

거짓말같은 성장을 기대

매수
(신규)

목표가: 55,000원
상승여력: 45.3%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

콘솔 게임 개발사로의 진화

투자 의견 '매수', 목표주가 55,000원. 커버리지 개시

- 23F EPS에 타겟 P/E 16배 적용. 타겟 P/E는 테이크투(TTWO), EA 23F P/E 평균
- PC/콘솔 중심으로 사업 전환됨에 따라 콘솔 게임사와의 비교가 적절하다고 판단
- 동사는 지난 수년간 성장이 정체된 웹보드 게임사로 평가받으며 10배 초반의 P/E 멀티플을 유지했으나 P의 거짓 출시와 함께 밸류에이션 리레이팅 이어질 전망

투자포인트

23년 국내 콘솔 최대 기대작 P의 거짓 출시

- 23년 여름 PC/콘솔 글로벌 동시 출시 예정. 가격은 5~6만원 사이로 예상
- 세계 3대 게임쇼 게임스컴 3관왕, 지스타에서도 압도적인 대기자 수로 기대감 증폭
- 1) 게임스컴을 통해 얻은 글로벌 인지도, 2) 시연에서 확인할 수 있었던 높은 완성도, 3) 부담스럽지 않은 가격대 고려 시 23년 200만장 판매량 달성 가능하다고 판단

P의 거짓 외에도 풍부한 신작 라인업

- 23년 8종 신작(상반기 5종) 예정. 23년 초 출시 예정 산나비(PC)도 스팀 반응 긍정적
- 고양이와스프 IP 활용 신작(퍼즐/SNG/육성) 3종 출시. 3종 신작 중 퍼즐 게임 기대
- 고양이와스프는 월간 다운로드 150만건(미국, 러시아 등 인기) 이상을 유지하며 글로벌 IP로 자리매김. 서구권에서의 퍼즐 게임 선호도 고려 시 기대 이상의 흥행 가능성 존재

23년 실적 전망

P의 거짓 흥행을 통한 폭발적인 성장 전망

- 매출액 4,150억원(+41% YoY), 영업이익 870억원(+232% YoY) 전망
- PC/콘솔 부문 매출액 2,400억원(+89% YoY). P의 거짓 매출 기여 1,100억원 예상
- 고마진 콘솔 비중 증대로 영업이익률 22년 8.8%에서 23년 20.8%로 상승 전망

Key data



현재주가(22/11/22, 원)	37,850	시가총액(십억원)	834
영업이익(22F, 십억원)	26	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	29	유동주식비율(%)	58.9
EPS 성장률(22F, %)	-21.1	외국인 보유비중(%)	9.1
P/E(22F, x)	18.6	베타(12M) 일간수익률	0.92
MKT P/E(22F, x)	11.2	52주 최저가(원)	19,000
KOSDAQ	712.26	52주 최고가(원)	40,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.7	88.3	28.5
상대주가	9.6	132.6	86.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	254	290	261	296	415	386
영업이익 (십억원)	33	60	21	26	87	61
영업이익률 (%)	13.0	20.7	8.0	8.8	20.8	15.8
순이익 (십억원)	24	60	57	45	76	56
EPS (원)	1,104	2,747	2,577	2,034	3,436	2,534
ROE (%)	7.8	17.0	13.4	9.3	14.0	9.2
P/E (배)	15.4	8.2	14.0	18.6	11.0	14.9
P/B (배)	1.1	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

