



# BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원(하향)

주가(1/30): 26,150원

시가총액: 5,762억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (1/30)		818.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	50,600원	23,350원
등락률	-48.3%	12.0%
수익률	절대	상대
1M	-1.9%	3.8%
6M	-22.2%	-13.2%
1Y	-39.7%	-43.5%

## Company Data

발행주식수	22,034천주
일평균 거래량(3M)	236천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	22,864원
주요 주주	나성균 외 10인 37.2%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	261.2	294.6	366.4	350.2
영업이익	21.2	19.6	33.9	16.2
EBITDA	33.3	38.4	53.9	37.1
세전이익	64.3	19.5	54.9	31.7
순이익	56.7	13.2	55.3	25.4
지배주주지분순이익	56.8	13.1	57.3	27.2
EPS(원)	2,577	593	2,599	1,236
증감률(% YoY)	-6.2	-77.0	338.2	-52.4
PER(배)	14.0	62.3	10.3	21.2
PBR(배)	1.73	1.81	1.17	1.09
EV/EBITDA(배)	17.8	16.5	6.5	8.4
영업이익률(%)	8.1	6.7	9.3	4.6
ROE(%)	13.4	2.9	12.0	5.3
순차입금비율(%)	-45.1	-41.7	-47.7	-50.9

## Price Trend



# 네오위즈 (095660)

## 간절함과 진정성을 존중



동사 목표주가를 기존 5.7만원에서 3.7만원으로 하향하나, 투자 의견 BUY는 유지한다. 동사는 핵심 개발진의 역량을 통해 AI 시대에 최고 개발자의 DNA를 투입해 독자적 경쟁력을 이끌어낼 잠재력이 있으며 P의 거짓 차기작 개발시에 독보적 오리지널리티와 크리에이티브를 근간으로 한단계 발전할 것으로 기대하기에 이를 정성적 밸류에이션으로 감안시 실적 이상의 가치가 있음을 짚고자 한다.

### >>> 동사 목표주가 3.7만원으로 하향

동사의 목표주가를 기존 5.7만원에서 3.7만원으로 하향하나, 투자 의견 BUY는 유지한다. 신규 목표주가는 24E 지배주주순이익의 272억원에 목표 PER 30배를 적용한 결과다. P의 거짓을 통한 콘솔 세그먼트 경쟁력과 후속 타이틀에 대한 가능성 및 관련 제작진의 내재가치를 높게 평가하여 게임 업종에 부여 가능한 최대 수준의 멀티플을 적용했다고 정의할 수 있다.

### >>> P의 거짓에 대한 복기 및 넥스트

P의 거짓은 작년 3분기 기준 63만장 판매고를 시작으로 4분기 73만장 판매를 예상하며 출시 초기 시점에 판매고가 집중되는 성향과 달리 게임성을 근간으로 구전효과 등이 작동하면서 전분기대비 매출 증가를 이끌어낸 것으로 평가한다. 재무적 추정치 산정시 4분기 일정 시점별 패키지 할인 등 이벤트를 감안하여 블렌디드 단가는 3분기 61달러에서 4분기와 이후 분기별 49달러로 베이스를 낮춰 잡았으며 출시 분기를 포함해 이후 3개년 누적 판매 200만장을 기준으로 추정치를 산입했을 바 관련 성과는 달성가능한 수준으로 판단한다. 전체적으로 오리지널리티의 상대적 부족과 타겟 세그먼트에 대한 레벨 디자인 이슈 등으로 대중적 유저를 소구하는 트리플 A급 게임으로의 포지셔닝은 다소 애매했으나 해당 장르를 선호하는 유저층에 특화된 트리플 A급 게임으로 정의하며 26년말 정도 가시권을 보이는 차기작 개발시엔 독보적 오리지널리티와 크리에이티브를 통해 한단계 발전할 것으로 기대하고 콘솔에 대한 개발진의 간절함과 진정성을 감안할 때 국내 최상위 콘솔 개발팀으로 존중하고자 한다.

### >>> 기다림의 가치, 중장기 밸류 내재

동사는 핵심 개발진의 역량을 통해 AI 시대에 최고 개발자의 DNA를 투입하여 독자적인 경쟁력을 이끌어낼 잠재력이 있으며 콘솔 개발진에 대한 대우를 통해 국내 대형 게임사가 가지지 못한 견고한 세그먼트를 향유하고 있다. 이에 대한 점을 정성적 밸류에이션으로 감안시 실적 이상의 가치가 있음을 짚고자 한다. 추후 P의 거짓 DLC 및 차기작 개발과 관련한 플로우를 통해 단계적으로 기업 가치에 대한 증가를 조망하며, 던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까 등 핵심 IP 기반 신작 개발도 관련 포인트이다. 브라운더스트2 24E 일평균 매출은 최근 업데이트 등을 감안해 7천만원을 적용했고, 동사 4Q23E 영업이익은 개발진에 대한 인센티브 지급 등 효과로 전분기대비 15% 감소한 173억원을 전망했다.

