

2023. 11. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **30,000 원**

현재주가 (11.9) **29,900 원**

상승여력 **0.3%**

KOSDAQ 시가총액	802.87pt
발행주식수	6,588억원
유동주식비율	2,203만주
외국인비중	54.20%
52주 최고/최저가	7.85%
평균거래대금	50,600원/23,350원
	150.4억원

주요주주(%)
나성균 외 10 인 37.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.8	-33.6	-22.3
상대주가	18.8	-30.9	-30.9

주가그래프



네오위즈 095660

<P의 거짓 2>를 기다리며

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 202억원으로 기대치 크게 하회
- ✓ 매출은 <P의 거짓> 판매량 일부 4분기로 이연
- ✓ <P의 거짓> 다수가 순매출 인식임에도 자회사 매출 인식되며 수수료율 높아진 탓
- ✓ 자회사 인수 및 개발진 확보로 단기간 빠르게 커진 동사는 당분간 내실 다질 것
- ✓ 1년간 기다렸던 이벤트 종료되며 다음 모멘텀까지 바닥 다지는 시간

3분기 매출은 이연 그러나 지급수수료율 높아지며 비용은 인라인

네오위즈의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 1,175억원(+57% YoY)과 202억원(+286% YoY)으로 영업이익 기준 기대치를 크게 하회했다. 9월 19일 출시된 <P의 거짓> 판매량을 110만장 반영한 바 있으나 9월 64만장만이 반영되었다. 10월 17일 누적 판매량 100만장을 달성했다고 밝힌 바 있어 3분기 예상했던 판매량은 4분기로 일부 이연한다. 2023년 총 판매량은 140만장으로 예상된다.

매출은 예상을 하회했는데도 불구하고 비용은 예상 수준에 부합했다. <P의 거짓> 성과와 연동해 높여둔 인건비는 증가폭이 크지 않았으나 지급수수료가 예상을 크게 상회했다. 콘솔 및 하드웨어 판매에 대해 순매출로 인식되는 점을 감안 시 인수 회사 및 신작의 IP 등 수수료율이 높기 때문으로 해석된다. 자회사 인수를 통한 연결 편입으로 매출 믹스가 변화된 것으로 단기 회복은 쉽지 않아 보인다.

다음 이벤트까지 바닥 다지기

신작이 중요한 이유는 기존 게임의 자연감소를 상쇄하며 전체 매출을 상승시키기 때문이다. 동사의 준비 신작 중 <P의 거짓>과 같이 재무적/트래픽적 효과를 가져올 수 있는 게임은 단만추 IP 활용 신작이 가장 가깝다. 그러나 해당 IP의 계약이 23년 3월에 체결되었고 PC/모바일 멀티 플랫폼으로 준비하고 있어 출시일은 2025년 이후일 가능성이 높다. <P의 거짓> 확장 DLC는 2024년 하반기, <P의 거짓2>는 2년 이상의 추가 개발 기간을 예상한다. 라운드8 개발진 확보 및 자회사 인수를 통해 규모를 단기간 빠르게 확장한 동사는 당분간 내실을 다지며 다음 신작을 준비하는 시간을 갖는다. 1년 기다린 이벤트가 종료된 시점으로 주가는 바닥을 다지는데 집중할 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	261.2	21.3	56.8	2,577	-9.3	20,846	14.0	1.7	17.9	13.4	22.6
2022	294.6	19.6	13.1	593	-76.7	20,381	62.3	1.8	16.5	2.9	22.1
2023E	382.3	48.6	66.8	3,030	405.0	21,673	9.9	1.4	7.5	14.4	16.1
2024E	439.4	30.4	31.7	1,439	-54.1	23,048	20.8	1.3	8.5	6.4	15.2
2025E	511.2	47.8	40.4	1,831	24.3	24,758	16.3	1.2	5.4	7.7	16.8

(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	117.5	74.9	56.8	70.1	67.5	139.3	-15.7	144.2	-18.6
영업이익	20.2	5.2	286.1	-4.9	흑전	43.4	-53.4	46.9	-56.8
세전이익	22.3	7.9	181.1	13.3	67.9	41.8	-46.7	47.4	-53.0
지배순이익	18.7	8.2	128.9	22.5	-17.1	37.0	-49.5	33.2	-43.8