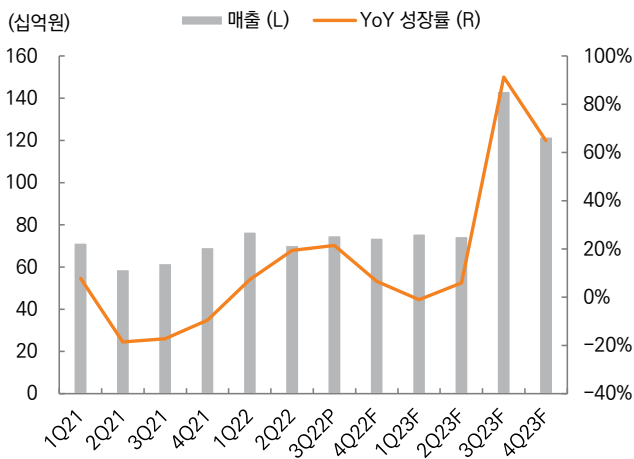
(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출	76.6	70.3	74.9	73.8	75.8	74.5	143.3	121.8	289.6	261.2	295.7	415.4
(% YoY)	7.3%	19.4%	21.5%	6.6%	-1.0%	5.9%	91.3%	64.9%	13.8%	-9.8%	13.2%	40.5%
PC/콘솔	33.7	29.2	32.4	31.5	31.8	32.1	98.5	76.8	124.6	125.1	126.7	239.2
모바일	36.1	34.1	36.4	36.2	37.9	36.2	38.6	38.8	160.4	132.1	142.9	151.4
기타	6.9	7.0	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2	6.2	4.7	3.9	26.1	24.8
영업비용	65.4	64.4	69.7	70.1	72.1	73.7	93.5	89.5	229.3	240.0	269.6	328.8
인건비	30.3	29.8	30.3	30.6	30.9	31.3	31.6	36.0	95.1	111.6	121.1	129.7
지급수수료	17.3	16.7	17.7	17.7	18.2	17.9	38.4	31.9	71.1	61.8	69.4	106.3
마케팅비	8.1	8.5	10.1	10.5	11.6	13.1	12.0	10.0	37.0	32.6	37.1	46.7
D&A	4.7	4.8	4.6	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	9.5	12.1	18.8	19.0
기타	5.1	4.6	6.9	6.6	6.7	6.7	6.8	6.9	16.5	21.8	23.1	27.1
영업이익	11.2	5.9	5.2	3.7	3.7	0.8	49.8	32.3	60.3	21.3	26.0	86.5
(% YoY)	-16.6%	13.0%	-471.9%	-8.0%	-66.8%	-86.9%	849.7%	768.3%	85.3%	-64.8%	22.5%	232.3%
영업이익률	14.6%	8.4%	7.0%	5.0%	4.9%	1.0%	34.8%	26.5%	20.8%	8.1%	8.8%	20.8%
지배주주순이익	11.9	19.9	8.2	5.0	5.0	2.7	40.8	27.2	60.2	56.8	44.9	75.8
순이익률	15.5%	28.3%	0.0%	6.7%	6.6%	3.7%	28.5%	22.4%	20.8%	21.7%	15.2%	18.2%

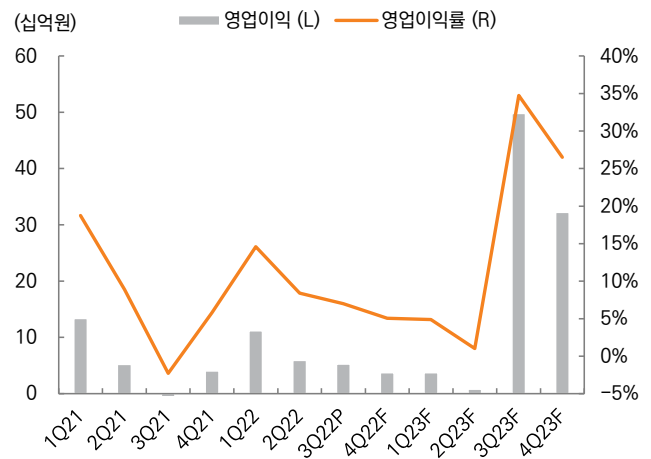
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 분기 매출 추이

그림 2. 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터



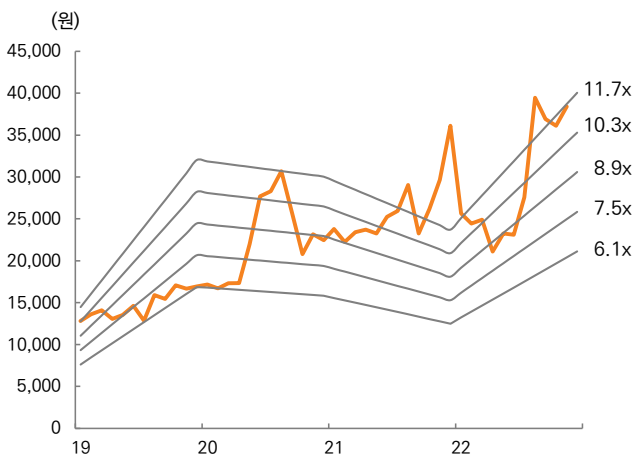
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

구분	내용	비고
23F 지배주주순이익 (십억원)	76	
Target P/E (배)	16	TTWO, EA 23F P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	1,212	
주식 수 (천주)	22,034	
목표주가 (원)	55,000	
현재주가 (원)	37,850	
상승여력	45.3%	

