

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 32,000원
현재주가(24/7/26)	22,250원
상승여력	43.8%

영업이익(24F, 십억원)	100
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	578.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	19.1
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSDAQ	797.56
시가총액(십억원)	1,465
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.7
외국인 보유비중(%)	3.5
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	22,750

(%)	1M	6M	12M
절대주가	52.2	44.1	12.0
상대주가	60.7	51.3	26.4



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

넥슨게임즈

더블 흥행 성공. 중소형 게임주 Top Pick

글로벌 흥행을 이어나가는 퍼스트 디센던트

7/2일 출시한 동사의 루트슈터 신작 퍼스트 디센던트가 예상을 깨고 글로벌 흥행을 이어나가고 있다. 스팀에서의 유저 평가도 출시 초반에는 부정 의견이 더욱 많았으나 현재는 긍정 의견이 우세한 상황이다. 일간 이용자수 하향 폭은 서서히 감소하고 있다. 최고 동접자 10만명 이상을 견고하게 유지하고 있다.

퍼스트 디센던트의 글로벌 흥행 장기화를 예상하며 24년 하반기 4,200억원(일평균 23억원), 25년 5,100억원(일평균 14억원)의 매출액(총매출 기준)을 올릴 것으로 예상된다. 이번 7월에만 1,000억원 이상의 매출을 올렸을 것으로 추정된다. 개발사인 넥슨게임즈로의 수수료 인식은 30% 수준으로 가정한다.

역대급 흥행을 이어나가는 중인 블루아카이브

출시 3.5주년을 맞은 블루아카이브도 글로벌에서 역대급 성과를 기록 중에 있다. 7월 21일 3.5주년 특별 방송과 22일 신규 업데이트가 진행되었으며 23일 일본 앱스토어 매출 순위 1위에 올랐다. 현재까지도 앱스토어 매출 순위 최상위권(1~3위)을 유지 중에 있다. 3분기 일 12억원 이상의 일매출(총매출 기준)을 기록할 전망이다.

일본 지역에서의 성공적인 IP 확장이 지속됨에 따라 출시 3년이 넘는 게임임에도 유저 수가 여전히 증가 중에 있는 점이 고무적이다. 8월 30일부터 9월 9일까지 아키하바라에서 블루아카이브 3.5주년 팝업 스토어가 운영될 예정이며, 8월 11~12일에 개최되는 코미케에서도 블루아카이브 공식 부스가 운영될 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

퍼스트 디센던트 흥행 및 블루아카이브 매출 반등에 따른 25F 실적 조정으로 목표 주가를 기존 17,000원에서 32,000원(25F P/E 24배 유지)으로 88% 상향하며 게임 중소형주 Top Pick으로 제시한다. 24F P/E 19배, 25F P/E 17배에서 거래 중이다.

1) 다양한 장르(서브컬처, FPS, TPS, MMO), 2) 멀티 플랫폼(모바일, PC, 콘솔), 3) 글로벌 지역(국내, 일본, 서구권)에서 입증한 개발력을 고려 시 동사는 국내 게임사 중 가장 높은 수준의 멀티플을 부여할 수 있는 게임사다. 25년을 목표로 개발 중인 프로젝트DW의 존재로 25년 이후 신작 모멘텀도 확실한 상황이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	314	335	409
영업이익 (십억원)	5	12	100	104	153
영업이익률 (%)	3.8	6.2	31.8	31.0	37.4
순이익 (십억원)	6	11	77	86	128
EPS (원)	107	172	1,166	1,313	1,939
ROE (%)	2.6	4.5	25.5	22.6	26.1
P/E (배)	121.3	87.2	19.1	16.9	11.5
P/B (배)	3.2	3.3	3.9	3.2	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

퍼스트 디센던트 글로벌 흥행과 블루아카이브 매출 반등으로 24F, 25F 매출액을 각 56%, 24% 상향한다. 3Q24부터 폭발적인 수익성 개선이 예상된다. 퍼블리싱을 담당하지 않는 개발사라는 점은 게임 대규모 흥행에 따른 변동비가 사실상 발생하지 않는다는 것을 의미한다. 동사의 24F 영업이익률은 32.0%로 23년의 6.2%에서 급속도로 개선될 것이다.

