

넥슨게임즈 225570

Jul 23, 2024

규격 외의 흥행을 반복

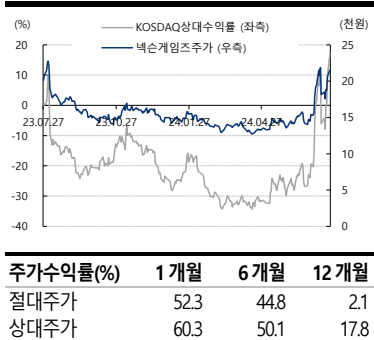
Buy 신규

TP 25,500 원 신규

Company Data

현재가(07/22)	21,550 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	22,750 원
52 주 최저가(보통주)	12,700 원
KOSPI (07/22)	2,763.51p
KOSDAQ (07/22)	809.96p
자본금	329 억원
시가총액	14,185 억원
발행주식수(보통주)	6,582 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	444.5 만주
평균거래대금(60 일)	857 억원
외국인지분(보통주)	3.67%
주요주주	
넥슨코리아	60.05%

Price & Relative Performance



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

슈팅게임과 RPG 개발력을 갖춘 넥슨 그룹 개발사

넥슨게임즈는 넥슨 그룹의 주요 개발사로서 21년 11월 출시한 서브컬처 수집형 RPG ‘블루아카이브’(23년 매출 비중 59.7% 추정), 22년 8월 출시 MMORPG ‘히트2’(16.7% 추정), 05년 출시한 FPS ‘서든어택’(19.6% 추정)을 주요 라인업으로 함. 23년 해외 매출 비중은 28.2%, 1Q24 34.4%로 ‘블루 아카이브’의 글로벌 역주행으로 22년 17.2% 대비 상향됨.

24년 7월 2일 출시한 TPS 루터슈터 ‘퍼스트 디센던트’가 높은 동시접속자수(7월20일, SteamDB 기준 15만 명)를 기록하고 있으며, 스팀 누적 매출은 5,130만 달러(Gamalytic 기준)를 기록한 것으로 추산. 서구권 유저 비중 높은 것으로 추정되어 해외 매출 비중 더욱 높아질 것으로 전망. ‘퍼스트 디센던트’의 24년 매출 기여(순매출)는 859억원, 25년 1,095억원 으로 추정. 2025년에도 기존작들의 매출이 견조하게 유지되는 가운데 ‘퍼스트 디센던트’ 매출 운기 반영과 4Q25 던전앤파이터 IP 기반 오픈월드 액션 RPG ‘Project DW’ 출시 효과 일부 반영 예상.

투자의견 Buy, 목표주가 25,500원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가는 25,500원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF 지배순이익 추정치 799억원에 target PER 21.0배를 적용해 산출. ‘퍼스트 디센던트’는 Steam 10위권 내의 동시접속자수 순위를 유지하고 있고, 급격한 트래픽 이탈이 이루어지지 않는다면 큰 폭의 이익 성장이 이루어질 수 있는 시기로 판단. PLC 장기화 능력이 중요한 상황에서, 동사의 주요 라인업 중 1)FPS ‘서든어택’과 2) ‘블루아카이브’ 사례를 참고시 출시 초기 대비 트래픽 및 매출 하향은 자연스러운 현상이지만 PLC 장기화 및 이익 고성장은 충분히 가능한 시나리오라고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	132	193	278	334	393
YoY(%)	NA	46.0	44.1	19.8	17.8
영업이익(십억원)	5	12	62	88	118
OP 마진(%)	3.8	6.2	22.3	26.3	30.0
순이익(십억원)	6	11	49	71	95
EPS(원)	107	172	748	1,083	1,444
YoY(%)	0.0	60.9	335.5	44.8	33.3
PER(배)	121.3	87.2	27.6	19.1	14.3
PCR(배)	29.3	21.0	15.0	12.0	9.8
PBR(배)	3.6	3.8	4.4	3.5	2.8
EV/EBITDA(배)	69.8	37.4	15.8	10.3	5.8
ROE(%)	5.1	4.5	17.1	20.5	22.1

