

(095660)

# 네오위즈

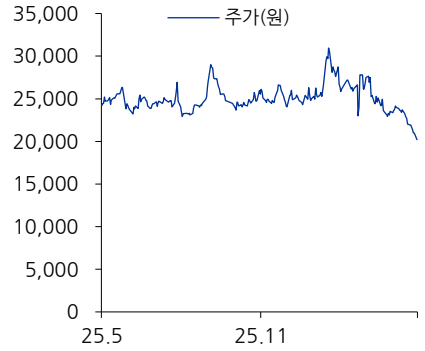
인터넷게임/우주 정의훈  
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

## P 의거짓의 그림자

- “ 1분기 매출액 1,014억원(+14%yoy, -5%qqq), 영업이익 70억원(-32%yoy, +48%qqq)으로 컨센서스(102억원)를 하회
- “ PC/콘솔 부문(395억원, +9%yoy, -14%qqq)은 신작이 부재한 가운데 'P의 거짓' 본편 및 DLC와 'Shape of Dreams'의 매출이 하향됨. 하반기 '안녕서울: 이태원편' 출시전까지 PC매출 yoy감소는 불가피할 전망
- “ 모바일 부문(514억원, +13%yoy, +8%qqq)은 '브라운더스트2'의 전분기 말 2.5주년 이벤트 매출 일부 이연 효과와 3월 1,000일 기념 라이브·스페셜 스킨 이벤트가 매출 견인. 웹보드 부문은 2월 적용된 한도 상향 등 규제 완화에 따라 ARPPU 반등이 확인됨
- “ 영업비용(945억원, +20%yoy, -7%qqq)에서는 전분기 일회성 인센티브 비용 제거에 따른 인건비 하락(-11%qqq)과 마케팅 외주 활용을 통한 효율화(-14%qqq) 효과 있었으나, 모바일 IP 매출 비중 확대에 따른 플랫폼 수수료 및 로열티 비용 등 변동비율이 다소 상승해 수익성을 훼손
- “ 영업외에서 원/달러 환율 변동에 따른 외화환산이익 및 금융자산 운용수익, 관계기업 투자평가손익 등이 반영돼 당기순이익은 202억원 기록
- “ FY25 영업이익의 20%(120억원)에 해당하는 주주환원(현금배당 60억원+자사주 소각 60억원)을 4월 중 집행 완료했으며, 보유 자사주를 IP 구매 및 전략적 투자에 활용하겠다는 방침은 긍정적
- “ 단기적으로는 기대 신작 라인업 부재 속 기존작 매출 하향에 따른 실적 모멘텀 약화가 부담 요인. 중장기적으로 6개 신작 파이프라인 중 5개가 개발 단계로 진입했기 때문에 올해 기대 신작인 '안녕서울: 이태원편'이 출시 예정인 4분기로 접어들어야 개발 가시성은 높아질 전망
- “ 목표주가를 기존 35,000원에서 28,000원으로 하향함. 이는 P의거짓 DLC 매출 하락에 따른 모바일 비중 증가에 따른 변동비 비중 상승을 반영한 실적 추정치 하향에 기인함. 신작 공백기 구간으로 단기 주가 모멘텀이 제한적이기 때문에 신작 파이프라인 가시화 시점이 다가오는 만큼 중장기 관점에서 접근이 유효

투자의견  
목표주가  
현재주가

**BUY**(유지)  
28,000 원(하향)  
20,200 원(5/11)



시가총액(십억원)	437
발행주식수(천주)	21,636
52 주 최고	31,550 원
최저	20,100 원
52 주 일단 Beta	0.02
60 일 평균 거래대금	20 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	1.5%
주주구성	
나성군 (외 13인)	38.1%
자사주 (외 1인)	9.5%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-14.0	-20.9	-17.2
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	28,000	32,000	▼
영업이익(26E)	41	71	▼
영업이익(27E)	46	45	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	433	423	445
영업이익	60	41	46
세전손익	63	54	55
당기순이익	45	42	42
EPS(원)	2,287	1,999	2,002
증감률(%)	1,987.8	-12.6	0.1
PER(배)	10.6	10.1	10.1
ROE(%)	9.8	7.9	7.4
PBR(배)	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.2	3.3	2.4

