

중국 판호 개방 스토리 최선후주 유지

매수
(유지)목표가: 26,000원 ▲
상승여력: 77.1%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

외자판호 획득

블루아카이브 중국 외자판호 획득

- 넥슨게임즈의 서브컬처 수집형 RPG 블루아카이브가 중국 외자판호 발급에 성공
- 서브컬처 퍼블리싱 명가인 요스타의 자회사 상하이로밍스타에서 현지 서비스 담당 예정
- 기존 블루아카이브의 메인 타겟 지역인 일본도 요스타에서 퍼블리싱 중(국내 넥슨)

블루아카이브 중국 확장이
견인할 성장

24년 예상 매출액 10%, 영업이익 37% 상향

- 24F 매출액 2,740억원(+50% YoY), 영업이익 860억원(+455% YoY) 예상
- 중국 매출 1Q24부터 가정. 총매출 기준 초기 일매출 12억원, 연간 일매출 8억원 가정
- 2018~2021년 외자판호 획득 게임들의 출시까지 소요된 평균 기간은 9~10개월
- 서브컬처 게임인 블루아카이브는 MMORPG 게임에 비해 높은 중국 흥행 가능성을 보유했다고 판단. 22년 기준 중국 내 서브컬처 게임 매출 비중은 10% 수준까지 상승
- 포스트 아포칼립스 세계관이 대부분인 중국 서브컬처 수집형 RPG 게임들 사이에서 밝고 유쾌한 스토리를 배경으로 한 청춘물인 블루아카이브의 콘텐츠 희소성이 존재
- 원신과 같은 대작 게임과의 직접적인 경쟁은 어렵더라도 서브게임으로의 잠재력 충분

목표주가 37%
상향

투자이견 '매수' 유지, 목표주가 26,000원으로 37% 상향

- 24F EPS 37% 상향, 타겟 P/E 25배 유지. 게임 업종 내 중국 스토리 Top Pick 유지
- 중국 내 강세인 서브컬처, FPS 장르에 강점을 가진 동사의 개발력 더욱 부각 받을 전망
- 23년 강력한 모멘텀 구간 지속 예상. 신작 3종(23년 예정) 모멘텀 + 중국 지역 확장
- 넥슨, 넷마블의 지속적인 판호 획득 케이스 고려 시 동사의 추가적인 판호 획득 가능성도 존재한다고 판단. 기존작 및 신작에 대한 추가 판호 기대감도 발생할 전망

Key data



현재주가(23/3/20,원)	14,680	시가총액(십억원)	965
영업이익(22F,십억원)	5	발행주식수(백만주)	66
Consensus 영업이익(22F,십억원)	-	유동주식비율(%)	33.5
EPS 성장률(22F,%)	-	외국인 보유비중(%)	2.2
P/E(22F,x)	120.8	베타(12M) 일간수익률	1.54
MKT P/E(22F,x)	11.6	52주 최저가(원)	12,000
KOSDAQ	802.20	52주 최고가(원)	28,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	-21.5	-33.3
상대주가	-6.6	-25.6	-23.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	-	-	-	132	183	274
영업이익 (십억원)	-	-	-	5	15	86
영업이익률 (%)	-	-	-	3.8	8.2	31.4
순이익 (십억원)	-	-	-	6	12	68
EPS (원)	-	-	-	107	187	1,041
ROE (%)	-	-	-	2.6	5.1	24.1
P/E (배)	-	-	-	120.8	78.3	14.1
P/B (배)	-	-	-	3.2	3.4	2.8
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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	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	273.9
YoY 성장률 (R)					0.0%	56.1%	-7.0%	28.6%		38.1%	49.8%
모바일	19.2	14.3	36.3	33.1	37.5	28.7	26.9	33.0	102.8	126.2	181.6
PC		9.7	9.5	9.3	9.1	8.9	15.7	21.5	28.5	55.2	90.8
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	188.3
인건비	16.9	24.4	27.0	28.4	29.7	31.0	32.4	33.9	96.6	127.0	146.0
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	85.6
(% YoY)					흑전	적지	-96.1%	138.9%		198.9%	455.4%
영업이익률	-7.9%	-28.0%	19.5%	10.5%	15.6%	-8.0%	0.8%	19.6%	3.9%	8.4%	31.2%
지배주주순이익	-1.8	-6.0	10.1	3.7	5.9	-2.4	0.3	8.6	6.0	12.3	68.5
NPM	-9.1%	-24.5%	21.8%	8.7%	12.5%	-6.4%	0.6%	15.7%	4.6%	6.7%	25.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

