

# 위메이드

## 112040

Feb 15, 2019

**Buy** 유지  
**TP 47,000 원** 유지

**Company Data**

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(02/14)     | 35,000 원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52 주 최고가(보통주)  | 60,000 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 19,900 원  |
| KOSPI (02/14)  | 2,225.85p |
| KOSDAQ (02/14) | 742.27p   |
| 자본금            | 87 억원     |
| 시가총액           | 5,880 억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 1,680 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60 일)    | 20.5 만주   |
| 평균거래대금(60 일)   | 77 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 5.01%     |
| 주요주주           |           |
| 박관호 외 2 인      | 47.00%    |
| KB자산운용         | 6.33%     |

**Price & Relative Performance**



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월  | 12개월  |
|----------|-------|------|-------|
| 절대주가     | -6.2  | 12.4 | -31.2 |
| 상대주가     | -13.6 | 15.3 | -21.4 |



인터넷/통신 박건영  
 3771-9351, ky.park@iprovest.com



### 앞으로 보여줄 것이 더 많다

#### 4Q18 Review: 대손충당금 설정으로 적자폭 확대

위메이드 매출액 324억원(YoY +11.2%), 영업적자 -393억원 기록. 컨센서스 매출액 265 억원 상회, 영업이익 -23억원 하회. 영업이익 대폭 하회한 이유는 약 390억원 소송 계류 중인 라이선스 게임과 매출채권 대손충당금 설정 때문. 4Q18에 출시한 열혈합격 라이선스, 국내 미르의 전설2 리부트가 매출 성장에 기여. 단기 실적은 아쉬우나 추가 업사이드 이끌 투자포인트 여전히 유효하다고 판단.

#### 신작 출시로 실적 개선, 승소 기대

위메이드의 주요 투자 포인트는 두 가지. ① 신작 출시로 인한 실적 개선, 이카루스M 일본 출시일 확정(2019년 2월21일), 미르4 상반기 내 출시 예정. 신작 2 종을 실적에 반영하여 2Q19부터 흑자전환 전망, 이를 추정치에 반영. ② 현재 37게임즈, 액토즈소프트와 소송에서 위메이드 승소. 3월 킹넷과 중재 판결 나올 것으로 예상. 과거 2년에 대한 라이선스 비용 미지급으로 위메이드가 청구한 금액은 약 2,400억원. 킹넷 측에서 조기 합의를 통해 정식 라이선스 계약을 맺을 가능성 존재. 결론은 현금 유입 또는 라이선스 매출에서 추가 업사이드 기대 가능. 앞선 판결에서 위메이드가 승소했다는 점을 고려하면 킹넷과의 판결에서도 유리한 결과 기대.

#### 목표주가 47,000원 유지

투자 의견 'Buy', 목표주가 47,000원 유지. SOTP(Sum of the Parts) 방식을 활용해 목표주가 산출. 신작 출시로 흑자전환과 소송 승리로 라이선스 매출 추가 업사이드에 존재. 이에 따른 실적 개선과 미르 IP를 통한 중국 시장 진출에 대한 기대감 커질수록 주가 역시 상승할 것으로 전망.

#### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2016.12 | 2017.12 | 2018.12E | 2019.12E | 2020.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 108     | 110     | 127      | 134      | 147      |
| YoY(%)       | -14.7   | 1.5     | 16.0     | 5.1      | 10.1     |
| 영업이익(십억원)    | 4       | 6       | -36      | 4        | 7        |
| OP 마진(%)     | 3.7     | 5.5     | -28.3    | 3.0      | 4.8      |
| 순이익(십억원)     | -73     | -1      | -49      | 4        | 6        |
| EPS(원)       | -4,224  | 580     | -788     | 252      | 329      |
| YoY(%)       | 적지      | 흑전      | 적전       | 흑전       | 30.6     |
| PER(배)       | -5.3    | 87.0    | -32.9    | 138.7    | 106.2    |
| PCR(배)       | 23.0    | 35.3    | -49.3    | 0.0      | 0.0      |
| PBR(배)       | 1.3     | 2.9     | 1.6      | 2.2      | 2.2      |
| EV/EBITDA(배) | 28.2    | 53.6    | -10.6    | 58.1     | 43.4     |
| ROE(%)       | -21.7   | 3.3     | -4.7     | 1.6      | 2.1      |

