

2024. 8. 9



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -원

현재주가 (8.8) 28,950 원

상승여력 -

KOSDAQ 745.28pt

시가총액 19,062억원

발행주식수 6,585만주

유동주식비율 33.74%

외국인비중 4.15%

52주 최고/최저가 29,350원/12,700원

평균거래대금 530.2억원

주요주주(%)

넥슨코리아 60.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 34.7 98.0 61.3

상대주가 55.2 119.6 93.1

주가그래프



넥슨게임즈 225570

K-게임의 '웨스턴 드림' 대장주

- ✓ 2분기 영업이익은 -84억원으로 예상된 대로 맛있는 실적
- ✓ 7월 2일 <퍼스트 디센던트> 출시되어 3분기 이후가 투자자 관심 사항
- ✓ 주 넥슨 3분기 동 게임 마케팅 본격화 예정. 일 25~30억 기존 추정 유지
- ✓ 내수/모바일 위주였던 타사와 달리 북미/유럽, PC/콘솔로 성과 드러나 매력적
- ✓ 탑다운(게임의 북미 진출) 및 바텀업(실적 성장) 측면에서 산업 내 매력도 가장 높아

2분기 중요하지는 않지만 확인하자면

2분기 넥슨게임즈의 매출 및 영업이익은 436억원(+0.4% YoY)과 84억원의 영업적자로 맛있었다. <블루 아카이브>는 엔화 약세에도 불구하고 YoY 성장을 이어갔으나 국내가 주었던 <히트2>의 하락세가 컸다. 그러나 <퍼스트 디센던트>(이하 <퍼디>)가 7월에 출시, 변화가 반영되는 것은 3분기 이후로 2분기에 낙담할 필요는 없다.

K-게임 '웨스턴 드림'의 선봉장, 넥슨게임즈의 <퍼디> 성과 미리보기

넥슨은 실적에서 차분기 가이드언스를 제공하는데 일본 및 북미/유럽 <퍼디> 성과로 각각 74~96%, 88~107% 성장이 전망된다고 밝혔다. 특히 북미/유럽 내 강한 실적 기여를 기대했다. 게임 내 북미/유럽 사용자가, 콘솔 비중이 전체의 60% 이상이라는 점도 밝혔다. 넥슨 가이드언스 참고 시 3분기 <퍼디>로부터 1,300억원에서 1,600억원 매출을 기대하는 것으로 보인다. 다만 이는 50% 이상 이연을 예상한 수치(이연 기간 18개월)로 총매출은 당사 기존 추정(일매출 25~30억원)을 유지한다.

당사는 주 넥슨이 서구권 레퍼런스 측면에서 <퍼디>의 장기 흥행에 대한 열망이 클 것으로 예상한 바 있다.(24.07.29 <한국 게임에 드리운 '웨스턴 드림'> 참조) 시즌1 업데이트 기점으로 마케팅 본격화를 전망했는데 넥슨은 YoY 250억원 마케팅 예산을 증액하며 <퍼디>에 활용될 것이라고 밝혔다. 성공적 업데이트로 장기 흥행의 초석을 다진다면 최근 주가 상승은 부담스럽지 않다. 당사가 추정하는 24/25년 PER은 17/10배에 불과하다. 아직 내년 이후 출시되는 신작을 반영하지 않은 수치로 <퍼디>가 예상대로 나올 경우 추가 상향 여지가 존재한다. 2010년대 중국이 소비재 모멘텀이었다면 2020년대 미국으로 옮겨왔다. 특히 게임은 엔터/미디어와 달리 수익에 대한 온전한 셰어가 가능하다는 점에서 실적 연결성이 높다. 바텀업, 탑다운 두 측면에서 동사 매력도가 산업 내 가장 높다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	132.4	5.2	6.1	107		3,604	121.3	3.6	70.1	5.1	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	388.6	160.5	111.8	1,699	889.5	5,692	17.0	5.1	8.5	35.1	27.4
2025E	550.9	269.6	200.9	3,053	79.7	8,744	9.5	3.3	4.6	42.3	1.1
2026E	667.1	330.2	248.8	3,780	23.8	12,524	7.7	2.3	3.2	35.5	3.8

주 넥슨은 예상을 뛰어넘는 북미/유럽 내 <퍼스트 디센던트> 성과에 장기화 열망 클 것으로 전망. <던파> IP에 집중된 수익 모델 다변화 측면에서도 필수적

실제 3분기 북미/유럽 및 일본 PC(+콘솔) 성장 주요인으로 넥슨 게임즈의 <퍼스트 디센던트> 지목

반응 온 만큼 3분기 내 마케팅 본격화를 예고. 주 넥슨 마케팅비 약 250억원 YoY 증가. 당사는 8월 말 시즌1 업데이트 전후가 기점이 될 것으로 전망

