

# 네오위즈게임즈 (095660)

Buy

1/4 토막 후 13개월간 바닥 다지기. 신작모멘텀 출현하면?

목표주가: 26,000원  
현재주가: 18,100원

**탐방일: 2014. 07. 09**

인터넷/엔터,레저  
Analyst성중화  
02.3779-8807  
jhsung@etrade.co.kr

**기본정보**

	07/10	1 주전	1개월전	13 연말	[주주]	
[종가]	18,100	17,950	14,800	17,700	네오위즈홀딩스 외	36.6
[시가총액(억원)]	3,967	3,934	3,243	3,879	[자본금]	110 억원
[외국인지분율(%)]	6.6	6.4	6.5	7.2	[총자산]	4,988 억원
					[총부채]	1,932 억원

**Financial Data**

(억원)	2013	2014E	2015E	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2QE	14.3QE	14.4QE
매출액	4,429	2,218	2,599	1,471	1,374	916	668	661	520	522	516
YoY(%)	-34.4	-49.9	17.1	-25.5	-18.4	-44.7	-53.6	-55.1	-62.2	-43.0	-22.7
영업이익	958	306	659	282	241	349	87	170	52	50	34
YoY(%)	-16.7	-68.0	115.3	-23.2	-9.6	13.4	-58.5	-39.5	-78.3	-85.7	-61.2
영업이익률(%)	21.6	13.8	25.4	19.2	17.5	38.1	13.0	25.8	10.1	9.6	6.5
순이익	469	141	427	200	152	96	21	85	21	25	9
YoY(%)	727.0	-70.0	203.5	-20.5	8.3	-55.3	흑전	-57.7	-85.9	-73.7	-56.2
순이익률(%)	10.6	6.3	16.4	13.6	11.0	10.4	3.1	12.8	4.1	4.8	1.8
순이익(지배주주)	469	143	435	201	152	97	19	86	22	26	9
EPS(원)	2,138	641	1,947	현금성자산			1,132				930
PER(배)	8.3	28.2	9.3	총차입금			1,406				1,054
PBR(배)	1.3	1.3	1.1	순차입금			274				125

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: IFRS 연결기준

**탐방내용 요약**

**2Q14 실적 부진 전망. 그러나, 시장은 다 알고 있고 각오하고 있다. 보드게임 규제영향 3개월 Fully 반영된 2Q14 실적규모가 대세적으로 분기별 실적의 바닥권이라 판단**

- \* 2Q14E(연결) : 매출 520억원(QoQ -21%), OP 52억원(QoQ -69%)
  - 1) 2Q14 실적 대폭 부진은 당연한 수순일 뿐 각오하고 있는 부분
    - 주요 PC게임 신작 출시 없었고, 기존 PC게임은 대부분 성숙기에다 2Q는 비수기, 무엇보다 보드게임 규제영향 3개월 Fully 반영 영향
  - 2) 2Q14 실적부진은 이미 각오하고 있는 부분이라 새로운 약재는 아니다. 오히려 1Q14 실적발표를 통해 3월 한달간의 보드게임 규제영향을 확인함으로써 2Q14 최악의 실적부진을 미리 예측하고 각오할 수 있었다는 점은 다행이라 판단

**연간실적은 2011년 Peak 후 2012 - 2014년 3년간 지속 악화. 특히, 2014년이 가장 극심한 부진 전망. 그러나, 이 또한 시장은 알고 있고 각오하고 있다. 2014년 실적이 연간실적의 흑독한 바닥**

- \* 14E(연결) : 매출 2,218억(YoY -50%), OP 306억(YoY -68%)
  - 1) 2011년 : 매출 6,677억원(YoY 55%), OP 1,340억원(YoY 29%)
    - 2011년이 연간실적의 Peak : 피파 고성장, 크와 중국 폭발적 성장
  - 2) 2012년 : 매출 6,753억원(YoY 1%), OP 1,150억원(YoY -14%)
    - 피파 성장정체, 크와 중국 성장성 둔화
  - 3) 2013년 : 매출 4,429억원(YoY -34%), OP 958억원(YoY -17%)
    - 피파 Drop, 크와 중국 성숙기 & 재계약 시 RS 조건 하락
  - 4) 2014E : 매출 2,218억원(YoY -50%), OP 306억원(YoY -68%)
    - 크와 중국 RS 하향 영향 연간 Fully, 보드게임 규제영향으로 급감
  - 5) 올해 극도 부진 전망되나 이미 각오하고 있는 부분이라 두렵지 않다. 기존게임 성숙기로서 점진적 감소, PC게임 신작기여 미미, 크와 중국 RS 하향 영향 연간 Fully 반영, 보드게임 규제영향에 따른 급감 등 올해는 실적부진 요소만 가득 → 그래서 오히려 내년이 더 기대

