

네오위즈게임즈

(095660)

BUY
(Reinitiate)

주가(3/16) 22,800원
목표주가 30,000원

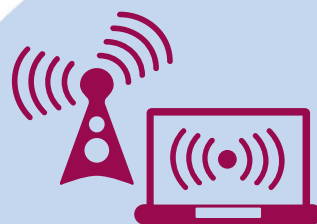
2015. 3. 17

2015년 달라진 모습 기대

네오위즈게임즈의 2015년은

- 1) 모바일 웹보드 시장의 판도 변화
- 2) 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대
- 3) 자회사 게임온을 통한 해외 매출 성장
- 4) 재무구조의 개선

을 통해 지난 3년과는 달라진 모습을 보일 것으로 기대하며, 동사에 대한 커버리지를 3년만에 재개한다.



통신/인터넷/게임/미디어

Analyst **안재민**

02) 3787-5155

jmahnn@kiwoom.com

키움증권

네오위즈게임즈 (095660)



Stock Data

KOSPI (3/16)	635.40pt	
시가총액(억원)	4,997 억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	25,800 원	14,450 원
최고/최저가 대비 등락율	-12.60%	56.06%
수익률	절대	상대
	1M	10.3%
	6M	18.7%
	1Y	19.0%
		2.7%

Company Data

발행주식수(천주)	21,915 천주
일평균 거래량(3M)	378 천주
외국인 지분율	7.02%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	13,023 원
주요 주주	네오위즈홀딩스 29.37%

Price Trend



피망뉴맛고 광고



Contents

I. Investment Summary 3

- > 힘들었던 지난 3년을 뒤로 한 채... 3
- > 2015년 turnaround가 기대된다 3
- > 하반기 이후 이익 성장 본격화 기대 3

II. 힘들었던 지난 3년을 뒤로 한 채... 4

- > 2012년 이후 사업과 주가 모두
줄곧 내리막을 걸었던 네오위즈게임즈 4

III. Turnaround가 기대되는 4가지 요소 5

- > 2015년 turnaround가 기대된다 5
- > 1. 모바일 웹보드 시장이 뜬다 6
- > 우리가 모바일 웹보드 시장에 열광하는 이유? 9
- > 2. 2015년 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대 10
- > 3. 자회사 게임온의 매출 개선에 따른 해외 매출 성장 12
- > 4. 재무구조의 개선 13

IV. 네오위즈게임즈에 대한 커버리지 재개 14

- > 투자조건 BUY 및 목표주가 30,000원 제시 14

- > 당사는 3월 16일 현재 '네오위즈게임즈(095660)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. Investment Summary

>>> 힘들었던 지난 3년을 뒤로 한 채...

네오위즈게임즈의 주가와 사업은 2012년 이후 줄곧 내리막을 걸었다.

동사의 주력 Cashcow였던 '크로스파이어'가 스마일게이트 및 텐센트와의 계약 조건 변경에 따른 매출 감소가 크게 나타났고, 두번째로 많은 매출을 기록하고 있었던 '피파온라인2'도 넥슨이 '피파온라인3'를 런칭하면서 자연스럽게 EA와의 계약이 해지되고 서비스를 종료(2013년 3월)하였다. 그리고 2012년 10월 모바일 게임 시장에 대응하기 위하여 네오위즈인터넷과의 합병을 추진하였으나 무산되었고, 이후 이렇다할 전략 부재와 신규 게임 개발 지연 등으로 특별한 성과를 내지 못하였다. 또한, 기존 PC게임도 모바일 게임 시장 변화에 따른 매출 감소와 정부의 웹보드 사업 규제 등의 영향으로 매출이 지속적으로 감소하였고, 회사 전체적으로 실적이 감소하는 모습을 보였다.

>>> 2015년 turnaround가 기대된다

하지만, 2015년 네오위즈게임즈는 지난 3년간의 부진을 뒤로한 채 turnaround할 것으로 전망한다.

1) 모바일 웹보드 시장이 뜬다

① 긴 Life Cycle을 보유, ② 중장년층의 유저확보가능, ③ PC보다 모바일이 더욱 최적화 된 플랫폼 - 모바일 웹보드 시장에서는 네오위즈의 '맞고'가 현재 트래픽과 매출 모두 1위를 기록.

2) 2015년 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대

- 3분기초 애스커(액션 MORPG), 3분기말 블레스(MMORPG) 출시에 따른 매출 성장 기대

3) 자회사 게임온의 매출 개선에 따른 해외 매출 성장

- 2014년 8월 '테라' 서비스 이후 분기별 매출 성장 본격화 / 2015년 '검은사막', '로도스전기' 출시예정

4) 재무구조의 개선: 구미동 사옥 매각(630억원)을 통해 재무구조 개선

>>> 하반기 이후 이익 성장 본격화 기대

우리는 네오위즈게임즈의 2015년 매출액을 2,235억원(11.2% y-y), 영업이익을 362억원(22.6% y-y)으로 전망하며, 지난 3년의 실적 감소를 뒤로한 채 이익 성장이 본격화되는 한 해가 될 것으로 예상한다. 이를 감안하여 네오위즈게임즈에 대해 커버리지를 재개하고 투자의견 BUY와 12개월 Forward EPS에 18배를 적용한 목표주가 30,000원을 제시한다.

