

2023. 4. 18

## Tech팀

오동환

Senior Analyst

dh1.oh@samsung.com

## 네오위즈 (095660)

## 성큼 다가온 신작 출시

- 신작 부재로 1분기 매출은 QoQ 7% 감소가 예상되나, 일회성 비용 제거로 영업이익은 QoQ 흑자 전환될 전망
- 실적 부진은 2분기까지 이어지나, 브라운더스트2와 P의거짓 출시로 3분기부터 영업 이익 급증이 예상되는 만큼 신작 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단됨

## WHAT'S THE STORY?

**상반기까지 실적은 부진:** 1분기 영업이익은 10억원으로 4분기 28억 적자에서 흑자로 전환되나, 컨센서스는 77% 하회할 전망. 1분기에는 신작 부재와 기존 게임 매출 감소로 전체 매출이 QoQ 6.7% 감소하기 때문. 4분기 지급되었던 약 30억원의 인센티브가 제거되고, 블록체인 및 신작 개발 관련 외주비도 감소하며 영업비용은 QoQ 11.5% 감소하나, 매출 감소로 영업이익은 BEP 수준에 머무를 전망. 실적 부진은 2분기까지 이어질 전망.

**판매 단가 높아진 P의거짓:** 올해 최대 기대작 P의거짓은 예정대로 8월 출시될 예정. 판매 단가가 당초 예상했던 50달러에서 60달러로 결정됨에 따라 매출 규모도 예상을 상회할 전망. 당사는 첫 4개 분기 2.2백만 장의 판매를 가정하여 1,670억원의 매출을 예상. 기존 게임즈컴 수상작이나 소울라이크 장르 흥행작들의 평균 판매량을 감안하면 2백만 장 판매 기대치는 과도하지 않다고 판단됨.

**유저 피드백 반영하여 브라운더스트2 개발 중:** 1월 사전테스트를 진행했던 브라운더스트2는 이용자 피드백을 반영하여 가로모드와 쿼터뷰를 도입하여 완성도를 보강 중. 유저 요구사항을 반영하여 게임을 개선하고 있는 만큼 신작의 흥행 가능성은 높아졌다고 판단됨. 전작인 브라운더스트가 출시 초기 일매출 1~2억원을 기록한 흥행작이었던 점을 감안하면 후속작 역시 흥행 가능성이 높음. 회사는 최종 마무리 작업을 거쳐 2분기 말 출시를 기대.

**여전히 유효한 신작 모멘텀:** 네오위즈에 대해 기존 BUY 투자 의견과 목표주가 6만원(23년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 20.8배 적용)을 유지함. 신작 부재로 단기 실적 부진이 예상되나, 2분기 말부터 신작 출시가 예정되어 있는 만큼 신작 모멘텀은 유효. 첫 해 P의거짓 판매량 2백만 장 가정 시 올해 P/E는 14.3배에 불과, 추가적인 추가 상승 여력이 남아있다고 판단됨.

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	295	421	423	463
영업이익 (십억원)	20	82	77	84
순이익 (십억원)	13	70	69	76
EPS (adj) (원)	636	2,877	2,708	3,280
EPS (adj) growth (%)	-5.9	352.6	-5.9	21.1
EBITDA margin (%)	13.0	20.8	19.6	19.4
ROE (%)	2.9	13.9	12.0	11.7
P/E (adj) (배)	58.1	14.5	15.4	12.7
P/B (배)	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	19.0	9.2	9.1	7.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	60,000원	44.1%
현재주가	41,650원	
시가총액	9,177.0억원	
Shares (float)	22,033,719주 (54.8%)	
52주 최저/최고	19,000원/47,500원	
60일 평균거래대금	126.3억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
네오위즈 (%)	2.1	20.9	70.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-10.5	-9.3	72.8

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	60,000	60,000	0.0%
2023E EPS	2,877	3,095	-7.0%
2024E EPS	2,708	2,750	-1.5%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	59,583
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