## 실적전망 및 밸류에이션

### 네오위즈 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
<b>매출액</b>	<b>89.0</b>	<b>110.0</b>	<b>127.4</b>	<b>106.3</b>	<b>101.4</b>	<b>102.4</b>	<b>109.4</b>	<b>109.5</b>	<b>432.7</b>	<b>422.7</b>
(%yoy)	-8.3%	26.4%	36.8%	18.6%	13.9%	-6.9%	-14.1%	3.0%	18.0%	-2.3%
PC/콘솔게임	36.4	57.5	58.7	45.9	39.5	41.2	42.0	48.0	198.5	170.7
모바일게임	45.3	44.0	58.5	47.7	51.4	50.2	55.7	48.6	195.6	205.9
기타	7.3	8.5	10.2	12.7	10.5	11.0	11.7	12.9	38.7	46.1
<b>영업비용</b>	<b>78.8</b>	<b>91.4</b>	<b>100.9</b>	<b>101.6</b>	<b>94.5</b>	<b>93.2</b>	<b>95.9</b>	<b>98.2</b>	<b>372.7</b>	<b>381.8</b>
(%yoy)	-4.2%	11.1%	16.5%	22.8%	19.9%	2.0%	-5.0%	-3.3%	11.6%	2.4%
<b>영업이익</b>	<b>10.2</b>	<b>18.6</b>	<b>26.5</b>	<b>4.7</b>	<b>7.0</b>	<b>9.2</b>	<b>13.5</b>	<b>11.3</b>	<b>60.0</b>	<b>40.9</b>
(%yoy)	-31.1%	291.8%	309.5%	-31.6%	-32.0%	-50.7%	-49.1%	140.5%	82.2%	-31.8%
OPM(%)	11.5%	16.9%	20.8%	4.4%	6.9%	9.0%	12.3%	10.3%	13.9%	9.7%
영업외손익	-1.2	-1.4	6.5	-0.6	13.2	-0.2	0.6	-0.3	3.4	13.3
세전이익	9.0	17.2	33.0	4.1	20.2	9.0	14.1	11.0	63.4	54.2
<b>지배순이익</b>	<b>7.3</b>	<b>14.0</b>	<b>25.9</b>	<b>2.7</b>	<b>16.2</b>	<b>7.2</b>	<b>11.4</b>	<b>8.9</b>	<b>50.0</b>	<b>43.7</b>
(%yoy)	-59.3%	79.8%	1732.3%	흑자전환	122.8%	-48.3%	-56.2%	223.7%	1987.8%	-12.6%

자료: 유진투자증권

### 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	366.8	432.7	422.7	445.0
영업이익	32.9	60.0	40.9	45.7
세전이익	4.9	63.4	54.2	55.2
지배순이익	2.4	50.0	43.7	43.7
EPS(원)	110	2,287	1,999	2,002
PER(배)	172.5	10.6	10.1	10.1
OPM(%)	9.0%	13.9%	9.7%	10.3%
NPM(%)	0.7%	11.5%	10.3%	9.8%

자료: 유진투자증권

### 네오위즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	423	445	421	425	0.5%	4.7%
영업이익	41	46	71	45	-42.3%	2.2%
세전이익	54	55	72	45	-25.0%	22.2%
지배순이익	44	44	58	36	-24.1%	22.2%
% of Sales						
영업이익	9.7%	10.3%	16.9%	10.6%		
세전이익	12.8%	12.4%	17.1%	10.6%		
지배순이익	10.4%	9.9%	13.8%	8.5%		

자료: 네오위즈, 유진투자증권

### 네오위즈 목표주가 변경

적용 EPS(원)	2,019	12m fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	14	
목표주가(원)	28,000	기존 35,000 원 대비 25.0% 하향

