

네오위즈 (095660)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

〈P의 거짓〉으로 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장 흥행을 입증한 게임 개발사

네오위즈는 2007년 설립·코스닥 상장한 게임 개발·퍼블리싱사로, 웹보드 〈피망〉을 기반으로 콘솔·PC·모바일을 아우르는 다장르 포트폴리오를 보유. 2023년 자체 IP 소울라이크 〈P의 거짓〉으로 국내 게임사가 취약했던 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장 흥행을 입증하며 해외 매출 비중이 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 상승. 2025년은 〈P의 거짓: 서곡〉 판매 확대에 사상 최대 영업이익(600억 원, +82.2% YoY)을 기록했으며, 2026년은 대형 신작 공백으로 매출 4,280억 원(-1.1% YoY)·영업이익 410억 원(-31.6% YoY, OPM 9.6%)·지배순이익 414억 원(-17.2% YoY)의 숨 고르기가 예상됨

투자포인트: 반복 흥행 개발 역량과 IP 프랜차이즈화 잠재력, 주주환원이 받치는 하방

- ① 흥행을 반복하는 검증된 개발 역량: 최근 3년(2023~2025년) 출시·퍼블리싱한 주요 6개 타이틀 중 4개를 모바일·콘솔·PC 전반에서 흥행시키며 국내 주요 게임사 중 최상위 히트율 기록. 특정 작품의 운이 아닌 개발·라이브 운영·퍼블리싱 시스템에 기반해 흥행을 반복하며, 지난 10년 연속 영업흑자(OPM 한 자릿수 중후반~두 자릿수)로 실적 안정성을 입증
- ② '글로벌 IP 게임사' 재평가 잠재력: 검증된 자체 IP를 시리즈로 확장하는 프랜차이즈화를 전사 성장 전략으로 정립. 확장팩 〈P의 거짓: 서곡〉이 가능성을 보였고, 2028년 전후 출시될 정식 후속작이 성공하면 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 재평가되며 2026F PER 9.4배 멀티플의 상향 여지 확대
- ③ 주주환원으로 확인되는 하방 방어력: 2026년 중장기 주주환원정책(연결 영업이익의 20%·연 최소 100억 원 배당·자사주 소각) 공시. 무차입·순현금 구조로 시가총액의 약 79%(약 3,100억 원)에 해당하는 순현금성자산과 6년 연속 잉여현금흐름(FCF) 흑자가 환원 여력을 뒷받침

밸류에이션: 역사적 저점 수준의 PER, 관건은 차기작 통한 이익 반복성 입증

2026F PER 9.4배는 역사적 PER 밴드의 최하단 수준으로, 대형 신작 공백에 따른 2026년 이익 감소가 반영된 결과. 1Q26기준 시가총액의 약 79%에 해당하는 순현금성자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 저평가 해소의 관건은 〈P의 거짓〉 차기작 등 신작 흥행을 통한 이익 반복성 입증 여부로 판단

Forecast earnings & Valuation

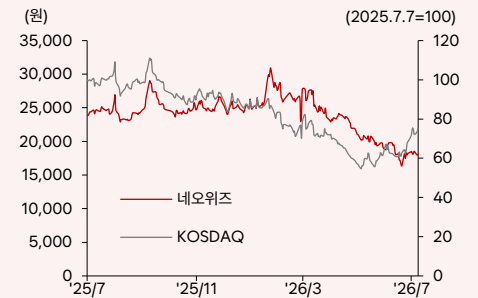
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
YoY(%)	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
영업이익(억원)	196	316	329	600	410
OP 마진(%)	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
지배주주순이익(억원)	131	487	24	500	414
EPS(원)	593	2,209	109	2,287	1,910
YoY(%)	-77.0	272.5	-95.1	2,001.2	-16.5
PER(배)	62.3	12.1	173.6	10.6	9.4
PSR(배)	2.8	1.6	1.1	1.2	0.9
EV/EBIDA(배)	16.5	8.1	3.8	3.3	1.0
PBR(배)	1.8	1.2	0.8	1.0	0.7
ROE(%)	2.9	10.4	0.5	9.8	7.5
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.0	1.2	1.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/14)	18,050원
52주 최고가	30,950원
52주 최저가	16,350원
KOSDAQ (7/14)	783.98p
자본금	110억원
시가총액	3,905억원
액면가	500원
발행주식수	22백만주
일평균 거래량 (60일)	7만주
일평균 거래액 (60일)	14억원
외국인지분율	21.21%
주요주주	나성균 외 11인 38.08%
	Norges Bank 5.24%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	-31.2	-26.8
상대주가	19.8	-17.4	-25.3



기업 개요

회사 개요 및 연혁

콘솔·PC·모바일 전 플랫폼에 걸친
다장르 포트폴리오를 보유한 게임
개발·퍼블리싱 기업

동사는 2007년 4월 (주)네오위즈홀딩스의 게임 사업부문이 인적분할되어 설립된 게임 개발·퍼블리싱 기업으로, 같은 해 7월 코스닥 시장에 상장했다. 2003년 출시한 웹보드 게임포털 <피망>을 기반으로 캐주얼·RPG·리듬 게임 등으로 장르를 확장해 왔으며, 특정 장르·플랫폼에 편중되지 않고 모바일·PC·콘솔을 아우르는 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 라인업으로는 소울라이크 <P의 거짓>, 수집형 RPG <브라운더스트2>, 힐링 시뮬레이션 <고양이와 스프>, 리듬게임 <디제이맥스 리스펙트>, 웹보드 <피망> 등이 있다.

동사는 자체 개발과 함께 개발사 인수·퍼블리싱을 병행하며 신작 공백을 최소화해 왔다. 2021년 <고양이와 스프> 개발사 하이드어, 2023년 모바일 MMORPG 개발사 파우게임즈를 자회사로 편입했고, <스컬>(한국 인디 최초 누적 100만 장)·<산나비> 등 국산 인디게임을 발굴·퍼블리싱했다. 글로벌 확장 측면에서는 <P의 거짓>으로 북미·유럽 등 서구권을, <브라운더스트2>로 일본·중화권(대만·홍콩 애플마켓 매출 1위)을 공략하며, 2025년 대만 법인을 설립하고 중국 법인 설립을 검토하는 등 현지 거점을 확대하고 있다.

연혁

2007~2019	2020~2022	2023~
2007. 07 법인 설립 및 코스닥 상장 2013. 04 네오위즈모바일(현, 네오위즈에이블스튜디오) 자회사 편입 2014. 06 핑거나이트 for Kakao, 국내 출시 2015. 02 핑거나이트, 게임온(일본)과 수출 계약 2015. 05 블랙스워드, 크레온과 인도네시아 수출 2015. 10 핑거나이트, 일본 서비스 시작 2016. 05 모바일 슬라거, 국내 출시 2016. 07 RIO 2016 Olympic Games, 전 세계 150개국 동시 출시 2016. 09 블랙스워드, NHN한게임과 일본 수출 계약 체결 2016. 11 블레스, 통투코리아와 모바일개발 라이선스 계약 2017. 04 브라운더스트, 한국 출시 2017. 06 네오위즈컴프스 자회사 편입 2018. 10 킹덤오브하이어로즈, 서비스 시작 2019. 03 브라운더스트, 북미/유럽 글로벌 156개국 서비스 시작 2019. 08 피망 뉴왓고, 피망 섯다, 피망 포커 3종 애플 앱스토어 출시 2019. 10 아베(A.V.A) IP 인수 2019. 12 네오팝 자회사 편입	2020. 03 블레스 언리쉬드, 출시(Xbox) 2020. 03 디제이맥스 리스펙트 V, 출시(Steam) 2020. 04 퀘스트게임즈 자회사 편입 2020. 06 슈퍼블레스 자회사 편입 2020. 10 블레스 언리쉬드, 출시(PS4) 2021. 01 스컬, 출시 2021. 02 스티키헨즈 자회사 편입 2021. 03 네오위즈-강원랜드, 슬롯머신 콘텐츠 사용 계약 체결 2021. 03 산나비, 퍼블리싱 계약 2021. 05 언소울드(Unsouled), 퍼블리싱 계약 2021. 08 블레스 언리쉬드, 출시(Steam) 2021. 08 네오위즈-강원랜드, 게임 콘텐츠 공동개발 협약 체결 2021. 09 켈플리트 인수 2021. 09 나날이 스튜디오와 모바일 게임 2종 퍼블리싱 계약 체결 2021. 10 스컬(콘솔 버전), 포레스트 아일랜드, 글로벌 출시 2021. 11 하이드어 인수 2021. 11 언소울드, 얼리 액세스 출시(Steam, Xbox) 2021. 12 자회사 에디스컴, 티엔케이팩토리에 흡수합병 2021. 12 아이돌리 프라이트, 국내 퍼블리싱 계약 2022. 05 스컬, 출시(Epic Games) 2022. 10 넷플릭스와 고양이와 스프 퍼블리싱 계약 2022. 11 고양이와 스프, 넷플릭스 에디션 공식 출시	2023. 02 아이돌리 프라이트, 글로벌 퍼블리싱 계약 2023. 05 고양이와 스프, 킹소프트 시요(중국)와 퍼블리싱 계약 2023. 05 머지 사바이벌, 글로벌 출시 2023. 05 파우게임즈 인수 2023. 06 아이돌리 프라이트, 글로벌 출시 2023. 09 P의 거짓 글로벌 출시 2023. 11 스컬 신규 DLC 출시 2024. 03 오 마이 앤, 한국·미국 출시 2024. 04 고양이와 스프, 중국 출시 2024. 05 리노게임즈와 '안녕서울: 이태원편' 퍼블리싱 계약 2024. 06 스컬 모바일 버전, 글로벌 출시 2024. 06 피망 포커, 피망 섯다, 갤럭시 스토어 출시 2024. 08 영웅전설:가가브트릴로지, 글로벌 출시 2025. 01 리자드스무디와 '세이프 오브 드림즈' 퍼블리싱 계약 2025. 02 울피아이스튜디오와 RPG 신작 퍼블리싱 계약 2025. 06 P의 거짓 DLC 글로벌 출시 2025. 09 세이프 오브 드림즈, 글로벌 출시 2025. 11 산나비 외전: 귀신 씩인 날, 글로벌 출시 2025. 12 산나비 외전: 귀신 씩인 날, 출시(Nintendo Switch)

네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주구성 및 지배구조

네오위즈홀딩스 지주회사 체제에
속하며, 글로벌 장기투자자 유입과
경영진의 지속적 장내매수가
확인되는 지배구조

2026년 7월 14일 기준 최대주주는 지주회사 (주)네오위즈홀딩스(6,776,338주·31.32%)이며, 창업자 나성균 의장(1,135,998주·5.25%)과 임원 등을 포함한 특수관계인(나성균 외 11인) 합산 지분율은 38.08%(8,239,912주)다. 자기 주식은 2,062,737주(9.53%)를 보유하고 있다. 자사주는 주주환원 정책에 따라 매년 일부를 소각하고(2026년 4월

60억 원 소각 완료), 나머지는 IP 소싱 등 전략적 투자 재원으로 활용할 방침이다.

창업자 중심의 지배구조

나성균 의장은 서울대 경영학과를 졸업하고 한국과학기술원(KAIST) 대학원(경영과학) 재학 중이던 1997년 동료들과 네오위즈를 창업한 1세대 인터넷 벤처 기업가다. 세계 최초 인터넷 자동접속 프로그램 '원클릭'과 웹 커뮤니티 '세이클럽'을 연이어 성공시켰으며, 특히 세이클럽의 아바타 유료화는 국내 디지털 아이템 과금 모델의 초기 사례로 평가된다. 이후 게임포털 (띠망)을 통해 사업의 중심축을 게임으로 이동했으며, 현재는 네오위즈홀딩스 이사회 의장이자 홀딩스 최대주주(약 42%)로서 지주회사를 통해 그룹을 총괄하는 동시에 네오위즈 지분 5.25%를 보유하고 있다.

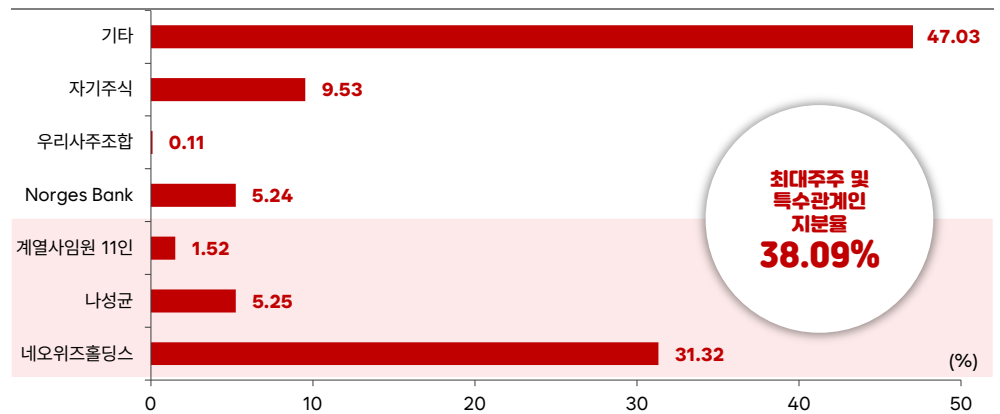
글로벌 장기투자자 유입과 거버넌스 관리 강화

주주구성에서 주목할 변화는 글로벌 국부펀드의 신규 진입이다. 노르웨이 중앙은행(Norges Bank)은 2026년 3월 지분 5.24%로 5% 이상 주요 주주에 신규 등재됐다. 노르웨이 중앙은행은 이전부터 동사 지분을 보유해 왔으며, 2025년 이후 국내 게임주 비중을 전반적으로 축소하는 국면에서도 동사 지분은 오히려 확대한 것으로 파악된다. 한편 회사는 장기·연기금 투자자의 요구에 대응해 2025년 하반기 ESG 전담 조직을 구성하고 2026년 6월 첫 지속가능경영보고서를 발간하는 등 거버넌스 관리를 강화하고 있다.

