2024. 7. 17

넥슨게임즈 225570

서구권 성공은 시프트업 밸류 적용케 할 것

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 최근 출시한 〈퍼스트 디센던트〉 북미/유럽 성과에 주목할 시기
- ✓ 출시 2주차인 현재 타깃 국가 포함 스팀 매출 기준 글로벌 3위 수준
- ✓ 현 추세 유지될 경우 일평균 24억원의 매출이 추정됨. 슈팅 장르 특성상 유지 가능
- ✓ 엔터/미디어의 서구권 진출 통한 리레이팅 고려할 때 최근 게임 산업의 변화 주목할 시기. K팝, K드라마 사례 고려 시 단발적 이벤트의 축적은 장르로 이어지기 때문
- ✓ 서구권 성공 통한 실적 및 밸류에이션 확대 가능성 높아진 시기

Not Rated

적정주가 (12 개월)	-원
현재주가 (7.16)	17,550 원
상승여력	-
KOSDAQ	839.61pt
시가총액	11,552억원
발행주식수	6,582만주
유동주식비율	33.71%
외국인비중	3.45%
52주 최고/최저가	22,750원/12,700원
평균거래대금	282.9억원
주요주주(%)	
넥슨코리아	60.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.9	21.0	-19.3
상대주가	17.9	23.2	-13.9

주가그래프

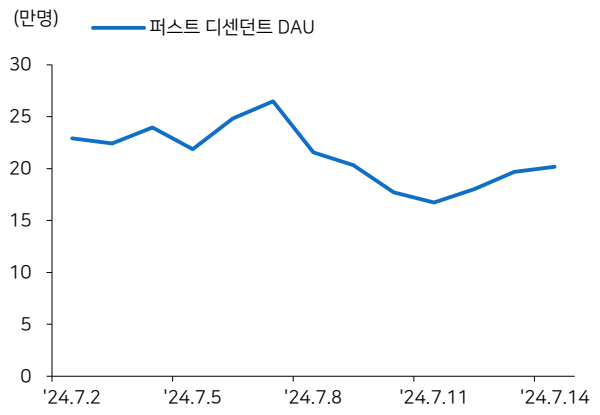
〈퍼스트 디센던트〉 서구권 성공이 가져올 함의

넥슨게임즈는 넥슨지티와 넷게임즈가 합병하며 탄생한 회사로 모바일은 〈블루 아카이브〉가 대부분 차지하며 PC는 〈서든 어택〉의 성과가 반영된다. 7월 2일 동사는 PC/콘솔을 통해 〈퍼스트 디센던트〉를 출시했다. 2024년 7월 2일~9일 스팀 매출 1위는 크래프톤의 〈펍지〉이며 넥슨게임즈의 〈퍼스트 디센던트〉가 2위를 차지했다. 출시 2주가 지난 현재도 동사 게임은 글로벌 3위로 출시 주요 타깃 국가였던 북미/유럽(프랑스/독일/영국)에서 Top3에 위치하고 있다. 현재 유입 경로는 PC와 콘솔이 7:3~6:4로 추정되는데 펍지가 분기 2,500억 내외의 수익을 기록하는 점을 고려할 때(펍지는 콘솔 매출 비중 7%로 추정) 현 추세가 유지될 경우 일평균 24억원의 매출을 예상한다. 이 경우 순매출로 10억원/일의 수익이 예상되며 기존 게임을 통해 연간 고정비가 커버되었기 때문에 인센티브를 제외하면 모두 이익으로 연결되는 구조다. 동 매출이 2025년 유지될 경우 연간 영업이익은 1,700억원으로 예상된다. 슈팅 장르는 글로벌 시장에서 주요 장르로 〈펍지〉처럼 장기 흥행하는 경우가 다수 존재하기 때문에 실적이 유지될 것이란 가정이 너무 낙관적이지만은 않다.

