

빛을 발할 서브컬처, FPS 게임 개발력

매수
(신규)목표가: 19,000원
상승여력: 45.0%

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

23년 신작
3종 출시 예정

투자 의견 '매수', 목표주가 19,000원. 커버리지 개시

- 24F EPS에 타겟 P/E 25배(엔씨 2H19~1H20) 대입. 라인업 확대 통한 수익성 개선기
- 동사 주가는 히트2(3Q22) 매출의 급격한 하향 안정화에 따른 조정 이후 횡보 지속
- 2Q23 이후 23년도 출시 예정 신작 3종(베일드엑스퍼트, 퍼스트디센던트, 갯썸) 일정 구체화되면서 신작 모멘텀 강화될 것으로 예상
- 중국 시장 전면적인 개방이 이어질 시 동사의 서브컬처 강점 부각될 수 있을 전망

팔방미인
게임사

서브컬처, FPS, MMORPG 등 다양한 장르에서 보유한 강력한 게임 개발력

- 서브컬처 게임 블루아카이브는 출시 2년이 넘었음에도 일본 매출 10위 수준 유지
- 서든어택은 출시 17년이 지났음에도 국내 FPS 점유율 1위를 유지하며 역량을 입증 중
- MMORPG 히트2는 2H22 누적 매출 4위 기록. 여전히 5~10위권 매출 순위를 유지
- 지속적인 개방이 예상되는 중국 시장에서도 통할 수 있는 잠재력을 보유
- 급격하게 둔화된 중국 게임 시장(22년: -10%)의 개방 기조가 지속될 것으로 판단
- 침체 속에서도 중국 게임 내 서브컬처(11%), FPS(20%) 매출 점유율과 매출액은 지속 상승 중. 양 장르에 강점을 지닌 동사의 중화권 흥행 잠재력이 타사 대비 높다고 판단

실적 전망

블루아카이브 매출 반등이 이끄는 23년 성장

- 23F 매출액 1,830억원(+38% YoY), 영업이익 150억원(+199% YoY) 예상
- 블루아카이브 23F 매출액 860억원(+53% YoY) 예상. 2주년 업데이트 효과 지속
- 인건비 1,270억원(+32% YoY) 예상. 연 300명 수준 적극적인 채용 기조 지속 영향
- 신작 라인업 확대 통한 수익성 개선은 3Q23 이후 본격적으로 나타날 전망

Key data



현재주가(23/3/14, 원)	13,100	시가총액(십억원)	861
영업이익(22F, 십억원)	5	발행주식수(백만주)	66
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	-	유동주식비율(%)	33.5
EPS 성장률(22F, %)	-	외국인 보유비중(%)	1.7
P/E(22F, x)	120.8	베타(12M) 일간수익률	1.61
MKT P/E(22F, x)	11.3	52주 최저가(원)	12,000
KOSDAQ	758.05	52주 최고가(원)	28,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.9	-22.5	-41.1
상대주가	-6.3	-19.9	-32.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	-	-	-	132	183	248
영업이익 (십억원)	-	-	-	5	15	63
영업이익률 (%)	-	-	-	3.8	8.2	25.4
순이익 (십억원)	-	-	-	6	12	50
EPS (원)	-	-	-	107	187	762
ROE (%)	-	-	-	2.6	5.1	18.3
P/E (배)	-	-	-	120.8	69.9	17.2
P/B (배)	-	-	-	3.2	3.1	2.6
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익. 22년 3월 넷게임즈와 넥슨지티 합병하며 통합법인 넥슨게임즈 출범
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망 및 밸류에이션

실적 전망

동사의 23년 매출액은 1,830억원(+38% YoY), 영업이익은 150억원(+199% YoY)을 예상한다. 23년 블루아카이브 매출액 860억원(+53% YoY)으로 성장을 견인할 전망이다. 블루아카이브는 1월 일본 2주년 업데이트 이후 높은 수준의 트래픽을 유지하고 있다. 23년 예정 신작 3종(베일드엑스 퍼트, 퍼스트디센던트, 갯섬) 매출은 하반기 이후 발생할 것으로 예상된다.

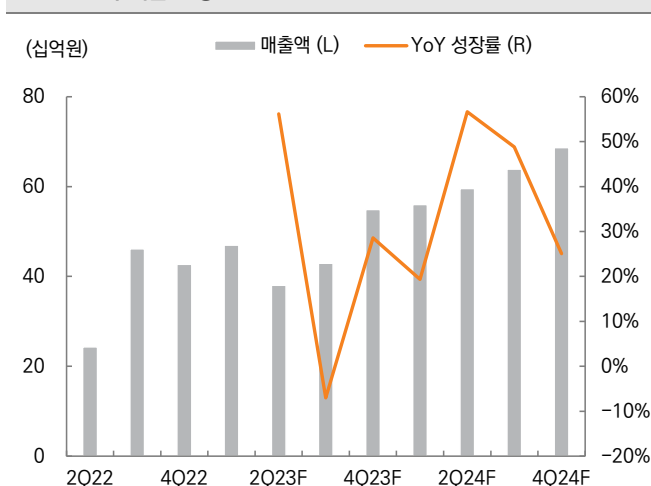
23년 영업비용은 1,670억원으로 YoY 32% 증가할 것으로 예상된다. 동사는 23년에도 적극적인 채용 기조를 유지할 방침으로 올해 300명의 추가 인력 채용(현재 인원 천명)을 계획 중에 있다. 개발에 대한 적극적인 투자가 지속됨에 따라 수익성 개선은 신작 3종 매출이 온기 반영될 24년 이후 본격화될 전망이다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	19.2	24.4	46.2	42.7	47.0	38.0	42.9	54.9	132.4	182.8	248.1
(% YoY)					145.2%	56.1%	-7.0%	28.6%		38.1%	35.7%
모바일	19.2	14.3	36.3	33.1	37.5	28.7	26.9	35.6	102.8	128.7	164.7
PC		9.7	9.5	9.3	9.1	8.9	15.7	19.0	28.5	52.7	82.0
기타		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	1.4	1.4
영업비용	20.7	31.2	37.2	38.2	39.6	41.1	42.6	44.2	127.2	167.4	185.5
인건비	16.9	24.4	27.0	28.4	29.7	31.0	32.4	33.9	96.6	127.0	143.2
주식보상비	1.0	2.1	4.4	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	11.8	18.2	19.7
지급수수료	0.9	2.2	3.3	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	9.3	12.0	12.5
기타	2.0	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	9.5	10.1	10.1
영업이익	-1.5	-6.8	9.0	4.5	7.3	-3.0	0.3	10.8	5.2	15.4	62.6
(% YoY)					흑전	적지	-96.1%	138.9%		198.9%	306.5%
영업이익률	-7.9%	-28.0%	19.5%	10.5%	15.6%	-8.0%	0.8%	19.6%	3.9%	8.4%	25.2%
지배주주순이익	-1.8	-6.0	10.1	3.7	5.9	-2.4	0.3	8.6	6.0	12.3	50.1
NPM	-9.1%	-24.5%	21.8%	8.7%	12.5%	-6.4%	0.6%	15.7%	4.6%	6.7%	20.2%

