

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

225570 · 게임

넥슨게임즈

주가 급락 중이나 성과를 속단하기는 이르다

(유지)

매수

목표주가

35,000원

상승여력

58.4%

현재주가(23/8/3)

22,100원

KOSDAQ	920.32	시가총액(십억원)	1,453	발행주식수(백만주)	66	외국인 보유비중(%)	2.9
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

Report summary

블루아카이드는 첫날부터 최고 매출을 내는 게임이 아니다

중국과 마찬가지로 요스타가 직접 퍼블리싱하는 일본 지역에서의 출시(21년 2월) 케이스를 살펴보면 구글 기준 4일차까지 일매출이 가파르게 증가했으며 10일차에 최고 일매출을 경신했다. iOS를 기준으로 봐도 3일차까지 매출이 가파르게 증가한 것은 마찬가지다.

아직은 조금 더 지켜볼 시기

블루아카이드의 라이프사이클은 타 장르 대비 긴 부분을 고려 시 여전히 컨센(연간 일매출 10억원) 이상의 성과를 보일 가능성이 존재한다. 또한 타 플랫폼 대비 유독 낮았던 iOS 다운로드 지표(개시일 기준 28만, 탭탭 40만, 빌리빌리 80만)를 고려할 때 iOS가 전체 매출 순위를 대변하고 있지 못할 가능성이 높다. 주요 플랫폼 게임 평점도(iOS 4.73, 탭탭 8.1, 빌리빌리 8.5) 중국 내 최상위권 서브컬처 게임들(원신, 명일방주, 붕괴: 스타레일 등)에 비해 높은 것을 고려하면 매출이 추가적으로 올라올 가능성이 높다고 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.9	46.6	-3.9
상대주가	-6.1	22.1	-14.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	0	132	240	305	376
영업이익 (십억원)	0	5	70	114	163
영업이익률 (%)	-	3.8	29.2	37.4	43.4
순이익 (십억원)	0	6	59	92	132
EPS (원)	0	107	890	1,399	2,000
ROE (%)	0.0	2.6	22.0	26.9	29.0
P/E (배)	-	121.3	24.8	15.8	11.1
P/B (배)	-	3.2	4.4	3.5	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

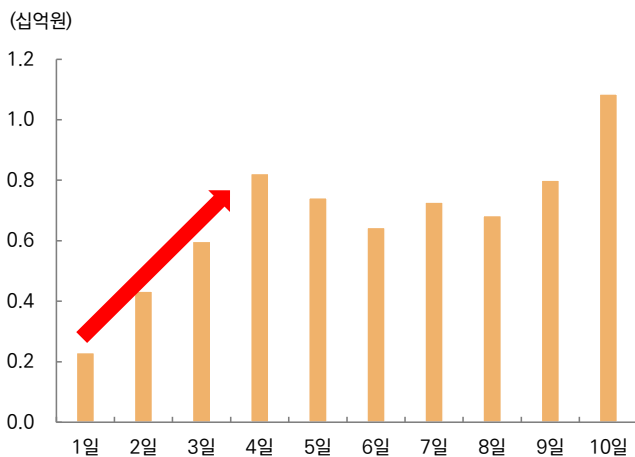
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

첫날부터 최고 매출을 내는 게임이 아니다

3일 정오(한국 기준) 출시한 블루아카이브 중국 iOS 매출 순위가 4일 오전 20위에 머무르며 주가가 급락하고 있으나 성과는 보다 길게 지켜볼 필요가 있다고 판단한다. 블루아카이브는 여타 게임들과 다르게 출시 첫날 최고 일매출을 찍어온 게임이 아니다.