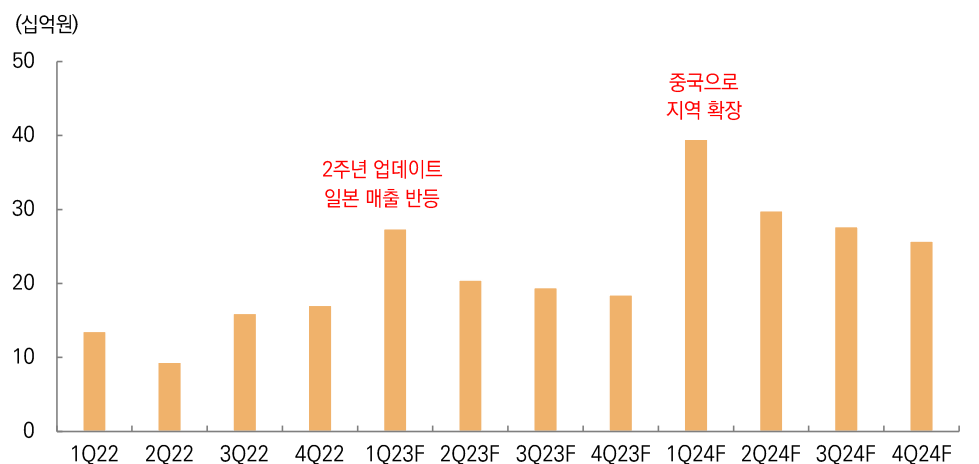
표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	183	248	183	274	0%	10%	1Q24부터 블루아카이브 중국 매출 반영 시작
영업이익	15	63	15	86	0%	37%	
순이익	12	50	12	68	0%	37%	
영업이익률	8.4%	25.2%	8.4%	31.2%	-	-	
순이익률	6.7%	20.2%	6.7%	25.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 블루아카이브 분기 매출 전망(개발사 인식 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	68	
Target P/E (배)	25	엔씨소프트 2H19~1H20 P/E 평균, 신작 라인업 확대 통한 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	1,711	
주식 수 (천주)	65,761	
목표주가 (원)	26,000	
현재주가 (원)	14,680	
상승여력	77.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 넥슨게임즈 연간 실적, 멀티플 추이

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	109	119	132	183	274
영업이익 (십억원)	29	23	5	15	86
지배순이익 (십억원)	30	19	6	12	68
평균 P/S (배)	5.7	7.5	9.0	5.3	3.5
평균 P/E (배)	20.6	46.5	196.5	78.3	14.1

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

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 넥슨게임즈 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

