



BUY (유지)

목표주가(12M) 36,000원(상향)
현재주가(5.22) 24,350원

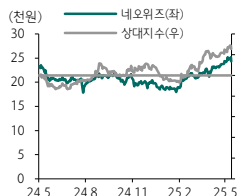
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	717.67
52주 최고/최저(원)	25,200/17,830
시가총액(십억원)	532.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	21,856.8
60일 평균 거래량(천주)	77.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
외국인지분율(%)	12.18
주요주주 지분율(%)	
나성균 외 12 인	37.64

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	385.4	399.4
영업이익(십억원)	44.8	41.4
순이익(십억원)	35.3	33.7
EPS(원)	1,777	1,659
BPS(원)	26,444	28,172

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	365.6	366.8	383.3	371.6
영업이익	31.6	32.9	48.2	46.8
세전이익	43.8	4.9	43.8	42.5
순이익	48.7	2.4	35.5	33.7
EPS	2,209	109	1,626	1,541
증감율	272.51	(95.07)	1,391.74	(5.23)
PER	12.06	173.30	15.47	16.32
PBR	1.09	0.76	0.95	0.90
EV/EBITDA	8.09	3.79	4.08	3.55
ROE	10.37	0.49	7.04	6.24
BPS	24,485	24,813	26,438	27,980
DPS	245	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 23일 | 기업분석_Report

네오위즈 (095660)

P의 거짓 DLC 가격 공개. 추정치 상향

P의 거짓: 서곡 정보 공개

5/22일자로 [P의 거짓: 서곡]의 가격, 게임 플레이 영상, 신규 일러스트가 공개되었다. 이번 DLC의 가격은 기존 오리지널 패키지의 1/2 수준인 29.99달러다. 플레이타임은 15시간 이상이라고 알려져 있으며 현재 시연 버전에서는 3종의 신규 보스, 4종의 신규 무기(활, 건블레이드 등)가 확인된다. 정식 버전 볼륨은 더욱 클 것으로 예상한다. DLC 출시 외에도 오리지널 패키지에 업데이트가 이뤄질 예정이다. 오리지널 패키지, DLC에 등장하는 모든 보스와 5단계 난이도로 전투할 수 있는 'Battle Memories' 모드가 추가된다. 유저들에게 반복 플레이 요소를 제공하여 플레이타임이 증가할 것으로 예상된다. 또한 새로운 보스 러쉬 모드인 'Death March' 모드는 3종의 보스를 선택하여 제한된 체력, 아이템으로 클리어하는 방식이다. 오리지널 패키지, DLC 전반에 신규 난이도 설정이 추가된다. 기존의 난이도는 유지하고 좀 더 쉬운 난이도를 2단계 도입할 예정이다. 소울라이크 장르의 높은 진입 장벽을 완화하여 IP에 대한 접근성을 높일 수 있는 전략이라 판단한다. 그 외에도 UI 편의성 업데이트도 이뤄질 예정이다. DLC 출시로 오리지널 패키지 판매 동반 성장 가능성이 높아졌다.

