

네오위즈
(095660)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

53,000

유지

현재주가

38,500

(22.11.10)

다지털컨텐츠업종

완전히 달라질 2023년

투자 의견 매수, 목표주가 53,000원, 게임 업종 Top-pick 의견 유지

- 12MF EPS 3,517원에 Target PER 15배 적용
- Target PER은 컴투스, NHN의 12MF PER 평균 적용

3Q22: 신작 준비에 따른 비용 증가에 예상치 하회하는 이익 기록

- 3분기 매출액 749억원(YoY 21.4%, QoQ 6.5%), 영업이익 52억원(YoY 흑전, QoQ -11%) 기록. 컨센서스 매출액 부합, 영업이익은 하회하는 실적 기록
- 웹보드 게임은 7/4 규제 완화 영향으로 QoQ 매출 반등. 4분기엔 성수기 효과까지 더해져 매출 증가 지속 예상. 동사 매출 10% 비중의 고양이와 스프는 7월 업데이트를 진행하면서, 출시 이후 최고 분기 실적 기록. 고양이와 스프는 매월 꾸준히 매출이 증가하고 있어 4분기 역시 호실적 예상
- 자회사. 일본에서 PC MMORPG 게임을 퍼블리싱하는 자회사 게임온의 적자 영향 지속되고 있으나 적자 폭은 감소. 4Q 적자 지속, 1Q23부터 턴어라운드 가능할 것으로 예상
- 신작 관련 비용 증가에 따라 이익은 예상치 하회. 인건비 304억원(QoQ 2%), 마케팅비 101억원(QoQ 19%). 웹보드게임 관련 마케팅비 증가. 4Q부터는 2Q23까지 2023년 신작 관련한 마케팅비용이 집행되면서 3Q 수준에서 소폭 증가하는 추이를 보일 것으로 예상. 특이사항으로 기타비용 69억 원(QoQ 52%) 발생. 자회사 관련한 일회성 비용과 2024년 신작 개발 관련 엔진 구독 비용이 발생한 것으로 확인. 해당 비용은 신작 개발이 일정 수준에 도달할 때까지 지속적으로 발생할 것으로 보수적으로 가정하여 실적 추정치에 반영

2023년 게임 라인업의 플랫폼, 장르 모두 다변화 기대

- 2023년 종의 7종의 모바일 게임, 2종의 PC, 콘솔 게임 출시 예정. 이 중에서 가장 기대가 되는 게임은 오마이엔(3Q 글로벌 출시 예정), P의 거짓(7월 출시 예정), 고양이와 스프2(4Q 출시 예정)
- P의 거짓은 2023년 7월 출시 예정. 출시 전 게임의 마지막 기대감을 끌어올려 흥행 성과를 높이기 위해 글로벌 게임 쇼인 E3(2023.06)에서 게임 영상이 공개될 가능성 높을 것으로 판단
- 그동안 동사는 웹보드 게임을 제외하고 나머지 서비스 중인 게임 IP들에 대한 인지도는 낮았던 상황. 2023년 출시 예정인 게임들의 기대감, IP 인지도는 글로벌 게임 쇼와 현재 서비스 중인 게임을 통해 충분히 확인됐다고 판단. 신작들의 실제 흥행 성공 시 대표 게임 라인업은 풍부해질 것으로 예상. 네오위즈의 실적 증가뿐 아니라 회사의 밸류에이션 역시 리레이팅 가능할 것으로 판단

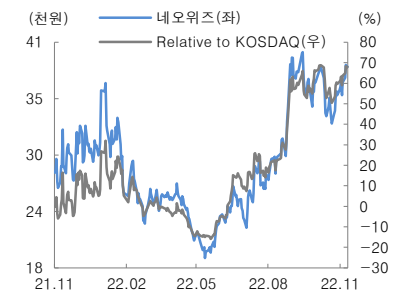
(단위: 십억원 %)

구분	3Q21	2022	3Q22				4Q22			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	62	70	74	75	21.4	6.5	75	78	11.9	3.5
영업이익	-1	6	7	5	흑전	-11.5	8	3	-19.3	-37.6
순이익	9	11	12	11	20.6	-4.8	10	11	-43.2	4.3