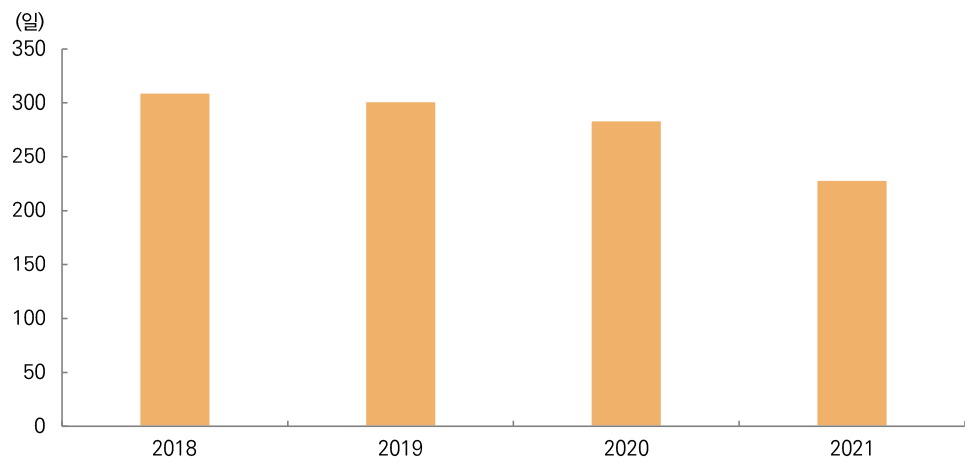
- 외자판호 발급

그림 3. 블루아카이브 외자판호 획득

16	传说法师	移动	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	心动网络股份有限公司	国新出审 [2023]368号	ISBN 978-7-498-12117-2	2023年03月16日
17	庄园合合	移动	海南省电子音像出版社有限公司	海南腾讯互动娱乐有限公司	国新出审 [2023]367号	ISBN 978-7-498-12116-5	2023年03月16日
18	猎人启程	移动	上海蛙扑网络技术有限公司	上海蛙扑网络技术有限公司	国新出审 [2023]366号	ISBN 978-7-498-12115-8	2023年03月16日
19	奥特曼传奇英雄2	移动	合肥乐堂动漫信息技术有限公司	合肥乐堂动漫信息技术有限公司	国新出审 [2023]365号	ISBN 978-7-498-12114-1	2023年03月16日
20	蔚蓝档案 블루아카이브	移动	宁波东海岸电子音像出版社有限公司	上海星啸网络科技有限公司	国新出审 [2023]364号	ISBN 978-7-498-12113-4	2023年03月16日
21	梦幻眼力大师	移动	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	北京游道易网络文化有限公司	国新出审 [2023]363号	ISBN 978-7-498-12112-7	2023年03月16日
22	饥饿派画家	移动	深圳中青宝互动网络股份有限公司	上海心愉计算机科技有限公司	国新出审 [2023]362号	ISBN 978-7-498-12129-5	2023年03月16日
23	七人传奇：光与暗之 交战	移动	华东师范大学电子音像出版社有限公司	无锡七酷网络科技有限公司	国新出审 [2023]361号	ISBN 978-7-498-12111-0	2023年03月16日
24	冲呀！饼干人：王国	移动	北京冠游时空数码技术有限公司	北京冠游时空数码技术有限公司	国新出审 [2023]360号	ISBN 978-7-498-12110-3	2023年03月16日

자료: 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

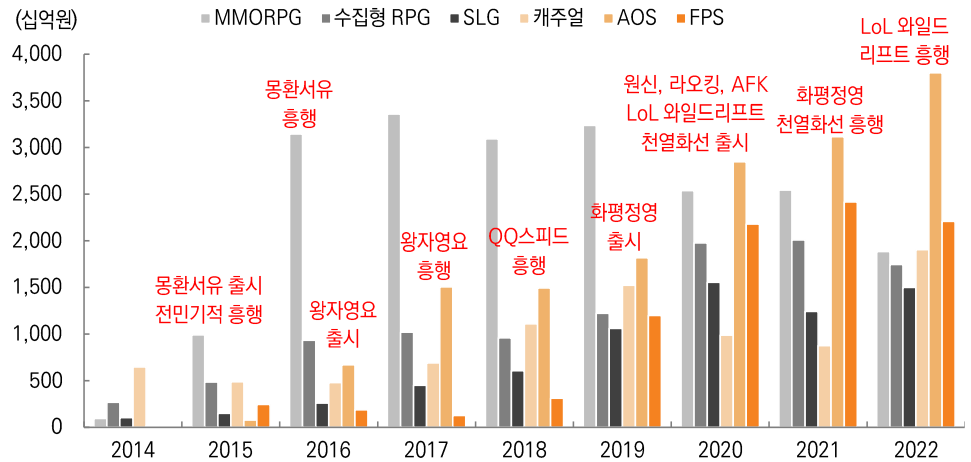
그림 4. 2018~2021년 외자판호 획득 게임들의 출시까지의 평균 소요 기간