네오위즈 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	76.6	70.3	74.9	72.8	68.5	70.1	117.5	110.2	294.6	366.4	350.2
게임부문	64.4	59.5	65.9	63.5	59.8	60.2	108.0	100.5	253.3	328.6	310.5
PC/콘솔	33.7	29.2	32.4	31.2	27.5	27.0	54.8	60.5	126.4	169.7	130.6
모바일	30.7	30.3	33.5	32.3	32.3	33.3	53.2	40.0	126.9	158.9	179.9
기타부문	12.2	10.8	9.0	9.2	8.7	9.9	9.5	9.7	41.2	37.8	39.7
영업비용	65.4	64.4	69.7	75.5	67.3	75.0	97.2	92.9	275.0	332.5	334.0
영업이익	11.2	5.9	5.2	-2.8	1.3	-4.9	20.2	17.3	19.6	33.9	16.2
영업이익률(%)	14.6%	8.4%	7.0%	-3.8%	1.8%	-7.0%	17.2%	15.7%	6.6%	9.3%	4.6%
영업외손익	4.1	19.2	2.7	-26.0	3.6	18.2	2.0	-2.8	-0.1	21.0	15.5
법인세차감전순이익	15.2	25.1	7.9	-28.8	4.9	13.3	22.3	14.5	19.5	54.9	31.7
법인세차감전순이익률(%)	19.9%	35.7%	10.6%	-39.6%	7.1%	18.9%	19.0%	13.2%	6.6%	15.0%	9.0%
법인세비용	2.8	4.3	-0.2	-0.7	1.8	-9.2	4.1	2.9	6.3	-0.4	6.3
법인세율(%)	18.6%	17.2%	-2.8%	2.3%	36.4%	-69.1%	18.5%	20.0%	32.2%	-0.7%	20.0%
당기순이익	12.4	20.8	8.1	-28.1	3.1	22.4	18.2	11.6	13.2	55.3	25.4
당기순이익률(%)	16.2%	29.5%	10.9%	-38.6%	4.5%	32.0%	15.5%	10.6%	4.5%	15.1%	7.2%
지배주주지분	11.9	19.9	8.2	-26.8	3.6	22.5	18.7	12.5	13.1	57.3	27.2
비지배주주지분	0.5	0.9	0.0	-1.3	-0.5	-0.1	-0.5	-0.8	0.1	-2.0	-1.9

자료: 네오위즈, 키움증권

네오위즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	436.8	410.9	406.7	366.4	350.2	333.5	-16.1%	-14.8%	-18.0%
영업이익	80.0	41.1	21.6	33.9	16.2	-0.1	-57.6%	-60.6%	-100.6%
영업이익률	18.3%	10.0%	5.3%	9.3%	4.6%	0.0%	-9.1%	-5.4%	-5.4%
법인세차감전순이익	102.2	50.9	33.1	54.9	31.7	18.6	-46.3%	-37.7%	-43.8%
당기순이익	92.8	40.7	26.5	55.3	25.4	14.9	-40.4%	-37.7%	-43.8%
지배주주지분	91.7	36.0	20.6	57.3	27.2	16.0	-37.6%	-24.4%	-22.5%

