

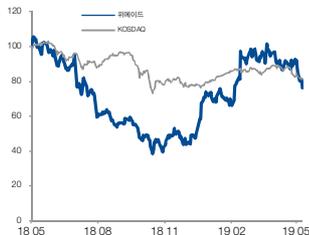
승소 모멘텀과 자체개발 미르

현재주가 (5/23)	56,000원	
상승여력	40.7%	
시가총액	6,686억원	
발행주식수	16,800천주	
자본금/액면가	87억원/500원	
52주 최고가/최저가	53,500원/19,900원	
일평균 거래대금 (60일)	96억원	
외국인지분율	4.34%	
주요주주	박만호 외6인(47.00%)	
주가상승률	1M	3M
절대주가(%)	-13.9	-4.1
상대주가(%)	-5.9	2.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	-	-	-
After	-364	948	56,000
Consensus	116	792	73,400
Cons. 차이	-413.2%	19.8%	-23.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 위메이드의 커버리지를 개시하며 투자의견 BUY와 목표주가 56,000원 제시
- 5월 판결로 예정되어 있던 킹넷과의 중재 결과 싱가포르 ICC는 절강환유가 위메이드에 계약 불이행에 따른 MG 및 로열티 금액 약 766억원과 그 이자 약 41억원을 지급하라고 판결. 소송가액 약 2,400억원 대비 낮은 배상금의 원인은 모든 게임에 대한 로열티 비용 지급이 아니기 때문. 동사는 총 6개 게임에 대해 중재 신청을 하였으나, 이번 판결에는 1개 게임(남월전기)에 대해서만 배상금이 책정됨. 피청구인의 반대소송이 전부 기각된 점을 미루어 봤을 때, 향후 5개 게임에 대해서도 추가적인 배상금 지급 판결이 나올 수 있을 것으로 예상
- 지속적인 영업적자를 시현하고 있는 부분은 4Q18에 대손충당금을 설정했던 게임들의 매출 인식 보류로 라이선스 매출이 감소한 것이 원인. 하지만 대손충당금 설정 게임 중 대다수의 매출을 차지하고 있는 게임이 어제 최종 판결이 난 킹넷의 자회사인 만든 게임이기 때문에 대손충당금의 회수 가능성은 큰 것으로 판단
- 올해 미르IP를 활용한 자체개발 신작 미르4와 내년 중 '미르의 전설2' IP를 활용한 자체개발 신작 '미르M'과 전략 시뮬레이션 장르의 미르W(퍼블리싱) 출시를 계획하고 있음. 미르4는 국내 선출시, 미르M은 중국에 선출시 할 것으로 예상되는데, 당사는 '미르의 전설2'의 중국 인기를 감안했을 때, 미르의 전설2의 차세대 모바일버전으로 개발 중인 '미르M'의 중국시장 성공 가능성은 높은 것으로 판단
- 또한 동사는 연간 약 20종의 신규 라이선스 게임을 출시할 것으로 밝혀 연간 라이선스 매출은 지속 상승할 것으로 기대. 전기IP 게임은 내자판호로 분류되어 승인을 받기 때문에 중국 시장에 지속적으로 출시할 수 있음. 하지만 개발사의 역량 및 흥행 결과에 따라 실적 변동성 확대 가능성 존재

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 1,378억원(8.4% YoY), 영업손실 59억원(적자지속)을 기록할 것으로 예상. 대손충당금 설정 게임들의 매출 인식 보류 관련 라이선스 매출의 감소에 따라 영업손실은 지속될 것으로 보임. 하지만 소송 및 중재 관련 결과에 따라 실적 변동 가능성 큼

3) 주가전망 및 Valuation

- 소송 결과 및 관련 라이선스 계약에 따른 단기적인 주가 상승 모멘텀은 게임 업종 내 가장 크다고 판단. 투자의견 BUY 제시하며 목표주가 산출은 SOTP 방식을 활용

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	1,096	60	97	123	580	흑전	87.0	2.9	53.6	3.3	1.2
2018	1,271	-362	-132	-314	-787	적전	-	1.7	-10.9	-4.8	2.3
2019F	1,248	-120	-61	-89	-364	적지	-	2.7	-61.3	-2.4	1.5
2020F	1,881	277	159	306	948	흑전	42.0	2.7	17.6	6.5	1.5
2021F	1,911	251	148	277	882	-7.0	45.1	2.6	19.2	5.9	1.5