투자지표	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액(억원)	6,753	4,429	2,010	2,235	2,565
영업이익(억원)	1,150	958	295	362	490
EBITDA(억원)	1,456	1,109	384	382	526
세전이익(억원)	515	756	58	370	552
순이익(억원)	57	469	-82	296	442
지배주주순이익(억원)	75	469	-72	297	443
EPS(원)	342	2,140	-330	1,357	2,023
증감율(%YoY)	-89.7	525.4	N/A	N/A	49.1
PER(배)	73.1	8.3	-69.0	16.6	11.1
PBR(배)	2.1	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	3.4	4.0	12.9	9.9	6.1
영업이익률(%)	17.0	21.6	14.7	16.2	19.1
ROE(%)	2.1	16.8	-2.8	9.8	13.0
순부채비율(%)	28.5	20.2	-23.5	-36.5	-47.2

II. 힘들었던 지난 3년을 뒤로 한 채...

>>> 2012년 이후 사업과 주가 모두 줄곧 내리막을 걸었던 네오위즈게임즈

2012년 대비 매출액은 1/3 수준 감소, 주가 1/6 수준으로 하락

네오위즈게임즈의 주가와 사업은 2012년 이후 줄곧 내리막을 걸었다. 2012년 8월 18일 82,400원을 고점으로 2014년 6월 14,000원대까지 주가는 지속적으로 하락하였고, 실적도 2012년 매출액 6,752억 원에서 2014년에는 2,010억원까지 떨어지면서 1/3 수준으로 감소하였다.

2010년 이후 동사의 주력 Cashcow였던 '크로스파이어'가 개발사인 스마일게이트와의 계약 조건 변경에 따른 갈등이 2012년 상반기에 불어졌고, 이후 2012년 연말에 재계약에 합의하였지만 2013년 8월 이후 조건 변경에 따른 수익 감소가 나타났다.

또한, 두번째로 많은 매출을 기록하고 있었던 '피파온라인2'도 EA가 네오위즈게임즈와의 계약을 연장하지 않고, 넥슨과 함께 '피파온라인3'를 런칭하면서 2013년 3월 서비스를 종료하면서 실적 감소가 나타났다.

그리고 2012년 10월 모바일 게임 시장에 대응하기 위하여 네오위즈인터넷과의 합병을 추진하였으나 무산되었고, 이후 모바일 게임도 이렇다할 전력 부재와 신규 게임 개발 지연 등으로 특별한 성과를 내지 못하였다.

이외에도 기존 PC게임의 신작 성과 부진, 모바일 게임 시장으로의 변화에 따른 매출 감소가 이어졌고, 정부의 웹보드 사업 규제 등의 영향으로 국내 매출과 이익은 지속적으로 감소하기 시작하였다.

2012년 이후
줄곧 내리막을
보일 수 밖에 없었던
네오위즈게임즈 주가
- 이슈가 많았던
네오위즈게임즈

네오위즈게임즈 주가



자료: 키움증권 리서치센터

III. Turnaround가 기대되는 4가지 요소

>>> 2015년 turnaround가 기대된다

회복 국면으로 조금씩 진입 중

하지만, 지난 3년간의 부진을 뒤로한 채 2015년 네오위즈게임즈는 크게 4가지 관점에서 turnaround하는 모습을 보일 것으로 전망한다.

1) 모바일 웹보드 시장이 뜬다

- 모바일 웹보드 시장에 열광하는 이유:
① 상당히 긴 Life Cycle을 보유, ② 중장년층의 모바일 게임 유저 확보 가능, ③ PC보다 모바일이 더욱 최적화 된 플랫폼.
- 전체 웹보드 시장은 여전히 NHN엔터가 MS 1위를 지키고 있으나, 모바일 웹보드 시장에서는 네오위즈의 '맞고'가 현재 트래픽과 매출 모두 1위를 기록.

전통적으로 웹보드 게임 중 '포커'의 매출 비중이 70~80%이고, '고스톱'류의 매출 비중이 20~30%인데, 현재 국내 모바일 웹보드 시장은 '맞고'가 '포커'보다 매출이 더욱 크게 나타나고 있음.

2) 2015년 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대

- 3분기초 에스커(액션 MORPG), 3분기말 블레스(MMORPG) 출시에 따른 매출 성장 기대.
- 지난해 11월 출시한 블랙쿼드(FPS)도 선전 중.

3) 자회사 게임온의 매출 개선에 따른 해외 매출 성장

- 2014년 8월 '테라' 서비스 이후 분기별 매출 성장 본격화.
- 2015년 '검은사막', '로도스전기' 출시 예정으로 매출 성장세 지속 전망.

4) 재무구조의 개선

- 수년동안 게임 성과 부진에 따른 자산 상각 마무리. 현재 개발되고 있는 게임 대부분은 비용처리.
- 구미동 사옥 매각(630억원)을 통해 재무구조 개선이 나타남.

네오위즈게임즈 실적 추정

	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	6,751	4,429	2,010	2,235	2,565
해외매출	4,115	2,927	1,157	1,244	1,162
국내매출	2,636	1,502	853	991	1,403
영업이익	1,139	959	295	362	490
영업이익률	16.9	21.6	14.7	16.2	19.1
세전이익	506	756	58	370	552
당기순이익	57	455	-82	296	442
순이익률	0.8	10.3	-4.1	13.3	17.2

자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

>>> 1. 모바일 웹보드 시장이 뜬다

규제로 인한 웹보드 시장 매출 하락은 안정세 진입. 모바일로 돌파구 찾기

국내 웹보드 시장은 2014년 2월 23일 정부의 규제안이 시행되면서 큰 폭으로 매출이 하락하기 시작하였다. 국내 웹보드 시장을 80~90% 이상 점유하고 있는 NHN엔터테인먼트와 네오위즈게임즈의 매출이 2014년 3월부터 급감하기 시작하였고, 2013년 4천억원을 넘어섰던 웹보드 전체 시장 규모가 2014년에는 1/2 이상으로 떨어져 2천억원 미만을 기록하였을 것으로 추정한다. 다행히 3월~4월을 저점으로 유저 트래픽과 매출의 감소세는 안정화되었으나, 2014년 전체로서는 큰 폭의 감소세가 나타났고 2015년 1~2월까지지는 이러한 기저효과가 반영될 것이다.

