

## 네오위즈게임즈(095660)

매수(신규) / TP: 21,000원

주가(6/3, 원)	16,850
시가총액(십억원)	369
발행주식수(백만)	22
52 주 최고/최저가(원)	25,000/13,000
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	4,827
유동주식비율(%)	62.8
외국인지분율(%)	6.3
주요주주(%)	나성균 외 14 인 36.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	195	30	(8)	(351)	NM	41	NM	10.0	1.7	(2.6)	-
2015A	190	16	(21)	(951)	NM	24	NM	10.2	1.3	(7.5)	-
2016F	222	38	23	1,043	NM	42	16.0	5.3	1.2	8.1	-
2017F	247	44	27	1,259	20.8	47	13.3	4.5	1.1	8.9	-
2018F	264	58	37	1,713	36.0	60	9.7	3.0	1.0	10.9	-

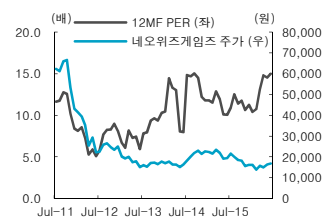
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 웹보드 게임 매출의 부활

#### 주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	20.4	4.3	(13.6)
상대주가(%p)	20.4	4.7	(9.8)

#### 12MF PER 추이



**투자의견 매수, 목표주가 21,000원:** 네오위즈게임즈에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 21,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016F EPS에 target PER 20배 (동종업계 평균 PER 20% 할증)를 적용해 산출했다. 오는 7월 스마일게이트와의 크로스파이어 수익배분 계약 종료에 따른 매출 감소는 불가피하다. 하지만 다수의 모바일 게임 출시와 웹보드 규제완화에 따른 웹보드 게임 매출 회복으로 실적 악화는 최소화될 전망이다. ‘블레스’도 출시 초기 대비 트래픽이 감소하고 있으나 하반기부터 일본, 북미, 유럽 등으로의 진출이 예정되어 있어 매출 규모가 확대될 전망이다. 웹보드 관련 마케팅 비용의 감소도 수익성 개선에 도움이 될 것이다. 2016년 매출액과 영업이익은 각각 2,223억원(+17.0% YoY)과 384억원(+143.1% YoY)으로 추정한다.

**모바일 웹보드 게임의 선전:** 모바일 웹보드 게임의 성장이 이어질 전망이다. 지난 3월부터 시행된 웹보드 규제완화로 월 30만원으로 제한됐던 결제 한도가 50만원으로 높아졌고, 1회 당 베팅액은 3만원에서 5만원으로 상향됐다. 규제완화 이후 ‘피망 포커’의 일 매출 순위는 최고 12위로 상승했으며 월말 효과에 따른 하락폭도 과거 대비 축소됐다. 결제 한도 상향의 효과가 온기 반영되는 2분기부터 성장이 가속화될 전망이다. 경쟁 업체 대비 빠른 모바일 게임 시장 진출에 따른 통한 트래픽 확보 및 선점효과가 긍정적이며 4Q15 집행된 공격적인 마케팅으로 이용자 층도 확대된 것으로 파악된다. 2016년 웹보드 게임 매출은 전년대비 46.1% 증가한 648억원으로 추정한다.

**모바일 게임 출시 확대로 체질개선:** 크로스파이어 계약 만료에 따른 매출 감소는 다수의 모바일 신작 출시로 상쇄될 것이다. 지난 4월 출시된 ‘마음의 소리’를 시작으로 ‘슬러거’, ‘탭소닉’, ‘노블레스’ 등의 게임들이 연이어 출시될 예정이다. ‘마음의 소리’는 사전 예약자 수가 70만명에 달했으나 최고 매출 순위 21위를 기록한 후 매출이 점진적으로 감소하고 있다. 하지만 네오위즈게임즈가 최근 출시한 첫 모바일 게임이고 ARPU가 비교적 낮은 디펜스 게임이라는 점을 감안 시 비교적 만족스러운 결과라고 생각한다. 4Q16 출시가 예정된 ‘노블레스’는 2007년부터 연재된 화요일 인기 웹툰 IP 기반의 RPG 게임이다. 흥행 웹툰 IP를 활용한 이용자 확보를 통해 장기 흥행에 성공한 ‘갯오브하이스쿨’의 사례에 비추어 볼 때 흥행 가능성은 높다고 판단한다.