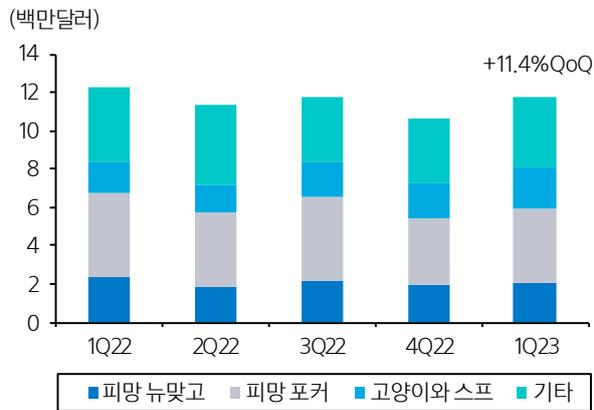
1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E			차이 (%)		1Q22	4Q22	증감 (%)	
	신규	기존	컨센서스	기존	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	67.9	72.1	73.6	(5.8)	(7.8)	76.6	72.8	(11.4)	(6.7)
PC/콘솔 게임	27.2	28.1		(3.1)		33.8	31.2	(19.6)	(12.8)
모바일 게임	34.9	38.0		(8.3)		36.0	35.5	(3.2)	(1.7)
기타	5.8	6.0		(3.1)		6.7	6.1	(14.0)	(5.0)
영업비용	66.8	69.0		(3.1)		65.4	75.5	2.2	(11.5)
인건비 및 복리후생비	31.1	30.2		2.9		30.3	36.2	2.8	(14.0)
지급수수료	15.6	17.3		(9.5)		17.3	15.6	(9.5)	0.1
마케팅비	8.8	10.1		(12.6)		8.1	9.8	9.3	(9.7)
기타	11.2	11.3		(0.8)		9.8	13.9	14.8	(19.2)
영업이익	1.0	3.1	4.5	(67.2)	(77.2)	11.2	(2.8)	(90.8)	흑전
세전이익	1.3	2.6	8.1	(51.9)	(84.4)	15.2	(28.8)	(91.7)	흑전
당기순이익	1.1	2.2	4.7	(51.9)	(77.4)	12.4	(28.1)	(91.4)	흑전
지배주주순이익	1.0	2.1	5.6	(51.8)	(82.0)	11.9	(26.8)	(91.5)	흑전
이익률 (%)									
영업이익률	1.5	4.3	6.1			14.6	(3.8)		
세전이익률	1.9	3.6	11.0			19.9	(39.5)		
순이익률	1.6	3.1	6.4			16.2	(38.6)		
지배주주순이익률	1.5	2.9	7.7			15.5	(36.9)		

