

위메이드 112040

Analyst 최승호 | 플랫폼/게임

02-3779-3543, sh.choi@sangsanginib.com

BUY 신규

목표주가 신규 49,000원

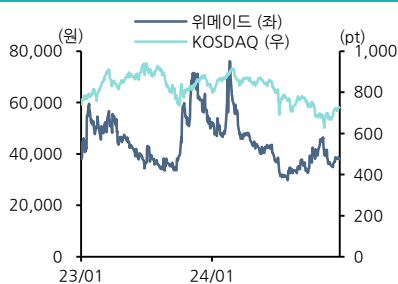
증가(25.01.21) 38,200원

상승여력 28.3%

Stock Data

KOSDAQ(01/21)	726.1pt
시가총액	12,968억원
액면가	500원
52주 최고가	76,100원
52주 최저가	29,800원
외국인지분율	6.5%
90일 일평균거래대금	140억원
주요주주지분율	
박관호 (외 1인)	39.3%

Stock Price



포트폴리오 다변화 긍정적

비용 줄이는 상황에서 신작 다수 출시, '25년은 턴어라운드 가능성 높다

25년 추정 EPS에 당사 게임주 중단 PER 17배를 적용해 목표주가 49,000원으로 커버리지 재개시한다.

위메이드 현재 투자포인트는 비용절감과 신작(미르5, 이미르 등)출시를 통한 재무적 턴어라운드 그리고 포트폴리오 확장이다. 레전드오브이미르는 FGT 테스트 후 긍정적인 반응 얻은 바 있고, 최근 사전예약을 시작하며 3월 출시 대기 중이다. 이미르의 퀄리티는 최근 위메이드 MMORPG 출시작 중 가장 뛰어난 수준으로 판단된다. 회사 목표대로 출시초기 구글 1위 달성 가능한 수준으로 전망한다.

비용의 경우 스톡옵션 행사기간 도래와 주가하락으로 주보비가 줄어들 전망이다. 4Q에 80억 감소, 25년에는 주보비 전년대비 약 300억감소 전망한다. 지급수수료는 위믹스관련 사업 축소되며 연간으로 200억 정도 줄어들 전망이다. 12월 자로 매드엔진 - 위메이드 매스 주식교환으로 자회사 편입 되는 등 개발 파이프라인도 확대된다. 여기에 미르5, 이미르와 같은 신작이 붙으면서 25년은 턴어라운드의 해가 될 전망이다. 미르M 대비 히트가시성 높은 미르4의 중국 판호 기대감도 여전히 존재한다.

블록체인 /AI/서브컬처/콘솔 등, 포트폴리오 다변화 긍정적으로 평가

동사는 블록체인/크립토 이슈로 법률 이슈부터해서 잦은 홍역을 치른 바 있다. 크립토 생태계 구축을 통한 사업부양은 모르겠으나, 단순히 P2E의 concept과 재무적 성과로 보면, 블록체인 게임은 분명 차별점 있는 요소로 긍정적으로 볼 부분이 있다고 판단한다. 3분기 기준, 나이트크로우 국내 매출액은 152억원, 글로벌은 521억원으로 대세 MMORPG 중에서 가장 높은 해외매출 비중 보이고 있다. SSS펀드 영향도 있겠으나, P2E(블록체인) 도입이 동남아/남미 시장의 매출을 발생시키며 게임의 수명을 늘리고 있다는 데 동의한다. 그 외 서브컬처(로스트소드), 콘솔(미드나잇워커스), AI(미르5 엔비디아) 등 포트폴리오를 확장하며 대형 게임사로서의 길을 모색하는 점도 긍정적이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	463	-85	-185	-5,486	-5.8	-14.7	2.8	-37.1	2.4
2023	605	-110	-200	-5,913	-10.3	-22.2	8.3	-63.9	n/a
2024E	665	-40	-75	-2,237	-17.1	-71.3	7.4	-35.4	n/a
2025E	748	76	96	2,859	13.4	13.2	4.8	42.8	n/a
2026E	805	100	82	2,440	15.7	10.0	3.7	26.2	n/a

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표1. 실적테이블

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	939	1,593	2,355	1,165	1,613	1,714	2,144	1,183	6,053	6,654	7,478
PC	41	40	76	89	80	93	104	102	245	378	494
모바일	789	1,465	1,259	1,030	1,443	1,571	1,176	1,039	4,543	5,229	5,671
라이선스	61	64	994	-7	10	17	836	15	1,112	878	1,159
플랫폼	25	10	12	42	69	20	11	9	89	109	70
기타	15	14	14	11	12	13	17	18	55	59	84
영업비용	1,407	1,996	1,902	1,852	1,989	1,955	1,626	1,479	7,157	6,887	6,716
인건비	553	628	650	591	626	596	585	552	2,421	2,360	2,485
마케팅비	119	210	149	251	151	147	127	85	728	510	679
영업이익	-468	-403	454	-687	-376	-241	518	-296	-1,104	-396	762
지배순이익	-304	-291	416	-1,825	-557	41	419	-655	-2,005	-752	961

