

2023. 2. 15



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월) 42,000 원

현재주가 (2.14) 46,400 원

상승여력 -9.5%

KOSDAQ 779.58pt

시가총액 10,224억원

발행주식수 2,203만주

유동주식비율 55.93%

외국인비중 12.18%

52주 최고/최저가 46,400원/19,000원

평균거래대금 140.8억원

## 주요주주(%)

나성균 외 10 인 37.20

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | 22.3 | 58.4 | 80.2 |
| 상대주가     | 11.6 | 68.9 | 97.1 |

## 주가그래프



## 네오위즈 095660

## 흥행은 기대, 재무적 기대는 다소 낮춰야

- ✓ 웹보드 규제 완화되었으나 4분기 연결 영업이익은 예상치 하회
- ✓ 〈P의 거짓〉은 마이크로소프트의 게임패스 마케팅 수단으로 쓰일 가능성 높아
- ✓ 구독 서비스 입점에도 당사 추정치에 반영된 패키지 판매는 초기 300만장
- ✓ 패키지 판매 100만장 당 2023년 연간 영업이익 추정치 300억원 변화
- ✓ 〈P의 거짓〉 성과 주가에 기반영된 수치로 판단, Hold 투자 의견 유지

## 4Q22 웹보드 M/S 및 기여 하락, 2023 이어질 듯

4분기 네오위즈의 연결 매출 및 영업이익은 728억원(+5.0% YoY)과 3억원(-92.8% YoY)으로 영업이익 기준 예상을 하회했다. 지난 7월 1일 일 결제 금액의 한도가 크게 오르며 웹보드 시장 성장을 기대했으나 이에 따른 효과는 약 8%로 추정된다. 그러나 경쟁사의 적극적인 리브랜딩 마케팅으로 시장 성장의 대부분이 1위 사업자에게 집중되며 동사를 포함한 2위권 사업자의 재무적 영향은 제한적이었다. 이 흐름은 2023년 이어질 것으로 본다. 세전이익은 금융 자산 손실, 무형 자산 손상 처리가 발생하며 -249억원을 기록, 기대를 하회했다.

## 〈P의 거짓〉의 예고된 흥행, 재무적 성과가 다소 아쉽다

Chat GPT 흥행으로 마이크로소프트에 대한 시장의 관심이 검색 광고에 다소 집중되어 있으나 올해 지켜볼 또 하나의 포인트는 게임 구독 서비스 '게임패스'다. 올 여름 출시 예정인 〈P의 거짓〉은 게임패스(월 7,900원) 구독 시 무료 이용이 가능한다. 동사의 계약은 MG 구조가 기본으로 DLC 매출 정도가 동 플랫폼 성과에 대한 실질적 수혜다. 당사는 게임패스가 〈P의 거짓〉을 마케팅 수단으로 활용하여 글로벌 시장 내 게임 구독 서비스의 대중화에 성공할 것으로 예상한다. 낮은 구독료에도 불구하고 PS 단독 패키지 판매량을 초기 300만장으로 가정했는데 이는 단품 판매로만 진행되는 〈붉은사막〉 추정치와 유사하다. 참고로 판매량 100만장 당 2023년 동사의 영업이익은 300억원 변경된다. 현 주가는 〈P의 거짓〉 단품 판매 효과가 제거되는 2024년 PER 기준 27배에 달한다. 참고로 재무적 성과가 기대되는 1) 플랜A의 신작과 2) 일본 유명 IP 기반 게임은 2024년 1분기 트레일러 공개, 4분기 출시를 가정했다. PC/콘솔 시장 확대에 대한 흥행적 요소는 기대할 만 하나 재무적 성과에 대해서는 기대가 다소 높아 보인다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 289.6 | 60.3 | 60.2          | 2,747             | 125.0      | 17,586     | 8.2        | 1.3        | 4.2              | 17.0       | 21.2        |
| 2021  | 261.2 | 21.3 | 56.8          | 2,577             | -9.3       | 20,846     | 14.0       | 1.7        | 17.9             | 13.4       | 22.6        |
| 2022P | 294.6 | 22.6 | 16.0          | 727               | -71.4      | 21,130     | 50.9       | 1.7        | 18.6             | 3.5        | 20.9        |
| 2023E | 434.2 | 93.9 | 68.4          | 3,103             | 325.3      | 22,558     | 15.0       | 2.1        | 8.3              | 14.2       | 19.4        |
| 2024E | 370.5 | 31.7 | 38.2          | 1,735             | -42.1      | 24,372     | 26.8       | 1.9        | 17.9             | 7.4        | 17.3        |

