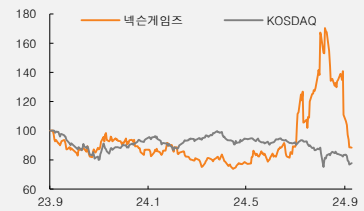


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>28,000원</b>
현재주가(24/9/9)	15,230원
상승여력	83.8%

영업이익(24F, 십억원)	82
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	435.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	16.6
MKT P/E(24F, x)	9.7
KOSDAQ	714.46
시가총액(십억원)	1,003
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.7
외국인 보유비중(%)	5.6
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-47.2	17.0	-5.5
상대주가	-43.5	43.0	20.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

225570 · 게임

## 넥슨게임즈

### 블아 가치도 안되는 시총. Conviction Buy

#### 퍼스트 디센던트의 성과가 제로인가?

현재 시가총액은 1조원으로 퍼스트 디센던트 출시 전 수준으로 회귀했다. 트래픽이 초반 대비 감소한 것은 맞지만 이번 흥행으로 동사는 1) 연 천억원 수준의 공헌이익 기여가 가능한 파이프라인 획득, 2) 국내사 중 최상위에 해당하는 Hit Ratio 달성, 3) 멀티플랫폼 개발력을 입증해 리레이팅을 정당화할 수 있는 근거를 확보했다.

퍼디의 하반기 예상 총매출액 3,400억원은 트리플A급 콘솔 게임을 성공시킨 것에 비견되는 규모다. 루트슈터 인기작 워프레임도 초기에는 부침을 겪었지만 유저 친화적 운영과 업데이트로 역주행에 성공했다. 유저와의 적극적인 소통을 통해 추가 업데이트들을 진행하고 있는만큼 이후 트래픽 가능성에 대해서도 기대해볼 수 있다.

#### 블루아카이브의 가치에 대한 판단이 필요

블아는 일본 최상위 IP 반열에 올라섰으며 미디어믹스가 활발히 진행 중이다. 블루아카이브의 글로벌 MAU는 신고점을 갱신하고 있다. 블아의 종적 확장은 아직 시작하지도 않았다. 호요버스의 붕괴, 타입문의 패이트, 반다이남코의 아이돌마스터가 그랬듯 플랫폼 및 장르 확장을 통한 폭발적인 매출 성장도 향후 기대되는 부분이다.

연간 일평균 10억원 수준의 매출이 발생 중이다. 향후 3년간은 연간 총매출 3,600억원, 동사에 대한 공헌이익은 1,200억원 이상이 발생할 전망이다. 현재 연간 공헌이익의 10배만 생각해도 1.2조원의 가치다. 그 이후에는 IP의 종적 확장을 통한 신작 출시로 보다 폭발적인 매출 및 이익 기여가 가능할 전망이다.

#### 목표주가 28,000원, 중소형주 Top Pick 유지

현재 주가는 락바텀 수준에 도달했다고 판단하며 적극 매수를 추천한다. 25F P/E 13배까지 하락해 국내 주요 게임사 가운데 가장 낮은 밸류에이션 수준에 도달했다. 12MF P/S는 2.8배로 합병 이후 멀티플 최하단 수준이다.

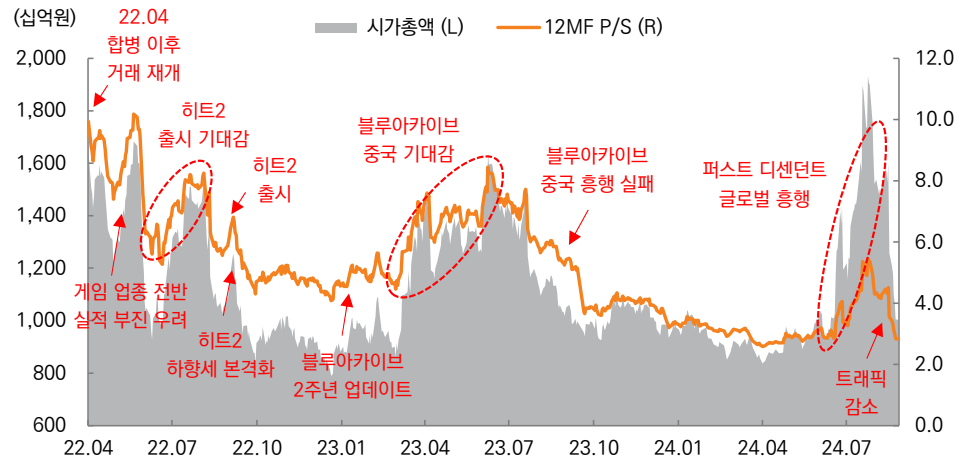
퍼디의 PC 트래픽 부진에 대한 시장 실망이 큰 상황이나 넥슨은 공개되지 않은 콘솔 접속자와 매출 지표가 굉장히 좋다고 최근 컨퍼런스에서 밝혔다. PC 트래픽 하향 안정화 완료와 함께 주가 반등이 본격화될 것이다. 1H25부터는 25년 연내 목표로 개발 중인 프로젝트DW(던파 IP)에 대한 강력한 신작 모멘텀이 발생할 전망이다.