자료: K-IFRS연결기준,상상인증권 추정

표2. Valuation

구분	내용	비고
'25년 예상 EPS	2,859원	자기주식 수 제외
적정 PER	17배	당사 게임주 중단 PER 수준 적용
적정주가	48,603원	25F EPS * Target PER
목표주가	49,000원	백단위 반올림
현재주가	38,200원	1/21기준
UPSIDE	28.2%	1/21기준

자료: 상상인증권

그림 1. 위메이드 2025 게임 출시일정

출시시기	게임	장르	권역	구분
1.16	로스트소드	서브컬처	국내	퍼블리싱
3월	레전드오브이미르	MMORPG	국내	자체개발
1H25	미드나잇워커스	PC 호러FPS	글로벌	자체개발
4Q25	미르5	MMORPG	-	자체개발
4Q25	레전드오브이미르 글로벌	MMORPG	글로벌	자체개발

자료: activeplayer,coinmarketcap,상상인증권

레전드오브이미르

나이트크로우 이어 이미르까지 연속 히트 전망 + 지스타 플레이 후기

위메이드는 과거 엔씨소프트, 웹젠과 함께 PC MMORPG 시장에서 두각을 드러냈던 회사로, 국내 MMO 모바일계에서는 그동안 리니지와 오딘에 밀린 모양이었다. 그러나 나이트크로우를 통해, 적어도 모바일MMORPG계에서는 엔씨소프트, 카카오게임즈와 어깨를 나란히 할만한 수준까지 올라왔다고 판단한다.

위메이드는 나이트크로우에 이어 레전드오브이미르까지 연속 히트시킬 가능성이 높다고 전망하며, 나이트크로우 첫 두 달 추정 매출 749억원을 상회할 것으로 전망한다.

23년 지스타에서 플레이 해본 레전드오브이미르는 신생 IP이지만, 북유럽신화가 배경인 만큼 친숙하고 고급스러운 느낌이 강했다. 게임 아트웍과 배경이 참신하지는 않지만, 히트할 수 있는 IP와 배경을 선택한 셈이다.

레전드오브이미르는 세가지 부분에서 칭찬할만한 점이 있었다.

1)세미-솔더뷰 채택과 연출,2)후판정 및 조작감 3) 그래픽

1)세미-솔더뷰는 인상적이었다. 보통 갓오브워처럼 액션성이 강조되는 게임에서 솔더뷰를 채택하는데, 레전드오브이미르는 그래픽도 화려하고 컨트롤 요소가 있어 적합한 시점 채택이었다고 판단된다. 조작의 경우에도 점프 후 이동기 등이 참신했으며, 추후 오픈월드 콘텐츠에서 풍성함을 더해 줄 것으로 기대되었다.

2) 후판정 및 조작감의 경우, 물이사냥 및 회피가 주는 쾌감이 전해졌다. 물론 자동사냥이 주가 되는 모바일 MMORPG 특성 상 후판정이 크게 의미가 없을 수도 있다. 그래도 추후 레이드 및 보스컨텐츠를 고려하면 구축해 놓은 것과 아닌 것은 분명히 차이가 있다. 조작의 경우에도 점프 후 이동기 등이 참신했으며, 추후 오픈월드 콘텐츠에서 풍성함을 더해 줄 것으로 기대되었다.

3)그래픽의 경우 PC로 시연했음을 감안해야겠으나, 전작인 나이트크로우(매드엔진 개발)에 이어 언리얼엔진5의 장점을 제대로 활용했다는 느낌이 들었다. 특히 배경이 북유럽 배경인 만큼 PC/콘솔 AAA RPG 수준의 아트웍이 일부나마 재현된 점이 긍정적이었다. 이로 인해 잠시나마 AAA PC/콘솔 게임을 하는 착각을 불러일으켰는데, 모바일 MMO에서 이정도 그래픽은 한계치까지 끌어온 수준이라고 판단한다.

