SPOT
ISSUE

27 Jun. 2023

DAOL 다올투자증권

(095660 · BUY · TP 69,000원)

# 네오위즈

## 중요하지도 심각하지도 않은 문제였는데

인터넷/게임/엔터 **김하정**
hajkim@daolfn.com

● **신작 출시와 주가 -9.5% 급락**

- 동사는 6월 22일 퍼블리싱 신작 '브라운더스트2'를 글로벌 출시. 초기 매출 순위와 유저의 부정적 피드백이 확인된 주말 이후 **주가는 6월 23일 대비 -9.5% 급락**

● **브라운더스트2의 매출이 0이여도 영업이익에는 11%의 타격에 불과**

- '브라운더스트2'는 동사와 지분 관계가 없는 개발사 '겜프스엔'이 개발하고 동사가 퍼블리싱하는 신작. 따라서 1) 이익 기여도 낮고 2) 동사의 개발력을 확인할 신작도 아니기 때문에 투자 판단에 유의미한 영향을 미칠 만한 신작이 아님
- 매출 기여는 클 수 있지만 당사 이익 전망치 중 **'브라운더스트2'는** 동사 2023E과 **2024E 영업이익의 11%를 차지하는 라인업. 따라서 최근의 주가 급락은 이번 신작이 완전히 망한다는 수준의 부정적 전망을 반영한 셈**
- 유저의 불만을 야기한 신작은 게임사의 개발/퍼블리싱 능력에 대한 의심으로 이어질 수 있지만 '브라운더스트2'는 전작의 개발진이 독립하여 설립한 개발사의 작품으로 동사의 개발력과 무관. 불만의 원인 중 하나인 과도한 과금 유도 역시 신생 개발사의 재무적 안정을 위한 조치로서 동사보다는 개발사에게 책임이 있다고 판단

● **초기 매출은 기대를 크게 상회. 유저 불만은 지속성에 문제될 수 있지만**

- **오히려 신작의 초기 매출은 당사와 시장 전망치를 2배 이상 크게 상회했다고 판단하며 사측의 내부 기대치 역시 넘어섬.** 매출 순위도 1~2일 차 대비 반등한 상태
- 다만 최적화와 과금 유도로 인한 유저의 불만은 매출 지속성에 영향을 미칠 수 있어 이에 대한 확인이 필요

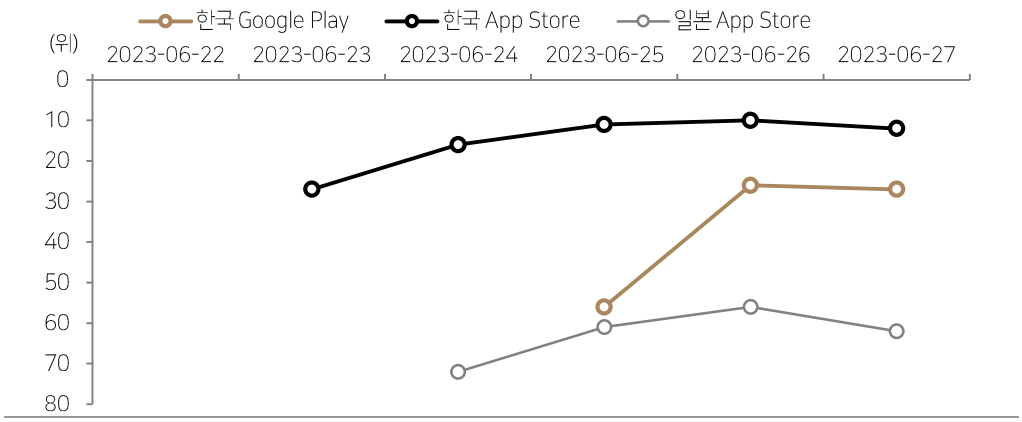
● **개발사의 적극적 대처는 지속성에 대해서도 기대를 갖게 함**

- 26일 19시 개발사는 유저의 불만에 대한 사과와 개선 계획을 담은 공지 발표. 이에 대한 유저의 댓글은 긍정 반응의 비중이 더 높은 상황. 양호한 Google Play 유저 평점(4.4점)을 고려하더라도 우려에 비해서 매출 지속성이 있으리라는 기대가 가능함

