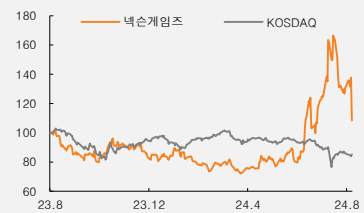


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 28,000원
현재주가(24/8/30)	19,100원
상승여력	46.6%

영업이익(24F, 십억원)	82
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	435.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	88.1
P/E(24F, x)	20.8
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSDAQ	767.66
시가총액(십억원)	1,258
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.7
외국인 보유비중(%)	3.5
베타(12M) 일간수익률	-0.32
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.7	37.2	7.2
상대주가	-18.0	54.2	29.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

## 넥슨게임즈

## 낙폭 과대. 비중 확대 구간

## 8/29일 업데이트 진행. 트래픽 반등은 기대치를 하회

퍼스트 디센던트(이하 퍼디)의 시즌1 업데이트가 29일 진행됐으나 부정적 평가와 함께 일간 최고동접자는 5~6만명대(기존 4만명 전후)로 상승하는 데 그쳤다. 동사는 유저 피드백을 적극적으로 반영한 추가 업데이트들을 예고한 상황이다.

당사는 총매출 기준 퍼디 매출액으로 24년 하반기 3,400억원, 25년 4,100억원을 가정한다. 2H24 일매출 가정치는 기존 23억원에서 19억원으로, 25년은 14억원에서 11억원으로 하향한다. 업데이트 이전 최저 트래픽을 찍을 당시 3.5~4만명 정도의 최고 동접자 수준에서도 일매출 10억원 이상은 발생 중이던 것으로 추정된다.

## 퍼디 글로벌 흥행의 숫자적 가치가 2,500억에 불과할까?

현재 시가총액은 기대감이 희박했던 출시 전 대비 2,500억원 상승한 수준이다. 이번 흥행으로 동사는 1) 연 천억원 수준의 공헌 이익을 기대할 수 있는 파이프라인 획득, 2) 국내사 중 최상위에 해당하는 Hit Ratio 달성, 3) 글로벌에서 통하는 PC/콘솔 멀티플랫폼 개발력을 입증해 리레이팅을 정당화할 수 있는 근거를 확보했다.

퍼디의 하반기 예상 총매출액 3,400억원(3Q: 2,200억원)은 1) 당사에서 성공을 가정한 붉은사막의 출시 1년 매출액 예상치 3,200억원(400만장)과, 2) 글로벌 최상위 IP PUBG의 작년 하반기 PC 매출액 2,800억원을 능가하며, 3) 글로벌 성과를 입증한 국내 PC/콘솔 게임인 데이브더다이버, P의거짓, 스텔라블레이드의 총매출 기준 1년 예상 매출액(각 1,000억원/1,000억원/1,400억원)을 크게 상회하는 성과다.

## 낙폭 과대 판단. 중소형 게임주 Top Pick 유지

퍼디의 트래픽 하락을 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 32,000원에서 28,000원(25F 타겟 P/E 24배 유지)으로 하향하나 업종 내 중소형주 Top Pick으로 지속 제시한다. 24F P/E 21배, 25F P/E 17배에서 거래 중이다. 트래픽 반등 효과기 기대치를 하회하며 발생한 이번 과대 낙폭을 비중 확대 기회로 삼을 필요가 있다.

1) 다양한 장르(서브컬처, FPS, TPS, MMO), 2) 멀티 플랫폼(모바일, PC, 콘솔), 3) 글로벌(국내, 일본, 서구권)에서 입증한 개발력을 고려 시 동사는 국내 게임사 중 가장 높은 수준의 멀티플을 부여할 수 있는 게임사다. 1H25부터는 25년 연내 목표로 개발 중인 프로젝트DW(던파 IP)에 대한 강력한 신작 모멘텀이 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	292	310	387
영업이익 (십억원)	5	12	82	90	145
영업이익률 (%)	3.8	6.2	28.1	29.0	37.5
순이익 (십억원)	6	11	60	75	122
EPS (원)	107	172	919	1,147	1,855
ROE (%)	2.6	4.5	20.6	20.9	26.5
P/E (배)	121.3	87.2	20.8	16.7	10.3
P/B (배)	3.2	3.3	3.5	2.9	2.3
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	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	52	43	56	41	53	44	120	77	132	193	292	310	387
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	0.4%	111.9%	85.8%	-	46.0%	51.3%	6.0%	24.9%
모바일	41	34	47	31	37	30	40	27	104	152	134	134	129
PC	10	9	9	10	15	12	78	49	28	39	154	170	253
기타	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	4	5	5
영업비용	39	43	47	52	50	52	56	53	127	181	211	220	242
인건비	30	33	36	39	37	38	42	39	97	138	156	164	184
주식보상비	3	4	5	4	5	4	5	5	12	16	19	20	22
지급수수료	2	2	3	4	3	4	4	4	9	11	15	16	16
기타	4	4	4	5	5	6	6	5	10	16	21	20	20
영업이익	13	0	10	-10	2	-8	64	24	5	12	82	90	145
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	566.0%	흑전	-	133.0%	579.4%	10.5%	60.9%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-19.4%	53.1%	31.3%	3.9%	6.2%	27.9%	29.1%	37.5%
지배주주순이익	12	-3	8	-5	0	-11	52	20	6	11	60	75	122
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-25.2%	43.2%	26.1%	4.6%	5.8%	20.7%	24.4%	31.5%