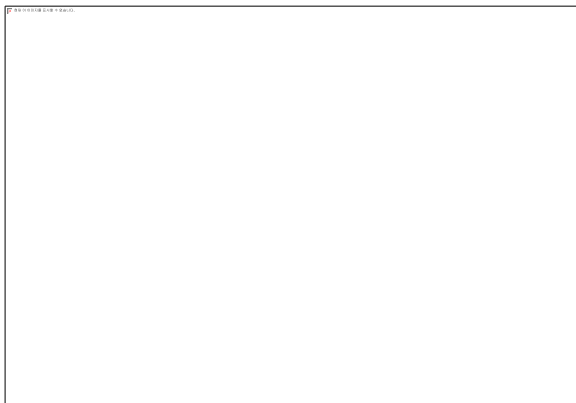
1. 슈팅게임과 RPG 개발력을 갖춘 넥슨 그룹 개발사

넥슨게임즈는 넥슨 그룹의 주요 개발사로서 2021년 11월 출시한 서브컬처 수집형 RPG ‘블루 아카이브’(2023년 매출 비중 59.7% 추정)와 2022년 8월 출시한 MMORPG ‘히트2’(2023년 매출 비중 16.7% 추정), 2005년 출시한 FPS ‘서든어택’(2023년 매출 비중 19.6% 추정)을 주요 라인업으로 한다. 2023년 해외 매출 비중은 28.2%, 1Q24 34.4%로 ‘블루 아카이브’의 2023년 글로벌 역주행에 따른 기여 확대로 2022년의 17.2% 대비 높아졌다.

2024년 7월 2일 출시한 TPS 루터슈터 게임 ‘퍼스트 디센던트’가 높은 동시접속자수(7월 20일, SteamDB 기준 15만명)를 기록하고 있으며, 24년 7월 20일까지 스팀 누적 매출은 5,130만 달러(Gamalytic 기준)를 기록한 것으로 추산된다. 트래픽 활성화 시간을 고려시 서구권 유저 비중이 높은 것으로 추정되기 때문에, 퍼스트 디센던트 실적 반영시 해외 매출 비중은 더욱 높아질 것으로 예상된다.

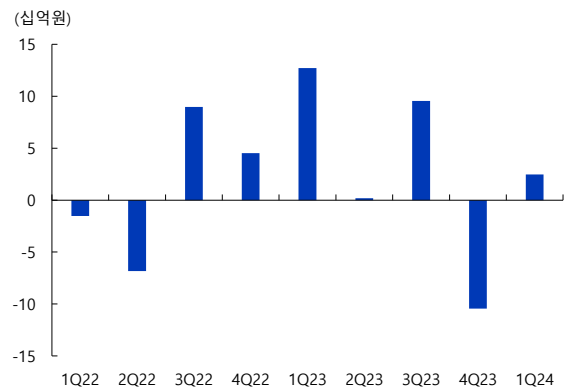
넥스코리아의 퍼블리싱 매출 중 일부를 순매출로 수취하는 사업구조로, 다작을 하는 개발사는 아니지만 ‘블루아카이브’, ‘히트2’, ‘퍼스트 디센던트’ 등 Hit Ratio가 높아 글로벌 게임 개발력을 입증했다고 판단한다.

[도표 64] 넥슨게임즈 플랫폼(기기)별 매출 추이



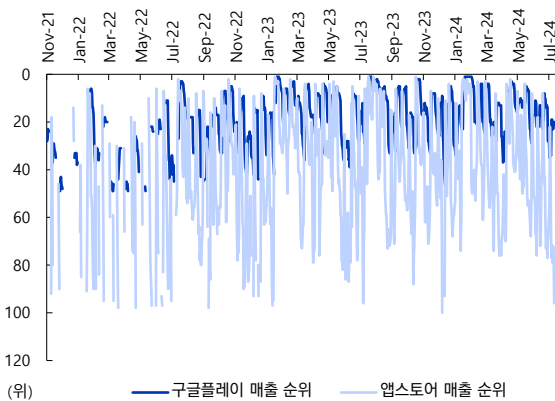
자료: 넥슨게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 넥슨게임즈 영업이익(손실) 추이



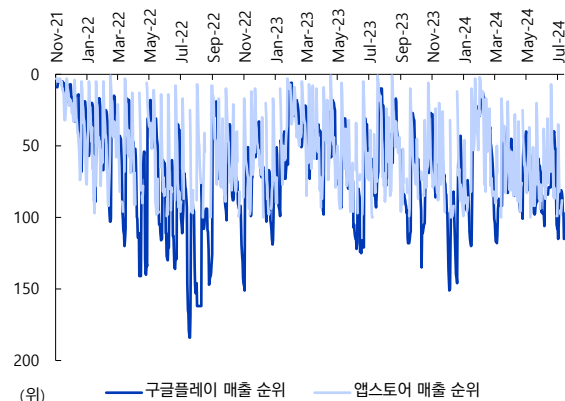
자료: 넥슨게임즈, 교보증권 리서치센터.