연간 추정치 상향 조정

네오위즈는 2025년 영업수익 3,833억원(+4.4%YoY), 영업이익 482억원(+44.9%YoY, OPM 12.6%)를 기록할 전망이다. [P의 거짓: 서곡]이 오리지널 패키지의 1/2 수준(기존 1/3 수준 가정)으로 가격이 결정됨에 따라 ASP를 상향 조정한 영향이다. 달러-원 환율 하락 추세도 반영했다. [P의 거짓: 서곡]은 2025년 여름 출시 예정이다. 점차 정보가 공개되고 있어 8월 내 출시 예상하며, 기대감 상승할 것으로 전망한다. 2025년말까지 [P의 거짓]의 누적 판매 330만장, [P의 거짓: 서곡]의 누적 판매 70만장 추정 유지한다. [P의 거짓]은 출시 후 매 분기 20만장 이상을 판매하고 있는 IP다. DLC 출시와 동시에 콘텐츠, 편의성 업데이트 진행되기에 오리지널 패키지의 판매량 반등 충분히 가능하며 현재 추정치는 보수적이라고 판단한다. 네오위즈는 [P의 거짓]의 후속작 역시 개발 중에 있다. 오즈의 마법사를 배경으로 하며, 2026년 하반기 정보 공개 예상한다. 이미 글로벌 유저의 인정을 받은 만큼 소구력 갖추고 있어 후속작은 [P의 거짓]보다 높은 판매량을 기대할 수 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 36,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 36,000원으로 상향하고 게임 업종 중소형주 Top Pick을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS 1,838원에 Target PER Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 네오위즈의 [P의 거짓]은 오리지널 패키지→확장팩 DLC→후속작으로 국내 IP의 시리즈화를 선도할 예정이다. 출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 700만장/시리즈 3 1,000만장으로 예상한다. 라운드8 스튜디오는 [P의 거짓] 외 2~3개의 IP 시리즈를 갖추기 위해 차기작들을 개발 중이다. [P의 거짓]을 제작한 스튜디오기에 새롭게 시도하는 개발사 대비 높은 퀄리티 기대할 수 있으며, 성과가 확인되면서 우상향 전망한다.

도표 1. 네오위즈 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2025F EPS	1,838	Peer 그룹 2025년 예상 P/E 평균(90일)
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	36,763	
4. 목표주가	36,000	목표 시가총액 7,868억원
5. 현재주가	24,350	현재 시가총액 5,530억원
6. 상승여력	47.8%	

자료: 하나증권

도표 2. 네오위즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	97.1	87.0	93.1	89.7	89.0	84.1	114.9	95.2	367.0	383.3
YoY(%)	41.6	24.1	(20.7)	(18.0)	(8.3)	(3.3)	23.4	6.1	0.4	4.4
PC/콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	33.4	61.1	42.6	156.3	173.5
YoY(%)	58.7	36.5	(33.1)	(38.9)	(18.3)	(10.3)	65.5	13.2	(9.2)	11.0
모바일	42.0	38.1	45.7	43.2	45.3	42.0	45.9	45.9	169.0	179.1
YoY(%)	32.4	15.7	(13.6)	20.7	8.0	10.1	0.4	6.3	10.2	6.0
기타	10.5	11.6	10.6	9.0	7.3	8.7	7.9	6.7	41.7	30.6
YoY(%)	20.2	17.6	11.7	(25.9)	(30.9)	(25.0)	(25.0)	(25.0)	3.7	(26.5)
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.5	78.8	78.4	93.0	84.9	333.7	335.1
YoY(%)	22.2	9.6	(10.9)	(12.6)	(4.2)	(4.7)	7.3	2.8	(0.1)	0.4
인건비	40.0	39.9	38.2	39.2	37.0	37.9	39.7	38.4	157.2	153.0
변동비	22.5	22.3	25.7	23.7	24.5	22.0	31.9	26.4	94.3	104.7
마케팅	8.3	8.3	10.4	8.0	5.6	6.6	8.9	8.4	35.1	29.5
상각비	4.2	4.2	5.0	4.0	5.1	5.0	5.2	4.2	17.3	19.4
기타	7.2	7.6	7.4	7.7	6.6	7.0	7.3	7.6	29.8	28.5
영업이익	14.8	4.7	6.5	7.2	10.2	5.7	21.9	10.4	33.3	48.2
YoY(%)	1083.3	흑전	(68.1)	(52.0)	(31.1)	19.8	239.2	43.6	5.1	44.9
영업이익률(%)	15.3	5.5	6.9	8.0	11.5	6.8	19.1	10.9	9.1	12.6
당기순이익	14.3	7.7	(1.4)	(27.6)	6.1	7.3	16.2	4.3	(7.0)	33.9
YoY(%)	364.8	(65.8)	(107.7)	적전	(57.4)	(5.4)	흑전	흑전	적전	흑전
당기순이익률(%)	14.8	8.8	(1.5)	(30.7)	6.9	8.6	14.1	4.5	(1.9)	8.9