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	16.6	13.3	8.2
P/B (배)	3.2	3.3	2.8	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

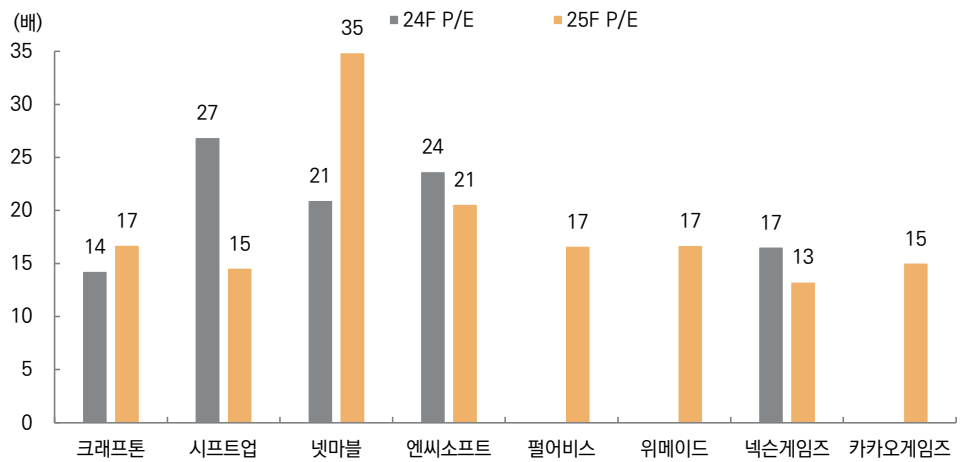
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 넥슨게임즈 시가총액, 12MF P/S 추이



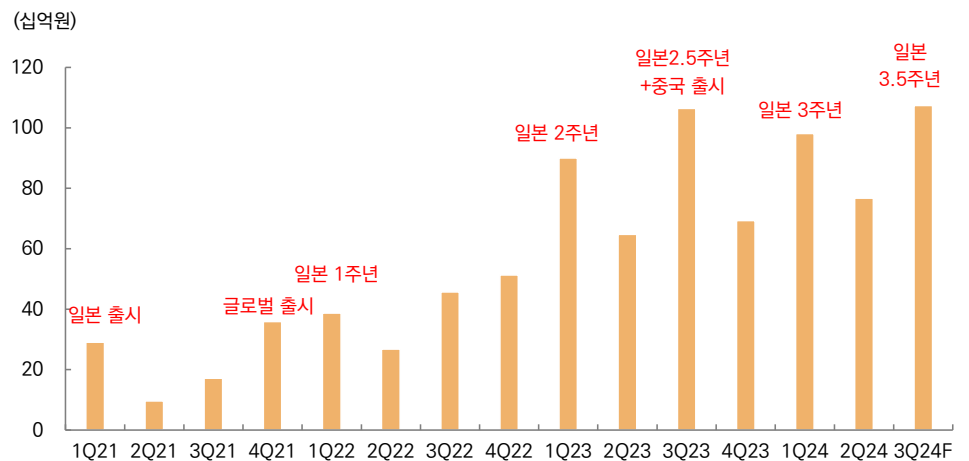
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 국내 주요 게임사 24F, 25F P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 블루아카이브 출시 이후 분기 매출 추이(총매출 기준)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 28. 분기 및 연간 실적 전망

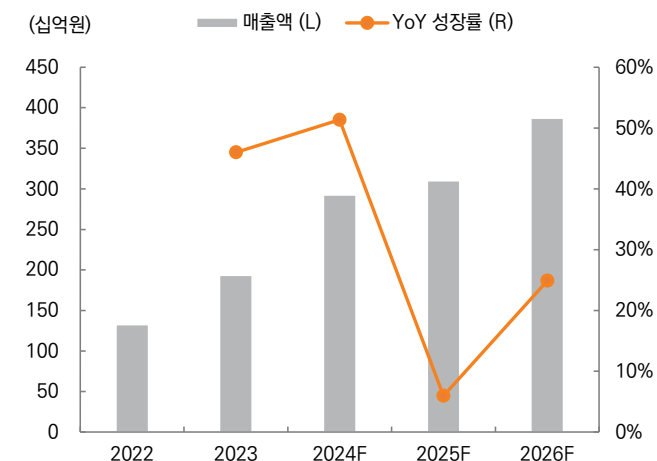
(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>52</b>	<b>43</b>	<b>56</b>	<b>41</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>120</b>	<b>77</b>	<b>132</b>	<b>193</b>	<b>292</b>	<b>310</b>	<b>387</b>
(% 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
<b>영업비용</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>127</b>	<b>181</b>	<b>211</b>	<b>220</b>	<b>242</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-10</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>	<b>64</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>145</b>
(% 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%
<b>지배주주순이익</b>	<b>12</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>52</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>122</b>
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%

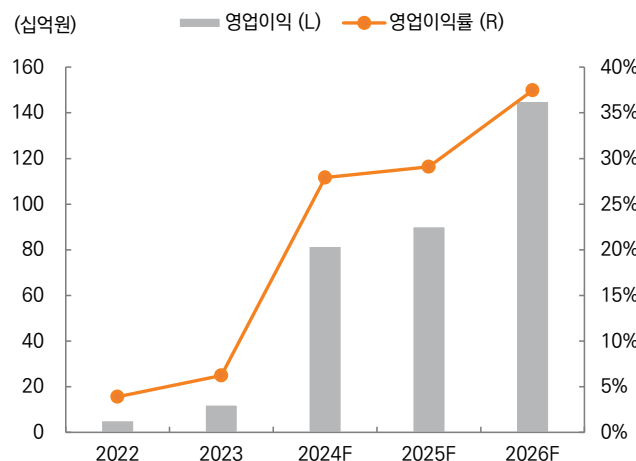
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 연간 매출액 전망