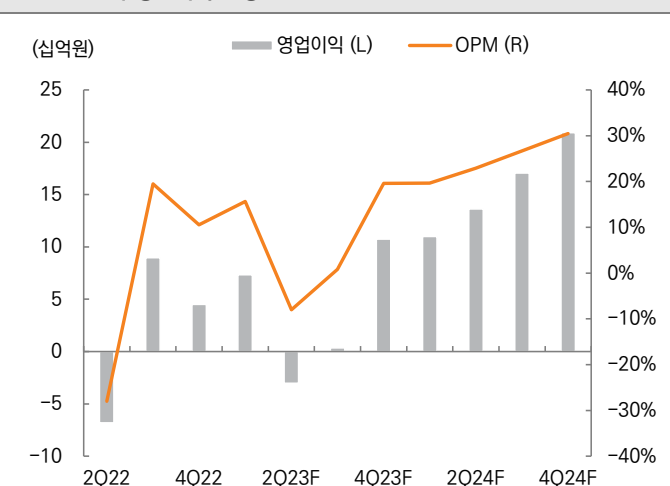
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 분기 매출 전망



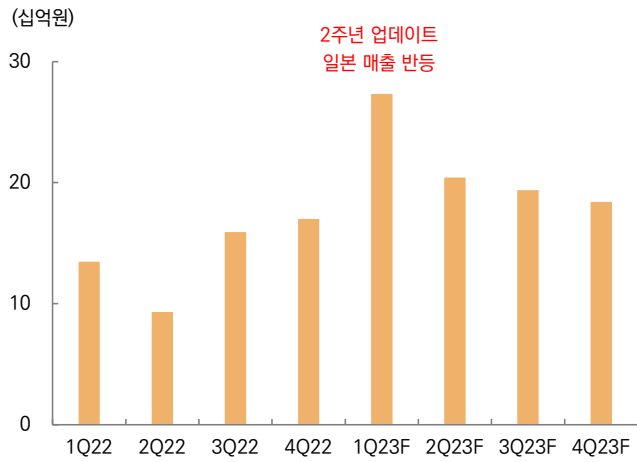
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 분기 영업이익 전망



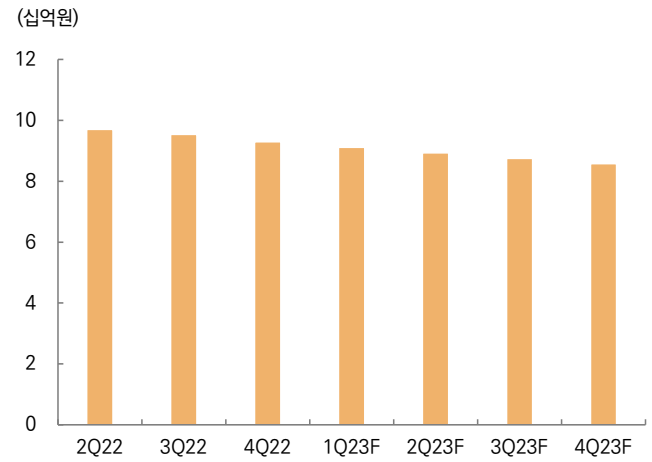
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 블루아카이브 분기 매출(개발사 인식 기준)



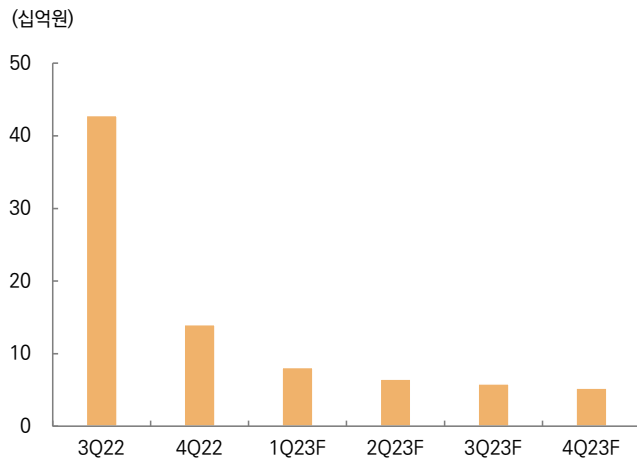
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 서든어택 분기 매출(개발사 인식 기준)



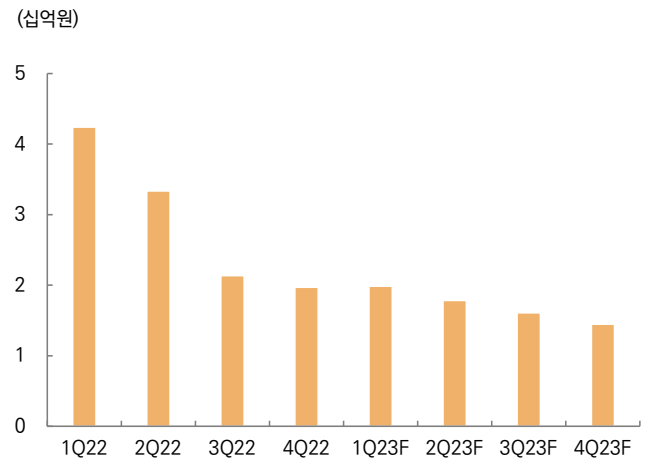
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 히트2 분기 매출(개발사 인식 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. V4 분기 매출(개발사 인식 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

밸류에이션

목표주가 19,000원은 24F EPS 762원에 P/E 25배를 적용해 산출하였다. 타겟 P/E는 엔씨소프트 2H19~1H20(라인업 확대 통한 수익성 개선기) P/E 평균이며 현재 24F P/E 17배에서 거래 중이다. 투자가 확대되는 23년은 실적보다는 신작 모멘텀을 기대할 수 있는 구간으로 판단한다.