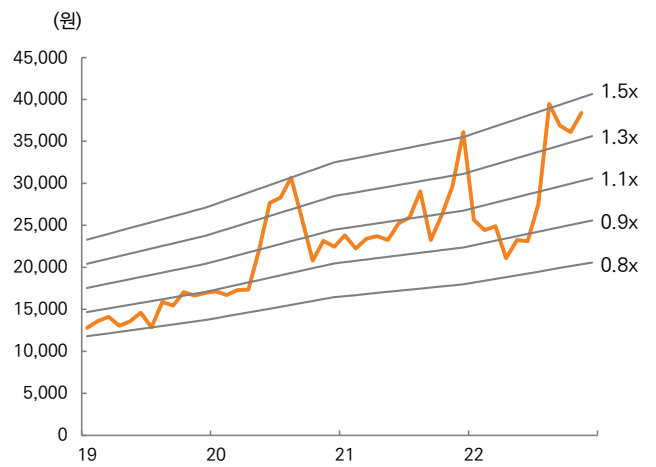
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12MF P/E 밴드



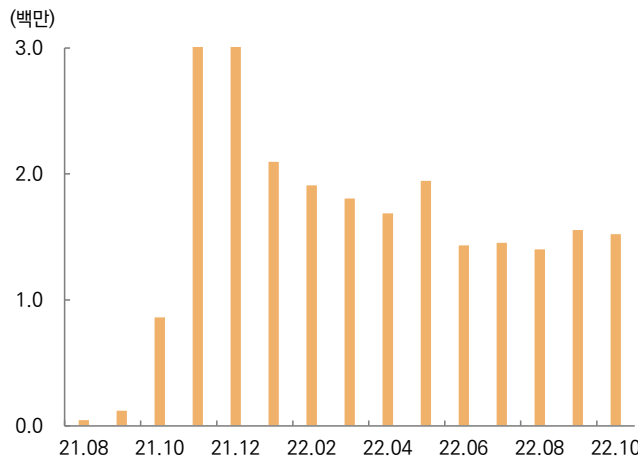
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12MF P/B 밴드



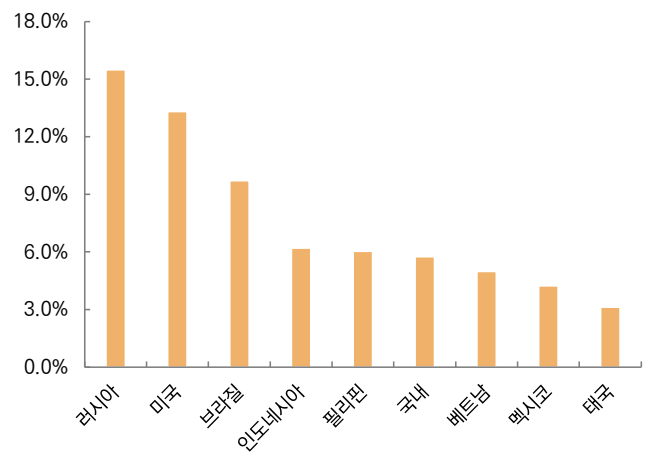
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 고양이와스프 월간 글로벌 다운로드 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 고양이와스프 다운로드 국가별 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 신작 일정

출시 일정	게임명	장르	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
2022.07.11	브라운더스트 앤 퍼즐	퍼즐RPG	모바일	자체개발
2022.08.25	A.V.A	FPS	PC(스팀)	자체개발
4Q22	브라운더스트 스토리	비주얼 노벨 RPG	모바일	자체개발
	마스터 오브 나이크	수집형 전략 RPG	모바일	자체개발
	Aka	힐링 어드벤처	모바일	퍼블리싱
1H23	P의 거짓	소울라이크 액션 RPG	PC/콘솔	자체개발
	산나비	2D 플랫폼머 액션	PC(스팀)	퍼블리싱
	브라운더스트2	어드벤처 RPG	모바일	퍼블리싱
	일본 유명 IP 공동 개발 신작	RPG	모바일	자체개발
	고양이와 스프 IP 신작1	퍼즐	모바일	자체개발
고양이와 스프 IP 신작2	SNG	모바일	퍼블리싱	
2H23	Oh My Anne	미확정	모바일	자체개발
	프로젝트 IG	방치형 ARPG	모바일	자체개발
	고양이와 스프 IP 신작3	캐주얼 육성	모바일	자체개발
2024	오픈월드 생존 슈터 신작	오픈월드 생존 슈터	PC/콘솔	자체개발
	일본 유명 IP 기반 대형 신작	RPG	PC/모바일	자체개발

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. P&E & NFT 일정

출시 일정	게임명	장르	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
2023	House of Poker	소셜카지노	모바일/PC	자체개발
	House of slots	소셜카지노	모바일/PC	자체개발
	House of Blackjack	소셜카지노	모바일/PC	자체개발
	A.V.A Global	FPS	PC	자체개발
	Crypto Golf Impact	스포츠	모바일	자체개발
	Brave Nine	수집형 SRPG	모바일	자체개발
	Early Retired Cats Club	NFT	-	자체개발
	고양이와 스프	힐링 시뮬레이션	모바일	자체개발
	고양이와 스프 IP 신작	SNG	모바일	퍼블리싱
	EOS RED	MMORPG	모바일	퍼블리싱

