넥슨게임즈 225570

Analyst 최승호 | 플랫폼/게임
02-3779-3543, sh.choi@sangsanginib.com

고개를 돌리면 기회가 보인다

BUY 유지

목표주가 상향	25,000원
종가(24.07.16)	17,550원
상승여력	40.8%

Stock Data

KOSDAQ(07/15)	852.9pt
시가총액	12,197억원
액면가	500원
52주 최고가	22,750원
52주 최저가	12,700원
외국인지분율	3.4%
90일 일평균거래대금	269억원
주요주주지분율	
넥슨코리아 (외 2인)	63.4%
유동주식비율	33.7%

Stock Price



퍼스트 디센던트: 초기 대박이 주가에 적절하게 반영되지 않았음

`24년 넥슨게임즈 매출액 3,178억원, 영업이익 1,023억원을 전망한다. 현재 주가는 퍼스트 디센던트 트래픽/순위 따라 움직이고 있다. 주가가 퍼디 성과대비 크게 오르지 못한 상황에서 트래픽이 빠지다 보니, 계속해서 저평가 영역에서 주가가 형성되고 있다고 보인다. 게임의 자연감소는 당연한 일이므로, **앞으로 지표가 오를일 보다는 빠질 일이 많다.** 단기적 관점에서 트래픽이 중요하다고 생각하면, 넥슨게임즈 매수접근 안하면 된다. 트래픽 변동에 따라 단기 변동성 극심할 것이다. **그러나 장기적인 관점에서, 시야를 돌려 회사의 자산가치와 퍼디의 역사적 히트에 주목한다면, 주가는 저평가 영역이라고 보여진다.** 장기적으로 동행할 수 있는 몇 안되는 게임회사다. 목표주가를 25,000원으로 상향하고, 시나리오별 목표주가도 제시한다(뒷페이지 서술)

퍼스트 디센던트가 핵심이 아님, 숫자로 보이지 않는 자산가치는 상상 이상

넥슨게임즈는 4월 발간한 당사 게임사 정성/정량 평가에서 중소형주 1위를 거둔 바 있다 (대형주 1위 크래프톤). 해당 의견을 유지한다. 넥슨 브랜드로 인한 우수한 개발자 모집, 국내 최상위권의 개발인력 CAPA(개발자 1,000명 이상), 다양한 장르(MMORPG,슈팅,서브컬쳐)를 커버한다는 점을 고려하면 넥슨게임즈는 계속해서 좋은 퀄리티의 게임을 뽑아낼 가능성이 매우 높다. 그 외 대표이사의 부사장 겸임, 넥슨 1위 IP인 던파를 게임즈에 개발을 맡겼다는 점을 고려하면, **숫자로 찍히지 않는 자산가치는 상상이상이다.** 현지보도에 따르면, 넥슨 던파모바일은 중국에서 첫달 1조원의 매출을 발생시킨 것으로 추정되는데, **던파 오픈월드 모바일이 가져올 파도는 퍼스트 디센던트 이상일 것으로 예측된다.** 던파오픈월드는 4Q25 출시를 예상한다. 퍼디 7-8만명 수준 동접자 유지해도 현재 실적 추정과 업사이드는 충분하다. 초기흥행으로 인해 라이브서비스 중에도 마케팅비 투입이 많을 것으로 추정되며, 8/1 시즌 1업데이트로 반등의 기회 모색할 것으로 전망한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	132	5	6	92	140.8	70.1	3.6	n/a	n/a
2023	193	12	11	172	87.3	37.7	3.8	4.5	n/a
2024E	318	105	76	1,186	15.6	9.1	3.9	26.4	n/a
2025E	354	118	104	1,631	11.4	8.1	2.9	28.7	n/a
2026E	395	150	122	1,916	9.7	5.8	2.3	25.7	n/a

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

24년 매출액 3,178억원, 영업이익 1,023억원 전망

24년 매출액 3,178억원(YoY+65%), 영업이익 1,023억원(YoY+758%)을 전망한다. 넥슨게임즈는 넥슨산하의 개발사로, 비용 중 인건비 비중이 85%에 이른다. 마케팅비를 넥슨이 집행하고, 앱수수료도 넥슨이 낸다. 따라서 고려할 비용은 인건비 뿐인데, 국내 게임사 중 유일하게 지속적인 채용 중에 있어, 인건비는 지속적인 상승이 이뤄질 것으로 전망된다. 올해 인건비는 1,828억원(YoY+18%) 예상한다. 다만, 인력의 밀도가 높다는 점이 장점이다. 현재 회사 인력은 1,300명 수준으로 추정되며, 그 중 개발자가 1,000명 이상이다.