[도표 66] 블루아카이브 일본 모바일게임 매출 순위 추이



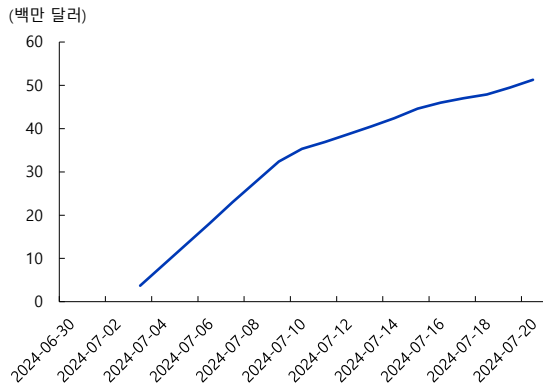
자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 블루아카이브 한국 모바일게임 매출 순위 추이



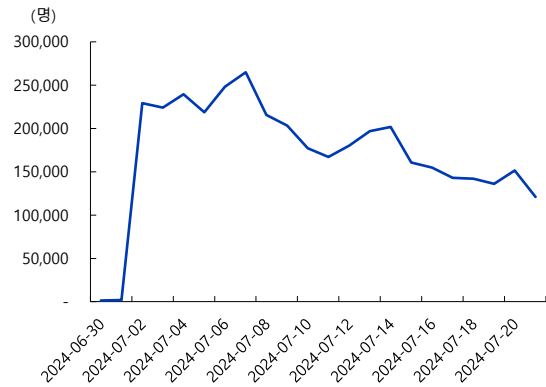
자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 퍼스트디센던트 스팀 누적 매출 추이 추정



자료: Gamalytic, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 퍼스트디센던트 스팀 동시접속자수 추이



자료: SteamDB, 교보증권 리서치센터

‘던전앤파이터’ IP 기반의 오픈월드 액션 RPG 4Q25 출시 예상

동사는 2024년 6월 18일 넥스코리아와 넥슨의 핵심 IP 중 하나인 던전앤파이터 IP 기반의 ‘Project DW’ 글로벌 게임공동사업계약을 체결하였다. Project DW는 오픈월드 액션 RPG로 PC/콘솔/모바일 멀티플랫폼을 기반으로 운영될 것으로 전망한다.

던전앤파이터(네오플 개발, 넥슨 퍼블리싱)는 글로벌 누적 이용자수 8.5억명을 기록한 글로벌 액션 RPG로, 모바일 향으로 재해석한 ‘던전앤파이터 모바일’ 역시 중국(텐센트 퍼블리싱)에서 5월 출시 이후 중국 앱스토어 매출 1~2위를 기록하고 있다. 넥스코리아는 RPG 개발력을 수 차례 검증한 바 있으며, 글로벌 팬덤을 형성하고 있는 IP를 활용시 큰 시너지를 낼 수 있을 것으로 전망한다.

Project DW의 출시 시기는 미정인 상태이며 개발 진행 상황에 따라 지연 가능성이 있으나, 계약공시상 계약기간이 ‘2024년 6월 18일~2028년 11월 30일’로 기재되어 있고 해당 공시에 ‘상기 계약기간은 지역별 정식 서비스 시작일로부터 3년까지이며, 계약 종료일 1개월 전까지 계약 당사자 간 별도의 합의가 없을 경우 1년씩 자동 연장되는 조건’이라고 공시된 점을 고려해 동사가 생각한 타겟 출시 시기는 4Q25라고 가정한다.

