

네오위즈 (095660)

P의거짓 DLC는 성장의 서곡

투자의견

BUY(유지)

목표주가

28,000 원(상향)

현재주가

22,500 원(04/01)

시가총액

492 (십억원)

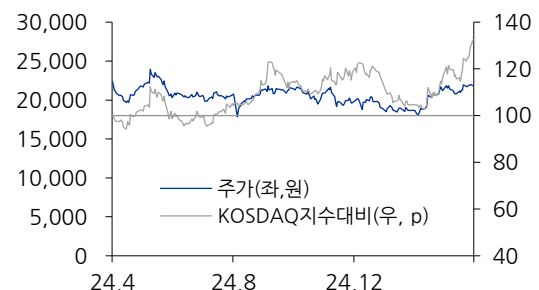
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 네오위즈 투자의견 Buy 유지, 목표주가를 28,000원으로 상향함. 올해 실적추정치 상향뿐만 아니라, 신작 부재와 높았던 웹보드 매출 비중으로 인해 받은 밸류에이션 디레이팅을 해소했다고 판단해 타겟 PER을 20배로 상향
- 1분기 매출액 897억원(-8%yoy), 영업이익 72억원(-52%yoy)으로 컨센서스(67억원) 소폭 상회할 전망. PC/콘솔 매출은 디제이맥스 DLC 판매 효과 제거 및 P의거짓 판매량 자연 감소로 전분기 대비 소폭 하락, 모바일 매출은 브라운더스트2 매출 순위 반등으로 전분기 대비 소폭 증가할 전망
- 'P의거짓'이 누적 판매량 200만장을 넘기는 성과에도 불구하고, 지난해 신작 공백 장기화와 모바일 신작 '영웅전설: 가가브 트릴로지'의 흥행 실패로 주가는 부진. 그러나 P의거짓이 매분기 유의미한 판매 지표를 기록하고 브라운더스트2가 1.5주년 이벤트 효과로 트래픽 및 매출 순위 반등하며 지난해 매출, 영업이익은 전년대비 소폭 성장
- 올해 동사의 기대작은 3분기 출시 예정인 P의거짓 DLC 'P의거짓: 서곡'. 200만장 이상의 누적 판매량과 출시 이래 꾸준한 매출 발생을 감안하여, DLC 판매량은 50만장으로 추정. 기존 엑스박스 게임패스 유저의 경우 폴패키지를 구매해야 하기 때문에 판매 단가 상승 또한 기대 가능
- 본작 출시 이후와의 차이점은 기대 신작들이 많이 포진되어 있다는 것. 올해 중순에는 'Shape of Dreams', 하반기에는 '킹덤2' 등이 출시될 예정. 2026년에는 지난 11월, 2월 퍼블리싱 계약을 체결한 울프아이, 자카자네 스튜디오의 신작 2종이 출시 예정이며, 자체개발 중인 P의거짓 차기작 또한 대기 중. 올해 하반기 P의거짓 DLC 출시는 동사의 게임 개발력에 대한 유저들의 긍정 평가를 다시금 확인시켜주는 계기가 될 것

주가(원, 04/01)	22,500		
시가총액(십억원)	492		
발행주식수	21,857천주		
52주 최고가	24,850원		
최저가	17,550원		
52주 일간 Beta	0.44		
3개월 일평균거래대금	15억원		
외국인 지분율	10.9%		
배당수익률(2024P)	1.1%		
주주구성			
나성군 (외 11인)	37.6%		
자사주 (외 1인)	8.9%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	13.2	14.4	24.9
절대기준	6.1	4.9	0.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	28,000	24,000	▲
영업이익(25)	35	34	▲
영업이익(26)	46	45	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025E
매출액	295	366	367	381
영업이익	20	32	33	35
세전손익	19	44	5	39
당기순이익	13	46	-7	31
EPS(원)	593	2,209	109	1,477
증감률(%)	-77.0	272.5	-95.1	1,259.9
PER(배)	62.3	12.1	207.2	15.2
ROE(%)	2.9	10.4	0.5	6.4
PBR(배)	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	18.7	8.1	3.7	2.0

자료: 유진투자증권



P 의거짓 DLC 는 성장의 서곡

네오위즈의 투자의견을 Buy 로 유지하고, 목표주가를 기존 24,000 원에서 28,000 원으로 상향한다. 이는 올해 실적추정치 상향뿐만 아니라 기존 신작 부재와 높았던 웹보드 매출 비중으로 인해 받은 밸류에이션 디레이팅을 해소했다고 판단해 Target PER 을 20 배로 상향한 것에 근거한다.

