

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

112040 · 게임

# 위메이드

## 중국 진출에 대한 출사표를 던지다

(유지)

매수

목표주가

65,000원 ▲

상승여력

22.4%

현재주가(23/11/8)

53,100원

KOSDAQ	811.02	시가총액(십억원)	1,795	발행주식수(백만주)	34	외국인 보유비중(%)	5.2
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

### Report summary

#### 3Q23 Review: 인건비 증가세는 지속

매출액 2,360억원(+118% YoY), 영업이익 450억원(흑자전환 YoY)으로 6개 분기만에 흑자 전환에 성공했다. 이번 분기부터 인식된 1,000억원 규모의 라이선스 매출이 흑자 전환을 견인했다. 영업이익은 당사 추정치인 690억에 35% 하회했는데 이는 인건비와 통신비 증가세 가속화에 기인한다.

#### 목표주가 12% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

비용 증가세 반영 및 나이트크로우 글로벌 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표주가를 65,000원으로 상향한다. 24F P/E 17배 수준까지 상승해 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 여전히 풍부한 모멘텀을 고려할 필요가 있다. 1) 나이트크로우 글로벌의 성공적 출시, 2) 미르M, 미르4 글로벌에 대한 판호 획득, 3) 매드엔진의 자회사 인수가 1H24까지 충분히 기대해볼 수 있는 시나리오다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	47.1	4.1	-4.0
상대주가	48.1	8.1	-15.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	335	463	623	945	1,012
영업이익 (십억원)	97	-85	-92	43	89
영업이익률 (%)	29.0	-18.4	-14.8	4.6	8.8
순이익 (십억원)	307	-185	-46	103	147
EPS (원)	9,217	-5,510	-1,348	3,043	4,338
ROE (%)	69.7	-37.1	-13.3	29.7	32.9
P/E (배)	19.3	-	-	17.4	12.2
P/B (배)	9.3	2.7	5.6	4.5	3.4
배당수익률 (%)	0.4	2.4	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

### 3Q23 Review: 인건비 증가세는 지속

3분기 매출액 2,360억원(+118% YoY), 영업이익 450억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 6개 분기만에 흑자 전환에 성공했다. 액토즈소프트와의 계약으로 이번 분기부터 인식된 1,000억원 규모의 라이선스 매출이 흑자 전환을 견인했다. 27년까지 매년 3분기 1,000억원 수준의 라이선스 매출이 발생할 예정이다. 게임 매출액은 1,330억원(-11% QoQ, +46% YoY)으로 기존작들의 하향 안정화로 QoQ 감소하였다.

영업이익은 당사 추정치인 690억에 35% 하회했는데 이는 인건비와 통신비 증가세 가속화에 기인한다. 인건비는 650억원으로 YoY 29% 상승했으며, 통신비는 130억원으로 YoY 20% 상승했다. 올해 200명 규모의 전체 인력 순증이 예상되는 상황이며 이와 같은 채용 기조는 24년도 이어갈 것임을 시사했다.

### 24년 본격화될 글로벌 확장 스토리

1분기 나이트크로우 글로벌이 출시되며 글로벌 확장의 포문을 열 예정이다. 미르4 때 그랬던 것처럼 이번에도 블록체인 버전으로 글로벌을 공략할 예정이다. 동사는 나이트크로우 글로벌 흥행 수준에 대해 국내의 수 배 이상의 흥행 성과를 기대하고 있다. 당사는 24년 나이트크로우 글로벌 연평균 일매출로 7억원(기존 5억원)을 가정한다.

24년 중국 진출에 대한 강한 자신감도 확인할 수 있었다. 동사에 따르면 연내 미르M, 미르4 출시를 위한 퍼블리셔 선정을 완료해 2Q24에 미르4 중국, 4Q24에 미르M 중국 버전을 출시할 계획임을 밝혔다. 여전한 미르4 글로벌 인기와 중국 내 미르IP 선호도를 고려 시 미르4 중국의 일매출은 보수적으로 보더라도 10억원 이상은 충분히 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 판호 획득 이후 24년도 실적 전망에 반영할 예정이다.

### 목표주가 12% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

비용 증가세 반영 및 나이트크로우 글로벌 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표 주가를 65,000원으로 상향하며 중소형 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 최근 주가 급등으로 24F P/E 17배 수준까지 상승해 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 여전히 풍부한 모멘텀을 고려할 필요가 있다.