표1 네오위즈 4Q22 Review

| (십억원) | 4Q22P | 4Q21 | % YoY | 3Q22 | % QoQ | 컨센서스 | % diff. | 당사추정치 | % diff. |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|---------|-------|---------|
| 매출액   | 72.8  | 69.3 | 5.0   | 74.9 | -2.9  | 73.5 | -1.0    | 73.2  | -0.5    |
| 영업이익  | 0.3   | 4.0  | -92.8 | 5.2  | -94.4 | 1.2  | -75.8   | 2.0   | -85.4   |
| 세전이익  | -24.9 | 19.1 | 적전    | 7.9  | 적전    | 4.1  | 적전      | 4.1   | 적전      |
| 지배순이익 | -23.9 | 19.4 | 적전    | 8.2  | 적전    | 2.3  | 적전      | 3.3   | 적전      |

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 네오위즈 실적 전망

| (십억원)        | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22P | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E   | 4Q23E   | 2021  | 2022P | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출 추정</b> |       |       |       |       |       |       |         |         |       |       |       |       |
| 매출           | 76.6  | 70.3  | 74.9  | 72.8  | 73.0  | 65.4  | 191.4   | 104.4   | 261.2 | 294.6 | 434.2 | 370.5 |
| PC/콘솔게임      | 34.0  | 29.4  | 32.4  | 31.2  | 33.8  | 29.1  | 145.0   | 40.3    | 125.1 | 126.9 | 248.3 | 143.4 |
| 모바일게임        | 35.7  | 33.9  | 36.4  | 35.5  | 33.7  | 30.2  | 40.3    | 58.0    | 132.1 | 141.6 | 162.2 | 204.6 |
| 기타           | 6.9   | 7.0   | 6.1   | 6.1   | 5.5   | 6.1   | 6.1     | 6.1     | 3.9   | 26.0  | 23.7  | 22.5  |
| <b>% YoY</b> |       |       |       |       |       |       |         |         |       |       |       |       |
| 매출           | 7.3   | 19.4  | 21.5  | 5.0   | -4.6  | -6.9  | 155.5   | 43.5    | -9.8  | 12.8  | 47.4  | -14.7 |
| PC/콘솔게임      | -4.8  | 9.1   | 12.9  | -7.8  | -0.4  | -0.8  | 347.7   | 29.3    | 0.5   | 1.4   | 95.6  | -42.3 |
| 모바일게임        | 3.4   | 9.5   | 13.6  | 2.9   | -5.7  | -10.9 | 10.6    | 63.3    | -17.6 | 7.2   | 14.6  | 26.1  |
| 기타           | 512.0 | 619.5 | 584.8 | 554.9 | -20.2 | -13.6 | -0.1    | 0.0     | -16.1 | 565.5 | -9.0  | -5.0  |
| <b>영업비용</b>  |       |       |       |       |       |       |         |         |       |       |       |       |
|              | 65.4  | 64.4  | 69.7  | 72.5  | 69.6  | 68.9  | 109.5   | 92.2    | 240.0 | 272.0 | 340.3 | 338.8 |
| % to sales   | 85.4  | 91.6  | 93.0  | 99.6  | 95.3  | 105.3 | 57.2    | 88.4    | 91.9  | 92.3  | 78.4  | 91.4  |
| % YoY        | 12.8  | 20.1  | 10.4  | 11.1  | 6.4   | 7.0   | 57.2    | 27.3    | 4.7   | 13.3  | 25.1  | -0.4  |
| 인건비          | 30.3  | 29.8  | 30.3  | 33.6  | 33.7  | 33.7  | 54.2    | 40.2    | 111.6 | 124.1 | 161.8 | 156.0 |
| 지급수수료        | 17.3  | 16.7  | 17.7  | 15.6  | 16.9  | 14.9  | 18.3    | 23.0    | 61.8  | 67.3  | 73.1  | 84.5  |
| 마케팅          | 8.1   | 8.5   | 10.1  | 9.8   | 8.4   | 10.7  | 14.6    | 14.8    | 32.6  | 36.4  | 48.5  | 48.5  |
| 상각비          | 4.7   | 4.8   | 4.6   | 4.7   | 4.9   | 4.9   | 4.8     | 4.8     | 12.1  | 18.8  | 19.4  | 20.0  |
| 기타           | 5.1   | 4.6   | 6.9   | 8.8   | 5.7   | 4.7   | 17.7    | 9.4     | 21.8  | 25.3  | 37.4  | 29.8  |
| <b>이익 추정</b> |       |       |       |       |       |       |         |         |       |       |       |       |
| 영업이익         | 11.2  | 5.9   | 5.2   | 0.3   | 3.4   | -3.5  | 81.8    | 12.2    | 21.2  | 22.6  | 93.9  | 31.7  |
| % YoY        | -16.6 | 13.0  | 흑전    | -92.8 | -69.3 | 적전    | 1,460.8 | 4,071.0 | -64.8 | 6.4   | 315.4 | -66.2 |
| 영업이익률(%)     | 14.6  | 8.4   | 7.0   | 0.4   | 4.7   | -5.3  | 42.8    | 11.6    | 8.1   | 7.7   | 21.6  | 8.6   |
| 세전이익         | 15.2  | 25.1  | 7.9   | -24.9 | 7.2   | -5.2  | 82.4    | 9.4     | 64.3  | 23.3  | 93.8  | 46.0  |
| % YoY        | -39.2 | 154.1 | -23.2 | 적전    | -52.6 | 적전    | 939.8   | 흑전      | -6.3  | -63.7 | 302.1 | -50.9 |
| 지배주주순이익      | 11.9  | 19.9  | 8.2   | -23.9 | 5.6   | -4.0  | 57.7    | 9.0     | 56.8  | 16.0  | 68.4  | 38.2  |
| % YoY        | -41.9 | 142.3 | -7.0  | 적전    | -52.6 | 적전    | 607.7   | 흑전      | -5.7  | -71.8 | 327.0 | -44.1 |