그림 160. 연간 영업이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	15,709	15.6	15.2	5.9	5.3	2.4	2.1	10.5	9.6	40.4	40.8
시프트업	3,372	22.8	15.4	14.8	10.0	4.3	3.4	19.3	14.0	72.7	68.3
넷마블	4,942	24.5	29.0	1.7	1.7	0.9	0.9	14.7	14.8	7.6	7.7
엔씨소프트	3,912	21.3	16.7	2.5	2.1	1.1	1.1	14.0	8.4	5.0	11.4
넥슨게임즈	1,003	12.9	8.9	3.1	2.6	2.9	2.2	7.1	5.6	33.3	36.5
위메이드	1,159	33.2	16.7	1.4	1.3	4.3	3.4	-	12.2	-0.1	12.7
펄어비스	2,162	115.5	15.3	6.3	3.5	2.9	2.5	172.9	10.6	-5.2	24.5
카카오게임즈	1,386	54.1	18.6	1.4	1.2	1.0	0.9	14.1	10.0	4.6	9.7
NHN	600	17.9	7.5	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.8
네오위즈	473	12.3	10.9	1.3	1.2	0.9	0.8	5.3	4.9	8.8	9.6
컴투스	458	17.2	11.4	0.7	0.6	0.4	0.4	14.4	8.5	2.0	4.9
더블유게임즈	1,054	6.1	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	3.1	3.0	38.8	38.5
웹젠	604	8.6	6.6	2.6	2.1	0.9	0.8	5.2	3.9	26.8	30.1
조이시티	118	13.3	10.6	0.8	0.7	1.0	0.9	11.0	8.8	8.8	9.9
Electronic Arts (US)	51,212	19.3	17.2	5.0	4.7	5.0	4.7	14.2	13.4	32.0	31.3
Take Two Interactive	36,807	61.7	19.9	4.9	3.4	4.7	4.2	39.3	15.6	11.2	18.2
Nintendo (JP)	94,328	26.7	22.5	7.0	5.4	3.3	3.1	18.7	15.9	27.6	26.1
Nexon	21,525	17.7	16.4	4.6	4.3	2.2	2.0	10.2	9.1	32.4	33.9
Bandai Namco	19,757	20.7	20.1	1.9	1.8	2.8	2.6	10.4	10.2	12.3	12.5
Konami	18,154	26.0	23.8	4.8	4.5	3.8	3.4	14.2	13.3	24.2	24.8
Cyber Agent	4,850	30.1	22.4	0.6	0.6	3.3	3.0	9.5	9.0	5.2	5.4
Square Enix	6,319	20.1	19.7	2.1	2.0	1.9	1.8	8.3	8.1	13.9	13.9
Tencent (CH)	597,492	15.2	13.6	4.8	4.4	3.3	2.8	13.2	11.9	31.9	33.3
NetEase	67,338	11.0	10.0	3.3	3.0	2.5	2.2	7.6	7.1	28.2	29.2
Kingsoft	4,834	20.8	16.8	2.6	2.3	1.1	1.1	2.4	2.1	28.6	29.4
Youzu Interactive	1,268	27.1	19.3	4.1	3.6	1.4	1.3	19.1	15.4	14.5	11.8
Ubisoft (FR)	2,602	8.6	7.3	0.7	0.7	0.9	0.8	2.6	2.6	15.0	17.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

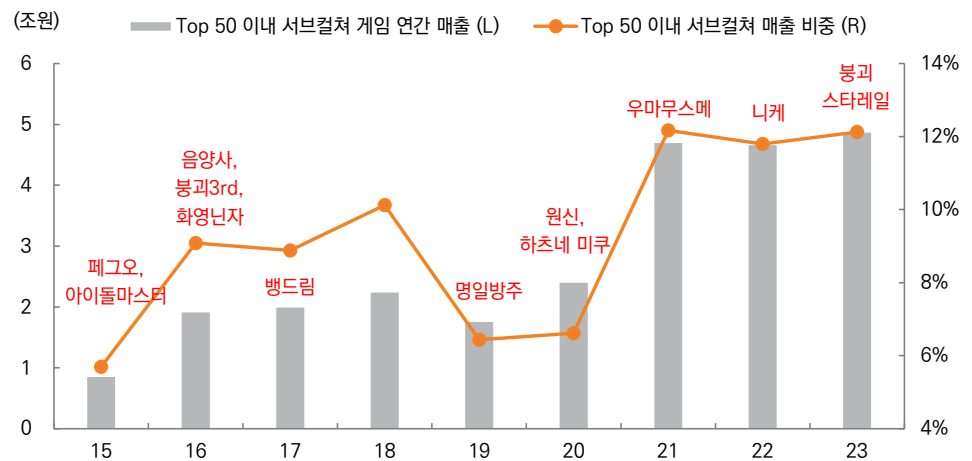
## 투자포인트 재점검

### 글로벌에서 서브컬처 장르 고성장 수혜

경쟁이 치열해지고 있는 모바일 게임 시장에서 서브컬처 게임은 메인 장르로 올라서는 데 성공했다. 모바일 시장 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 6%에서 23년 12%까지 상승한 것으로 추정된다. 글로벌 주요 서브컬처 게임 10종의 연간 매출액은 6조원 이상을 기록 중이며 10년 가까이 롱런하면서도 유의미한 매출을 기록하는 게임들도 등장하고 있다.