그림1 넥슨의 <First Descendant> 장기화를 통한 글로벌 성공 열망 클 것

New IP Creation



- Create all-new IP with potential to become new pillars in our global IP strategy
- The First Descendant demonstrated global success of Nexon's new IP
- Announced agreements with Tencent to develop new experiences in *THE FINALS* and *ARC Raiders* specifically customized to appeal to players in China

자료: 넥슨 IR

그림2 넥슨 3분기 일본 및 북미/유럽, 퍼디 성과로 큰 성장 기대. 특히 북미/유럽 기대 커

Japan

Expect revenues to increase significantly Y/Y

- Expect to benefit from The First Descendant (launched on 7/2)
- Expect to benefit from *HIT: The World*
- Expect a Y/Y increase in *MapleStory*

North America and Europe

Expect revenues to increase significantly Y/Y

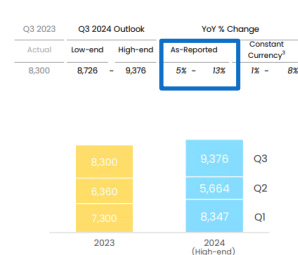
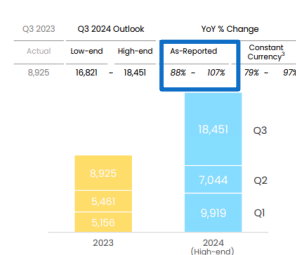
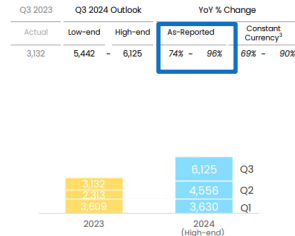
- Expect a strong contribution from The First Descendant (launched on 7/2)
- Expect to benefit from *THE FINALS*
- Expect a Y/Y decrease in mobile revenues

Rest of World¹

Expect revenues to increase Y/Y

- Expect to benefit from The First Descendant (launched on 7/2)
- Expect a Y/Y increase in *MapleStory* and *MapleStory M*
- Expect a Y/Y decrease in *HIT*

(Unit: ¥ millions)



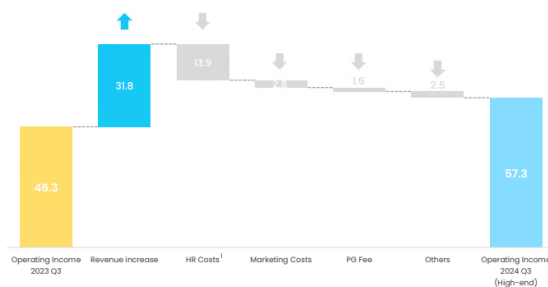
자료: 넥슨 IR

그림3 3분기 <퍼스트 디센던트> 마케팅 본격화 전망. 시즌1 업데이트 전후 예상

Q3 2024 Operating Income & Cost Outlook

(Unit: ¥ billions)

Y/Y Operating Income Comparison (High-end)



Increased revenues

Increased HR costs¹ primarily due to increased performance-based bonuses for contributions for great performances

Increased marketing costs primarily associated with promotions for *The First Descendant*

Increased PG fees related to sales on Steam

Others include:

- Increased cloud service costs
- Increased fees to creators² in *MapleStory Worlds*³

자료: 넥슨 IR

표1 넥슨 분기 매출 및 3Q24 가이드نس

(십억엔)	23.03	23.06	23.09	23.12	24.03	24.06	3Q24 가이드نس		% YoY		가이드نس 설명
							low end	high end	low end	high end	
매출	124.1	94.4	120.3	84.6	108.4	122.5	137.8	152.0	15%	26%	
PC	93.1	65.3	86.0	59.8	79.3	56.9	73.7	80.3	-14%	-7%	
모바일	31.0	29.1	34.3	24.8	29.1	65.6	64.1	71.8	87%	109%	
지역별											
한국	64.9	62.1	75.9	52.5	57.3	48.9	50.9	54.2	-33%	-29%	메이플, 모바일게임 감소
중국	43.1	18.2	24.0	15.1	29.2	56.3	55.9	63.9	133%	166%	던파 모바일 호조
일본	3.6	2.3	3.1	2.9	3.6	4.6	5.4	6.1	74%	96%	
북미/유럽	5.2	5.5	8.9	8.2	9.9	7.0	16.8	18.5	88%	107%	퍼스트 디센던트 호조
기타	7.3	6.4	8.3	5.9	8.3	5.7	8.7	9.4	5%	13%	퍼스트 디센던트 호조