1) 나이트크로우 글로벌의 성공적 출시, 2) 미르M, 미르4 글로벌에 대한 판호 획득, 3) 매드엔진의 자회사 인수가 1H24까지 충분히 기대해볼 수 있는 시나리오다. 중국 출시를 전제로 게임을 준비하고 있기에 판호 획득 시기와 출시 시기의 갭 역시 크지 않을 것이다. 중국에 대한 기대감을 다시 한번 가져볼 시기다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	94	159	236	134	184	198	340	223	335	463	623	945
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	16.5%	96.4%	24.0%	44.5%	66.0%	164.4%	38.4%	34.4%	51.7%
게임	84	150	133	131	181	194	237	219	236	382	499	831
라이선스	6	6	99	0	0	0	100	0	92	67	112	100
위믹스 플랫폼	2	1	1	1	2	2	2	2	1	7	6	8
기타	1	1	1	1	2	2	2	2	8	7	6	6
영업비용	141	200	190	185	217	228	232	225	238	550	715	902
인건비	55	63	65	66	67	68	69	70	87	205	249	273
지급수수료	48	85	87	81	108	115	125	117	87	184	300	465
마케팅비	12	21	15	15	18	21	14	14	23	78	63	67
D&A	5	16	5	6	6	6	6	6	4	19	32	23
세금과 공과	2	1	1	1	1	1	2	1	5	5	5	5
기타	18	15	17	17	17	17	18	18	33	58	67	70
영업이익	-47	-40	45	-50	-32	-31	108	-2	97	-86	-92	43
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	138.0%	적지	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-37.5%	-17.6%	-15.5%	31.7%	-1.0%	29.1%	-18.6%	-14.8%	4.5%
지배주주순이익	-30	-29	42	-28	-9	-7	104	15	307	-185	-46	103
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-20.8%	-5.1%	-3.3%	30.4%	6.7%	91.6%	-40.0%	-7.4%	10.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	641	902	623	945	-3%	5%	625	846	0%	12%	인건비, 기타비용 증가세 반영 나이트크로우 글로벌 전망치 상향(지분법 이익 상향)
영업이익	-59	51	-92	43	-	-17%	-80	40	-	7%	
지배주주순이익	-19	92	-46	103	-	12%	-45	67	-	53%	
영업이익률	-9.2%	5.7%	-14.8%	4.5%	-	-	-12.8%	4.7%	-	-	
순이익률	-2.9%	10.2%	-7.4%	10.9%	-	-	-7.2%	7.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q23 실적 비교