경영진 장내매수 지속

경영진의 장내매수는 일회성 이벤트가 아니라 수년에 걸쳐 반복된 흐름으로 나타나며, 특히 두 공동대표이사가 모두 참여했다는 점이 주목된다. 김승철 공동대표이사는 2023년 5월(주당 44,750원)·2024년 2월(24,635원)·2024년 11월(19,210원)·2025년 3월(21,345원) 등 주가 조정 국면에서 지속적으로 장내매수했고, 배태근 공동대표이사도 2025년 4월(23,150원)에 이어 2026년 5월(19,896원)까지 매수를 이어갔다. 사내이사 박성준(2025년 4월 23,062원·2026년 6월 18,645원)·이기원·이완수 등도 2025년 이후 매수에 동참했다. 매수 단가가 2023년 약 44,000원대에서 2026년 약 18,600~19,900원대까지 낮아지는 과정에서도 경영진의 지분 매입이 이어진 점은 주가 저평가에 대한 내부자의 인식으로 해석될 수 있다.

네오위즈 주주구성 (2026.07.14)



자료: 네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속기업 및 관계기업

주요 종속기업

모바일개발사·광고·스포츠게임·
일본 퍼블리싱 거점 등 20개
종속회사를 통해 게임 라인업과
수익 기반을 보완

2026년 1분기 말 기준 동사의 연결대상 종속회사는 총 20개이며, 그중 파우게임즈, 티앤케이팩토리, 스티키헨즈, 네오위즈스포츠, NEOWIZ GameOn이 주요 종속기업에 속해 있다(이하 지분율은 2026년 1분기 말 기준, 하이드이어는 2026년 1월 동사에 흡수합병).

파우게임즈(지분율 51.3%): 모바일 MMORPG 개발 자회사다. 2023년 5월 약 188억 원에 인수했으며, 자체 게임엔진 '레이엔진'을 기반으로 <킹덤: 전쟁의 불씨>(프리스톤테일M) 등을 개발·운영해 왔다. 2026년 하반기 출시 예정인 모바일 MMORPG <킹덤2>의 개발사로 동사 모바일 신작 파이프라인의 핵심 축을 담당하고 있다. 다만 2025년 순손실 57억 원으로 실적 부진이 이어지고 있어, <킹덤2>의 흥행 여부가 실적 반등의 관건으로 판단된다.

티앤케이팩토리(58.8%): 모바일 광고(애드테크) 자회사다. 2011년 설립된 광고 전문사로, 2021년 12월 동사 자회사(주)에디스콥을 흡수합병하며 편입됐다. 보상형·디스플레이 광고 등 광고 프로모션·수익화 플랫폼을 운영한다. 연결 '기타' 부문 광고 매출의 주축으로, 2025년 매출 425억 원·순이익 약 4억 원을 기록했다.

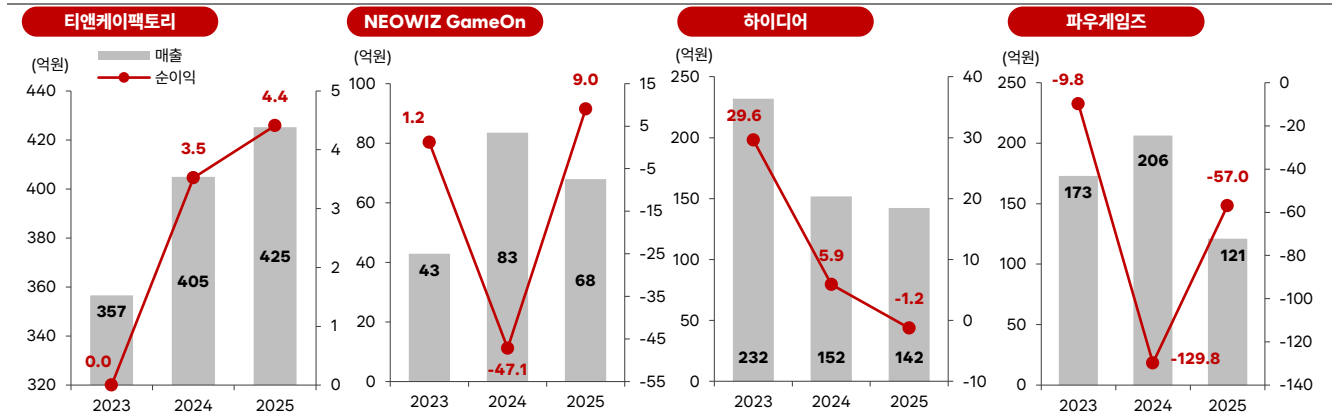
스티키헨즈(100%): 모바일 게임 개발 자회사다. 2016년 설립돼 2021년 2월 연결 종속회사로 편입됐으나, 이후 영업 실적 부진이 이어지면서 연결 실적 기여도는 미미한 수준으로 판단된다.

네오위즈스포츠(100%): PC·모바일 스포츠게임 개발 자회사다. 2022년 설립된 신생 법인임에도 2023~2024년 안정적인 흑자를 기록했다.

NEOWIZ GameOn(100%, 일본): 2007년 편입한 완전자회사로, 20년 이상 일본에서 PC 온라인게임 퍼블리싱을 영위해 온 일본 사업 총괄 및 글로벌 퍼블리싱 거점이다. 자체 개발 게임뿐 아니라 <로스트아크>(엘리온) 등 국내 대형 IP의 일본 현지 서비스를 담당해 왔으며, 2024년 순손실에서 2025년 순이익 약 9억 원으로 흑자 전환했다.

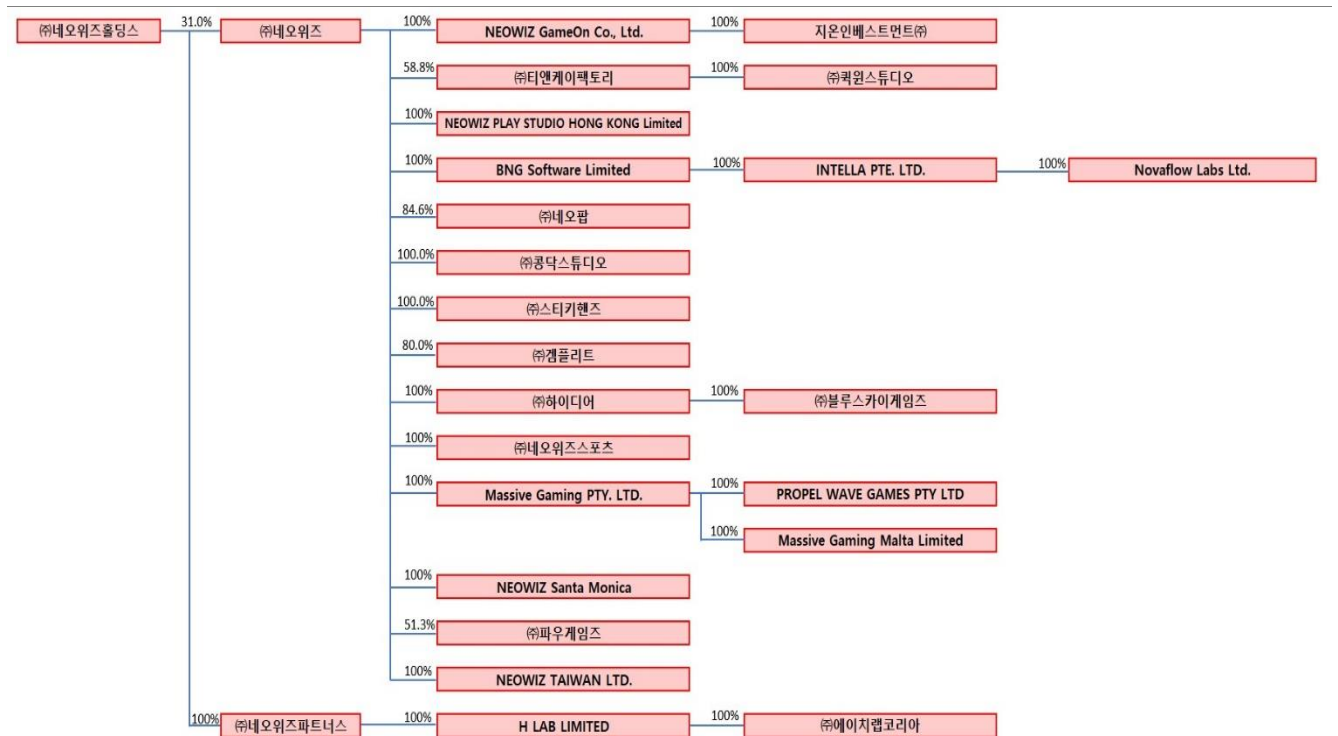
하이드이어(2026년 1월 흡수합병): 2021년 약 200억 원에 인수한 게임 개발사다. 글로벌 누적 약 8,000만 다운로드를 기록한 힐링 시뮬레이션 <고양이와 스프>를 개발·운영하며, 동사 캐주얼 라인업의 한 축을 담당하고 있다. 매출은 2023년 232억 원에서 2025년 142억 원으로 감소하며 2025년 소폭 적자로 전환했다. 2026년 1월 동사에 흡수합병됐다.

주요 종속기업 매출·당기순이익 추이(2023~2025년)



자료: 네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

네오위즈홀딩스 계열 지배구조(2025년 기준)



자료: 네오위즈홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

공동기업 및 관계기업

핵심 IP (브라운더스트2) 개발사
겜프스엔, 폴란드 AAA 개발사
Blank를 공동-관계기업으로
확보해 개발 역량과 주력 IP 강화

동사의 주요 관계-공동기업으로는 <브라운더스트2> 개발사 겜프스엔(공동기업)과 폴란드 게임 개발사 Blank(관계기업)가 있다.

(주)겜프스엔(공동기업-50%): 동사의 핵심 모바일 라이브 IP인 수집형 RPG <브라운더스트2>의 개발사. 동사는 2026년 1분기 중 약 46억 원을 들여 지분 50%를 취득하며 겜프스엔을 공동기업으로 신규 편입했다. 이는 기존 퍼블리싱 계약 관계에서 지분 투자 관계로 확장해, 주력 IP에 대한 통제력과 수익 배분을 강화한 것으로 판단된다. 편입

과정에서 인식한 지분법평가이익 약 38억 원이 2026년 1분기 순이익에 기여했으나, 이는 편입에 수반된 일회성 성격이 강해 경상적 이익과는 구분해 볼 필요가 있다.

Blank Sp. z o.o.(관계기업·21.26%): (위쳐)(사이버펑크 2077)을 개발한 CD프로젝트(CDPR) 출신 인력이 설립한 폴란드 소재 AAA급 콘솔·PC 게임 개발사다. 동사는 2023년 11월 약 220억 원을 투자해 지분을 확보했으며 아직 개발 단계인 만큼 지분법 손익 기여는 소폭 손실 수준이다.

이 밖에 베트남 ADSOTA(49%)와 지온재기지원펀드 등 투자조합·펀드를 관계기업으로 두고 있으나, 장부가가 각 1~2억 원대에 그치는 소액 재무적 투자로 실적 영향은 미미하다.

4 비즈니스 모델

웹보드 (피망)이 안정적인
현금흐름을 창출하고, (P의
거짓)(브라운더스트2) 등
자체 IP가 성장을 견인
자체 IP 콘솔 PC와 글로벌 모바일
비중 확대에 따라 해외 매출과
수익성이 개선되는 구조

동사의 2025년 연결기준 매출 비중은 콘솔·PC 게임 45.9%, 모바일 게임 45.2%, 임대·광고 등 기타 8.9%로 구성된다. 게임 부문이 전사 매출의 약 91%를 차지하며, 매출 대부분이 게임 사업에서 발생하는 구조다.

게임부문(매출비중 91%, OPM 14.9%)

주요 게임 라인업

2025년 연결 매출 기준 주요 타이틀별 비중은 웹보드 (피망)이 30% 내외로 가장 크고, (브라운더스트2)가 20% 안팎, (P의 거짓)이 10%대 중반, 나머지 게임(고양이와 스프)(디제이맥스)·파우게임즈 개발작 등)과 광고 등 기타 매출은 각각 10% 안팎을 차지하는 것으로 추정된다. 주요 타이틀 개요는 다음과 같다.

(P의 거짓): 콘솔·PC 기반 소울라이크(고난도 액션 RPG) 장르로, 사내 스튜디오 라운드8이 개발한 자체 IP다. 동화 '피노키오'를 어두운 세계관으로 재해석한 작품이며, 수익모델(BM)은 이용자가 게임을 1회 구매하는 패키지 방식이다. 2023년 9월 출시돼 그해 대한민국 게임대상 대상을 수상했다. 2025년 6월 확장팩(DLC) (서곡(Overture))을 포함해 글로벌 누적 약 400만 장이 판매됐다.

(브라운더스트2): 캐릭터를 수집·육성하는 모바일 서브컬처 RPG로, 개발은 공동기업 겜프스엔(지분 50%)이 담당하는 동사의 자체 IP다. 2023년 6월 글로벌 출시된 라이브 서비스형 게임으로, 글로벌 누적 약 270만 다운로드를 기록했으며 정기 업데이트와 주년 이벤트를 통해 매출을 창출한다.

(고양이와 스프): 고양이를 모으고 공간을 꾸미는 모바일 방치형 힐링 게임으로, 동사가 인수한 스튜디오 하이드이어가 개발한 자체 IP다. 2021년 출시 이후 190여 개국에서 서비스되고 있으며, 누적 약 8,000만 다운로드와 일간이용자(DAU) 약 120만 명을 기록했다. 광고와 소액 과금이 주요 수익원이다.