주: <퍼스트 디센던트> 개발생 매출의 50%가 정산 지연될 수 있음을 반영한 가이드نس

자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스팀 7/30~8/6 주간 매출 순위(글로벌)

주간 최고 인기 게임 (전체)

최고 인기 게임 100개(판매 수익순) 화요일 오전 1시(태평양 표준시)에 게시

2024년 7월 30일 화~2024년 8월 6일 화

순위	게임	가격	변동	주
1	Counter-Strike 2	무료 플레이		626
2	퍼스트 디센던트	무료 플레이	▲ 2	5
3	PUBG: BATTLEGROUNDS	무료 플레이	▼ 1	385
4	Steam Deck		▼ 1	128
5	Dota 2	무료 플레이		349

자료: Steam

그림5 스팀 7/30~8/6 주간 매출 순위(미국)

주간 최고 인기 게임 (미국)

최고 인기 게임 100개(판매 수익순) 화요일 오전 1시(태평양 표준시)에 게시

2024년 7월 30일 화~2024년 8월 6일 화

순위	게임	가격	변동	주
1	퍼스트 디센던트	무료 플레이	▲ 2	5
2	Counter-Strike 2	무료 플레이		626
3	Steam Deck		▼ 2	128
4	ELDEN RING	₩ 64,800		36
5	Path of Exile	(귀하의 지역에서 이용할 수 없음)	▲ 5	3
6	Once Human	무료 플레이	▲ 1	4

자료: Steam

그림6 스팀 7/30~8/6 주간 매출 순위(프랑스)

주간 최고 인기 게임 (프랑스)

최고 인기 게임 100개(판매 수익순) 화요일 오전 1시(태평양 표준시)에 게시

2024년 7월 30일 화~2024년 8월 6일 화

순위	게임	가격	변동	주
1	퍼스트 디센던트	무료 플레이	▲ 1	5
2	Steam Deck		▼ 1	128
3	서머나즈 워: 천공의 아레나	(귀하의 지역에서 이용할 수 없음)	▲ 59	4
4	Once Human	무료 플레이		4
5	Path of Exile	(귀하의 지역에서 이용할 수 없음)	▲ 5	3
6	Counter-Strike 2	무료 플레이	▲ 5	626

자료: Steam

그림7 스팀 7/30~8/6 주간 매출 순위(독일)

주간 최고 인기 게임 (독일)

최고 인기 게임 100개(판매 수익순) 화요일 오전 1시(태평양 표준시)에 게시

2024년 7월 30일 화~2024년 8월 6일 화

순위	게임	가격	변동	주
1	Counter-Strike 2	무료 플레이		626
2	퍼스트 디센던트	무료 플레이	▲ 1	5
3	Steam Deck		▼ 1	128
4	Path of Exile	(귀하의 지역에서 이용할 수 없음)		3
5	Once Human	무료 플레이	▲ 1	4
6	War Thunder	무료 플레이	▲ 5	371

자료: Steam

표2 넥슨게임즈 실적 전망												
(십억원)	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	52.6	43.6	148.3	144.0	116.1	99.2	182.7	152.9	193.3	388.6	550.9	667.1
모바일게임	37.3	29.8	44.0	32.7	44.2	39.1	52.3	38.8	152.4	143.9	174.4	207.9
온라인게임	14.7	12.5	103.2	110.2	71.2	59.0	129.2	112.9	39.4	240.6	372.4	455.0
기타	0.6	1.3	1.1	1.1	0.6	1.1	1.1	1.2	1.5	4.1	4.0	4.2
% YoY												
매출	0.9	0.4	162.6	249.5	120.5	127.7	23.2	6.2	46.0	101.0	41.8	21.1
모바일게임	-9.6	-11.4	-5.9	6.8	18.5	31.0	19.0	18.6	47.0	-5.6	21.2	19.2
온라인게임	40.1	33.0	1,002.9	983.3	384.1	373.4	25.2	2.5	42.3	510.6	54.8	22.2
기타	68.8	267.9	204.5	163.5	5.0	-13.1	5.0	5.0	41.7	175.4	-0.7	5.0
영업비용	50.2	52.0	60.1	65.8	63.6	67.4	72.4	77.9	181.3	228.1	281.3	336.9
% to sales	95.3	119.4	40.5	45.7	54.8	67.9	39.6	50.9	93.8	58.7	51.1	50.5
% YoY	27.2	20.3	28.0	27.4	26.8	29.6	20.5	18.3	42.5	25.8	23.3	19.8
인건비	42.2	42.2	49.9	54.6	49.4	50.6	59.0	64.1	154.4	188.8	223.2	261.6
지급수수료	3.3	3.7	4.1	5.1	7.3	8.5	5.0	5.4	10.7	16.2	26.2	34.6
상각비	3.0	3.7	3.8	3.8	4.6	5.3	5.4	5.4	9.5	14.3	20.7	27.2
마케팅비	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.9	2.9	2.9	6.5	8.5	10.9	13.4
영업이익	2.5	-8.4	88.2	78.2	52.5	31.8	110.3	75.1	12.0	160.5	269.6	330.2
% YoY	-80.6	적전	823.5	흑전	2,024.8	흑전	25.1	-4.1	133.0	1,235.8	68.0	22.5
영업이익률(%)	4.7	-19.4	59.5	54.3	45.2	32.1	60.4	49.1	6.2	41.3	48.9	49.5
세전이익	1.9	-9.9	87.8	78.5	52.9	31.4	110.9	76.3	15.7	158.2	271.5	336.2
% YoY	-87.5	적지	715.7	흑전	2,709.8	흑전	26.4	-2.7	155.9	905.4	71.6	23.8
지배주주순이익	-0.2	-11.0	64.9	58.1	39.2	23.2	82.1	56.5	11.3	111.8	200.9	248.8
% YoY	적전	적지	741.7	흑전	흑전	흑전	26.4	-2.7	86.8	890.0	79.7	23.8