23년도 출시 예정 신작 3종 베일드엑스퍼트(FPS/TPS), 퍼스트디센던트(루트슈터), 갯섬(SLG) 출시 일정 구체화와 함께 신작 모멘텀이 본격화될 것으로 예상된다. 중장기적으로는 국내 시장의 장르 다변화, 중국 시장의 개방과 함께 서브컬처/FPS/MMORPG 등 다양한 장르에서 검증된 동사의 게임 개발력이 점차 부각 받을 전망이다.

표 2. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	50	
Target P/E (배)	25	엔씨소프트 2H19~1H20 P/E 평균. 신작 라인업 확대 통한 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	1,253	
주식 수 (천주)	65,761	
목표주가 (원)	19,000	
현재주가 (원)	13,100	
상승여력	45.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 넥슨게임즈 연간 실적, 멀티플 추이

(십억원, 배)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출	109	119	132	183	248
영업이익	29	23	5	15	63
지배순이익	30	19	6	12	50
P/S(평균)	5.7	7.5	9.0	4.7	3.5
P/E(평균)	20.6	46.5	196.5	69.8	17.2

주: 20~21년 실적은 넷게임즈와 넥슨지티 단순 합산, 멀티플은 합산 시가총액 기준으로 재추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 넥슨게임즈 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	8,050	14.8	13.4	4.4	4.1	1.4	1.2	7.0	6.5	35.4	35.1
엔씨소프트	8,705	17.8	14.6	3.4	3.0	2.3	2.0	10.3	8.5	21.7	23.8
넷마블	4,805	79.7	37.2	1.6	1.5	0.9	0.9	20.3	16.2	2.1	4.2
펄어비스	2,691	33.3	14.0	5.8	3.0	3.4	2.4	26.6	10.0	15.2	21.5
카카오게임즈	3,556	19.8	16.6	2.5	2.2	1.7	1.5	12.5	10.8	18.7	19.4
위메이드	1,714	59.9	21.1	2.5	2.1	3.8	3.4	37.7	15.4	4.9	12.5
컴투스	890	19.2	17.9	1.1	1.0	0.7	0.7	18.1	13.1	3.6	4.5
NHN	963	16.9	12.6	0.4	0.4	0.5	0.5	4.0	3.5	3.4	4.0
더블유게임즈	772	6.0	5.4	1.2	1.1	0.9	0.8	3.0	2.8	29.8	30.3
웹젠	603	10.5	9.2	2.5	2.2	0.9	0.8	6.6	5.6	27.7	28.7
네오위즈	940	12.2	12.9	2.2	2.1	1.7	1.5	7.7	8.3	21.1	19.4
조이시티	304	14.9	9.3	1.6	1.4	2.5	2.0	13.4	9.2	13.3	17.5
Activision Blizzard (US)	79,675	20.4	19.4	6.5	6.4	2.8	2.5	15.4	13.8	35.1	37.9
Electronic Arts	39,014	18.1	17.0	4.2	4.0	4.0	3.8	12.4	11.8	29.1	29.7
Take Two Interactive	24,303	30.7	21.8	3.5	3.0	2.0	2.0	23.1	17.5	15.5	15.3
Nintendo (JP)	64,860	15.0	16.5	4.1	4.3	2.7	2.5	9.3	10.4	31.6	31.5
Nexon	25,746	23.9	20.7	6.4	5.9	2.8	2.4	14.8	13.2	32.5	33.6
Bandai Namco	18,007	18.3	17.9	1.9	1.8	2.9	2.7	10.3	9.8	13.8	14.1
Konami	8,831	22.8	17.0	2.9	2.7	2.3	2.1	10.0	8.1	17.2	21.2
Cyber Agent	5,499	29.9	19.3	0.8	0.7	3.5	3.0	8.6	7.0	6.5	7.6
Square Enix	7,421	16.4	15.8	2.2	2.0	2.4	2.1	10.7	7.9	14.2	17.8
Tencent (CH)	547,765	25.1	20.8	5.2	4.7	3.2	2.8	18.6	15.8	29.1	29.4
NetEase	71,811	16.4	14.7	3.6	3.3	5.0	4.7	11.6	10.2	21.8	22.4
Kingsoft	6,299	61.2	51.9	4.4	3.6	1.5	1.4	10.5	7.9	22.7	24.2
Youzu Interactive	1,926	81.2	31.2	5.3	5.3	2.1	2.0	40.5	22.3	3.4	12.6
Ubisoft (FR)	3,897	-	13.0	1.4	1.2	1.8	1.6	4.3	3.6	-28.3	14.9