자료: 미래에셋증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	261	296	415	386
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	261	296	415	386
판매비와관리비	240	270	329	325
조정영업이익	21	26	87	61
영업이익	21	26	87	61
비영업손익	43	29	11	11
금융손익	1	1	1	2
관계기업등 투자손익	7	-4	-4	-4
세전계속사업손익	64	55	98	72
계속사업법인세비용	8	8	20	14
계속사업이익	57	46	78	58
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	57	46	78	58
지배주주	57	45	76	56
비지배주주	0	2	2	2
총포괄이익	53	46	78	58
지배주주	54	47	78	58
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	33	38	98	73
FCF	28	54	79	65
EBITDA 마진율 (%)	12.6	12.8	23.6	18.9
영업이익률 (%)	8.0	8.8	20.8	15.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.8	15.2	18.3	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	272	282	361	397
현금 및 현금성자산	113	104	114	166
매출채권 및 기타채권	32	36	51	47
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	127	142	196	184
비유동자산	303	345	359	379
관계기업투자등	27	67	69	71
유형자산	80	78	78	80
무형자산	80	84	94	111
자산총계	575	627	720	776
유동부채	67	70	76	77
매입채무 및 기타채무	23	24	24	25
단기금융부채	4	5	7	6
기타유동부채	40	41	45	46
비유동부채	39	41	50	48
장기금융부채	19	19	19	19
기타비유동부채	20	22	31	29
부채총계	106	111	127	125
지배주주지분	459	504	580	636
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130
이익잉여금	366	411	486	542
비지배주주지분	10	11	13	15
자본총계	469	515	593	651

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	29	58	85	73
당기순이익	57	46	78	58
비현금수익비용가감	-1	19	30	25
유형자산감가상각비	6	6	6	6
무형자산상각비	6	5	6	6
기타	-13	8	18	13
영업활동으로인한자산및부채의변동	-21	0	-5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-4	-15	4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	0	0	0
법인세납부	-7	-8	-20	-14
투자활동으로 인한 현금흐름	-65	-28	-74	-18
유형자산처분(취득)	-1	-4	-6	-8
무형자산감소(증가)	-7	-9	-16	-23
장단기금융자산의 감소(증가)	-79	-15	-52	13
기타투자활동	22	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-23	1	2	0
장단기금융부채의 증가(감소)	21	1	2	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-44	0	0	0
현금의 증가	-58	-10	11	52
기초현금	172	113	104	114
기말현금	113	104	114	166

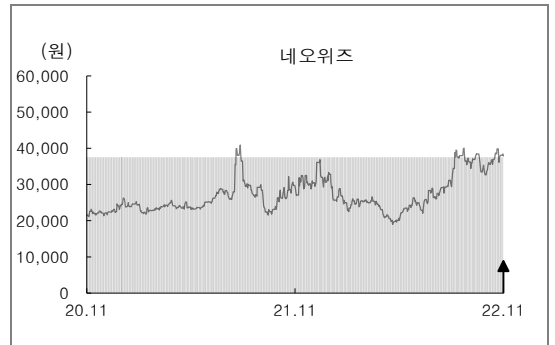
자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	14.0	18.6	11.0	14.9
P/CF (x)	14.4	12.9	7.7	10.1
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	18.1	16.8	5.9	7.3
EPS (원)	2,577	2,034	3,436	2,534
CFPS (원)	2,512	2,945	4,889	3,739
BPS (원)	21,838	23,872	27,308	29,842
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-9.8	13.2	40.5	-7.0
EBITDA증가율 (%)	-51.9	12.8	161.1	-25.6
조정영업이익증가율 (%)	-64.8	22.5	232.4	-29.7
EPS증가율 (%)	-6.2	-21.1	68.9	-26.2
매출채권 회전을 (회)	8.6	8.7	9.6	7.9
재고자산 회전을 (회)	11,512.7	12,666.2	13,936.3	11,493.2
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	10.8	7.7	11.6	7.7
ROE (%)	13.4	9.3	14.0	9.2
ROIC (%)	15.0	15.0	42.5	25.6
부채비율 (%)	22.6	21.6	21.3	19.2
유동비율 (%)	404.6	401.6	474.0	515.2
순차입금/자기자본 (%)	-42.7	-41.4	-45.9	-48.1
조정영업이익/금융비용 (x)	515.0	343.8	1,083.7	739.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
네오위즈 (095660)				
2022.11.23	매수	55,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
86.7%	5.5%	7%	0.8%

* 2022년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.