● **여전히 Top-pick. 중국이 어떻게 행동하든 지속 성장 보일 게임사**

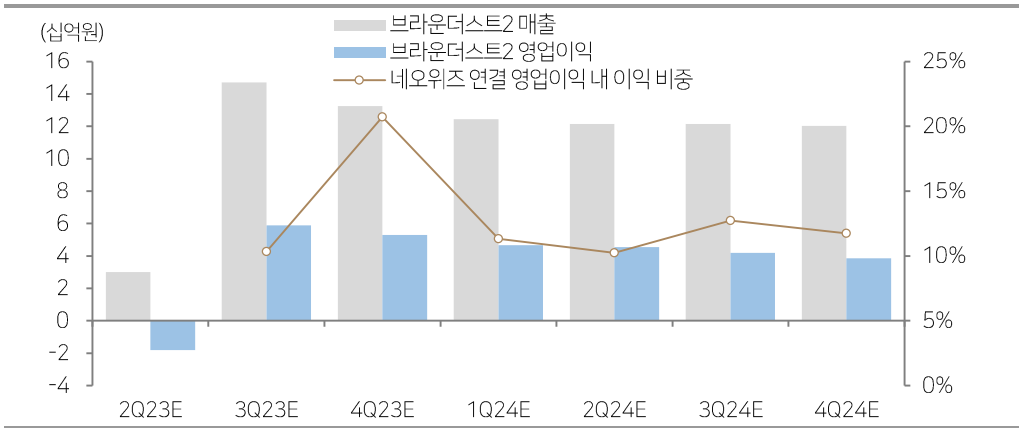
- 1) 신작 성과가 긍정적이며 2) 향후에도 다양한 라인업을 통한 이익 성장 가능하지만 3) 과도한 우려로 주가 하락한 동사를 게임 업종 Top-pick으로 지속 제시
- 6월에 결국 외자판호가 발급되지 않으면 중국 관련 게임사의 센티멘트가 영향받을 수 있지만 동사는 1) 이와 무관히 다양한 신작을 통해 성장 가능하며 2) 외자판호가 발급된다면 '고양이와 스프' 등 게임의 판호 발급도 기대 가능함