참고: KIFRS 연결기준

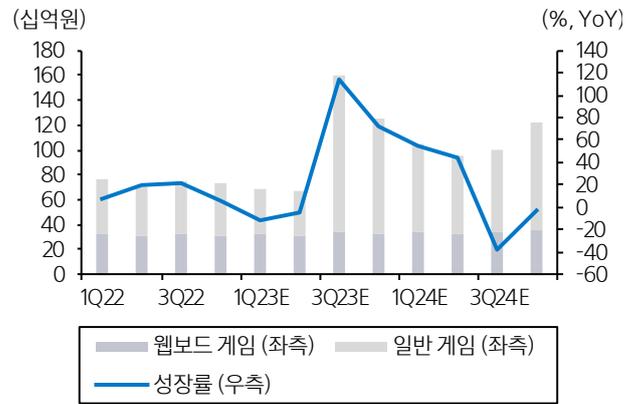
자료: 네오위즈, 와이즈에프엔, 삼성증권 추정

센서타워 추정 네오위즈 모바일게임 매출 추이



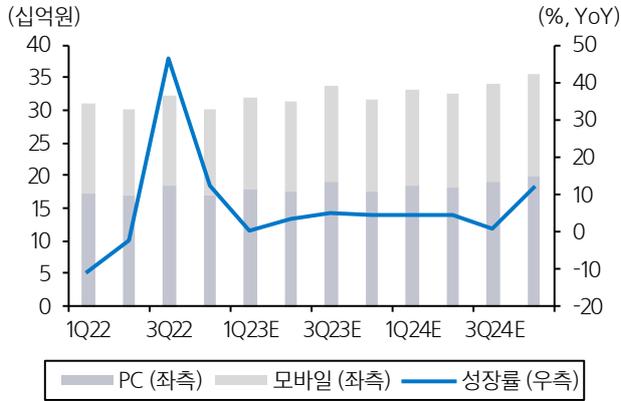
자료: 센서타워, 삼성증권

분기별 매출 전망



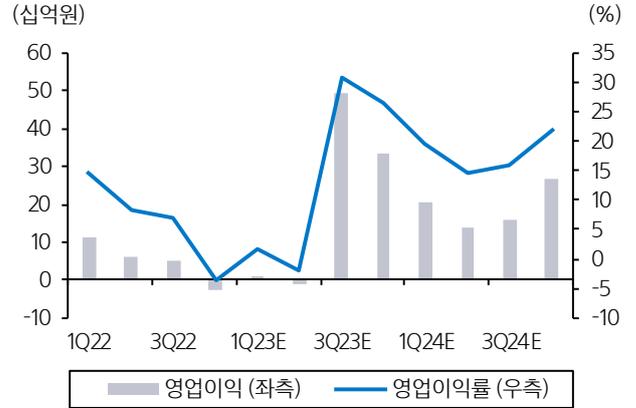
자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

분기별 웹보드게임 매출 전망



자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

유저 피드백 반영하여 개발중인 브라운더스트 2



자료: 네오위즈

4Q24 어드벤처 RPG로 출시 예정인 '던만추' 애니메이션



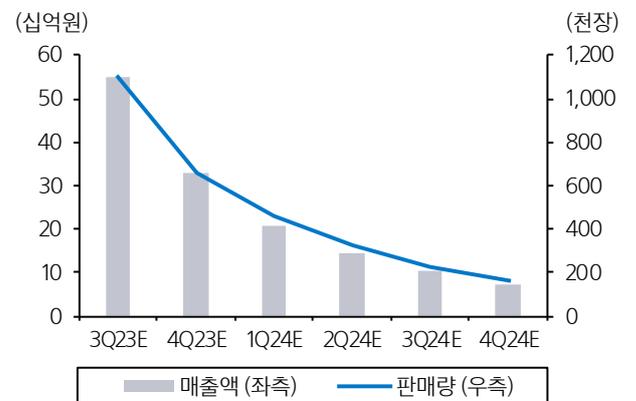
자료: 넷플릭스

소울라이크 장르 게임 역대 판매량

게임	출시일	판매량 (백만장)
엘든링	2022년 2월	17.5
다크소울 3	2016년 3월	10.0
데드 셀즈	2017년 5월	6.0
세키로: 새도우 다이 트와이스	2019년 3월	5.0
할로우 나이트	2017년 2월	3.0
로드 오브 더 폴른	2014년 10월	3.0
렘넌트: 프롬 디 애쉬즈	2019년 8월	3.0
인왕 (Nioh)	2017년 2월	3.0
다크소울 2	2014년 1월	2.5

자료: 삼성증권 정리

P의거짓 매출 추정



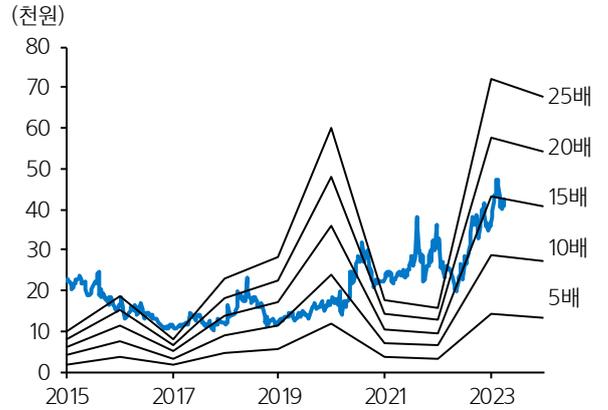
자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