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

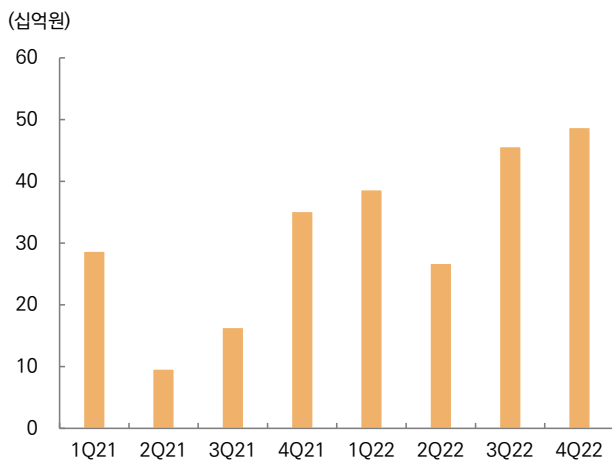
앞으로 더욱 부각될 서브컬처 게임 개발력

1. 타 장르 대비 우월한 라이프 사이클

서브컬처 수집형 RPG는 흥행 궤도에 오르지만 한다면 장기적인 매출 성과로 이어질 가능성이 높다. 매출이 초기에 집중되는 MMORPG나 콘솔 게임 등과는 확연히 다르다. 특히 MMORPG 장르의 매출 하향의 기울기는 타 장르 게임들보다 가파른데 이는 초기 과금 수준에 따라 신규 유저가 따라가기 힘들 정도로 격차가 벌어져 게임 초기 유저 이탈이 크기 때문이다.

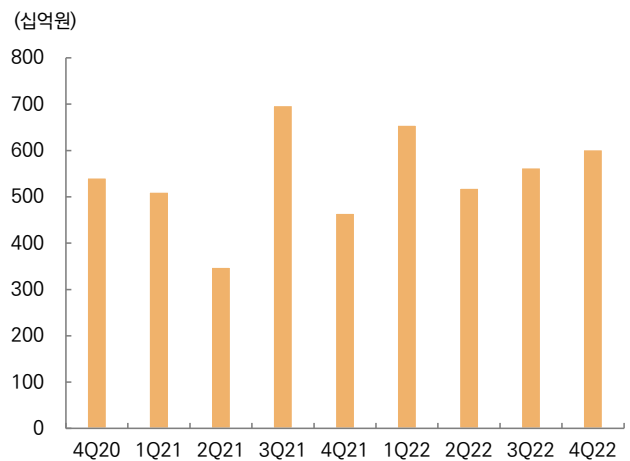
반면 서브컬처 게임들은 초기 진입 유저들을 충성 고객으로 서서히 만들면서 매출을 장기 발생시킨다. 과도한 과금을 유도하거나, 게임 내 재화의 인플레이션을 극심하게 발생시키지 않는 한 유저들은 지속적으로 과금을 하면서 게임에 대한 애정을 키워 나가곤 한다. 글로벌 매출 최상위권의 원신이 출시 2년이 넘었음에도 하향세가 발생하지 않는 이유기도 하다.

그림 8. 블루아카이브 글로벌 분기 매출(총매출 기준)



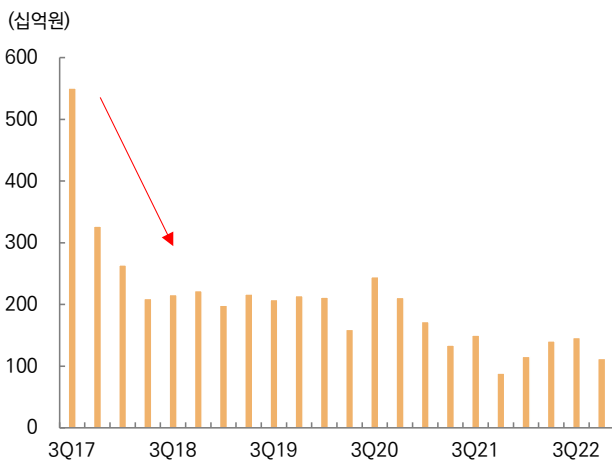
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 원신 글로벌 분기 매출(중국은 iOS만 포함)



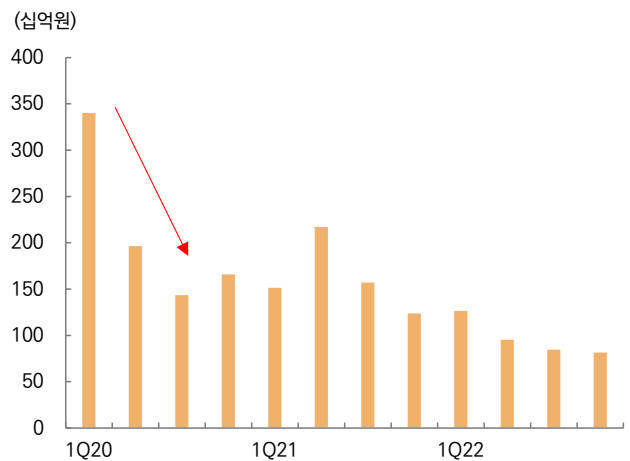
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 리니지M 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 리니지2M 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

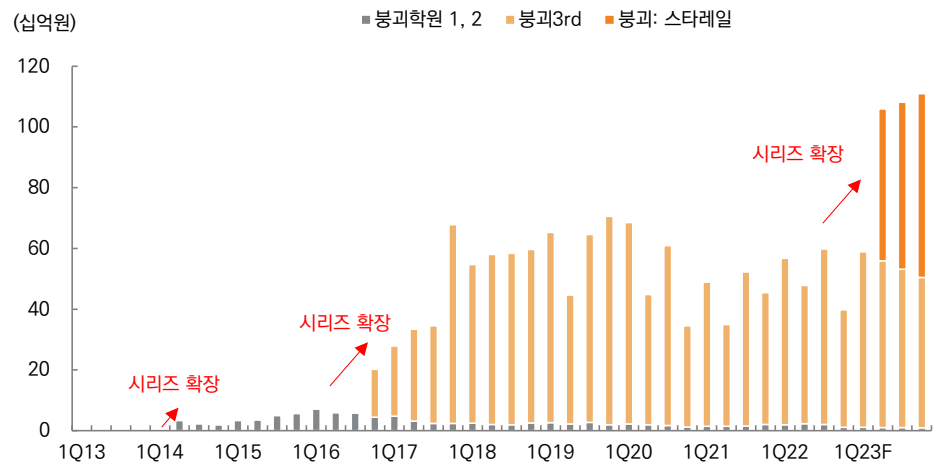
2. 높은 차기작 Hit-Ratio를 보유

세계관의 영속성이 이끄는 후속작 흥행

서브컬처는 다른 어떤 장르보다 스토리의 중요도가 높은 편이다. 1) IP가 존재하는 작품에 대한 서브컬처 게임은 해당 IP에 대한 친숙한 기억 또는 애정을 가진 사람들을 끌어들이며 흥행을 지속해 나가고(타입문 IP의 페이트/그랜드오더가 대표적), 2) IP가 창조된 게임의 경우 해당 편 이후의 후속 스토리에 대한 기대감과 궁금증으로 후속 흥행을 이끌어 나간다.