동사는 23 년 9 월 출시한 소울라이크 RPG 'P 의거짓'의 누적 판매량이 200 만장을 넘기는 성과에도 불구하고, 지난해 길었던 신작 공백 기간과 모바일 RPG 신작 '영웅전설: 가가브 트릴로지'의 흥행 실패로 인해 주가는 부진했다. 그럼에도 많은 국내외 유저들로부터 호평을 받은 P 의거짓은 할인 이벤트 효과로 매분기 유의미한 판매 지표를 기록했으며, 23 년 신작인 브라운더스트 2 또한 1.5 주년 이벤트 효과로 유저 트래픽과 매출 순위가 반등해 지난해 매출과 영업이익은 전년대비 소폭 성장했다.

올해 동사의 기대 신작은 기존 'P 의거짓'의 DLC 'P 의거짓: 서곡'이다. 3분기 출시 예정인 P 의거짓의 DLC 판매량은 200 만장을 상회한 누적 판매량과 출시 1 년이 지난 이후에도 발생하는 매출을 감안해 50 만장으로 추정한다. 특히 출시 당시 엑스박스 게임패스를 통해 플레이한 유저의 경우 풀패키지를 구매해야 하기 때문에 판매 단가는 올라갈 것으로 기대된다.

이외에도 지난해 11 월 얼리엑세스로 출시된 이후 유저들의 높은 긍정평가를 얻은 로그라이크 게임 'Shape of Dreams'도 올해 중순 출시를 앞두고 있으며, 하반기에는 모바일 MMORPG '킹덤 2' 또한 출시될 예정이다.

올해 하반기 P 의거짓 DLC 출시는 동사의 게임 개발력에 대한 유저들의 긍정 평가를 다시금 확인시켜주는 계기가 될 것으로 기대한다. 여기서 본작 출시 이후와의 차이점은 2026 년 기대 신작들이 많이 포진되어 있다는 것이다. 내년에는 지난 11 월, 2 월 네오위즈가 각각 퍼블리싱 계약을 체결한 울프아이 스튜디오의 신작과 자카자네 스튜디오의 신작 두 종이 출시 예정에 있으며, 자체개발 중인 소울라이크 장르의 P 의거짓 차기작 또한 대기 중이다.

1분기 매출액 897억원(-8%yoy), 영업이익 72억원(-52%yoy)으로 컨센서스(67억원)를 소폭 상회할 것으로 전망한다. PC/콘솔 매출은 디제이맥스 DLC 판매 효과 제거 및 P 의거짓 판매량 자연 감소로 전분기 대비 소폭 하락할 전망이나, 모바일 매출은 브라운더스트 2 의 매출 순위 반등으로 전분기 대비 소폭 증가할 전망이다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 네오위즈 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	97.1	87.0	93.1	89.6	89.7	87.7	103.0	100.3	366.8	380.7
(%yoy)	41.6%	24.0%	-20.7%	-18.1%	-7.6%	0.8%	10.6%	11.9%	0.3%	3.8%
PC/콘솔게임	44.6	37.2	36.9	37.6	36.9	37.0	48.5	42.7	156.3	165.1
모바일게임	42.0	38.1	45.7	43.2	43.6	41.2	44.7	47.9	169.0	177.4
기타	10.5	11.6	10.6	9.0	9.2	9.5	9.8	9.7	41.7	38.2
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.7	82.5	82.2	89.7	90.9	333.9	345.3
(%yoy)	22.2%	9.6%	-10.9%	-12.4%	0.4%	-0.1%	3.5%	9.8%	0.0%	3.4%
영업이익	14.8	4.7	6.5	6.9	7.2	5.5	13.3	9.4	32.9	35.4
(%yoy)	1,085%	흑자전환	-68.1%	-54.2%	-51.8%	16.2%	105.3%	37.2%	4.2%	7.4%
OPM(%)	15.3%	5.5%	6.9%	7.7%	8.0%	6.3%	12.9%	9.4%	9.0%	9.3%
영업외손익	4.0	1.9	-5.2	-28.8	0.9	-0.7	2.8	1.0	-28.1	4.0
세전이익	18.8	6.6	1.3	-21.9	8.1	4.8	16.1	10.4	4.9	39.4
지배순이익	17.9	7.8	1.4	-24.7	6.8	4.2	13.2	8.4	2.4	32.5
(%yoy)	396.0%	-65.4%	-92.4%	적자전환	-62.2%	-46.2%	829.4%	흑자전환	-95.1%	1,260%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024	2025E
매출액	294.6	365.6	366.8	380.7
영업이익	19.6	31.6	32.9	35.4
세전이익	20.3	43.8	4.9	39.4
지배순이익	16.0	48.7	2.4	32.5
EPS(원)	593	2,209	109	1,477
PER(배)	62.3	12.1	207.2	15.2
OPM(%)	6.6%	8.6%	9.0%	9.3%
NPM(%)	5.4%	13.3%	0.7%	8.5%