연간 매출 및 영업이익 전망



자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

네오위즈 P/E 밴드



자료: 쿼티와이즈, 삼성증권 추정

신작 일정

출시일	게임명	장르	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
2Q23	브라운더스트 2	어드벤처 RPG	모바일	퍼블리싱
3Q23	산나비	2D 플랫폼머 액션	PC (스팀)	퍼블리싱
	P의 거짓	소울라이크 액션 RPG	PC/콘솔	자체개발
	오 마이 앤	퍼즐	모바일	자체개발
	고양이와 스프 SNG	SNG	모바일	퍼블리싱
	고양이와 스프 퍼즐	퍼즐	모바일	자체개발
4Q23	프로젝트 IG	방치형 ARPG	모바일	자체개발
	일본 애니메이션 IP 기반 게임	소셜 RPG	모바일	자체개발
	고양이와 스프 시뮬레이션	시뮬레이션	모바일	자체개발
2024	오픈월드 생존 슈터 신작	오픈월드 생존 슈터	PC/콘솔	자체개발
	던전에서 만남을 추구하면 안되는걸까	어드벤처 RPG	PC/모바일	자체개발

참고: 기대작 음영 표시  
자료: 네오위즈, 삼성증권 정리

## 네오위즈 밸류에이션

	(원)
2023E EPS	2,877
목표 P/E (배) *	20.8
적정 주가	59,984
<b>목표주가</b>	<b>60,000</b>
현재 주가	41,650
상승 여력 (%)	44.1%

참고: 4월 17일 종가 기준

\* 국내외 게임사 2023E 평균 적용

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

## 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2023E	2024E
엔씨소프트	18.4	14.3
크래프톤	17.1	15.6
카카오게임즈	19.6	16.4
펄어비스	36.7	15.5
컴투스	18.2	19.0
NHN	17.1	12.8
넥슨	24.9	21.4
Nintendo	16.3	18.0
Netease	17.9	16.2
EA	21.0	19.6
Activision Blizzard	22.4	21.1
<b>평균</b>	<b>20.8</b>	<b>17.3</b>

참고: 4월 17일 기준

자료: Bloomberg

## 네오위즈 분기 수익 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>매출액</b>	76.6	70.3	74.9	72.8	67.9	67.0	160.5	125.8	105.4	95.9	99.3	122.7
PC/콘솔 게임	33.8	29.4	32.4	31.2	27.2	26.5	106.6	73.8	53.5	46.4	51.4	55.2
모바일 게임	36.0	33.9	36.4	35.5	34.9	34.2	47.9	45.7	45.9	43.2	41.8	60.9
기타	6.7	7.0	6.1	6.1	5.8	6.2	5.9	6.3	6.0	6.3	6.2	6.6
<b>영업비용</b>	65.4	64.4	69.7	75.5	66.8	68.4	111.2	92.3	84.7	81.9	83.4	95.9
인건비 및 복리후생비	30.3	29.8	30.3	36.2	31.1	31.8	32.2	34.8	34.3	34.9	35.5	38.4
지급수수료	17.3	16.7	17.7	15.6	15.6	15.5	43.6	33.4	28.0	25.2	25.5	32.4
마케팅비	8.1	8.5	10.1	9.8	8.8	10.0	24.1	12.6	10.5	9.6	9.9	12.3
기타	9.8	9.3	11.6	13.9	11.2	11.0	11.3	11.6	11.9	12.2	12.5	12.8
<b>영업이익</b>	11.2	5.9	5.2	(2.8)	1.0	(1.4)	49.3	33.5	20.7	14.1	15.9	26.8
세전이익	15.2	25.1	7.9	(28.8)	1.3	(1.9)	50.3	34.1	20.9	15.0	16.1	29.9
당기순이익	12.4	20.8	8.1	(28.1)	1.1	(1.6)	42.3	28.6	17.6	12.6	13.5	25.1
지배주주순이익	11.9	19.9	8.2	(26.8)	1.0	(1.5)	40.4	27.4	16.8	12.0	12.9	24.0
수정 EPS (원)*	362	102	1,390	(1,175)	9	(75)	1,757	1,186	727	486	560	936
<b>이익률 (%)</b>												
영업이익률	14.6	8.4	7.0	(3.8)	1.5	(2.1)	30.7	26.6	19.6	14.7	16.0	21.8
세전이익률	19.9	35.7	10.6	(39.5)	1.9	(2.8)	31.4	27.1	19.8	15.6	16.2	24.4
순이익률	16.2	29.5	10.9	(38.6)	1.6	(2.4)	26.3	22.8	16.7	13.1	13.6	20.5
지배주주순이익률	15.5	28.3	10.9	(36.9)	1.5	(2.3)	25.2	21.7	15.9	12.5	13.0	19.5