자료: 키움증권

네오위즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	104.3	104.4	101.1	104.2	110.2	86.0	90.5	86.9	5.7%	-17.6%	-10.5%	-16.6%
영업이익	7.5	15.8	12.1	12.5	17.3	5.3	4.8	4.5	130.2%	-66.7%	-60.6%	-63.8%
영업이익률	7.2%	15.2%	11.9%	12.0%	15.7%	6.1%	5.3%	5.2%	8.5%	-9.0%	-6.7%	-6.8%
법인세차감전순이익	4.3	19.8	16.1	16.5	14.5	10.3	9.8	9.5	241.1%	-48.2%	-39.3%	-42.3%
당기순이익	3.4	15.9	12.9	13.2	11.6	8.2	7.8	7.6	241.1%	-48.2%	-39.3%	-42.3%
지배주주지분	2.5	14.7	11.7	12.0	12.5	8.8	8.4	8.0	389.4%	-39.8%	-27.7%	-33.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	261.2	294.6	366.4	350.2	333.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	261.2	294.6	366.4	350.2	333.5
판매비	240.0	275.0	332.5	334.0	333.6
<b>영업이익</b>	21.2	19.6	33.9	16.2	-0.1
<b>EBITDA</b>	33.3	38.4	53.9	37.1	21.6
영업외손익	43.1	-0.1	21.0	15.5	18.8
이자수익	1.3	2.5	3.1	3.5	3.7
이자비용	0.0	1.7	1.7	1.7	1.7
외환관련이익	6.6	8.7	8.7	9.1	9.6
외환관련손실	0.8	1.9	1.3	1.3	1.4
종속 및 관계기업손익	7.4	1.9	0.0	2.0	3.0
기타	28.6	-9.6	12.2	3.9	5.6
<b>법인세차감전이익</b>	64.3	19.5	54.9	31.7	18.6
법인세비용	7.7	6.3	-0.4	6.3	3.7
계속사업손익	56.7	13.2	55.3	25.4	14.9
<b>당기순이익</b>	56.7	13.2	55.3	25.4	14.9
<b>지배주주순이익</b>	56.8	13.1	57.3	27.2	16.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-9.8	12.8	24.4	-4.4	-4.8
영업이익 증감율	-64.9	-7.5	73.0	-52.2	-100.6
EBITDA 증감율	-51.9	15.3	40.4	-31.2	-41.8
지배주주순이익 증감율	-5.7	-76.9	337.4	-52.5	-41.2
EPS 증감율	-6.2	-77.0	338.2	-52.4	-41.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.1	6.7	9.3	4.6	0.0
EBITDA Margin(%)	12.7	13.0	14.7	10.6	6.5
지배주주순이익률(%)	21.7	4.4	15.6	7.8	4.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	28.7	43.2	91.6	66.8	56.2
당기순이익	56.7	13.2	55.3	25.4	14.9
비현금항목의 가감	-1.3	52.3	38.2	43.5	40.5
유형자산감가상각비	6.4	6.1	6.4	6.9	7.4
무형자산감가상각비	5.7	12.7	13.6	14.0	14.3
지분법평가손익	-16.8	-10.3	0.0	-2.0	-3.0
기타	3.4	43.8	18.2	24.6	21.8
영업활동자산부채증감	-20.6	-16.2	-3.8	2.5	2.5
매출채권및기타채권의감소	3.2	5.5	-6.8	1.5	1.6
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-6.6	-6.6	2.3	0.2	0.2
기타	-17.2	-15.1	0.7	0.8	0.7
기타현금흐름	-6.1	-6.1	1.9	-4.6	-1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-64.6	-29.1	-8.3	-8.3	-8.4
유형자산의 취득	-1.0	-1.8	-10.0	-10.0	-10.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-7.4	-24.4	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-32.3	-10.1	9.8	9.7	9.7
단기금융자산의감소(증가)	-75.5	-1.7	-3.0	-3.1	-3.2
기타	51.5	8.9	9.9	10.1	10.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-22.5	-32.1	-7.1	-7.1	-7.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-10.0	-24.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-12.5	-7.2	-7.1	-7.1	-7.1
기타현금흐름	0.0	-3.7	-26.7	-26.7	-26.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-58.3	-21.7	49.5	24.7	13.9
기초현금 및 현금성자산	171.7	113.4	91.7	141.2	165.8
기말현금 및 현금성자산	113.4	91.7	141.2	165.8	179.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	271.9	253.5	313.2	339.7	355.6
현금 및 현금성자산	113.4	91.7	141.2	165.8	179.7
단기금융자산	118.8	120.5	123.5	126.6	129.8
매출채권 및 기타채권	33.2	27.9	34.7	33.2	31.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	6.5	13.4	13.8	14.1	14.5
<b>비유동자산</b>	302.8	306.5	303.0	300.5	298.3
투자자산	71.4	81.5	71.8	64.1	57.3
유형자산	80.4	86.1	89.7	92.7	95.3
무형자산	80.1	79.2	80.6	81.6	82.3
기타비유동자산	70.9	59.7	60.9	62.1	63.4
<b>자산총계</b>	574.7	560.1	616.2	640.3	653.9
<b>유동부채</b>	67.2	87.3	90.4	91.3	92.3
매입채무 및 기타채무	42.6	29.2	31.5	31.7	31.9
단기금융부채	2.1	20.0	20.0	20.0	20.0
기타유동부채	22.5	38.1	38.9	39.6	40.4
<b>비유동부채</b>	38.6	14.0	14.3	14.6	15.0
장기금융부채	18.7	0.7	0.7	0.7	0.7
기타비유동부채	19.9	13.3	13.6	13.9	14.3
<b>부채총계</b>	105.8	101.3	104.7	106.0	107.3
<b>지배지분</b>	459.3	449.1	503.8	528.4	541.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타자본	-34.1	-54.8	-54.8	-54.8	-54.8
기타포괄손익누계액	-13.6	-18.1	-20.7	-23.2	-25.8
이익잉여금	366.0	381.0	438.3	465.5	481.5
비지배지분	9.6	9.7	7.7	5.8	4.8
<b>자본총계</b>	468.9	458.8	511.5	534.3	546.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,577	593	2,599	1,236	725
BPS	20,846	20,381	22,864	23,983	24,591
CFPS	2,512	2,974	4,242	3,126	2,513
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	14.0	62.3	10.3	21.2	36.1
PER(최고)	17.2	72.1	20.4		
PER(최저)	8.3	31.9	9.0		
PBR	1.73	1.81	1.17	1.09	1.06
PBR(최고)	2.13	2.10	2.32		
PBR(최저)	1.02	0.93	1.02		
PSR	3.05	2.76	1.60	1.65	1.73
PCFR	14.4	12.4	6.3	8.4	10.4
EV/EBITDA	17.8	16.5	6.5	8.4	13.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	10.8	2.3	9.4	4.0	2.3
ROE	13.4	2.9	12.0	5.3	3.0
ROIC	20.2	9.8	21.4	7.8	-0.2
매출채권회전율	8.2	9.6	11.7	10.3	10.3
재고자산회전율	11,512.7	10,872.1	10,113.6	8,916.7	8,899.8
부채비율	22.6	22.1	20.5	19.8	19.6
순차입금비율	-45.1	-41.7	-47.7	-50.9	-52.8
이자보상배율	515.0	11.5	19.9	9.5	-0.1
총차입금	20.8	20.7	20.7	20.7	20.7
순차입금	-211.4	-191.5	-244.0	-271.8	-288.8
NOPLAT	33.3	38.4	53.9	37.1	21.6
FCF	7.5	-8.8	24.9	11.2	-1.1