* K-IFRS 연결 기준

지속 승소하고 있다

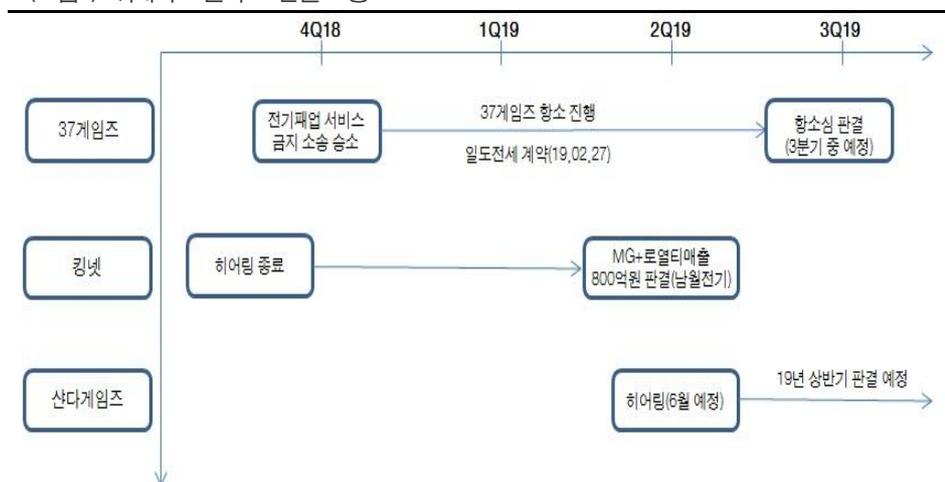
총 3건의
대형 전기 IP 소송.
3건 모두
위메이드의
유리한 결과 전망

전기 IP 관련 소송이 지속되고 있고, 그에 따른 긍정적인 결과가 차츰차츰 나오고 있다. 4월 26일 중국 법원에서 남월전기 3D(모바일)에 대해 서비스 금지 가처분 결정을 내렸고, 또한 작년 말에 중국 37게임즈와의 재판에서 승소한 후 37게임즈가 항소를 하고 있는 중에 2월 27일 신작 게임(일도전세)에 대한 정식 계약을 맺었다. 2018년에는 중전열문화발전과 미르의전설2 정식 수권 합법화 공식 창구를 운영하고 전기 IP 양성화 협력 계약 체결을 맺은바 있다. 지속적인 소송 성공사례들과 최근 중국 법원에서도 위메이드의 손을 들어준 사례들을 감안할 때, 향후 남아있는 소송 건에 대해서도 승소할 가능성은 굉장히 높고, 그에 따른 로열티 매출의 증가가 지속적으로 전망된다.

전기 IP 관련 소송 중 소송가액이 가장 큰 3건의 대상은 1) 중국 북경 지적재산권법원에서 진행 중인 ‘37게임즈’대상 소송 2)싱가폴 ICC에서 진행 중인 ‘킹넷’대상 소송, 3)싱가폴 ICC에서 진행 중인 산다게임즈 대상 소송이다. 1) 소송 건에서 37게임즈는 2018년 12월 1심 판결에서 패소(‘전기패업’ 서비스 종료 및 유저데이터 폐기)한 후 항소를 진행한 상황이다. 올해 말 경 항소심 판결이 나올 예정이며, 그 사이에 ‘일도전세’에 대한 정식 계약을 체결한 것으로 보아 항소심 판결에서도 위메이드가 승소할 가능성은 높다고 판단한다.

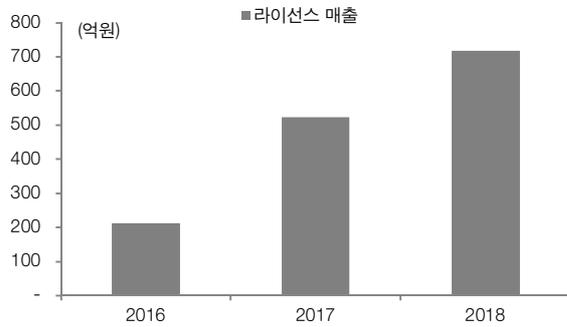
2) 소송 건은 5월 23일 최종 판결을 수령했다. 싱가포르 ICC는 피청구인에게 6개 게임에 대한 소송 중 1개의 게임(남월전기)에 대해 MG 및 로열티 금액 약 766억원과 그 이자 41억원을 지급하라고 판결했다. 피청구인의 반대소송이 전부 기각된 점을 미루어 볼때, 추가 5종에 대해서도 긍정적인 판결을 얻을 수 있을 것으로 판단한다. 또한, 4Q18에 매출채권 대손충당금 설정 게임 중 대부분을 차지하고 있는 게임이 킹넷의 자회사가 개발한 게임이기 문에, 최종 판결 후 추가적인 로열티매출 협상이 가능한 상황이다. 3) 소송 건은 올해 6월 중 히어링이 예정되어 있으며, 이전 소송 진행 상황을 살펴볼 때 내년 상반기에 판결이 나올 것으로 예상된다.