참고: \* 일회성 요인 제외, 완전 회석화 됨; K-IFRS 연결기준

자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

## 네오위즈 연간 수익 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
<b>매출액</b>	409.6	421.1	2.8	407.9	423.4	3.8	430.4	462.8	7.5
PC/콘솔 게임	202.0	234.2	16.0	191.2	206.5	8.0	190.4	204.0	7.2
모바일 게임	182.6	162.6	(10.9)	190.8	191.7	0.5	212.8	232.4	9.2
기타	25.0	24.3	(3.1)	25.9	25.2	(3.1)	27.1	26.3	(3.1)
<b>영업비용</b>	324.1	338.7	4.5	331.5	345.9	4.3	356.0	379.0	6.5
인건비 및 복리후생비	125.7	129.9	3.3	138.3	143.0	3.4	152.4	157.6	3.4
지급수수료	106.7	108.2	1.4	102.7	111.1	8.3	105.4	120.4	14.3
마케팅비	46.2	55.5	20.2	40.8	42.3	3.8	43.0	46.3	7.5
기타	45.5	45.2	(0.8)	49.8	49.4	(0.8)	55.2	54.7	(0.8)
<b>영업이익</b>	85.5	82.4	(3.6)	76.4	77.4	1.4	74.4	83.8	12.6
세전이익	90.2	83.8	(7.1)	85.2	81.8	(4.0)	84.5	90.1	6.6
당기순이익	75.8	70.4	(7.1)	71.6	68.7	(4.0)	71.0	75.7	6.6
지배주주순이익	72.1	67.2	(6.8)	68.1	65.6	(3.6)	67.5	72.3	7.0
수정 EPS (원)*	3,095	2,877	(7.0)	2,750	2,708	(1.5)	3,065	3,280	7.0
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익률	20.9	19.6		18.7	18.3		17.3	18.1	
세전이익률	22.0	19.9		20.9	19.3		19.6	19.5	
순이익률	18.5	16.7		17.5	16.2		16.5	16.4	
지배주주순이익률	17.6	16.0		16.7	15.5		15.7	15.6	

참고: \* 일회성 요인 제외, 완전 회석화 됨; K-IFRS 연결기준

자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	261	295	421	423	463
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	261	295	421	423	463
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	240	275	339	346	379
영업이익	21	20	82	77	84
(영업이익률, %)	8.1	6.6	19.6	18.3	18.1
영업외손익	43	-0	1	4	6
금융수익	32	42	22	25	26
금융비용	2	20	17	17	17
지분법손익	7	2	3	2	2
기타	6	-24	-6	-6	-5
세전이익	64	19	84	82	90
법인세	8	6	13	13	14
(법인세율, %)	11.9	32.2	16.0	16.0	16.0
계속사업이익	57	13	70	69	76
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	57	13	70	69	76
(순이익률, %)	21.7	4.5	16.7	16.2	16.4
지배주주순이익	57	13	67	66	72
비지배주주순이익	-0	0	3	3	3
EBITDA	33	38	87	83	90
(EBITDA 이익률, %)	12.8	13.0	20.8	19.6	19.4
EPS (지배주주)	2,577	593	3,051	2,979	3,280
EPS (연결기준)	2,572	599	3,194	3,120	3,434
수정 EPS (원)*	675	636	2,877	2,708	3,280

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	29	43	68	77	84
당기순이익	57	13	70	69	76
현금유출입이없는 비용 및 수익	-1	52	21	21	22
유형자산 감가상각비	6	6	5	5	5
무형자산 상각비	6	13	0	0	0
기타	-13	34	16	15	16
영업활동 자산부채 변동	-21	-16	-7	3	2
투자활동에서의 현금흐름	-65	-29	-12	-9	-9
유형자산 증감	-1	-2	-7	-7	-7
장단기금융자산의 증감	-84	90	-5	-2	-2
기타	20	-117	-0	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	-23	-32	2	-0	0
차입금의 증가(감소)	21	-1	2	-0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-43	-31	0	0	0
현금증감	-58	-22	36	43	62
기초현금	172	113	92	128	172
기말현금	113	92	128	172	233
Gross cash flow	55	66	92	89	97
Free cash flow	28	41	61	70	77