김성은 3276-6158  
askim@truefriend.com

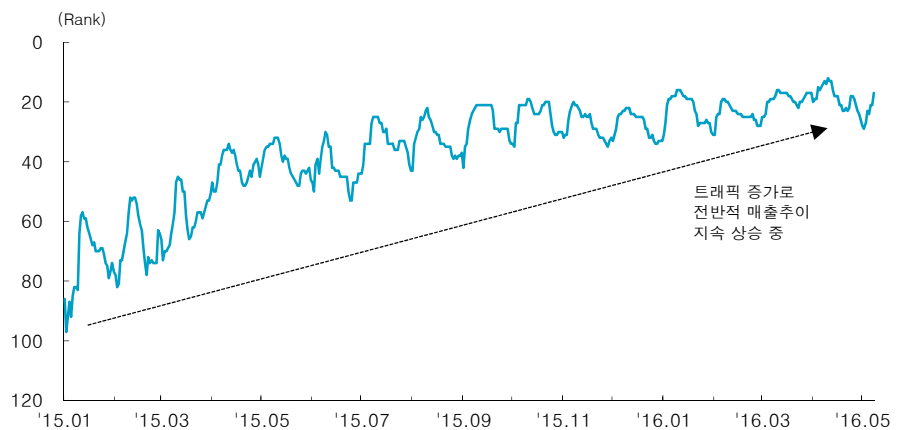
〈표 31〉 네오위즈게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>48.1</b>	<b>44.9</b>	<b>48.9</b>	<b>48.1</b>	<b>57.1</b>	<b>57.1</b>	<b>52.8</b>	<b>55.3</b>	<b>190.1</b>	<b>222.3</b>	<b>247.1</b>
국내	18.8	18.2	17.2	17.7	24.1	26.1	28.7	32.2	71.8	111.1	136.0
해외	29.4	26.8	31.7	30.4	33.0	31.0	24.1	23.1	118.3	111.1	111.0
국내	39.0%	40.4%	35.1%	36.7%	42.3%	45.7%	54.4%	58.2%	37.8%	50.0%	55.1%
해외	61.0%	59.6%	64.9%	63.3%	57.7%	54.3%	45.6%	41.8%	62.2%	50.0%	44.9%
<b>영업비용</b>	<b>40.3</b>	<b>40.2</b>	<b>43.6</b>	<b>50.2</b>	<b>44.7</b>	<b>45.8</b>	<b>46.1</b>	<b>47.2</b>	<b>174.3</b>	<b>183.9</b>	<b>203.1</b>
인건비	20.5	20.2	19.2	20.7	20.0	20.5	20.4	20.3	80.6	81.2	83.1
지급수수료	11.2	9.9	10.6	11.3	10.4	10.3	11.3	12.0	43.9	57.1	69.2
마케팅비	4.9	4.3	7.1	11.6	6.5	6.3	5.8	6.1	27.8	24.6	27.2
기타	3.7	5.7	6.7	6.8	7.9	8.8	8.6	8.8	21.9	20.9	23.6
<b>영업이익</b>	<b>7.9</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>12.3</b>	<b>11.3</b>	<b>6.7</b>	<b>8.1</b>	<b>15.8</b>	<b>38.4</b>	<b>44.0</b>
영업이익률%	16.3%	10.6%	10.9%	-4.5%	21.6%	19.7%	12.7%	14.7%	8.3%	17.3%	17.8%
<b>세전이익</b>	<b>6.9</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>-29.1</b>	<b>11.4</b>	<b>10.0</b>	<b>5.1</b>	<b>6.1</b>	<b>-14.3</b>	<b>32.5</b>	<b>37.5</b>
<b>순이익</b>	<b>5.8</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>-27.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.5</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>-22.0</b>	<b>23.8</b>	<b>28.1</b>
순이익률%	12.0%	-0.9%	0.4%	-57.3%	13.9%	13.1%	7.2%	8.3%	-11.6%	10.7%	11.4%