자료: 네오위즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	707.78
시가총액	848십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	40,000원 / 19,000원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	9.45%
주요주주	나성균 외 10 인 37.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	39.5	94.0	36.0
상대수익률	-1.2	61.7	134.6	89.9



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	290	261	299	399	352
영업이익	60	21	26	94	41
세전순이익	69	64	54	105	52
총당기순이익	62	57	46	82	41
지배지분순이익	60	57	45	82	41
EPS	2,747	2,577	2,024	3,729	1,859
PER	8.2	14.0	19.0	10.3	20.7
BPS	17,674	20,846	22,786	26,421	28,173
PBR	1.3	1.7	1.7	1.5	1.4
ROE	17.0	13.4	9.3	15.2	6.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	298	411	299	399	0.6	-2.9
판매비와 관리비	266	304	274	305	3.0	0.4
영업이익	32	107	26	94	-19.9	-12.2
영업이익률	10.7	26.0	8.5	23.5	-2.2	-2.5
영업외손익	33	9	29	11	-14.3	23.5
세전순이익	65	116	54	105	-17.0	-9.4
지배지분순이익	50	87	45	82	-11.6	-5.1
순이익률	17.7	22.0	15.3	20.5	-2.3	-1.5
EPS(지배지분순이익)	2,288	3,928	2,024	3,729	-11.6	-5.1

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 1. 네오위즈 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	77.5	
Target PER(x)	15.0x	컴투스, NHN 의 12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	1,162.2	
주식 수(천주)	22,033.0	
적정 주가(원)	52,750	
목표 주가(원)	53,000	반올림 적용
현재 주가(원)	39,300	
상승 여력	34.9%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 네오위즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	76.6	70.3	74.9	77.5	78.8	75.6	158.6	86.1	261.2	299.3	399.1
yoy	7.3%	19.4%	21.4%	11.9%	2.9%	7.6%	111.7%	11.1%	-9.8%	14.6%	33.3%
qoq	10.6%	-8.2%	6.5%	3.5%	1.7%	-4.0%	109.7%	-45.7%			
콘솔/PC 게임	34.0	29.4	32.4	33.5	34.7	33.3	115.0	42.1	125.1	129.3	225.1
모바일 게임	36.0	33.9	36.4	37.7	38.0	36.2	37.4	37.7	132.1	144.1	149.3
임대, 광고 수익	6.7	7.0	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2	6.3	3.9	25.9	24.8
영업비용	65.4	64.4	69.7	74.3	71.8	70.2	86.3	77.0	239.9	273.8	305.2
인건비	30.3	29.8	30.4	35.9	33.4	32.3	32.2	40.3	111.6	126.4	138.1
상각비	4.7	4.8	4.6	4.5	4.5	4.6	4.5	4.6	12.1	18.6	18.2
지급수수료	17.3	16.7	17.7	17.7	18.0	17.3	34.5	17.9	61.8	69.4	87.6
마케팅비	8.1	8.5	10.1	10.3	10.3	10.4	9.4	8.4	32.6	37.0	38.5
기타비용	5.1	4.6	6.9	5.9	5.6	5.6	5.7	5.8	21.8	22.4	22.7
영업이익	11.2	5.9	5.2	3.3	7.0	5.5	72.3	9.1	21.3	25.6	93.9
영업이익률	14.6%	8.4%	7.0%	4.2%	8.9%	7.2%	45.6%	10.6%	8.1%	8.5%	23.5%
지배지분 순이익	11.9	19.9	8.2	4.7	7.6	6.4	58.7	9.4	56.8	44.6	82.2
순이익률	15.5%	28.3%	10.9%	6.0%	9.7%	8.5%	37.0%	10.9%	21.7%	14.9%	20.6%