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

## 네오위즈 (095660)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021  | 2022P | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 289.6 | 261.2 | 294.6 | 434.2 | 370.5 |
| 매출액증가율 (%) | 13.8  | -9.8  | 12.8  | 47.4  | -14.7 |
| 매출원가       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 매출총이익      | 289.6 | 261.2 | 294.6 | 434.2 | 370.5 |
| 판매관리비      | 229.3 | 240.0 | 272.0 | 340.3 | 338.8 |
| 영업이익       | 60.3  | 21.3  | 22.6  | 93.9  | 31.7  |
| 영업이익률      | 20.8  | 8.1   | 7.7   | 21.6  | 8.6   |
| 금융손익       | 8.0   | 29.5  | 23.4  | 6.8   | 5.9   |
| 종속/관계기업손익  | 1.4   | 7.4   | 1.5   | -0.3  | 3.2   |
| 기타영업외손익    | -1.1  | 6.2   | -24.2 | -6.7  | 5.2   |
| 세전계속사업이익   | 68.7  | 64.3  | 23.3  | 93.8  | 46.0  |
| 법인세비용      | 6.5   | 7.7   | 7.1   | 25.0  | 6.1   |
| 당기순이익      | 62.2  | 56.7  | 16.2  | 68.9  | 39.9  |
| 지배주주지분 순이익 | 60.2  | 56.8  | 16.0  | 68.4  | 38.2  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021  | 2022P | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 76.4  | 28.7  | 17.9  | -2.9  | 128.7 |
| 당기순이익(손실)      | 62.2  | 56.7  | 16.2  | 68.9  | 39.9  |
| 유형자산상각비        | 6.5   | 6.4   | 6.4   | 6.9   | 5.9   |
| 무형자산상각비        | 2.4   | 5.7   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 운전자본의 증감       | -6.8  | -20.6 | -4.5  | -78.5 | 78.9  |
| 투자활동 현금흐름      | 13.6  | -64.6 | 2.5   | 72.7  | -8.8  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -4.2  | -1.0  | -10.0 | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)    | -12.1 | -37.2 | -9.8  | -13.6 | -0.3  |
| 재무활동 현금흐름      | -3.4  | -22.5 | -10.0 | -37.5 | 0.0   |
| 차입금의 증감        | -2.5  | 20.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본의 증가         | 3.8   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 85.8  | -58.3 | 10.5  | 32.2  | 119.9 |
| 기초현금           | 85.9  | 171.7 | 113.4 | 123.9 | 156.1 |
| 기말현금           | 171.7 | 113.4 | 123.9 | 156.1 | 276.0 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022P | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 248.4 | 271.9 | 271.0 | 299.0 | 344.5 |
| 현금및현금성자산  | 171.7 | 113.4 | 123.9 | 156.1 | 276.0 |
| 매출채권      | 28.5  | 31.9  | 29.2  | 34.4  | 21.7  |
| 재고자산      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 비유동자산     | 231.0 | 302.8 | 303.2 | 305.8 | 296.3 |
| 유형자산      | 83.4  | 80.4  | 84.0  | 77.1  | 71.2  |
| 무형자산      | 25.3  | 80.1  | 79.1  | 75.1  | 71.1  |
| 투자자산      | 39.1  | 76.2  | 86.0  | 99.6  | 99.9  |
| 자산총계      | 479.4 | 574.7 | 574.2 | 604.9 | 640.8 |
| 유동부채      | 57.9  | 67.2  | 67.7  | 73.2  | 70.7  |
| 매입채무      | 10.5  | 10.2  | 11.5  | 17.0  | 14.5  |
| 단기차입금     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유동성장기부채   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 비유동부채     | 25.9  | 38.6  | 31.4  | 25.3  | 23.8  |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 부채총계      | 83.7  | 105.8 | 99.1  | 98.4  | 94.5  |
| 자본금       | 11.0  | 11.0  | 11.0  | 11.0  | 11.0  |
| 자본잉여금     | 130.0 | 130.0 | 130.0 | 130.0 | 130.0 |
| 기타포괄이익누계액 | -11.9 | -13.6 | -13.6 | -13.6 | -13.6 |
| 이익잉여금     | 310.8 | 366.0 | 382.2 | 451.2 | 491.2 |
| 비지배주주지분   | 8.1   | 9.6   | 9.5   | 9.4   | 9.3   |
| 자본총계      | 395.6 | 468.9 | 475.1 | 506.4 | 546.3 |