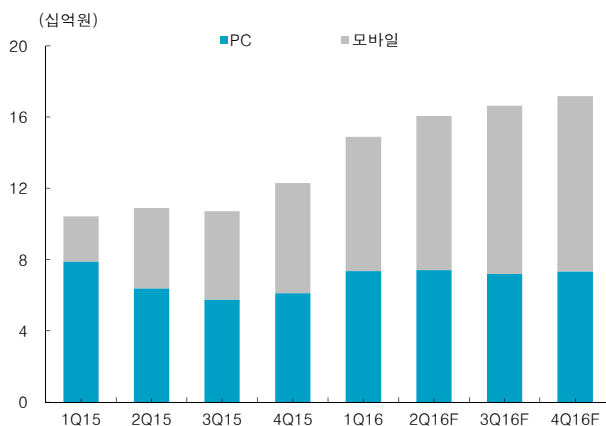
자료: 네오위즈게임즈, 한국투자증권

[그림 119] 피망포커 매출 순위



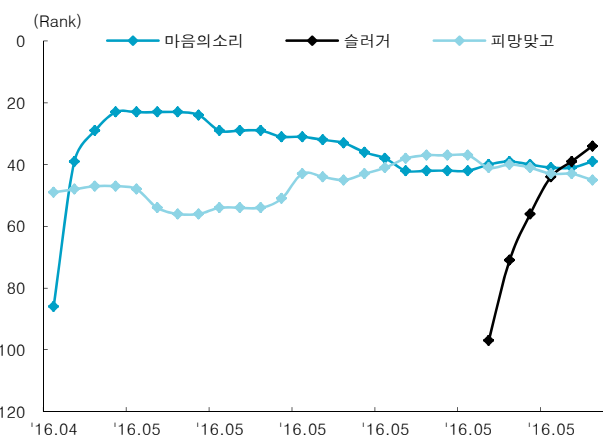
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 120] 플랫폼별 웹보드 게임 매출 추이 및 전망



자료: 네오위즈게임즈, 한국투자증권

[그림 121] 네오위즈게임즈 주요 모바일 게임 매출 순위



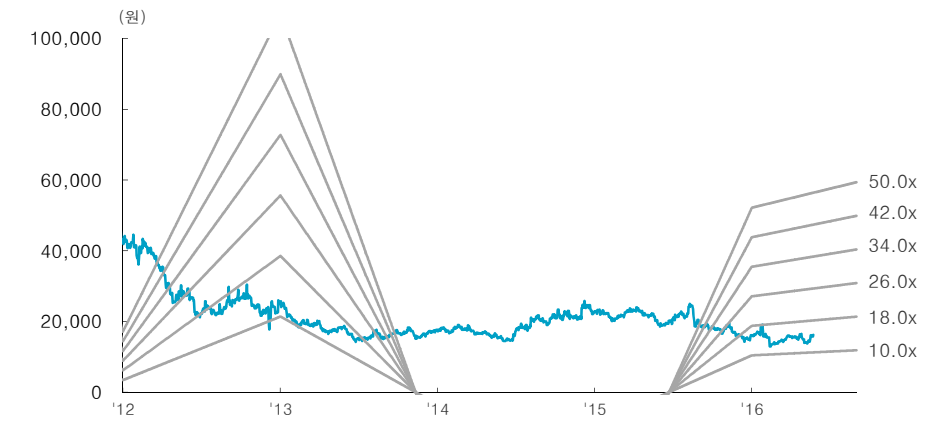
자료: Appannie, 한국투자증권

〈표 32〉 네오위즈게임즈 신작 라인업

출시 시기	게임	비고
2Q16	슬러거 모바일	PC 게임 '슬러거' IP 활용
3Q16	탭소닉 2	전작 다운로드 수 1,400 만건 기록
	아이언사이트	온라인 FPS 게임
4Q16	노블레스 외 3 종의 신작	Naver 웹툰 기반 모바일 게임

자료: 네오위즈게임즈, 한국투자증권

[그림 122] 네오위즈게임즈 12MF PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 123] 네오위즈게임즈: '마음의 소리' 플레이 화면



자료: 네오위즈게임즈, 한국투자증권

[그림 124] 3Q16 출시 예정인 '아이언 사이트'



자료: 네오위즈게임즈, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

네오위즈게임즈는 2007년 (주)네오위즈로부터 기업분할로 설립된 게임 개발사이며 2003년부터 국내 유명 게임 포털인 '피망(www.pmang.com)'을 통해 다양한 장르의 게임을 서비스 중이다. 2014년 실시된 웹보드 규제 포커와 고스톱 매출이 급감했으나 최근에는 모바일 웹보드 시장 선점을 통해 2차 성장을 준비 중이다.