블루아카이브 중국 출시에 대한 기대감으로 주가 급등이 발생했던 23년 여름 수준의 시가 총액에 도달했으나 여전히 부담스러운 구간은 아니다. 당시와 달리 퍼스트 디센던트의 경우는 확실한 매출 성과와 함께 흥행 장기화 흐름이 나타나고 있기 때문이다. 퍼스트 디센던트에 대한 보수적 추정을 가정했음에도 24F P/E 19배, 25F P/E 17배에 불과하다.

표 1. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	86	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	2,109	
주식 수 (천주)	65,822	
목표주가 (원)	32,000	
현재주가 (원)	22,250	
상승여력	43.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 주요 연간 지표

(십억원, 배)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	132	193	314	335	409
영업이익	5	12	100	104	153
영업이익률	3.9%	6.2%	32.0%	30.9%	37.5%
지배순이익	6	11	77	86	128
P/S	8.8	5.9	3.1	4.4	3.6
P/E	-	-	19.1	16.9	11.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 넥슨게임즈 시가총액, 12MF P/S 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	52.2	43.4	56.5	41.2	52.6	42.9	119.1	99.3	132.4	193.3	313.9	335.5	408.9
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	-1.3%	110.9%	140.8%	-	46.0%	62.4%	6.9%	21.9%
모바일	41.3	33.7	46.8	30.6	37.3	28.6	39.2	26.0	103.6	152.4	131.0	128.6	123.7
PC	10.5	9.4	9.4	10.2	14.7	13.7	79.4	72.7	27.7	39.4	180.5	204.5	282.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1	1.5	2.3	2.3	2.4
영업비용	39.4	43.2	46.9	51.7	50.2	51.4	55.6	56.4	127.2	181.3	213.5	231.9	255.7
인건비	30.4	33.3	35.6	39.2	37.3	37.9	41.4	42.4	96.6	138.5	159.1	174.4	195.3
주식보상비	3.3	3.8	4.8	3.9	4.9	5.4	6.0	5.8	11.8	15.9	22.1	24.4	26.6
지급수수료	2.2	2.3	2.6	3.6	3.3	3.3	3.4	3.4	9.3	10.7	13.4	13.9	14.6
기타	3.5	3.8	3.9	5.0	4.7	4.7	4.8	4.8	9.5	16.2	19.0	19.2	19.2
영업이익	12.7	0.2	9.6	-10.4	2.5	-8.5	63.6	42.8	5.2	12.0	100.4	103.6	153.2
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	565.5%	흑전	-	133.0%	735.6%	3.2%	48.0%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-19.8%	53.3%	43.2%	3.9%	6.2%	32.0%	30.9%	37.5%
지배주주순이익	11.9	-3.0	7.7	-5.3	-0.2	-9.9	51.7	35.1	6.1	11.3	76.7	86.4	127.7
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-23.2%	43.4%	35.4%	4.6%	5.8%	24.4%	25.8%	31.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

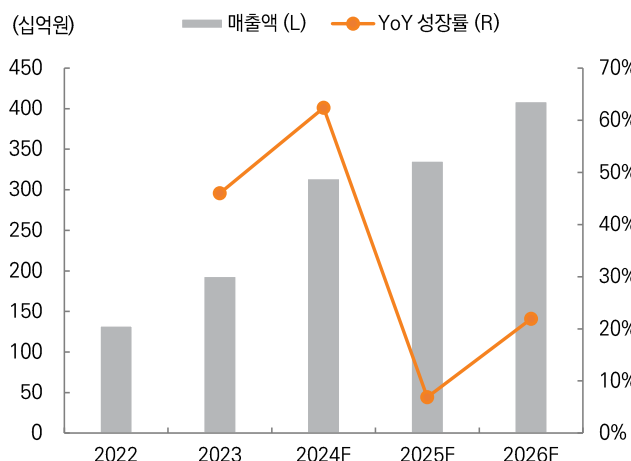
표 4. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	201	270	314	335	56%	24%	290	357	8%	-6%	퍼스트 디센던트 흥행 반영
영업이익	-4	53	100	104	-	95%	73	114	-	-9%	
순이익	-5	46	77	86	-	89%	53	90	-	-4%	
영업이익률	-2.1%	19.6%	32.0%	30.9%	-	-	25.1%	32.0%	-	-	
순이익률	-2.3%	17.0%	24.4%	25.8%	-	-	18.1%	25.2%	-	-	