Compliance Notice

- 당사는 1월 30일 현재 '네오위즈(095660)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

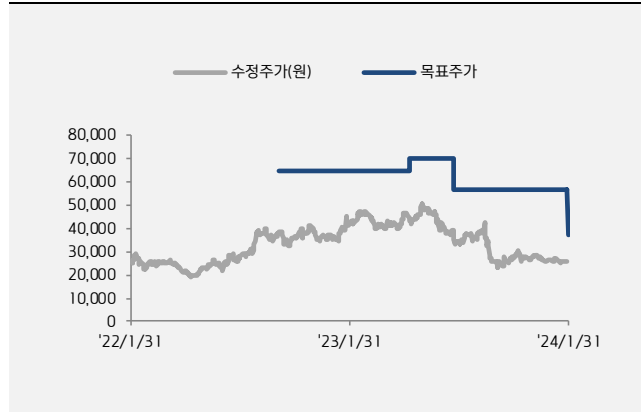
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
네오위즈 (095660)	2022-10-05	Buy(Initiate)	65,000원	6개월	-44.79	-40.46
	2022-11-11	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-42.97	-36.23
	2022-12-01	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-43.35	-36.23
	2023-01-10	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-40.35	-26.92
	2023-02-28	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-39.22	-26.92
	2023-05-12	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-34.15	-27.71
	2023-06-08	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-37.37	-27.71
	2023-07-24	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-39.73	-36.67
	2023-08-11	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-47.78	-25.61
	2024-01-31	Buy(Maintain)	37,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

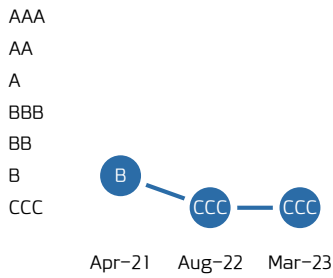
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

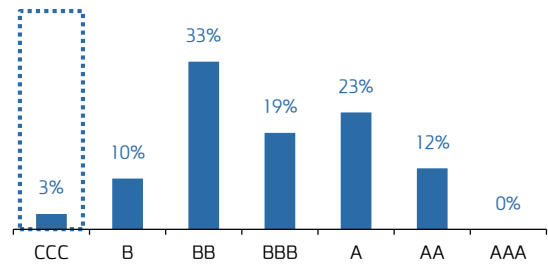
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
 주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	3.0	4.8		
<b>환경</b>	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.4	5.0%	
<b>사회</b>	3.6	4.7	51.0%	
인력 자원 개발	1.8	3.4	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	5.5	5.9	25.0%	
<b>지배구조</b>	1.8	4.5	44.0%	
기업 지배구조	3.6	5.2		
기업 활동	1.8	5.6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Webzen Inc.	●	●●	●●●	●●	●	BB	◀▶
Devsisters Corp	●	●●	●●●●	●●	●	BB	▲
Wemade Co., Ltd.	●	●●	●●●	●	●	B	▲
DoubleUGames Co., Ltd.	●	●●	●	●●●	●	B	◀▶
Com2uSCorporation	●	●●●	●●●	●	●	B	◀▶
NEOWIZ	●	●	●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치