모바일 웹보드도 PC와 똑같이 규제에서는 자유롭지 못하지만, 규제로 인하여 PC 웹보드 매출 감소가 지속되는 상황에서 회사들은 모바일 웹보드까지 신경 쓸 여유가 없었다. 하지만, 2014년 2분기를 바탕으로 감소세는 하향 안정화되면서 다시 모바일 웹보드 시장에서 돌파구 찾기에 나섰다. 네오위즈게임즈가 가장 먼저 모바일 웹보드 시장으로의 전환을 본격화하였고, 11월 온라인-모바일 연동을 시작하면서 매출도 빠르게 성장하고 있다.

게임 관련 주요 규제

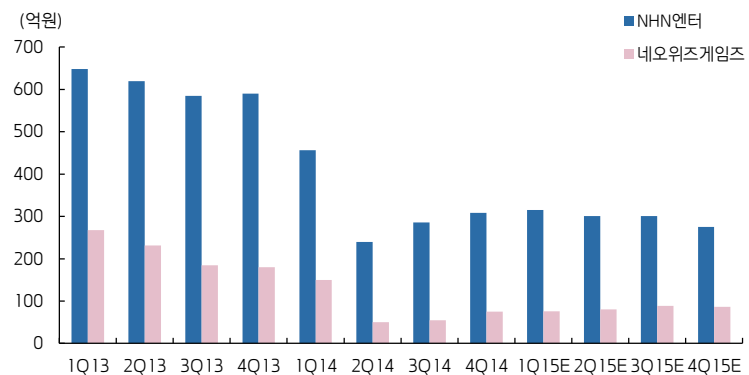
규제안	내용	발의 주체	상태
웹보드 규제	1) 게임머니 총전액 1개월 30만원 제한 2) 한 게임당 배팅한도 1만원 제한 3) 현금 10만원 손실 시 48시간 접속 제한 4) 특정 사용자 선정, 게임 진행 금지 5) 자동배팅 금지 6) 게임 접속 시 공인인증서 본인 확인 의무	문화체육관광부	2014년 2월 23일 시행

자료: 키움증권 리서치센터

규제로 인하여 큰 폭으로 감소한 웹보드 사업 매출

- 2014년 2월 웹보드 규제로 업체들은 큰 폭의 매출 하락 경험
- 모바일로 돌파구 찾기 시작

웹보드 사업부문 매출 추정치



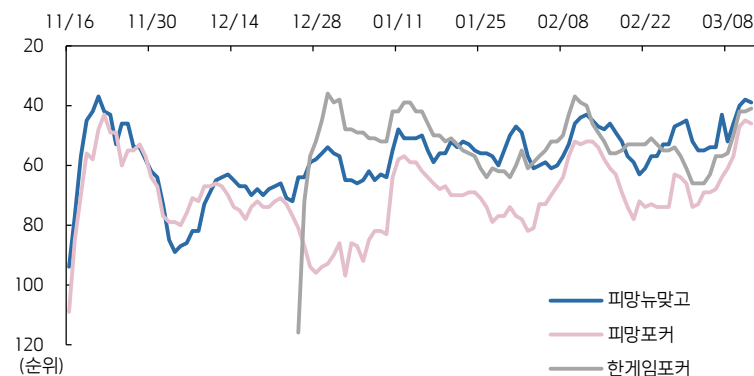
자료: 키움증권 리서치센터 추정

네오위즈게임즈, 모바일 웹보드 시장에서는 내가 1위

국내 웹보드 시장의 점유율은 대략적으로 NHN엔터테인먼트, 네오위즈게임즈, 넷마블이 7:2:1 정도를 보이고 있다. NHN엔터테인먼트가 과거 한게임 시절부터 높은 점유율을 보유하고 있고 현재도 전체 웹보드 시장은 여전히 NHN엔터가 MS 1위를 지키고 있으나, 모바일 웹보드 시장에서는 네오위즈게임즈가 트래픽과 매출을 조금 앞서고 있는 것으로 추정한다. 특히, 2위 사업자였던 동사가 모바일에서는 시장을 선점하고 있다는 점에서 긍정적으로 평가한다.

네오위즈게임즈는 2월부터 '피망뉴맛고'에 대한 광고를 시작하였는데 배우 김광규 씨를 모델로 한 여러가지 광고가 온라인 상에서 크게 화제가 되면서 마케팅 효과가 조금씩 나타나기 시작하였고, 맛고-포커-셋다로 이어지는 3개의 모바일 웹보드 게임에 Cross Promotion도 시작되면서 2월 구정연휴를 전후로 피망뉴맛고가 한게임포커의 매출 순위를 조금씩 앞서기 시작하면서 현재 국내 모바일 웹보드 게임 중에서는 가장 높은 순위를 기록하고 있다. 구글 앱스토어 최고매출 기준으로 피망뉴맛고는 4분기 평균 순위가 64위 정도였는데, 1분기에는 53위까지 올라왔고 3월에는 30위권까지 상승하고 있다. 또한, 피망포커도 한게임포커의 12월말 유료화 이후 매출 순위가 하락하는 듯 하였으나, 최근 피망뉴맛고의 상승세와 맞물려 같이 성장하면서 한게임포커와 격차를 많이 줄였고, 12월말 100위권까지 떨어졌던 매출 순위는 40위권까지 올라왔다.