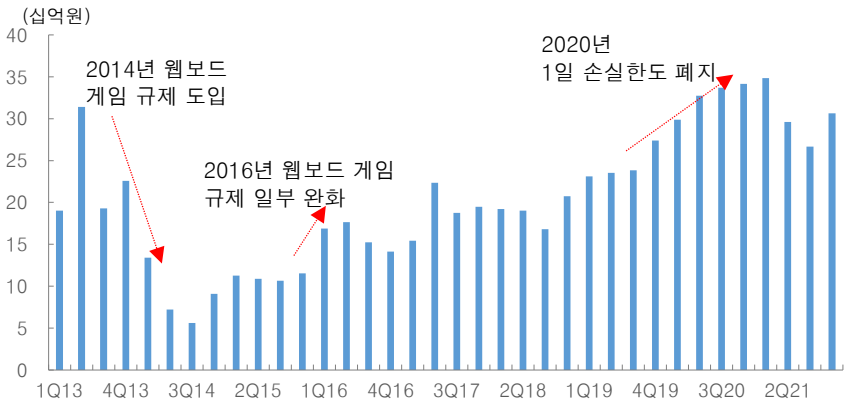
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 3. 시기별 웹보드 게임 규제 완화 내용

	2014	2016	2018	2020	2022
월 구매 한도	30만원	50만원	50만원	50만원	70만원
1회 베팅 한도	3만원	5만원	5만원	5만원	7만원
1일 손실 한도	10만원	10만원	10만원	폐지	폐지
게임 상대 선택	불가	소액방 가능	소액방 가능	소액방 가능	소액방 가능
자동 베팅	불가	불가	불가	불가	불가
본인 확인	분기1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회

자료: 문화체육관광부, 언론 자료, 대신증권 Research Center

그림 1. 웹보드 게임 규제 도입/완화에 따른 웹보드 게임 매출 추이



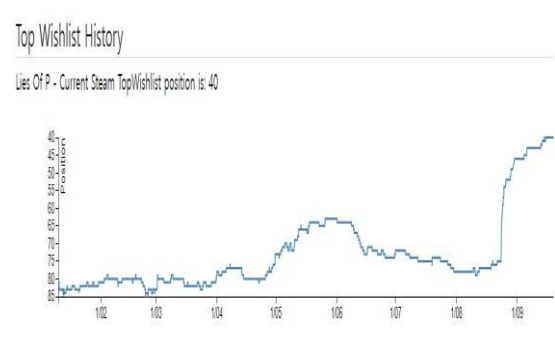
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 2023년 7월, ‘P의 거짓’ 출시 예정



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 스팀 위시리스트 추가



자료: Steam, 대신증권 Research Center

표 4. 역대 Most Wanted Sony Playstation Game 수상작들의 판매량

Most Wanted Sony Playstation Game		출시일	장르	회사	초기 판매량	누적 판매량
2022	P의 거짓	1H23	소울라이크	네오위즈		
2021	Elden Ring	2022.02	소울라이크	From Software	첫 달 1,340만장	1,700만장
2020	Cyber Punk 2077	2020.12	RPG	CD Projekt RED	첫 3주 1,390만장	1800만장
2019	Dreams	2020.02	샌드박스	Media Molecule		200만
2018	Marvel's Spider-Man	2018.09	액션 어드벤처	Insomniac Games		2,000만장
2017	Assassin's Creed Origins	2017.10	액션 어드벤처	Ubisoft	첫 주 150만장	1,000만장 이상
2016	For Honor	2017.02	액션 어드벤처	Ubisoft	첫 2주 70만장	1,000만장 이상

자료: 언론 자료, 대신증권 Research Center

표 5. 주요 소울라이크 장르 게임 판매량

게임	출시일	개발사	플랫폼	누적 판매량
P의 거짓	1H23	네오위즈	PS4/5, Xbox one, X/S, PC	
Elden Ring	2022.02	From Software	PS4/5, Xbox one, X/S, PC	1,700만장
Sekiro	2019.03	From Software	PS4, Xbox, PC, Google Stadia	500만장
Dark Souls 3	2016.03	From Software	PS4, Xbox, PC	1,000만장
Bloodborne	2015.03	From Software	PS4 독점	200만장
Dark Souls 2	2014.03	From Software	PS3/4, Xbox, PC	250만장
Dark Souls 1	2011.09	From Software	PS3, Xbox, PC	237만장