자료: 하나증권

도표 3. P의 거짓: 서곡 신규 무기



자료: Inven, 하나증권

도표 4. P의 거짓: 서곡 신규 무기



자료: Inven, 하나증권

P의 거짓의 가치, DLC 가격 반영

네오위즈의 [P의 거짓]은 2023년 9월 출시 이후 28일만에 누적 판매량 100만장을 발표(공식 기준)했다. XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 현재까지 누적 판매 250만장 이상 달성한 것으로 추정, 2025년 DLC 출시로 누적 판매 330만장 달성을 전망한다. DLC 출시 이후 캡콤과 같은 공격적 가격 인하 전략을 가정했다. 출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 700만장/시리즈 3 1,000만장으로 예상한다. DLC의 출시 5년 판매량은 오리지널 패키지의 40% 수준으로 가정했다. [P의 거짓: 서곡]의 가격이 확정됨에 따라 향후 DLC의 가격 역시 오리지널 패키지의 50% 수준으로 가정했다. [P의 거짓 2], [P의 거짓 3]가 출시되는 2028년/2033년 세전 이익은 1,462억원/2,629억원으로, [P의 거짓] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 1조 10억원으로 예상한다. 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 4,014억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 7,718억원으로 추정한다.

도표 5. P의 거짓 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

판매량 가정	총 세전이익 (2025~2036)	시리즈2 출시 세전이익 (2028)	연간 최대 세전 이익 (2033)	NPV	Total Value
시리즈 1/2/3 모두 500만장	540.9	72.0	89.0	233.0	398.7
시리즈 1/2/3 500만장/700만장/1,000만장	1,001.0	146.2	262.9	401.4	771.8
시리즈 1/2/3 500만장/1,000만장/1,500만장	1,372.0	176.6	352.2	528.4	1,084.7

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미

자료: 하나증권

도표 6. 파이프라인 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
할인율	10%	주요 글로벌 게임사 WACC
영구성장률	-5%	가정
플랫폼 수수료	30%	스팀 수수료, 엔진 사용료 등 통합
퍼블리셔 수수료	30%	가정
물가 상승률	3%	가정
세율	20%	가정
환율	1,380	2026년 이후 가정

자료: 하나증권

도표 7. P의 거짓 시리즈 DCF 모델

	23	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	1 9월		1 DLC			2		2 DLC			3		3 DLC	
P의 거짓 1														
판매량(만장)	140	92	100	70	60	60	30	30	30	30	15	15	15	15
Price(달러)	54	39	48	36	24	12	12	12	12	12	12	12	12	12
할인율(연평균)	10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)	75.6	35.9	48.0	25.2	14.4	7.2	3.6	3.6	3.6	3.6	1.8	1.8	1.8	1.8
P의 거짓: 서곡														
판매량(만장)			73	35	30	30	30	30	15	15	8	8	8	8
Price(달러)			30	24	18	6	6	6	6	6	6	6	6	6
할인율(연평균)			0%	20%	40%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)			21.9	8.4	5.4	1.8	1.8	1.8	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
P의 거짓 2														
판매량(만장)						262	131	118	80	80	80	40	40	40
Price(달러)						63	45	56	42	28	14	14	14	14
할인율(연평균)						10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)						165.0	59.6	66.0	33.6	22.4	11.2	5.6	5.6	5.6
P의 거짓 2 DLC														
판매량(만장)								112	40	40	40	20	20	20
Price(달러)								35	28	21	7	7	7	7
할인율(연평균)								0%	20%	40%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)								39.3	11.2	8.4	2.8	1.4	1.4	1.4
P의 거짓 3														
판매량(만장)											393	197	177	159
Price(달러)											72	52	56	42
할인율(연평균)											10%	35%	20%	40%
매출액(백만달러)											282.9	102.2	99.0	66.8
P의 거짓 3 DLC														
판매량(만장))													169	80
Price(달러)													40	32
할인율(연평균)													0%	20%
매출액(백만달러)													67.3	25.4
총 매출액(백만달러)	75.6	35.9	69.9	33.6	19.8	174.0	65.0	110.7	49.3	35.3	299.2	111.4	175.6	101.5
환율	1,316	1,364	1,398	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)	99.5	48.9	97.7	46.3	27.3	240.2	89.7	152.7	68.0	48.7	412.8	153.7	242.3	140.1
플랫폼 수수료(30%)	29.8	14.7	29.3	13.9	8.2	72.0	26.9	45.8	20.4	14.6	123.9	46.1	72.7	42.0
인건비(십억원)	12.0	12.4	12.7	13.1	13.5	13.9	14.3	14.8	15.2	15.7	16.1	16.6	17.1	17.6
마케팅비(십억원)	6.0		2.0			8.0		2.0			10.0		2.0	
로열티(XBOX PASS)	5.0	10.0	2.0											
세전이익(십억원)	56.6	31.9	55.6	19.3	5.6	146.2	48.5	90.1	32.4	18.4	262.9	91.0	150.5	80.4
세후이익(십억원)	45.3	25.5	44.5	15.5	4.5	117.0	38.8	72.1	25.9	14.7	210.3	72.8	120.4	64.3
NPV(십억원)			401.4											
TV(십억원)													407.5	
PV of TV(십억원)			370.4											
Total Value(십억원)			771.8											