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

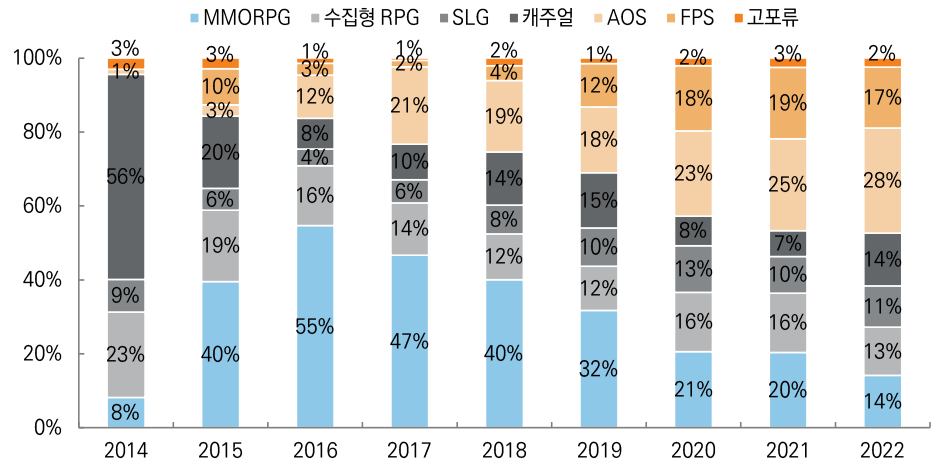
- 중국 게임 트렌드 변화

그림 5. 14~22년 중국 iOS 매출 Top50 게임 장르별 연간 매출



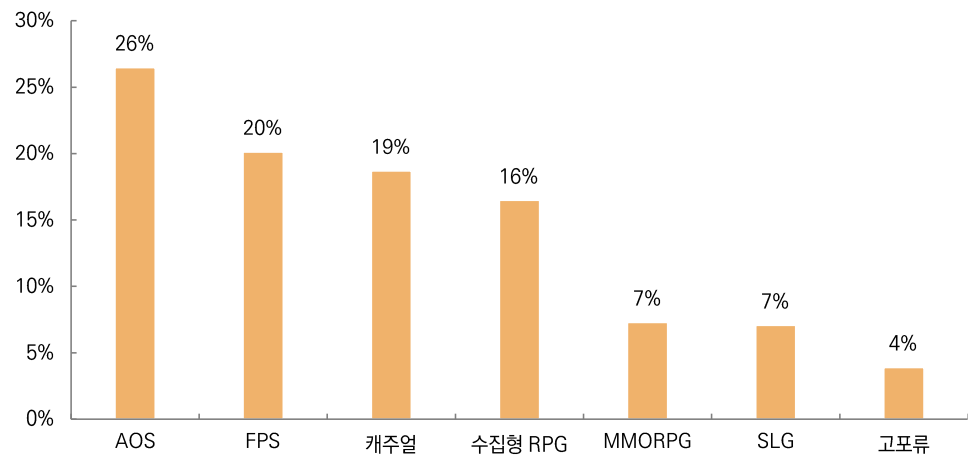
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 14~22년 중국 iOS 매출 Top50 게임 장르별 매출 비중



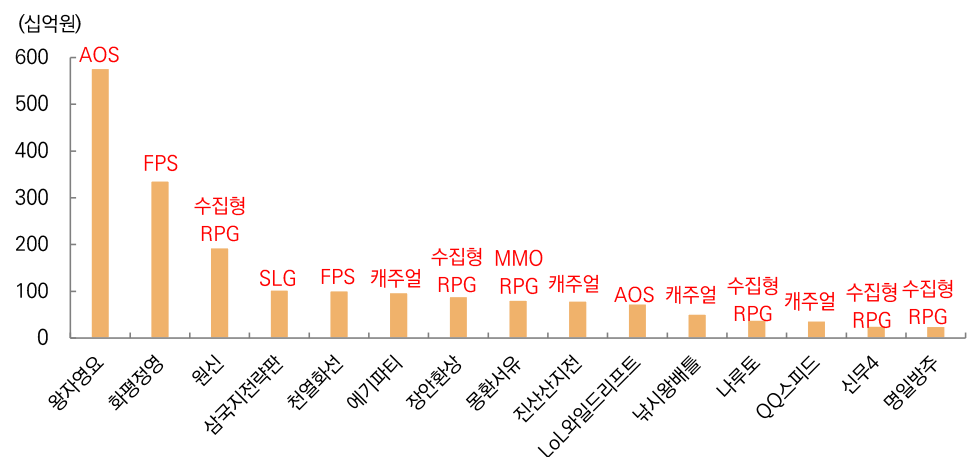
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 23년 1~2월 중국 iOS Top 50 모바일 게임 장르별 매출 비중



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 23년 1~2월 중국 iOS Top 15 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