위메이드 [112040]

앞으로 보여줄 것이 더 많다

[도표 1] 위메이드 4Q18 Review

| (십억원) | 4Q18    | 3Q18   | QoQ    | 3Q17  | YoY     | 컨센서스  | 차이       | 당사 추정치 | 차이     |
|-------|---------|--------|--------|-------|---------|-------|----------|--------|--------|
| 매출액   | 32.4    | 31.8   | +1.9%  | 29.1  | +11.2%  | 26.5  | +22.4%   | 24.1   | +34.5% |
| 영업이익  | -39.3   | -4.4   | -88.8% | 5.4   | -824.8% | -2.3  | 1,622.9% | -3.6   | 991.2% |
| 영업이익률 | -121.2% | -13.8% |        | 18.6% |         | -8.6% |          | 38.4%  |        |

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 위메이드 실적 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18    | 2Q18    | 3Q18   | 4Q18    | 1Q19E  | 2Q19E    | 3Q19E | 4Q19E | '18E    | '19E    |
|-----------|---------|---------|--------|---------|--------|----------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액       | 35.1    | 27.8    | 31.8   | 32.4    | 31.0   | 38.5     | 33.7  | 30.5  | 127.1   | 133.7   |
| YoY       | 3.7%    | 25.2%   | 30.2%  | 11.2%   | -11.7% | 38.3%    | 5.8%  | -5.8% | 16.0%   | 5.1%    |
| 모바일 게임    | 6.1     | 7.9     | 14.2   | 9.7     | 11.2   | 19.5     | 15.0  | 12.0  | 37.9    | 57.7    |
| PC 게임     | 3.7     | 3.9     | 4.1    | 4.2     | 3.9    | 3.9      | 4.0   | 4.0   | 15.9    | 15.8    |
| 라이선스      | 25.2    | 15.6    | 13.0   | 18.1    | 15.6   | 14.7     | 14.4  | 14.3  | 71.8    | 58.9    |
| 기타        | 0.2     | 0.4     | 0.5    | 0.4     | 0.3    | 0.3      | 0.3   | 0.3   | 1.5     | 1.2     |
| 영업비용      | 27.6    | 27.7    | 36.2   | 71.7    | 32.2   | 36.5     | 31.5  | 29.9  | 163.2   | 130.1   |
| 인건비       | 12.6    | 13.5    | 14.0   | 14.6    | 14.5   | 14.5     | 14.6  | 14.8  | 54.7    | 58.4    |
| 지급수수료     | 11.0    | 8.9     | 11.4   | 12.4    | 9.6    | 11.9     | 10.4  | 9.5   | 43.7    | 41.4    |
| 광고선전비     | 0.7     | 1.8     | 6.5    | 1.8     | 3.8    | 5.7      | 2.0   | 1.0   | 10.7    | 12.5    |
| 영업이익      | 7.5     | 0.1     | -4.4   | -39.3   | -1.2   | 1.9      | 2.1   | 0.7   | -36.1   | 3.5     |
| YoY       | 212.5%  | -103.9% | 적전     | 적전      | 적전     | 1,658.5% | 흑전    | 흑전    | 적전      | 흑전      |
| 영업이익률     | 21.2%   | 0.4%    | -13.8% | -121.2% | -3.9%  | 5.0%     | 6.3%  | 2.2%  | -28.4%  | 2.6%    |
| 순이익(지배주주) | 9.4     | 5.8     | -3.8   | -24.6   | -0.5   | 1.9      | 2.0   | 0.9   | -13.2   | 4.2     |
| YoY       | 3033.3% | 흑전      | 적전     | 적전      | 적전     | -68.1%   | 흑전    | 흑전    | -238.9% | -132.1% |
| 순이익률      | 26.8%   | 20.8%   | -11.9% | -75.9%  | -1.6%  | 4.8%     | 5.9%  | 3.0%  | -10.4%  | 3.2%    |

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 위메이드 Valuation Table

| 구분                  | 금액      | 비고                                |
|---------------------|---------|-----------------------------------|
| 위메이드 영업 가치 ①        | 55.1    | (a)*(b)                           |
| '18년 예상 지배주주순이익 (a) | 4.2     |                                   |
| Target P/E (b)      | 13      |                                   |
| 전기(미르) IP 자산 가치 ②   | 572.0   | (c)*(d)*(e)                       |
| IP 가치 (c)           | 1,100.0 | 전기 IP 중국 현물출자, JV 설립 기준(10억달러 전망) |
| JV 예상 지분 (d)        | 40%     |                                   |
| 할증률 (e)             | 30%     |                                   |
| 위메이드 회사 가치          | 777.1   | ①+②+순현금 1,500억원                   |
| 발행주식수               | 16,800  |                                   |
| 적정가치                | 46,257  |                                   |
| 목표주가                | 47,000  |                                   |

자료: 교보증권 리서치센터

[위메이드 112040]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 108   | 110   | 127   | 134   | 147   |
| 매출원가              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익             | 108   | 110   | 127   | 134   | 147   |
| 매출총이익률 (%)        | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비           | 104   | 104   | 163   | 130   | 140   |
| 영업이익              | 4     | 6     | -36   | 4     | 7     |
| 영업이익률 (%)         | 3.8   | 5.5   | -28.4 | 2.6   | 4.9   |
| EBITDA            | 12    | 12    | -31   | 8     | 11    |
| EBITDA Margin (%) | 11.4  | 11.2  | -24.2 | 6.1   | 7.6   |
| 영업외손익             | -93   | 9     | 0     | 2     | 0     |
| 관계기업손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익              | 12    | 21    | 21    | 22    | 21    |
| 금융비용              | -96   | -12   | -4    | -4    | -4    |
| 기타                | -9    | 0     | -18   | -16   | -18   |
| 법인세비용차감전순손익       | -89   | 15    | -36   | 6     | 7     |
| 법인세비용             | -16   | 15    | 13    | 1     | 2     |
| 계속사업순손익           | -73   | -1    | -49   | 4     | 6     |
| 중단사업순손익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | -73   | -1    | -49   | 4     | 6     |
| 당기순이익률 (%)        | -67.6 | -0.8  | -38.6 | 3.3   | 3.7   |
| 비지배자분순이익          | -2    | -11   | -36   | 0     | 0     |
| 지배자분순이익           | -71   | 10    | -13   | 4     | 6     |
| 지배순이익률 (%)        | -65.7 | 8.9   | -10.4 | 3.2   | 3.8   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익             | -72   | -1    | -49   | 4     | 5     |
| 비지배자분포괄이익         | -2    | -11   | -425  | 34    | 44    |
| 지배자분포괄이익          | -70   | 10    | 376   | -30   | -39   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 10    | -9    | -49   | 10    | 7     |
| 당기순이익      | -73   | -1    | -49   | 4     | 6     |
| 비현금항목의 가감  | 87    | 14    | 4     | -8    | -8    |
| 감가상각비      | 5     | 4     | 4     | 3     | 3     |
| 외환손익       | -3    | 5     | 3     | 3     | 3     |
| 지분법평가손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | 86    | 5     | -1    | -13   | -13   |
| 자산부채의 증감   | 2     | -20   | 5     | 12    | 7     |
| 기타현금흐름     | -7    | -2    | -9    | 2     | 2     |
| 투자활동 현금흐름  | -17   | 85    | 42    | 20    | 48    |
| 투자자산       | -10   | 199   | -50   | 10    | -2    |
| 유형자산       | -1    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | -6    | -113  | 92    | 10    | 50    |
| 재무활동 현금흐름  | 4     | -8    | -8    | -8    | -8    |
| 단기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | 0     | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 기타         | 4     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 현금의 증감     | -1    | 65    | 19    | 4     | -11   |
| 기초 현금      | 63    | 62    | 127   | 146   | 150   |
| 기말 현금      | 62    | 127   | 146   | 150   | 139   |
| NOPLAT     | 3     | 0     | -49   | 3     | 6     |
| FCF        | 13    | -16   | -39   | 19    | 17    |

자료: 위메이드, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 132   | 322   | 250   | 258   | 255   |
| 현금및현금성자산    | 62    | 127   | 146   | 150   | 139   |
| 매출채권 및 기타채권 | 34    | 68    | 77    | 81    | 89    |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동자산      | 37    | 127   | 27    | 27    | 27    |
| 비유동자산       | 271   | 131   | 176   | 162   | 160   |
| 유형자산        | 53    | 49    | 46    | 43    | 40    |
| 관계기업투자금     | 0     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 기타금융자산      | 195   | 30    | 80    | 70    | 72    |
| 기타비유동자산     | 22    | 52    | 50    | 49    | 48    |
| 자산총계        | 403   | 453   | 426   | 420   | 415   |
| 유동부채        | 21    | 94    | 94    | 94    | 94    |
| 매입채무 및 기타채무 | 8     | 19    | 19    | 19    | 19    |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성채무       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 13    | 74    | 74    | 75    | 75    |
| 비유동부채       | 34    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 34    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 부채총계        | 55    | 111   | 111   | 111   | 111   |
| 지배자분        | 294   | 296   | 273   | 267   | 263   |
| 자본금         | 9     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금       | 159   | 164   | 164   | 164   | 164   |
| 이익잉여금       | 137   | 137   | 114   | 109   | 104   |
| 기타자본변동      | -9    | -11   | -11   | -11   | -11   |
| 비지배자분       | 54    | 46    | 42    | 41    | 41    |
| 자본총계        | 348   | 342   | 315   | 309   | 304   |
| 총차입금        | 12    | 14    | 14    | 14    | 14    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS        | -4,224 | 580    | -788   | 252    | 329    |
| PER        | -5.3   | 87.0   | -32.9  | 138.7  | 106.2  |
| BPS        | 17,494 | 17,623 | 16,241 | 15,907 | 15,651 |
| PBR        | 1.3    | 2.9    | 1.6    | 2.2    | 2.2    |
| EBITDAPS   | 732    | 731    | -1,830 | 485    | 663    |
| EV/EBITDA  | 28.2   | 53.6   | -10.6  | 58.1   | 43.4   |
| SPS        | 6,427  | 6,522  | 7,566  | 0      | 0      |
| PSR        | 3.5    | 7.7    | 3.4    | 0.0    | 0.0    |
| CFPS       | 764    | -939   | -2,302 | 1,126  | 1,014  |
| DPS        | 600    | 600    | 600    | 600    | 600    |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | -14.7 | 1.5   | 16.0  | 5.1   | 10.1  |
| 영업이익 증가율   | 흑전    | 44.7  | 적전    | 흑전    | 103.2 |
| 순이익 증가율    | 적지    | 적지    | 적지    | 흑전    | 26.0  |
| 수익성        |       |       |       |       |       |
| ROIC       | 3.6   | -0.5  | -95.6 | 5.1   | 10.1  |
| ROA        | -15.8 | 2.3   | -3.0  | 1.0   | 1.3   |
| ROE        | -21.7 | 3.3   | -4.7  | 1.6   | 2.1   |
| 안정성        |       |       |       |       |       |
| 부채비율       | 15.8  | 32.5  | 35.3  | 36.1  | 36.7  |
| 순차입금비율     | 3.0   | 3.1   | 3.3   | 3.4   | 3.4   |
| 이자보상배율     | 1.9   | 2.4   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

위메이드 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견   | 목표주가   | 괴리율     |         | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|--------|--------|---------|---------|----|------|------|-----|-------|
|            |        |        | 평균      | 최고/최저   |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2018.05.02 | 매수     | 73,000 | (22.12) | (20.68) |    |      |      |     |       |
| 2018.05.10 | 매수     | 73,000 | (32.51) | (20.68) |    |      |      |     |       |
| 2018.07.25 | 매수     | 61,000 | (52.01) | (29.75) |    |      |      |     |       |
|            | 6개월 경과 |        |         |         |    |      |      |     |       |
| 2019.01.29 | 매수     | 47,000 | (21.66) | (15.53) |    |      |      |     |       |
| 2019.02.14 | 매수     | 47,000 |         |         |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2018.12.31

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 87.9    | 6.9             | 5.2      | 0.0      |

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하