(디제이맥스 리스펙트): 음악에 맞춰 조작하는 콘솔·PC 리듬 게임으로, 동사의 자체 IP다. 휴대용 콘솔 PSP에서 출발해 PS4(2017년)·스팀(2020년)으로 플랫폼을 확장했으며, 누적 약 900만 다운로드를 기록했다.

웹보드 (피망): 고스톱·포커 등 이용자 간 대전 방식의 웹보드(카드·보드) 게임으로, 자체 게임 포털 (피망)에서 서비스되는 자체 IP다. PC와 모바일에서 모두 서비스되나 매출 기여는 PC 비중이 상대적으로 높은 것으로 파악된다. 신작 출시 없이도 안정적인 현금흐름을 창출하는 국내 장수 캐시카우이며, 사행성 방지를 위해 이용자 1인당 월 결제한도 등 웹보드게임 규제(게임산업법 시행령)를 적용받는다. 해당 규제는 2년마다 재검토(일몰)를 거쳐 완화돼 왔으며, 2026년 2월 월 결제한도가 70만 원에서 100만 원으로 상향됐다.

플랫폼별 서비스 방식

게임 사업은 서비스 플랫폼에 따라 콘솔, PC, 모바일로 구분된다.

콘솔: PlayStation·Xbox·Nintendo Switch 등 콘솔 플랫폼을 통해 패키지(프리미엄) 형태로 판매된다. 이용자가 게임을 1회 구매(글로벌 신작 기준 약 60~70달러)하는 구조로, 누적 판매량과 신작 출시 빈도가 매출을 좌우한다. 플랫폼 수수료(약 30%)가 부과되며, 스토어 정기 세일 등 할인 정책에 따라 평균 판매단가가 변동한다. 대표작은 《P의 거짓》(디제이맥스 리스펙트)다.

PC: PC 게임의 경우 서비스 경로가 크게 두 가지로 나뉜다.

첫째, 스팀(Steam) 등 글로벌 PC 디지털 유통 플랫폼(ESD, 온라인 다운로드 판매)을 통한 패키지 유료 판매다. 콘솔과 마찬가지로 이용자가 게임을 1회 구매하는 구조로, 동사의 자체 IP 패키지가 해외로 판매되는 주요 채널이다. 대표작은 《P의 거짓》이다.

둘째, 자체 게임 포털(피망)을 통한 PC 온라인 직접 서비스다. 고스톱·포커 등 웹보드 게임을 무료로 제공한 뒤 인게임 아이템(게임머니) 판매로 수익을 창출하며, 외부 플랫폼에 수수료를 내지 않는 점이 특징이다. 대표작은 웹보드 《피망》이다.

모바일: 구글 플레이·애플 앱스토어를 통해 무료 배포한 뒤 인게임 유료 아이템·광고로 수익을 창출하는 부분 유료화(F2P) 방식이다. 매출은 이용자 수(MAU·DAU)와 주년·이벤트 성과에 좌우되며, 이용자당 결제액은 평소 낮은 편이나 주년·이벤트 시 신규 확률형 콘텐츠가 추가되며 상승하는 경향이 있다. 대표작은 《브라운더스트2》와 《고양이와 스프》다.

게임별 수익성 (웹보드 《피망》 > 자체 IP 《P의 거짓》(디제이맥스) > 퍼블리싱작)

게임별 수익성은 과금 방식과 유통 구조에 따라 차이가 있는 것으로 판단되며, 자체 IP 콘솔·PC 매출 비중이 확대될수록 전사 수익성이 개선되는 구조다. 세부적으로 보면, 웹보드 《피망》의 수익성이 가장 높은 것으로 추정되는데, 자체 포털에서 결제가 이뤄져 외부 플랫폼 수수료 없이 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담하기 때문이다. 다음은 자체 IP 콘솔·PC 타이틀(《P의 거짓》(디제이맥스))로, 출시 이후 라이브 개발비와 마케팅비 부담이 제한적이어서 초기 손익분기점을 넘어서 뒤에는 매출의 상당 부분이 이익으로 남는 것으로 파악된다. 반면 외부 개발사 게임을 유통하는 퍼블리싱 타이틀(인디 퍼블리싱작 《스컬》(산나비)·《세이프 오브 드림즈》 등)은 개발사에 수익을 배분(통상 5:5~6:4)하고 마케팅비를 부담해야 해 영업이익률이 상대적으로 낮은 것으로 파악된다.

해외비중

동사의 2025년 지역별 매출 비중은 해외 51.2%, 국내 48.8%다. 해외 매출 비중은 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 꾸준히 상승했으며, 《P의 거짓》 본편·DLC의 서구권 흥행과 《브라운더스트2》의 해외 매출 확대가 이를 견인했다.

타이틀별 해외 비중은 《P의 거짓》 97%, 《브라운더스트2》 82%, 《디제이맥스 리스펙트》 44%이며, 《고양이와 스프》는 활동 이용자의 97%가 해외 이용자다. 반면 웹보드 《피망》은 국내 매출 중심이어서, 자체 IP 콘솔·PC와 글로벌 모바일 타이틀의 매출 비중이 확대될수록 전사 해외 비중이 상승하는 구조다.

권역별로는 서구권(북미·유럽)과 중화권·아시아가 양대 축이다. 〈P의 거짓〉은 북미·유럽 등 서구권이 핵심 시장이며, 중화권에서도 두터운 이용자 기반을 확보하고 있다. 〈브라운더스트2〉는 대만 등 아시아(한국·일본 제외)가 최대 권역으로 비중이 확대되는 가운데 일본·북미가 뒤를 잇는다. 동사는 이러한 권역별 수요에 대응해 일본(NEOWIZ GameOn)·미국(NEOWIZ Santa Monica) 거점에 더해 2025년 대만 법인을 설립했으며, 2026년 상반기 중국 법인 설립을 추진하는 등 현지화·마케팅 역량을 강화하고 있다.

네오위즈 게임 라인업

구분	자체제작					퍼블리싱
이미지						
게임명	〈P의 거짓〉	〈브라운더스트2〉	〈고양이와 스프〉	〈디제이맥스 리스펙트〉	웹보드 〈피망〉	〈스컬〉〈산나비〉〈세이프 오브 드림즈〉
플랫폼	PC·콘솔	모바일	모바일	PC·콘솔	PC·모바일	PC·콘솔
장르	소울라이크 액션 RPG	수집형 서브컬처 RPG	방치형 힐링 SIM	리듬	웹보드(고스톱·포커)	인디
해외 비중	97%	82%	97%	44%	국내 중심	—
주요 특징	자체 IP 대표작, 글로벌 누적 약 400만 장, 2023 대한민국 게임대상 대상	모바일 매출의 핵심 라이브 IP, 글로벌 누적 약 270만 DL	190여 개국 서비스, 누적 약 8,000만 DL·DAU 약 120만	자체 IP, PSP →PS4·스팀 확장, 누적 약 900만 DL	자체 포털 최대 캐시카우 (PC 비중 높음), 결제한도 규제 적용	국산 인디 퍼블리싱작, 매출 기여는 작으나 꾸준함

주: 웹보드 〈피망〉, 퍼블리싱의 경우 해외매출 미공개

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 주요 서비스 채널별 플랫폼 구분



플랫폼	서비스 채널	비즈니스 모델	대표게임
콘솔	PlayStation·Xbox·Nintendo Switch	패키지(프리미엄)·1회 구매	〈P의 거짓〉〈디제이맥스 리스펙트〉
PC	스팀(ESD) / 자체 포털 〈피망〉	패키지 + 웹보드(게임머니)	〈P의 거짓〉〈디제이맥스 리스펙트〉웹보드 〈피망〉
모바일	구글 플레이·애플 앱스토어	부분유료화(F2P)·아이템·광고	〈브라운더스트2〉〈고양이와 스프〉웹보드 〈피망〉

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

임대·광고 등 기타부문(매출비중 8.9%, 광고 OPM 5.6% / 임대 OPM 64.5%)

게임 외 매출은 사옥 임대와 광고 사업으로 구성된다.

광고는 자회사 티앤케이팩토리(지분 58.8%)가 게임을 포함한 다양한 산업군에 제공하는 모바일 광고 서비스로, 일정 수준의 매출 규모를 보유하고 있으나 수익성은 상대적으로 낮다.

반면 **임대**는 본사 사옥의 유휴 공간을 임대하는 사업으로, 매출 규모는 작지만(2025년 62억 원) 감가상각 외 비용 부담이 제한적이어서 영업이익률이 약 65%(영업이익 40억 원)에 달하는 고마진 수익원이다.

비용구조

2025년 연결 영업비용은 3,727억 원으로 매출(4,327억 원)의 86.1%를 차지했으며, 영업이익률은 13.9%로 국내 게임사 중 상위권 수준을 유지했다. 매출이 자체 IP 게임과 웹보드에 집중돼 있어, 외부 IP 로열티 부담이 큰 라이선스 기반 게임사보다 비용률이 낮은 점이 높은 수익성의 배경이다. 다만 별도(게임 본사) 영업이익 717억 원 대비 연결 영업이익은 600억 원에 그쳤는데, 이는 일부 자회사 손실이 본사 이익을 상쇄했기 때문이다.

주요 비용항목은 ① 인건비 1,596억 원(매출 대비 36.9%), ② 변동비 1,381억 원(31.9%), ③ 마케팅비 308억 원(7.1%), ④ 상각비 159억 원(3.7%), ⑤ 기타 283억 원(6.5%)으로 구성된다.

성격별로는 플랫폼 수수료·퍼블리싱 수익배분 등 매출 연동 변동비가 약 32%, 인건비·상각비 중심의 고정비가 약 47%, 신작 출시 시점에 따라 달라지는 마케팅비가 약 7%를 차지한다. 이에 따라 전사 영업이익률은 자체 IP 콘솔·PC 대작의 흥행 여부에 따라 분기별 편차가 크게 나타난다. 개발비와 라이브 운영비 부담이 상대적으로 낮은 자체 IP 대작이 흥행할 경우 영업이익률은 20% 내외까지 상승할 수 있으나, 신작 공백기에는 한 자릿수로 하락하며 평시에는 10%대 초중반에서 형성되는 것으로 파악된다.

인건비(매출 대비 36.9%)

급여·퇴직급여·주식보상비용 등으로 구성되며, 대부분 게임 개발·운영 인력에 지급되는 비용이다. 전사 인력은 2026년 1분기 말 약 1,180명이며, 연결 인건비는 연 1,600억 원 내외에서 큰 변동 없이 유지되고 있다(2024년 1,572억 원 → 2025년 1,596억 원). 2025년 매출이 18% 증가하는 동안 인건비는 전년 수준에 머물면서 영업이익 증가(+82%)의 핵심 레버리지로 작용했다. 다만 차기작 개발과 글로벌 퍼블리싱 확대에 따라 개발 인력 채용이 이어지고 있어(2026년 1분기 유럽 인력 확충 등), 인건비의 절대 규모가 크게 감소하기는 어려울 전망이다.

변동비(매출 대비 31.9%)

게임이 유통되는 플랫폼에 지급하는 수수료와 퍼블리싱 게임의 개발사 수익배분(RS)이 대부분으로, 매출에 직접 연동된다. 콘솔(PlayStation·Xbox), PC(스팀), 모바일(구글·애플)은 통상 결제액의 약 30%를 수수료로 부과하는 반면, 자체 포털 <피망> 웹보드는 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담해 채널별 비용을 차이가 크다. 연결 변동비율은 2024년 25.7%에서 2025년 31.9%로 6.2%p 상승했다. 이는 수수료 부담이 낮은 웹보드보다 플랫폼 수수료가 적용되는 콘솔·PC·앱마켓 게임의 매출 비중이 확대된 영향으로 판단된다.

마케팅비(매출 대비 7.1%)

신규 이용자 확보와 대형 업데이트·신작 출시에 집행되는 재량적 비용으로, 회사가 집행 시점과 규모를 조절할 수 있다. 마케팅비는 2024년 351억 원에서 2025년 308억 원으로 감소했다. 《P의 거짓》(브라운더스트2) 등 검증된 IP의 기존 팬덤을 활용해 신규 이용자 확보 비용을 낮춘 영향으로 판단된다. 실제 최근 5개년 평균 매출 대비 마케팅비 비중은 10.3%로 글로벌 게임업계 평균(15~25%)을 크게 밑돈다. 다만 2026년 이후 신작 출시가 본격화되면 초기 이용자 확보를 위한 마케팅비는 확대될 가능성이 있다.

상각비·기타(매출 대비 각각 3.7%-6.5%)

상각비는 소프트웨어·산업재산권 등 무형자산과 유형·사용권자산의 감가상각비로 구성되며, 2024년 173억 원에서 2025년 159억 원으로 소폭 감소했다. 기타 비용은 서버·인프라 운영비 등으로 구성된다.

5 참고자료

중장기 리레이팅의 핵심인 《P의 거짓》 차기작을 비롯한 다양한 신작 파이프라인 보유

신작 파이프라인 (2026~2027년)

동사는 연 1개 이상의 신작 출시를 목표로 2년 전부터 개발 조직을 확충해 왔으며, 2027년 이후 신작 라인업이 본격화될 전망이다. 각 프로젝트는 개발 성숙도에 따라 프로토타입(초기 기획 검증)·버티컬 슬라이스(핵심 재미 검증)·프로덕션(본격 제작) 단계로 관리된다. 라인업은 크게 2026~2027년 대형 신작 공백을 메울 단기·중형 신작(《킹덤2》 등 프로덕션 단계의 퍼블리싱·자체 개발작)과, 중장기 리레이팅의 핵심인 AAA 대작 《P의 거짓》 차기작으로 나뉜다.