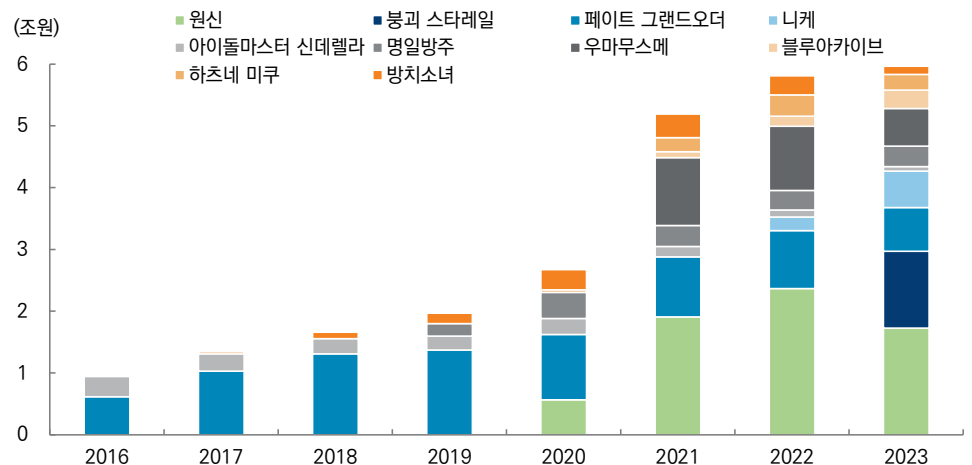
2018~2023년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 1) 모바일 한정이 아닌 PC, 콘솔로의 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

그림 161. 글로벌 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 162. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이

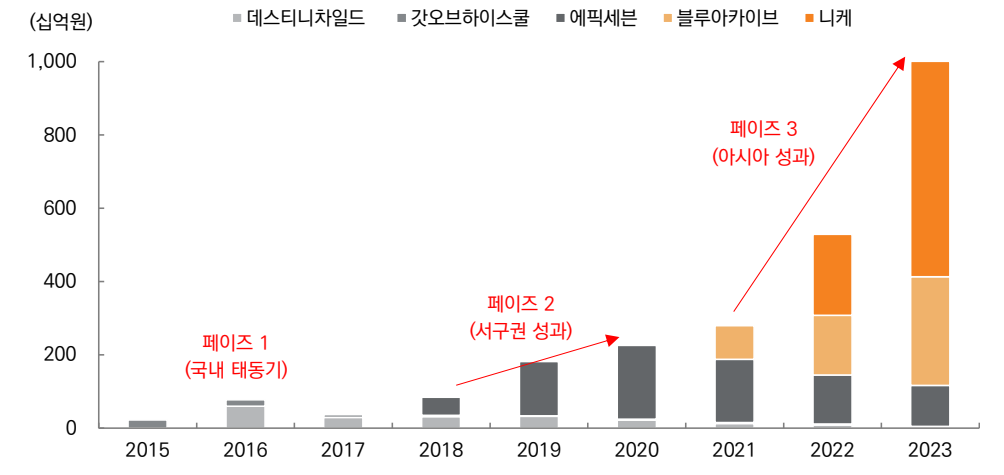


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 최상위 서브컬처 IP로 올라서고 있는 블루아카이브

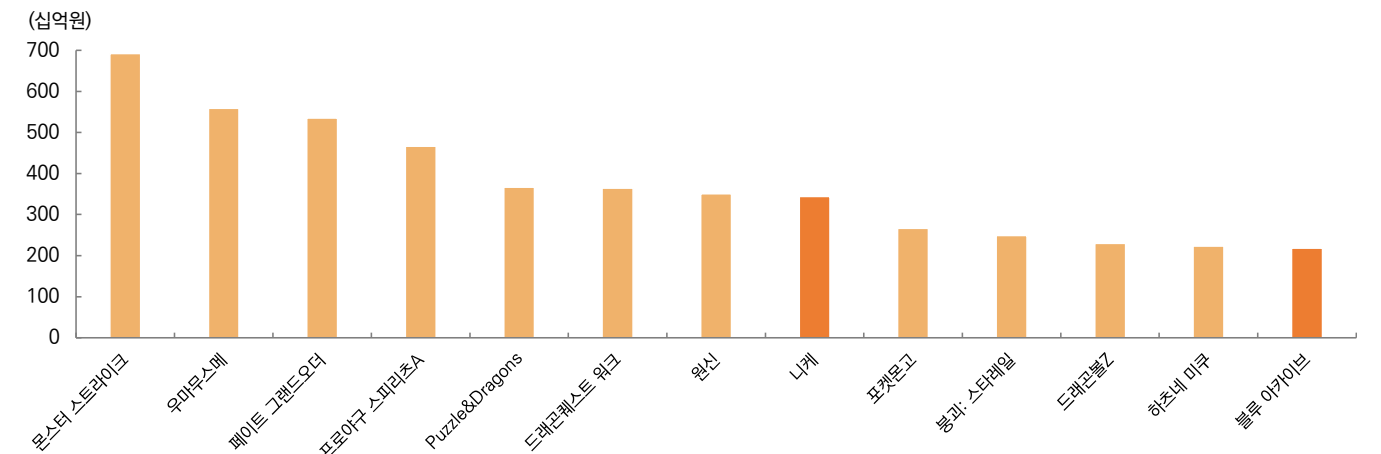
블루아카이브는 2021년 출시된 이후 폭발적인 성장을 지속하며 서브컬처 본고장 일본에서도 K-서브컬처 게임이 통함을 증명하고 있다. 블루아카이브 작년 일본 모바일 게임 연간 매출액 13위를 기록했다. 일본에서 블루아카이브 IP가 정상급 반열로 올라서고 있다는 점을 느끼는 것은 어렵지 않다. 우마무스메와 같은 최상위 서브컬처 게임들만 광고 가능한 아키히바라역 메인 광고판은 작년에 이어 올해에도 블루아카이브가 자리를 차지하고 있다.