콘텐츠 시장에서 서구권 진출이 진행되었던 엔터/미디어 사례를 복기해 보면, 각각 유튜브/넷플릭스라는 미국 베이스의 글로벌 플랫폼을 통해 성공적으로 진출할 수 있었다. 최근 〈스텔라 블레이드〉, 〈퍼스트 디센던트〉의 서구권 반응도는 이러한 측면에서 주목할 필요가 있다. 시프트업이 기존 게임사 대비 높은 밸류에이션이 가능했던 이유는 서구권 시장의 노출도가 한 몫 했음을 부정할 수 없다. 동사는 시프트업 대비 인원이 많다는 단점이 존재하나 〈퍼스트 디센던트〉는 라이브 서비스로 단발적 실적 기여에 그치지 않는다는 장점이 존재한다. 북미/유럽 시장의 성공은 음식료/화장품과 같은 최근 성과에서처럼 실적 뿐 아니라 밸류에이션을 리레이팅시키는 요인이기 때문에 단기적 DAU보다는 장기적 흐름에 집중할 때다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	63.1	-4.0	-8.0	-276	적전	2,135	-85.0	11.0	-700.7	-12.4	105.8
2022	132.4	5.2	6.1	107	흑전	3,604	121.3	3.6	70.1	4.1	37.3
2023	193.3	12.0	11.3	172	60.8	3,995	87.2	3.8	37.7	4.5	39.6
2024E	353.2	122.3	84.7	1,287	649.6	5,280	13.6	3.3	5.9	27.8	29.6
2025E	449.8	169.1	118.9	1,806	40.3	7,086	9.7	2.5	3.8	29.2	-1.1

그림1 <퍼스트 디센던트> 스팀 DAU



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

표1 7/13, 7/14 주말 간 스팀 플레이어 수 순위

순위	게임명	7/13(토)	7/14(일)
1	Counter-Strike 2	1,249,292	1,276,702
2	Dota 2	787,147	805,624
3	PUBG: BATTLEGROUNDS	680,844	688,475
4	Banana	410,311	428,912
5	ELDEN RING	319,973	319,707
6	NARAKA: BLADEPOINT	304,967	297,754
7	Apex Legends	242,986	240,658
8	Once Human	191,501	231,668
9	The First Descendant	196,866	201,888
10	Grand Theft Auto V	165,646	170,541

자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

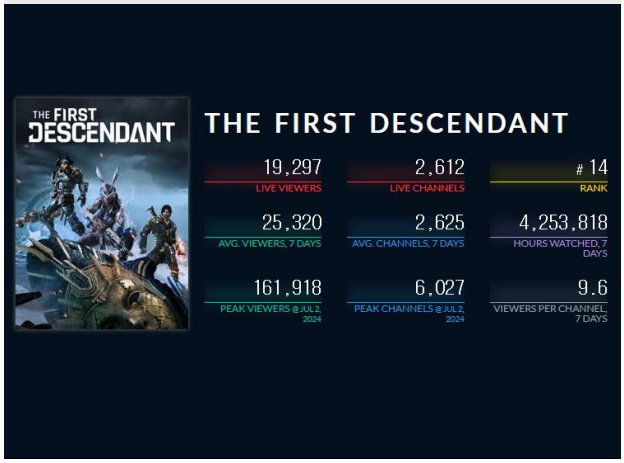
그림2 <퍼스트 디센던트> 스팀 평가: 복합적

자료: Steam

그림3 <PUBG> 스팀 평가: 복합적

자료: Steam

그림4 <퍼스트 디센던트> 트위치 뷰어 수

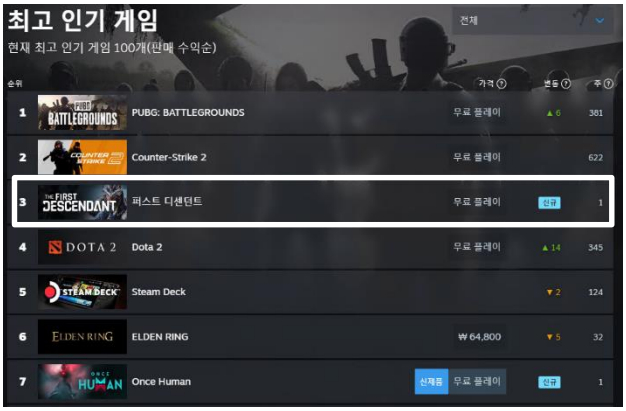


자료: TwitchTracker

그림5 <퍼스트 디센던트> 캐릭터 '버니'