《P의 거짓》 차기작: 스튜디오 라운드8이 전담하는 콘솔·PC 소울라이크로, 개발 자원이 가장 많이 투입되는 프로젝트다. 1편(피노키오)의 엔딩에 등장한 '도로시(오즈의 마법사)'로 무대를 넓혀 여러 고전 동화를 아우르는 세계관으로 확장할 계획이다. 2024년 1월 소수 인력의 콘셉트 기획으로 출발해 2025년 6월 DLC 출시 후 약 50명 규모로 본격 개발에 착수했고, 2026년 3월 핵심 재미를 검증하는 버티컬 슬라이스 단계에 진입했다. 본편 개발에 약 3년 8개월이 소요됐고 차기작은 이보다 큰 규모를 목표로 하는 만큼, 출시는 2028년 전후로 추정된다.

《킹덤2》: 자회사 파우게임즈가 개발하는 자체 MMORPG로, 2026년 하반기 초 출시를 목표로 사전예약 등 마케팅을 준비하고 있다. 판호(중국 게임 서비스 허가) 발급 제약으로 중국 본토 대신 대만·홍콩 등 MMORPG 수요가 높은 중화권을 우선 공략한 뒤 서비스 지역을 확대할 계획이다. 대형 실적 기여보다는 콘솔·PC 신작 공백을 보완하는 역할을 클 것으로 판단된다.

Wolfeye 신작: 《디스아너드》(메타크리틱 91점)·《프레이》(84점)를 만든 아케인 스튜디오 창업진이 설립한 북미 스튜디오의 1인칭 RPG로, 동사가 2025년 2월 글로벌 퍼블리싱 계약을 체결했다. 현재 프로덕션 단계로 콘솔·PC 기대작 중 출시 가능성이 가장 높으며, 2027년 출시가 예상된다. 서구권에서 개발 역량을 검증받은 제작진의 작품이라는 점에서 글로벌 흥행 기대가 상대적으로 높은 프로젝트로 판단된다.

프로젝트 Windi: 외부에서 영입한 이상균 디렉터((마비노기 영웅전) 연출·각본, 소설가 출신)가 개발하는 소울라이크 다. P의 거짓을 통해 축적한 개발 경험을 활용해 자체 콘솔 라인업을 확대하기 위한 프로젝트로, 현재 초기 프로토타입 단계다.

그 밖에도 자체 개발과 퍼블리싱을 병행해 신작을 준비하고 있다.

자체 개발작으로는 서브컬처 스토리 분야에서 고정 팬층을 보유한 진승호 디렉터의 스토리 RPG **프로젝트 Rubicon**(버티컬 슬라이스)과 라이프 시뮬레이션 **프로젝트 CF**(프로덕션)가 있다.

퍼블리싱작으로는 폴란드 개발사 **Zakazane**의 서부 느와르 CRPG 신작(프로덕션, 2025년 2월 계약, 2027년 전후 출시 전망)과 이태원을 배경으로 한 PC 퍼즐 플랫폼머 **안녕서울: 이태원편**(2026년 하반기 출시 예정)이 있다.

한편 2026년 5월 마일스톤 리뷰를 통과한 신작도 있어 향후 파이프라인이 추가될 가능성이 있다.

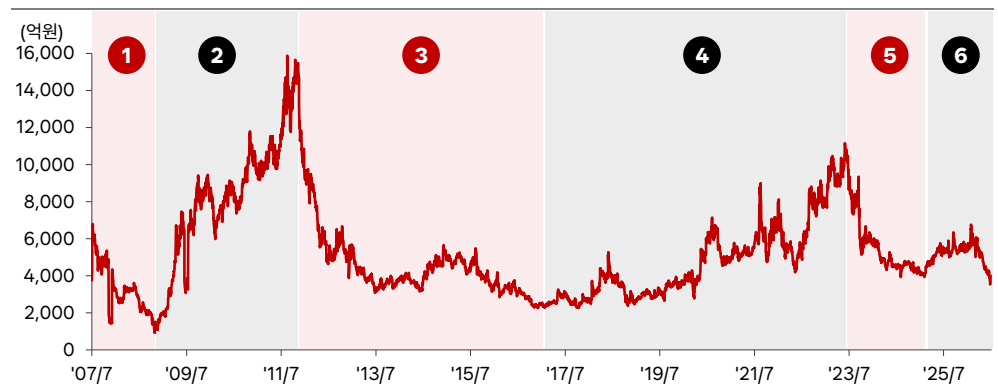
신작 출시 일정

게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱	개발단계
킹덤 2	MMORPG	모바일	한국/중화권	자체개발	2H26 출시
안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫폼머	PC(Steam)	글로벌	퍼블리싱	2H26 출시
Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Production
프로젝트 Rubicon	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
P의 거짓 차기작	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
프로젝트 Windi	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Prototype

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

상장 이후 시가총액 추이

시가총액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요일정

2H26 킹덤 2 한국/중화권 출시

2H26 안녕서울: 이태원편 글로벌 출시

주가 키폭터: 1) 신작 및 후속작(DLC) 모멘텀, 2) 웹보드게임 규제

1. 2007~2008년 시가총액 하락: 매크로 환경과 재계약 우려

- 2008년 금융위기로 증시 조정 및 핵심 매출원 '스페셜포스'의 개발사 드래곤플레이와의 갈등으로 재계약 우려 제기

2. 2009~2011년 시가총액 상승: 퍼블리셔 입지 공고화

- 2009/2 드래곤플레이와의 재계약으로 우려 잠식. 퍼블리싱 3종 '피파온라인2', '크로스파이어', '아바' 글로벌 흥행으로 2Q11 역대 최대 실적을 기록, 국내 게임 상장사 매출 1위 달성

3. 2012~2016년 시가총액 급락 후 저점 회복: 퍼블리셔의 한계 확인

- 2013년 넥슨의 '피파온라인3' 퍼블리싱 계약 체결, 2014년 웹보드게임 규제, 2016년 '크로스파이어' 서비스 종료 등 악재 발생에 따른 시가총액 단계적 하락. 2015년 '블레스' 출시 전 기대감으로 시가총액 소폭 상승

4. 2017~2023년 시가총액 장기 우상향: 자체 IP 중심의 체질 전환 및 신작 모멘텀

- 자체 IP 'DJMAX 리스펙트', '브라운더스트' 성장, 2020년 팬데믹 수혜, 2022/7 웹보드게임 월 구매한도 규제 완화 등 호재 지속. 특히 'P의 거짓' 모멘텀(2022/8 게임스컴 3관왕, 2023/6 출시일 확정 및 데모 공개 등)이 상승을 견인

5. 2023~2024년 주가 급락: 'P의 거짓' 출시 효과 소멸 및 어닝 쇼크

- 2023/9 'P의 거짓' 출시 후 셀은. 실적 둔화와 자회사 파우게임즈 영업권 손상으로 2024년 연결기준 순손실 기록

6. 2025년~현재 시가총액 반등 후 재급락

- 신작 '세이프 오브 드림즈' DLC 'P의 거짓: 서곡' 출시 후 호실적 기록. 이후 신작 효과 소멸로 1Q26 실적 부진, 국내 증시 주도주(반도체) 수급 쏠림, 대형 신작 공백에 따른 모멘텀 부재로 주가 하락



투자포인트

1 흥행을 반복하는 검증된 개발 역량

모바일·콘솔·PC를 아우르는 국내
최상위 흥행물과, 자체 IP (P의
거짓)의 글로벌 콘솔·PC 흥행이
입증한 반복 흥행 역량

동사의 핵심 경쟁력은 흥행작을 반복적으로 만들어내는 개발 역량이다. 최근 출시·퍼블리싱한 주요 타이틀 다수를 모바일·콘솔·PC에 걸쳐 흥행시키며 국내 주요 게임사 중 최상위 수준의 흥행 성공률(히트율)을 기록했고, 그 정점이 2023년 출시한 자체 IP 소울라이크 (P의 거짓)이다. 웹보드 (피망)과 모바일 라이브 IP를 주력 캐시카우로 삼아온 동사는 이 작품을 통해 국내 게임사가 상대적으로 취약했던 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장에서도 흥행 성과를 거뒀고, 그 결과 해외 매출 비중이 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 상승하며 글로벌 게임사로 도약할 기반을 마련했다.

흥행을 반복하는 개발 역량

게임 개발에는 수년의 기간과 대규모 비용이 선투입되지만, 신작의 흥행 여부를 사전에 예측하기는 어렵다. 흥행에 성공하면 이익이 크게 증가하지만, 실패하면 개발비 회수조차 쉽지 않아 게임사의 실적은 흥행작 유무에 따라 큰 폭으로 변동한다. 이러한 환경에서 흥행을 특정 작품의 운에 맡기지 않고 꾸준히 반복해내는 개발 역량은 실적의 예측 가능성을 높이는 동시에, 경쟁사가 쉽게 따라오기 어려운 구조적 경쟁력이다.

동사의 강점이 바로 이 지점에 있다. 최근 3년(2023~2025년)간 출시·퍼블리싱한 주요 6개 타이틀 가운데 자체 IP (브라운더스트2)(모바일), (P의 거짓) 본편·확장팩(콘솔·PC), 퍼블리싱작 (셰이프 오브 드림즈)(PC) 4개가 흥행에 성공하며 국내 주요 게임사 중 최상위 수준의 히트율을 기록했다.

흥행작이 특정 장르나 플랫폼에 편중되지 않았다는 점도 특징이다. 이들 타이틀은 모바일·콘솔·PC를 모두 아우른다. 여기에 자체 IP 리듬게임 (디제이맥스), 힐링 시뮬레이션 (고양이와 스프), 한국 인디게임 최초로 100만 장 판매를 기록한 (스컬) 등 기존 흥행작까지 더하면 장르와 플랫폼의 범위는 더욱 넓어진다.

개발 역량의 정점: (P의 거짓)

(P의 거짓)은 동사가 2023년 9월 출시한 소울라이크(고난도 액션 RPG) 장르의 콘솔·PC 게임이다. 출시 전 게임스컴 어워드(세계 최대 게임쇼 게임스컴의 공식 시상) 2022에서 한국 게임 최초로 3관왕에 올랐으며, 출시 후 약 한 달 만에 흥행의 상징적 기준인 밀리언셀러(누적 100만 장)를 돌파했다.

2025년 6월에는 본편 이전 시점을 다룬 프리퀄 확장팩(DLC) (P의 거짓: 서곡(Overture))이 출시되면서 본편·확장팩 합산 글로벌 누적 판매량이 약 400만 장(손익분기점 약 100만 장의 4배)에 이르렀다. (P의 거짓) 매출의 약 97%가 해외, 특히 콘솔·PC 수요가 큰 북미·유럽 등 서구권에서 발생한다는 점도 글로벌 시장에서 통하는 IP로 자리 잡았음을 보여준다.

이러한 성과는 국내 게임산업의 구조를 고려할 때 더욱 의미적이다. 국내 게임산업은 PC 온라인·모바일 분야에서 세계 4위권의 개발 역량을 축적한 모바일 강국이다. 다만 글로벌 모바일 시장이 완만한 성장을 이어가는 것과 달리, 국내 게임사가 강점을 보였던 고과금·확률형 중심의 모바일 수익모델은 짧은 제품 수명, 이용자 피로, 규제 부담이라는 한계에 직면했다. 여기에 자본력과 개발력을 앞세운 중국 게임사의 공세까지 강화되며 성장 동력도 약화되고 있다(자료: Newzoo·2025 대한민국 게임백서).

반면 국내 게임사에 여전히 성장 여력이 크게 남아 있는 영역은 콘솔·PC(프리미엄) 시장이다. 콘솔 시장은 <GTA6> 출시와 신형 콘솔(닌텐도 스위치 2) 사이클이 맞물리며 2025~2028년 연평균 약 4.4% 성장이 전망되고, PC 시장도 견조한 흐름을 이어가고 있다(자료: Newzoo). 이에 모바일을 넘어 콘솔·PC 시장에서 경쟁력을 확보하는 것이 국내 게임사의 중장기 성장 과제로 부상했다.

다만, 국내 게임시장에서 콘솔이 차지하는 비중은 2025년 기준 약 5%로 글로벌 평균(약 24%)의 5분의 1 수준에 그쳐(자료: 2025 대한민국 게임백서), 대다수 국내 게임사에는 아직 미개척 영역에 가깝다.

콘솔·PC(프리미엄) 시장의 진입장벽도 높다. 완성된 게임을 한 번에 판매하는 구조이기 때문에 출시 시점의 콘텐츠 완성도가 판매량을 좌우하며, 방대한 싱글플레이 콘텐츠와 고사양 하드웨어 최적화를 초기부터 높은 수준으로 구현해야 해 모바일·온라인 게임보다 높은 개발 역량이 요구된다. 여기에 콘솔·PC 대작은 평균 개발비가 2억 달러를 넘는 고위험·고수익 영역이어서, 모든 국내 게임사가 선택할 수 있는 성장 전략은 아니다.

진입장벽이 높은 만큼 성공 사례도 드물다. 자체 IP로 서구권 콘솔 시장에서 흥행한 국내 게임은 <P의 거짓>과 시프트업 <스텔라 블레이드>(약 610만 장), 펠어비스 <붉은사막>(약 600만 장) 정도다. 이 가운데 <P의 거짓>은 콘솔 불모지에 가까웠던 국내에서 자체 IP만으로 글로벌 프리미엄 시장에서 흥행할 수 있음을 2023년 가장 먼저 입증한 AAA급 성공작으로 평가된다.

흥행을 반복하는 시스템: 개발·운영·소싱

이 같은 반복 흥행은 동사가 장기간 축적해 온 조직적 시스템에서 비롯된다. 이 시스템은 게임을 직접 만드는 자체 개발 역량, 출시된 IP의 흥행을 장기화하는 라이브 운영 역량, 검증된 외부 IP를 발굴하는 퍼블리싱·투자 역량으로 구성된다.