매출은 넥슨이 총매출로 매출을 인식하고 개발사 R/S를 넥슨게임즈에게 지급하는 구조다. 따라서 넥슨게임즈의 매출은 모두 순매출로, 순매출이 바로 영업이익으로 꽂히는 구조다.

게임마다 R/S는 다르며, 퍼스트 디센던트의 R/S 비율은 당사는 30%로 추정하고 있다.

스팀 첫 주 글로벌 1위, 주가에 적절하게 반영되지 않았다

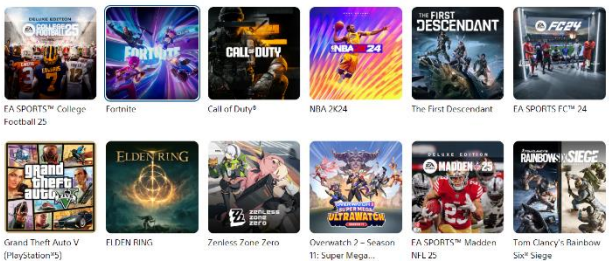
퍼스트 디센던트는 초기 100억원을 상회하는 총매출을 기록, 7/15 현재까지 견조하게 매출 발생 중인 것으로 추정된다. 이는 PUBG이후 국내 콘솔/PC 최대 성과로, 초기 성과에 비해 주가가 많이 상승하지 못했다. 생각보다 낮은 주가 기저에서 트래픽이 자연스럽게 빠지면서 계속 주가가 하락하고 있다. 매출 TOP10 빠르게 아웃되는게 아니라면 크게 걱정할 일 아니라고 본다. 2주연속 1위를 기록하는 게임은 드물다. 애초에 피어그룹으로 꼽히는 데스티니2도 단 한번도 2주연속 1위 달성한 적이 없다. 국내로 보면 PUBG도 2020년부터 계산하면 단 한번도 2주연속 1위 없다. 매출이 빠지는건 매우 자연스러운 일이며, PEAK 1위를 기록했기 때문에, 추후 업데이트를 통해 다시 1위로 복귀할 가능성도 배제할 수 없다. 현재로서는 8/1 시즌1업데이트와 8월말 대형 업데이트에 주목해야 한다. 또한, 넥슨에게도 처음있는 글로벌 히트(중국제외) 달성이므로, 추가적인 마케팅 투입은 거의 확정이다. 초기에도 적잖은 비용을 투입한 것으로 보이나, 라이브 서비스에서는 더 많은 비용 투입이 기대된다.

그림 1. 퍼스트 디센던트 스팀 실시간 매출순위(7/16 20:00 기준)

국가	순위
글로벌 Total	4위(1위 배그,2위도타)
한국	2위(1위 배그)
미국	1위
일본	1위
중국	7위(1위 배그,3위 오공)
대만	2위(1위 배그)
영국	2위(1위 스팀덱)
캐나다	1위
태국	2위
독일	1위

자료: STEAM,상상인증권

그림 2. 미국 PS Best Selling 순위(7/15 20:00)- 5위



자료: PS,상상인증권

동시접속자 빠지는 건 자연스러운 일, 5-7만명 수준 버티기만 해도 충분

동시접속자도 현재 워프레임/데스티니2 수준의 5만명까지 내려와도 매출은 견조할 것으로 추정한다. 데스티니2도 PEAK 29만 달성후 한달 후 10만 밑을 하회, 그 후 확장팩/업뎃따라 다시 트래픽 회복했다. 그 정도만 유지해도 연간 총매출 2-3,000억원 수준 문제 없다. 퍼스트 디센던트는 RPG 장르로서 ARPU가 높기 때문이다. 그리고 애초에 5-7만명 수준 하락을 반영해서 실적 추정을 했다. 넥슨의 더파이널스와 초기 유사한 트래픽에도 불구하고, 퍼스트 디센던트가 1-3위를 유지하는 것과 더파이널스가 8,6,11등 기록한 차이는 여기서 온다.