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.06.22	브라운더스트2	모바일	네오위즈	자체개발
23.09.19	P의 거짓	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
23.11.09	산나비	PC/스위치	원더포션	퍼블리싱
4Q23	천계 패러독스	모바일	엑스노아, KMS	퍼블리싱
	보노보노 뭐하니?	모바일	네오위즈	자체개발
	금색의 갓슈벨!! 영원한 인연의 친구들	모바일	네오위즈	자체개발
2024	Oh My Anne	모바일	네오위즈	자체개발
	고양이와 스프 IP SNG	모바일	아름게임즈	퍼블리싱
	프로젝트 IG	모바일	네오위즈	자체개발
	고양이와 스프: 매직 레시피	모바일	네오위즈	자체개발
	영웅전설: 가가브 트릴로지	모바일	파우게임즈	자회사 개발
	킹덤2	모바일	파우게임즈	자회사 개발
	P의 거짓 확장 DLC	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
2025 이후	던만추 IP 활용 게임	PC, 모바일	네오위즈	자체개발
	P의 거짓 2	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

표3 네오위즈 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	76.6	70.3	74.9	72.8	68.5	70.1	117.5	126.1	261.2	294.6	382.3	439.4
PC/콘솔게임	34.0	29.4	32.4	31.2	27.5	27.0	54.8	68.8	125.1	126.9	178.0	135.7
모바일게임	35.7	33.9	36.4	35.5	32.3	33.0	53.2	47.9	132.1	141.6	166.5	267.8
기타	6.9	7.0	6.1	6.1	8.7	10.1	9.5	9.5	3.9	26.0	37.8	35.9
% YoY												
매출	7.3	19.4	21.5	5.0	-10.5	-0.2	56.8	73.3	-9.8	12.8	29.8	14.9
PC/콘솔게임	-4.8	9.1	12.9	-7.8	-19.1	-8.1	69.1	120.4	0.5	1.4	40.2	-23.7
모바일게임	3.4	9.5	13.6	2.9	-9.6	-2.6	46.1	34.9	-17.6	7.2	17.6	60.8
기타	512.0	619.5	584.8	554.9	27.4	43.9	55.5	55.7	-16.1	565.5	45.0	-5.0
영업비용	65.4	64.4	69.7	75.5	67.3	75.0	97.2	94.1	240.0	275.0	333.7	409.0
% to sales	85.4	91.6	93.0	103.8	98.2	107.0	82.8	74.6	91.9	93.4	87.3	93.1
% YoY	12.8	20.1	10.4	15.8	2.8	16.5	39.5	24.7	4.7	14.6	21.3	22.6
인건비	30.3	29.8	30.3	33.6	32.0	34.1	39.7	43.6	111.6	124.1	149.3	150.6
지급수수료	17.3	16.7	17.7	15.6	14.1	17.8	29.3	25.1	61.8	67.3	86.4	132.2
마케팅	8.1	8.5	10.1	9.8	10.8	12.3	14.2	11.4	32.6	36.4	48.7	68.6
상각비	4.7	4.8	4.6	4.7	4.2	4.4	5.9	6.0	12.1	18.8	20.5	24.8
기타	5.1	4.6	6.9	11.8	6.2	6.5	8.1	8.1	21.8	28.3	28.8	32.8
이익 추정												
영업이익	11.2	5.9	5.2	-2.8	1.3	-4.9	20.2	32.0	21.2	19.6	48.6	30.4
% YoY	-16.6	13.0	흑전	적전	-88.8	적전	286.1	흑전	-64.8	-8.0	148.4	-37.4
영업이익률(%)	14.6	8.4	7.0	-3.8	1.8	-7.0	17.2	25.4	8.1	6.6	12.7	6.9
세전이익	15.2	25.1	7.9	-28.8	4.9	13.3	22.3	32.6	64.3	19.5	73.0	37.3
% YoY	-39.2	154.1	-23.2	적전	-68.2	-47.2	181.1	흑전	-6.3	-69.7	274.7	-48.9
지배주주순이익	11.9	19.9	8.2	-26.8	3.6	22.5	18.7	22.0	56.8	13.1	66.8	31.7
% YoY	-41.9	142.3	-7.0	적전	-69.7	13.4	128.9	흑전	-5.7	-77.0	411.0	-52.5