① 자체 개발 역량: 동사는 흥행작을 반복적으로 창출하기 위해 인력 구성과 개발 프로세스를 체계화했다. 인력 측면에서는 이용자 몰입을 좌우하는 스토리 설계 역량을 갖춘 디렉터를 외부에서 영입해 왔다. 신작 착수 단계에서는 콘셉트의 독창성, 시장 내 경쟁력, 자체 개발 가능성을 기준으로 프로젝트를 선별한다. 개발 과정에서는 이용자 관점에서 수집한 플레이 데이터를 지속적으로 반영해 완성도를 높이고, 개발진 전원이 참여하는 개방형 피드백 체계를 통해 개발 범위의 과도한 확대와 일정 지연을 방지한다.

② 라이브 운영 역량: 모바일 게임은 출시 이후 콘텐츠 업데이트와 이용자 소통이 IP의 수명과 매출을 좌우한다. 이에 동사는 팬덤과의 소통을 기반으로 업데이트 공백을 최소화하는 운영을 지향한다. 실제 2023년 6월 출시한 핵심 모바일 라이브 IP <브라운더스트2>는 초반 부진했으나, 이용자 의견을 반영한 콘텐츠 개선과 주년 이벤트 중심의 업데이트를 이어가며 반등해 7개 분기 연속 성장했다.

③ 퍼블리싱·투자 역량: 동사는 국내 게임사 다수가 콘솔·PC(프리미엄) 시장에 주목하지 않던 시기부터 인디게임 퍼블리싱을 이어오며 게임 소싱 역량과 플랫폼 유통 노하우를 축적했고, <스컬>(세이프 오브 드림즈)를 연이어 흥행시켰다. 소싱 기준도 자체 개발과 마찬가지로 스토리 경쟁력에 초점을 두고 있으며, 최근에도 스토리 역량이 강한 북미의 Wolfeye, 폴란드의 Zakazane과 퍼블리싱 계약을 체결했다.

이러한 경쟁력은 실적으로도 확인된다. 동사는 지난 10년간 영업이익자를 이어왔으며, 영업이익률은 대체로 한 자릿수 중후반~두 자릿수 수준을 유지했다. 이는 흥행작 부재로 국내 중형 게임사 다수가 최근 적자 전환을 겪은 것과 대비되며, 반복 흥행 역량이 동사의 실적 안정성으로 이어지고 있음을 보여준다.

국내 게임업체와 차별화된 네오위즈의 게임 사업 전략

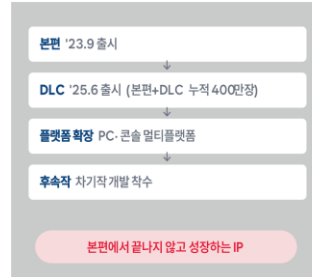
국내게임업체		네오위즈
라이브 서비스 기반의 온라인 모바일 게임 개발	↔	스토리 세계관 기반의 싱글플레이 PC/ 콘솔 게임 개발
실시간 운영 및 지속적 업데이트에 방점	↔	팬덤 확대를 통한 지속 가능한 성장에 방점
MMORPG 등 특정 장르 편중적 개발	↔	소울라이크, 라이프 시뮬레이션, 서바이벌액션 어드벤처 등 다양한 장르 도전
단기 수익성 중심의 비즈니스 모델	↔	팬덤 확대 및 시리즈화 개발을 통한 장기 우상향 성장 동력 확보

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

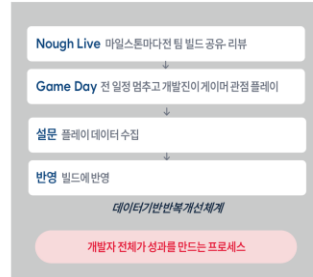
네오위즈의 개발 시스템

'P의 거짓' 성공을 DLC·차기작으로 잇는 검증된 개발 시스템 보유

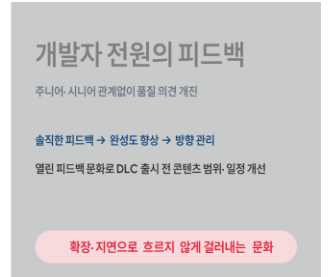
검증된 IP의 지속 확장



성공을 반복하는 개발 시스템

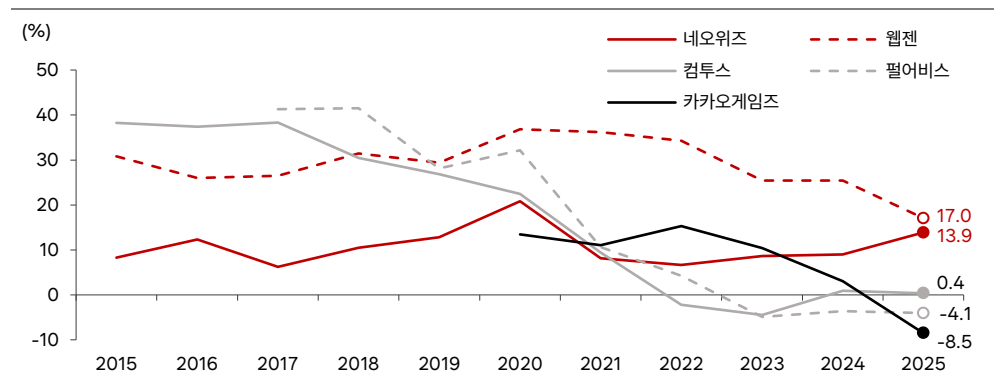


열린 피드백 문화



자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 중형 게임사 영업이익률 추이(2015~2025년)



주: 1) 국내 상장 게임사 중 자체 IP 기반 개발·퍼블리싱을 영위하며 네오위즈와 시가총액이 유사한 중형 게임사로 선정

2) 펠어비스, 카카오게임즈는 상장 이후 실적 추이

자료: 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

**검증된 IP를 시리즈로 확장하는
프랜차이즈화 전략 추진, (P의
거짓) 차기작 성공 시 글로벌
프랜차이즈 IP 보유사로 재평가될
잠재력 보유**

'글로벌 IP 게임사' 재평가 잠재력

게임주의 밸류에이션 수준을 가르는 것은 한 차례의 흥행이 아니라 '흥행의 반복', 즉 검증된 IP를 시리즈로 확장하는 프랜차이즈화 역량이다. 실제 <몬스터 헌터>의 캡콤, <위쳐>의 CD프로젝트처럼 이를 입증한 게임사는 PER 20~70배 수준의 멀티플을 적용받는 반면, 반복성을 입증하지 못한 게임사는 10배 안팎에 머무는 것이 일반적이다. 동사는 자체 IP (P의 거짓)을 통해 진입장벽이 높은 글로벌 콘솔·PC 시장에서 흥행을 입증한 뒤, IP 프랜차이즈화를 전사 성장 전략으로 정립했다. 확장팩 (P의 거짓: 서곡)이 프랜차이즈화의 '가능성'을 보여줬다면, 2028년 전후 출시될 차기작은 이를 실질적으로 입증할 핵심 변수다. 차기작까지 성공한다면 동사는 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 평가받으며, 2026F 기준 PER 9.4배에 머무는 멀티플도 상향될 여지가 크다.

IP 프랜차이즈 전략: '팬덤 자산화'

프랜차이즈화의 성패는 차기작을 기다리는 충성 이용자층, 즉 팬덤 확보에 달려 있다. 글로벌 컨설팅사 딜로이트(Deloitte)도 게임사의 팬 커뮤니티를 지속적인 가치를 창출하는 자산으로 평가하며, 개별 이용자의 단기 결제액보다 팬덤의 장기 가치(Fandom LTV)를 새로운 평가 기준으로 제시한다. 이에 게임산업의 수익 창출 방식도 신규 이용자 확보와 단기 과금 극대화에서 팬덤을 장기 자산으로 축적해 반복 수익을 창출하는 방향으로 전환되고 있다.

동사 역시 '팬은 우리의 미래 자산'이라는 기조 아래 팬덤 자산화를 전사 성장 전략으로 정립했다. 전략은 ① 스토리 기반 IP 확보 → ② 팬덤 확대 → ③ IP 프랜차이즈화 → ④ 글로벌 확장으로 이어지는 선순환 구조다.

① 스토리 기반 IP 확보: 시리즈로 확장할 수 있는 탄탄한 스토리와 세계관을 갖춘 자체 IP를 확보한다. 이를 통해 이용자의 몰입과 팬덤 형성을 이끌고, 차기작에서도 기존 세계관·캐릭터·서사를 이어가며 프랜차이즈로 발전할 수 있기 때문이다.

② 팬덤 확대: 아트·콘텐츠, 게임쇼, 오케스트라 공연, 굿즈, IP 콜라보 등 온·오프라인 활동을 통해 IP와 이용자의 접점을 넓히고 글로벌 팬덤을 확대한다.

③ IP 프랜차이즈화: 확보한 팬덤을 기반으로 DLC·차기작·리메이크를 통해 IP를 시리즈화한다. 동시에 IP 파트너십·투자 전담 조직을 활용해 애니메이션·영상·상품 등 게임 외 영역으로 확장하는 OSMU(원 소스 멀티 유즈)도 병행한다.

④ 글로벌 확장: 도쿄·산타모니카·대만·폴란드 등 해외 거점을 활용해 현지화와 글로벌 퍼블리싱 역량을 강화하고, 자체 IP의 해외 시장 확장을 추진한다.

이러한 선순환이 반복될수록 IP 매출의 지속성이 높아져 단기 흥행작 의존도를 낮출 수 있다는 것이 동사의 구상이다.

프랜차이즈화 성과와 향후 핵심 변수

이 전략의 성과는 (P의 거짓)에서 확인된다. 2025년 6월 출시된 확장팩 (P의 거짓: 서곡)은 신규 이용자의 본편 유입과 기존 이용자의 확장팩 구매가 맞물리며 판매량을 재차 끌어올렸다(본편·확장팩 합산 글로벌 누적 약 400만 장). 본편 콘텐츠·시스템을 활용해 추가 개발비 부담을 낮춘 만큼 수익성 개선에도 기여했다(전사 2025년 3분기 영업이익률 20.8%).

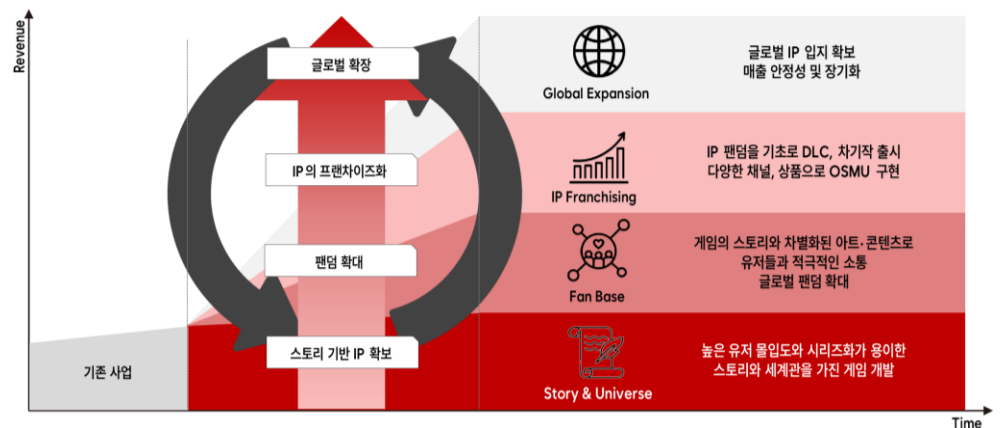
(서곡)이 확장팩(DLC)을 통해 프랜차이즈화의 '가능성'을 보여줬다면, 재평가의 관건은 현재 개발 중인 (P의 거짓) 정식 후속작이다. 원작이 동화 (피노키오)를 재해석했듯, 차기작 역시 또 다른 고전인 <오즈의 마법사>를 재해석해 세계관을 확장할 예정이다. 차기작까지 흥행해 (P의 거짓)이 독립된 시리즈로 자리 잡는다면, IP 프랜차이즈화 역량을 본격적으로 입증할 수 있다.

차기작의 성공 가능성을 가늠할 때는 시장 특성도 함께 고려할 필요가 있다. <P의 거짓>이 흥행한 콘솔·PC(프리미엄) 시장은 프랜차이즈화에 상대적으로 유리하다. 이용자가 수십 시간에 걸쳐 세계관·캐릭터에 깊이 몰입하면서 충성도 높은 팬덤이 형성되고, 이는 차기작 수요로 이어지기 때문이다. 또한 신작 흥행 자체가 드문 만큼 검증된 IP로 수요가 집중되는 경향이 강하다. 2024년 콘솔(Xbox·PS·닌텐도) 신작 수천 종 가운데 10만 장 이상 판매된 게임은 극소수였으며, 이 중 약 68%가 기존 프랜차이즈 IP였다. PC(스팀)에서도 상위 10개 게임의 매출 비중이 2016년 37%에서 2023년 61%로 상승했다(자료: GameDev·Steam). 이는 이미 해당 시장에서 IP 경쟁력을 입증한 동사에 우호적으로 작용할 수 있다.

결국 관건은 2028년 전후 출시될 차기작을 통해 흥행과 이익의 반복성을 입증하는 것이다. 차기작까지 성공한다면 동사는 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 재평가되며, 2026F 기준 PER 9.4배에 머무는 멀티플로 프리미엄 구간으로 상향될 여지가 크다.

