

2025. 3. 11



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Sell

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 10,000 원

현재주가 (3.10) 13,480 원

상승여력 -25.8%

KOSDAQ 725.82pt

시가총액 8,878억원

발행주식수 6,586만주

유동주식비율 33.75%

외국인비중 4.51%

52주 최고/최저가 29,350원/12,560원

평균거래대금 43.7억원

주요주주(%)

넥슨코리아 60.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	-9.3	3.5
상대주가	1.9	-11.7	24.6

주가그래프



넥슨게임즈 225570

버티기에 돌입하는 2025 년

- ✓ 12월 <퍼디> 업데이트가 이용자 지표 반등 불러오지 못하며 예상대로 적자 진입
- ✓ 문제는 이에 대한 대책. 게임 반등을 위해 증원을 택함
- ✓ 기존 게임 하향에 반해 인력 증대되어 연간 500억원대 적자 전환 예상
- ✓ 다음 신작으로 예상하는 <던파 아라드>는 오는 3월말 <카잔> 성과가 중요
- ✓ 반등 기대할 요인이 크지 않은 2025년. 적정주가 1만원으로 하향

무거워진 인력 구조로 분기 적자 확대 전망

4분기 넥슨게임즈의 매출 및 영업이익은 483억원(+0.4% YoY)과 21억원의 영업적자로 매출은 당사 기대치에 미달했으나 부진한 성과로 인건비가 QoQ 감소하며 적자는 예상 수준에 부합했다. 지난 11월 <신의 한수일까 자충수일까> 자료에서 언급한 바와 같이 4분기 적자에 진입했다. 퍼디, 블루아카이브 모두 예상 대비 부진했다. 퍼디 업데이트 효과는 스팀 매출 기준 해당주 15위였으나 최근 23위로 하락했다. 7월 1주년 업데이트까지 큰 반등을 기대하기는 어렵다.

퍼디의 성공은 독이었을까: 신작 부재한데 현금 소진 속도 빨라진다

업데이트 실패 후 결정은 퍼디팀의 대규모 채용. 현재도 약 100여건의 채용 공고가 존재해 추가 증원될 수 있다. 문제는 감소하는 매출이다. 퍼디 반등을 기대하기에 이미 게이머는 떠나갔고 다음 신작은 너무 멀다. 단기적으로는 다음 신작 <아라드>와 같은 IP를 공유하는 <카잔> 성과가 중요하다. 부진한 성과가 도출될 경우 아라드 또한 계획이 수정될 가능성이 높다. 그룹사 지원으로 유동성 문제가 발생할 가능성은 낮지만 반대로 인력 결정에도 입김이 미칠 가능성이 높다. 문제는 넥슨게임즈와 넥슨의 주주가 다르다는 데 있다. 넥슨게임즈 주주는 중단기 리스크를 감내해야 한다. 글로벌 진출이 필수적인 산업 트렌드에서 그룹사 퍼블리싱으로 제한된다는 점도 매력도를 낮춘다. 합병 후 900명 수준이던 인력은 현재 1,400명까지 증가하며 본격 현금 소진 구간에 진입한다. 합병 전 순수 개발 회사였을 때 평균 시총을 개발에 대한 가치로 가정. 개발가치와 자산 가치를 합산하여 적정주가를 1만원으로 하향, 투자 의견을 Sell로 하향한다. 매력 제고를 위해서는 인력 관련 의사 결정이 변경되거나 기존작 반등이 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	193.3	12.0	11.3	172	60.8	3,995	87.2	3.8	37.7	4.5	39.6
2024P	256.1	38.7	31.4	478	178.2	4,468	27.8	3.0	14.0	11.3	55.9
2025E	176.0	-54.9	-39.4	-598	적전	3,870	-22.5	3.5	-21.0	-14.3	54.2
2026E	208.4	-40.6	-28.6	-434	적지	3,436	-31.1	3.9	-35.0	-11.9	65.5
2027E	208.4	-55.0	-42.8	-650	적지	2,786	-20.7	4.8	-31.9	-20.9	80.2

표1 넥슨게임즈 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	48.3	41.2	17.3	111.5	-56.6	59.4	-18.6	58.9	-17.9
영업이익	-2.1	-10.4	적지	46.8	적전	3.4	N/A	-1.3	N/A
세전이익	0.2	-8.5	흑전	51.6	-99.6	4.2	-95.0	4.1	-94.9
지배순이익	2.9	-5.3	흑전	39.7	-92.6	2.8	4.8	3.1	-5.4