국내 구글 앱스토어 웹보드 최고매출 순위



자료: 구글, 키움증권 리서치센터

앞서 있는
네오위즈게임즈,
맛고 뿐만 아니라
포커도 올라온다

- 모바일 웹보드 시장을 장악하고 있는 네오위즈게임즈
- 맛고와 포커 모두 선전 중

피망 뉴맛고 광고 '스티브 광고'



자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

화제가 된
피망뉴맛고 광고

- 애플의 스티브잡스를 패러디한 네오위즈게임즈의 피망뉴맛고

모바일 웹보드 시장 판도 변화: (PC) 포커>고스톱 → (모바일) 포커 < 고스톱

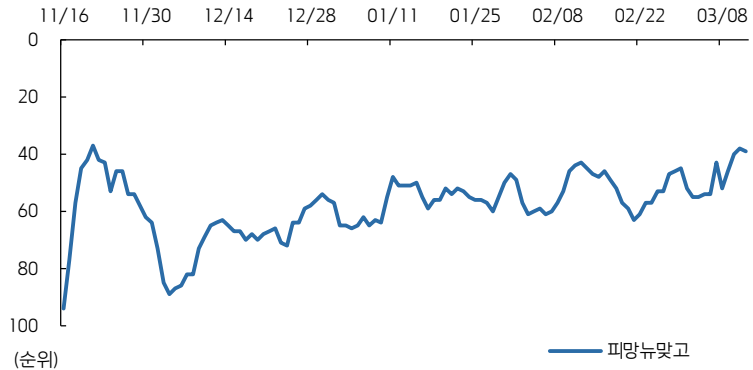
네오위즈게임즈의 피망뉴맛고가 국내 모바일 웹보드 시장에서 1위를 달리고 있는 것뿐 아니라, 모바일 웹보드 시장에서의 또 다른 시장 판도 변화는 고스톱이 포커 매출을 넘어섰다는 것이다.

전통적으로 웹보드 게임 중 ‘포커’류의 매출 비중이 70~80%이고, ‘고스톱’류의 매출 비중이 20~30% 수준으로 추정하고 있는데, 현재 국내 모바일 웹보드 시장은 ‘맞고’가 ‘포커’보다 매출이 더 나타나고 있다. 여전히 전체 시장 규모는 포커류가 더 크지만, 모바일에서만은 고스톱이 시장을 선도하면서 피망뉴맛고가 한게임포커보다 높은 매출 순위를 기록하고 있다는 점은 상당히 긍정적이다.

특히 PC 웹보드 시장에서 NHN엔터가 포커류에 강점을 가지고 있었고, 네오위즈게임즈가 고스톱류에 강점을 가지고 있었다는 점을 감안하면, 웹보드 시장 내 고스톱 매출 비중 확대는 동사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

**피망뉴맛고,
국내 모바일 웹보드
게임 중 1위 기록**
- 서서히 상승하고 있는
피망뉴맛고 매출 순위

피망 뉴맛고 앱스토어 매출 순위



자료: 구글, 키움증권 리서치센터

>>> 우리가 모바일 웹보드 시장에 열광하는 이유?

이처럼 우리가 모바일 웹보드 시장에 열광하는 이유는 1) 상당히 긴 Life Cycle을 보유하고 있고, 현재 주력 모바일 게임 유저들과 다른 2) 중장년층의 모바일 게임 유저를 확보할 수 있기 때문이다. 또한, 어쩌면 3) PC보다 모바일이 웹보드 게임을 즐기기에 더욱 최적화 된 플랫폼일 수 있다고 판단한다.

1) 어마어마하게 긴 Life Cycle

전통적으로 웹보드, 특히 고포류 게임은 크게 유행 변화가 없다는 것이 대표적인 특징이고 그만큼 상당히 긴 Life Cycle을 가지고 있다. 실제로 국내 온라인 웹보드 시장도 지난 10년여 동안 큰 변화없이 꾸준히 매출을 보여왔다.(물론 2014년 이후 규제라는 틀에서는 자유로울 수 없었지만...)

해외 모바일 웹보드 게임 시장도 마찬가지로 미국 애플 앱스토어에서 가장 높은 순위를 기록하고 있는 Big fish Game의 'Big Fish Casino'는 2012년 8월 런칭 이후 미국 앱스토어 10위권에 바로 진입한 이후에 3년동안 10위권 내의 매출 순위를 꾸준히 유지하고 있으며, 2015년 3월 12일 현재에도 5위를 기록하고 있다.

2) 중장년층의 모바일 게임 유저 확보

지난 2~3년동안 모바일 게임 시장이 빠르게 성장할 수 있었던 여러 요인 중 하나는 기존에 게임(특히 PC온라인 게임)을 하지 않았던 여성층, 중장년층의 모바일 게임 인구가 늘어났기 때문인데, 특히 웹보드 게임은 중장년층을 중심으로 손쉽게 접근할 수 있는 장르이며 애니팡처럼 중장년층의 모바일 게임 인구가 증가하는 부분의 수혜를 받을 것으로 판단한다.

3) PC보다 모바일이 더 최적화된 플랫폼

웹보드가 모바일로 넘어오면서 가장 좋은 점은 이동 중에도 손쉽게 즐길 수 있고, 거실에서 TV를 보면서도 즐길 수 있다는 점이다. 웹보드 게임은 높은 사양의 그래픽과 높은 휴대폰 사양이 필요한 것도 아니기 때문에 오히려 이동성이 담보된 모바일이 PC웹보드 보다 훨씬 더 최적화 된 플랫폼일 수 있다고 판단한다.