스토리의 진행이 중심이 아닌 MMORPG 장르가 IP의 영속성을 가지지 못하는 것과는 대비되는 부분이다. 플랫폼 전환을 성공적으로 이뤄내며 리니지가 장기 흥행하기는 했지만 더 이상 리니지 IP 후속작을 만들지 않기로 한 이유도 스토리에 대한 확장은 의미가 없어졌기 때문이다. 이는 서브컬처 외 모바일, PC 게임들이 공통적으로 겪는 현상이다.

그림 12. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이



주: 스타레일은 예상치. 현재 2차 CBT까지 완료했으며 사전예약자 500만명 돌파
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

미호요의 붕괴 시리즈가 서브컬처 IP의 영속성을 보여주는 대표적인 케이스다. 미호요 초창기인 12년 9월 FlyMe2theMoon에서 시작된 붕괴 IP는 붕괴학원(12년)을 거쳐 붕괴학원2(14년)부터 인기를 끌기 시작하더니 붕괴3rd(17년)부터 글로벌 흥행에 성공한다. 글로벌 기대작 붕괴: 스타레일(23년 상반기)을 통해 또 한번의 확장이 이어질 전망이다.

그림 13. 붕괴 IP 시리즈 변화

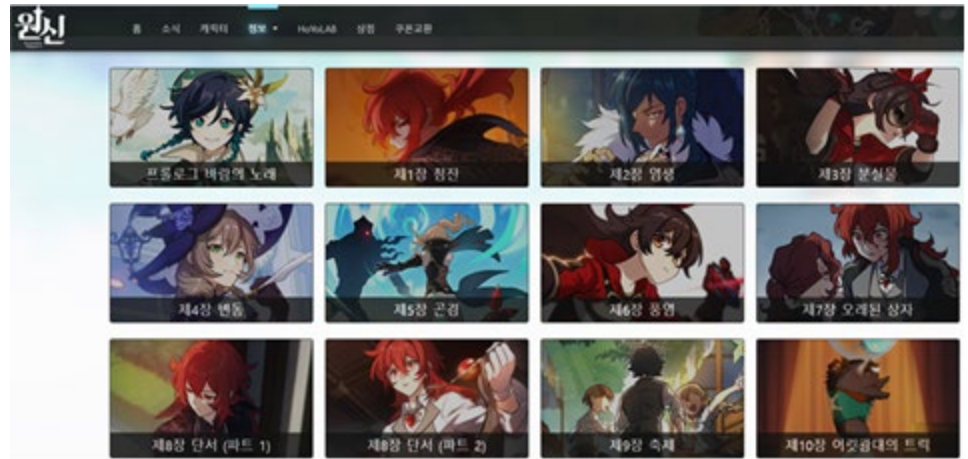


자료: 호요버스, 엡스토어, 미래에셋증권 리서치센터

2차, 3차 창작물을 통한 세계관 강화

애니메이션, 만화, 영화 등 2차, 3차 창작물로 이어지는 부분이 IP의 확장을 이끌어 후속작에 대한 흥행 가능성을 높인다. 20년이 넘는 시간 동안 흥행에 성공해오고 있는 타입문의 페이트 IP가 대표적이다. 게임 IP(미연시)로 시작했지만 이후 수 많은 애니메이션, 만화, 영화로 제작되면서 세계관이 성공적으로 확장되어온 경우다. 15년 출시해 일본, 중국, 미국 등 글로벌 전역에서 기록적인 흥행을 보여온 페이트/그랜드 오더는 지금까지 확장되어온 페이트 세계관의 집약체에 가깝다.

그림 14. 원신 공식 웹툰(컨텐츠 업데이트와 함께 지속 제작)



자료: 원신, 미래에셋증권 리서치센터

미호요의 붕괴 시리즈가 성공적으로 확장된 이면에도 꾸준한 오프라인 행사 개최와 굿즈, 애니메이션 등 2차 창작물로의 확장이 존재했다. 이미 글로벌 최고의 서브컬처 게임으로 성공한 원신이 웹툰을 만들고, 애니메이션을 집중적으로 확장하는 이유도 세계관의 성공적인 확장을 통해 영속성을 갖겠다는 의미가 크다. 일본에서 최정상급 인기를 누리는 블루아카이브가 애니메이션 제작까지 하는 이유도 마찬가지다.

그림 15. 일본 애니메이션 제작이 확정된 블루아카이브



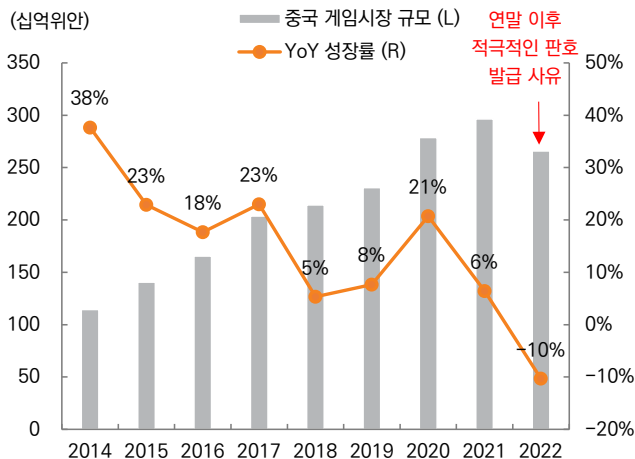
자료: 블루아카이브, 미래에셋증권 리서치센터

중국 게임 시장 재개방 기초 지속 예상

23년 적극적인 판호 발급 기초가 이어질 것으로 판단하는 주요 근거는 마이너스로 떨어진 중국 게임 시장 성장률이다. 22년 중국 게임시장 규모는 2,660억위안(51조원 수준)으로 전년 대비 10% 감소했다. 중국 게임시장의 역성장은 모바일 게임이 본격 성장하기 시작한 2010년대 이후로는 처음 발생한 일로 관원위 위원의 의견과 같이 우려의 목소리도 커지고 있는 상황이다.