자료: 유진투자증권

도표 3. 네오위즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	381	428	387	390	-1.6%	9.7%
영업이익	35	46	34	45	2.9%	2.2%
세전이익	39	50	38	44	2.6%	13.6%
지배순이익	33	39	31	36	6.5%	8.3%
% of Sales						
영업이익	9.2%	10.7%	8.8%	11.5%		
세전이익	10.2%	11.7%	9.8%	11.3%		
지배순이익	8.7%	9.1%	8.0%	9.2%		

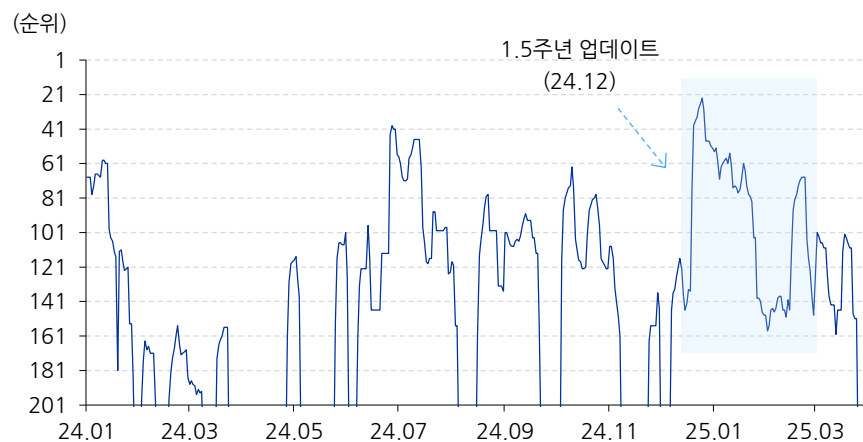
자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 4. 네오위즈 목표주가 변경

적용 EPS(원)	1,477	2025 년 추정 EPS
적용 PER(배)	20	
목표주가(원)	28,000	기존 24,000 원 대비 16.7% 상향

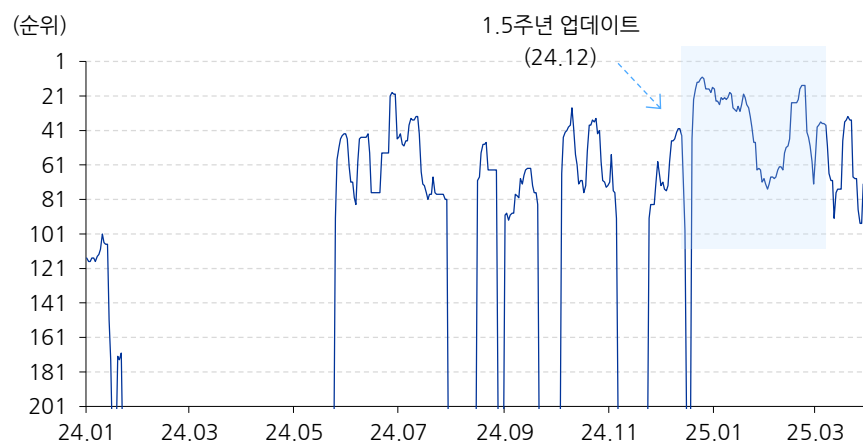
자료: 유진투자증권

도표 5. 브라운더스트 2 국내 매출 순위 (플레이스토어)