그림 163. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



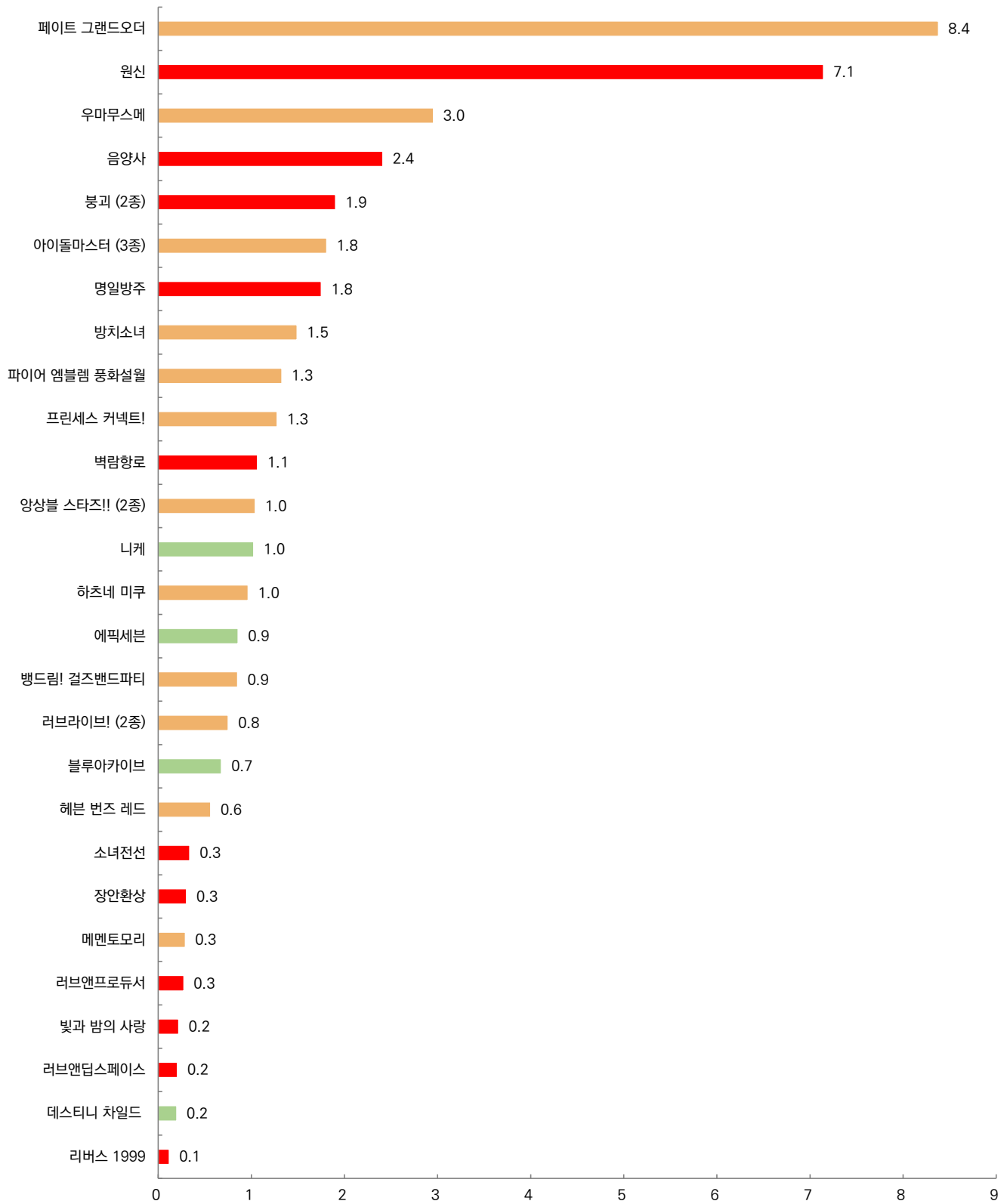
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 164. 2023년 일본 모바일 게임 Top 13 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 165. 글로벌 주요 서브컬처 IP 출시 이후 누적 모바일 매출액 (조원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

붕괴, 아이돌마스터에서 보는 종적 성장 가능성

서브컬처는 다른 어떤 장르보다 스토리의 중요도가 높은 편이다. 1) IP가 존재하는 작품 기반 서브컬처 게임은 해당 IP에 대한 친숙한 기억 또는 애정을 가진 사람들을 끌어들이며 흥행을 지속해 나가고(타입문 IP의 페이트 그랜드오더가 대표적), 2) IP가 창조된 게임의 경우 해당 편 이후의 후속 스토리에 대한 기대감과 궁금증으로 후속 흥행을 이끌어 나간다.

호요버스의 붕괴 시리즈가 서브컬처 IP의 연속성을 보여주는 대표적인 케이스다. 호요버스 초창기인 12년 FlyMe2theMoon에서 시작된 붕괴 IP는 붕괴학원(12년)을 거쳐 붕괴학원 2(14년)부터 인기를 끌기 시작하더니 붕괴3rd(17년)부터 글로벌 흥행에 성공한다. 작년부터는 붕괴: 스타레일을 통해 또 한번의 성공적인 IP 확장 신화를 써내려가고 있다.