여러 세대, 심지어 외국인도 즐길 수 있는 고포류



주: MBC '나혼자신다' 프로그램 중 화면 캡처
자료: MBC



사행성이라는
굴레만 없으면
고포류는
즐거운 게임

- 사행성이라는 굴레만
벗으면 가족들끼리
즐겁게 즐길 수 있는
대표적 게임이
고포류임

>>> 2. 2015년 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대

3분기초 애스커, 3분기말 블레스 출시 기대

모바일 웹보드 시장의 성장 뿐만 아니라, 2015년에는 신규 PC 온라인 게임도 2종 이상이 출시될 것으로 예상된다. 네오위즈게임즈는 그동안 크로스파이어 재계약 문제, 피파온라인2 재계약 실패, 네오위즈인터넷과의 합병 무산, 모바일 게임 대응실패, 인력 구조조정 등의 여러가지 부정적인 이슈가 발생하면서 회사의 제대로 된 전략 수립이 힘들었고, 그 결과 지난 2~3년동안 이렇다할 신규 게임을 출시하지 못하였다.

하지만, 2014년 하반기 이후 회사가 조금씩 악재에서 벗어나면서 그동안 준비하고 있었던 신규 게임이 단계적으로 나오는 시기가 2015년이 될 것으로 판단한다. 그 중 대표작이 ‘애스커’와 ‘블레스’이다.

‘이카루스’와 ‘검은사막’의 사례로 볼 때 경쟁이 높지 않아 매출에 대한 기대감 상승

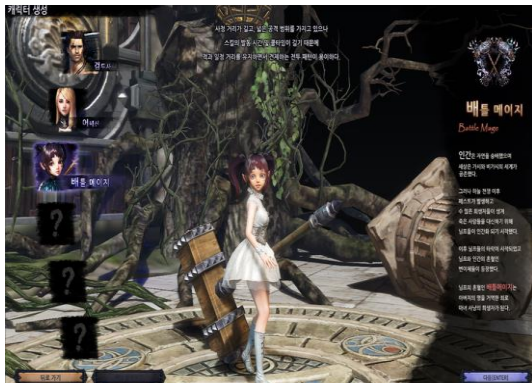
최근 PC온라인 게임 시장 규모가 줄어들고, PC온라인 게임 개발사들이 모바일 게임 개발에 집중하면서 전반적으로 시장에 출시되는 게임이 상당히 많이 줄어들었는데, 오히려 이로 인해서 어느 정도 게임성을 확보하고, CBT 이후 반응이 긍정적인 게임들은 매출이 의미있게 발생하고 있다.

대표적으로 2014년 출시되었던 위메이드의 ‘이카루스’와 다음카카오의 ‘검은사막’의 경우에 월 20~30억원 이상의 매출이 발생하고 있어 애스커와 블레스의 경우에도 충분히 기대가 된다.

애스커 – 액션MORPG, 자회사 네오위즈CRS 개발

우선 3분기초에는 애스커(액션 MORPG, 자회사 네오위즈CRS 개발)가 먼저 출시될 것으로 예상된다. 당초 ‘블랙십’이라는 이름으로 개발되었다가 ‘애스커’로 바뀌었으며, 지난해 10월 1차 CBT를 시행했고 당시 평가는 기대감을 가지기에 충분한 수준으로 평가한다. 경쟁작으로는 애스커와 유사한 MORPG 장르로서 넥슨의 ‘마비노기 영웅전’이 있는데, 현재 게임트릭스 20위권 중반을 꾸준히 유지하고 있다. 다만, 마비노기 영웅전이 2010년 1월 출시된 점을 감안하면 애스커가 신규 게임으로서 점유율을 확보할 수 있을 것으로 기대한다.

3분기초 출시 예정인 애스커 플레이 화면



자료: 네이버블로그(fantasia0080)

3분기초 출시 예정인 애스커 플레이 화면



자료: 네이버블로그(fantasia0080)

블레스 - MMORPG, 자회사 네오위즈블레스스튜디오 개발

블레스는 정통 MMORPG로서 3분기 중 3차 CBT를 진행한 후 빠르면 3분기말에 이어서 정식 OBT를 진행할 것으로 예상된다. 지난해 12월 2차 CBT까지 진행한 상황이며, 앞서 언급한대로 지난해 출시한 이카루스와 검은사막이 나름대로 의미 있는 매출 수준을 기록하고 있어 정통 MMORPG를 표방하는 블레스도 최소한 경쟁작 수준의 성과를 낼 수 있을 것으로 기대한다.

또한, 블레스와 애스커 두 게임 모두 중국 '창유'와 서비스 계약을 완료해 2016년 중에는 중국 출시 모델도 발생할 것으로 기대한다.