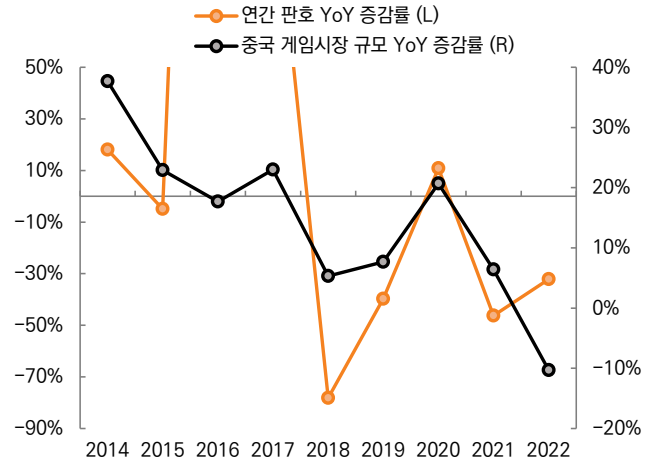
중국 당국은 적극적인 판호 발급 기초로의 전환을 통해 예기치 못하게 역성장에 접어든 게임 시장을 회복시킬 가능성이 높다. 중국은 18년 이후 판호의 감소를 통해 연 20%를 상회하던 게임 시장 성장률을 10% 수준(17~21년 CAGR 10% 성장)으로 컨트롤해왔다. 2H22부터 증가하고 있는 판호 발급 빈도와 발급 수의 동시 증가는 23년~24년 게임 시장 회복을 위한 당국의 움직임이 시작되었음을 의미한다.

그림 16. 중국 게임 시장 규모



자료: 中国音数协游戏工委 '2022년 중국 게임산업 보고', 미래에셋증권 리서치센터

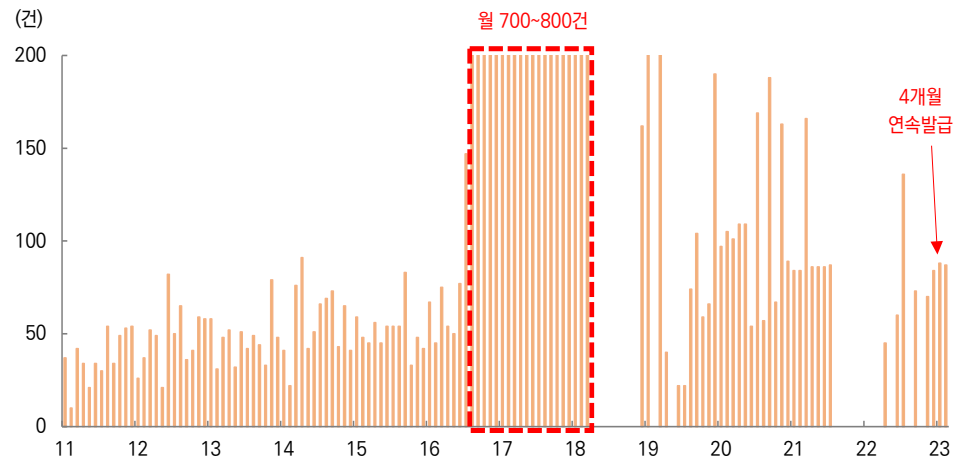
그림 17. 판호 발급과 중국 게임 시장 규모 상관관계



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

22년 11월 ~ 23년 2월 중국 내자판호의 4개월 연속 발급은 게임 산업에 대한 당국의 규제가 사실 상 마무리 단계로 가고 있음을 시사한다. 중국 당국은 22년 11월 70개, 12월 84개의 내자판호 승인에 이어 올해도 허가를 지속하고 있다. 23년 1월 88개, 2월 87개 등 23년 내자판호 허가 수는 이미 22년 전체(468개)의 3분의 1을 넘어서고 있다. 회당 판호 발급 건수로 보더라도 80개 수준을 넘어서며 게임 산업에 대한 적극적인 규제 이전인 20년 수준으로 돌아가고 있다.

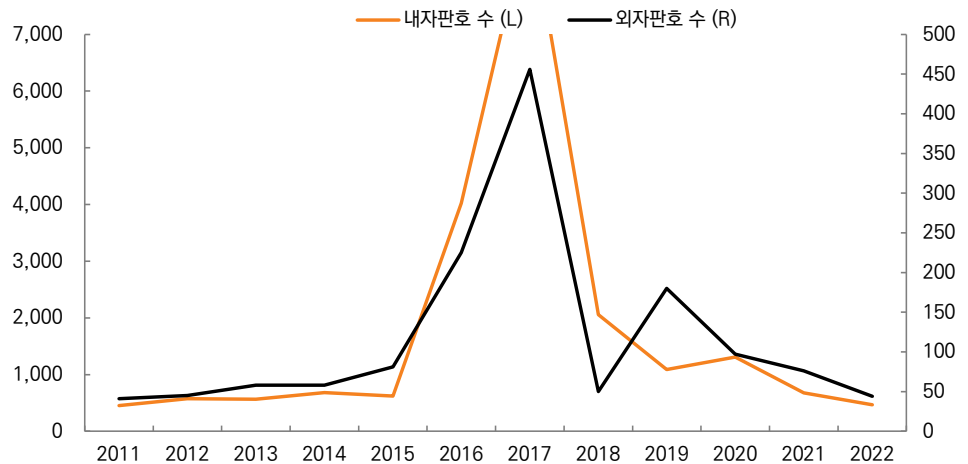
그림 18. 11년 이후 내자판호 월간 발급 추이



자료: 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

연속적인 내자판호 발급에서 보이는 당국의 게임 규제 완화는 외자판호 발급 확대로 이어질 가능성이 높다. 지난 10년간의 판호 발급을 관찰해보면 내자판호와 외자판호 발급에 대한 방향성은 대부분 같은 방향으로 움직였다는 점을 알 수 있다. 내자판호 발급의 재개로 외자판호 발급 정상화의 선결 조건이 한 가지 해결되었다고 판단한다.