그림 166. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이

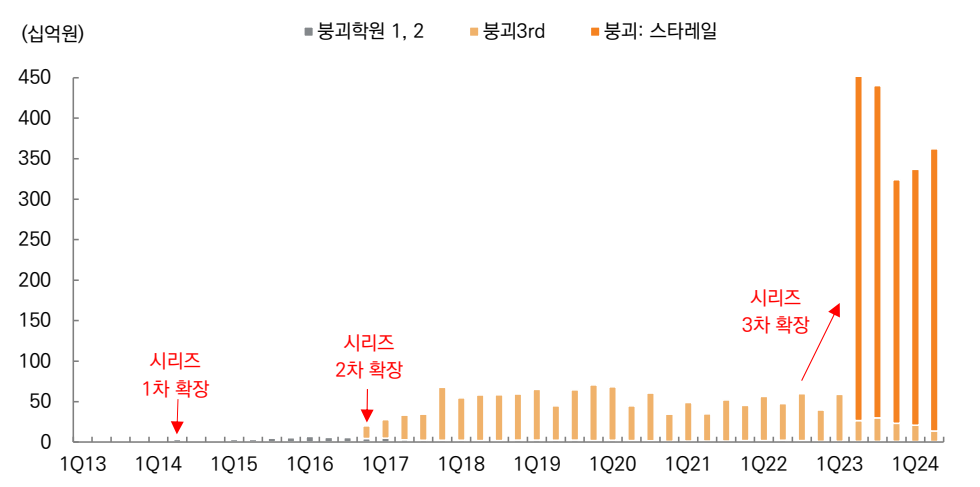


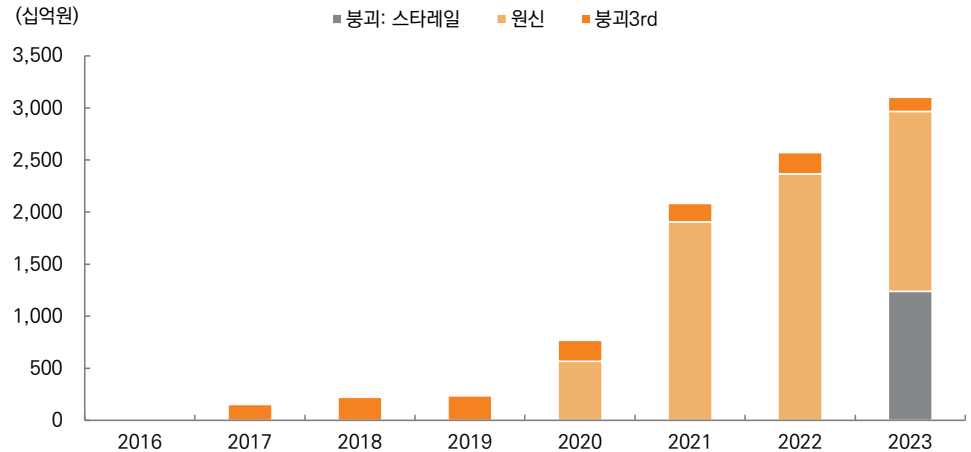
그림 167. 붕괴 IP 시리즈 변화



자료: 호요버스, 애플스토어, 미래에셋증권 리서치센터



그림 168. 호요버스 주요 게임 iOS 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 30. 호요버스 주요 타임라인