자료: 언론 자료, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

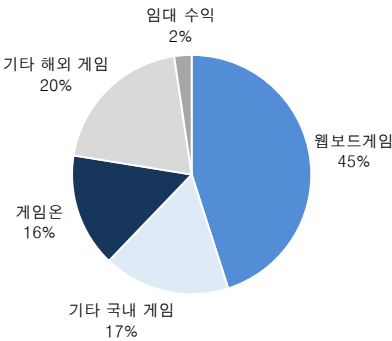
- 네오위즈 대표이사는 배태근, 김승철
- 2021년 말 기준 주식 보유 현황은 나성균 외 14인 37% 등
- 주요 사업 내용은 게임포털 ‘피망’ 서비스 운영 및 온라인/모바일 게임 콘텐츠 개발 및 퍼블리싱. 웹보드 게임, 카드게임, 슈팅, 스포츠, RPG, 음악 등의 다양한 게임을 서비스하고 있음

주가 변동요인

- 웹보드 게임 규제 완화 동향, 규제 완화 후 웹보드 게임 매출 추이
- 신규 모바일 게임 흥행 여부

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

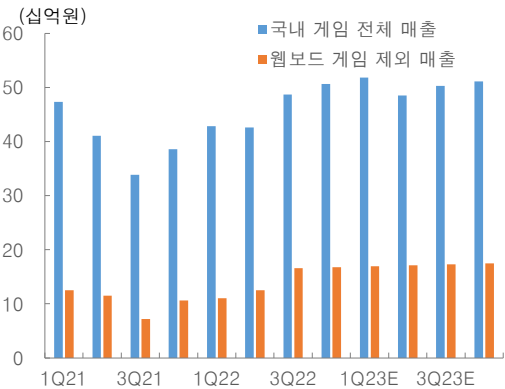
게임별 매출 비중



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

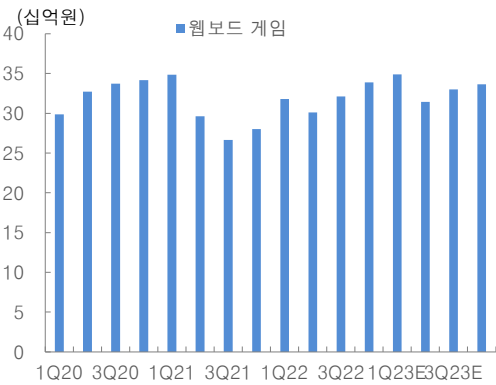
Earnings Driver

국내 게임 매출 추이 및 전망



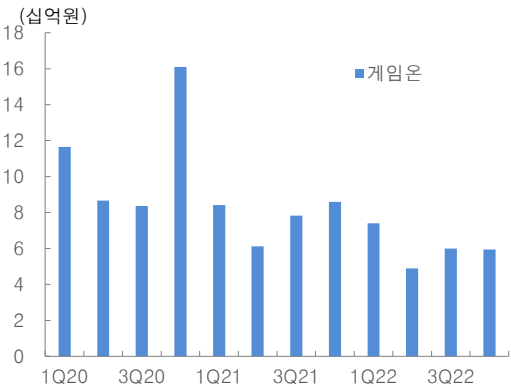
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

웹보드 게임 매출 추이 및 전망



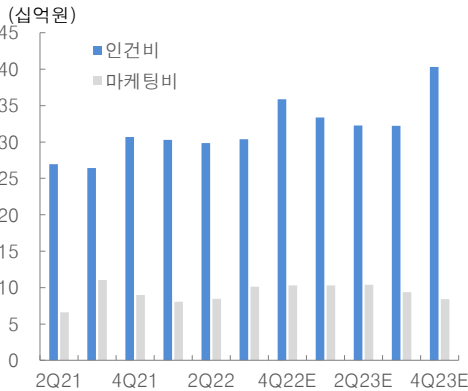
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

게임온 매출 추이



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

마케팅비, 인건비 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	290	261	299	399	352
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	290	261	299	399	352
판매비와관리비	229	240	274	305	311
영업이익	60	21	26	94	41
영업외수익	20.8	8.1	8.5	23.5	11.6
EBITDA	69	33	36	103	49
영업외손익	8	43	29	11	12
관계기업손익	1	7	-4	-4	-5
금융수익	16	32	48	30	31
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-2	-11	-14	-14
외환손실	6	1	1	1	1
기타	-1	6	-4	-1	-1
법인세비용차감전순이익	69	64	54	105	52
법인세비용	-7	-8	-8	-23	-12
계속사업순이익	62	57	46	82	41
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	57	46	82	41
당기순이익률	21.5	21.7	15.3	20.5	11.6
비재계분순이익	2	0	1	0	0
재계분순이익	60	57	45	82	41
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	53	43	79	38
비재계분포괄이익	2	0	1	0	0
재계분포괄이익	59	54	41	79	38