그림 19. 내자판호, 외자판호 연간 발급 추이



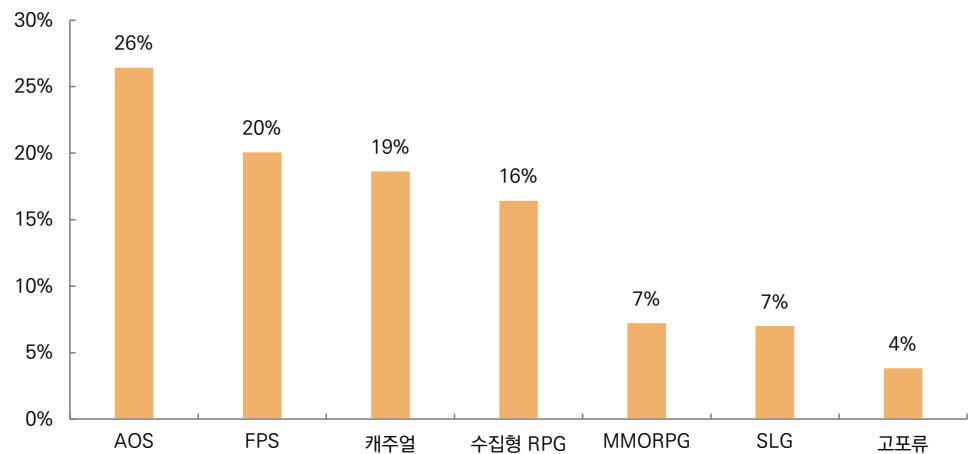
자료: 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

중국 진출에 적합한 장르 강점을 보유

시장 성장 둔화 속에서도 중국 게임 산업 내 수집형 RPG와 FPS의 인기는 공고하게 유지되고 있다. 인기를 급속도로 잃어가며 10% 미만의 점유율로 떨어진 MMORPG와는 다르다. 그리고 수집형 RPG 삼분의 이 이상을 차지하고 있는 것이 서브컬처 수집형 RPG다.

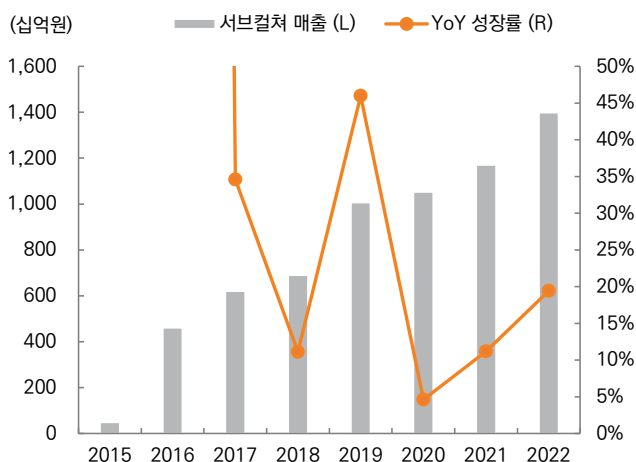
중국 iOS Top 50 게임 내 서브컬처 게임 매출액은 22년에도 20% 이상 성장한 것으로 추정된다. 23년 1~2월 누적 매출 기준 서브컬처 장르 점유율은 11%까지 상승한 상황이다. 글로벌 특히 일본 지역에서 최상위 인기를 유지 중인 블루아카이브의 중국 잠재력도 높다고 판단한다.

그림 20. 23년 1~2월 중국 iOS Top 50 모바일 게임 장르별 매출 비중



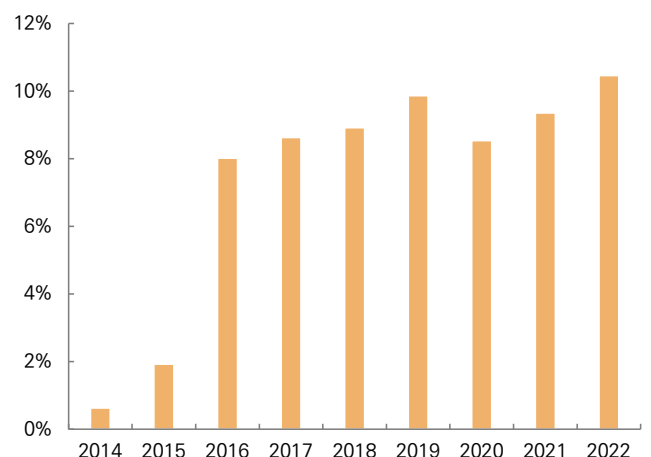
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 중국 iOS Top 50 게임 내 서브컬처 게임 연매출 추이



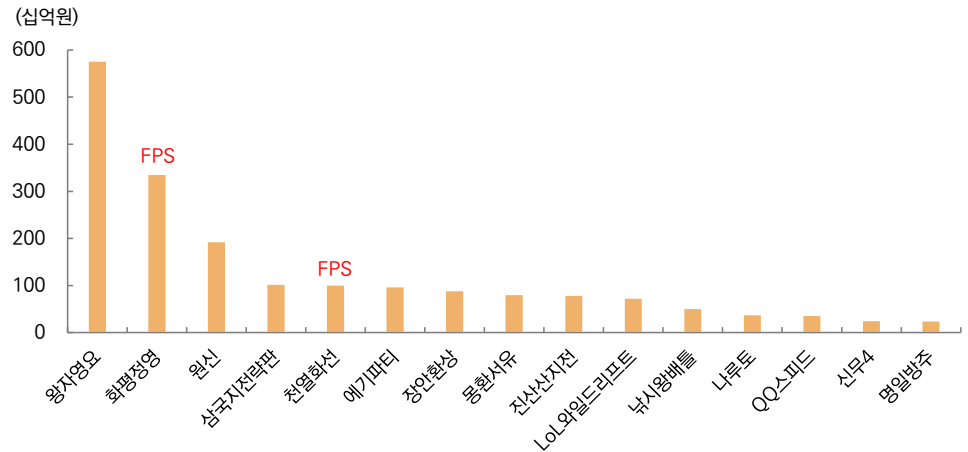
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 중국 iOS Top 50 게임 매출 내 서브컬처 장르 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 23년 1~2월 중국 iOS Top 15 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