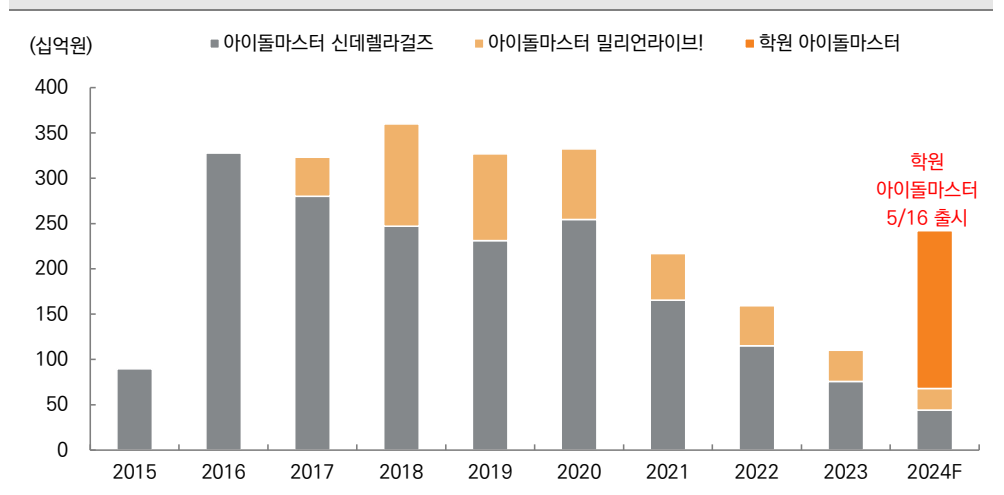
타임라인	내용
미호요 설립 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2011년 '미호요' 창립, 2012년 2월 법인화, 비상장사</li> <li>- 대학 동기 차이하오위, 류웨이(현 CEO), 위위하오 3명 공동 설립</li> <li>- '테크 오타쿠가 세상을 바꾼다'라는 슬로건을 내세워 창립</li> <li>- 2022년 이후 중국 외 지역에서는 '호요버스'라는 브랜드 명칭으로서 운영</li> </ul>
〈FlyMe2theMoon〉 출시 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 설립자의 오타쿠 취향을 담은 첫 서브컬처 장르 게임</li> <li>- 현 〈붕괴〉 시리즈의 대표 캐릭터 '키아나 카스라나'를 주인공으로 출시</li> <li>- 대중 및 평단의 부정적 반응, 저조한 매출</li> <li>- 특히 서브컬처 장르가 확립되기 전이라 생소하다는 반응이 상당수</li> </ul>
〈붕괴학원〉 출시 (2012)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 전작에 대한 부정적 반응에도 불구하고 설립자의 서브컬처 취향 유지</li> <li>- '준비학원'과 '학원목시록'에서 영감 받아 2012년 〈붕괴학원〉 출시</li> </ul>
〈붕괴학원2〉 출시 (2014)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유의미한 매출 발생 시작, 게임사로서 경쟁력을 갖추게 한 게임</li> <li>- 중국 내 뿐만 아니라 한, 일 포함 글로벌 출시 시작</li> <li>- 패러디 요소가 다수 존재, 일본의 서브컬처를 기반으로 한 아이템 다수</li> <li>- 다양한 게임, 애니메이션과 콜라보레이션 진행</li> </ul>
〈붕괴3rd〉 출시 (2016)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 호요버스의 기술력을 입증, 매출을 본격 성장시킨 작품</li> <li>- 수집형 RPG 주류 시장에서 ARPG 장르로 성공을 이룸</li> <li>- 3D 렌더링 기술 접목시켜 더욱 세밀한 표현에 집중</li> <li>- 게임 내 다수의 실험적 업데이트 진행, 대부분 일회성 콘텐츠</li> <li>- 여러 실험을 통해 개발 역량이 발전했다는 평가</li> </ul>
〈원신〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 글로벌에서도 폭발적인 매출을 증명한 첫 작품. 오픈 월드 어드벤처</li> <li>- 출시 당시 수백명 규모에서 2022년 4,000명의 직원 규모로 성장</li> <li>- 출시 12일만에 매출 1억 달러 달성, 개발비 전액 회수</li> <li>- 서브컬처 게임으로서 캐릭터 매력 극대화, 유저들과 소통을 통해 코어 팬층 생성</li> <li>- '전설 및 초대 이벤트'로 메인 스토리에서의 비주류 캐릭터들의 이야기 소개</li> <li>- 모바일 F2P 게임에서 오픈 월드 요소를 사용하여 유저들의 탐험 욕구 자극</li> <li>- 멀티 플랫폼(모바일, PC, PS)을 채택, 크로스 플레이 지원으로 타 플랫폼 유저들과 협동 가능</li> <li>- 뛰어난 게임성, 〈젤다의 전설: 야생의 숨결〉에서 영감받아 유사한 콘텐츠 + 독창적인 요소</li> <li>- 호요버스의 성과로 중국 내 서브컬처 장르에 대한 수요가 높아졌고, 주류 게임 장르로 등극</li> </ul>
〈미해결사건부〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 여상향 추리 연애 시뮬레이션 모바일 게임, 큰 성과는 없었지만 꾸준히 업데이트하며 서비스 지속</li> </ul>
〈붕괴: 스타레일〉 출시 (2023)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 붕괴 IP 후속작, 호요버스의 2번째 대형 IP, 대형 게임사로서 입지를 공고히 한 게임</li> <li>- 서브컬처 게임의 중요 요소인 탄탄한 스토리, 매력적인 캐릭터, 안정적 퍼블리셔 3박자가 조화를 이룸</li> <li>- '은하열차 글로벌 투어' 이벤트 성공적 진행에 따른 초반 인기 열기 확보</li> </ul>
〈젠레스 존 제로〉 출시 (2024)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 원신, 붕괴: 스타레일에 이어 또다른 센세이션을 일으키고 있는 게임</li> <li>- 특히 카니발리제이션을 막고자 기존 IP와 차별점을 둠</li> <li>- 기존의 RPG 및 스토리 중심 타이틀에서 벗어남</li> <li>- 모험을 테마로 한 공상과학 배경 도입, 3인칭 카메라 시점으로 진행</li> </ul>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IP의 연속성을 보여주는 또 다른 사례는 일본의 아이돌마스터가 대표적이다. 성공적인 미디어믹스를 이어나가며 무려 20여년의 기간동안 IP 인기를 유지해오고 있다. 아이돌마스터는 반다이남코(2005년 9월 반다이-남코 합병)가 2005년 출시한 아케이드 게임을 기반으로 하는 아이돌 장르 IP다. 게임뿐 아니라 만화, 애니메이션, 음악, 라이브 등 다양한 미디어믹스를 전개해오고 있다.

2015년 모바일로 출시된 아이돌마스터 신데렐라걸즈 스타라이트 스테이지가 공전의 히트를 치며 매출 확대가 본격화된다. 2017년 출시된 아이돌마스터 밀리언라이브까지 더해지며 매출 전성기를 누렸다. 2021년 이후로는 게임 내 인플레이션 심화와 팬덤 갈등으로 인한 유저 이탈로 매출 감소를 겪고 있었으나 2024년 5월 출시된 신작 학원 아이돌마스터가 흥행에 성공하면서 다시 한 번 매출 반전에 성공하는 모습이다.