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	261.2	294.6	382.3	439.4	511.2
매출액증가율(%)	-9.8	12.8	29.8	14.9	16.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	261.2	294.6	382.3	439.4	511.2
판매관리비	240.0	275.0	333.7	409.0	463.4
영업이익	21.3	19.6	48.6	30.4	47.8
영업이익률(%)	8.1	6.6	12.7	6.9	9.3
금융손익	29.5	22.1	1.5	-2.0	-3.2
중속/관계기업손익	7.4	1.9	-0.4	1.4	1.4
기타영업외손익	6.2	-24.1	23.3	7.5	4.1
세전계속사업이익	64.3	19.5	73.0	37.3	50.0
법인세비용	7.7	6.3	6.3	6.7	11.9
당기순이익	56.7	13.2	66.7	30.6	38.1
지배주주지분 손이익	56.8	13.1	66.8	31.7	40.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	28.7	43.2	45.3	90.7	74.3
당기순이익(손실)	56.7	13.2	66.7	30.6	38.1
유형자산상각비	6.4	6.1	7.9	8.2	8.5
무형자산상각비	5.7	12.7	12.7	12.7	12.7
운전자본의 증감	-20.6	-16.2	-35.0	39.2	15.0
투자활동 현금흐름	-64.6	-29.1	-42.0	-18.5	-7.3
유형자산의증가(CAPEX)	-1.0	-1.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-37.2	-8.4	30.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-22.5	-32.1	-55.5	0.0	0.0
차입금의 증감	20.6	-1.1	-18.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.3	-21.7	-52.3	72.2	67.0
기초현금	171.7	113.4	91.7	39.4	111.7
기말현금	113.4	91.7	39.4	111.7	178.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	271.9	253.6	226.2	267.7	331.6
현금및현금성자산	113.4	91.7	39.4	111.7	178.6
매출채권	0.0	0.0	30.3	21.7	25.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	302.8	306.5	340.4	329.5	318.3
유형자산	80.4	86.1	88.2	90.0	91.5
무형자산	80.1	79.2	141.5	128.8	116.0
투자자산	76.2	84.7	54.1	54.1	54.1
자산총계	574.7	560.1	566.6	597.1	649.8
유동부채	67.2	87.3	71.5	72.9	82.5
매입채무	10.2	7.2	9.3	10.7	12.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	18.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	38.6	14.0	7.2	5.8	10.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.8	101.3	78.7	78.6	93.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타포괄이익누계액	-13.6	-18.1	-18.1	-18.1	-18.1
이익잉여금	366.0	381.0	447.0	477.3	515.0
비지배주주지분	9.6	9.7	10.4	10.7	11.1
자본총계	468.9	458.8	487.9	518.5	556.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	11,855	13,369	17,349	19,942	23,199
EPS(지배주주)	2,577	593	3,030	1,439	1,831
CFPS	2,512	2,974	3,874	2,554	3,104
EBITDAPS	1,512	1,742	3,140	2,331	3,128
BPS	20,846	20,381	21,673	23,048	24,758
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.0	62.3	9.9	20.8	16.3
PCR	14.4	12.4	7.7	11.7	9.6
PSR	3.0	2.8	1.7	1.5	1.3
PBR	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	33.3	38.4	69.2	51.4	68.9
EV/EBITDA	17.9	16.5	7.5	8.5	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.4	2.9	14.4	6.4	7.7
EBITDA 이익률	12.8	13.0	18.1	11.7	13.5
부채비율	22.6	22.1	16.1	15.2	16.8
금융비용부담률	0.0	0.6	0.3	0.1	0.1
이자보상배율(x)	515.0	11.5	49.4	101.6	159.3
매출채권회전율(x)	18.3		25.2	16.9	21.8
재고자산회전율(x)	11,512.7	10,872.1	13,733.3	17,898.4	17,624.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