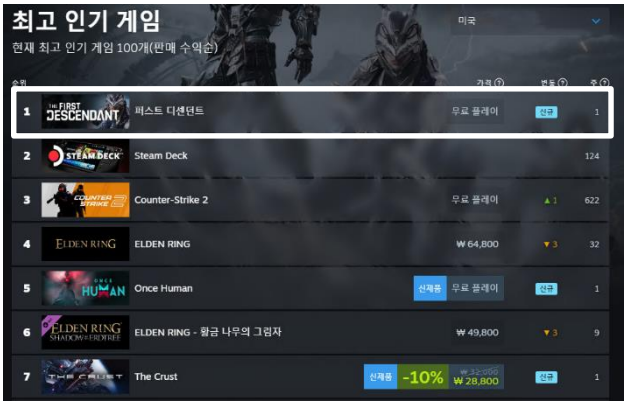
자료: 퍼스트 디센던트

그림6 7/16 스팀 매출 순위(글로벌)



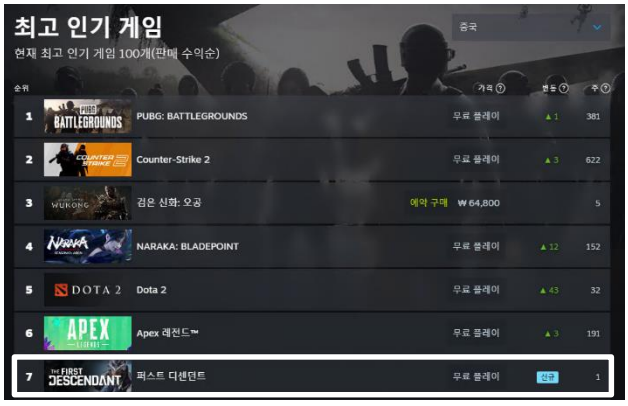
자료: Steam

그림7 7/16 스팀 매출 순위(미국)



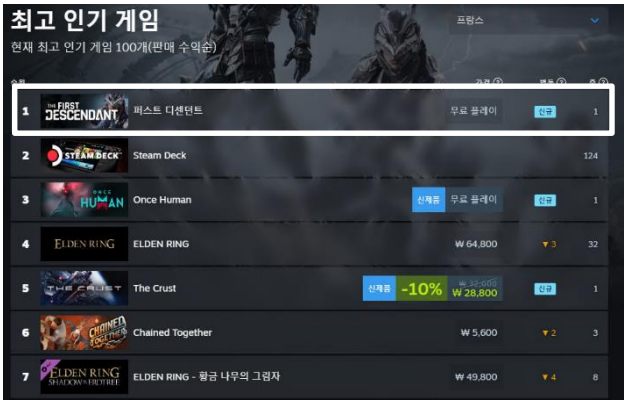
자료: Steam

그림8 7/16 스팀 매출 순위(중국)



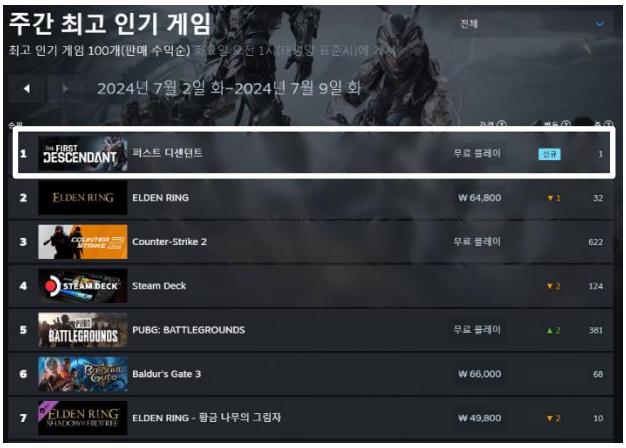
자료: Steam

그림9 7/16 스팀 매출 순위(프랑스)