퍼스트 디센던트 이후가 더 좋다, 대기중인 파이프라인도 국내 최상급

퍼스트 디센던트 25년 넘어가면 매출 하향안정화 속도는 더 빨라지겠으나, 던파 오픈월드 모바일이 4Q25 즈음 출시될 가능성이 있는 것으로 보인다. 던파 IP의 가치는 두말하면 입아플 정도로, 추후 중국 판호까지 허가난다면 DNF 오픈월드가 가져올 파도는 퍼스트 디센던트 이상으로 판단한다. 그 외 김용하 PD의 신규 서브컬쳐 게임,듀랑고 신작 등 드러나지 않은 파이프라인도 모두 블록버스터 급으로 판단한다. **출시대기중인 파이프라인만 놓고 보면 국내 최상위권으로, 퍼스트 디센던트 보다 더 기대할 포인트가 많다.**

기보유/출시 완료한 IP도 국내 최상급이다. 서든어택은 여전히 국내 최고의 FPS 게임이며, 블루아카이브는 전세계 서브컬쳐 TOP10 위치하는 롱런 IP이고, 히트라는 제법 무게감있는 MMORPG IP도 가지고 있다. 해당 IP들의 가치만 고려해도 자산가치는 절대 적지 않다. 또한 현재 넥슨재팬 주가는 신고가 영역 다시 진입했는데, **넥슨 재팬이 높은 기업가치 인정받는다면, 그 핵심 개발사인 넥슨게임즈의 기업가치도 상향조정되어야 옳다는 판단이다.**

그림 3. 넥슨게임즈 출시예정 게임

출시일	게임	장르	플랫폼
4Q25	던파 오픈월드	오픈월드 RPG	PC/모바일
2H25	듀랑고 신작	RPG	PC/모바일
미정	서브컬쳐 신작	서브컬쳐	모바일
미정	조선판타지 신규IP	액션 RPG (AAA급)	콘솔/PC
미정	프로젝트 ZEUS	전략 SLG	모바일

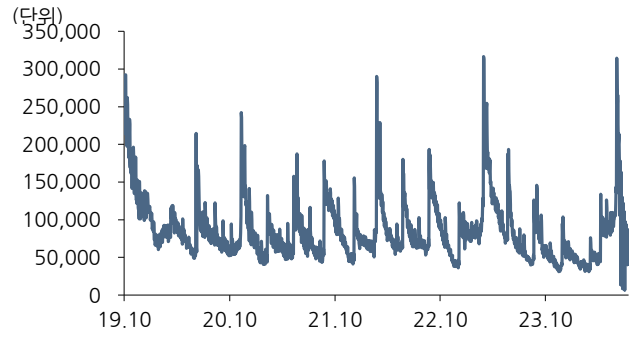
자료: 상상인증권

그림 4. 넥슨게임즈 블루아카이브



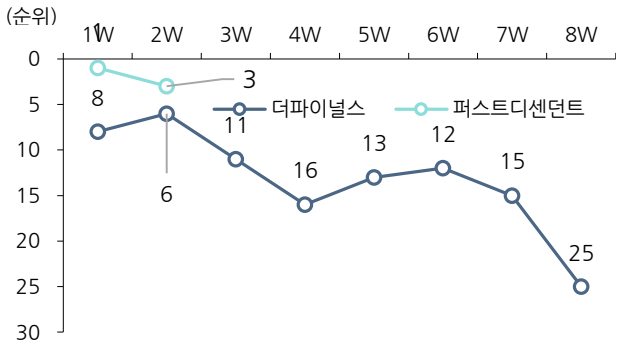
자료: 넥슨게임즈,상상인증권

그림 5. 데스티니2 동시접속자 추이



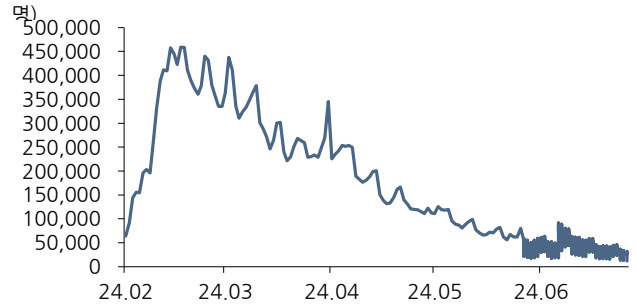
자료: STEAM,상상인증권
주: PS 출시 후 스팀출시인점 감안

그림 6. 스팀 매출순위 더파이널스 vs 퍼스트 디센던트



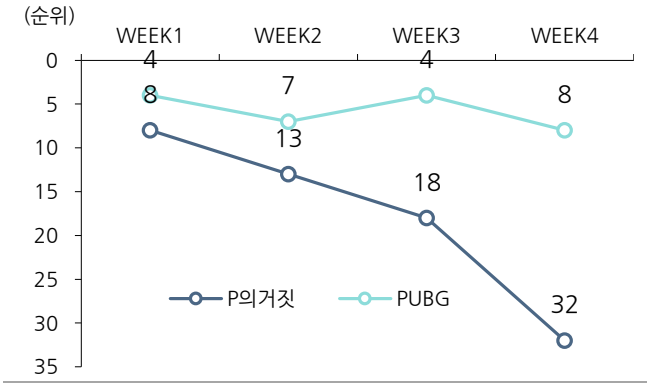
자료: STEAM,상상인증권
주:퍼스트디센던트 2주차는 추정임

그림 7. 헬다이버스2 스팀 동시접속자 추이



자료: STEAM,상상인증권

그림 8. P의거짓/PUBG무료 출시 당시 스팀 주간 매출순위 추이



자료: STEAM,상상인증권
주: PUBG는 무료화('22년) 실시 후 순위임, 출시 후 순위가 아님.

