

인터넷/게임/엔터

김지현

02)739-5938

kimjh@heungkuksec.co.kr

(095660)

네오위즈

BUY(유지)

기다림이 환호로 바뀔 수 있을 상반기

목표주가	27,000원(하향)			
현재주가(11/21)	19,510원			
상승여력	38.4%			
시가총액	426십억원			
발행주식수	21,857천주			
52주 최고가 / 최저가	28,800 / 17,830원			
3개월 일평균거래대금	2십억원			
외국인 지분율	9.4%			
주요주주				
나성균 (외 11인)	37.5%			
자시주 (외 1인)	6.7%			
자시주신탁 (외 1인)	2.2%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.8	-4.1	-12.1	-29.8
상대수익률 (KOSDAQ)	5.6	8.6	7.5	-13.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	295	366	373	407
영업이익	20	32	32	38
EBITDA	38	50	49	58
지배주주순이익	13	49	30	35
EPS	593	2,209	1,465	1,714
순차입금	-98	-182	-171	-213
PER	62.3	12.1	13.3	11.4
PBR	1.8	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	18.7	8.1	5.2	3.7
배당수익률	n/a	0.9	1.3	1.3
ROE	2.9	10.4	6.3	7.3
컨센서스 영업이익	20	32	32	34
컨센서스 EPS	593	2,209	1,560	1,441

주가추이



<P의 거짓> DLC로 본편 리바이브!

<P의 거짓> 본편의 누적 플레이어수는 올해 3월 700만여 이용자를 달성. Xbox 게임패스 외 판매량은 1년 누적 약 200만장 수준. 본편 팬들의 높은 DLC 구매율을 예상. DLC판매량은 본작 누적 판매량의 25% 수준을 전망. 소울라이크 장르는 탄탄한 코어 팬층을 가지고 있음. DLC는 일반적으로 Xbox게임패스에 포함되지 않으므로 <의 거짓>은 오리진널 타이틀의 판매량도 증가할 것으로 판단. 소울라이크 장르의 원조 IP인 <엘든 링>DLC는 예약구매가 200만장 수준이었으며 이는 당시 누적 본편 판매량의 약 10% 수준이며 발매한지 3일만에 누적 판매량 500만장을 돌파한 뒤 본편의 누적 판매량도 2,500만장으로 증가하며 약 10%의 본편 판매량 상승을 이끔.

PC/콘솔 글로벌 퍼블리싱 영향력 증가

동사는 폴란드 개발사 'Blank'에 투자하며 마찬가지로 폴란드 개발사 'Zakazane Studio'와 퍼블리싱 계약을 체결. 'Blank'는 <더위쳐> 시리즈와 <사이버펄크2077>를 개발한 'CDRP'출신의 개발자가 모여 설립한 신규 게임사. 'Zakazane Studio'는 <더위쳐> 시리즈, <사이버펄크2077>, <프로스트펄크>의 개발에 참여한 'CDRP'와 '11bit'출신의 개발자들이 설립한 개발사.

이러한 전략적 투자는 신작 IP를 발굴하는 동시에 글로벌 게임 시장에서 동사의 퍼블리셔로서의 입지를 넓힐 것으로 판단. 장기적으로 동사의 퍼블리싱 영향력을 통해 <P의 거짓> 프랜차이즈와 동사의 기타 PC/콘솔 타이틀에 대한 성공 가능성도 함께 높아질 수 있을 것으로 전망.

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원

투자의견 BUY와 목표주가 27,000원으로 하향. 목표주가의 하향 요인은 <P의 거짓> DLC의 2025년 출시 시점이 기존 2024년 연말에서 1H24로 변화함과 기존 2025년 출시 예정 작품의 출시 시기 미정으로 인한 매출 전망치 변화. 다만 AAA급 작품의 발매 시기로 미루어보아 <P의 거짓> DLC의 추가 연기는 없을 것으로 판단.