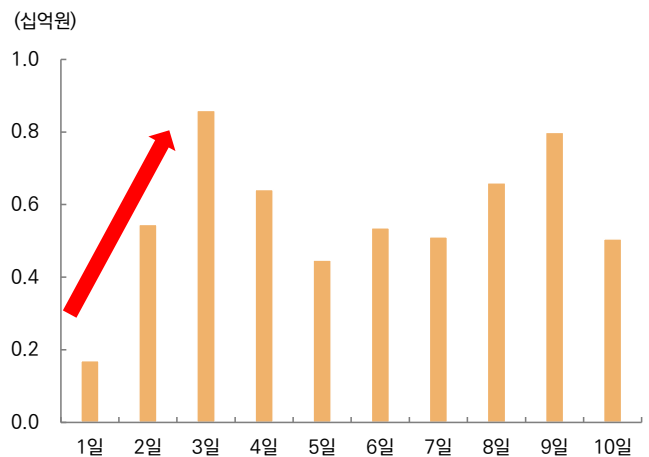
중국과 마찬가지로 요스타가 직접 퍼블리싱하는 일본 지역에서의 출시(21년 2월) 케이스를 살펴보면 구글 기준 4일차까지 일매출이 가파르게 증가했으며 10일차에 최고 일매출을 경신했다. iOS를 기준으로 봐도 3일차까지 매출이 가파르게 증가한 것은 마찬가지다. iOS, 구글 통합 매출로 본다면 3일차까지 매출이 지속 상승하고 9일, 10일차부터 다시 최고 매출을 경신했다.

그림 1. 블루아카이브 일본 출시 10일 구글 매출 추이



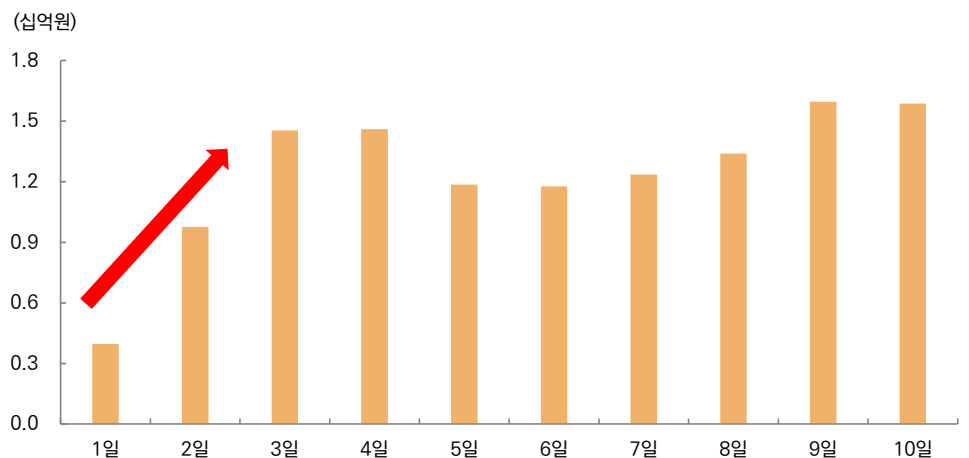
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 블루아카이브 일본 출시 10일 iOS 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

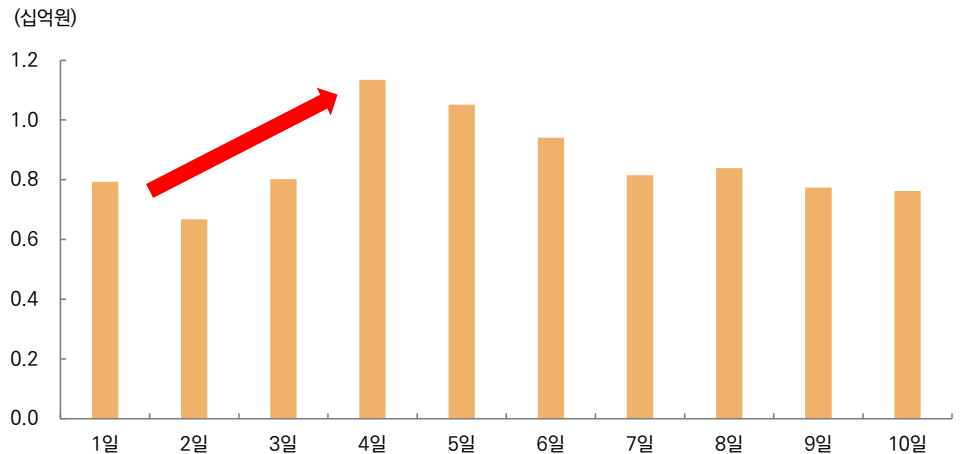
그림 3. 블루아카이브 일본 출시 10일 통합 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