3분기말 출시 예정인 블레스 플레이 화면



자료: 네오위즈게임즈

3분기말 출시 예정인 블레스 플레이 화면

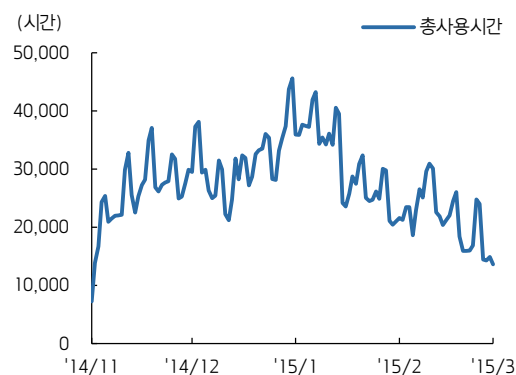


자료: 네오위즈게임즈

블랙스쿼드 - 일단 초기 반응은 나쁘지 않은 수준. 서든어택2 런칭이 관건

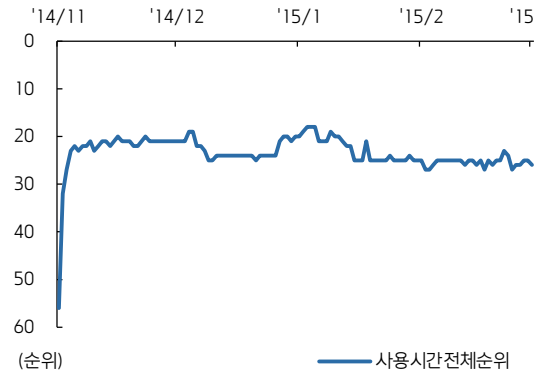
지난해 11월 출시한 블랙스쿼드(FPS, NS스튜디오 개발)도 1월에 비해 트래픽은 조금씩 하향되고 있으나, 초기반응은 나쁘지 않은 수준으로 평가한다. 게임트릭스의 PC방 사용시간 전체 순위를 보면 꾸준히 20위권 수준을 유지하고 있다. 최근 FPS장르에서 신작이 거의 없었고, 네오위즈게임즈가 스페셜포스나 AVA를 퍼블리싱한 경험이 긍정적으로 작용한 것으로 평가한다. 다만, 경쟁작인 서든어택의 트래픽이 최근 재상승하고 있고, 서든어택2도 2015년 중 출시될 예정인데 이에 어떻게 대응할 지가 관건이 될 전망이다.

블랙스쿼드 PC방 총사용시간



자료: 게임트릭스, 키움증권 리서치센터

블랙스쿼드 사용시간 전체순위



자료: 게임트릭스, 키움증권 리서치센터

>>> 3. 자회사 게임온의 매출 개선에 따른 해외 매출 성장

테라의 매출 발생, 아키에이지의 회복 등으로 전체 매출 turnaround

일본에서 PC온라인 및 모바일 게임을 퍼블리싱하는 자회사 게임온도 2013년 실적 부진(아키에이지 런칭에 따른 대규모 마케팅 및 일부 게임 상각에 따른 비용 발생)을 떨고 2014년 회복하는 모습을 보였다. 특히, 테라와 아키에이지의 매출이 하반기부터 성장 trend를 보여주고 있어 2015년에도 더욱 성장할 것으로 기대한다.

2014년 8월 서비스를 개시한 테라(MMORPG)가 레벨 개방 업데이트 및 TV광고 효과로 인하여 매출이 본격적으로 나타나기 시작하였고, 2013년 7월 일본에서 서비스를 시작한 아키에이지는 2014년 11월 콘텐츠 업데이트와 가차 아이템판매 효과로 4분기 매출이 전분기 대비 두자리수 이상 성장하면서 2015년 매출 전망이 밝다.

검은사막과 로도스전기 출시 예정

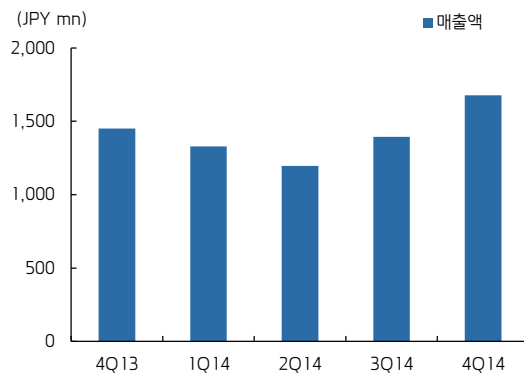
2015년에도 현재 한국에서 양호한 성과를 보여주고 있는 검은사막(MMORPG)을 비롯하여 로도스전기(MMORPG) 및 모바일 게임도 출시를 기다리고 있어 추가적인 매출 성장도 기대된다. 검은사막은 하반기 중, 로도스전기는 연말쯤 출시를 예상한다.

게임온 실적 추이

	2012	2013	2014
매출액	5,622	5,460	5,583
영업이익	408	-228	534
순이익	185	-172	319
총자산	5,285	5,397	5,652
총차입금	6,767	6,548	7,104
순차입금	-601	-622	-1,661

자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

14년 3분기 테라 출시 이후 게임온 매출 회복세



자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

일본 테라 TV광고



자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

일본 테라 TV광고



자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

>>> 4. 재무구조의 개선

구미동 사옥 매각에 따른 재무구조 개선

네오위즈게임즈는 2014년 12월 구미동 사옥을 630억원에 매각하였다. 지난 2013년말 판교 신사옥으로 이전하면서 기존 분당 구미동 사옥을 매각하지 못하였는데, 장부가(769억원)나 과거 네오위즈홀딩스로부터 사온 가격보다 훨씬 아래에서 매각이 이루어졌지만 이번 매각을 통해 현금이 유입되면서 그동안 문제가 되었던 재무구조가 일부 개선될 수 있었다. 참고로 기존 사옥 이외에 별관 건물이 하나 더 있는데 아직 매각되지 못하였으나 지난 4분기에 장부가 차액에 따른 손상차손을 인식하였다.