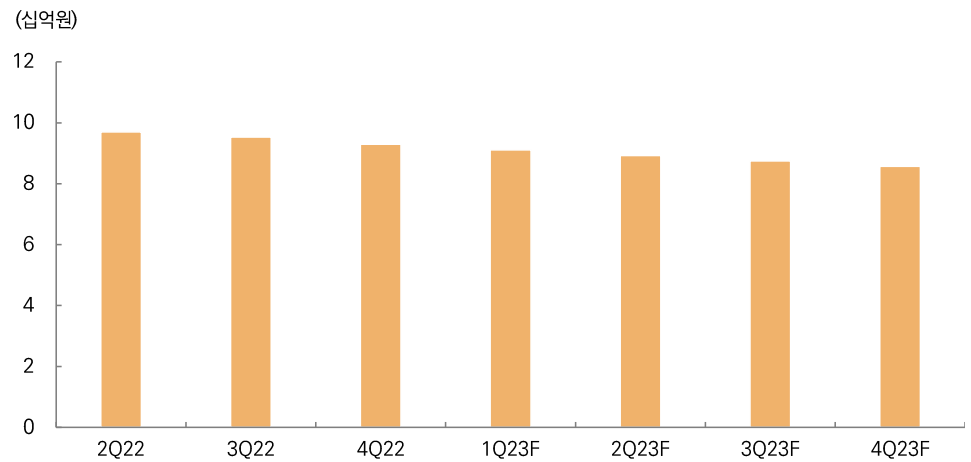
표 5. 22년 중국 iOS 매출 Top 50

순위	게임명		퍼블리셔	매출액(십억원)	TOP 50내 비중	장르	비고
1	王者荣耀	왕자영요	Tencent 腾讯	3,342	25.0%	AOS	
2	和平精英	화평정영	Tencent 腾讯	1,691	12.7%	FPS	배틀로얄
3	原神	원신	miHoYo 米哈游	945	7.1%	수집형 RPG	서브컬처
4	梦幻西游	몽환서유	NetEase 网易	757	5.7%	MMORPG	액션
5	三国志: 战略版	삼국지전략판	Alibaba 阿里巴巴	738	5.5%	SLG	
6	英雄联盟手游	LoL와일드리프트	Tencent 腾讯	460	3.4%	AOS	
7	金铲铲之战	진산산지전	Tencent 腾讯	325	2.4%	캐주얼	
8	穿越火线	천열화선	Tencent 腾讯	314	2.4%	FPS	
9	一念逍遥	일념소요	Leiting 雷霆网络	262	2.0%	MMORPG	
10	捕鱼大作战	낚시왕배틀	TUYOO 途游	257	1.9%	캐주얼	
11	率土之滨	솔토지빈	NetEase 网易	218	1.6%	SLG	
12	Diablo Immortal	디아블로이모탈	Activision Blizzard	201	1.5%	MMORPG	
13	火影忍者	나루토	Tencent 腾讯	191	1.4%	수집형 RPG	전략/액션
14	QQ飞车	QQ스피드	Tencent 腾讯	183	1.4%	캐주얼	
15	JJ斗地主	JJ또우디주	JJWorld 竞技世界	172	1.3%	캐주얼	
16	神武4	무신4	Duoyi 多益网络	159	1.2%	수집형 RPG	턴제/전략
17	问道	문도	Leiting 雷霆网络	144	1.1%	MMORPG	
18	阴阳师	음양사	NetEase 网易	136	1.0%	수집형 RPG	서브컬처
19	Infinite Lagrange	인피니트라그랑주	NetEase 网易	135	1.0%	SLG	
20	开心消消乐®	Anipop	Happy Elements 乐元素	133	1.0%	캐주얼	
21	Top War: Battle Game	탑워: 배틀게임	River Games 江娱互动	127	1.0%	SLG	
22	光·遇	Sky: 빛의 아이들	NetEase 网易	127	0.9%	캐주얼	
23	明日之后	명일지후	NetEase 网易	123	0.9%	FPS	
24	大话西游	대화서유	NetEase 网易	119	0.9%	MMORPG	
25	明日方舟	명일방주	Hypergryph 鹰角网络	110	0.8%	수집형 RPG	서브컬처
26	Rise of Kingdoms	라이즈오브킹덤즈	Lilith 莉莉丝	107	0.8%	SLG	
27	文明与征服	문명과정복	4399 Games	105	0.8%	SLG	
28	哈利波特: 魔法觉醒	해리포터	NetEase 网易	103	0.8%	캐주얼	
29	QQ炫舞	QQ댄스	Tencent 腾讯	103	0.8%	캐주얼	
30	天涯明月刀	천애명월도	Tencent 腾讯	103	0.8%	MMORPG	
31	指尖四川麻将	지침사천마작	365you	96	0.7%	고포류	
32	倩女幽魂	천녀유혼	NetEase 网易	90	0.7%	MMORPG	
33	欢乐斗地主	환락두지주	Tencent 腾讯	88	0.7%	고포류	
34	光与夜之恋	빛과 밤의 사랑	Tencent 腾讯	80	0.6%	캐주얼	서브컬처
35	Call of Duty®: Mobile	콜오브듀티	Activision Blizzard	80	0.6%	FPS	
36	梦幻西游网页版	몽환서유웹버전	NetEase 网易	77	0.6%	수집형 RPG	턴제
37	英雄联盟电竞经理	LoL 이스포츠 매니저	Tencent 腾讯	77	0.6%	캐주얼	
38	Survivor! io	탕탕특공대	HABBY 海彼	74	0.6%	캐주얼	
39	斗罗大陆: 魂师对决	투라대륙: 혼사대결	37GAMES 三七互娱	73	0.5%	MMORPG	
40	航海王热血航线	원피스	Bytedance 字节跳动	71	0.5%	캐주얼	액션
41	重返帝国	엠패이어	Tencent 腾讯	70	0.5%	SLG	
42	捕鱼大咖	포어대가	Youku Shengshi Tech	70	0.5%	고포류	
43	实况足球	PES	NetEase 网易	69	0.5%	캐주얼	
44	梦幻西游仙	몽환신주선	Perfect World 完美世界	68	0.5%	MMORPG	
45	浮生为卿歌	부생위경가	FriendTimes 友谊时光	67	0.5%	MMORPG	
46	魂斗罗: 归来	혼투라	Tencent 腾讯	66	0.5%	캐주얼	액션
47	崩坏3	붕괴3rd	miHoYo 米哈游	65	0.5%	수집형 RPG	서브컬처
48	途游斗地主	도유두지주	TUYOO 途游	64	0.5%	고포류	
49	FIFA Soccer	FIFA Soccer	Electronic Arts	64	0.5%	캐주얼	
50	幻塔	환탑	Perfect World 完美世界	62	0.5%	수집형 RPG	서브컬처

