순이익	11	30	54	106
비현금수익비용가감	36	25	23	33
유형자산감가상각비	8	10	10	9
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	26	13	11	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	5	1	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-7	-15	-14	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-37	-79	-6	-8
유형자산처분(취득)	-4	-50	-3	-4
무형자산감소(증가)	-1	-3	-2	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-26	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	90	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	77	0	0
자본의 증가(감소)	-141	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	131	13	0	0
현금의 증가	-3	59	61	113
기초현금	115	111	170	231
기말현금	111	170	231	344

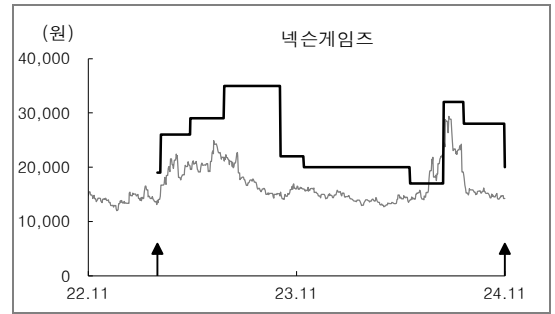
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	29.8	16.7	8.5
P/CF (x)	21.0	16.3	11.8	6.5
P/B (x)	3.3	2.7	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	37.7	13.8	9.4	4.0
EPS (원)	172	460	821	1,605
CFPS (원)	715	840	1,167	2,102
BPS (원)	4,505	5,151	5,971	7,576
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	46.0	35.1	2.6	34.1
EBITDA증가율 (%)	116.2	151.6	35.3	95.4
조정영업이익증가율 (%)	133.0	247.0	48.0	114.0
EPS증가율 (%)	60.9	168.1	78.3	95.5
매출채권 회전율 (회)	6.8	8.7	8.8	11.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.3	7.0	10.3	17.4
ROE (%)	4.5	10.7	16.3	25.6
ROIC (%)	12.0	29.9	46.0	103.1
부채비율 (%)	39.6	61.8	53.1	42.9
유동비율 (%)	358.7	412.2	493.0	648.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-51.1	-60.5	-71.2
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	10.7	9.7	20.7

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2024.11.13	매수	20,000	-	-
2024.09.02	매수	28,000	-45.77	-36.14
2024.07.29	매수	32,000	-22.34	-8.28
2024.05.31	매수	17,000	1.35	30.88
2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50
2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00
2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74



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

투자 의견 분류 및 적용기준

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

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.