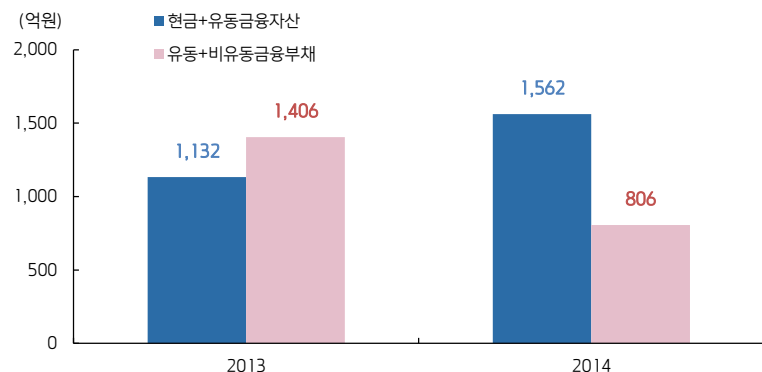
또한, 네오위즈게임즈는 지난 2011년 3월 발행한 800억원의 BW 중 200억원을 지난해 5월 조기행사하여 사채권을 전량 소각하였다. 신주인수권은 유지되나, 신주인수권 행사가격이 33,016원이어서 현재 가격에서는 행사되기는 어려울 것으로 판단한다.

이로 인해 2014년말 기준 동사의 현금성자산은 416억원 수준이며, 2013년 1,405억원이었던 금융부채는 806억원으로 감소하면서 이자비용도 조금씩 감소될 것이다.

현재 개발되고 있는 게임의 대부분은 비용처리

과거 네오위즈게임즈가 문제가 되었던 개발비 자산화 이슈도 이제는 더 이상 크게 문제되지 않을 것으로 판단한다. 지난 수년동안 게임 성과 부진에 따른 자산 상각도 대부분 마무리되었을 뿐 아니라, 현재 개발되고 있는 게임 대부분은 연결 회계 기준에서는 비용처리되고 있는 것으로 파악된다.

순차입 구조로 돌아선 재무현황



자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

재무구조

개선 진행 중

- 사옥 매각에 따른 재무구조 개선
- 2015년부터 이자비용 감소 기대

IV. 네오위즈게임즈에 대한 커버리지 재개

>>> 투자 의견 BUY 및 목표주가 30,000원 제시

2015년 실적 turnaround 기대

우리는 네오위즈게임즈에 대해 커버리지를 재개하고 투자 의견 BUY와 12개월 Forward EPS에 18배를 적용한 목표주가 30,000원을 제시한다. 지난 3년간 부진했던 실적이 다음 4가지 이유로 인하여 2015년부터 본격적으로 turnaround하는 모습을 보일 것으로 전망한다.

1) 모바일 웹보드 시장의 판도 변화

- ① 상당히 긴 Life Cycle을 보유, ② 중장년층의 모바일 게임 유저 확보 가능, ③ PC보다 모바일이 더욱 최적화 된 플랫폼.
- 모바일 웹보드 시장에서는 네오위즈의 '맞고'가 현재 트래픽과 매출 모두 1위를 기록.

2) 2015년 신규 게임 출시에 따른 매출 성장 기대

- 3분기초 에스커(액션 MORPG), 3분기말 블레스(MMORPG) 출시에 따른 매출 성장 기대.
- 지난해 11월 출시한 블랙스쿼드(FPS)도 선전 중.

3) 자회사 게임온의 매출 개선에 따른 해외 매출 성장

- 2014년 8월 '테라' 서비스 이후 분기별 매출 성장 본격화.
- 2015년 '검은사막', '로드스전기' 출시로 매출 성장세 지속 전망.

4) 재무구조의 개선

- 수년동안 게임 성과 부진에 따른 자산 상각 마무리. 현재 개발되고 있는 게임 대부분은 비용처리.
- 구미동 사옥 매각(630억원)을 통해 재무구조 개선이 나타남.

물론 Risk도 존재한다- 2016년 8월이후 크로스파이어 계약만료, 신규 게임의 흥행 여부

지난 6년간 네오위즈게임즈 이익의 상당부분을 차지했던 크로스파이어 매출은 2016년 7월까지만 인식될 것으로 보인다. 이로 인해 내년 3분기부터 매출과 이익의 감소가 불가피하다. 이를 올해 출시할 2개의 신작으로 make-up 해야 하는데, 흥행 사업의 특성상 실제적인 게임의 성공 여부는 출시가 되어 봐야 확인할 수 있을 것으로 판단한다.

네오위즈게임즈 실적 추정

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014	2015E
매출액	661	441	439	470	487	508	547	693	4,429	2,010	2,235
해외매출	324	253	293	287	299	309	310	326	2,927	1,157	1,244
국내매출	337	187	146	183	188	199	237	366	1,502	853	991
영업이익	170	44	29	51	54	67	79	161	959	295	362
영업이익률	25.8	10.1	6.7	10.8	11.1	13.2	14.5	23.3	21.6	14.7	16.2
세전이익	146	4	16	-107	52	63	85	170	756	58	370
당기순이익	85	7	11	-185	42	50	68	136	455	-82	296
순이익률	12.8	1.6	2.5	-39.3	8.6	9.9	12.4	19.7	10.3	-4.1	13.3

자료: 네오위즈게임즈, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	6,753	4,429	2,010	2,235	2,565
매출원가	4,231	2,471	972	1,063	1,229
매출총이익	2,522	1,958	1,038	1,172	1,336
판매비및일반관리비	1,372	1,000	743	810	847
영업이익(보고)	1,150	958	295	362	490
영업이익(핵심)	1,150	958	295	362	490
영업외손익	-635	-202	-237	8	63
이자수익	56	83	69	102	105
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	119	127	35	52	52
이자비용	87	93	59	39	23
외환손실	132	116	23	21	20
관계기업지분법손익	-37	-64	-95	-74	-41
투자및기타자산처분손익	0	0	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	-11	0	0	0
기타	-522	-127	-158	-12	-12
법인세차감전이익	515	756	58	370	552
법인세비용	421	277	140	74	110
유효법인세율 (%)	81.8%	36.7%	240.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	57	469	-82	296	442
지배주주지분 당기순이익	75	469	-72	297	443
EBITDA	1,456	1,109	384	382	526
현금순이익(Cash Earnings)	363	620	7	316	478
수정당기순이익	62	476	-77	296	442
증감율(% YoY)					
매출액	1.1	-34.4	-54.6	11.2	14.8
영업이익(보고)	-14.2	-16.7	-69.2	22.6	35.2
영업이익(핵심)	-14.2	-16.7	-69.2	22.6	35.2
EBITDA	-6.4	-23.8	-65.4	-0.6	37.8
지배주주지분 당기순이익	-89.7	525.4	N/A	N/A	49.1
EPS	-89.7	525.4	N/A	N/A	49.1
수정순이익	-92.1	662.5	N/A	N/A	49.1

