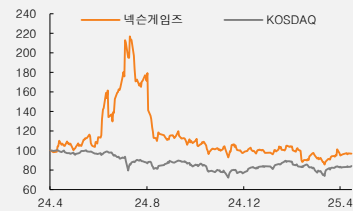


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 16,000원
현재주가(25/5/13)	13,100원
상승여력	22.1%

영업이익(25F, 십억원)	-35
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	0
EPS 성장률(25F, %)	적진
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.0
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSDAQ	731.88
시가총액(십억원)	863
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.4
외국인 보유비중(%)	4.8
베타(12M) 일간수익률	0.57
52주 최저가(원)	11,590
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.8	-3.1	-8.5
상대주가	3.4	-8.7	6.9



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

넥슨게임즈

PC는 선방, 모바일은 부진

1Q25 Review: 컨센서스 하회

매출액 513억원(-3% YoY), 영업손실 49억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 534억원, 영업손실 4억원)를 하회했다. 모바일 매출액은 249억원(-33% YoY)로 예상치를 24% 하회했다. 모바일 부진은 블루아카이브 매출의 급격한 하향 안정화에 기인한다. 출시 3.5주년이 넘어가면서 매출 하락세가 가속화되고 있다.

PC/콘솔 매출액은 244억원(+66% YoY)으로 예상치를 24% 상회했다. 이는 퍼스트 디센던트의 하향세 완화와 서든어택 유료화 업데이트 효과에 기인한다. 영업비용은 562억원(+12% YoY)으로 예상치를 5% 상회했다. 인건비는 329억원(+3% YoY)으로 예상치를 상회했다. 이는 신작 개발을 위한 신규 인력 확보에 따른 영향이다.

3종의 신작을 준비 중

동사는 넥슨 주요 IP의 종적 확장에 앞장서고 있다. 현재 '던전앤파이터: 아라드'(오픈월드RPG), '프로젝트 DX'(듀랑고 IP 기반 MMORPG)를 개발 중에 있다. 작년 10월 넥슨 30주년 기념 미디어데이 행사에서 두 신작의 개발 영상을 공개한 바 있다. 던파 신작은 IP 인기를 고려 시 중국에서의 흥행 잠재력 역시도 높다고 판단한다.

블루아카이브의 뒤를 이어줄 신규 서브컬처 IP인 '프로젝트 RX'도 개발되고 있다. 티저 이미지는 작년 10월 공개했다. 프로젝트 RX는 언리얼엔진5를 활용한 고품질 3D 그래픽으로 생동감 넘치는 세계관과 캐릭터를 구현하는 것을 목표로 하고 있다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 16,000원으로 하향

블루아카이브 매출액 하향 안정화를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 20,000원에서 16,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 26F P/E 20배에서 거래 중이다. 블루아카이브의 매출 부진은 아쉬운 부분이나 퍼스트 디센던트의 하향 추세가 일단락된 부분은 긍정적이다.