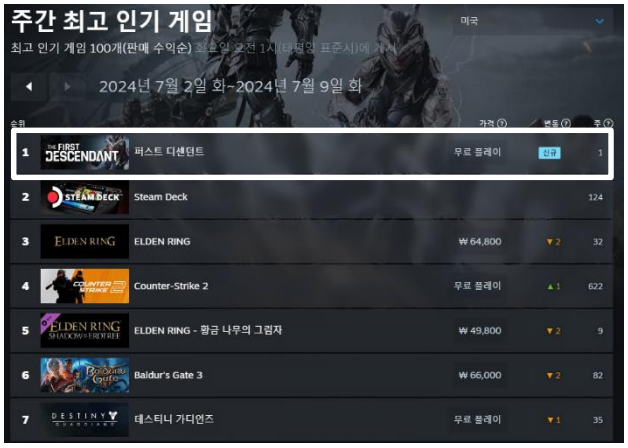
자료: Steam

그림10 스팀 7/2~7/9 주간 매출 순위(글로벌)



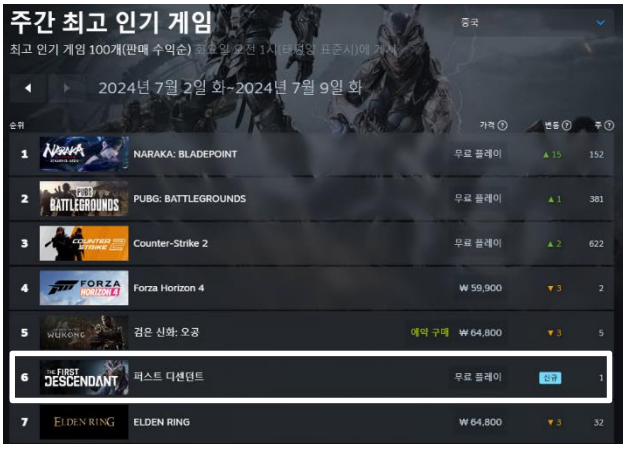
자료: Steam

그림11 스팀 7/2~7/9 주간 매출 순위(미국)



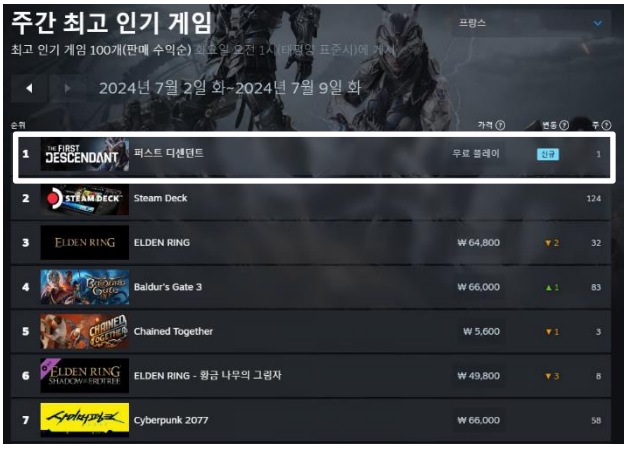
자료: Steam

그림12 스팀 7/2~7/9 주간 매출 순위(중국)



자료: Steam

그림13 스팀 7/2~7/9 주간 매출 순위(프랑스)



자료: Steam

표2 넥슨게임즈 실적 전망

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	63.1	132.4	193.3	353.2	449.8
모바일게임	63.1	103.6	152.4	125.0	114.1
온라인게임	0.0	27.7	39.4	225.7	333.1
기타	0.0	1.0	1.5	2.4	2.6
% YoY					
매출	*-22.5*	*109.8*	*46.0*	*82.7*	*27.4*
모바일게임	*-22.5*	*64.3*	*47.0*	*-18.0*	*-8.7*
온라인게임	*N/A*	*N/A*	*42.3*	*472.8*	*47.6*
기타	*N/A*	*N/A*	*41.7*	*64.7*	*5.0*
영업비용	67.1	127.2	181.3	230.8	280.7
% to sales	*106.3*	*96.1*	*93.8*	*65.4*	*62.4*
% YoY	*20.0*	*89.7*	*42.5*	*27.4*	*21.6*
인건비	57.7	108.4	154.4	187.3	226.0
지급수수료	3.0	9.3	10.7	23.6	30.1
상각비	3.1	4.8	9.5	12.3	16.1
마케팅비	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
기타	3.2	4.7	6.5	7.4	8.3
영업이익	-4.0	5.2	12.0	122.3	169.1
% YoY	*적전*	*흑전*	*133.0*	*918.1*	*38.2*
영업이익률(%)	*-6.3*	*3.9*	*6.2*	*34.6*	*37.6*
세전이익	-3.8	6.1	15.7	116.6	160.7
% YoY	*적전*	*흑전*	*155.9*	*641.2*	*37.7*
지배주주순이익	-8.0	6.0	11.3	84.7	118.9
% YoY	*적전*	*흑전*	*86.8*	*649.9*	*40.4*

