

## 국경 없는 미소녀들

**매수**  
(유지)

목표가: 26,000원  
상승여력: 39.9%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

### 중국 콘텐츠 개방 움직임 지속

#### 고조된 정치적 긴장과 달리 중국의 콘텐츠 개방 움직임은 지속

- 4/24일 중국에서 9년만에 열린 한국영화제가 성황리에 개최 중. 입장권 매진 행렬
- 폐막 이후에도 한국 영화 전용 상영관을 개관해 매주 2회씩 한국 영화 상영 예정
- 최근 대만 이슈로 양국 관계에 긴장감 조성되었으나 문화 쪽 영향은 제한적인 모습
- 정부의 시진핑 주석 연내 방한에 대한 초청 메시지 전달, 한중일 3국 정상회담 추진 본격화 등을 미루어 볼 때 갈등 확대 시나리오 전개 가능성은 낮을 것으로 판단

### 싸드(THAAD) 사태 때는 어땠나?

#### 갈등 확대 시나리오로 전개돼도 게임 부문 영향은 제한적일 것

- 싸드 문제로 양국 갈등이 극에 달했던 16~18년에도 판호 획득 게임들은 무리없이 출시
- 넥슨, 엔씨소프트, 웹젠, 그라비티, 조이시티 등이 대표적인 사례. <표 1> 참조
- 판호 획득 완료한 게임들의 출시에는 문제없을 전망. 사전예약, CBT 순조롭게 진행 중
- 중국으로 들어가는 외국 게임의 경우 개발사가 가져가는 몫은 20~25% 수준에 불과하며 나머지는 중국 플랫폼과 퍼블리셔가 차지. 타 산업대비 개방에 관대한 이유

### 매력적인 매수 타이밍

#### 투자이견 '매수', 목표주가 26,000원, 업종 내 Top Pick 유지

- 양국 갈등 이후 중국 출시 신작에 대한 연기 우려로 주가 조정. 24F P/E 18배 수준
- 1) 다변화된 장르에서의 검증된 개발력, 2) 중국 시장에서의 흥행 잠재력을 고려 시 현 시점 가장 매력적인 국내 게임사로 판단. 게임 업종 내 Top Pick 유지
- 넷마블, 스마일게이트 등 중국 선발주자들의 6월 출시 확인 이후 주가 본격 반등 전망
- 블루아카이브 중국 연간 평균 일매출로는 8억원 가정. 증가하고 있는 중국 내 서브컬처 수집형 RPG의 인기를 고려 시 15~20위권은 성적은 충분히 가능할 것으로 판단

#### Key data



현재주가(23/4/28, 원)	18,580	시가총액(십억원)	1,222
영업이익(23F, 십억원)	15	발행주식수(백만주)	66
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0	유동주식비율(%)	33.6
EPS 성장률(23F, %)	75.6	외국인 보유비중(%)	2.9
P/E(23F, x)	99.1	베타(12M) 일간수익률	1.80
MKT P/E(23F, x)	15.0	52주 최저가(원)	12,000
KOSDAQ	842.83	52주 최고가(원)	25,600

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	31.8	-21.3
상대주가	1.5	7.5	-16.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	0	0	132	183	274	322
영업이익 (십억원)	0	0	5	15	86	112
영업이익률 (%)	-	-	3.8	8.2	31.4	34.8
순이익 (십억원)	0	0	6	12	68	90
EPS (원)	0	0	107	187	1,041	1,369
ROE (%)	0.0	0.0	2.6	5.1	24.1	24.8
P/E (배)	-	-	121.3	99.1	17.8	13.6
P/B (배)	-	-	3.2	4.3	3.5	2.8
배당수익률 (%)	0.0	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. 싸드(THAAD) 갈등 당시 판호 획득, 출시된 국내 게임 리스트

게임명	퍼블리셔	개발사	플랫폼	장르	판호발급일	출시일	
封印者	Closers	Changyou	나딕 게임즈	PC	MMORPG	2015年09月22日	2016.09
冒险岛手游	포켓메이플스토리	Shanghai Youtong Tech	넥슨	모바일	MMORPG	2016年01月22日	2016.07
全职大师	마스터X마스터	Tencent	엔씨소프트	PC	캐주얼	2016年05月20日	2016.07
冒险岛2	메이플스토리2	Tencent	넥슨	PC	MMORPG	2016年06月20日	2017.09
自由足球	프리스타일 풋볼	Haojia Technology	조이시티	PC	캐주얼	2016年09月26日	2016.09
街头篮球	프리스타일 농구	Ourpalm	조이시티	PC	캐주얼	2016年10月18日	2017.01
天堂2：血盟	리니지2: 혈맹	Snail Games	엔씨소프트	모바일	MMORPG	2016年11月01日	2017.03
奇迹：觉醒	유: 각성	Ourpalm	웹젠	모바일	MMORPG	2017年02月04日	2018.01
仙境传说	라그나로크RO	XD	그라비티	모바일	MMORPG	2017年02月04日	2017.03