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,747	2,577	2,024	3,729	1,859
PER	8.2	14.0	19.0	10.3	20.7
BPS	17,674	20,846	22,786	26,421	28,173
PBR	1.3	1.7	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	3,159	1,512	1,613	4,667	2,213
EV/EBITDA	42	17.9	17.2	5.3	10.4
SPS	13,209	11,855	13,584	18,114	15,986
PSR	1.7	3.0	2.8	2.1	2.4
CFPS	3,666	2,512	1,901	4,159	1,725
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감	138	-98	146	333	-11.7
영업이익 증/감	85.3	-64.8	20.3	267.5	-56.6
순이익 증/감	125.1	-8.9	-18.9	78.3	-50.2
수익성					
ROIC	53.8	13.7	13.1	45.1	20.3
ROA	13.8	4.0	4.3	14.0	5.5
ROE	17.0	13.4	9.3	15.2	6.8
안정성					
부채비율	21.2	22.6	21.6	20.4	20.6
순차입금비율	-53.8	-44.6	-48.2	-53.3	-56.0
이자보상배율	708.8	515.0	0.0	0.0	0.0

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	248	272	317	405	449
현금및현금성자산	172	113	155	230	280
매출채권 및 기타채권	30	33	38	49	44
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	46	125	125	125	125
비유동자산	231	303	306	310	315
유형자산	83	80	76	72	69
관계기업투자금	22	27	39	51	64
기타비유동자산	126	196	191	187	183
자산총계	479	575	623	715	764
유동부채	58	67	72	82	92
매입채무 및 기타채무	32	43	44	48	46
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	26	25	28	34	46
비유동부채	26	39	39	39	39
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	39	39	39	39
부채총계	84	106	111	121	131
자본부분	387	459	502	582	621
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	311	366	411	493	534
기타자본변동	-64	-48	-49	-52	-54
비재계분	8	10	10	12	13
자본총계	396	469	513	594	634
순차입금	-213	-209	-247	-316	-355

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	76	29	13	43	13
당기순이익	62	57	46	82	41
비현금항목의 가감	18	-1	-4	10	-3
감가상각비	9	12	10	9	8
외환손익	2	-2	-4	-4	-4
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	-12	-10	5	-7
자산부채의 증감	-7	-21	-20	-25	-13
기타현금흐름	3	-6	-8	-23	-12
투자활동 현금흐름	14	-65	-11	-11	-11
투자자산	-8	-29	-12	-12	-12
유형자산	-4	-1	-1	-1	-1
기타	26	-35	3	3	3
재무활동 현금흐름	-3	-23	-13	-13	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	4	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-7	-23	-13	-13	-13
현금의 증감	86	-58	41	76	50
기초 현금	86	172	113	155	230
기말 현금	172	113	155	230	280
NOPLAT	55	19	22	73	32
FCF	54	22	31	81	39

[Compliance Notice]

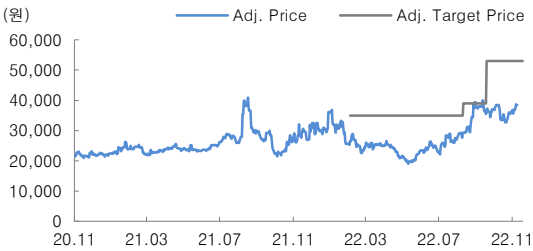
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

네오위즈(095660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.11.11	22.11.05	22.09.20	22.08.12	22.08.04	22.07.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	39,000	35,000	35,000
과다율(평균%)		(31.91)	(32.44)	(9.29)	(17.36)	(30.50)
과다율(최대/최소%)		(26.98)	(27.36)	2.56	(16.14)	(17.14)
제시일자	22.06.19	22.06.03	22.06.02	22.03.03	22.02.10	22.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과다율(평균%)	(31.86)	(32.25)	(32.36)	(32.35)	(27.41)	(17.95)
과다율(최대/최소%)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:2022.11.08)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상