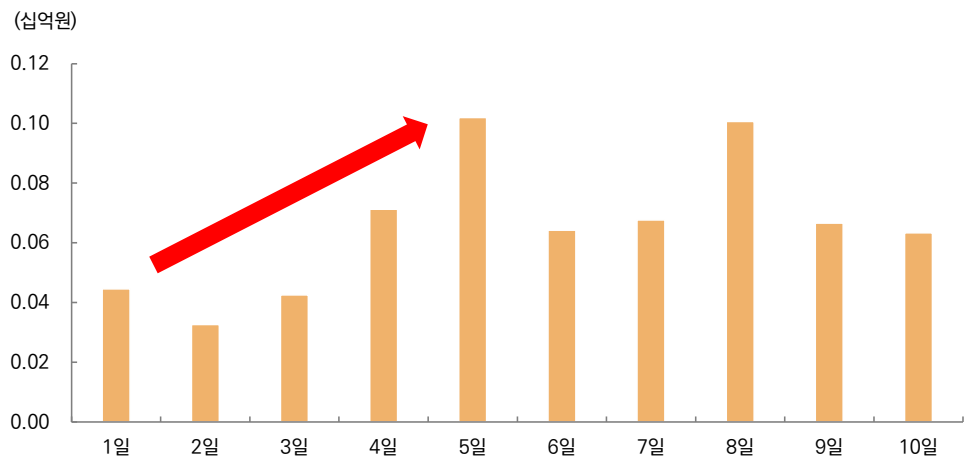
블루아카이브 국내 및 글로벌 출시(21년 11월) 케이스를 살펴보더라도 초기 10일 중 최고 일매출은 4일차에 발생했다. 중국과 유사한 서브컬처 IP 선호도를 보여주는 대만 지역만 놓고 보더라도 출시 5일차까지 매출이 지속적으로 상승했으며 8일차에도 최고 일매출 수준을 기록했다. 주말 이후까지 순위 변동을 지켜볼 필요가 있는 이유다.

그림 4. 블루아카이브 일본, 중국 제외 글로벌 출시 10일 통합 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 블루아카이브 대만 출시 10일 통합 매출 추이

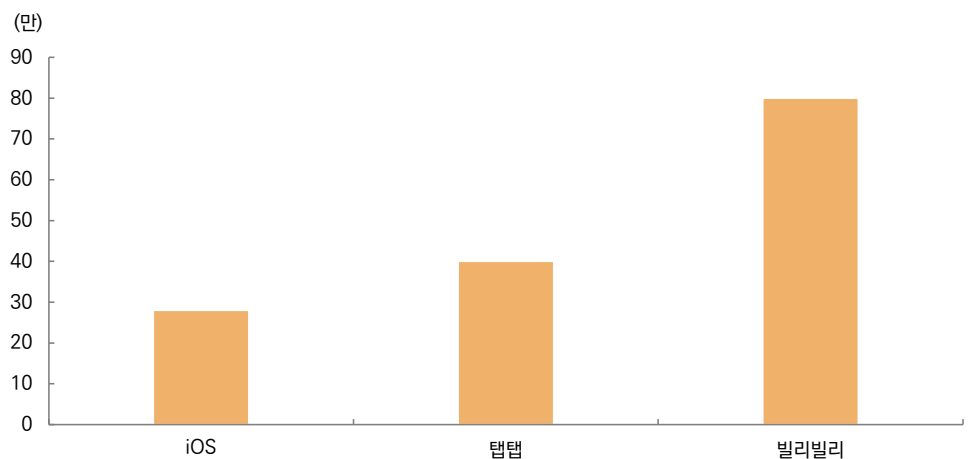


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

유독 낮았던 iOS 다운로드 지표

이상하리만큼 낮았던 iOS 다운로드 지표를 고려할 때 iOS 매출 순위가 전체 매출 순위를 대변하고 있지 못할 가능성이 높다. 다운로드 개시일 기준 iOS 다운로드 수는 28만건을 기록했는데 탭탭과(40만건), 빌리빌리(80만건)가 훨씬 더 높은 수준의 다운로드 수를 기록했다. 요스타가 중국 현지 플랫폼을 중심으로 마케팅을 신경 쓴 영향으로 풀이된다. 지난 4월 중국에 출시된 대작 서브컬처 게임 '붕괴: 스타레일'의 경우 지금까지 빌리빌리 다운로드 수가 477만건인데 iOS 다운로드 수는 500만건으로 iOS가 더 높은 수치를 기록하고 있다.