(해당 후기는 2년전 플레이 후 작성 한 것으로, 현재와 다소 상이할 수 있음)

그림 1. 레전드오브이미르



자료: 상상인증권

그림 2. 레전드오브이미르



자료: 상상인증권

그림 3. 레전드오브이미르 - 블록체인 도입



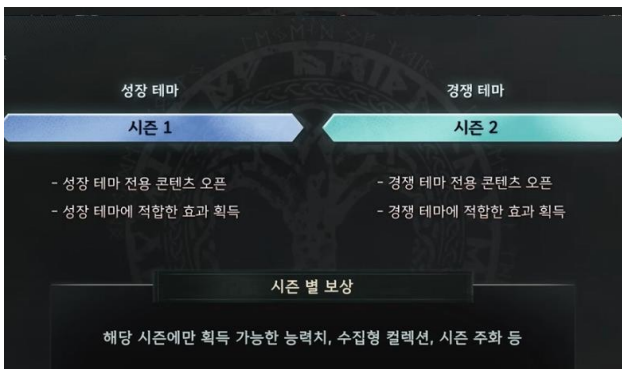
자료: 상상인증권

그림 4. 레전드오브이미르 후판정 도입



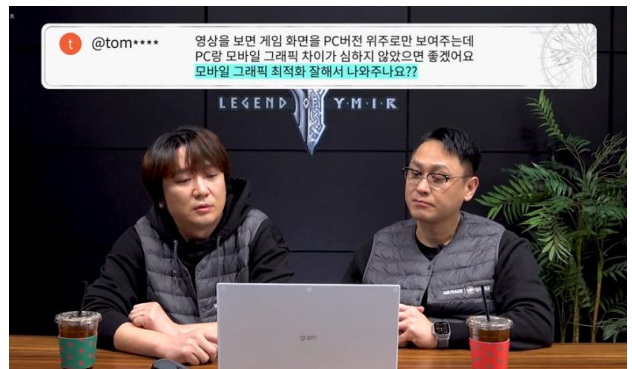
자료: 상상인증권

그림 5. 레전드오브이미르 - 시즌제 도입



자료: 상상인증권

그림 6. 레전드오브이미르 - 지속적 소통 중



자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	405.4	422.0	315.6	474.9	523.8
현금 및 현금성자산	268.1	314.8	227.3	327.0	401.3
매출채권	76.2	60.9	44.5	98.8	71.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,024.5	995.7	1,000.1	1,051.6	1,075.9
관계기업투자등	456.6	467.6	492.7	543.6	565.7
유형자산	55.0	78.5	66.4	63.6	61.6
무형자산	182.4	169.6	170.5	163.0	155.8
자산총계	1,429.8	1,417.7	1,315.7	1,526.5	1,599.7
유동부채	722.7	889.5	958.5	1,092.4	1,082.7
매입채무	76.7	111.3	0.0	103.3	63.5
단기금융부채	84.2	145.1	327.2	332.2	332.2
비유동부채	172.8	127.5	34.7	15.5	16.4
장기금융부채	137.9	119.6	14.3	-5.7	-5.7
부채총계	895.5	1,017.0	993.2	1,107.9	1,099.1
지배주주지분	378.2	248.8	176.3	272.4	354.4
자본금	17.2	17.2	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	165.4	171.6	166.3	166.3	166.3
이익잉여금	181.2	15.5	-63.1	33.0	115.0
비지배주주지분	156.2	152.0	146.1	146.1	146.1
자본총계	534.3	400.8	322.5	418.6	500.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	463.5	605.3	665.4	747.8	805.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	463.5	605.3	665.4	747.8	805.4
판매비와 관리비	548.4	715.7	705.0	671.6	705.0
영업이익	-84.9	-110.4	-39.6	76.2	100.4
EBITDA	-66.3	-89.5	-19.6	97.2	120.7
금융손익	0.5	0.5	2.0	8.2	8.5
관계기업등 투자손익	0.4	10.3	19.1	13.1	13.1
기타영업외손익	-97.6	-60.5	-35.6	-7.1	-17.3
세전계속사업이익	-181.7	-160.1	-54.2	90.4	104.7
계속사업법인세비용	4.1	46.6	38.9	-2.9	25.1
당기순이익	-185.8	-206.7	-93.0	93.3	79.6
지배주주순이익	-185.4	-200.5	-75.2	96.1	82.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-18.3	-18.2	-6.0	10.2	12.5
EBITDA 마진률 (%)	-14.3	-14.8	-2.9	13.0	15.0
세전이익률 (%)	-39.2	-26.5	-8.1	12.1	13.0
지배주주순이익률 (%)	-40.0	-33.1	-11.3	12.8	10.2
ROA (%)	-15.1	-14.1	-5.5	6.8	5.2
ROE (%)	-37.1	-63.9	-35.4	42.8	26.2
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