*Fig. 1:* '브라운더스트2' 출시 초기 매출순위 추이



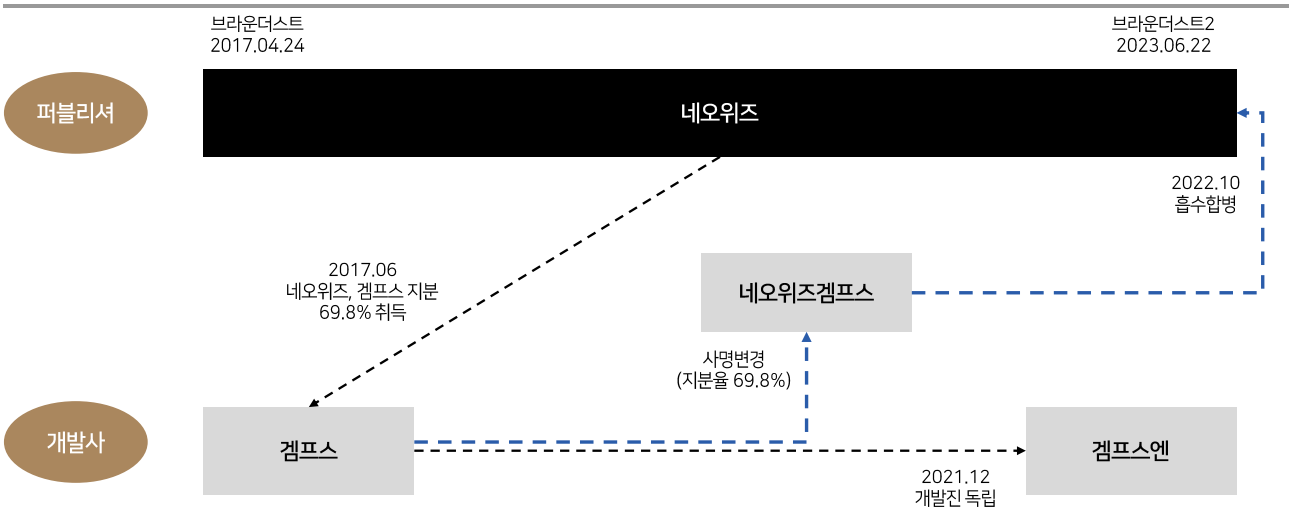

Note: 2023년 6월 27일 매출 순위는 오전 7시 기준
Source: Mobile Index, 다올투자증권

*Fig. 2:* '브라운더스트2' 매출 및 영업이익 전망과 네오위즈 연결 영업이익 내 이익 비중



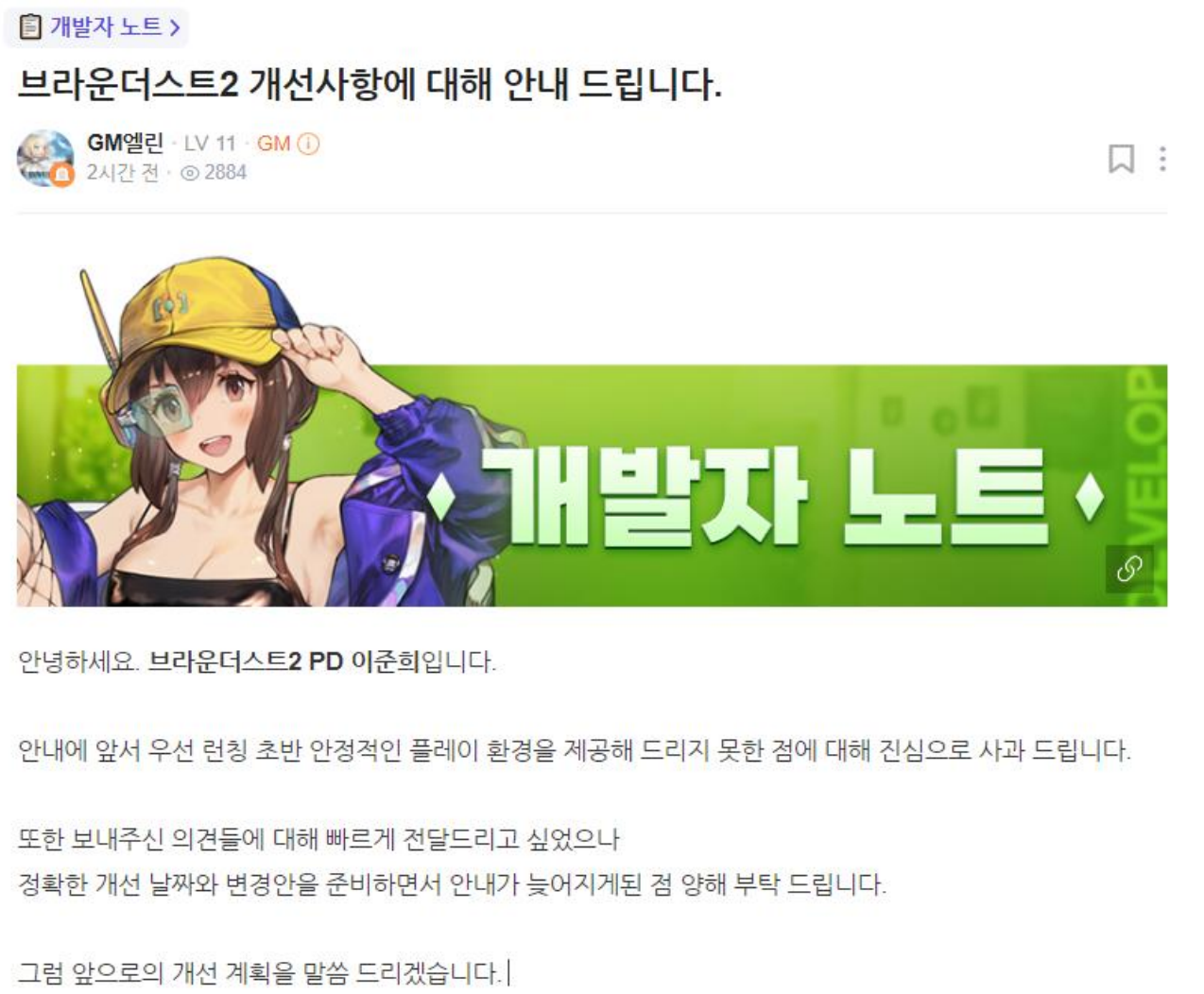

Source: 다올투자증권

*Fig. 3:* 네오위즈와 겜프스/겜프스엔의 관계



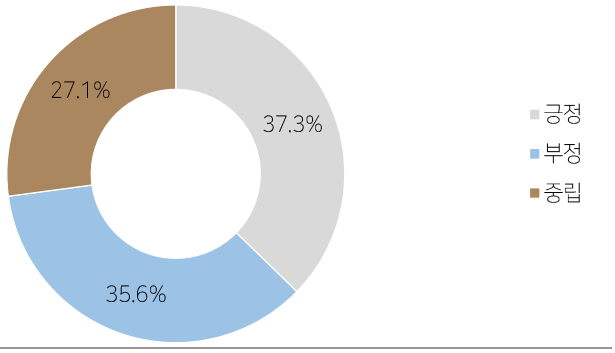

Source: 다올투자증권

*Fig. 4:* 브라운더스트2 개선사항을 담은 개발사 공지




Source: 겜프스엔, 다올투자증권

*Fig. 5:* 개선사항을 담은 개발사 공지 댓글의 유저 반응 평가




Note: 댓글 반응이 긍정/부정/중립 평가인지 여부는 당사가 분류
Source: 겜프스엔, 다올투자증권

*Fig. 6:* 브라운더스트2 Google Play 유저 평점




Note: 2023년 6월 27일 오전 7시 기준
Source: Google Play Store, 다올투자증권

*Fig. 7:* 네오위즈 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23 | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 76.6 | 70.3 | 74.9 | 72.8 | 68.5 | 73.4 | 164.8 | 129.1 | 261.2 | 294.6 | 435.8 | 584.9 |
| PC/콘솔 | 33.7 | 29.2 | 32.4 | 31.2 | 27.5 | 24.8 | 91.8 | 51.4 | 125.2 | 126.4 | 195.4 | 185.8 |
| P의 거짓 | | | | | | | 66.8 | 26.6 | | | 93.5 | 45.0 |
| 오픈월드 생존슈터 신작 | | | | | | | | | | | | 37.6 |
| 기타 PC/콘솔 | 33.7 | 29.2 | 32.4 | 31.2 | 27.5 | 24.8 | 24.9 | 24.7 | 125.2 | 126.4 | 101.9 | 103.3 |
| 모바일 | 30.7 | 30.3 | 33.5 | 32.3 | 32.3 | 39.9 | 64.3 | 69.0 | 132.1 | 126.9 | 205.5 | 362.3 |
| 고양이와 스프 | 6.4 | 6.0 | 7.7 | 7.6 | 7.7 | 7.6 | 9.0 | 9.2 | | 27.6 | 33.4 | 36.0 |
| 브라운더스트2 | | | | | | 3.0 | 14.7 | 13.2 | | | 31.0 | 48.8 |
| 금색의 갓슈벨 IP 신작 | | | | | | | 1.5 | 7.4 | | | 8.9 | 24.7 |
| 프로젝트 IG | | | | | | | | 0.9 | | | 0.9 | 23.6 |
| 던만추 IP 신작 | | | | | | | | | | | | 22.5 |
| 신규 인수 개발사 | | | | | | 4.6 | 13.3 | 12.6 | | | 30.6 | 77.4 |