그림 6. 다운로드 개시일 기준 주요 중국 플랫폼 블루아카이브 다운로드 수 비교



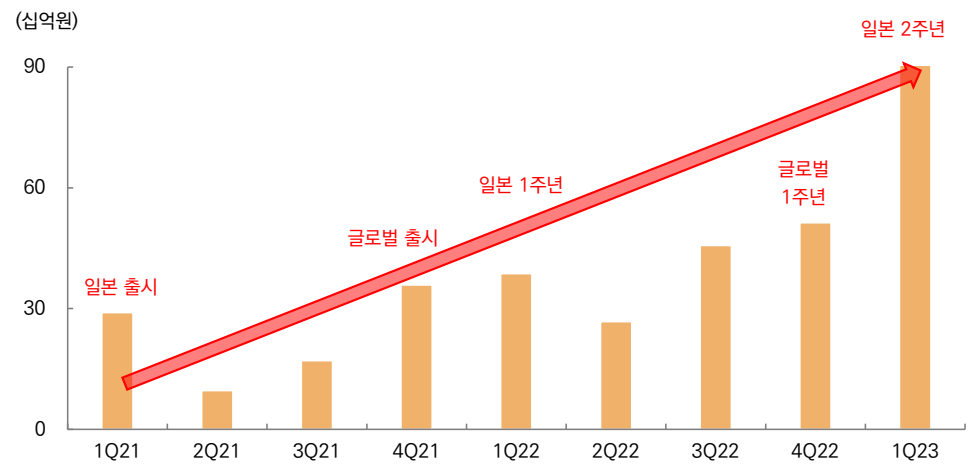
자료: 각 플랫폼, 미래에셋증권 리서치센터

아직은 조금 더 지켜볼 시기

블루아카이브의 라이프사이클은 타 장르 게임들에 비해 압도적으로 길다는 부분을 고려 시 여전히 컨센서스(연간 일매출 10억원, 매출 순위 10위권 후반 수준) 이상의 성과를 보일 가능성이 존재한다. 블루아카이브는 일본과 글로벌 지역 모두에서 출시 초기보다 출시 1년 후, 2년 후 성과가 더 높았다.

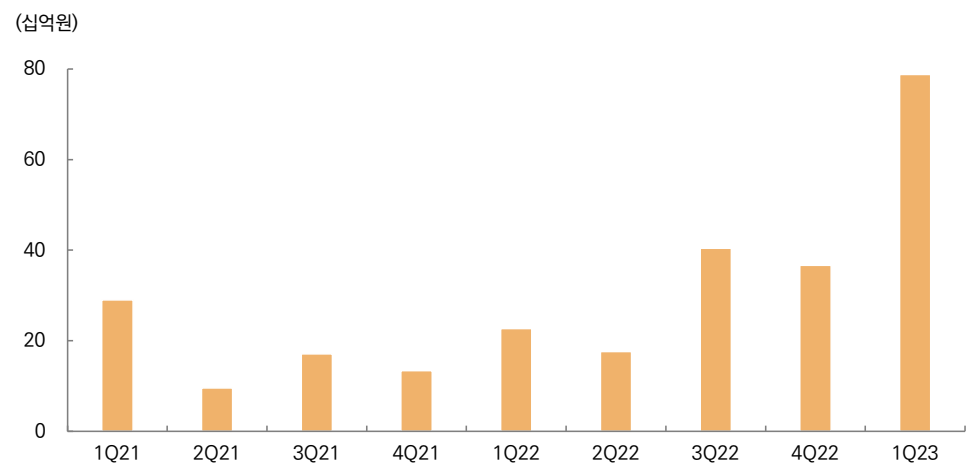
출시 2년이 넘었음에도 블루아카이브는 8/4일 기준 일본 iOS 매출 2위를 기록하고 있다. 서브컬처에 대한 IP 선호도가 중국과 유사한 대만지역에서도 구글 매출 5위를 기록하고 있는 상황이다. 주요 플랫폼 게임 평점도(iOS 4.73, 탭탭 8.1, 빌리빌리8.5) 중국 내 최상위권 서브컬처 게임들(원신, 명일방주, 붕괴: 스타레일 등)에 비해 높은 것을 고려하면 매출이 추가적으로 올라올 가능성이 높다고 판단한다.