자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**63.1**	**132.4**	**193.3**	**353.2**	**449.8**
매출액증가율(%)	-22.5	109.8	46.0	82.7	27.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	63.1	132.4	193.3	353.2	449.8
판매관리비	67.1	127.2	181.3	230.8	280.7
영업이익	**-4.0**	**5.2**	**12.0**	**122.3**	**169.1**
영업이익률(%)	-6.3	3.9	6.2	34.6	37.6
금융손익	0.2	1.2	3.4	-6.0	-8.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.2	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	-3.8	6.2	15.7	116.6	160.7
법인세비용	4.2	0.1	4.4	31.9	41.8
당기순이익	**-8.0**	**6.1**	**11.3**	**84.7**	**118.9**
지배주주지분 순이익	-8.0	6.1	11.3	84.7	118.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**28.8**	**29.1**	**36.9**	**156.6**	**188.4**
당기순이익(손실)	-8.0	6.1	11.3	84.7	118.9
유형자산상각비	2.6	4.3	7.8	32.2	47.4
무형자산상각비	0.5	0.5	1.7	0.2	0.2
운전자본의 증감	26.7	6.2	-7.0	39.5	21.9
투자활동 현금흐름	**12.6**	**35.9**	**-36.7**	**-86.3**	**-92.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.9	-0.9	-3.8	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-1.0	-2.2	5.2	0.0
재무활동 현금흐름	**-1.5**	**-7.7**	**-2.5**	**0.0**	**-130.0**
차입금의 증감	1.6	1.2	7.7	0.0	-130.0
자본의 증가	2.9	199.8	-141.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	56.2	-3.4	70.3	-34.0
기초현금	18.9	58.7	114.9	111.5	181.7
기말현금	58.7	114.9	111.5	181.7	147.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	107.7	204.0	237.3	258.3	216.6
현금및현금성자산	58.7	114.9	111.5	181.7	147.8
매출채권	18.4	27.2	29.8	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	19.1	121.5	129.6	192.1	244.5
유형자산	14.8	50.3	58.9	126.7	179.3
무형자산	0.7	36.3	35.5	35.3	35.2
투자자산	2.0	3.0	5.2	0.0	0.0
자산총계	**126.8**	**325.6**	**366.9**	**450.3**	**461.1**
유동부채	51.3	59.7	66.2	86.2	108.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.8	28.8	37.9	16.6	-113.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	-130.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**65.2**	**88.5**	**104.0**	**102.8**	**-5.3**
자본금	14.4	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	58.6	240.0	98.6	98.6	98.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-12.4	-8.1	153.2	237.9	356.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**61.6**	**237.1**	**262.8**	**347.6**	**466.4**

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	2,187	2,337	2,939	5,366	6,833
EPS(지배주주)	-276	107	172	1,287	1,806
CFPS	145	443	715	2,180	3,012
EBITDAPS	-30	176	328	2,350	3,292
BPS	2,135	3,604	3,995	5,280	7,086
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-85.0	121.3	87.2	13.6	9.7
PCR	161.7	29.3	21.0	8.0	5.8
PSR	10.7	5.5	5.1	3.3	2.6
PBR	11.0	3.6	3.8	3.3	2.5
EBITDA(십억원)	-0.9	10.0	21.6	154.7	216.7
EV/EBITDA	-700.7	70.1	37.7	5.9	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.4	4.1	4.5	27.8	29.2
EBITDA 이익률	-1.4	7.5	11.1	43.8	48.2
부채비율	105.8	37.3	39.6	29.6	-1.1
금융비용부담률	0.8	0.4	0.6	0.4	-0.6
이자보상배율(x)	-8.1	9.8	10.1	85.1	-62.7
매출채권회전율(x)	4.1	5.8	6.8	23.7	
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율