[도표 70] 넥슨게임즈 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-07-02	퍼스트 디센던트	TPS 루터슈터	글로벌	PC/콘솔	자체 개발(NEXON 퍼블리싱)
2025 예상	Project DW	오픈월드 액션 RPG (던전앤파이터 IP)	글로벌	PC	자체 개발(NEXON 퍼블리싱)
이후	Project DX	MMORPG (듀랑고 IP)	글로벌	PC	자체 개발(NEXON 퍼블리싱)

자료: 넥슨게임즈, 교보증권 리서치센터

2. 2024~2025년 실적 전망

넥슨게임즈는 '블루 아카이브' 및 '서든어택'의 매출이 견조하게 유지되는 가운데 24년 7월 2일 출시한 '퍼스트 디센던트' 매출이 반영되며 2024년 매출 2,785억원(YoY +44.1%), 영업이익 623억원(YoY +418.6%)을 기록할 것으로 예상된다. 퍼스트 디센던트의 2024년 매출 기여(순매출)은 859억원, 2025년은 1,095억원으로 추정한다. 영업비용의 60% 이상을 구성하는 인건비는 일부 인력 채용 및 상여 지급으로 2024년 1,339억원(YoY +11.9%)로 증가할 것으로 예상하나, 매출 증가가 더 크게 이루어져 OPM은 22.4%로 개선될 것으로 전망한다.

2025년은 기존작들의 매출이 견조하게 유지되는 가운데, '퍼스트 디센던트' 매출이 온기 반영되고, 4Q25 던전앤파이터 IP 기반 오픈월드 액션 RPG 'Project DW' 출시 효과가 일부 반영됨에 따라 매출은 3,336억원(YoY +19.8%), 영업이익 883억원(YoY +41.7%, OPM 26.5%)를 기록할 것으로 추정한다.

[도표 71] 넥슨게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	52.2	43.4	56.5	41.2	52.6	44.1	106.1	75.7	132.4	193.3	278.5	333.6
성장률(YoY %)	172.4%	78.3%	22.4%	-3.6%	0.9%	1.5%	87.8%	83.7%	109.8%	46.0%	44.1%	19.8%
모바일	41.3	33.7	46.8	30.6	37.3	30.5	42.3	28.2	103.6	152.4	138.3	128.3
PC	10.5	9.4	9.4	10.2	14.7	13.0	63.2	46.9	27.7	39.4	137.8	202.8
기타	3.5	3.5	3.5	4.3	5.9	5.9	6.0	6.0	1.0	1.5	2.4	2.5
영업비용	39.4	43.2	46.9	51.6	50.2	51.6	57.3	57.1	127.2	181.3	216.1	245.3
지급수수료	2.2	2.3	2.6	3.6	3.3	3.3	7.2	5.6		10.7	19.4	23.6
인건비	26.5	28.1	30.8	34.3	31.9	32.8	34.1	35.2		119.7	133.9	150.9
감가상각비	2.0	2.1	2.2	3.2	3.0	3.1	3.1	3.2		9.5	12.4	14.0
기타	8.8	10.7	11.3	10.5	12.1	12.4	12.8	13.2		41.4	50.4	56.8
영업이익	12.7	0.2	9.6	-10.4	2.5	-7.5	48.8	18.6	5.2	12.0	62.3	88.3
성장률(YoY %)	흑자전환	흑자전환	6.4%	적자전환	-80.6%	적자전환	411.0%	흑자전환	흑자전환	133.1%	418.6%	41.7%
OPM(%)	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-17.1%	46.0%	24.5%	3.9%	6.2%	22.4%	26.5%
순이익	11.9	-3.0	7.7	-5.3	-0.2	-6.9	40.0	16.4	6.0	11.3	49.2	71.3
NPM(%)	22.9%	-7.0%	13.7%	-12.9%	-0.4%	-15.8%	37.7%	21.6%	4.6%	5.8%	17.7%	21.4%

자료: 넥슨게임즈, 교보증권

3. Valuation

넥슨게임즈 투자 의견 매수, 목표주가 25,500원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 산출은 12개월 지배주주순이익 추정치 799억원에 target PER 21.0배(글로벌 게임사 Peer 12MF PER 평균)를 적용해 산출했다.

글로벌 흥행을 이루어낸 ‘퍼스트 디센던트’의 일일 동시 접속자수 변화에 따라 동사의 주가 변동이 크게 나타나고 있다. 그러나, 여전히 Steam 10위권의 동시접속자수 순위를 유지하고 있고, 급격한 트래픽이 이루어지지 않는다면 큰 폭의 이익 성장이 이루어질 수 있는 시기라고 판단한다. PLC 장기화 능력이 중요한 상황에서, 동사의 주요 라인업 중 1) FPS ‘서든어택’이 2005년 출시작임에도 분기 100억원 내외의 매출을 꾸준히 창출중인 것으로 추산되며, 2) 2021년 11월 출시한 서브컬처 RPG ‘블루 아카이브’가 1Q23 일본 플레이스토어 최상위권으로 역주행했다는 점을 고려시 출시 초기 트래픽 및 매출 하향은 자연스러운 현상이지만 PLC 장기화가 가능한 시나리오라고 판단한다.