네오위즈 IP 프랜차이즈화 4단계 성장 공식

시장 변화에 가장 먼저 대응하는 NEOWIZ 성장 공식

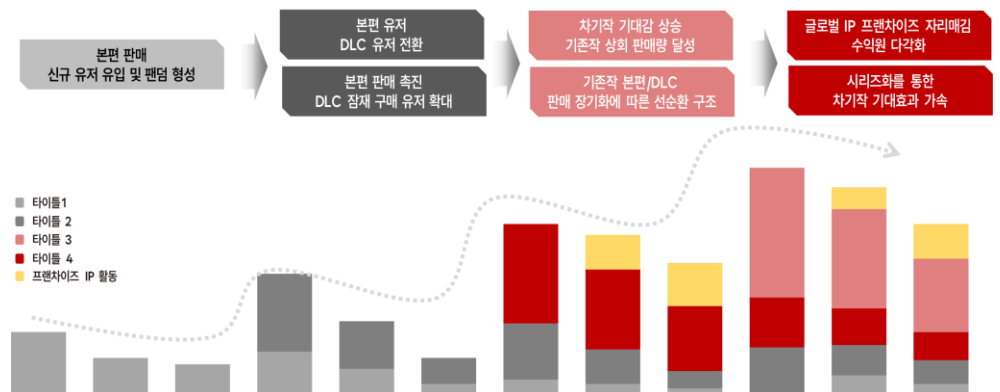


자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

<P의 거짓: 서곡>으로 입증된 IP 프랜차이즈화 선순환

'P의 거짓: 서곡'을 통해 증명된 IP 프랜차이즈화 가능성

'P의 거짓' 본편 신규 유저 유입 촉진, 기존 유저 DLC 전환의 선순환으로 판매 장기화, 차기작에 대한 기대감 고조
프랜차이즈 IP를 활용한 수익원 다각화로 매출 감소세 완화



자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

**중장기 주주환원정책과 풍부한
순현금이 주가 하방을 지지, 다만
근본적인 리레이팅은 게임
펀더멘털에 좌우**

주주환원으로 확인되는 하방 방어력

동사는 2026년 1월 중장기 주주환원정책을 공시하고, 연결 영업이익의 20%(연 최소 100억 원)를 배당과 자사주 소각으로 환원하기로 했다. 신작 공백기에도 현금을 창출하는 캐시카우와 시가총액의 약 79%에 해당하는 순현금성자산이 환원 여력을 뒷받침한다. 다만 게임주의 재평가와 주주환원의 지속 가능성은 결국 게임 사업의 펀더멘털(개발·운영 역량)에 좌우되는 만큼, 주주환원은 리레이팅의 직접적인 계기라기보다 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망이다.

주주환원 정책: 영업이익 20%·연 최소 100억 원 환원

동사는 2026년 1월 중장기 주주환원정책(2025~2027년)을 공시하고, 매년 연결 영업이익의 20%를 현금배당과 자사주 소각으로 환원하기로 했다. 연간 환원 규모는 최소 100억 원을 보장해, 신작 공백 등으로 실적이 부진한 해에도 일정 수준의 주주환원이 유지되는 구조다.

첫 적용 연도인 2025년 실적을 기준으로 산정된 환원 재원은 120억 원(영업이익 599.8억 원의 20%)이며, 배당 60억 원과 자사주 소각 60억 원으로 나눠 2026년 4월 집행을 완료했다. 이는 지배순이익 대비 주주환원율 24%에 해당하며, 자사주 소각으로 발행주식수도 약 1% 감소했다.

배당 재원의 구성도 주주에게 유리하다. 동사는 2025년 12월 자본준비금 500억 원을 감액해 전액을 배당 재원으로 확보했다. 자본준비금을 재원으로 하는 감액배당은 배당소득세가 부과되지 않아, 과세 대상 개인주주의 세후 수령액이 일반 배당보다 크다. 2025년 실적에 대한 배당 60억 원도 해당 재원을 활용해 비과세로 지급됐으며, 잔여 약 440억 원 또한 향후 배당 재원으로 활용될 예정이다.

주주환원 지속가능성: 본업 현금창출력 + 풍부한 순현금

이러한 환원 정책이 지속 가능한 것은 재원을 만들어내는 본업의 현금창출력과 이를 뒷받침하는 순현금 체력 덕분이다.

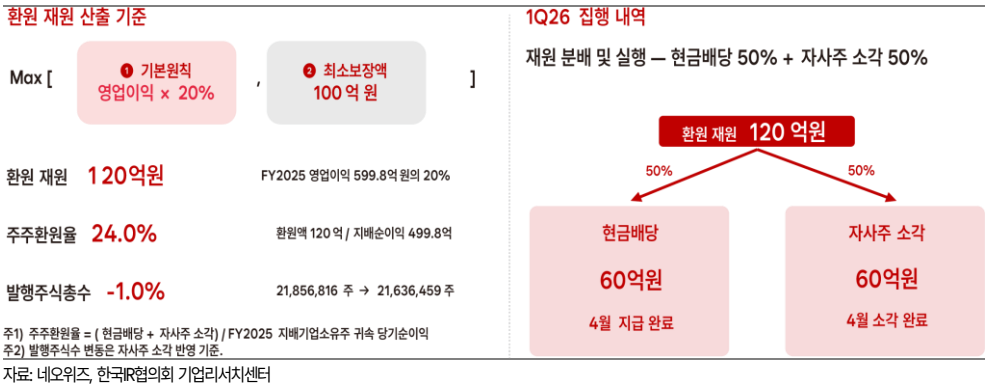
주주환원 재원의 기준이 되는 연결 영업이익은 신작 공백기에도 주요 캐시카우가 안정적으로 뒷받침한다. 대표적으로 웹보드(피망)는 자체 포털 결제를 통해 외부 플랫폼 수수료 없이 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담하는 고마진 캐시카우다. 2026년 2월 월 결제한도도 70만 원에서 100만 원으로 상향돼 이용자당 결제 여력이 확대됐다. 모바일 라이브 IP(브라운더스트2) 역시 대만 등 아시아권 팬덤을 기반으로 N주년·기념 이벤트마다 매출이 반등하며 신작 공백기 실적을 방어한다.

이들 캐시카우에서 창출된 영업현금은 Asset-light 구조를 바탕으로 대부분 잉여현금흐름(FCF)으로 남는다. 2025년에는 연결 영업활동현금흐름 761억 원에서 유·무형자산 CAPEX 약 48억 원을 차감한 FCF가 약 713억 원으로, 연간 주주환원 재원 120억 원의 약 6배에 달했다. 최근 6년(2020~2025년) 연속 FCF 흑자를 유지한 점도 환원 여력의 안정성을 뒷받침한다.

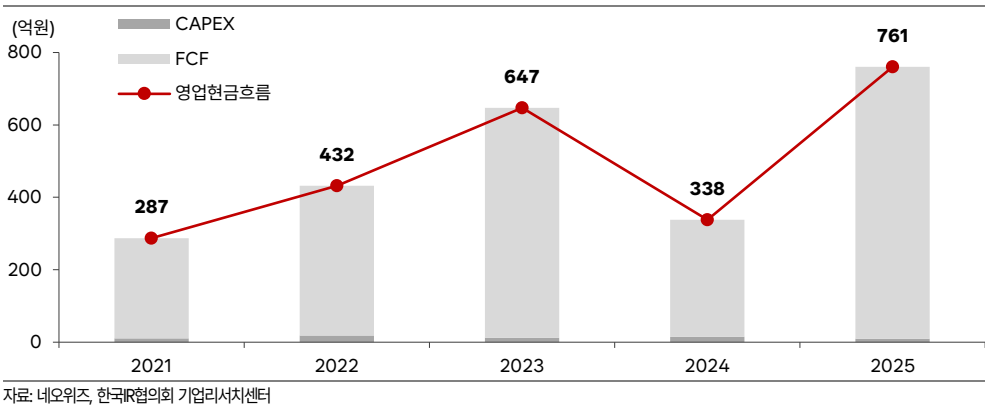
여기에 무차입·순현금 재무구조가 더해진다. 동사는 차입금이 없으며, 2026년 1분기 말 현금성자산 1,535억 원과 단기 금융자산 1,597억 원을 합한 순현금성자산 약 3,100억 원을 보유하고 있다. 이는 현재 시가총액(약 3,905억 원)의 약 79%에 해당해, 중장기 주주환원정책의 지속 가능성을 뒷받침한다.

다만 게임기업의 경우 주주환원은 기업가치 재평가의 핵심 동력이라기보다, 실적 회복이 가시화되기 전까지 주가 하방을 지지하는 보조적 요인에 가깝다는 점도 함께 고려할 필요가 있다.

네오위즈 주주환원 정책 (2025~2027년)



네오위즈 연도별 FCF 추이





실적 추이 및 전망

2025년 실적 리뷰: 자체 IP 레버리지가 확인된 해

자체 IP 패키지 매출 확대에 따른
영업 레버리지로 사상 최대
영업이익 기록, YoY +82.2%

2025년 동사는 매출 4,327억 원(+18.0% YoY), 영업이익 600억 원(+82.2% YoY, OPM 13.9% / +4.9%p), 지배순이익 500억 원(+1,987.8% YoY, NPM 11.5% / +10.8%p)으로 사상 최대 영업이익을 기록했다. 매출 증가율(+18.0%) 대비 영업이익 증가율(+82.2%)이 크게 높았던 것은 자체 IP 패키지 매출 확대에 따른 영업 레버리지와 비용 효율화가 동시에 반영된 결과로 판단된다.

매출

부문별 매출은 PC/콘솔게임 1,985억 원(+27.0% YoY), 모바일게임 1,956억 원(+12.9% YoY), 기타 387억 원(+3.6% YoY)을 기록했다.

PC/콘솔게임(+27.0%)이 외형 성장을 주도했다. 2023년 9월 출시된 《P의 거짓》은 2025년 6월 DLC 《서곡》 출시 이후 판매가 재차 확대됐고, 9월 퍼블리싱작 《세이프 오브 드림즈》가 더해지며 매출 성장을 견인했다.

모바일게임(+12.9%)은 《브라운더스트2》가 2주년·업데이트 이벤트를 통해 견조한 매출 흐름을 유지했고, 웹보드 《피망》도 안정적인 캐시카우 역할을 지속했다.

기타(+3.6%)는 자회사 티앤케이팩토리의 광고 매출과 사옥 임대 수익을 중심으로 전년과 유사한 수준을 유지했다.

영업이익

2025년 영업이익은 600억 원(+82.2% YoY), OPM은 13.9%(+4.9%p YoY)를 기록했다. 매출 증가율을 크게 상회하는 이익 개선은 매출 연동 변동비를 제외한 주요 비용이 비교적 안정적으로 유지되며 영업 레버리지가 발생한 영향으로 판단된다.

비용 항목별로 보면, 최대 비용 항목인 인건비는 1,596억 원으로 전년(1,572억 원) 대비 큰 변동이 없었고, 매출 대비 비중은 42.9%에서 36.9%로 6.0%p 하락했다.

마케팅비도 검증된 IP의 팬덤 기반 집행으로 351억 원에서 308억 원으로 감소하며 매출 대비 비중이 2.5%p 낮아졌다.

반면 플랫폼 수수료와 퍼블리싱 개발사 수익배분(RS)으로 구성된 변동비는 매출에 연동돼 944억 원에서 1,381억 원으로 증가했고, 콘솔·PC·앱마켓 매출 비중 확대로 매출 대비 비중도 25.7%에서 31.9%로 상승했다. 종합하면 변동비율 상승에도 인건비·마케팅비 비중 하락 효과가 이를 상쇄하며 OPM이 큰 폭으로 개선된 것으로 판단된다.

지배순이익

2025년 지배순이익은 500억 원(+1,987.8% YoY), NPM은 11.5%를 기록하며 전년(24억 원)의 낮은 기저에서 정상화됐다. 이는 영업이익 600억 원에 순금융손익(순현금 이자수익·외화환산이익) 약 115억 원이 더해지고, 자회사 적자에 따른 비지배지분 손실 약 74억 원이 반영된 결과다. 전년 지배순이익이 24억 원에 그친 것은 2024년 자회사 영업권 손상 등 대규모 영업외비용이 반영된 영향이 컸으며, 2025년 해당 요인이 소멸되면서 순이익이 정상화된 것으로 판단된다.

1Q26실적 리뷰

〈브라운더스트2〉이벤트로 매출은 성장했으나 믹스 둔화로 수익성은 감소, 외화환산이익 등으로 지배순이익은 급증

2026년 1분기 동사는 매출 1,014억 원(+13.9% YoY), 영업이익 70억 원(-32.0% YoY, OPM 6.9% / -4.6%p), 지배순이익 162억 원(+122.8% YoY, NPM 16.0%)을 기록했다. 매출은 〈브라운더스트2〉 이벤트 효과로 성장했으나, 상대적으로 마진이 낮은 모바일-퍼블리싱 매출 비중이 확대되며 영업이익은 감소했다. 반면 지배순이익은 외화환산이익 등 영업외수익이 반영되며 큰 폭으로 증가했다.

매출

부문별 매출은 모바일게임 514억 원(+13.3% YoY), PC/콘솔게임 395억 원(+8.6% YoY), 기타 105억 원(+44.8% YoY)을 기록했다.

모바일게임(+13.3%)이 외형 성장을 주도했다. 〈브라운더스트2〉가 2.5주년·1000일 기념 이벤트 효과로 매출이 확대된 영향이다.

PC/콘솔게임(+8.6%)은 〈P의 거짓〉 DLC와 〈세이프 오브 드림즈〉 매출이 안정적으로 반영되며 전년 동기 대비 소폭 성장했다. 다만 대형 신작 부재로 직전 분기 대비로는 감소했다.