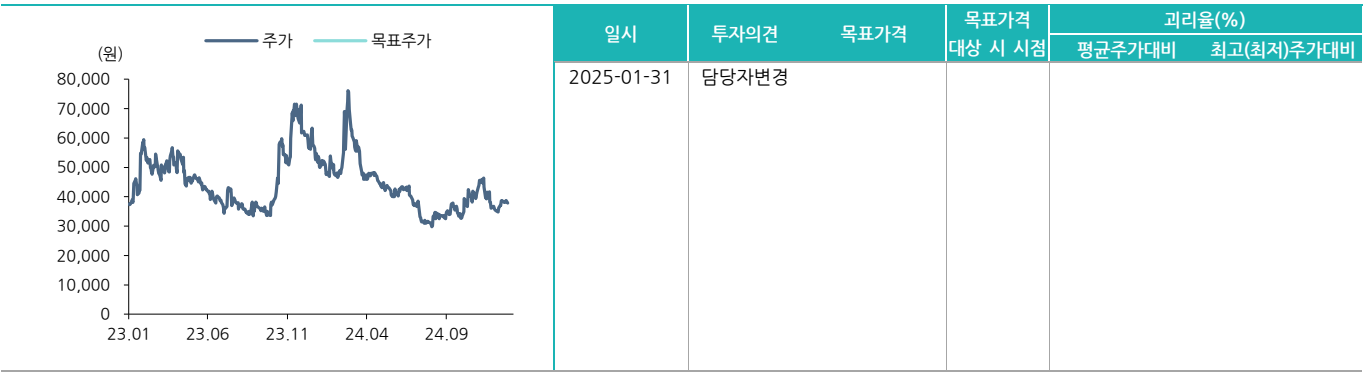
현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-37.0	-10.3	-62.9	176.5	106.5
당기순이익(손실)	-185.8	-206.7	-93.0	93.3	79.6
현금수익비용가감	190.2	185.5	122.0	11.5	10.5
유형자산감가상각비	9.2	11.4	11.6	11.5	11.2
무형자산상각비	9.5	9.6	8.5	9.5	9.1
기타현금수익비용	171.6	164.5	59.2	-35.6	-36.0
운전자본 증감	-12.6	53.1	-13.3	71.7	16.5
매출채권의 감소(증가)	-33.3	52.1	-0.6	-54.3	27.5
재고자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	103.3	-39.7
기타영업현금흐름	20.7	1.0	-12.7	22.7	28.7
투자활동 현금흐름	-130.9	85.5	-6.2	-61.8	-32.2
유형자산 처분(취득)	-4.0	-6.8	-2.7	-8.6	-9.3
무형자산 감소(증가)	66.0	22.6	0.1	-2.0	-1.8
투자자산 감소(증가)	39.3	26.5	-10.3	-40.2	-9.7
기타투자활동	-232.3	43.2	6.7	-11.0	-11.4
재무활동 현금흐름	166.8	-27.8	-18.7	-15.0	0.0
차입금의 증가(감소)	157.4	2.9	-9.5	-15.0	0.0
자본의 증가(감소)	-18.2	-25.1	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	21.7	25.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	27.7	-5.6	-9.3	0.0	0.0
현금의 증감	-5.6	46.7	-87.5	99.7	74.3
기초현금	273.7	268.1	314.8	227.3	327.0
기말현금	268.1	314.8	227.3	327.0	401.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	-5.8	-10.3	-17.1	13.4	15.7
P/B	2.8	8.3	7.4	4.8	3.7
EV/EBITDA	-14.7	-22.2	-71.3	13.2	10.0
P/S	2.3	3.4	1.9	1.7	1.6
배당수익률 (%)	2.4	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	38.4	30.6	9.9	12.4	7.7
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	31.7
세전이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	15.8
지배주주순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	-14.7
EPS 증가율	적전	적지	적지	흑전	-14.7
안정성 (%)					
부채비율	167.6	253.7	308.0	264.7	219.6
유동비율	56.1	47.4	32.9	43.5	48.4
순차입금/자기자본	-16.7	-18.2	30.7	-4.3	-18.6
영업이익/금융비용	-11.9	-9.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	222.1	264.7	341.5	326.5	326.5
순차입금 (십억원)	-89.0	-72.8	98.9	-18.2	-93.2
주당지표 (원)					
EPS	-5,486	-5,913	-2,237	2,859	2,440
BPS	11,190	7,339	5,194	8,024	10,439
SPS	13,714	17,855	19,599	22,027	23,723
DPS	750	n/a	n/a	n/a	n/a

위메이드 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 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.
- 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

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		