자료: 센서타워, 미래셋증권 리서치센터 추정

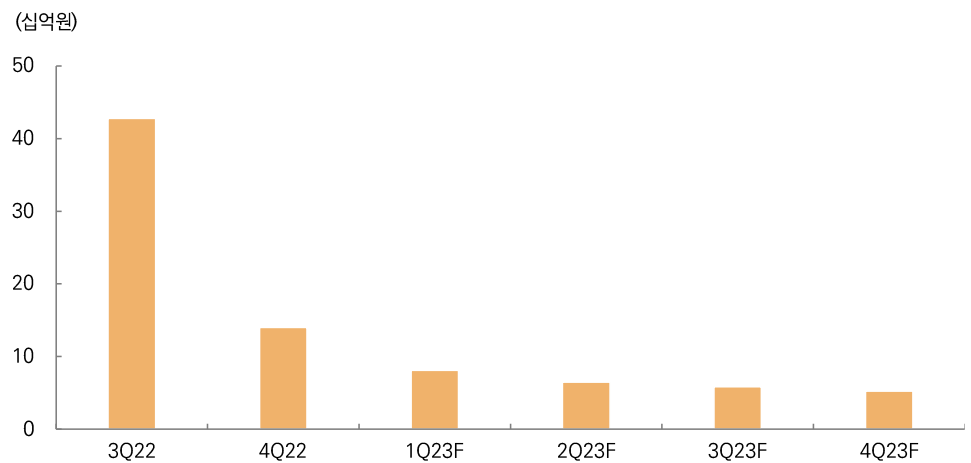
- 기타 주요 게임 현황

그림 9. 서든어택 분기 매출 추이(개발사 인식 기준)



