

Company Brief

2020-08-13

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	52,000 원(하향)
증가(2020/08/12)	36,200 원
상승여력	43.6 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,680만주
시가총액	608십억원
외국인지분율	7.2%
52주 주가	14,050~43,500 원
60일평균거래량	247,946 주
60일평균거래대금	9.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.5	25.5	10.4	31.9
상대수익률	-17.9	1.9	-12.8	-10.4



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	114	118	136	141
영업이익(십억원)	-9	0	5	6
순이익(십억원)	-10	7	8	8
EPS(원)	-595	438	506	500
BPS(원)	14,108	13,637	13,232	12,823
PER(배)		82.6	71.6	72.3
PBR(배)	2.1	2.7	2.7	2.8
ROE(%)	-4.0	3.2	3.8	3.8
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	-	163.0	67.1	68.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

위메이드(112040)

전기아이피 가치 대비 여전히 낮은 시가총액

2Q20 Review: 매출총이익 -26.0% YoY, 영업이익 적자전환 YoY

- 2분기 매출액은 251억원(-26.0% YoY, -18.6% QoQ), 영업이익은 -30억원(적전 YoY, 적전 QoQ)으로 부진한 실적 기록
- 전분기에 라이선스 게임 신작 MG(Minimum Guarantee, 최소보장금)가 일시적으로 반영된 효과가 사라지면서 라이선스 매출이 QoQ 34% 감소
- 매출 부진과 함께 주요 중재 판결 관련 비용이 일시적으로 반영되면서 지급수수료가 증가해 영업이익은 적자로 전환

안정적 매출원 확보 필요

- 라이선스 사업이 전체 매출에서 절반을 차지하고 있는 가운데 라이선스 게임 신작 라인업에 대한 투명성이 낮고 중국 시장 내 IP 기반 신작의 흥행에 대한 불확실성이 높음
- 매출 변동성이 높은 라이선스 게임에 대한 의존도가 높아 흑자를 이어가기에는 체력이 약함
- 이에 따라 자체 개발 또는 퍼블리싱 게임의 안정적인 수익원 확보가 필요한 상황이며 '미르' IP 관련 3종('미르 4', '미르 M', '미르 W') 신작 흥행이 절실

투자의견 BUY 유지, 목표주가 52,000 원으로 하향 조정

- 라이선스 신작에 대한 흥행 불확실성 감안하여 라이선스 매출을 하향 조정함에 따라 본사 영업 가치를 하향 조정하고 목표주가는 기존 60,000 원에서 52,000 원으로 하향 조정
- 본사 영업 가치는 하향 조정하나 중국 내 IP 사업 확대를 예상하여 전기아이피 가치는 유지, 전기아이피 가치를 7,910 억원으로 산정함에 따라 투자의견은 BUY 유지
- 지난 6월 중국 산다게임즈를 상대로 '미르 2' 라이선스 계약 관련 중재 소송에서 승소, 총 164개의 소송 관련 게임 중 57개가 게임 계약 위반으로 인정 받아 손해배상금은 당초 예상했던 5천억원 수준보다 높을 것으로 예상
- 손해배상금 규모보다 더욱 중요한 것은 산다게임즈와의 중재 승소 판결로 중국 내 IP 사업이 가속화될 것으로 기대되며 오픈 플랫폼 '전기상점'의 전략적 제휴가 가시화될 것으로 판단
- 손해배상금을 수령할 경우 현금 확보를 통한 기업가치 상승과 배상금의 일부를 배당 지급으로 활용하는 방안도 검토하고 있어 주주가치 향상될 전망

표1. 위메이드 2분기 잠정실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20P	컨센서스	차이 (%, %p)	기존 추정치	차이 (%, %p)
매출액	113.6	117.8	135.6	33.9	30.8	25.1	30.0	-16.4	30.3	-17.3
YoY(%)	-10.6	3.7	15.1	22.0	15.5	-26.0	-11.4	-14.6	-10.5	-15.4
QoQ(%)				26.9	27.7	-18.6	-2.6	-16.0	-1.7	-17.0
영업이익	-9.3	-0.4	5.2	2.8	3.2	-3.0	1.8	-266.6	1.6	-292.6
YoY(%)	적지	적지	흑전	3,249.5	흑전	적전	-34.5	-	-43.4	-
QoQ(%)				흑전	흑전	적전	-43.6	-	-51.2	-
이익률(%)	-8.2	-0.4	3.8	8.2	10.5	-12.1	6.1	-18.1	5.2	-17.3
당기순이익	-29.0	2.9	7.7	-0.1	7.9	-5.0	2.1	-332.4	2.0	-353.5
이익률(%)	-25.5	2.5	5.7	-0.3	25.6	-19.8	7.1	-26.9	6.4	-26.2