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	365.6	366.8	383.3	371.6	362.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	365.6	366.8	383.3	371.6	362.3
판매비	334.0	333.9	335.1	324.7	322.0
영업이익	31.6	32.9	48.2	46.8	40.2
금융손익	(1.0)	7.6	6.2	6.8	5.8
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.9)	(0.2)	(0.2)	0.0
기타영업외손익	13.4	(34.8)	(10.3)	(10.9)	0.0
세전이익	43.8	4.9	43.8	42.5	46.0
법인세	(2.7)	11.8	9.9	8.5	9.2
계속사업이익	46.4	(7.0)	33.9	34.0	36.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	(7.0)	33.9	34.0	36.8
비배주주지분 순이익	(2.3)	(9.3)	(1.6)	0.3	0.4
지배주주순이익	48.7	2.4	35.5	33.7	36.5
지배주주지분포괄이익	46.7	11.2	29.1	29.2	31.6
NOPAT	33.5	(47.2)	37.3	37.5	32.2
EBITDA	50.4	50.2	62.7	59.2	50.8
성장성(%)					
매출액증가율	24.10	0.33	4.50	(3.05)	(2.50)
NOPAT증가율	151.88	적전	흑전	0.54	(14.13)
EBITDA증가율	31.25	(0.40)	24.90	(5.58)	(14.19)
영업이익증가율	61.22	4.11	46.50	(2.90)	(14.10)
(지배주주)순이익증가율	271.76	(95.07)	1,379.17	(5.07)	8.31
EPS증가율	272.51	(95.07)	1,391.74	(5.23)	8.24
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.79	13.69	16.36	15.93	14.02
영업이익률	8.64	8.97	12.58	12.59	11.10
계속사업이익률	12.69	(1.91)	8.84	9.15	10.16

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,209	109	1,626	1,541	1,668
BPS	24,485	24,813	26,438	27,980	29,648
CFPS	3,287	3,202	2,162	1,875	2,322
EBITDAPS	2,286	2,284	2,867	2,707	2,322
SPS	16,592	16,675	17,535	17,000	16,574
DPS	245	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	12.06	173.30	15.47	16.32	15.08
PBR	1.09	0.76	0.95	0.90	0.85
PCFR	8.11	5.90	11.63	13.41	10.83
EV/EBITDA	8.09	3.79	4.08	3.55	3.21
PSR	1.61	1.13	1.43	1.48	1.52
재무비율(%)					
ROE	10.37	0.49	7.04	6.24	6.34
ROA	7.91	0.37	5.55	4.99	5.15
ROIC	17.39	(22.71)	20.89	22.74	20.96
부채비율	27.26	19.47	19.34	17.64	16.33
순부채비율	(41.31)	(49.00)	(54.89)	(59.54)	(63.57)
이자보상배율(배)	17.25	63.04	151.45	141.87	55.21