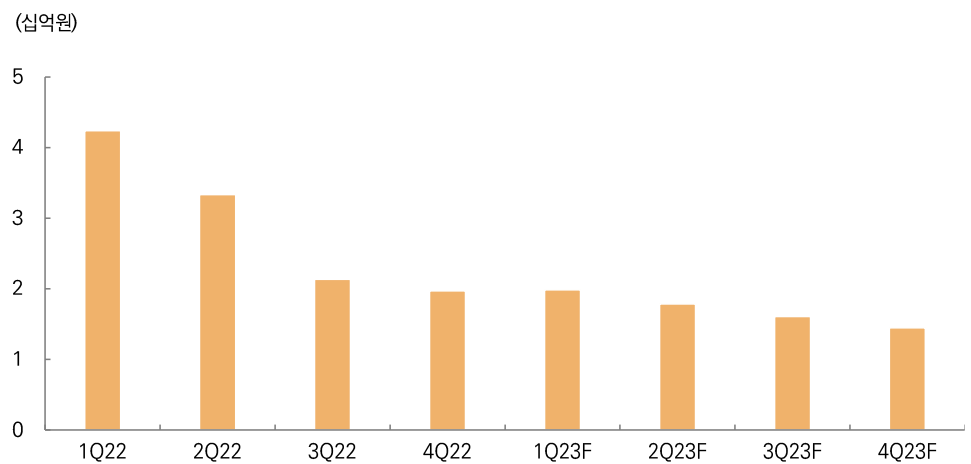
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 히트2 분기 매출 추이(개발사 인식 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. V4 분기 매출 추이(개발사 인식 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	-	132	183	274
매출원가	-	0	0	0
매출총이익	-	132	183	274
판매비와관리비	-	127	167	188
조정영업이익	-	5	15	86
영업이익	-	5	15	86
비영업손익	-	1	0	0
금융손익	-	0	0	0
관계기업등 투자손익	-	0	0	0
세전계속사업손익	-	6	15	86
계속사업법인세비용	-	0	3	17
계속사업이익	-	6	12	68
중단사업이익	-	0	0	0
당기순이익	-	6	12	68
지배주주	-	6	12	68
비지배주주	-	0	0	0
총포괄이익	-	6	12	68
지배주주	-	6	12	68
비지배주주	-	0	0	0
EBITDA	-	10	20	91
FCF	-	-5	19	73
EBITDA 마진율 (%)	-	7.6	10.9	33.2
영업이익률 (%)	-	3.8	8.2	31.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	4.5	6.6	24.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	-	204	223	294
현금 및 현금성자산	-	115	129	195
매출채권 및 기타채권	-	27	29	30
재고자산	-	0	0	0
기타유동자산	-	62	65	69
비유동자산	-	121	122	128
관계기업투자등	-	0	0	0
유형자산	-	50	50	53
무형자산	-	36	37	41
자산총계	-	326	345	422
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	318
자본금	-	33	33	33
자본잉여금	-	213	213	213
이익잉여금	-	-8	4	73
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	-	237	249	318

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-	29	23	80
당기순이익	-	-	12	68
비현금수익비용가감	-	-	8	22
유형자산감가상각비	-	-	4	5
무형자산상각비	-	-	1	1
기타	-	-	3	16
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-	-	5	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-	-	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-	-	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-	-	0	0
법인세납부	-	-	-3	-17
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	66
기초현금	-	59	115	129
기말현금	-	115	129	195

주: 22년 3월 넷게임즈와 넥슨지티 합병하며 통합법인 넥슨게임즈 출범

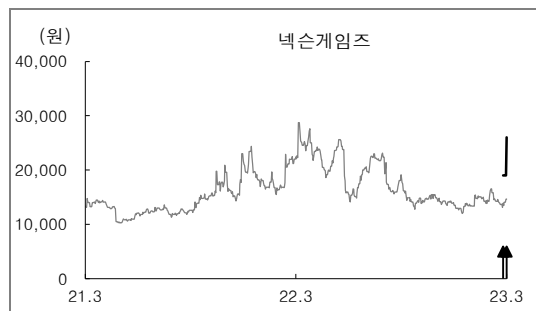
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	120.8	78.3	14.1
P/CF (x)	-	68.7	47.7	10.6
P/B (x)	-	3.2	3.4	2.8
EV/EBITDA (x)	-	72.2	39.3	8.0
EPS (원)	-	107	187	1,041
CFPS (원)	-	188	308	1,380
BPS (원)	-	4,103	4,290	5,331
DPS (원)	-	0	0	0
배당성향 (%)	-	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-	38.1	49.8
EBITDA증가율 (%)	-	-	109.5	348.6
조정영업이익증가율 (%)	-	-	198.9	455.4
EPS증가율 (%)	-	-	74.9	455.4
매출채권 회전율 (회)	-	4.9	6.6	9.4
재고자산 회전율 (회)	-	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	-	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-	1.9	3.7	17.8
ROE (%)	-	2.6	5.1	24.1
ROIC (%)	-	0.0	19.0	106.4
부채비율 (%)	-	37.3	38.5	32.8
유동비율 (%)	-	342.5	339.6	406.8
순차입금/자기자본 (%)	-	-65.2	-68.6	-75.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2023.03.21	매수	26,000	-	-
2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74



* 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.