**2014년 실적 극도 부진 전망 각오하고도 주가는 고점 대비 1/4 토막 후 무려 1년 1개월 동안 추가 하락 없이 바닥 다지는 중. 최근 추가 회복 패턴은 전형적인 저점 패턴(바닥 확인 패턴)**

- \* 동사 실적은 2011년 Peak 후 2012-2014년 3년간 지속 악화, 2014년 OP는 2011년 OP의 23% 수준으로 급감 전망
- \* 동사 주가는 2011년말 71,400원(시총 1.56조원)을 정점으로 2012년 이후 실적부진 우려로 하락하기 시작, 1년 6개월만에 1/4토막. 즉, 실적악화 기간(3년)의 절반기간만에 공교롭게도 실적악화 수준만큼 미리 하락
- \* 그러나, 1/4 토막 후 최근까지 1년 1개월간은 15,000원 ~ 18,000원을 박스권으로 바닥 다지는 중. 2014년 실적 극도 부진 전망 각오하고도 추가 하락 없이 박스권 유지하고 있는 점, 특히 최근 박스권 하단에서 기대신작 블레스 개발사인 블레스스튜디오의 200억원 펀딩(3차 배정 유증) 성공 및 3Q14 모바일게임 상용화 예정 신작 6개 공개 등 몇 가지 뉴스플로우만으로 순식간에 박스권 상단까지 반등한 점은 전형적으로 주가 저점에서 나타나는 패턴

**바닥은 확인했다. 이제 반등의 모멘텀만 출현하면 된다. 블레스, 블랙쉽 등 PC게임 대작급 신작 모멘텀(올해말 내년초)을 기다리고 있는 가운데 최근 모바일게임 기대감이 먼저 형성되고 있는 상황**

- \* PC게임 모멘텀 주목 : 블레스, 블랙쉽 & Others
  - 1) 블레스(BLESS)
    - MMORPG. 블레스스튜디오(200억원 펀딩 후 동사 지분 51%)가 개발 중. 150여명 개발진 참여. 최종 개발비 500억원대 전망
    - 2월 1차 CBT 완료. 2H14 2차 CBT, 1H15 상용화 예정
    - 최소한 에오스, 이카루스 정도의 매출규모(상용화 초기 월 40억원대)는 충분히 달성할 가능성 높다고 판단
    - 개발비 모두 비용처리되어 수익성 높음(마케팅비, 서버운영비 등 제외하면 대부분 OP 기여)

→ 뒷 페이지 계속

- NH농협증권, LB인베스트먼트가 공동 운영하는 사모펀드 통해 200억원 3차 배정 유증 성공. 의미는?  
(LB인베스트먼트는 넥슨, 그라비티 등 PC게임 개발업체 및 4:33, 엔터테인먼트 등 모바일게임 개발 업체 투자경험 풍부. 블레스스튜디오에 대한 200억원 투자는 블레스 성공 가능성을 높게 진단한 결과라 판단)  
(향후 블레스 개발일정 추가 진행, 상용화, 마케팅 등에 대한 필요한 자금조달 완료)

2) 블랙십(BLACK SHEEP)

- MMORPG. 네오위즈 CRS(지분 88.7%)가 개발 중. 40-50명 개발진 참여. 최종 개발비 300억원대 전망
- 2H14 1차 CBT(블레스 2차 CBT보다는 먼저), 2H15 상용화(블레스 상용화보다는 먼저) 예정
- 블레스 매출의 20-30%(월 10억원 내외)는 가능하리라 판단
- 개발비 모두 비용처리되어 수익성 높음

3) Others

- 온그린(On Green) : 골프게임. 2H14 상용화 예정. 골프존 연계 마케팅 계획
- 블랙스쿼드(Black Squad) : FPS. NS스튜디오(동사 지분 20%. 아바 개발진 일부 참여)가 개발중. 2H14 상용화 예정
- 피어온라인(Fear Online) : FPS. 워너브라더스 자회사 인플레이 인터랙티브가 워너브라더스 콘솔게임을 온라인버전으로 개발 중. 1H15 상용화 예정

\* 모바일게임 기대감 유효 : 3Q14 예정신작 6개. 도데카, 소울하츠 주목

1) 3Q14 모바일게임 6개 상용화 예정

- 도데카 : 3D 액션 RPG. 퍼블리싱
- 소울하츠 : 횡스크롤 액션 RPG. 자체개발
- 진봉신연의 : 판타지 RPG. 퍼블리싱
- 그라나사 : 카드 RPG. 퍼블리싱
- 와일드기어 : 스타일리쉬 슈팅게임. 자체개발
- 두근두근빙고 for 카카오 : 캐주얼. 퍼블리싱