기타(+44.8%)는 자회사 티앤케이팩토리의 모바일 광고 사업이 대부분이다. 시상식 시즌과 1분기 웹보드 광고 성수기가 겹치며 높은 증가율을 기록했으나, 계절적 요인에 따른 증가로 연간 고성장 지속은 제한적일 전망이다.

영업이익

1분기 영업이익은 70억 원(-32.0% YoY), OPM은 6.9%(-4.6%p YoY)를 기록했다. 매출이 증가했음에도 영업이익이 감소한 것은 매출 믹스 변화의 영향이 크다. 이번 분기 성장을 주도한 〈브라운더스트2〉 등 모바일게임은 앱마켓 수수료 (약 30%) 부담이 있고, 출시 후에도 지속적인 라이브 운영-업데이트 비용이 발생해 콘솔·PC 패키지 대비 마진이 낮다. 여기에 퍼블리싱작의 개발사 수익배분(RS)까지 반영되며 변동비 부담이 확대됐고, 실제 변동비의 매출 대비 비중은 전년 동기 27.9%에서 34.5%로 상승했다.

지배순이익

1분기 지배순이익은 162억 원(+122.8% YoY), NPM은 16.0%를 기록했다. 영업이익이 감소했음에도 지배순이익이 증가한 것은 영업외수익 영향이 컸다. 해외 매출 비중이 높아 환율 변동에 따른 외화환산이익이 발생했고, 이에 따라 순금융손익이 약 +101억 원 반영됐다. 관계기업 투자이익 약 +38억 원도 순이익 증가에 기여했다. 다만 이는 환율과 투자손익에 좌우되는 비경상적 성격이 강해, 본업 수익성은 영업이익 지표를 중심으로 판단하는 것이 합리적이라고 판단된다.

2026년 실적 전망

대형 신작 공백과 〈P의 거짓〉 매출 감소로 외형 및 이익 성장은 둔화되나, 영업외손익 확대로 순이익 감소 폭은 제한적일 전망

2026년 네오위즈의 연결 매출액은 4,280억 원(-1.1% YoY), 영업이익은 410억 원(-31.6% YoY, OPM 9.6%), 지배순이익은 414억 원(-17.2% YoY)을 기록할 전망이다. 대형 신작 공백으로 매출은 소폭 역성장하고 고마진 〈P의 거짓〉 매출 감소로 수익성은 둔화되나, 외화환산이익·지분법이익 확대가 순이익 감소 폭을 완화할 전망이다.

매출

2026년 부문별 매출액은 모바일게임 2,150억 원(+9.9% YoY), PC/콘솔게임 1,700억 원(-14.4% YoY), 기타 430억 원(+11.2% YoY)을 기록할 전망이다.

모바일게임(+9.9% YoY)

〈브라운더스트2〉는 2분기 3주년 업데이트와 글로벌 확장을 통해 견조한 매출 흐름이 예상된다. 다만 주년 이벤트에 매출이 집중되는 라이브 게임 특성상, 이벤트 이후 매출 유지력이 하반기 모바일 실적의 핵심 변수로 판단된다.

웹보드(모바일)는 2026년 2월 월 결제한도가 70만 원에서 100만 원으로 상향되며 헤비 유저의 결제 여력이 확대됐다. 규제상 결제한도가 사실상 매출 상단으로 작용하는 만큼, 한도 상향은 웹보드 매출을 뒷받침하는 요인으로 작용할 전망이다.

신작 기여는 제한적으로 반영될 전망이다.

〈고양이와 스프: 마법의 레시피〉(2026년 4월 출시)는 기존 〈고양이와 스프〉 IP를 확장한 신작이나, 광고·소액 과금 중심의 방치형 장르 특성상 이용자당 결제액이 낮아 매출 기여는 크지 않을 것으로 예상된다.

〈킹덤2〉(2026년 하반기 출시 예정)는 전작 〈킹덤1〉이 출시 초기 연매출 약 300억 원을 기록한 바 있으나, MMORPG 시장 경쟁 심화와 이용자 수요 분산을 감안하면 흥행 강도는 보수적으로 볼 필요가 있다. 출시 시점도 하반기인 만큼 2026년 실적 반영분은 제한적일 전망이다.

PC/콘솔게임(-14.4% YoY)

대형 신작 부재와 〈P의 거짓〉 매출 감소로 역성장이 불가피할 전망이다.

〈P의 거짓〉은 2025년 6월 DLC 〈서곡〉 출시 효과로 매출이 크게 확대됐으나, 2026년에는 해당 효과가 축소되며 매출 감소가 예상된다.

〈세이프 오브 드림즈〉도 2025년 9월 출시 이후 초기 판매 피크를 지나며 매출이 둔화될 가능성이 높다.

다만 웹보드(PC)와 〈디제이맥스 리스펙트〉는 감소 폭을 일부 상쇄할 전망이다.

웹보드(PC)는 2026년 2월 결제한도 상향(70만 원 → 100만 원)과 3월 출시된 〈피망 쇼다운 홀덤〉 PC버전 효과가 매출을 뒷받침할 것으로 예상된다.

〈디제이맥스 리스펙트〉는 정기 업데이트와 IP 콜라보를 기반으로 큰 변동 없는 매출 흐름을 유지할 전망이다.

영업이익

2026년 영업이익은 410억 원(-31.6% YoY), OPM은 9.6%(-4.3%p YoY)로 둔화될 전망이다. 고마진 〈P의 거짓〉 매출 감소와 전반적인 비용 부담 확대가 겹친 결과다.

인건비(1,630억 원)는 차기작 개발과 글로벌 퍼블리싱 확대에 따른 개발 인력 채용으로 전년 대비 소폭 증가하고, 매출 대비 비중도 2025년 36.9%에서 2026년 38.1%로 상승해 수익성 하락의 한 축으로 작용할 전망이다.

변동비(1,410억 원)는 앱마켓 수수료 부담이 큰 모바일게임과 퍼블리싱작 매출 비중 확대 영향으로 전년 대비 증가할 전망이다. 이에 따라 매출 대비 변동비율은 2025년 31.9%에서 2026년 33%로 상승할 것으로 예상된다. 다만 자체 웹상점 결제 유도에 따른 플랫폼 수수료 절감과 연말 예정된 구글 앱마켓 수수료 인하는 변동비율 상승 폭을 일부 완화하는 요인으로 작용할 전망이다.

마케팅비(340억 원)는 하반기 <킹덤2> 등 신작 출시 마케팅 집행으로 전년(308억 원) 대비 증가할 전망이다. 기존 라이브 게임은 팬덤 기반의 효율 집행 기조를 유지할 것으로 예상된다.

상각비(132억 원)는 무형자산 상각 부담이 점진적으로 축소되며 전년(159억 원) 대비 감소할 전망이다.

기타 판권비(358억 원)는 매출과 연동되는 제반 경비로 전년 수준에서 소폭 증가할 것으로 예상된다.

자회사 별도 기준 영업이익은 고마진 <P의 거짓> 매출 감소로 전년 대비 큰 폭 둔화가 불가피하나, 자회사 영업손실은 하반기 <킹덤2> 출시에 따른 파우게임즈 흑자 전환 등으로 2025년 -117억 원에서 2026년 -60억 원으로 축소될 전망이다.

영업외손익

2026년 영업외손익은 128억 원으로 전년(34억 원) 대비 증가할 전망이다.

금융손익(109억 원)은 외화환산이익 확대가 견인할 것으로 예상된다. 해외 매출 비중 상승으로 외화 자산 규모가 커진 가운데 원/달러 환율 상승분이 반영되며, 2026년 1분기에도 관련 이익이 큰 폭으로 인식된 바 있다. 다만 외화환산이익은 미실현 평가손익 성격으로, 하반기 환율 흐름에 따라 되돌려질 수 있는 점은 유의할 필요가 있다.

지분법이익(95억 원)은 2026년 2월 지분 50%를 취득한 겐프스엔((브라운더스트2) 개발사)의 신규 편입에 따른 것으로, 향후 (브라운더스트2) 매출 흐름에 연동될 전망이다. 기타영업외손익(-76억 원)은 전년대 유사한 수준으로 추정된다.

한편 자회사 영업권 손상은 2026년 추정에 반영하지 않았으나, 2024년(-398억 원)·2025년(-74억 원) 손상이 발생한 점과 파우게임즈 등 일부 자회사의 실적 부진을 감안하면, 4분기 손상 검토 결과에 따라 손이익 하락 요인으로 작용할 수 있다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 414억 원(-17.2% YoY)으로, 영업이익 감소에도 영업외손익 확대가 감소 폭을 완화할 전망이다.

실적표

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	971	870	931	896	890	1,100	1,274	1,063	1,014	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
YoY	416	24.0	-20.7	-18.1	-8.3	26.4	36.8	18.6	13.9	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
PC/콘솔게임	446	372	369	376	364	575	587	459	395	1,264	1,721	1,563	1,985	1,700
모바일게임	442	403	457	430	453	440	585	477	514	1,269	1,587	1,732	1,956	2,150
기타	83	95	106	90	73	85	102	127	105	412	348	373	387	430
YoY														
PC/콘솔게임	58.7	36.5	-33.1	-38.9	-18.3	54.3	59.0	22.0	8.6	1.0	36.1	-9.2	27.0	-14.4
모바일게임	32.7	16.1	-14.2	14.8	2.6	9.3	28.1	10.9	13.3	-3.9	25.0	9.1	12.9	9.9
기타	16.2	16.3	15.7	-13.7	-12.7	-10.2	-3.1	41.4	44.8	95.34	-15.6	7.2	3.6	11.2
영업비용	822	823	867	827	788	914	1,009	1,016	945	2,750	3,340	3,339	3,727	3,870
비용율(%)	84.7	94.5	93.1	92.3	88.5	83.1	79.2	95.6	93.1	93.4	91.4	91.0	86.1	90.4
인건비	400	397	382	393	366	418	366	445	396	1,267	1,529	1,572	1,596	1,630
변동비	225	225	257	237	248	307	453	373	350	676	868	944	1,381	1,410
마케팅비	83	83	104	80	56	83	84	85	73	364	488	351	308	340
상각비	42	42	50	40	56	35	34	34	34	188	188	173	159	132
기타	72	76	74	77	62	70	72	79	91	254	267	299	283	358
매출대비 비중(%)														
인건비	41%	46%	41%	44%	41%	38%	29%	42%	39%	43%	42%	43%	37%	38%
변동비	23%	26%	28%	26%	28%	28%	36%	35%	35%	23%	24%	26%	32%	33%
마케팅비	9%	10%	11%	9%	6%	8%	7%	8%	7%	12%	13%	10%	7%	8%
상각비	4%	5%	5%	4%	6%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	5%	4%	3%
기타	7%	9%	8%	9%	7%	6%	6%	7%	9%	9%	7%	8%	7%	8%
영업이익	148	47	65	69	102	186	265	47	70	196	316	329	600	410
YoY	1,085.2	흑전	-68.1	-54.2	48.9	81.7	42.4	-82.3	-32	-8.0	61.5	4.2	82.2	-31.6
OPM	15.3	5.5	6.9	7.7	11.5	16.9	20.8	4.4	6.9	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
별도	191	97	132	107	140	229	284	64	99	208	445	527	717	470
자회사	-42	-50	-67	-38	-38	-43	-19	-17	-29	-12	-129	-198	-117	-60
YoY														
별도	473	흑전	-42.7	-46.3	-26.7	135.5	115.4	-40.3	-29.5	-11.0	114.3	18.4	36.0	-34.4
자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	40	19	-52	-288	-12	-14	65	-6	132	-1	122	-281	34	128
금융손익	29	46	-61	62	-9	-8	57	75	101	221	-10	76	115	109
지분법이익	-4	-3	-2	-0	-2	-2	0	-1	38	19	-2	-9	-5	95
기타영업외손익	15	-24	11	-350	-1	-3	8	-80	-6	-241	134	-348	-76	-76
세전순이익	188	66	13	-219	90	172	330	41	202	195	438	49	634	538
법인세비용	45	-10	27	56	29	45	80	30	47	63	-27	118	208	151
지배순이익	179	78	14	-247	73	140	259	27	162	131	487	24	500	414
YoY	396.0	-65.4	-92.4	적전	-59.3	79.8	1,732.3	흑전	122.8	-77.0	272.5	-95.1	1,987.8	-17.2
NPM	18.4	9.0	1.5	-27.5	8.2	12.7	20.4	2.6	16.0	4.4	13.3	0.7	11.5	9.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 Historical Valuation: 역사적 저점 수준의 PER

현재 주가는 역사적 12MF PER
밴드의 최하단 수준

일반적으로 게임주는 신작 흥행 성과에 따라 이익 변동성이 크게 나타나 PER 적용이 어려운 경우가 많으나, 동사는 현재 안정적으로 이익을 창출하고 있어 PER 적용이 가능하다. 동사의 12개월 선행(12MF) PER은 대체로 8~16배 범위에 서 형성돼 왔으며, 현재 주가는 2026F 기준 밴드 하단인 PER 9.4배에 위치한다.

할인 요인: 신작 공백과 이익 지속성에 대한 확인 필요

현재의 저평가는 두 가지 요인에서 비롯되는 것으로 판단된다.

첫째, 신작 모멘텀의 부재다. 게임사의 이익은 신작 흥행 여부에 따라 빠르게 달라지며, 신작 하나의 성과가 향후 실적 추정치와 적용 멀티플을 동시에 좌우한다. 게임주는 이미 확인된 분기 실적보다 신작 일정과 흥행 가능성에 더 민감하게 반응하기 때문에, 대형 신작이 없는 구간에는 실적이 양호하더라도 재평가 계기를 확보하기 어렵다. 동사는 2026년 대형 자체 IP 신작이 부재한 데다, 〈P의 거짓〉 흥행 이후 이익 성장을 이끌 차기작도 아직 가시화되지 않아(정보 공개 2027년 전후·출시 2028년 전후 추정) 재평가를 이끌 모멘텀이 부족하다.