높은 Hit Ratio와 다변화된 장르에서 증명된 개발력을 고려 시 동사는 중소형 게임 주 중 가장 큰 신작 흥행 잠재력을 가진 기업임에는 분명하다. 다만 기존작 매출액 하락으로 적자가 확대되는 가운데 인력이 지속적으로 증가하고 있는 점은 우려스러운 부분이다. 1) 출시 준비 중에 있는 듀랑고, 던파 신작의 일정 구체화, 2) 인게임 영상 공개 및 베타 테스트 등을 통한 개발 진척 현황 공개가 필요한 시점이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	193	256	190	286	328
영업이익 (십억원)	12	39	-35	52	80
영업이익률 (%)	6.2	15.2	-18.4	18.2	24.4
순이익 (십억원)	11	31	-23	43	65
EPS (원)	172	478	-356	656	992
ROE (%)	4.5	10.9	-7.8	13.9	17.9
P/E (배)	87.2	28.0	-	20.0	13.2
P/B (배)	3.3	2.6	2.7	2.4	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	52.6	43.6	111.5	48.3	51.3	45.6	49.9	42.7	193.3	256.1	189.5	286.4
(% YoY)	0.9%	0.4%	97.4%	17.3%	-2.5%	4.6%	-55.2%	-11.8%	46.0%	32.5%	-26.0%	51.1%
모바일	37.3	29.8	33.2	21.2	24.9	20.2	24.1	18.0	152.4	121.6	87.2	80.2
PC/콘솔	14.7	12.5	76.7	24.8	24.4	23.4	23.8	22.6	39.4	128.6	94.1	197.6
기타	0.6	1.3	1.6	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	1.5	5.8	8.2	8.5
영업비용	50.2	52.0	64.7	50.5	56.2	55.7	56.2	56.7	181.3	217.3	224.8	234.5
인건비	31.9	31.7	44.9	28.5	32.9	33.2	33.6	33.9	119.7	137.0	133.6	141.7
지급수수료	3.3	3.7	3.1	4.9	4.0	4.1	4.1	4.1	10.7	15.0	16.3	16.9
D&A	2.8	3.6	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	7.8	14.4	16.6	17.3
기타	12.2	13.0	12.7	13.0	15.2	14.3	14.4	14.4	43.1	50.9	58.3	58.5
영업이익	2.5	-8.4	46.8	-2.1	-4.9	-10.1	-6.2	-14.0	12.0	38.7	-35.3	51.9
(% YoY)	-80.6%	적전	390.4%	적지	-	적지	적전	적지	133.0%	222.5%	적전	흑전
영업이익률	4.7%	-19.4%	42.0%	-4.4%	-9.5%	-22.2%	-12.5%	-32.8%	6.2%	15.1%	-18.6%	18.1%
지배주주순이익	-0.2	-11.0	39.7	2.9	-0.3	-7.7	-4.6	-10.8	11.3	31.4	-23.4	43.2
NPM	-0.4%	-25.2%	35.6%	6.1%	-0.7%	-16.9%	-9.2%	-25.3%	5.8%	12.3%	-12.4%	15.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	202.9	299.5	189.5	286.4	-7%	-4%	215.4	277.6	-12%	3%	블루아카이브 매출 하향
영업이익	-13.9	67.5	-35.3	51.9	-	-23%	-2.0	35.6	-	46%	
순이익	-11.1	54.0	-23.4	43.2	-	-20%	-1.7	29.9	-	44%	
영업이익률	-6.8%	22.5%	-18.6%	18.1%	-	-	-0.9%	12.8%	-	-	
순이익률	-5.5%	18.0%	-12.4%	15.1%	-	-	-0.8%	10.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	51.3	54.6	-6%	53.4	-4%
영업이익	-4.9	1.2	-	-0.4	-
지배주주순이익	-0.3	0.9	-	-2.2	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	43	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,054	
주식 수 (천주)	65,860	
목표주가 (원)	16,000	
현재주가 (원)	13,100	
상승여력	22.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	256	190	286	328
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	256	190	286	328
판매비와관리비	217	225	234	248
조정영업이익	39	-35	52	80
영업이익	39	-35	52	80
비영업손익	5	3	2	2
금융손익	2	0	1	2
관계기업등 투자손익	0	3	1	0
세전계속사업손익	44	-32	54	82
계속사업법인세비용	12	-8	11	16
계속사업이익	31	-23	43	65
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	31	-23	43	65
지배주주	31	-23	43	65
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	31	-23	43	65
지배주주	31	-23	43	65
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	54	-22	65	92
FCF	60	-11	53	74
EBITDA 마진율 (%)	21.1	-11.6	22.7	28.0
영업이익률 (%)	15.2	-18.4	18.2	24.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.1	-12.1	15.0	19.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	292	279	331	401
현금 및 현금성자산	60	45	93	162
매출채권 및 기타채권	32	32	33	34
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	200	202	205	205
비유동자산	195	187	181	178
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	88	78	71	66
무형자산	36	36	38	40
자산총계	487	466	512	579
유동부채	61	62	62	63
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	13	13	14	14
기타유동부채	45	46	45	46
비유동부채	114	115	117	119
장기금융부채	68	68	68	68
기타비유동부채	46	47	49	51
부채총계	174	177	179	181
지배주주지분	313	289	332	398
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	107	107	107	107
이익잉여금	185	161	204	270
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	313	289	332	398

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	67	-8	57	79
당기순이익	31	-23	43	65
비현금수익비용가감	42	5	23	26
유형자산감가상각비	14	12	11	10
무형자산상각비	1	1	1	2
기타	27	-8	11	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	2	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-8	8	-11	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-118	-7	-9	-11
유형자산처분(취득)	-6	-3	-4	-5
무형자산감소(증가)	-1	-2	-3	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-108	-2	-2	-2
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	58	0	0	0
자본의 증가(감소)	8	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-67	0	0	0
현금의 증가	-52	-15	48	68
기초현금	111	60	45	93
기말현금	60	45	93	162

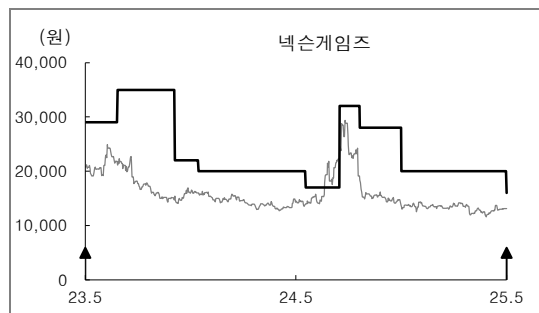
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	28.0	-	20.0	13.2
P/CF (x)	12.0	-	13.1	9.4
P/B (x)	2.6	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	13.2	-	10.1	6.3
EPS (원)	478	-356	656	992
CFPS (원)	1,113	-281	1,004	1,393
BPS (원)	5,241	4,885	5,541	6,533
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	32.5	-26.0	51.1	14.5
EBITDA증가율 (%)	148.3	적전	흑전	42.2
조정영업이익증가율 (%)	222.4	적전	흑전	53.3
EPS증가율 (%)	178.2	적전	흑전	51.3
매출채권 회전율 (회)	8.5	6.3	9.4	10.6
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.4	-4.9	8.8	12.0
ROE (%)	10.9	-7.8	13.9	17.9
ROIC (%)	30.7	-24.0	41.6	66.3
부채비율 (%)	55.8	61.0	53.9	45.6
유동비율 (%)	479.4	453.6	531.9	639.8
순차입금/자기자본 (%)	-55.9	-56.0	-63.8	-71.0
조정영업이익/금융비용 (x)	8.7	-5.1	7.5	11.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2025.05.14	매수	16,000	-	-
2024.11.13	매수	20,000	-33.74	-28.10
2024.09.02	매수	28,000	-45.89	-36.14
2024.07.29	매수	32,000	-22.34	-8.28
2024.05.31	매수	17,000	1.35	30.88
2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50
2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00
2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.