그림 7. 블루아카이브 글로벌 분기 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 블루아카이브 일본 분기 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	132	240	305	376
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	132	240	305	376
판매비와관리비	127	170	191	213
조정영업이익	5	70	114	163
영업이익	5	70	114	163
비영업손익	1	3	1	1
금융손익	2	5	8	11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	73	115	164
계속사업법인세비용	0	15	23	33
계속사업이익	6	59	92	132
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	6	59	92	132
지배주주	6	59	92	132
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	6	59	92	132
지배주주	6	59	92	132
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	75	119	169
FCF	28	59	93	133
EBITDA 마진율 (%)	7.6	31.3	39.0	44.9
영업이익률 (%)	3.8	29.2	37.4	43.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	24.6	30.2	35.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	204	266	358	489
현금 및 현금성자산	115	170	256	380
매출채권 및 기타채권	31	35	38	41
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	58	61	64	68
비유동자산	122	126	131	139
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	50	51	52	53
무형자산	36	38	41	45
자산총계	326	392	490	628
유동부채	60	66	72	77
매입채무 및 기타채무	2	3	4	4
단기금융부채	3	6	8	9
기타유동부채	55	57	60	64
비유동부채	29	30	31	32
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	17	18	19	20
부채총계	89	96	102	109
지배주주지분	237	296	388	519
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	240	240	240	240
이익잉여금	-8	50	143	274
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	237	296	388	519

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	29	64	99	139
당기순이익	6	59	92	132
비현금수익비용가감	19	14	21	28
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	15	9	15	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	0	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	-15	-23	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	36	-12	-14	-17
유형자산처분(취득)	-1	-5	-6	-6
무형자산감소(증가)	-2	-2	-4	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	-56	-5	-4	-5
기타투자활동	95	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	3	2	2
장단기금융부채의 증가(감소)	15	3	2	2
자본의 증가(감소)	273	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-296	0	0	0
현금의 증가	56	55	87	124
기초현금	59	115	170	256
기말현금	115	170	256	380

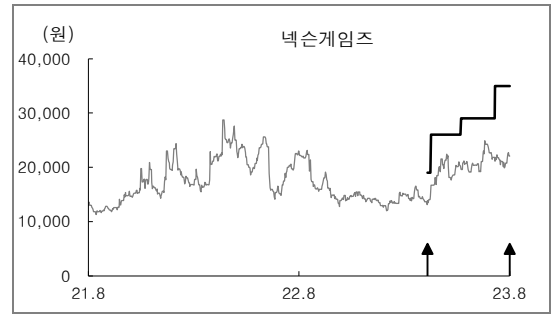
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	121.3	24.8	15.8	11.1
P/CF (x)	29.3	19.9	12.9	9.1
P/B (x)	3.2	4.4	3.5	2.6
EV/EBITDA (x)	70.1	16.6	9.7	6.1
EPS (원)	107	890	1,399	2,000
CFPS (원)	442	1,109	1,715	2,423
BPS (원)	4,103	4,993	6,392	8,392
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 (%)	-	81.2	27.2	23.3
EBITDA증가율 (%)	-	653.8	58.8	42.0
조정영업이익증가율 (%)	-	1,259.7	62.3	43.4
EPS증가율 (%)	-	734.2	57.1	42.9
매출채권 회전율 (회)	4.9	8.6	10.4	12.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.9	16.3	20.9	23.5
ROE (%)	2.6	22.0	26.9	29.0
ROIC (%)	7.3	80.0	124.3	167.5
부채비율 (%)	37.3	32.5	26.4	20.9
유동비율 (%)	341.9	400.6	500.7	633.6
순차입금/자기자본 (%)	-64.6	-70.2	-76.2	-81.0
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	61.4	88.1	115.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넥슨게임즈 (225570)				
2023.07.10	매수	35,000	-	-
2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
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

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
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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.09%	7.88%	2.42%	0.61%

* 2023년 06월 30일 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.