표 1 네오위즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	68.5	70.1	117.5	109.5	97.1	87.0	93.1	95.7	365.6	372.9	407.2
YoY	-10.5%	-0.2%	56.8%	50.5%	41.6%	24.0%	-20.7%	-12.5%	24.1%	2.0%	9.2%
QoQ	-5.8%	2.3%	67.5%	-6.8%	-11.3%	-10.4%	7.0%	2.8%			
[매출구성]											
PC/콘솔	27.7	27.0	54.8	61.3	44.6	37.2	36.9	40.8	170.7	159.5	168.1
모바일	32.1	33.3	53.2	36.1	42.0	38.1	45.7	44.3	154.7	170.1	195.4
기타	8.7	9.9	9.5	12.1	10.5	11.6	10.6	10.7	40.2	43.4	43.7
[매출비중]											
PC/콘솔	40.4%	38.5%	46.6%	56.0%	45.9%	42.8%	39.6%	42.6%	46.7%	42.8%	41.3%
모바일	46.9%	47.4%	45.3%	33.0%	43.3%	43.8%	49.0%	46.2%	42.3%	45.6%	48.0%
기타	12.8%	14.1%	8.0%	11.0%	10.8%	13.4%	11.3%	11.1%	11.0%	11.6%	10.7%
영업비용	67.3	75.0	97.2	94.4	82.2	82.3	86.7	90.0	333.9	341.1	368.8
YoY	2.8%	16.5%	39.5%	25.0%	22.2%	9.6%	-10.9%	-4.7%	21.4%	2.1%	8.1%
QoQ	-10.9%	11.5%	29.6%	-2.9%	-12.9%	0.1%	5.4%	3.8%			
[비용구성]											
인건비	32.0	34.1	39.7	47.0	40.0	39.9	38.2	39.7	152.8	157.7	156.5
지급수수료	14.1	17.8	29.3	25.5	22.5	22.3	25.7	26.5	86.7	97.1	105.9
마케팅비	10.8	12.3	14.2	11.5	8.3	8.3	10.4	11.8	48.8	38.9	56.5
상각비	4.2	4.4	5.0	5.2	4.2	4.2	5.0	4.6	18.8	17.9	20.3
기타	6.2	6.5	9.0	5.1	7.2	7.6	7.4	7.4	26.8	29.5	29.6
영업이익	1.3	-4.9	20.2	15.1	14.8	4.7	6.5	5.8	31.7	31.8	38.4
YoY	-88.8%	적전	286.1%	흑전	1085.2%	흑전	-68.1%	-61.6%	62.2%	0.7%	20.7%
QoQ	흑전	적전	흑전	-25.3%	-1.0%	-68.0%	36.3%	-10.9%			
영업이익률	1.8%	-7.0%	17.2%	13.8%	15.3%	5.5%	6.9%	6.0%	8.7%	8.5%	9.4%
당기순이익	3.1	22.4	18.2	2.8	14.3	7.7	-1.4	2.9	46.5	23.6	34.9
YoY	-75.1%	8.0%	122.8%	흑전	364.8%	-65.8%	적전	6.5%	252.0%	-49.3%	48.3%
QoQ	흑전	626.9%	-19.1%	-84.6%	419.6%	-46.5%	적전	흑전			
순이익률	4.5%	32.0%	15.5%	2.6%	14.8%	8.8%	-1.5%	3.1%	12.7%	6.3%	8.6%
지배기업순이익	3.6	22.5	18.7	3.7	17.9	7.8	1.4	2.8	48.5	29.9	34.9
YoY	-69.7%	13.4%	129.0%	흑전	396.0%	-65.4%	-92.4%	-27.8%	271.1%	-38.6%	17.0%
QoQ	흑전	525.5%	-17.1%	-80.3%	361.9%	-56.4%	-81.8%	97.1%			

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 네오위즈 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2025E	비고
지배기업순이익 (십억원)	34.9	
주식수 (만주)	1,991	보통주기말발행주식수 (자기주식수 차감)
2025 EPS (원)	1,755	
목표 PER (배)	15.4	
목표주가 (원)	27,000	만원 단위 반올림
현재주가(11/21)	19,510	
상승여력 (%)	38.4%	

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 네오위즈 신작 일정

출시	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱
1H25	글로벌	P의 거짓 DLC	소울라이크	PC/콘솔	
2026 이후	글로벌	P의 거짓 2	소울라이크	PC/콘솔	
-	글로벌	-	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	
-	글로벌	-	서바이벌 액션 어드벤처	PC/콘솔	
-	글로벌	-	느와르 어드벤처 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱(자카자네 스튜디오)
-	글로벌	-	생존 어드벤처	PC/콘솔	퍼블리싱(블랭크 스튜디오)