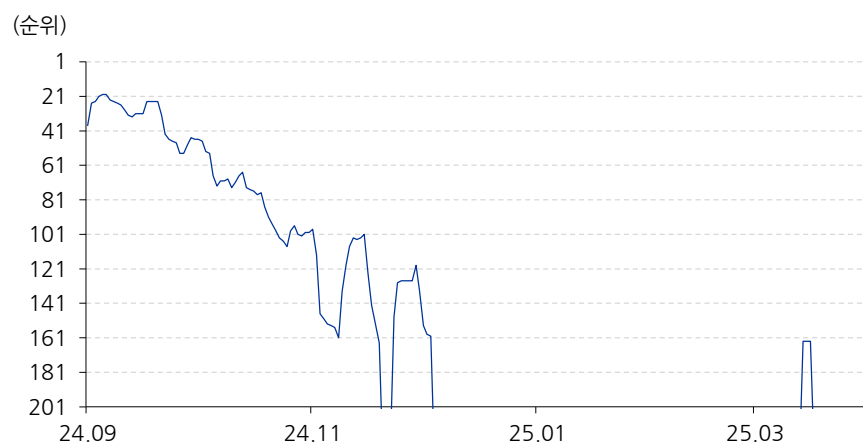
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 브라운더스트 2 대만 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 7. 영웅전설: 가가브 트릴로지 매출 순위 (플레이스토어)



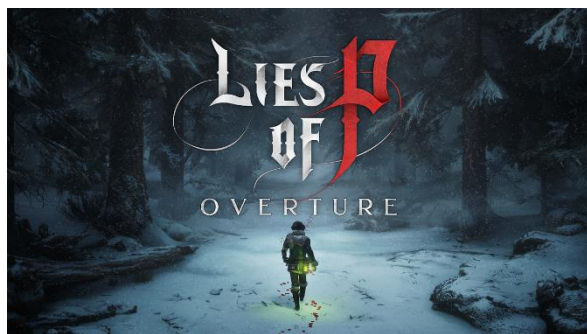
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 네오위즈 신작 출시 일정

출시	게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱
2025 년	Shape of Dreams	로그라이크 MOBA	PC	글로벌	퍼블리싱
	P의 거짓: 서곡 (DLC)	소울라이크	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	고양이와 스프: 마법의 레시피	시뮬레이션	모바일	글로벌	자체개발
	안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫폼머	PC	글로벌	퍼블리싱
	영웅전설: 가가브 트릴로지	수집형 RPG	모바일	대만, 일본	자체개발
	킹덤 2	MMORPG	모바일	글로벌	자체개발
2026 년~	Wolfeye Studios 신작	1 인칭 RPG	콘솔/PC	글로벌	퍼블리싱
	Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	콘솔/PC	글로벌	퍼블리싱
	라이프 시뮬레이션 신작	라이프 시뮬레이션	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	서바이벌 액션 어드벤처 신작	서바이벌 액션 어드벤처	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	P의 거짓 차기작	소울라이크	콘솔/PC	글로벌	자체개발

자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 9. P의거짓: 서곡 (DLC)