| 기타 모바일 | 24.3 | 24.3 | 25.9 | 24.8 | 24.7 | 24.6 | 25.8 | 25.7 | 132.1 | 99.3 | 100.8 | 129.2 |
| 기타 | 12.2 | 10.8 | 9.0 | 9.2 | 8.7 | 8.7 | 8.7 | 8.7 | 3.9 | 41.2 | 35.0 | 36.7 |
| 영업비용 | 65.4 | 64.4 | 69.7 | 75.5 | 67.3 | 72.9 | 107.9 | 103.6 | 240.0 | 275.0 | 351.6 | 433.5 |
| 인건비 | 30.3 | 29.8 | 30.3 | 36.2 | 32.0 | 32.8 | 39.6 | 43.8 | 111.3 | 126.7 | 148.2 | 174.0 |
| 마케팅비 | 8.1 | 8.5 | 10.1 | 9.8 | 10.8 | 13.8 | 20.6 | 18.8 | 32.6 | 36.4 | 64.0 | 83.1 |
| 영업이익 | 11.2 | 5.9 | 5.2 | -2.8 | 1.3 | 0.5 | 56.9 | 25.6 | 21.2 | 19.6 | 84.2 | 151.3 |
| 영업이익률(%) | 15% | 8% | 7% | -4% | 2% | 1% | 35% | 20% | 8% | 7% | 19% | 0.3 |
| 영업외손익 | 4.1 | 19.2 | 2.7 | -26.0 | 3.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 43.1 | -0.1 | 8.6 | 10.1 |
| 법인세차감전순이익 | 15.2 | 25.1 | 7.9 | -28.8 | 4.9 | 2.1 | 58.6 | 27.2 | 64.3 | 19.5 | 92.8 | 161.5 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 0.2 | 0.4 | 0.1 | -0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 |
| 법인세비용 | 2.8 | 4.3 | -0.2 | -0.7 | 1.8 | 0.5 | 14.2 | 6.6 | 7.7 | 6.3 | 23.1 | 39.1 |
| 법인세율(%) | 18.6% | 17.2% | -2.8% | 2.3% | 36.4% | 24.2% | 24.2% | 24.2% | 11.9% | 32.2% | 24.8% | 24.2% |
| 당기순이익 | 12.4 | 20.8 | 8.1 | -28.1 | 3.1 | 1.6 | 44.4 | 20.6 | 56.7 | 13.2 | 69.8 | 122.4 |
| 당기순이익률(%) | 16.2% | 29.5% | 10.9% | -38.6% | 4.5% | 2.2% | 26.9% | 16.0% | 21.7% | 4.5% | 16.0% | 20.9% |
| 지배주주지분 | 11.9 | 19.9 | 8.2 | -26.8 | 3.6 | 1.8 | 44.2 | 20.5 | 56.8 | 13.1 | 70.1 | 120.2 |
| 비지배주주지분 | 0.5 | 0.9 | 0.0 | -1.3 | -0.5 | -0.2 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | -0.4 | 2.2 |