둘째, 이익의 지속성이다. 게임주의 멀티플을 가르는 핵심은 마진의 절대 수준이 아니라 이익의 지속성과 예측 가능성에 대한 시장의 신뢰다. 실제로 2025년 영업이익률이 60%를 웃도는 고마진 기업 시프트업도 흥행의 반복성이 입증되지 않아 2026년 기준 PER 약 15배에 머무는 반면, 비슷한 마진(약 54%)에도 〈위쳐〉(사이버펑크)를 시리즈로 확장해 온 CD프로젝트는 약 69배를 적용받는다. 동사는 〈P의 거짓〉으로 글로벌 콘솔·PC 시장에서 흥행에 성공하며 후속작 확장의 기반을 마련했으나, 이를 차기작·시리즈로 확장해 프랜차이즈화하는 단계는 아직 초기다. 결국 동사의 할인 요인은 이익의 절대 수준보다 반복성과 예측 가능성에 대한 시장의 신뢰가 충분히 형성되지 않은 데서 비롯된 것으로 판단된다.

2 리레이팅 조건: 차기작 공개와 IP 프랜차이즈화

자체 신작 출시 기대로 멀티플이
크게 확장된 이력을 보유, 향후
차기작 소식과 IP 프랜차이즈화
입증이 리레이팅의 핵심 조건

동사 주가는 자체 IP 신작 기대가 형성되는 국면에서 멀티플이 크게 확장된 이력이 있다. 〈P의 거짓〉 본편 출시를 앞두고 기대가 높아진 구간에는 12개월 선행 PER이 16배까지 상승했다. 이는 차기작 기대가 형성될 경우 멀티플이 2026F 기준 PER 9.4배에서 밴드 상단인 약 15~16배까지 재확장될 수 있음을 시사한다.

국내 대표 PC·콘솔 게임사인 펄어비스도 유사한 사례다. 3년 연속 영업이익자로 이익 기반 평가가 어려웠음에도 자체 IP 신작 〈붉은사막〉의 예상 실적이 반영되기 시작하면서, 출시(2026년 3월)를 앞둔 구간에 12MF PER이 약 20배 초반까지 상승했다. 이는 신작 기대만으로도 멀티플이 크게 확장될 수 있음을 보여준다.

관건은 재평가 시점이다. 게임주는 개발 진척과 출시 일정이 구체화되는 과정에서 멀티플이 재평가되는 경향이 있다. 이에 따라 동사의 차기작 재평가는 2027년 전후로 예상되는 정보 공개(트레일러·게임쇼 출품·출시일 확정 등)를 계기로 본격화될 가능성이 있다.

시간축으로 보면 ▲단기(2026년)에는 대형 신작 공백으로 모멘텀이 약하고, ▲중기(2027년 전후)에는 차기작 공개와 마케팅 구체화가 1차 리레이팅 트리거로 작용할 수 있다. ▲장기(2028년 전후)에는 차기작 출시와 흥행을 통해 프랜차이즈화가 입증될 경우, '단일 흥행작에 의존하는 기업'에서 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 평가 기준이 전환되며, 멀

티플도 글로벌 프랜차이즈 게임사에 수렴하는 방향으로 재평가될 가능성이 있다.

밸류에이션 하방: 순금융자산과 주주환원이 지지

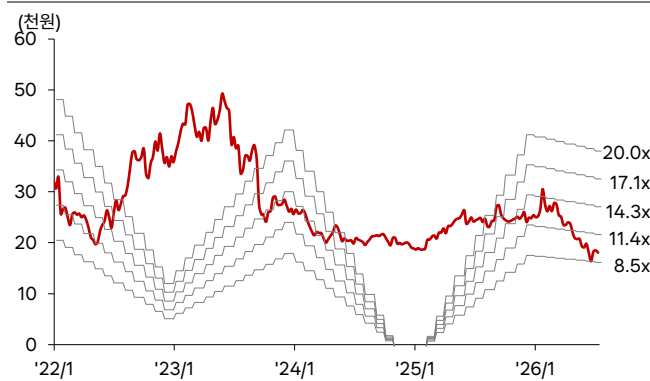
무차입 구조와 시가총액의 약
79%에 이르는 순현금성자산,
중장기 주주환원정책이
밸류에이션 하방을 지지

동사는 무차입 구조로, 2026년 1분기 말 현금성자산 1,535억 원을 보유하고 있다. 이는 시가총액 약 3,905억 원의 약 39%에 해당하며, 단기금융자산을 포함한 순현금성자산은 약 3,100억 원으로 시가총액의 약 79%에 달한다.

주주환원도 하방을 보강한다. 동사는 연결 영업이익의 20%(최소 100억 원)를 배당·자사주 소각으로 환원하는 정책을 도입했고, 풍부한 순현금과 잉여현금흐름이 이를 뒷받침한다.

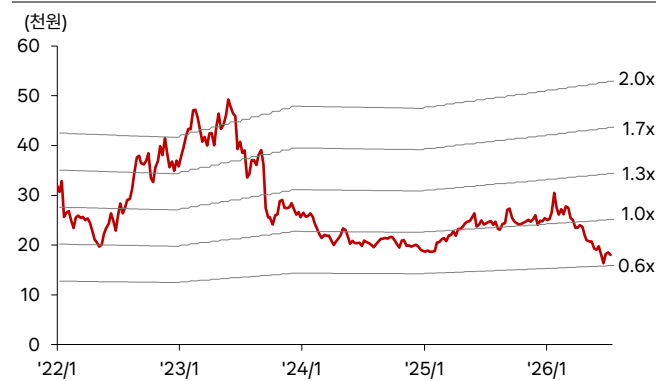
다만 순현금성자산과 주주환원은 기업가치 재평가를 이끄는 핵심 동력보다는, 신작 모멘텀이 부재한 구간에서 주가 하방을 지지하는 보조적 요인에 가깝다. 본격적인 리레이팅은 차기작 기대가 형성되는 시점에 나타날 것으로 판단된다.

네오위즈 PER 밴드 차트



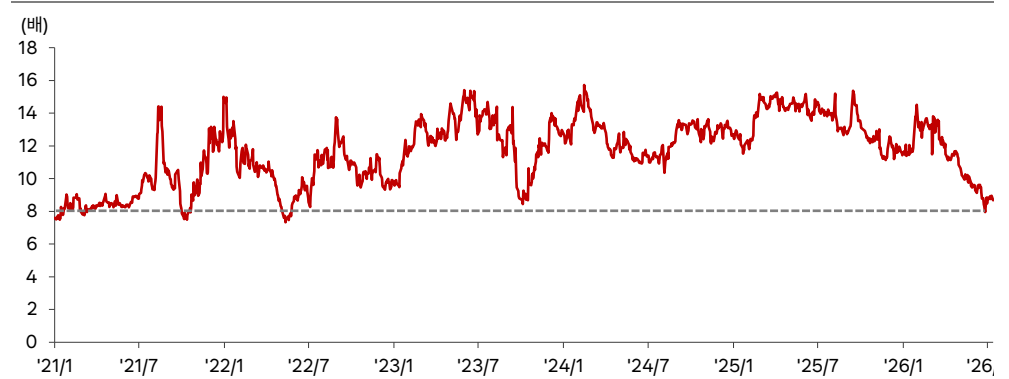
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터



리스크 요인

1 신작 공백과 모멘텀 부재

**〈P의 거짓〉 차기작 출시가
2028년 전후로 추정되는 만큼,
주가를 움직일 대형 신작 출시
모멘텀이 장기간 부재**

동사의 가장 큰 리스크는 2026년 대형 신작 공백이다. 실적과 밸류에이션을 좌우하는 콘솔·PC 자체 IP 대작이 부재해 2026년 영업이익은 전년(600억 원) 대비 감소할 전망이다(컨센서스 400억 원대). 이익 성장을 견인할 핵심 타이틀인 〈P의 거짓〉 차기작은 현재 핵심 재미를 검증하는 '버티컬 슬라이스' 단계로, 정보 공개는 2027년 전후, 실제 출시는 2028년 전후로 추정된다. 대작의 실적 기여까지 최소 2년 이상의 시차가 존재하는 셈이다.

핵심은 '한 해 이익이 줄어든다'는 점이 아니라, 주가를 움직일 신작 모멘텀이 장기간 부재하다는 데 있다. 게임주는 신작 이벤트가 주가의 주요 촉매로 작용하는 만큼, 대형 신작이 없는 구간에는 실적이 방어되더라도 재평가 계기를 확보하기 어렵다. 실제 현재 동사의 주가는 2026년 상반기 최근 5년 내 최저 수준까지 하락했는데(2026F PER 9.4배), 이는 차기작 가시성 부재에 따른 모멘텀 공백이 반영된 결과로 판단된다.

관건은 그 재평가가 언제 재개되느냐다. 게임주는 개발 진척과 출시 일정 등 정보가 단계적으로 확인되며 재평가되는 경향이 있다. 따라서 차기작의 재평가는 2027년 전후로 예상되는 정보 공개(트레일러·게임쇼 출품·출시일 확정 등)를 계기로 본격화될 수 있는데, 현재는 그 정보 공개가 늦어지면서 2027년 증권사 컨센서스(영업이익 추정치)도 하향 조정되고 있다. 특히 개발 규모가 큰 대작일수록 출시 일정 지연이 잦아 공백이 예상보다 길어질 수 있는 만큼, 차기작의 개발 진척과 정보 공개 시점이 주가 재평가의 재개 시점을 좌우할 핵심 변수로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
증가율(%)	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,750	3,340	3,339	3,727	3,870
판매비율(%)	93.3	91.4	91.0	86.1	90.4
EBITDA	384	504	502	759	542
EBITDA 이익률(%)	13.0	13.8	13.7	17.5	12.7
증가율(%)	15.2	31.2	-0.3	51.1	-28.6
영업이익	196	316	329	600	410
영업이익률(%)	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
증가율(%)	-8.0	61.5	4.2	82.2	-31.6
영업외손익	-20	124	-272	39	33
금융수익	422	136	211	236	230
금융비용	200	146	135	121	121
기타영업외손익	-241	134	-348	-76	-76
종속/관계기업관련손익	19	-2	-9	-5	95
세전계속사업이익	195	438	49	634	538
증가율(%)	-69.7	124.6	-88.9	1,205.9	-15.1
법인세비용	63	-27	118	183	151
계속사업이익	132	464	-70	451	387
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	464	-70	451	387
당기순이익률(%)	4.5	12.7	-1.9	10.4	9.1
증가율(%)	-76.7	251.6	적전	흑전	-14.0
지배주주지분 순이익	131	487	24	500	414

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	432	647	338	761	399
당기순이익	132	464	-70	451	387
유형자산 상각비	61	63	47	44	43
무형자산 상각비	127	125	126	115	89
외환손익	0	0	0	0	9
운전자본의감소(증가)	-162	-10	-257	-32	-5
기타	274	5	492	183	-124
투자활동으로인한현금흐름	-291	-102	-158	-1,165	128
투자자산의 감소(증가)	110	-161	5	5	103
유형자산의 감소	0	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-12	-15	-9	-9
기타	-383	68	-148	-1,161	34
재무활동으로인한현금흐름	-321	-136	-347	-56	-120
차입금의 증가(감소)	0	-10	-194	0	-0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-50	0	-60
기타	-321	-126	-103	-56	-60
기타현금흐름	-37	-28	37	6	-2
현금의증가(감소)	-217	382	-130	-454	404
기초현금	1,134	917	1,299	1,169	715
기말현금	917	1,299	1,169	715	1,179

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	2,535	2,976	3,140	3,810	4,251
현금성자산	917	1,299	1,169	715	1,179
단기투자자산	1,205	1,118	1,410	2,355	2,340
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	1	2	5	5
기타유동자산	413	559	560	735	727
비유동자산	3,065	3,738	3,060	2,983	2,858
유형자산	861	869	875	850	816
무형자산	792	1,494	996	787	698
투자자산	847	701	586	700	697
기타비유동자산	565	674	603	646	647
자산총계	5,601	6,714	6,200	6,793	7,108
유동부채	873	1,132	811	1,078	1,066
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	72	108	106	233	230
기타유동부채	801	1,024	705	845	836
비유동부채	140	306	200	157	156
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	140	306	200	157	156
부채총계	1,013	1,438	1,011	1,235	1,222
지배주주지분	4,491	4,894	4,873	5,312	5,667
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	1,300	1,300	1,300	800	800
자본조정 등	-548	-612	-645	-689	-689
기타포괄이익누계액	-181	-186	-100	-119	-119
이익잉여금	3,810	4,282	4,208	5,210	5,565
자본총계	4,588	5,276	5,189	5,558	5,886

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	62.3	12.1	173.6	10.6	9.4
P/B(배)	1.8	1.2	0.8	1.0	0.7
P/S(배)	2.8	1.6	1.1	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	16.5	8.1	3.8	3.3	1.0
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.0	1.2	1.7
EPS(원)	593	2,209	109	2,287	1,910
BPS(원)	20,381	22,213	22,296	24,302	26,191
SPS(원)	13,369	16,592	16,675	19,798	19,729
DPS(원)	0	245	0	303	303
수익성(%)					
ROE	2.9	10.4	0.5	9.8	7.5
ROA	2.3	7.5	-1.1	6.9	5.6
ROIC	10.4	13.1	-24.6	33.3	23.6
안정성(%)					
유동비율	290.3	262.9	387.4	353.4	398.6
부채비율	22.1	27.3	19.5	22.2	20.8
순차입금비율	-41.5	-41.3	-49.0	-54.7	-59.2
이자보상배율	11.5	17.2	63.0	1,228.8	891.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산회전율	10,872.0	4,730.8	2,567.9	1,251.0	814.5