자료: 네오위즈, 흥국증권 리서치센터

그림 1 <P의 거짓> DLC 아트



자료: 네오위즈, 흥국증권 리서치센터

그림 2 <브라운더스트2> AGF 2024 참가



자료: 네오위즈, 흥국증권 리서치센터

그림 4 폴란드 개발사 '자카자네'의 서부 느와르 미스터리 신작



자료: 네오위즈, 흥국증권 리서치센터

그림 5 폴란드 개발사 '블랭크'의 생존 어드벤처 신작 =



자료: 네오위즈, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	295	366	373	407	519
증가율 (Y-Y, %)	12.8	24.1	2.0	9.2	27.5
영업이익	20	32	32	38	106
증가율 (Y-Y, %)	(8.0)	61.5	0.7	20.7	177.0
EBITDA	38	50	49	58	125
영업외손익	(0)	12	(3)	8	5
순이자수익	1	1	2	(0)	(0)
외화관련손익	7	(1)	7	7	7
지분법손익	(7)	15	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	19	44	29	46	111
당기순이익	13	46	24	35	85
지배기업당기순이익	13	49	30	35	85
증가율 (Y-Y, %)	(77.0)	272.5	(38.6)	17.0	142.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.0	8.1	12.6	11.4	12.4
영업이익증가율(3Yr)	(15.6)	(19.4)	14.4	25.2	49.9
EBITDA증가율(3Yr)	(2.3)	(10.1)	13.5	14.5	35.4
순이익증가율(3Yr)	(21.8)	(9.3)	(25.4)	38.3	22.2
영업이익률(%)	6.6	8.6	8.5	9.4	20.5
EBITDA마진(%)	13.0	13.8	13.1	14.1	24.1
순이익률(%)	4.5	12.7	6.3	8.6	16.3
NOPLAT	13	23	26	29	81
(+) Dep	19	19	17	19	19
(-) 운전자본투자	82	(68)	17	0	0
(-) Capex	2	1	2	1	2
OpFCF	(52)	109	24	47	98

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	254	298	279	327	431
현금성자산	120	205	173	213	300
매출채권	28	48	46	52	66
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	307	374	345	334	323
투자자산	141	137	120	124	130
유형자산	86	87	84	80	75
무형자산	79	149	141	130	119
자산총계	560	671	624	660	754
유동부채	87	113	89	95	110
매입채무	39	50	49	55	70
유동성이자부채	21	20	0	(2)	(3)
비유동부채	14	31	35	35	35
비유동이자부채	1	4	2	1	(0)
부채총계	101	144	123	130	144
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	381	428	453	483	562
자본조정	(73)	(80)	(129)	(129)	(129)
자기주식	(40)	(50)	(50)	(50)	(50)
자본총계	459	528	500	530	610
투하자본	281	300	277	263	250
순차입금	(98)	(182)	(171)	(213)	(304)
ROA	2.3	7.9	4.6	5.4	12.0
ROE	2.9	10.4	6.3	7.3	15.8
ROIC	5.5	7.9	9.1	10.8	31.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	593	2,209	1,465	1,714	4,150
BPS	20,381	22,213	21,107	22,466	26,074
DPS	0	245	250	250	250
Multiples(x, %)					
PER	62.3	12.1	13.3	11.4	4.7
PBR	1.8	1.2	0.9	0.9	0.7
EV/ EBITDA	18.7	8.1	5.2	3.7	1.0
배당수익률	n/a	0.9	1.3	1.3	1.3
PCR	12.4	8.1	96.3	7.6	4.1
PSR	2.8	1.6	1.2	1.1	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	22.1	27.3	24.7	24.5	23.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	290.3	262.9	314.8	343.2	392.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	767.2	583.0
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	51.8	46.7	48.6	43.9	36.8
현금+투자자산(%)	48.2	53.3	51.4	56.1	63.2
자본구조					
차입금(%)	4.6	4.3	0.5	(0.1)	(0.5)
자기자본(%)	95.4	95.7	99.5	100.1	100.5

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	43	65	(6)	56	105
당기순이익	13	46	24	35	85
자산상각비	19	19	17	19	19
운전자본증감	(16)	(1)	(1)	(0)	(0)
매출채권감소(증가)	6	(4)	1	(6)	(14)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
매입채무증감(감소)	(7)	0	13	7	15
투자현금	(29)	(10)	(6)	(12)	(13)
단기투자자산감소	(4)	37	(0)	(3)	(3)
장기투자증권감소	11	(22)	(1)	(3)	(3)
설비투자	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
유무형자산감소	(24)	(6)	2	(2)	(2)
재무현금	(32)	(14)	(26)	(8)	(8)
차입금증가	(2)	(3)	(2)	(3)	(3)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	(5)	(5)	(5)
현금 증감	(22)	38	(38)	36	84
총현금흐름(Gross CF)	66	72	4	56	105
(-) 운전자본증감(감소)	82	(68)	17	0	0
(-) 설비투자	2	1	2	1	2
(+) 자산매각	(24)	(6)	2	(2)	(2)
Free Cash Flow	(43)	134	(13)	53	102
(-) 기타투자	(11)	22	1	3	3
잉여현금	(32)	112	(14)	50	99

네오위즈 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-03-19	담당자변경			
2024-03-19	Buy	31,000	(32.7)	(22.7)
2024-11-22	Buy	27,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 09월 30일 기준)

Buy (98.7%)	Hold (1.3%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286