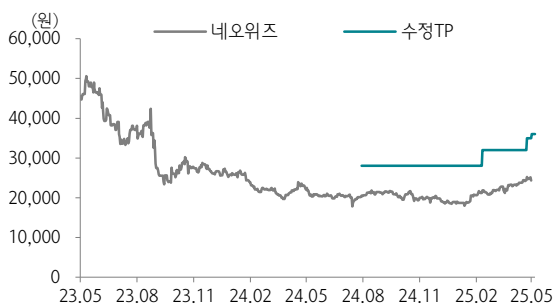
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	297.6	314.0	366.8	410.7	456.7
금융자산	241.6	257.9	307.2	353.1	400.1
현금성자산	129.9	116.9	159.2	209.2	258.1
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동자산	55.9	55.9	59.4	57.4	56.4
비유동자산	373.8	306.0	293.0	279.8	268.9
투자자산	70.1	58.6	60.1	59.3	58.8
금융자산	34.5	36.3	36.4	36.3	36.3
유형자산	86.9	87.5	83.0	79.0	75.4
무형자산	149.4	99.6	89.6	81.3	74.3
기타비유동자산	67.4	60.3	60.3	60.2	60.4
자산총계	671.4	620.0	659.8	690.5	725.6
유동부채	113.2	81.1	85.9	83.1	81.7
금융부채	20.2	0.7	0.8	0.7	0.7
매입채무	10.8	10.6	11.3	10.9	10.7
기타유동부채	82.2	69.8	73.8	71.5	70.3
비유동부채	30.6	20.0	21.1	20.4	20.1
금융부채	3.5	2.9	2.9	2.9	2.9
기타비유동부채	27.1	17.1	18.2	17.5	17.2
부채총계	143.8	101.1	106.9	103.5	101.9
지배주주지분	489.4	487.3	522.9	556.6	593.0
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
자본조정	(61.2)	(64.5)	(64.5)	(64.5)	(64.5)
기타포괄이익누계액	(18.6)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
이익잉여금	428.2	420.8	456.4	490.0	526.5
비지배주주지분	38.2	31.6	30.0	30.3	30.7
자본총계	527.6	518.9	552.9	586.9	623.7
순금융부채	(217.9)	(254.3)	(303.5)	(349.4)	(396.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	64.7	33.8	43.7	31.5	41.1
당기순이익	46.4	(7.0)	33.9	34.0	36.8
조정	19.3	66.5	8.1	(1.5)	4.8
감가상각비	18.8	17.3	14.5	12.3	10.5
외환거래손익	1.2	(3.3)	(1.5)	(3.3)	0.0
지분법손익	(15.0)	4.5	0.0	0.0	0.0
기타	14.3	48.0	(4.9)	(10.5)	(5.7)
영업활동 자산부채변동	(1.0)	(25.7)	1.7	(1.0)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(10.2)	(15.8)	(5.6)	15.4	8.9
투자자산감소(증가)	54.8	11.5	(1.5)	0.9	0.4
자본증가(감소)	(1.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(63.8)	(25.8)	(4.1)	14.5	8.5
재무활동 현금흐름	(4.6)	(34.7)	(0.0)	(0.4)	(0.7)
금융부채증가(감소)	1.7	(20.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.3)	(9.7)	0.0	(0.4)	(0.7)
배당지급	0.0	(5.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	49.9	(13.0)	34.3	50.0	48.9
Unlevered CFO	72.4	70.4	47.3	41.0	50.8
Free Cash Flow	63.5	32.4	43.7	31.5	41.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

네오위즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.23	BUY	36,000		
25.5.15	BUY	35,000	-29.20%	-28.14%
25.3.4	BUY	32,000	-29.95%	-23.59%
24.8.20	BUY	28,000	-27.98%	-22.14%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 20일