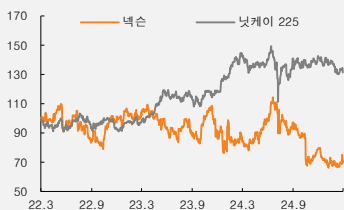


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	JPY 2,800
현재주가(25/3/28)	JPY 2,123
상승여력	31.9%

닛케이 225(p)	37,120.33
EPS 성장률(25F, %)	-
P/E(25F, x)	-
배당수익률(%)	0.9

시가총액(십억JPY)	1,746.52
시가총액(조원)	16.96
상장주식수(백만주)	822.7
60일 평균 거래대금(백만JPY)	5,574.96
52주 최저가(JPY)	1,974.00
52주 최고가(JPY)	3,409.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.9	-26.7	-15.4
상대주가	5.0	-21.4	-8.5



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

3659 JP · 글로벌 게임 · 일본

넥슨

추가 신작 모멘텀 부재. 쉬어가는 25년

'퍼스트 버서커: 카잔', '마비노기M' 출시 완료

3/28일 출시된 카잔은 PC 스팀 기준 주말(3/29~3/30) 최고 동접자 3만명, 글로벌 매출 순위 4위를 기록했다. 스팀 유저 평가도 90% 이상이 긍정적인 리뷰를 남기면서 '매우 긍정적' 평가를 유지하고 있다. 유저와 직접 소통하며 빠른 피드백을 하고 있는 점이 호평을 사고 있다. 누적 판매량 200만장 이상이 가능할 전망이다.

3/27일 출시된 마비노기M은 출시일부터 3/29일까지 iOS 매출 순위 1위를 기록했다. 마비노기M은 2000년대 초 인기를 끌었던 PC 마비노기를 모바일로 재해석해 출시한 작품으로 월정액 패스, 패션/펫 뽑기가 메인 BM이다. 온기 반영되는 2분기 일평균 매출액 5천만엔 이상을 기록할 전망이다.

25년에도 성장을 지속하긴 어려운 전망

25F 매출액 4,310억엔(-3% YoY), 영업이익 1,120억엔(-10% YoY)을 기록할 전망이다. 탑라인, 바텀라인 역성장은 PC 기존작(던파, 메이플스토리) 및 던파M 중국 매출 하향 안정화에 기인한다. 1분기 말 출시된 카잔, 마비노기M 등의 신작 매출이 25년 실적에 더해질 예정이나 던파M 중국 매출 감소분을 상쇄하긴 어렵다.

24년 5월 출시한 던파M 중국의 경우 24년 하반기 중국 iOS 기준 게임 매출액 2위를 기록했다. 첫 분기 일평균 매출액은 25억엔, 24년 일평균 매출액 15억엔 이상을 기록한 것으로 추정된다. 25년 1~3월 매출 순위는 4위로 하락했으며 25년 일평균 매출액은 24년 대비 3분의 1 수준으로 하락한 것으로 추정(센서타워 기준)된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 2,800엔으로 하향

기존작 매출 하향 트렌드를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 4,000엔에서 2,800엔(25F 타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 25F P/E 18배 수준으로 밸류에이션 부담이 높은 상황은 아니나 낮아진 이익 모멘텀을 고려 시 단기보다는 중장기적 관점에서의 접근이 필요한 시기다.

카잔과 마비노기M의 초기 성과는 1) 동사의 다변화된 플랫폼에서의 차별화된 개발력과 2) 기존 IP의 추가적인 종적 확장 가능성을 입증하고 있다. 연내 또는 26년 출시 목표로 개발 중인 차기 대형 신작(오버킬, 아라드, 빈딕투스 등)에 대한 출시 일정 구체화 이후 모멘텀은 다시금 발생할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억JPY)	354	423	446	431	444
영업이익 (십억JPY)	104	135	124	112	116
영업이익률 (%)	29.3	31.8	27.8	26.0	26.1
순이익 (십억JPY)	100	71	135	95	98
EPS (JPY)	114	83	162	115	118
ROE (%)	11.6	7.8	13.1	8.6	8.3
P/E (배)	25.4	30.6	14.8	18.3	17.8
P/B (배)	2.9	2.4	1.9	1.6	1.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억JPY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	108	122	136	80	111	108	107	105	423	446	431	444
(% YoY)	-13%	30%	13%	-6%	3%	-11%	-21%	31%	20%	5%	-3%	3%
국내	57	49	47	42	52	56	52	50	255	195	210	217
PC	41	36	36	33	38	35	36	35	181	146	144	153
모바일	16	13	11	9	15	21	16	15	75	49	67	64
중국	29	56	57	21	36	27	26	23	100	164	112	112
PC	27	12	12	6	25	12	15	10	94	57	62	63
모바일	2	44	45	16	12	15	11	13	6	107	51	49
일본	4	5	6	4	5	5	5	6	12	18	21	22
PC	1	2	3	2	3	3	3	4	4	9	13	14
모바일	2	3	3	2	2	2	2	2	8	9	8	8
북미/유럽	10	7	17	8	12	13	14	16	28	43	55	58
PC	5	4	14	7	10	11	12	13	12	30	46	49
모바일	5	3	3	2	2	2	2	3	16	13	9	10
기타	8	6	8	5	7	8	9	10	28	27	33	35
PC	5	3	5	3	4	5	6	7	13	16	22	24
모바일	3	3	3	2	2	2	3	3	15	11	10	11
PC/콘솔	79	57	71	50	79	66	72	69	304	257	286	303
(% YoY)	-15%	-13%	-18%	-17%	0%	16%	2%	39%	25%	-16%	12%	6%
모바일	29	66	65	30	32	43	34	36	119	190	145	141
(% YoY)	-6%	125%	89%	22%	10%	-35%	-47%	19%	9%	59%	-24%	-2%
매출원가	41	44	46	34	41	40	40	38	138	165	159	160
영업비용	33	32	36	41	40	40	40	40	148	142	160	168
인건비	7	8	8	12	10	10	10	10	29	35	40	45
PG fee	9	8	10	6	9	8	8	8	41	33	33	31
R&D	5	6	6	9	9	9	9	9	25	27	35	38
마케팅비	5	5	8	11	8	8	7	7	33	29	30	31
D&A	1	1	1	1	2	1	1	1	4	5	6	6
기타	4	4	4	4	4	4	4	4	15	15	16	17
영업이익	29	45	52	-2	31	29	26	26	135	124	112	116
(% YoY)	-49%	62%	10%	-138%	5%	-36%	-49%	-1628%	30%	-8%	-10%	3%
영업이익률	27%	37%	38%	-2%	27%	27%	25%	25%	32%	28%	26%	26%
지배주주순이익	36	40	27	32	26	24	23	23	71	135	95	98
순이익률	33%	33%	20%	40%	23%	23%	21%	22%	17%	30%	22%	22%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