자료: 위메이드, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표2. 위메이드 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E
매출액	113.6	117.8	135.6	26.7	33.9	28.9	24.1	30.8	25.1	29.1	32.8
모바일	37.3	38.0	55.0	10.2	10.3	8.4	8.5	9.5	7.5	9.4	11.6
온라인	17.1	18.9	16.4	3.9	4.1	4.5	4.7	4.5	5.0	4.6	4.7
라이선스	58.4	60.8	64.0	12.0	19.1	16.0	11.3	16.6	12.5	15.1	16.6
기타	0.8	0.1	0.1	0.6	0.5	0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
영업이익	-9.3	-0.4	5.2	-7.3	2.8	0.2	-5.1	3.2	-3.0	-1.1	0.5
세전이익	-9.7	7.6	10.2	-4.9	2.8	2.5	-10.1	11.5	-4.3	-0.6	1.0
당기순이익	-29.0	2.9	7.7	-7.2	-0.1	-0.5	-21.2	7.9	-5.0	-0.7	0.7
성장률 (YoY %)											
매출액	-10.6	3.7	15.1	-24.0	22.0	-8.9	-25.5	15.5	-26.0	0.5	36.0
모바일	-1.6	1.9	44.6	67.3	29.5	-41.0	-12.3	-6.4	-26.7	12.1	36.3
온라인	7.8	10.1	-12.9	5.7	5.8	8.6	10.6	16.5	22.1	3.5	0.5
라이선스	-18.7	4.1	5.3	-52.1	22.3	23.1	-37.4	38.1	-34.2	-5.9	46.4
기타	-44.9	-85.0	3.0	258.3	18.8	-77.1	적전	-78.9	n/a	n/a	n/a
영업이익	적지	적지	흑전	적전	3,249.5	흑전	적지	흑전	적전	적전	흑전
세전이익	적지	흑전	33.2	적전	-57.3	흑전	적지	흑전	적전	적전	흑전
당기순이익	적지	흑전	163.0	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	-8.2	-0.4	3.8	-27.2	8.2	0.8	-21.0	10.5	-12.1	-3.8	1.4
세전이익률	-8.5	6.5	7.5	-18.4	8.3	8.6	-41.7	37.4	-17.0	-2.0	2.9
순이익률	-25.5	2.5	5.7	-27.0	-0.3	-1.7	-87.7	25.6	-19.8	-2.5	2.2

자료: 위메이드, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표3. 위메이드 목표주가 산정

구분	금액	비고
적정 기업 가치 (①+②-③)	931.2	
본사 영업 가치 (①=㉓*㉔)	86.0	
12MF 예상 지배주주순이익 ㉓	8.1	
Target PER ㉔	10.6	KOSPI PER
전기아이피 가치 (②=㉕*㉖)	791.0	
IP 가치 ㉕	1,130.0	전기아이피 JV, 10 억달러로 투자 유치 전망
할인률 ㉖	30%	
순차입금 ③	-54.2	1Q20 기준
발행주식수 (천주)	16,800	
적정 주가 (원)	52,000	
현재 주가 (원, 8 월 12 일)	36,200	
상승여력 (%)	43.6	

자료: 하이투자증권 리서치

〈Appendix〉 위메이드 2Q20 실적발표 Q&A

Q1. 2분기 라이선스 매출이 부진했는데 신작 라이선스 게임의 매출 현황. 향후 라이선스 게임 출시 및 매출 전망

- 2분기에 출시한 '원시전기'는 시장에 출시된 전기 게임 중 가장 높은 매출 기록 중
- 3분기에는 2분기보다 개선된 라이선스 매출 기대

Q2. 산다게임즈와의 중재소송 승소 이후 전기상점 사업의 가속화 기대했는데 현재 준비 상황. 손해배상금 수취 절차와 예상금액

- 전기상점 포함한 전략적 제휴는 꾸준히 진행 중. 싱가포르 중재로 속도 빨라진 면도 있지만 미중 무역분쟁 이슈도 있음. 진행 잘 되고 있음
- 미중 분쟁으로 중국 회사들이 중국 사업에 더욱 집중하는 면도 있어서 부정적인 면보다 긍정적인 면이 더 큼
- 현재 손해배상금 집행 절차 진행 중으로 정보 공개는 어려움
- 매출 측면에서 의미 있는 게임들 대부분이 계약 위반으로 인정되어서 기존 언론에 공개한 손해배상금보다 더 큰 규모로 판결 받을 것으로 예상