시나리오 별 목표주가

현재 퍼스트 디센던트 제외하면 회사 실적이 거의 BEP 수준이므로, 퍼스트 디센던트의 지속성 유무에 따라 TP가 크게 변동된다.

게임 매출의 지속성은 컨빅션을 가지고 말할 수 있는 부분이 아니며, 추후 회사가 얼마나 업데이트/마케팅을 지속하는 지에 따라 달려있다. 퍼스트 디센던트의 중요도를 고려, 시나리오별 목표주가를 제시한다. 당사는 BASE Scenario 채택했으며, 파이프라인 고려하면 25배 적용도 가능하다 보지만, 최대한 보수적 접근을 위해 P/E 20배 적용했다. 추후 매출 성과에 따라 시나리오는 조정가능하다.

표1. 시나리오별 목표주가

	퍼디 연평균 일매출	추정 EPS (2024)	P/E 15 부여 시 적정주가	P/E 20 부여 시 적정주가	P/E 25 부여 시 적정주가
BEST Scenario	40억원	2,241	33,618	44,824	56,030
BASE Scenario	22억원	1,186	17,785	23,713	29,642
BEAR Scenario	15억원	655	9,827	13,103	16,378

자료: 상상인증권 추정

표2. 넥슨게임즈 실적 Table

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	**521**	**434**	**564**	**412**	**526**	**442**	**1,280**	**933**	**1,324**	**1,933**	**3,178**
PC	105	94	93	102	147	121	870	613	295	394	1,751
퍼디							771	511			1,282
모바일	413	337	468	306	373	311	400	315	1,022	1,524	1,399
영업비용	394	432	469	516	502	525	544	562	1,272	1,810	2,155
인건비	337	371	404	431	422	455	467	484	955	1,544	1,828
영업이익	**127**	**2**	**95**	**-104**	**24**	**-83**	**736**	**371**	**51**	**119**	**1,023**
OPM %	24%	0%	17%	-25%	5%		57%	40%	4%	6%	32%
순이익	119	-30	77	-53	-2	-52	536	274	60	113	756
NPM%	23%	-7%	14%	-13%			42%	29%	5%	6%	24%

자료: K-IFRS,상상인증권 추정

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	**204.0**	**237.3**	**301.0**	**404.8**	**527.1**
현금 및 현금성자산	114.9	111.5	116.0	179.2	271.0
매출채권	34.5	37.8	65.3	94.0	119.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	**121.5**	**129.6**	**186.8**	**195.7**	**205.1**
관계기업투자등	0.0	0.0	5.4	5.6	5.8
유형자산	50.3	58.9	89.4	88.9	91.7
무형자산	36.3	35.5	34.4	35.2	36.3
자산총계	**325.5**	**366.9**	**487.8**	**600.5**	**732.2**
유동부채	**59.7**	**66.2**	**80.5**	**88.3**	**96.8**
매입채무	7.7	8.4	7.5	10.7	13.6
단기금융부채	3.3	6.0	16.8	19.0	22.3
비유동부채	**28.8**	**37.9**	**96.3**	**97.1**	**97.9**
장기금융부채	11.6	16.6	77.3	77.3	77.3
부채총계	88.5	104.0	176.8	185.3	194.7
지배주주지분	**237.0**	**262.8**	**311.0**	**415.1**	**537.5**
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	240.0	98.6	99.9	99.9	99.9
이익잉여금	-8.1	153.2	228.9	333.1	455.5
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**237.0**	**262.8**	**311.0**	**415.2**	**537.5**