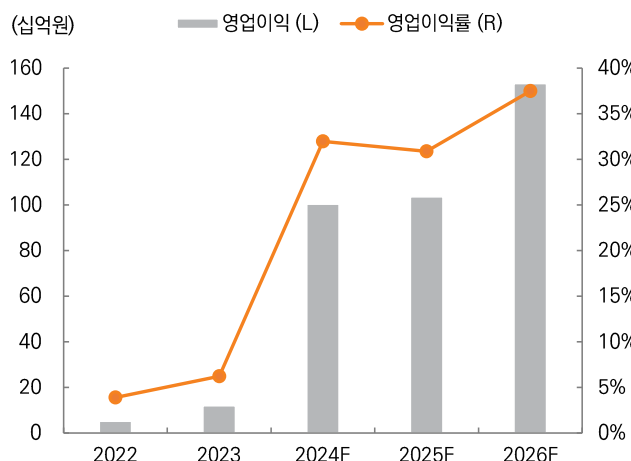
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연간 매출액, YoY 성장률 전망



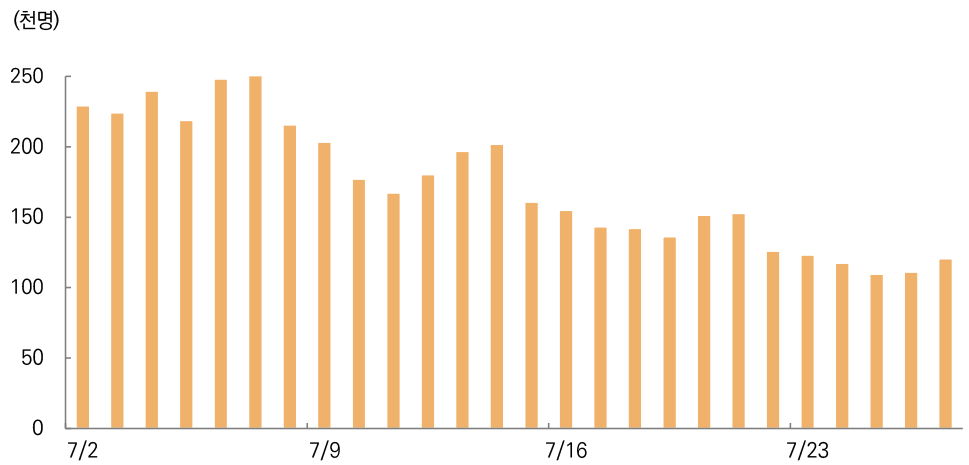
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 연간 영업이익, 영업이익률 전망