[도표 72] 넥슨게임즈 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 당기순이익	79.9	3Q24~2Q25 순이익 추정치 합
target PER	21.0	글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균
적정시가총액	1,677	
발행주식수	65,822	
적정주가	25,482	
목표주가	25,500	
현재주가	21,550	
상승여력	18.3%	

자료: 넥슨게임즈, 교보증권 리서치센터

[넥슨게임즈 225570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	132	193	278	334	393
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	132	193	278	334	393
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	127	181	216	245	275
영업이익	5	12	62	88	118
영업이익률 (%)	3.9	6.2	22.4	26.5	30.0
EBITDA	10	22	70	95	123
EBITDA Margin (%)	7.5	11.1	25.2	28.4	31.4
영업외손익	1	4	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	6	6	6	6
금융비용	-2	-3	-5	-5	-5
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	6	16	63	89	119
법인세비용	0	4	14	18	24
계속사업순이익	6	11	49	71	95
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	11	49	71	95
당기순이익률 (%)	4.6	5.8	17.7	21.4	24.2
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	6	11	49	71	95
지배순이익률 (%)	4.6	5.8	17.7	21.4	24.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	6	11	49	71	95
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	6	11	49	71	95

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	29	37	64	90	112
당기순이익	6	11	49	71	95
비현금항목의 가감	19	36	42	42	43
감가상각비	4	8	7	6	5
외환손익	1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	27	35	37	39
자산부채의 증감	6	-7	-18	-13	-14
기타현금흐름	-2	-3	-9	-11	-13
투자활동 현금흐름	36	-37	-51	-82	-132
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-1	-4	0	0	0
기타	37	-33	-51	-82	-132
재무활동 현금흐름	-8	-2	-2	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-8	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	56	-3	26	63	139
기초 현금	59	115	111	137	200
기말 현금	115	111	137	200	339
NOPLAT	5	9	49	71	94
FCF	15	7	39	64	86

자료: 넥슨게임즈, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	204	237	328	483	764
현금및현금성자산	115	111	137	200	339
매출채권 및 기타채권	35	38	52	61	71
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	55	88	139	222	354
비유동자산	122	130	122	115	110
유형자산	50	59	52	47	42
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	3	5	5	5	5
기타비유동자산	68	66	64	64	63
자산총계	326	367	450	598	874
유동부채	60	66	71	80	96
매입채무 및 기타채무	8	8	8	8	8
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타금융부채	52	58	63	71	88
비유동부채	29	38	67	135	300
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	38	67	135	300
부채총계	89	104	138	215	395
지배자분	237	263	312	383	478
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	240	99	99	99	99
이익잉여금	-8	153	202	274	369
기타자본변동	-28	-22	-22	-22	-22
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	237	263	312	383	478
총차입금	12	17	24	34	49

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	107	172	748	1,083	1,444
PER	121.3	87.2	27.6	19.1	14.3
BPS	3,604	3,995	4,741	5,824	7,268
PBR	3.6	3.8	4.4	3.5	2.8
EBITDAPS	176	328	1,064	1,438	1,873
EV/EBITDA	69.8	37.4	15.8	10.3	5.8
SPS	2,337	2,939	4,230	5,068	5,971
PSR	5.5	5.1	4.9	4.1	3.5
CFPS	268	113	587	971	1,305
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	NA	46.0	44.1	19.8	17.8
영업이익 증가율	NA	133.0	418.6	41.7	33.6
순이익 증가율	NA	86.7	335.8	44.8	33.3
수익성					
ROIC	15.3	12.2	62.3	85.7	109.4
ROA	3.7	3.3	12.0	13.6	12.9
ROE	5.1	4.5	17.1	20.5	22.1
안정성					
부채비율	37.3	39.6	44.3	56.0	82.7
순차입금비율	3.6	4.5	5.3	5.7	5.6
이자보상배율	9.8	10.1	52.2	74.0	98.9