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	3,005	1,639	2,012	2,697	2,647
현금및현금성자산	959	717	428	917	1,246
유동금융자산	188	91	1,146	1,177	817
매출채권및유동채권	1,857	828	435	598	580
재고자산	1	3	3	4	4
기타유동비금융자산	0	1	0	0	0
비유동자산	2,973	3,429	2,234	2,157	2,053
장기매출채권및기타비유동채권	365	1,122	650	613	585
투자자산	820	664	904	934	905
유형자산	1,103	1,058	54	71	95
무형자산	419	309	322	338	333
기타비유동자산	266	276	304	201	136
자산총계	5,978	5,068	4,246	4,854	4,700
유동부채	2,018	1,075	533	742	736
매입채무및기타유동채무	1,337	539	504	743	637
단기차입금	193	18	0	7	8
유동성장기차입금	414	410	13	17	23
기타유동부채	75	107	16	-25	69
비유동부채	1,332	1,036	852	946	354
장기매입채무및비유동채무	8	7	6	9	7
사채및장기차입금	1,288	976	689	715	130
기타비유동부채	35	53	157	222	216
부채총계	3,350	2,110	1,385	1,687	1,091
자본금	110	110	110	110	110
주식발행초과금	1,262	1,262	1,324	1,324	1,324
이익잉여금	1,710	2,189	2,112	2,410	2,853
기타자본	-462	-608	-692	-682	-681
지배주주지분자본총계	2,620	2,953	2,854	3,161	3,606
비지배지분자본총계	8	5	7	6	4
자본총계	2,628	2,958	2,861	3,167	3,610
순차입금	748	597	-673	-1,156	-1,702
총차입금	1,895	1,404	901	939	361

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	931	954	1,290	459	525
당기순이익	57	469	-82	296	442
감가상각비	100	79	55	16	30
무형자산상각비	206	72	33	4	6
외환손익	13	16	-13	-32	-32
자산처분손익	0	0	6	0	0
지분법손익	26	119	95	74	41
영업활동자산부채 증감	-212	-42	739	72	34
기타	741	241	454	29	4
투자활동현금흐름	-611	-635	-1,466	-41	390
투자자산의 처분	-443	-534	-1,440	-127	349
유형자산의 처분	7	5	0	0	0
유형자산의 취득	-46	-42	1	-17	-24
무형자산의 처분	-127	-64	0	0	0
기타	-4	0	-26	103	65
재무활동현금흐름	-39	-523	-113	71	-585
단기차입금의 증가	14	-523	-18	7	1
장기차입금의 증가	0	0	0	0	-580
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-53	0	-95	65	-6
현금및현금성자산의순증가	218	-243	-289	489	329
기초현금및현금성자산	741	959	717	428	917
기말현금및현금성자산	959	717	428	917	1,246
Gross Cash Flow	1,143	995	550	387	491
Op Free Cash Flow	132	610	1,053	349	417

투자지표

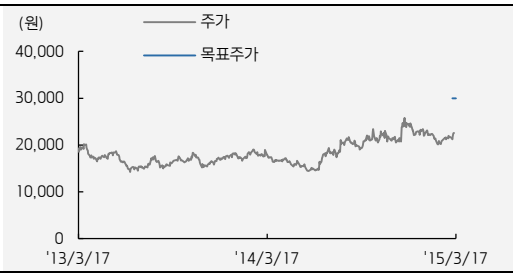
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2012	2013	2014	2015E	2016E
주당 지표(원)					
EPS	342	2,140	-330	1,357	2,023
BPS	11,954	13,474	13,023	14,426	16,454
주당EBITDA	6,645	5,061	1,752	1,741	2,400
CFPS	1,658	2,828	32	1,441	2,182
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	73.1	8.3	-69.0	16.6	11.1
PBR	2.1	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.4	4.0	12.9	9.9	6.1
PCFR	15.1	6.3	713.0	15.6	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	17.0	21.6	14.7	16.2	19.1
영업이익률(핵심)	17.0	21.6	14.7	16.2	19.1
EBITDA margin	21.6	25.0	19.1	17.1	20.5
순이익률	0.8	10.6	-4.1	13.3	17.2
자기자본이익률(ROE)	2.1	16.8	-2.8	9.8	13.0
투자자본이익률(ROIC)	9.0	25.6	13.9	42.3	59.7
안정성(배)					
부채비율	127.5	71.3	48.4	53.3	30.2
순차입금비율	28.5	20.2	-23.5	-36.5	-47.2
이자보상배율(배)	13.3	10.3	5.0	9.2	21.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.1	3.3	3.2	4.3	4.4
재고자산회전율	2,646.2	2,499.1	731.7	656.1	611.9
매입채무회전율	4.9	4.7	3.9	3.6	3.7

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
네오위즈게임즈 (095660)	2015/03/17	BUY(Reinitiate)	30,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		