그림 169. 아이돌마스터 IP 주요 모바일 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 170. 아이돌마스터 IP 시리즈 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 아이돌마스터 IP 변천사

대표 프로젝트	출시시기	대표 후속작	특이사항
아이돌마스터 (아케이드)	05년 7월	아이돌마스터 2 (콘솔, 11년 2월 출시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 아이돌마스터 IP의 전신</li> <li>- 대중적인 캐릭터 디자인, 팝 OST로 폭넓은 유저층 확보 노력</li> <li>- 터치스크린, 대화 시스템 등으로 캐릭터와 유저 간 상호작용 증진</li> <li>- 아이돌 육성 장르가 생소했던 당대 장르 주류화 주도</li> <li>- 성장형 스토리 요소 최초 도입. 남녀노소 모두에게 폭발적 반응</li> </ul>
아이돌마스터 신데렐라 걸즈 (웹, 모바일)	11년 11월	아이돌마스터 신데렐라 걸즈 스타라이트 스테이지 (모바일, 15년 9월 출시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 765프로덕션 아이돌(본가)가 아닌 346프로덕션(분가)의 개념 도입</li> <li>- 매년 총선거 실시, 싱글 앨범 참가, 성우 배정의 혜택 제공</li> <li>- 스타라이트 스테이지 출시 이후 모바일 기반 시리즈 전개</li> <li>- 타 소셜게임에 비해 과도한 과금 구조로 비판받음</li> <li>- 음반, 만화책, 애니메이션 등 미디어 믹스의 활성화를 이끔</li> <li>- 일본 내 소셜 게임 열풍과 동반 성장</li> <li>- 서브컬처 게임의 모바일 출시 보편화</li> </ul>
아이돌마스터 밀리언 라이브! (웹, 모바일)	13년 2월	아이돌마스터 밀리언 라이브! 시어터 데이즈 (모바일, 17년 6월 출시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 아이돌마스터 IP 독자적 소셜게임의 출범</li> <li>- 기존 765 프로덕션과 새로운 캐릭터 설정으로 기존 팬층 유입</li> <li>- 시어터데이즈의 3D 그래픽, 라이브 MV 등 다양한 콘텐츠 존재</li> <li>- 캐릭터와 대화, 블로그 게시 등 유저와의 적극적 상호작용</li> <li>- 과도한 과금 요소를 줄여 유저 친화적 환경 조성</li> <li>- 실시간 스트리밍 이벤트로 생생한 유저 경험 제공에 주안점</li> <li>- 유저와 캐릭터 상호작용의 중요성을 강조</li> </ul>
아이돌마스터 SideM (웹, 모바일)	14년 7월	아이돌마스터 SideM 라이브온스테이지 (모바일, 17년 8월 출시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 아이돌마스터의 남자버전, 유닛제의 첫 도입</li> <li>- 라이브온스테이지 출시, 리듬게임이 아닌 육성에 초점</li> <li>- 여성 유저를 유입하는데 기여</li> <li>- 비교적 낮은 퀄리티의 3D 그래픽과 오디오로 혹평 존재</li> </ul>
아이돌마스터 샤이니 컬러즈 (웹, 모바일)	18년 4월	아이돌마스터 샤이니 컬러즈 Song for Prism (모바일, PC 23년 11월 출시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 새로운 캐릭터들로만 구성된 유닛제로 신선함 선사</li> <li>- 높은 채도의 기존 그림체와 달리 투명한 일러스트 사용</li> <li>- Song for Prism 출시, 육성 시뮬레이션과 리듬게임으로 구성</li> <li>- 대형 IP도 지속적으로 새로운 시도가 가능함을 입증</li> <li>- 출시 1주년 안정화, 액티브 유저 3배 이상 증가</li> <li>- 3D 그래픽 퀄리티와 애니메이션에 대한 혹평 존재</li> </ul>
학원 아이돌마스터 (모바일)	24년 5월	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 개발 외주를 맡겨 높은 퀄리티의 3D 모델링 구현</li> <li>- 정체성 유지하며 고등학생 캐릭터, 학원 내부 프로듀싱 등 내용상 변주</li> <li>- K-POP 느낌 곡들과 라이브로 젊은 유저층 유입 노력</li> <li>- 아이돌마스터 IP의 인기를 부활시킨 작품</li> <li>- 대표적인 일본 서브컬처 IP로 자리매김</li> <li>- 출시 2주만에 100만 다운로드 달성</li> </ul>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 넥슨게임즈 (225570)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	292	310	387
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	292	310	387
판매비와관리비	181	211	220	242
조정영업이익	12	82	90	145
영업이익	12	82	90	145
비영업손익	4	0	4	8
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
당기순이익	11	60	75	122
지배주주	11	60	75	122
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	60	75	122
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
유동자산	237	305	385	515
현금 및 현금성자산	111	176	254	379
매출채권 및 기타채권	33	35	36	37
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	99
비유동자산	130	124	121	120
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	54	51	49
무형자산	35	35	35	36
자산총계	367	429	506	635
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	46
장기금융부채	17	17	17	17
기타비유동부채	21	22	23	29
부채총계	104	106	108	114
지배주주지분	263	323	399	521
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	214	289	411
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	323	399	521

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	68	84	133
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
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	64	78	125
기초현금	115	111	176	254
기말현금	111	176	254	379

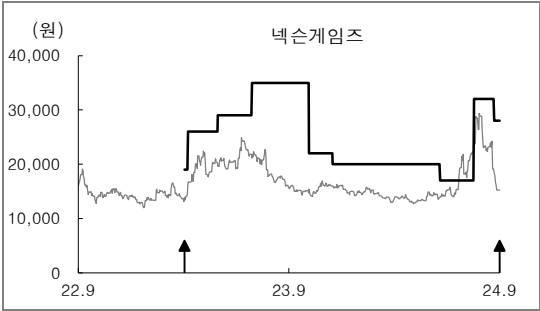
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	16.6	13.3	8.2
P/CF (x)	21.0	11.9	10.6	6.7
P/B (x)	3.3	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	37.7	8.5	7.0	3.7
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

투자의견 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

투자의견 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(■)

투자의견 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

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>
<p>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.</p>