## Key Financial Data

|                        | 2020     | 2021     | 2022P    | 2023E    | 2024E    |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 주당데이터(원)               |          |          |          |          |          |
| SPS                    | 13,209   | 11,855   | 13,369   | 19,708   | 16,815   |
| EPS(지배주주)              | 2,747    | 2,577    | 727      | 3,103    | 1,735    |
| CFPS                   | 3,666    | 2,512    | 1,283    | 4,513    | 2,475    |
| EBITDAPS               | 3,159    | 1,512    | 1,497    | 4,759    | 1,887    |
| BPS                    | 17,586   | 20,846   | 21,130   | 22,558   | 24,372   |
| DPS                    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 배당수익률(%)               | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| Valuation(Multiple)    |          |          |          |          |          |
| PER                    | 8.2      | 14.0     | 50.9     | 15.0     | 26.8     |
| PCR                    | 6.1      | 14.4     | 28.8     | 10.3     | 18.7     |
| PSR                    | 1.7      | 3.0      | 2.8      | 2.4      | 2.8      |
| PBR                    | 1.3      | 1.7      | 1.7      | 2.1      | 1.9      |
| EBITDA                 | 69.3     | 33.3     | 33.0     | 104.9    | 41.6     |
| EV/EBITDA              | 4.2      | 17.9     | 18.6     | 8.3      | 17.9     |
| Key Financial Ratio(%) |          |          |          |          |          |
| 자기자본이익률(ROE)           | 17.0     | 13.4     | 3.5      | 14.2     | 7.4      |
| EBITDA 이익률             | 23.9     | 12.8     | 11.2     | 24.1     | 11.2     |
| 부채비율                   | 21.2     | 22.6     | 20.9     | 19.4     | 17.3     |
| 금융비용부담률                | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 이자보상배율(x)              | 708.8    | 515.0    | 302.2    | 1,255.5  | 423.9    |
| 매출채권회전율(x)             | 10.6     | 8.6      | 9.6      | 13.7     | 13.2     |
| 재고자산회전율(x)             | 12,360.9 | 11,512.7 | 19,554.6 | 27,473.4 | 15,092.1 |

## 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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                        |
|------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                        | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                        |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |                                        |
|                        | Neutral (중립)                                     |                                        |
|                        | Underweight (비중축소)                               |                                        |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 84.9% |
| 중립    | 15.1% |
| 매도    | 0.0%  |

2022년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