자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 실적변동표

	New		Old		% diff.	
(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	176.0	208.3	231.0	309.1	-24%	-33%
영업이익	-54.9	-40.6	-23.1	12.8	N/A	N/A
세전이익	-53.2	-38.6	-7.6	35.7	N/A	N/A
지배주주순이익	-39.4	-28.6	-5.6	26.4	N/A	N/A

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 넥슨게임즈 적정주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
조정 자본총계	372.7	(A) 2024E 자본총계에서 금융리스 항목 조정
합병전 평균 시가총액	237.1	(B) 개발에 대한 가치를 과거 지티 합병 전 평균 시총으로 대체
합산	609.8	(A)+(B)
주식수 (천주)	63,969	자기주식수 차감
적정주가	10,000	9,533원 반올림
현재주가	13,480	
상승여력(%)	-25.8	

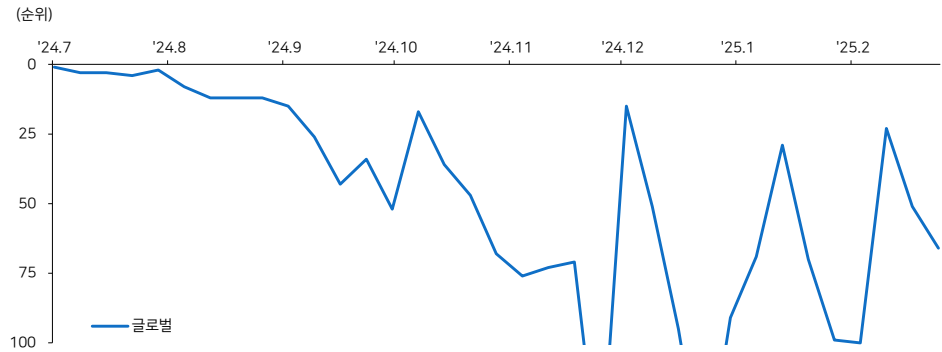
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 넥슨게임즈 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
24.07.02	퍼스트 디센던트	PC, 콘솔	넥슨게임즈	넥슨 퍼블리싱
2025 이후	던전앤파이터: 아라드	PC, 콘솔, 모바일	넥슨게임즈	넥슨 퍼블리싱
	프로젝트 RX		넥슨게임즈	넥슨 퍼블리싱
	프로젝트 DX	PC, 콘솔	넥슨게임즈	넥슨 퍼블리싱

자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림1 <퍼스트 디센던트> 스팀 주간 매출 순위(글로벌)



자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

표5 넥슨게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	52.6	43.6	111.5	48.3	48.9	39.9	48.9	38.2	193.3	256.1	176.0	208.3
모바일게임	37.3	29.8	33.2	22.1	30.1	23.3	27.5	21.2	152.4	122.5	102.1	156.2
온라인게임	14.7	12.5	76.7	25.0	17.7	15.6	20.1	15.7	39.4	128.9	69.1	47.2
기타	0.6	1.3	1.6	1.2	1.1	1.1	1.3	1.3	1.5	4.7	4.7	5.0
% YoY												
매출	0.9	0.4	97.4	17.3	-7.1	-8.4	-56.2	-20.9	46.0	32.5	-31.3	18.4
모바일게임	-9.6	-11.4	-29.0	-27.7	-19.4	-22.0	-17.3	-4.0	47.0	-19.6	-16.7	53.0
온라인게임	40.1	33.0	719.3	145.8	20.7	24.7	-73.8	-37.1	42.3	227.0	-46.4	-31.8
기타	68.8	267.9	359.7	179.8	80.4	-13.1	-20.1	5.0	41.7	216.7	0.9	5.0
영업비용	50.2	52.0	64.7	50.5	56.8	57.8	56.9	59.3	181.3	217.3	230.8	248.9
% to sales	95.3	119.4	58.0	104.4	116.0	144.8	116.5	155.1	93.8	84.9	131.2	119.5
% YoY	27.2	20.3	37.8	-2.3	13.1	11.2	-12.0	17.5	42.5	19.9	6.2	7.9
인건비	42.2	42.2	55.1	40.8	47.4	47.9	48.7	50.0	154.4	180.3	194.0	209.8
지급수수료	3.3	3.7	3.1	3.1	3.1	3.4	1.3	2.4	10.7	13.2	10.3	11.2
상각비	3.0	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1	9.5	14.7	16.2	16.8
마케팅비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	1.7	2.3	2.5	2.5	2.3	2.5	2.7	2.7	6.5	9.0	10.1	10.9
영업이익	2.5	-8.4	46.8	-2.1	-7.8	-17.9	-8.0	-21.1	12.0	38.7	-54.9	-40.6
% YoY	-80.6	적전	390.3	적지	적전	적지	적전	적지	133.0	222.4	적전	적지
영업이익률(%)	4.7	-19.4	42.0	-4.4	-16.0	-44.8	-16.5	-55.1	6.2	15.1	-31.2	-19.5
세전이익	1.9	-9.9	51.6	0.2	-7.2	-17.5	-7.7	-20.7	15.7	43.8	-53.2	-38.6
% YoY	-87.5	적지	379.3	흑전	적전	적지	적전	적전	155.9	178.1	적전	적지
지배주주순이익	-0.2	-11.0	39.7	2.9	-5.3	-13.0	-5.7	-15.3	11.3	31.4	-39.4	-28.6
% YoY	적전	적지	414.7	흑전	적지	적지	적전	적전	86.8	178.4	적전	적지