(십억JPY)

	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억JPY)	95	
Target P/E (배)	24	22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억JPY)	2,326	
목표주가 (JPY)	2,800	
현재주가 (JPY)	2,123	
상승여력	31.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨 (3659 JP)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억JPY)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	423	446	431	444
매출원가	138	165	159	160
매출총이익	285	281	272	284
영업비용	148	142	160	168
영업외수익	-3	-15	0	0
영업이익	135	124	112	116
비영업손익	-9	72	24	24
세전사업손익	126	196	136	140
법인세비용	55	60	41	42
비배주주순이익	0	1	0	0
지배주주순이익	71	135	95	98

Growth & Margins (%)	2023	2024	2025F	2026F
매출액증가율	19.7%	5.4%	-3.4%	3.1%
매출총이익증가율	15.1%	-1.4%	-3.2%	4.2%
영업이익증가율	29.9%	-7.8%	-9.6%	3.3%
지배주주순이익증가율	-29.6%	91.0%	-29.3%	2.7%
매출총이익률	67.4%	63.1%	63.2%	63.9%
영업이익률	31.8%	27.8%	26.0%	26.1%
지배주주순이익률	16.7%	30.2%	22.1%	22.0%

예상 현금흐름표 (요약)

(십억JPY)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	129	101	107	110
당기순이익	71	135	95	98
감가상각비	9	10	13	13
기타	50	-44	-1	-1
투자활동 현금흐름	-188	7	-1	-1
자본적지출	-6	-8	-3	-3
기타	-183	15	2	1
재무활동 현금흐름	-79	-65	-36	-36
배당금의 지급	-9	-10	-10	-10
장단기금융부채의 증가(감소)	-3	-4	-1	-1
자본의 증가(감소)	-79	-55	-25	-25
기타	12	4	0	0
FX rate effect	9	8	7	7
현금의 증가	-129	51	77	79
기초현금	409	281	332	409
기말현금	281	332	409	488

자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억JPY)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	690	752	826	904
현금 및 현금성 자산	281	332	409	488
매출채권 및 기타채권	38	87	88	89
기타유동자산	358	333	330	326
비유동자산	409	504	509	513
유형자산	53	63	66	69
영업권	44	45	45	45
무형자산	18	35	34	34
기타비유동자산	294	362	364	365
자산총계	1,098	1,257	1,335	1,417
유동부채	89	108	111	117
매입채무 및 기타채무	34	35	35	35
단기금융부채	6	7	7	8
기타유동부채	49	66	69	73
비유동부채	102	119	121	123
장기금융부채	24	33	34	34
기타비유동부채	78	86	87	89
부채총계	192	226	232	240
자본금	48	51	51	51
자본잉여금	27	30	30	30
자사주	-45	-49	-54	-59
기타	160	207	237	267
이익잉여금	707	780	828	877
비지배주주지분	10	12	12	12
자본총계	907	1,031	1,103	1,177
부채 및 자본 총계	1,098	1,257	1,335	1,417

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (배)	30.6	14.8	18.3	17.8
P/S (배)	5.1	4.5	4.1	3.9
P/B (배)	2.4	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	13.3	12.7	11.0	10.1
EPS (JPY)	83	162	115	118
BPS (JPY)	1,064	1,241	1,328	1,417
DPS (JPY)	10	12	12	12
배당성향 (%)	14.3	9.2	13.0	12.7
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율 (회)	11.2	5.1	4.9	5.0
매입채무회전율 (회)	12.4	12.8	12.3	12.5
ROA (%)	6.4	10.7	7.1	6.9
ROE (%)	7.8	13.1	8.6	8.3
부채비율 (%)	21.1	22.0	21.0	20.4
유동비율 (%)	771.5	698.7	742.8	775.4
순차입금/자기자본 (%)	-27.7	-28.3	-33.3	-37.9

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.