- 웹보드게임: 온라인상에서 플레이하는 보드게임으로 바둑, 고스톱, 포커, 장기 등의 게임을 포함

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	200	267	298	321	361
현금성자산	42	63	93	104	116
매출채권및기타채권	37	108	100	111	119
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	223	107	105	110	113
투자자산	75	58	60	62	64
유형자산	5	4	2	(0)	(2)
무형자산	32	8	8	9	10
자산총계	423	374	403	431	474
유동부채	53	103	105	101	101
매입채무및기타채무	22	24	24	27	29
단기차입금및단기사채	1	0	0	0	0
유동성장기부채	0	60	60	60	60
비유동부채	85	7	7	8	8
사채	58	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	21	0	0	0	0
부채총계	138	110	112	109	109
지배주주지분	284	265	290	320	360
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	132	132	132	132	132
기타자본	(51)	(52)	(52)	(52)	(52)
이익잉여금	211	190	213	240	277
비지배주주지분	1	(1)	1	3	5
자본총계	285	264	291	323	365

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	34	16	51	27	45
당기순이익	(8)	(22)	24	29	39
유형자산감가상각비	6	3	2	1	(1)
무형자산상각비	4	5	2	2	3
자산부채변동	(20)	(13)	11	(18)	(9)
기타	52	43	12	13	13
투자활동현금흐름	(1)	25	(19)	(15)	(31)
유형자산투자	(1)	(1)	(0)	1	3
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(57)	29	(10)	(10)	(9)
무형자산순증	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	62	0	(6)	(3)	(22)
재무활동현금흐름	(62)	(21)	(1)	(2)	(2)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(63)	(21)	(1)	(2)	(2)
기타현금흐름	(2)	2	0	0	0
현금의증가	(30)	21	31	10	12

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	195	190	222	247	264
매출원가	93	89	100	107	113
매출총이익	102	101	122	140	151
판매관리비	72	85	84	96	93
영업이익	30	16	38	44	58
금융수익	9	8	7	7	8
이자수익	7	5	5	6	7
금융비용	8	5	4	3	4
이자비용	6	4	3	3	3
기타영업외손익	(16)	(21)	2	1	1
관계기업관련손익	(8)	(12)	(10)	(11)	(10)
세전계속사업이익	6	(14)	33	38	52
법인세비용	14	8	9	10	13
연결당기순이익	(8)	(22)	24	29	39
지배주주지분순이익	(8)	(21)	23	27	37
기타포괄이익	(4)	3	3	3	3
총포괄이익	(13)	(19)	27	32	42
지배주주지분포괄이익	(12)	(18)	25	30	40
EBITDA	41	24	42	47	60

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(351)	(951)	1,043	1,259	1,713
BPS	13,537	12,671	13,822	15,188	17,002
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(56.0)	(2.5)	17.0	11.1	6.7
영업이익증가율	(68.8)	(47.5)	143.1	14.5	31.9
순이익증가율	NM	NM	NM	20.8	36.0
EPS 증가율	NM	NM	NM	20.8	36.0
EBITDA 증가율	(63.6)	(40.6)	76.0	10.6	27.5
수익성(%)					
영업이익률	15.4	8.3	17.3	17.8	22.0
순이익률	(3.9)	(10.8)	10.2	11.0	14.1
EBITDA Margin	20.8	12.7	19.1	19.0	22.7
ROA	(1.8)	(5.5)	6.2	6.9	8.7
ROE	(2.6)	(7.5)	8.1	8.9	10.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(76)	(95)	(133)	(145)	(177)
차입금/자본총계비율(%)	28.3	22.9	20.8	18.5	16.4
Valuation(X)					
PER	NM	NM	16.0	13.3	9.7
PBR	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.0	10.2	5.3	4.5	3.0

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2016년 6월 3일 현재 NAVER,엔씨소프트,게임빌,컴투스,네오위즈게임즈,NHN엔터테인먼트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER,엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.