자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	193.3	256.1	176.0	208.4	208.4
매출액증가율(%)	46.0	32.5	-31.3	18.4	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	193.3	256.1	176.0	208.4	208.4
판매관리비	181.3	217.3	230.8	248.9	263.3
영업이익	12.0	38.7	-54.9	-40.6	-55.0
영업이익률(%)	6.2	15.1	-31.2	-19.5	-26.4
금융손익	3.4	4.8	1.6	1.3	-1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.0	0.6	0.0
세전계속사업이익	15.7	43.8	-53.2	-38.6	-56.5
법인세비용	4.4	12.3	-13.8	-10.1	-13.7
당기순이익	11.3	31.4	-39.4	-28.6	-42.8
지배주주지분 순이익	11.3	31.4	-39.4	-28.6	-42.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	36.9	46.1	-35.9	-6.6	-15.0
당기순이익(손실)	11.3	31.4	-39.4	-28.6	-42.8
유형자산상각비	7.8	13.8	15.1	15.7	26.7
무형자산상각비	1.7	0.9	1.1	1.1	1.1
운전자본의 증감	-7.0	0.0	-12.7	5.1	0.0
투자활동 현금흐름	-36.7	-83.5	-7.4	-8.9	-17.3
유형자산의증가(CAPEX)	-3.8	-60.0	-15.0	-15.8	-17.3
투자자산의감소(증가)	-2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-2.5	61.8	-1.2	-0.1	-1.2
차입금의 증감	7.7	61.8	-1.2	-0.1	-1.2
자본의 증가	-141.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.4	24.4	-44.4	-15.6	-33.5
기초현금	114.9	111.5	135.9	91.5	75.9
기말현금	111.5	135.9	91.5	75.9	42.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	237.3	251.9	187.5	170.0	136.5
현금및현금성자산	111.5	135.9	91.5	75.9	42.3
매출채권	29.8	39.5	27.2	32.2	32.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	129.6	206.9	205.7	204.6	194.1
유형자산	58.9	105.1	105.0	105.0	95.6
무형자산	35.5	34.6	33.5	32.4	31.3
투자자산	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
자산총계	366.9	458.9	393.2	374.6	330.6
유동부채	66.2	86.2	61.1	72.3	72.3
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	37.9	78.4	77.2	76.0	74.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	104.0	164.6	138.3	148.3	147.1
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	98.6	98.6	98.6	98.6	98.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	153.2	184.7	145.3	116.7	73.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	262.8	294.3	254.9	226.3	183.5

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	2,939	3,890	2,672	3,164	3,164
EPS(지배주주)	172	478	-598	-434	-650
CFPS	715	844	-567	-320	-412
EBITDAPS	328	811	-587	-361	-412
BPS	3,995	4,468	3,870	3,436	2,786
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	87.2	27.8	-22.5	-31.1	-20.7
PCR	21.0	15.7	-23.8	-42.1	-32.7
PSR	5.1	3.4	5.0	4.3	4.3
PBR	3.8	3.0	3.5	3.9	4.8
EBITDA(십억원)	21.6	53.4	-38.6	-23.8	-27.2
EV/EBITDA	37.7	14.0	-21.0	-35.0	-31.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.5	11.3	-14.3	-11.9	-20.9
EBITDA 이익률	11.1	20.8	-22.0	-11.4	-13.0
부채비율	39.6	55.9	54.2	65.5	80.2
금융비용부담률	0.6	1.3	3.0	2.5	2.5
이자보상배율(x)	10.1	11.4	-10.3	-7.7	-10.5
매출채권회전율(x)	6.8	7.4	5.3	7.0	6.5
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 (2023년 8월 4일부터 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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넥슨게임즈 (225570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