자료: 유진투자증권

### 네오위즈 FY25-27 3개년 주주환원 정책

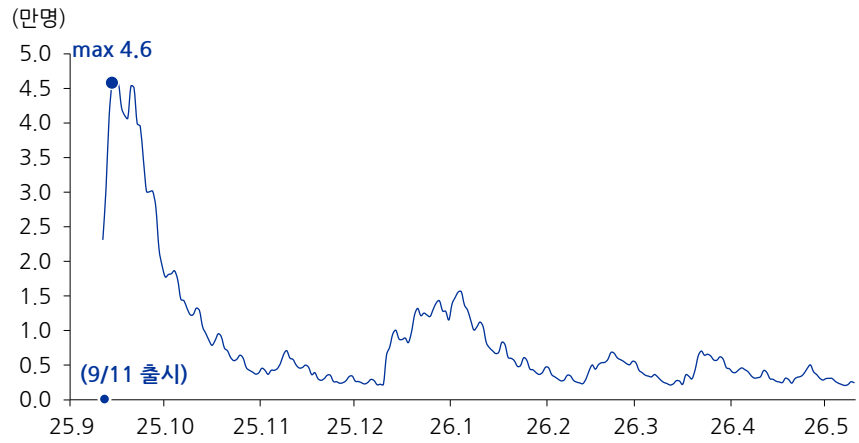
환원 재원 산출 기준	
Max [	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #f0f0f0;">                     ① 기본원칙 영업이익 × 20%                 </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #e0e0e0;">                     ② 최소보장액 100억 원                 </div> </div>
환원 재원	120억원 (FY2025 영업이익 599.8억원의 20%)
주주환원율	24.0% (환원액 120억 / 지배순이익 499.8억)
발행주식총수	-1.0% (21,856,816주 → 21,636,459주)



주1) 주주환원율 = (현금배당 + 자사주 소각) / FY2025 지배기업소유주 귀속 당기순이익  
 주2) 발행주식수 변동은 자사주 소각 반영 기준.

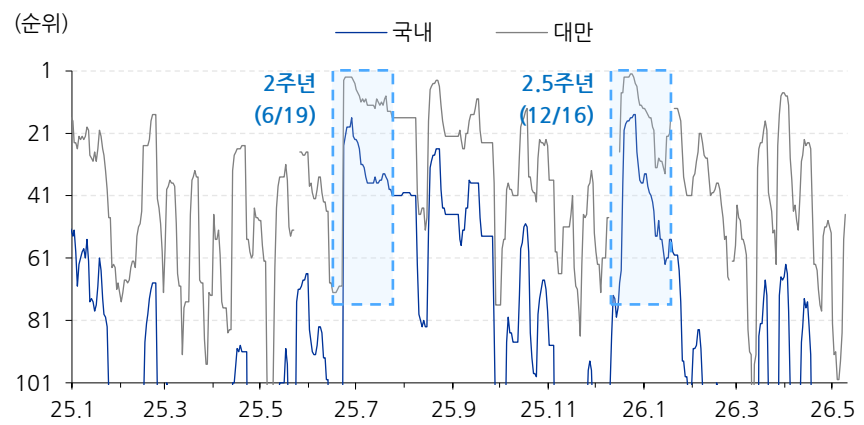
자료: 네오위즈, 유진투자증권

### Shape of Dreams 스팀 동시접속자 수 추이



자료: SteamDB, 유진투자증권

### 브라운더스트 2 국내, 대만 일 매출 순위



자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

## 네오위즈 신작 출시 일정

출시	게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱
4/28	고양이와 스프: 마법의 레시피	시뮬레이션	모바일	글로벌	자체개발
2H26	킹덤 2	MMORPG	모바일	글로벌	자체개발
	안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫폼어	PC	글로벌	퍼블리싱
2027 년~	Wolfeye Studios 신작	1 인칭 RPG	콘솔/PC	글로벌	퍼블리싱
	Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	콘솔/PC	글로벌	퍼블리싱
	프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	프로젝트 Rubicon	스토리 중심 RPG	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	P의 거짓 차기작	소울라이크	콘솔/PC	글로벌	자체개발
	프로젝트 Windi	소울라이크	콘솔/PC	글로벌	자체개발