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 10. 울프아이, 자카자네 스튜디오



자료: 네오위즈, 유진투자증권

네오위즈(095660.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
자산총계	560	671	649	682	720
유동자산	254	298	323	405	460
현금성자산	120	205	237	314	366
매출채권	28	48	41	46	49
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	307	374	326	277	260
투자자산	141	137	127	133	138
유형자산	86	87	64	20	6
기타	79	149	134	124	115
부채총계	101	144	117	124	128
유동부채	87	113	83	88	91
매입채무	39	50	39	43	46
유동성이자부채	21	20	1	1	1
기타	27	43	43	44	44
비유동부채	14	31	35	36	37
비유동이자부채	1	4	3	3	3
기타	13	27	31	33	34
자본총계	459	528	532	559	592
지배지분	449	489	497	524	557
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	381	428	425	452	486
기타	(73)	(80)	(69)	(69)	(69)
비지배지분	10	38	35	35	35
자본총계	459	528	532	559	592
총차입금	22	24	4	4	4
순차입금	(98)	(182)	(234)	(310)	(362)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업현금	43	65	66	89	64
당기순이익	13	46	(7)	31	39
자산상각비	19	19	38	55	24
기타비현금성손익	34	7	31	(10)	(11)
운전자본증감	(16)	(1)	2	(0)	(0)
매출채권감소(증가)	6	(4)	8	(5)	(3)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	0	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(7)	0	(9)	5	3
기타	(15)	3	3	(0)	(0)
투자현금	(29)	(10)	(24)	(11)	(11)
단기투자자산감소	(4)	37	(14)	(4)	(4)
장기투자증권감소	11	(22)	(0)	(3)	(3)
설비투자	2	1	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(24)	(6)	2	(1)	(1)
재무현금	(32)	(14)	(35)	(5)	(6)
차입금증가	(2)	(3)	(1)	0	0
자본증가	(21)	(10)	(15)	(5)	(6)
배당금지급	0	0	5	5	6
현금 증감	(22)	38	9	73	48
기초현금	113	92	130	139	211
기말현금	92	130	139	211	259
Gross Cash flow	66	72	74	89	64
Gross Investment	41	48	7	7	7
Free Cash Flow	24	24	67	82	58

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	295	366	367	381	428
증가율(%)	12.8	24.1	0.3	3.8	12.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	295	366	367	381	428
판매 및 일반관리비	275	334	334	345	382
기타영업손익	15	21	(0)	3	11
영업이익	20	32	33	35	46
증가율(%)	(8.0)	61.5	4.2	7.4	30.1
EBITDA	38	50	71	90	70
증가율(%)	15.2	31.2	40.1	28.0	(22.4)
영업외손익	(0)	12	(28)	4	4
이자수익	3	3	6	6	6
이자비용	2	2	0	5	5
지분법손익	(7)	15	(1)	(0)	(0)
기타영업외손익	6	(4)	(32)	3	3
세전순이익	19	44	5	39	50
증가율(%)	(69.7)	124.6	(88.9)	711.2	27.1
법인세비용	6	(3)	12	8	11
당기순이익	13	46	(7)	31	39
증가율(%)	(76.7)	251.6	적전	흑전	25.9
지배주주지분	13	49	2	33	39
증가율(%)	(77.0)	272.5	(95.1)	1,259.9	19.9
비지배지분	0	(2)	(9)	(2)	0
EPS(원)	593	2,209	109	1,477	1,771
증가율(%)	(77.0)	272.5	(95.1)	1,259.9	19.9
수정EPS(원)	593	2,209	109	1,477	1,771
증가율(%)	(77.0)	272.5	(95.1)	1,259.9	19.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	593	2,209	109	1,477	1,771
BPS	20,381	22,213	22,549	23,781	25,302
DPS	0	245	250	250	250
밸류에이션(배, %)					
PER	62.3	12.1	207.2	15.2	12.7
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	18.7	8.1	3.7	2.0	1.9
배당수익율	0.0	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	12.4	8.1	6.7	5.6	7.7
수익성(%)					
영업이익율	6.6	8.6	9.0	9.3	10.8
EBITDA이익율	13.0	13.8	19.2	23.7	16.4
순이익율	4.5	12.7	(1.9)	8.1	9.1
ROE	2.9	10.4	0.5	6.4	7.2
ROIC	5.5	7.9	(17.5)	13.1	20.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(21.3)	(34.4)	(43.9)	(55.5)	(61.1)
유동비율	290.3	262.9	389.7	460.5	504.6
이자보상배율	11.5	17.2	74.6	7.4	9.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	9.6	9.6	8.2	8.8	9.0
재고자산회전율	10,872	4,730.8	3,313.6	3,624.2	3,732.5
매입채무회전율	7.2	8.2	8.3	9.3	9.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