자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	132.4	193.3	388.6	550.9	667.1
매출액증가율(%)		46.0	101.0	41.8	21.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	132.4	193.3	388.6	550.9	667.1
판매관리비	127.2	181.3	228.1	281.3	336.9
영업이익	5.2	12.0	160.5	269.6	330.2
영업이익률(%)	3.9	6.2	41.3	48.9	49.5
금융손익	1.2	3.4	-2.6	1.6	5.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	6.2	15.7	158.2	271.5	336.2
법인세비용	0.1	4.4	46.4	70.6	87.4
당기순이익	6.1	11.3	111.8	200.9	248.8
지배주주지분 순이익	6.1	11.3	111.8	200.9	248.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	29.1	36.9	183.7	282.0	332.1
당기순이익(손실)	6.1	11.3	111.8	200.9	248.8
유형자산상각비	4.3	7.8	32.2	47.4	59.2
무형자산상각비	0.5	1.7	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	6.2	-7.0	39.5	33.5	24.0
투자활동 현금흐름	35.9	-36.7	-86.3	-92.4	-93.1
유형자산의증가(CAPEX)	-0.9	-3.8	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	-2.2	5.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-7.7	-2.5	0.0	-130.0	1.3
차입금의 증감	14.9	7.7	0.0	-130.0	1.3
자본의 증가	272.9	-141.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	56.2	-3.4	97.4	59.6	240.3
기초현금	58.7	114.9	111.5	208.9	268.5
기말현금	114.9	111.5	208.9	268.5	508.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	204.0	237.3	285.4	337.3	570.7
현금및현금성자산	114.9	111.5	208.9	268.5	508.8
매출채권	27.2	29.8	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	121.5	129.6	192.1	244.5	285.2
유형자산	50.3	58.9	126.7	179.3	220.1
무형자산	36.3	35.5	35.3	35.2	35.0
투자자산	3.0	5.2	0.0	0.0	0.0
자산총계	325.6	366.9	477.4	581.9	855.9
유동부채	59.7	66.2	86.2	119.7	144.9
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	28.8	37.9	16.6	-113.4	-113.4
사채	0.0	0.0	0.0	-130.0	-130.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	88.5	104.0	102.8	6.3	31.5
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	240.0	98.6	98.6	98.6	98.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-8.1	153.2	265.0	466.0	714.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	237.1	262.8	374.7	575.6	824.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	2,337	2,939	5,904	8,369	10,136
EPS(지배주주)	107	172	1,699	3,053	3,780
CFPS	443	715	2,806	4,662	5,696
EBITDAPS	176	328	2,930	4,819	5,918
BPS	3,604	3,995	5,692	8,744	12,524
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	121.3	87.2	17.0	9.5	7.7
PCR	29.3	21.0	10.3	6.2	5.1
PSR	5.5	5.1	4.9	3.5	2.9
PBR	3.6	3.8	5.1	3.3	2.3
EBITDA(십억원)	10.0	21.6	192.8	317.2	389.6
EV/EBITDA	70.1	37.7	8.5	4.6	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	4.5	35.1	42.3	35.5
EBITDA 이익률	7.5	11.1	49.6	57.6	58.4
부채비율	37.3	39.6	27.4	1.1	3.8
금융비용부담률	0.4	0.6	0.4	-0.5	-1.0
이자보상배율(x)	9.8	10.1	111.6	-99.9	-48.6
매출채권회전율(x)	9.7	6.8	26.0		
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.