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 네오위즈, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	272	254	334	391	455
현금 및 현금등가물	113	92	128	172	233
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	158	162	206	219	221
비유동자산	303	307	322	335	349
투자자산	76	85	98	109	122
유형자산	80	86	88	90	92
무형자산	80	79	79	78	78
기타	66	57	57	57	57
자산총계	575	560	656	725	804
유동부채	67	87	106	107	109
매입채무	10	7	12	12	12
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	57	80	94	95	97
비유동부채	39	14	20	21	21
사채 및 장기차입금	16	0	0	0	0
기타 비유동부채	22	14	20	21	21
부채총계	106	101	126	127	130
지배주주지분	459	449	516	582	654
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	366	381	448	514	586
기타	-48	-73	-73	-73	-73
비지배주주지분	10	10	13	16	19
자본총계	469	459	529	598	674
순부채	-200	-94	-130	-176	-240

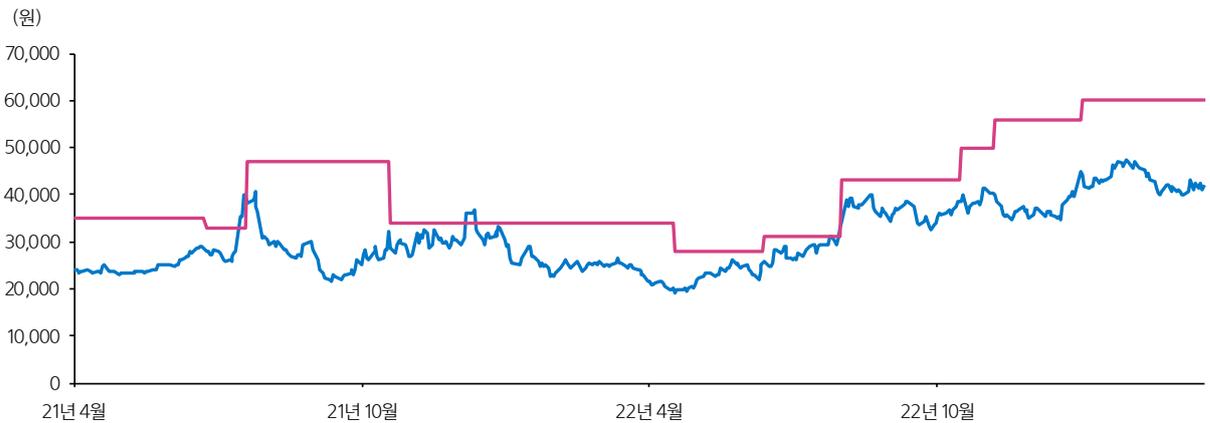
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-9.8	12.8	43.0	0.5	9.3
영업이익	-64.8	-8.0	321.5	-6.0	8.1
순이익	-8.9	-76.7	433.1	-2.3	10.1
수정 EPS**	-72.3	-5.9	352.6	-5.9	21.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,577	593	3,051	2,979	3,280
EPS (연결기준)	2,572	599	3,194	3,120	3,434
수정 EPS**	675	636	2,877	2,708	3,280
BPS	21,629	21,772	25,214	28,420	31,949
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	53.4	58.1	14.5	15.4	12.7
P/B***	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.1	19.0	9.2	9.1	7.8
비율					
ROE (%)	13.4	2.9	13.9	12.0	11.7
ROA (%)	10.8	2.3	11.6	10.0	9.9
ROIC (%)	15.0	8.5	40.1	35.5	38.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-42.7	-20.5	-24.5	-29.4	-35.6
이자보상배율 (배)	515.0	11.5	15.5	14.3	15.2

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/2/10	7/19	8/13	11/12	2022/5/12	7/8	8/26	11/10	12/1	2023/1/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	35000	33000	47000	34000	28000	31000	43000	50000	56000	60000
과리율 (평균)	-30.73	-10.67	-41.46	-20.18	-17.78	-8.71	-14.82	-21.96	-33.95	
과리율 (최대or최소)	-17.43	20.91	-13.09	8.38	-5.89	6.13	-6.98	-17.10	-19.64	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 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

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA