

## [게임] 관심 종목

### 위메이드 (112040): 기대감 확대 구간

|                       |             |
|-----------------------|-------------|
| <b>Buy</b> (Maintain) |             |
| 목표주가(12M)             | 69,000원(유지) |
| 종가(2020/11/23)        | 47,850원     |

| Stock Indicator |                |
|-----------------|----------------|
| 자본금             | 9십억원           |
| 발행주식수           | 1,680만주        |
| 시가총액            | 804십억원         |
| 외국인지분율          | 7.1%           |
| 52주주가           | 14,050~49,800원 |
| 60일평균거래량        | 169,097주       |
| 60일평균거래대금       | 6.8십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 25.8 | 46.1 | 55.1 | 82.6 |
| 상대수익률    | 17.7 | 36.4 | 31.9 | 44.9 |



#### '미르4' 출시 모멘텀 본격화

- 모바일 MMORPG 신작 '미르4'는 지난 11월 1일 CBT를 완료, 11월 중에 정식 출시할 예정
- '미르4'는 9월 11일 사전 예약 시작하여 두 달 만에 사전예약자수 250만명을 돌파하여 흥행 기대감 향상

#### 중국 IP 사업 확대 가속화 예상

- 지난 6월 중국 산다게임즈를 상대로 '미르2' 라이선스 계약 관련 중재 소송에서 승소, 2.5조원의 손해배상 청구
- 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

| FY           | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 114    | 117    | 203    | 238    |
| 영업이익(십억원)    | -9     | -16    | 39     | 59     |
| 순이익(십억원)     | -10    | -8     | 36     | 51     |
| EPS(원)       | -595   | -456   | 2,169  | 3,049  |
| BPS(원)       | 14,108 | 12,742 | 14,001 | 16,140 |
| PER(배)       |        |        | 22.1   | 15.7   |
| PBR(배)       | 2.1    | 3.8    | 3.4    | 3.0    |
| ROE(%)       | -4.0   | -3.4   | 16.2   | 20.2   |
| 배당수익률(%)     | 2.0    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| EV/EBITDA(배) | -      | -      | 19.2   | 12.5   |

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

### '미르4' 출시 모멘텀 본격화

- 모바일 MMORPG 신작 '미르4'는 지난 11월 1일 CBT를 완료, 11월 25일 정식 출시할 예정
- '미르4'는 9월 11일 사전 예약 시작하여 두 달 만에 사전예약자수 300만명을 돌파하여 흥행 기대감 향상
- 미르4'는 PC게임 인기작인 '미르의 전설2' 세계관을 계승한 MMORPG로 CBT에서 캐릭터, 그래픽, 게임 내 경제시스템에서 호평을 받음

['미르4'의 CBT 플레이 영상]



자료: 하이투자증권 리서치

['미르4'의 사전예약자수 300만명 돌파]

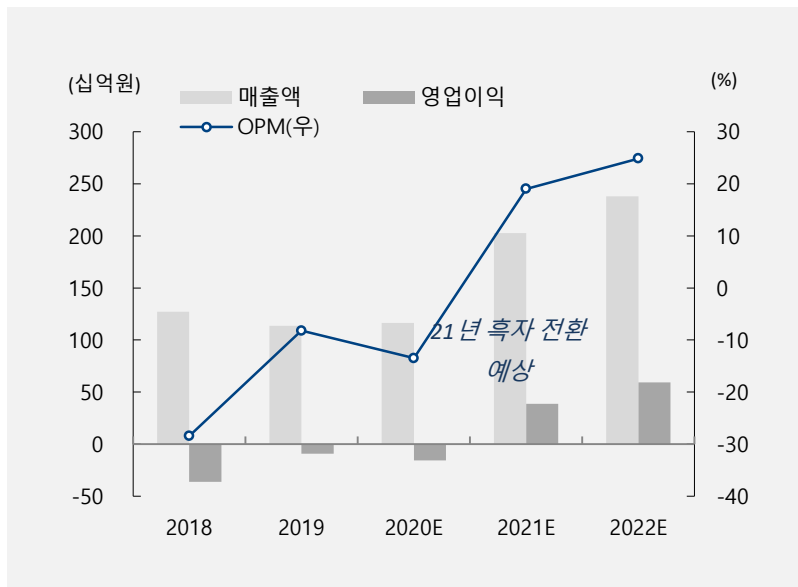


자료: 하이투자증권 리서치

## '미르4' 출시 모멘텀 본격화

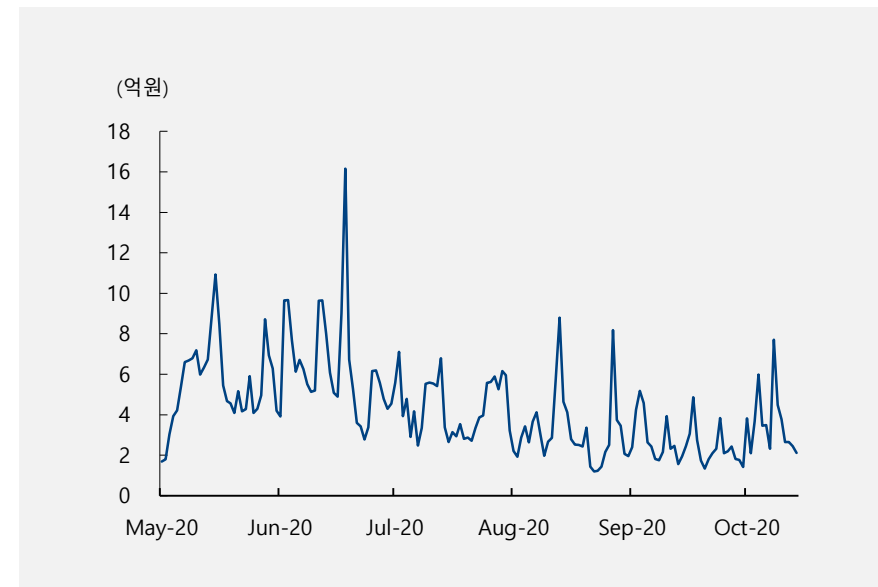
- 2021년 '미르4'의 평균 하루 매출액을 2억원으로 가정, 초기 하루 매출액 3억원, 국내 인기 모바일 MMORPG 하루 매출액이 5억원 이상의 매출을 기록하는 점을 감안하면 보수적 추정치
- '미르' IP와 유사하게 중국에서 인기가 높은 '뮤' IP를 활용한 웹젠의 '뮤 아크엔젤'의 일매출액은 5억원 수준
- '미르4'의 매출이 온기 반영되기 시작하는 21년 1분기부터는 흑자 전환 가능

[2021년 흑자 전환 예상]



자료: 하이투자증권 리서치

[웹젠의 '뮤 아크엔젤'의 일매출액 추이]



자료: 하이투자증권 리서치

## '미르4' 출시 모멘텀 본격화

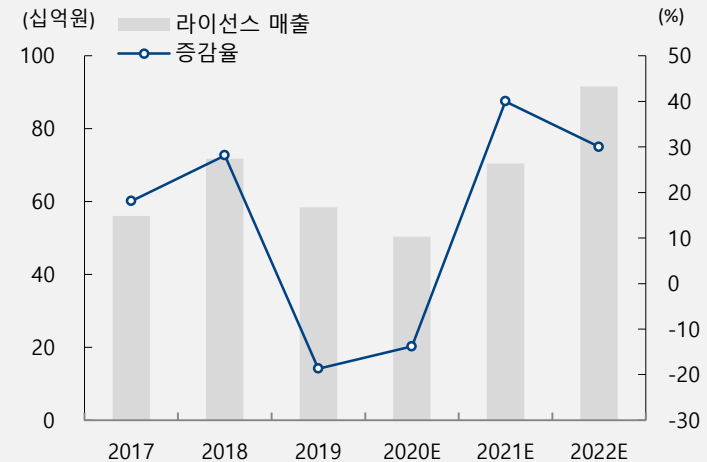
- '미르4'는 중국에도 출시할 예정으로 중국에서 흥행할 경우 매출 기여 상당히 클 것으로 전망
- 중국에서 '미르' IP 게임은 외자가 아닌 내자 판호로 승인되며 '미르4' 또한 판호 발급은 출시 장벽이 되지 않을 것으로 판단
- 중국 모바일게임 매출 10위권에 MMORPG 장르는 2개가 차지하며 인기 있는 장르로 IP 파워와 게임 완성도 감안하면 중국 성과 또한 기대
- '미르4' 중국 출시로 2021년 라이선스 매출액 전년 대비 40% 증가할 것으로 추정

[iOS 중국 모바일게임 매출 순위 Top 10: MMORPG 장르 2개 차지]

| 순위 | 게임명              | 장르     | 게임사      |
|----|------------------|--------|----------|
| 1  | 왕자영요             | MOBA   | 텐센트      |
| 2  | 삼국지전략            | 카드     | 링시 인터랙티브 |
| 3  | 화평정영(중국판 배틀그라운드) | FPS    | 텐센트      |
| 4  | 원신               | RPG    | 미호요      |
| 5  | 천애명월도            | MMORPG | 텐센트      |
| 6  | 몽환서유             | MMORPG | 넷이즈      |
| 7  | 라이즈오브킹덤즈         | 전략     | 릴리스 게임즈  |
| 8  | 솔토지빈             | 전략     | 넷이즈      |
| 9  | 대화서유             | RPG    | 넷이즈      |
| 10 | 라이프애프터           | 서바이벌   | 넷이즈      |

자료: 게볼루션, 하이투자증권 리서치  
주: 20년 11월 13일 기준

[위메이드의 라이선스 매출 현황 및 전망]



자료: 위메이드, 하이투자증권 리서치

### 라이선스 매출 회복 기대

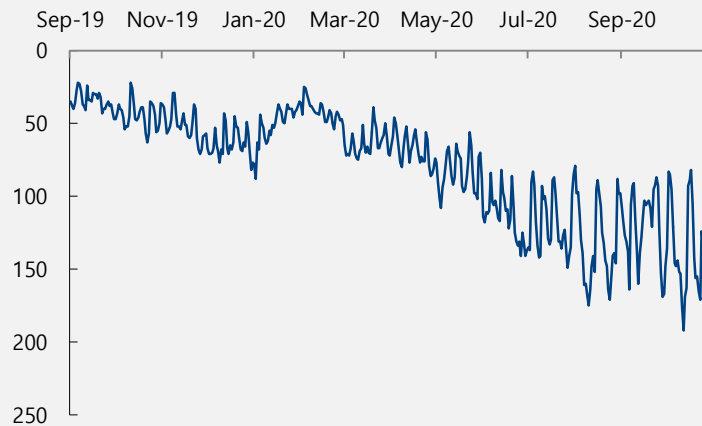
- 2년 연속 마이너스 성장을 기록할 것으로 예상되는 라이선스 매출은 내년에 플러스 성장으로 전환할 전망
- 코로나19 영향으로 중국 게임사들과의 IP 계약 지연 및 일부 게임 개발 지연
- 20년 4분기 이후에 37게임즈에서 개발해서 중국 모바일게임 매출 순위 최고 4위까지 기록했던 '일도전세' 후속작이 출시될 예정

['미르의전설2' IP를 활용하여 흥행에 성공했던 '일도전세']



자료: 하이투자증권 리서치

['일도전세'의 출시 이후 중국 iOS 모바일게임 매출 순위]



자료: App Annie, 하이투자증권 리서치

### 중국 IP 사업 확대 가속화 예상

- 지난 6월 중국 산다게임즈를 상대로 '미르2' 라이선스 계약 관련 중재 소송에서 승소, 총 164개의 소송 관련 게임 중 57개가 게임 계약 위반으로 인정 받아 손해배상금은 2.5조원 청구
- 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

#### [위메이드의 주요 승소 내용 및 손해배상 금액]

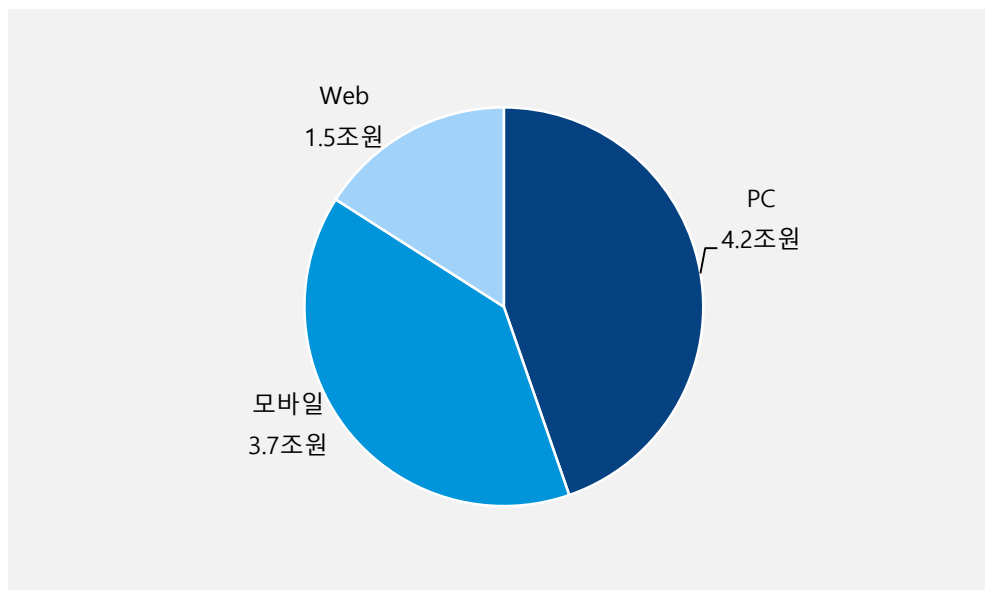
| 내용                                                   | 손해배상 금액(억원) |
|------------------------------------------------------|-------------|
| 킹넷 자회사(결강환유) 대상 미르2 IP 라이선스 계약 불이행                   | 830         |
| 킹넷 자회사(지우링) 대상 미르2 IP 라이선스 계약 불이행 (용성전가)             | 2,946       |
| 킹넷 자회사(지우링) 대상 미르2 IP 라이선스 계약 불이행 (전기래료)             | 825         |
| 산다게임즈 대상 미르3 계약 위반                                   | 58          |
| 산다게임즈 미르2 SLA(Software License Agreement) 종료 및 무효 확인 | 25,000      |

자료: 하이투자증권 리서치

### 중국 IP 사업 확대 가속화 예상

- 중국 전기류 게임 시장의 총 매출 규모는 550억 위안(약 9.4조원)
- 플랫폼별로 구분하면 PC가 전체 시장의 44%, 모바일이 40%, 웹은 16% 차지
- '미르' IP를 활용한 불법 게임의 일부만 합법화하더라도 이익 기여가 상당히 클 것으로 기대

[중국 전기류 게임 시장 규모]



자료: 하이투자증권 리서치

## 위메이드 실적 현황 및 전망

| (단위: 십억원)   | 2019  | 2020E | 2021E | 1Q19  | 2Q19    | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 113.6 | 116.5 | 202.8 | 26.7  | 33.9    | 28.9  | 24.1  | 30.8  | 25.1  | 23.7  | 36.9  |
| 모바일         | 37.3  | 46.5  | 115.2 | 10.2  | 10.3    | 8.4   | 8.5   | 9.5   | 7.5   | 8.7   | 20.8  |
| 온라인         | 17.1  | 19.5  | 17.0  | 3.9   | 4.1     | 4.5   | 4.7   | 4.5   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| 라이선스        | 58.4  | 50.3  | 70.5  | 12.0  | 19.1    | 16.0  | 11.3  | 16.6  | 12.5  | 10.1  | 11.1  |
| 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  | -15.7 | 38.6  | -7.3  | 2.8     | 0.2   | -5.1  | 3.2   | -3.0  | -9.6  | -6.3  |
| 세전이익        | -9.7  | -11.1 | 43.6  | -4.9  | 2.8     | 2.5   | -10.1 | 11.5  | -4.3  | -11.1 | -7.3  |
| 당기순이익       | -29.0 | -16.4 | 33.1  | -7.2  | -0.1    | -0.5  | -21.2 | 7.9   | -5.0  | -11.5 | -7.8  |
| 성장률 (YoY %) |       |       |       |       |         |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | -10.6 | 2.5   | 74.0  | -24.0 | 22.0    | -8.9  | -25.5 | 15.5  | -26.0 | -18.0 | 52.8  |
| 모바일         | -1.6  | 24.6  | 147.5 | 67.3  | 29.5    | -41.0 | -12.3 | -6.4  | -26.7 | 3.6   | 144.7 |
| 온라인         | 7.8   | 14.1  | -12.8 | 5.7   | 5.8     | 8.6   | 10.6  | 16.5  | 22.1  | 11.3  | 7.8   |
| 라이선스        | -18.7 | -13.8 | 40.0  | -52.1 | 22.3    | 23.1  | -37.4 | 38.1  | -34.2 | -37.0 | -2.0  |
| 기타          | -44.9 | -84.4 | 3.0   | 258.3 | 18.8    | -77.1 | 적전    | -78.9 | n/a   | -97.7 | 흑전    |
| 영업이익        | 적지    | 적지    | 흑전    | 적전    | 3,249.5 | 흑전    | 적지    | 흑전    | 적전    | 적전    | 적지    |
| 세전이익        | 적지    | 적지    | 흑전    | 적전    | -57.3   | 흑전    | 적지    | 흑전    | 적전    | 적전    | 적지    |
| 당기순이익       | 적지    | 적지    | 흑전    | 적전    | 적전      | 적지    | 적지    | 흑전    | 적지    | 적지    | 적지    |
| 이익률 (%)     |       |       |       |       |         |       |       |       |       |       |       |
| 영업이익률       | -8.2  | -13.5 | 19.0  | -27.2 | 8.2     | 0.8   | -21.0 | 10.5  | -12.1 | -40.4 | -17.2 |
| 세전이익률       | -8.5  | -9.6  | 21.5  | -18.4 | 8.3     | 8.6   | -41.7 | 37.4  | -17.0 | -46.7 | -19.8 |
| 순이익률        | -25.5 | -14.1 | 16.3  | -27.0 | -0.3    | -1.7  | -87.7 | 25.6  | -19.8 | -48.5 | -21.2 |

자료: 위메이드, 하이투자증권 리서치

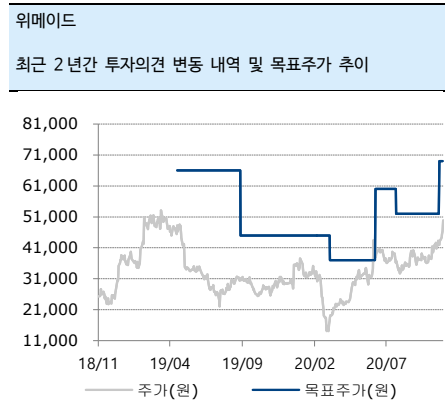
주: 연결기준

## Valuation

[위메이드 목표주가 산정]

| 구분                 | 금액      | 비고                        |
|--------------------|---------|---------------------------|
| 적정 기업 가치 (①+②-③)   | 1,202.2 |                           |
| 본사 영업 가치 (①=④*⑤)   | 368.3   |                           |
| 12MF 예상 지배주주순이익 ④  | 32.0    |                           |
| Target PER ⑤       | 11.5    | KOSPI PER                 |
| 전기아이피 가치 (②=⑥*⑦)   | 791.0   |                           |
| IP가치 ⑥             | 1,130.0 | 전기아이피 JV, 10억달러로 투자 유치 전망 |
| 할인률 ⑦              | 30%     |                           |
| 순차입금 ③             | -42.9   | 2Q20 기준                   |
| 발행주식수 (천주)         | 16,800  |                           |
| 적정 주가 (원)          | 69,000  |                           |
| 현재 주가 (원, 11월 23일) | 47,850  |                           |
| 상승여력 (%)           | 44.2    |                           |

자료: 하이투자증권 리서치



| 일자                | 투자이전 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 과리율        |                |
|-------------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|                   |      |             |              | 평균<br>추가대비 | 최고(최저)<br>추가대비 |
| 2019-05-08(담당자변경) | 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           | -27.8%     | -16.7%         |
| 2020-11-12        | Buy  | 69,000      | 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 기관투자자 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 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-09-30 기준

| 구분         | 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자이전 비율(%) | 90.2% | 9.8%   | -  |