Source: 네오위즈, 다올투자증권

*Fig. 8:* 네오위즈 주요 신작 라인업

| 출시 일정 | 게임 | 장르 | 자체 개발/퍼블리싱(개발사) | 디바이스(플랫폼) |
|---|---|---|---|---|
| 2Q23 | 브라운더스트 2 | 어드벤처 RPG | 퍼블리싱(겜프스엔) | 모바일 |
| 2H23 | 산나비 | 2D 플랫포머 | 퍼블리싱(원더포션) | PC/닌텐도 |
| | P의 거짓 | 소울라이크 액션 RPG | 자체개발(라운드8) | PC/콘솔 |
| | Oh My Anne | 퍼즐 | 자체개발 | 모바일 |
| | 매치데이 레전드 | 스포츠 | 퍼블리싱 | 모바일 |
| | 고양이와 스프 IP SNG | SNG | 퍼블리싱 | 모바일 |
| | '금색의 갓슈벨' IP 공동 개발 신작 | RPG | 자체개발 | 모바일 |
| | 프로젝트 IG | 방치형 ARPG | 자체개발(하이디어) | 모바일 |
| | 고양이와 스프: 매직 레시피 | 시뮬레이션 | 자체개발 | 모바일 |
| 2024 | 오픈월드 생존 슈터 신작 | 오픈월드 생존 슈터 | 자체개발(라운드8) | PC/콘솔 |
| | '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까' IP 기반 신작 | RPG | 자체개발 | PC/모바일 |

Source: 네오위즈, 다올투자증권

*Fig. 9:* 네오위즈 Valuation: 2024E EPS에 12.0배

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| 2024E 지배주주순이익 (십억원) | 120.2 | |
| 적정 PER (x) | 12.0 | 2024년 실적 전망치의 낮은 가시성 고려<br>중소형 게임사 적정 PER(15x) 20% 할인 |
| 적정 기업가치(십억원) | 1,442.9 | |
| 주식 수(천주) | 20,883 | 자기주식수 제외 |
| 2023E EPS (원) | 5,757.8 | |
| 주당 적정가치(원) | 69,094 | |
| 적정주가 (원) | 69,000 | 반올림 적용 |
| 현재 주가 (원) | 42,600 | |
| 상승 여력 | 62.0% | |

Source: 다올투자증권


## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

## 투자등급 비율

| BUY : 93.8% | HOLD : 6.2% | SELL : 0.0% |
|---|---|---|

## 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치