동사가 지닌 슈팅 게임 개발력도 주목할 필요가 있다. 넥슨게임즈의 서든어택은 여전히 국내 슈팅 장르 1위를 유지하며 저력을 증명하고 있다. 중국 시장에서 20% 수준의 높은 점유율을 보이고 있는 슈팅 장르의 인기를 고려 시 베일드엑스퍼트(FPS/TPS)나 퍼스트디센던트(루트슈터)와 같은 슈팅 신작의 중국 잠재력도 충분할 것으로 판단한다.

물론 모바일에서는 화평정영(PUBG M) PC에서는 천열화선(크로스파이어)이 국민 IP로 자리 잡아 경쟁이 쉽지 않은 것도 사실이나 루트슈터와 같은 신규 장르에서는 높은 게임성을 기반으로 한 경쟁이 가능할 것으로 보인다.

그림 24. TPS 신작 베일드엑스퍼트(3/30 스팀 파이널테스트)



자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 루트슈터 신작 퍼스트디센던트



자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (22570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	-	132	183	248
매출원가	-	0	0	0
매출총이익	-	132	183	248
판매비와관리비	-	127	167	186
조정영업이익	-	5	15	63
영업이익	-	5	15	63
비영업손익	-	1	0	0
금융손익	-	0	0	0
관계기업등 투자손익	-	0	0	0
세전계속사업손익	-	6	15	63
계속사업법인세비용	-	0	3	13
계속사업이익	-	6	12	50
중단사업이익	-	0	0	0
당기순이익	-	6	12	50
지배주주	-	6	12	50
비지배주주	-	0	0	0
총포괄이익	-	6	12	50
지배주주	-	6	12	50
비지배주주	-	0	0	0
EBITDA	-	10	20	68
FCF	-	-5	19	54
EBITDA 마진율 (%)	-	7.6	10.9	27.4
영업이익률 (%)	-	3.8	8.2	25.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	4.5	6.6	20.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-	29	23	61
당기순이익	-	-	12	50
비현금수익비용가감	-	-	8	18
유형자산감가상각비	-	-	4	5
무형자산상각비	-	-	1	1
기타	-	-	3	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-	-	5	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-	-	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-	-	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-	-	0	0
법인세납부	-	-	-3	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-	36	-9	-14
유형자산처분(취득)	-	-	-4	-7
무형자산감소(증가)	-	-	-2	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-	-3	-3
기타투자활동	-	-	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-	-8	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	1	1
자본의 증가(감소)	-	-	0	0
배당금의 지급	-	-	0	0
기타재무활동	-	-	0	0
현금의 증가	-	57	14	48
기초현금	-	59	115	129
기말현금	-	115	129	177

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	-	204	223	275
현금 및 현금성자산	-	115	129	177
매출채권 및 기타채권	-	27	29	30
재고자산	-	0	0	0
기타유동자산	-	62	65	68
비유동자산	-	121	122	128
관계기업투자등	-	0	0	0
유형자산	-	50	50	53
무형자산	-	36	37	41
자산총계	-	326	345	404
유동부채	-	60	66	72
매입채무 및 기타채무	-	0	0	0
단기금융부채	-	7	7	8
기타유동부채	-	53	59	64
비유동부채	-	29	30	32
장기금융부채	-	13	13	13
기타비유동부채	-	16	17	19
부채총계	-	88	96	104
지배주주지분	-	237	249	299
자본금	-	33	33	33
자본잉여금	-	213	213	213
이익잉여금	-	-8	4	54
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	-	237	249	299

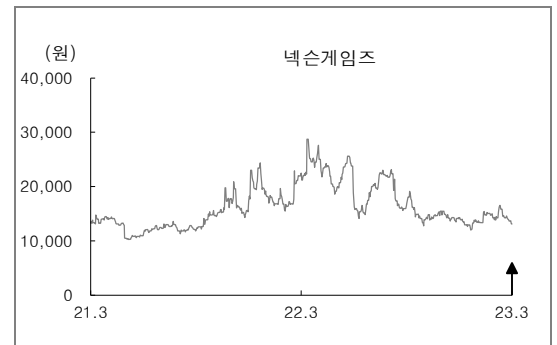
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	120.8	69.9	17.2
P/CF (x)	-	68.7	42.6	12.7
P/B (x)	-	3.2	3.1	2.6
EV/EBITDA (x)	-	72.2	34.1	9.4
EPS (원)	-	107	187	762
CFPS (원)	-	188	308	1,031
BPS (원)	-	4,103	4,290	5,052
DPS (원)	-	0	0	0
배당성향 (%)	-	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-	38.1	35.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	109.5	235.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-	198.9	306.5
EPS증가율 (%)	-	-	74.9	306.5
매출채권 회전율 (회)	-	4.9	6.6	8.5
재고자산 회전율 (회)	-	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	-	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-	1.9	3.7	13.4
ROE (%)	-	2.6	5.1	18.3
ROIC (%)	-	0.0	19.0	77.9
부채비율 (%)	-	37.3	38.5	34.8
유동비율 (%)	-	342.5	339.6	381.3
순차입금/자기자본 (%)	-	-65.2	-68.6	-73.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-	0.0	0.0	0.0

주: 22년 3월 넷게임즈와 넥슨지티 합병하며 통합법인 넥슨게임즈 출범. 자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2023.03.15	매수	19,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.