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	314	335	292	310	-7%	-8%	323	394	-9%	-21%	퍼스트 디센던트 트래픽 감소 반영
영업이익	100	104	82	90	-19%	-13%	106	148	-23%	-39%	
순이익	77	86	60	75	-21%	-13%	76	117	-21%	-35%	
영업이익률	32.0%	30.9%	27.9%	29.1%	-	-	32.8%	37.4%	-	-	
순이익률	24.4%	25.8%	20.7%	24.4%	-	-	23.6%	29.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

(십억원)

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	75	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,842	
주식 수 (천주)	65,822	
목표주가 (원)	28,000	
현재주가 (원)	19,100	
상승여력	46.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 넥슨게임즈 시가총액, 12MF P/S 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 주요 게임사 밸류에이션 비교

(십억원, 배)

기업	시가총액	미래에셋		컨센서스		미래에셋		컨센서스	
		24F P/E	25F P/E	24F P/E	25F P/E	24F 순이익	25F 순이익	24F 순이익	25F 순이익
크래프톤	15,661	14.3	16.7	15.6	15.3	1,098	938	995	1,018
시프트업	3,722	30.0	17.5	25.2	17.0	124	213	157	218
넷마블	5,235	22.2	37.0	26.1	30.7	236	142	207	166
엔씨소프트	4,119	24.9	21.7	22.9	17.2	165	190	175	232
펄어비스	2,184	128.4	16.8	116.7	15.4	17	130	17	137
위메이드	1,130	-	16.3	85.2	16.6	-40	69	13	81
넥슨게임즈	1,258	20.8	16.7	15.1	9.8	60	75	82	126
카카오게임즈	1,510	-	16.4	58.9	20.2	-13	92	79	166

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 넥슨게임즈 (225570)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>193</b>	<b>292</b>	<b>310</b>	<b>387</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>193</b>	<b>292</b>	<b>310</b>	<b>387</b>
판매비와관리비	181	211	220	242
<b>조정영업이익</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>145</b>
<b>영업이익</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>145</b>
<b>비영업손익</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>8</b>
금융손익	4	6	8	11
관계기업등 투자손익	0	-6	-4	-3
세전계속사업손익	16	82	94	153
계속사업법인세비용	4	21	19	31
계속사업이익	11	60	75	122
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>11</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>122</b>
지배주주	11	60	75	122
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>11</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>122</b>
지배주주	11	60	75	122
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	90	98	153
FCF	33	66	81	129
EBITDA 마진율 (%)	11.4	30.8	31.6	39.5
영업이익률 (%)	6.2	28.1	29.0	37.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	20.5	24.2	31.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>237</b>	<b>305</b>	<b>385</b>	<b>515</b>
현금 및 현금성자산	111	176	254	379
매출채권 및 기타채권	33	35	36	37
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	99
<b>비유동자산</b>	<b>130</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>120</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	54	51	49
무형자산	35	35	35	36
<b>자산총계</b>	<b>367</b>	<b>429</b>	<b>506</b>	<b>635</b>
<b>유동부채</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	58	58	59
<b>비유동부채</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>46</b>
장기금융부채	17	17	17	17
기타비유동부채	21	22	23	29
<b>부채총계</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>108</b>	<b>114</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>263</b>	<b>323</b>	<b>399</b>	<b>521</b>
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	214	289	411
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>263</b>	<b>323</b>	<b>399</b>	<b>521</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>84</b>	<b>133</b>
당기순이익	11	60	75	122
비현금수익비용가감	36	24	19	28
유형자산감가상각비	8	7	6	6
무형자산상각비	2	1	2	2
기타	26	16	11	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-1	1	3
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	-21	-19	-31
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-37</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>
유형자산처분(취득)	-4	-2	-3	-4
무형자산감소(증가)	-1	-1	-2	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-1	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	0	0
자본의 증가(감소)	-141	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	131	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-3</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>125</b>
기초현금	115	111	176	254
기말현금	111	176	254	379

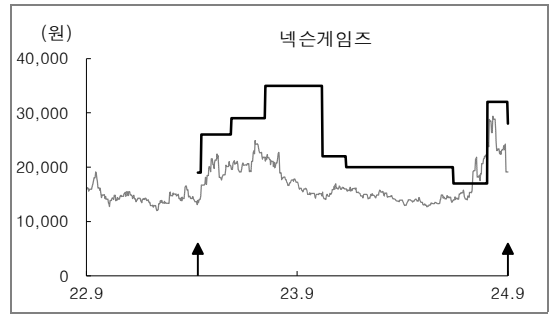
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	20.8	16.7	10.3
P/CF (x)	21.0	14.9	13.3	8.4
P/B (x)	3.3	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA (x)	37.7	11.3	9.6	5.3
EPS (원)	172	919	1,147	1,855
CFPS (원)	715	1,283	1,437	2,276
BPS (원)	4,505	5,422	6,569	8,424
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	51.3	6.0	24.9
EBITDA증가율 (%)	116.2	317.7	9.1	56.0
조정영업이익증가율 (%)	133.0	579.1	10.5	60.9
EPS증가율 (%)	60.9	435.2	24.8	61.7
매출채권 회전율 (회)	6.8	9.8	10.2	12.7
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	15.2	16.1	21.4
ROE (%)	4.5	20.6	20.9	26.5
ROIC (%)	12.0	82.9	103.1	168.1
부채비율 (%)	39.6	32.7	27.0	21.9
유동비율 (%)	358.7	456.3	570.6	755.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-73.9	-79.8	-85.2
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	56.7	62.5	100.2

## 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2024.09.02	매수	28,000	-	-
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 주가하락이 예상	

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

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 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.