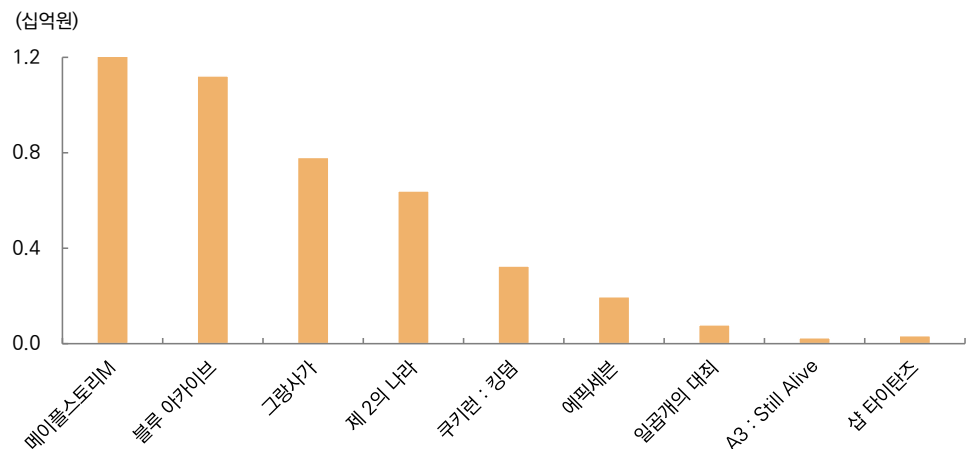
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 순조롭게 진행 중인 블루아카이브 사전 예약: 공식 홈페이지 예약자수 124만 돌파



자료: 블루아카이브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지난 12월, 3월 판호 획득 국내 게임들의 4월 대만 추정 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>274</b>	<b>322</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>274</b>	<b>322</b>
판매비와관리비	127	167	188	210
<b>조정영업이익</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>86</b>	<b>112</b>
영업이익	5	15	86	112
비영업손익	1	0	0	0
금융손익	2	5	6	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	15	86	112
계속사업법인세비용	0	3	17	22
계속사업이익	6	12	68	90
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>68</b>	<b>90</b>
지배주주	6	12	68	90
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>68</b>	<b>90</b>
지배주주	6	12	68	90
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	20	91	119
FCF	28	14	69	92
EBITDA 마진율 (%)	7.6	10.9	33.2	37.0
영업이익률 (%)	3.8	8.2	31.4	34.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	6.6	24.8	28.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>204</b>	<b>219</b>	<b>288</b>	<b>377</b>
현금 및 현금성자산	115	124	187	269
매출채권 및 기타채권	31	33	37	40
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	58	62	64	68
<b>비유동자산</b>	<b>122</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>138</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	50	51	52	53
무형자산	36	38	41	45
<b>자산총계</b>	<b>326</b>	<b>343</b>	<b>419</b>	<b>515</b>
<b>유동부채</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>75</b>
매입채무 및 기타채무	2	2	3	4
단기금융부채	3	5	7	8
기타유동부채	55	57	60	63
<b>비유동부채</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>32</b>
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	17	18	19	20
<b>부채총계</b>	<b>89</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>107</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>237</b>	<b>249</b>	<b>318</b>	<b>408</b>
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	240	240	240	240
이익잉여금	-8	4	73	163
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>237</b>	<b>249</b>	<b>318</b>	<b>408</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>75</b>	<b>98</b>
당기순이익	6	12	68	90
비현금수익비용가감	19	3	17	20
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	15	-2	11	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	1	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-4	-3	-17	-22
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>36</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>
유형자산처분(취득)	-1	-5	-6	-6
무형자산감소(증가)	-2	-2	-4	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	-56	-4	-5	-4
기타투자활동	95	0	1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-8</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	15	1	2	1
자본의 증가(감소)	273	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-296	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>56</b>	<b>9</b>	<b>63</b>	<b>83</b>
기초현금	59	115	124	187
기말현금	115	124	187	269

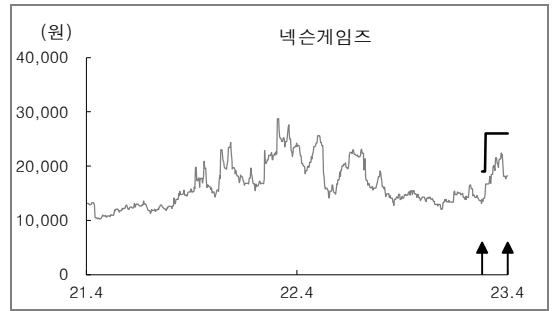
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	121.3	99.1	17.8	13.6
P/CF (x)	29.3	77.7	14.3	11.1
P/B (x)	3.2	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA (x)	70.1	51.8	10.9	7.7
EPS (원)	107	187	1,041	1,369
CFPS (원)	442	239	1,296	1,679
BPS (원)	4,103	4,290	5,331	6,700
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 (%)	-	38.1	49.8	17.6
EBITDA증가율 (%)	-	105.2	345.4	30.3
조정영업이익증가율 (%)	-	198.9	455.4	31.5
EPS증가율 (%)	-	75.6	455.4	31.5
매출채권 회전을 (회)	4.9	6.6	9.4	10.5
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.9	3.7	18.0	19.3
ROE (%)	2.6	5.1	24.1	24.8
ROIC (%)	7.3	18.0	94.4	116.5
부채비율 (%)	37.3	37.7	31.8	26.2
유동비율 (%)	341.9	340.4	409.1	501.1
순차입금/자기자본 (%)	-64.6	-65.6	-71.3	-76.3
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	14.1	70.4	84.2

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

**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
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

\* 2023년 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.