자료: 네오위즈, 유진투자증권

주: 회색은 출시 완료된 게임

## 네오위즈(095660.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	671	620	679	709	748
유동자산	298	314	381	420	465
현금성자산	205	227	213	255	299
매출채권	48	49	59	55	56
재고자산	0	0	1	0	0
비유동자산	374	306	298	289	283
투자자산	137	119	135	140	146
유형자산	87	87	85	82	78
기타	149	100	79	68	58
<b>부채총계</b>	144	101	124	116	117
유동부채	113	81	108	100	101
매입채무	50	50	75	66	68
유동성이자부채	20	1	1	1	1
기타	43	31	32	32	33
비유동부채	31	20	16	16	16
비유동이자부채	4	3	2	2	2
기타	27	17	13	14	14
<b>자본총계</b>	528	519	556	594	631
지배지분	489	487	531	569	606
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	80	80	80
이익잉여금	428	421	521	559	596
기타	(80)	(75)	(81)	(81)	(81)
비지배지분	38	32	25	25	25
<b>자본총계</b>	528	519	556	594	631
총차입금	24	4	3	3	3
순차입금	(182)	(223)	(210)	(252)	(296)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	65	34	76	51	53
당기순이익	46	(7)	45	42	42
자산상각비	19	17	16	15	13
기타비현금성손익	7	60	27	(50)	(43)
운전자본증감	(1)	(26)	(3)	(5)	(1)
매출채권감소(증가)	(4)	2	(14)	4	(1)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	1	12	(9)	1
기타	3	(29)	(1)	(1)	(1)
<b>투자현금</b>	(10)	(16)	(117)	(9)	(9)
단기투자자산감소	37	(4)	(92)	(6)	(6)
장기투자증권감소	(22)	0	(0)	1	1
설비투자	1	1	1	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(6)	6	(1)	0	0
<b>재무현금</b>	(14)	(35)	(6)	(6)	(7)
차입금증가	(3)	(20)	(1)	0	0
자본증가	(10)	(15)	(5)	(6)	(7)
배당금지급	0	5	0	6	7
<b>현금 증감</b>	38	(13)	(45)	36	38
기초현금	92	130	117	72	108
기말현금	130	117	72	108	146
Gross Cash flow	72	70	88	56	54
Gross Investment	48	37	27	8	3
<b>Free Cash Flow</b>	24	33	60	48	50

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>매출액</b>	366	367	433	423	445
증가율(%)	24.1	0.3	18.0	(2.3)	5.3
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	366	367	433	423	445
판매 및 일반관리비	334	334	373	382	399
기타영업손익	21	(0)	12	2	5
<b>영업이익</b>	32	33	60	41	46
증가율(%)	61.5	4.2	82.2	(31.8)	11.7
<b>EBITDA</b>	50	50	76	56	59
증가율(%)	31.2	(0.3)	51.1	(26.1)	5.5
<b>영업외손익</b>	12	(28)	3	13	10
이자수익	3	6	5	6	6
이자비용	2	1	0	5	5
지분법손익	15	(5)	(1)	4	4
기타영업외손익	(4)	(29)	(1)	9	5
<b>세전순이익</b>	44	5	63	54	55
증가율(%)	124.6	(88.9)	1,205.9	(14.4)	1.7
법인세비용	(3)	12	18	13	13
<b>당기순이익</b>	46	(7)	45	42	42
증가율(%)	251.6	적전	흑전	(7.5)	1.9
지배주주지분	49	2	50	44	44
증가율(%)	272.5	(95.1)	1,987.8	(12.6)	0.1
비지배지분	(2)	(9)	(5)	(2)	(1)
<b>EPS(원)</b>	2,209	110	2,287	1,999	2,002
증가율(%)	272.5	(95.0)	1,987.8	(12.6)	0.1
수정EPS(원)	2,209	110	2,287	1,999	2,002
증가율(%)	272.5	(95.0)	1,987.8	(12.6)	0.1

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,209	110	2,287	1,999	2,002
BPS	22,213	22,296	24,302	26,027	27,725
DPS	245	0	303	300	300
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	12.1	172.5	8.8	10.1	10.1
PBR	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	8.1	3.8	3.0	3.3	2.4
배당수익율	0.9	0.0	1.5	1.5	1.5
PCR	8.1	5.9	5.0	7.9	8.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	8.6	9.0	13.9	9.7	10.3
EBITDA이익율	13.8	13.7	17.5	13.3	13.3
순이익율	12.7	(1.9)	10.4	9.9	9.5
ROE	10.4	0.5	9.8	7.9	7.4
ROIC	8.2	(18.2)	16.5	11.4	13.1
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(34.4)	(43.0)	(37.8)	(42.4)	(46.9)
유동비율	262.9	387.4	353.4	421.4	461.0
이자보상배율	17.2	63.0	1,228.8	8.5	9.1
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	9.6	7.5	8.0	7.4	8.1
재고자산회전율	4,730.8	2,567.9	1,251.0	836.7	915.7
매입채무회전율	8.2	7.4	6.9	6.0	6.6

**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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