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**132.4**	**193.3**	**318.1**	**353.5**	**394.8**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	132.4	193.3	318.1	353.5	394.8
판매비와 관리비	127.2	181.3	213.3	235.2	244.4
영업이익	**5.2**	**12.0**	**104.8**	**118.3**	**150.4**
EBITDA	10.0	21.5	119.2	124.9	158.1
금융손익	1.1	3.4	2.4	5.5	4.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.3	0.3	0.5	0.5
세전계속사업이익	**6.1**	**15.7**	**107.6**	**124.3**	**155.8**
계속사업법인세비용	0.1	4.4	31.9	20.2	33.5
당기순이익	6.0	11.3	75.6	104.1	122.2
지배주주순이익	**6.0**	**11.3**	**75.7**	**104.2**	**122.4**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.9	6.2	33.0	33.5	38.1
EBITDA 마진률 (%)	7.5	11.1	37.5	35.3	40.1
세전이익률 (%)	4.6	8.1	33.8	35.2	39.5
지배주주순이익률 (%)	4.6	5.8	23.8	29.5	31.0
ROA (%)	n/a	3.3	17.7	19.1	18.4
ROE (%)	n/a	4.5	26.4	28.7	25.7
ROIC (%)	n/a	10.0	57.1	53.6	54.9

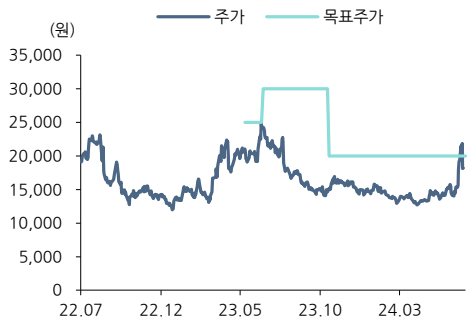
현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**29.1**	**36.9**	**35.9**	**88.2**	**110.9**
당기순이익(손실)	6.0	11.3	75.6	104.1	122.2
현금수익비용가감	19.0	35.7	-9.8	7.5	8.7
유형자산감가상각비	4.3	7.8	12.9	6.1	7.3
무형자산상각비	0.5	1.7	1.4	0.5	0.5
기타현금수익비용	14.2	26.2	-24.5	0.0	2.6
운전자본 증감	6.2	-7.0	-28.5	-23.3	-20.1
매출채권의 감소(증가)	5.1	-2.4	-35.3	-28.6	-25.1
재고자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	7.5	3.3	2.9
기타영업현금흐름	1.1	-4.6	-0.7	2.1	2.2
투자활동 현금흐름	**35.9**	**-36.7**	**-15.0**	**-27.2**	**-22.4**
유형자산 처분(취득)	-0.9	-3.7	-6.9	-5.7	-10.0
무형자산 감소(증가)	-2.3	-1.0	-0.3	-1.3	-1.6
투자자산 감소(증가)	34.2	-32.0	-23.6	-11.9	-5.3
기타투자활동	4.9	0.0	15.8	-8.3	-5.4
재무활동 현금흐름	**-7.7**	**-2.5**	**-15.0**	**2.2**	**3.3**
차입금의 증가(감소)	-2.5	-3.4	-1.0	2.2	3.3
자본의 증가(감소)	-5.1	0.4	0.1	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-0.1	0.4	-14.1	0.0	0.0
현금의 증감	**56.2**	**-3.4**	**4.5**	**63.2**	**91.8**
기초현금	58.7	114.9	111.5	116.0	179.2
기말현금	114.9	111.5	116.0	179.2	271.0

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	140.8	87.3	15.6	11.4	9.7
P/B	3.6	3.8	3.9	2.9	2.3
EV/EBITDA	70.1	37.7	9.1	8.1	5.8
P/S	6.4	5.1	3.8	3.4	3.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	n/a	46.0	64.6	11.1	11.7
영업이익 증가율	n/a	133.0	772.5	12.9	27.1
세전이익 증가율	n/a	155.9	583.6	15.5	25.4
지배주주순이익 증가율	n/a	86.8	570.3	37.6	17.5
EPS 증가율	n/a	86.7	590.7	37.6	17.5
안정성 (%)					
부채비율	37.3	39.6	56.9	44.6	36.2
유동비율	341.9	358.7	373.9	458.6	544.4
순차입금/자기자본	-64.6	-66.2	-43.8	-50.3	-56.3
영업이익/금융비용	9.8	10.1	23.3	23.6	29.4
총차입금 (십억원)	14.9	22.6	94.1	96.3	99.6
순차입금 (십억원)	-153.0	-173.9	-136.3	-209.0	-302.7
주당지표 (원)					
EPS	92	172	1,186	1,631	1,916
BPS	3,604	3,995	4,726	6,309	8,168
SPS	2,013	2,938	4,834	5,372	5,999
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

넥슨게임즈 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-21	Buy	25,000	1년	-16.9	-0.4
2023-06-25	Buy	30,000	1년	-39.7	-19.0
2023-10-29	Buy	20,000	1년	-25.8	9.3
2024-07-17	Buy	25,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	97.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	2.3%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	