Q3. 조이맥스에서 출시 예정인 '스타워즈' IP 게임의 사전 예약자수 및 매출 기대치

- 현재 사전가입자수는 40만명 돌파했고 꾸준히 증가 중으로 오픈 전까지 1백만명 기록할 것으로 기대
- 싱가포르에서 소프트 론칭함. 이를 통해 부족한 점을 잘 보완하면 한국, 일본에서 좋은 성과 기대

Q4. 산다와의 재판 결과를 통해 권리관계 명확해졌는데 '열혈전기', '전기세계'의 라이선스 관련 재계약 상황 및 향후 일정

- 산다와 라이선스 계약 해제하고 위메이드와 새로운 계약을 체결하고 있음. 1년 안에 계약관계 정리될 것으로 예상

Q5. 2분기 지급수수료 증가 원인

- 1분기, 2분기에 주요한 중재 판결이 3건 있었는데 중재 판결은 마지막에 비용을 지급하는 구조라 지급수수료 증가
- 다음 분기부터는 지급수수료 정상화 예상. 그 외 크게 남아있는 법률비용이나 중재비용은 없음

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	127	116	111	107
현금 및 현금성자산	38	16	1	12
단기금융자산	41	49	52	35
매출채권	41	42	48	50
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	170	166	163	160
유형자산	48	45	43	42
무형자산	9	7	6	5
자산총계	296	282	274	267
유동부채	61	59	59	59
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	62	59	59	59
자배주주지분	237	229	222	215
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	164	164	164	164
이익잉여금	94	92	90	89
기타자본항목	-17	-17	-17	-17
비자배주주지분	-2	-7	-8	-8
자본총계	235	222	215	207

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	114	118	136	141
증가율(%)	-10.6	3.7	15.1	4.4
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	114	118	136	141
판매비와관리비	123	118	130	136
연구개발비	16	16	19	10
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-9	0	5	6
증가율(%)	-74.2	-95.2	-1,259.4	7.3
영업이익률(%)	-8.2	-0.4	3.8	3.9
이자수익	2	1	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-2	8	5	5
세전계속사업이익	-10	8	10	11
법인세비용	18	5	2	3
세전계속이익률(%)	-9.2	6.5	7.5	7.4
당기순이익	-29	3	8	8
순이익률(%)	-25.3	2.5	5.7	5.7
지배주주귀속 순이익	-10	7	8	8
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	-34	-3	2	3
지배주주귀속총포괄이익	-34	-2	2	3

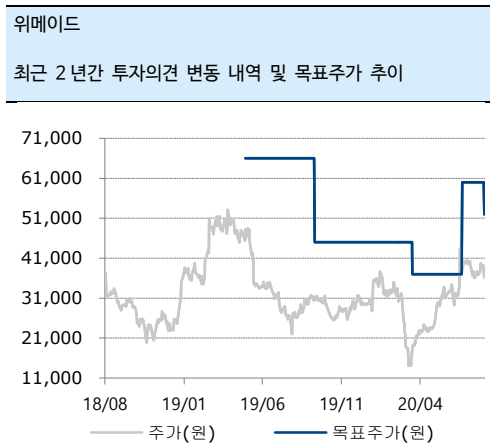
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-43	5	6	12
당기순이익	-29	3	8	8
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	34	-17	-11	7
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	42	-8	-2	16
재무활동 현금흐름	-10	-10	-10	-10
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	-19	-22	-15	10
기초현금및현금성자산	57	38	16	1
기말현금및현금성자산	38	16	1	12

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	-595	438	506	500
BPS	14,108	13,637	13,232	12,823
CFPS	-334	663	691	657
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER		82.6	71.6	72.3
PBR	2.1	2.7	2.7	2.8
PCR	-87.8	54.6	52.4	55.1
EV/EBITDA	-	163.0	67.1	68.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.0	3.2	3.8	3.8
EBITDA 이익률	-4.3	2.8	6.1	5.8
부채비율	26.2	26.7	27.6	28.6
순부채비율	-33.8	-29.5	-24.7	-22.6
매출채권회전율(x)	3.2	2.9	3.0	2.9
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 위메이드, 하이투자증권 리서치



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-05-08	Buy	66,000	1년	-51.4%	-26.5%
2019-09-19	Buy	45,000	1년	-35.3%	-16.4%
2020-03-26	Buy	37,000	1년	-24.1%	17.6%
2020-06-30	Buy	60,000	1년	-35.9%	-32.4%
2020-08-13	Buy	52,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-