(십억원)	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	236	249	-5%	224	5%
영업이익	45	69	-35%	41	10%
지배주주순이익	42	65	-36%	36	15%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	103	
Target P/E (배)	21	엔씨소프트 2018년 P/E 평균 글로벌 대작 성과 이후 매출 하향 안정화+차기작 흥행 불확실성 상존 구간
목표 시가총액 (십억원)	2,198	
주식 수 (천주)	33,797	
목표주가 (원)	65,000	
현재주가 (원)	53,100	
상승여력	22.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 위메이드 (112040)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>945</b>	<b>1,012</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>945</b>	<b>1,012</b>
판매비와관리비	548	715	902	923
<b>조정영업이익</b>	<b>-85</b>	<b>-92</b>	<b>43</b>	<b>89</b>
<b>영업이익</b>	<b>-85</b>	<b>-92</b>	<b>43</b>	<b>89</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-97</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>94</b>
금융손익	-2	-7	-7	-6
관계기업등 투자손익	2	20	39	43
세전계속사업손익	-182	-26	129	183
계속사업법인세비용	4	22	26	37
계속사업이익	-186	-48	103	147
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-186</b>	<b>-48</b>	<b>103</b>	<b>147</b>
지배주주	-185	-46	103	147
비지배주주	0	-2	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-221</b>	<b>-48</b>	<b>103</b>	<b>147</b>
지배주주	-222	-48	103	147
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-66	-72	62	108
FCF	-41	-36	121	196
EBITDA 마진율 (%)	-14.3	-11.6	6.6	10.7
영업이익률 (%)	-18.4	-14.8	4.6	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-40.0	-7.4	10.9	14.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>405</b>	<b>331</b>	<b>393</b>	<b>519</b>
현금 및 현금성자산	268	176	202	315
매출채권 및 기타채권	75	77	83	89
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	62	78	108	115
<b>비유동자산</b>	<b>1,024</b>	<b>1,029</b>	<b>1,058</b>	<b>1,107</b>
관계기업투자등	89	91	94	101
유형자산	55	64	63	64
무형자산	182	176	203	240
<b>자산총계</b>	<b>1,430</b>	<b>1,360</b>	<b>1,451</b>	<b>1,626</b>
<b>유동부채</b>	<b>723</b>	<b>730</b>	<b>740</b>	<b>791</b>
매입채무 및 기타채무	61	63	64	68
단기금융부채	84	79	76	79
기타유동부채	578	588	600	644
<b>비유동부채</b>	<b>173</b>	<b>168</b>	<b>172</b>	<b>174</b>
장기금융부채	138	132	132	132
기타비유동부채	35	36	40	42
<b>부채총계</b>	<b>896</b>	<b>898</b>	<b>912</b>	<b>965</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>378</b>	<b>308</b>	<b>385</b>	<b>507</b>
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	165	165	165	165
이익잉여금	181	111	188	310
<b>비지배주주지분</b>	<b>156</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>
<b>자본총계</b>	<b>534</b>	<b>462</b>	<b>539</b>	<b>661</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-37</b>	<b>-16</b>	<b>131</b>	<b>208</b>
당기순이익	-186	-48	103	147
비현금수익비용가감	190	49	51	60
유형자산감가상각비	9	11	11	11
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	172	29	32	42
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	12	10	43
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-33	-1	-1	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-31	-22	-26	-37
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-131</b>	<b>-37</b>	<b>-75</b>	<b>-67</b>
유형자산처분(취득)	-4	-20	-10	-12
무형자산감소(증가)	66	-2	-35	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	-40	-15	-30	-10
기타투자활동	-153	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>167</b>	<b>-37</b>	<b>-28</b>	<b>-22</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	177	-12	-3	3
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-22	-25	-25	-25
기타재무활동	5	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-6</b>	<b>-92</b>	<b>26</b>	<b>113</b>
기초현금	274	268	176	202
기말현금	268	176	202	315

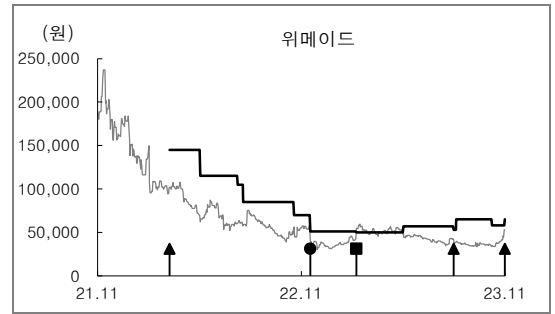
자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	17.4	12.2
P/CF (x)	238.8	1,773.8	11.6	8.7
P/B (x)	2.7	5.6	4.5	3.4
EV/EBITDA (x)	-	-	30.1	16.2
EPS (원)	-5,510	-1,348	3,043	4,338
CFPS (원)	132	30	4,562	6,128
BPS (원)	11,619	9,529	11,830	15,425
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	-13.5	-52.6	24.4	17.1
배당수익률 (%)	2.4	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	38.4	34.4	51.7	7.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	74.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	107.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	42.5
매출채권 회전율 (회)	6.4	9.5	14.3	14.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-15.1	-3.4	7.3	9.5
ROE (%)	-37.1	-13.3	29.7	32.9
ROIC (%)	52.3	78.7	-16.2	-36.3
부채비율 (%)	167.6	194.6	169.1	146.1
유동비율 (%)	56.1	45.3	53.1	65.6
순차입금/자기자본 (%)	-16.7	-6.6	-16.5	-31.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.9	-8.0	3.8	7.9

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
위메이드 (112040)				
2023.11.09	매수	65,000	-	-
2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86
2022.07.28	매수	85,000	-34.05	-11.53
2022.07.18	매수	105,000	-41.52	-39.43
2022.05.12	매수	115,000	-40.98	-24.35
2022.03.18	매수	145,000	-38.11	-25.66



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.