2) 특히, 도데카, 소울하츠 등 2개 게임 기대감 큼

- 도데카 : 액션성 우수(MORPG 개발진 참여)
- 소울하츠 : 3월 CBT 반응 호조. 액션성 우수

3) 모바일게임 기대감 유효하나 당시에선 아직 모바일게임 매출은 추정에 반영하지 않고 있음(본자료의 추정치는 모바일게임 추정 제외)

- 3Q14 상용화 예정 신작 6개 중 일부 게임 히트 시 이외의 보너스 모멘텀 가능 : 도데카, 소울하츠 등 기대감 큼

**2Q14 실적보다는 6개 모바일게임 신작 성과 반영되는 3Q14 실적, 2014년 실적보다는 PC게임 대작급 기대신작 성과 반영되는 2015년 실적이 중요. 2015년 실적 폭발적 성장 전망**

\* 당시에선 3Q14 실적은 매출 522억원, OP 50억원으로서 2Q14 실적(매출 520억원, OP 52억원)과 비슷할 것으로 추정하고 있음. 이는 3Q14 상용화 예정인 6개의 모바일게임 신작 성과는 반영하지 않는 결과. 그러나, 모바일 게임 신작 중 일부라도 히트 시 3Q14 실적 전망치 대폭 상향 가능 → 6개 상용화 예정 신작 중 일부는 상용화 일정이 머지 않았을 것으로 기대  
\* 15E : 매출 2,599억원(YoY 17%), OP 659억원(YoY 115%), 순이익 427억원(YoY 204%), EPS 1,947원(YoY 204%)

- 1) 2015년 실적 폭발적 성장 전망. 이는 블레스, 블랙십 등 PC게임 대작급 기대신작 매출 기여 전망에 따른 것
  - 블레스 : 2Q15 상용화 가정. 상용화 초기 월매출 40억원대 전망
  - 블랙십 : 1Q15 상용화 가정. 상용화 초기 월매출 10억원 내외 전망
  - 모두 개발비 비용처리 완료되어 상용화 후 매출 대부분 OP 기여 전망
- 2) 2015년 매출, OP, EPS 전망치 종전 대비 각각 5%, 10%, 15% 상향
  - 블레스 매출 전망치 상향 : 월 35억원 수준에서 월 45억원 수준으로
  - 블랙십 매출 전망 신규 단행 : 월 10억원 수준으로 신규 반영

**TP 23,000원에서 26,000원으로 13% 상향. Buy 유지**

\* TP 13% 상향은 15E EPS 15% 상향 감안한 것  
\* TP 26,000원은 15E EPS 대비 PER 13.4배 적용한 것  
1) 16E EPS YoY 17% 감안 시 유의한 수준이라 판단  
2) 이는 15년 블레스, 블랙십 추정 리스크 감안, 적용 PER 디스카운한 것. 내년 블레스, 블랙십 상용화 후 블레스 월 40억원대, 블랙십 월 10억원 내외 매출 달성이 유력할 경우 적정주가는 3만원 중반대까지 가능

→ 2Q14가 분기별 실적의 바닥. 부진은 예측/각오하고 있는 부분. 2Q14 실적이 발표되면 오히려 출가분해될 듯

→ 3Q14 주요 이벤트 : 3Q14 내 블랙십 1차 CBT 진행될 가능성 커 보임 + 6개 모바일게임 신작 상용화 예정

→ 4Q14 주요 이벤트 : 4Q14 내 블레스 2차 CBT 진행될 가능성 커 보임 + 4Q14에도 많게는 10개 내외 모바일게임 신작 상용화 예상

→ 우선은 3Q14 모바일게임 상용화 기대감 주목

→ 블레스, 블랙십 등 PC게임 대작급 기대신작은 1H15 상용화 예정이므로 올해말 또는 내년초 정도면 상용화 일정의 컨센션스가 형성되면서 사전 기대감 작동할 것으로 예상(장기소외주인데 장기간 바닥을 확실히 다지고 있어 신작모멘텀도 그만큼 클 것으로 기대)

### 네오위즈게임즈 주가 및 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	2011.05.06	2011.05.16	2011.05.19	2011.07.01	2011.08.11	2011.09.19	2011.11.18	2011.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가액	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원	80,000원	80,000원	70,000원	70,000원
일시	2012.02.09	2012.05.21	2012.08.16	2012.09.21	2012.11.26	2012.12.10	2013.03.07	2013.05.15
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform
목표가액	55,000원	38,000원	26,000원	26,000원	22,000원	30,000원	20,000원	20,000원
일시	2013.07.22	2013.11.13	2014.02.12	2014.02.25	2014.03.19	2014.05.15	2014.07.11	
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가액	17,000원	17,000원	23,000원	23,000원	23,000원	23,000원	26,000원	

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)  
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)  
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)  
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

#### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류