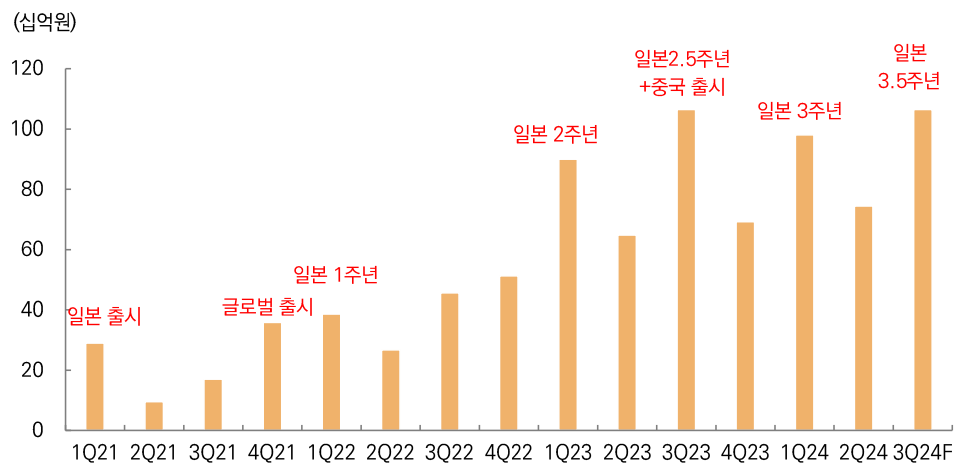
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 디센던트 스팀 일간 최고동접자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 블루아카이브 출시 이후 분기 매출 추이(총매출 기준)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	314	335	409
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	314	335	409
판매비와관리비	181	214	232	256
조정영업이익	12	100	104	153
영업이익	12	100	104	153
비영업손익	4	1	4	7
금융손익	4	6	8	12
관계기업등 투자손익	0	-6	-4	-5
세전계속사업손익	16	101	108	160
계속사업법인세비용	4	24	22	32
계속사업이익	11	77	86	128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	77	86	128
지배주주	11	77	86	128
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	77	86	128
지배주주	11	77	86	128
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	109	112	161
FCF	33	82	92	134
EBITDA 마진율 (%)	11.4	34.7	33.4	39.4
영업이익률 (%)	6.2	31.8	31.0	37.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	24.5	25.7	31.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	321	412	547
현금 및 현금성자산	111	192	281	411
매출채권 및 기타채권	33	36	36	38
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	93	95	98
비유동자산	130	124	121	120
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	54	51	49
무형자산	35	35	35	36
자산총계	367	445	534	667
유동부채	66	67	67	68
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	58	58	59
비유동부채	38	39	40	45
장기금융부채	17	17	17	17
기타비유동부채	21	22	23	28
부채총계	104	106	108	113
지배주주지분	263	340	426	554
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	230	316	444
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	340	426	554

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	84	95	138
당기순이익	11	77	86	128
비현금수익비용가감	36	26	21	28
유형자산감가상각비	8	7	6	6
무형자산상각비	2	1	2	2
기타	26	18	13	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-1	1	2
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	-24	-22	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	-37	-4	-6	-8
유형자산처분(취득)	-4	-2	-3	-4
무형자산감소(증가)	-1	-1	-2	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-1	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	0	0	0
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
현금의 증가	-3	80	89	130
기초현금	115	111	192	281
기말현금	111	192	281	411

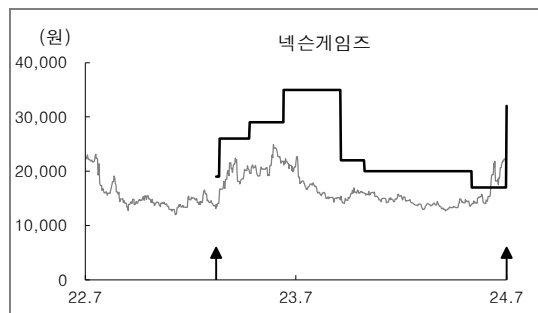
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	19.1	16.9	11.5
P/CF (x)	21.0	14.2	13.6	9.4
P/B (x)	3.3	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA (x)	37.7	11.1	10.0	6.1
EPS (원)	172	1,166	1,313	1,939
CFPS (원)	715	1,567	1,635	2,368
BPS (원)	4,505	5,669	6,982	8,921
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	62.4	6.9	21.9
EBITDA증가율 (%)	116.2	404.8	2.6	44.6
조정영업이익증가율 (%)	133.0	735.3	3.2	48.0
EPS증가율 (%)	60.9	578.8	12.7	47.7
매출채권 회전율 (회)	6.8	10.5	11.1	13.4
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	18.9	17.7	21.3
ROE (%)	4.5	25.5	22.6	26.1
ROIC (%)	12.0	104.6	117.7	176.4
부채비율 (%)	39.6	31.1	25.2	20.5
유동비율 (%)	358.7	480.6	610.9	802.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-75.0	-80.9	-85.9
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	69.7	71.7	105.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2024.07.29	매수	32,000	-	-
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 적용 기준

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(◆), 추가(—), 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.