〈그림1〉 위메이드 전기 IP 관련 소송



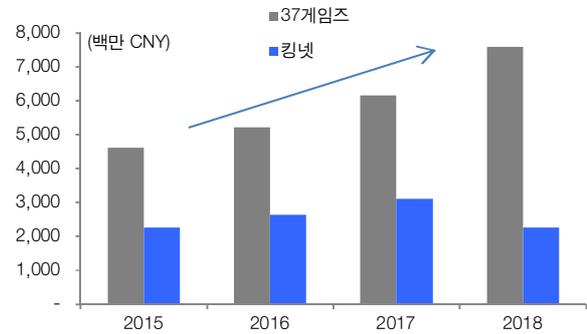
자료 : 현대차증권

〈그림2〉 라이선스 매출 상승 추이



자료 : 위메이드, 현대차증권

〈그림3〉 37게임즈/킹넷 매출 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 37게임즈와 새로운 계약을 체결한 일도전세



자료 : 위메이드, 현대차증권

〈그림5〉 자체개발 신작 미르4



자료 : 위메이드, 현대차증권

Valuation

SOTP 방식으로 위메이드의 목표주가는 SOTP 방식을 활용하여 산출하였다. 위메이드의 영업가치는 12M forward 순이익에 Target P/E 10배를 적용하여 산출하였고, 자산 가치는 중국 상라오시와 MOU 당시 인정받았던 가치에 30%를 할인한 값에 순현금을 더해 산출하였다. 1)향후 출시되는 자체개발 신작과 2)JV 설립 후 비즈니스 모델 가시화, 3)소송 관련 승소가액 및 추가 라이선스 계약 체결에 따라 밸류에이션 Re-rating이 가능할 것으로 판단한다.

〈표1〉 위메이드 Valuation

	2019F	비고
영업가치(억원)	80	
12M forward 매출액	1,430	
12M forward 순이익	8	
Target P/E	10	Peer그룹가치와 비교
자산가치	9,364	
전기 IP 가치	8,260	
IP 가치	11,800	중국 상라오시와 MOU 체결 당시 전기 IP 가치(10억달러)
할인율	30%	
순현금	1,104	
적정시가총액(억원)	9,444	
발행주식수(천주)	16,800	
주당적정가격(원)	56,214	
목표주가(원)	56,000	

자료 : 위메이드, 현대차증권

〈표2〉 위메이드 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
위메이드	미르 4	국내	MMORPG	2H19
	미르 M	중국	MMORPG	2H19
	미르 W	국내	전략	2H19

자료 : 현대차증권

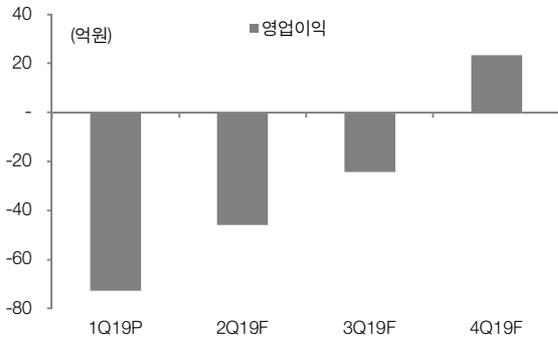
〈표3〉 위메이드 분기실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	351	278	318	324	267	280	300	402
모바일게임	61	79	142	97	102	91	132	198
온라인게임	37	39	41	42	39	36	33	31
라이선스	252	156	130	181	120	147	129	167
기타	2	4	5	4	6	6	6	6
영업비용	276	277	362	717	340	325	324	378
인건비	126	135	140	146	154	157	159	162
지급수수료	110	89	114	124	98	87	93	125
광고선전비	7	18	65	18	48	42	30	40
세금과 공과	7	7	7	6	8	8	8	10
감가상각비	13	12	11	11	10	10	10	10
기타	14	15	25	412	21	23	24	32
영업이익	75	1	-44	-393	-73	-46	-24	23
영업이익률	21.2%	0.3%	-13.9%	-121.2%	-27.2%	-16.4%	-8.1%	5.8%
세전이익	82	66	-57	-445	-49	-43	-24	3
세전이익률	23.4%	23.7%	-18.0%	-137.2%	-18.2%	-15.2%	-8.0%	0.7%
순이익	45	15	-74	-470	-72	-43	-29	3
순이익률	12.7%	5.3%	-23.4%	-145.1%	-26.9%	-15.5%	-9.7%	0.9%

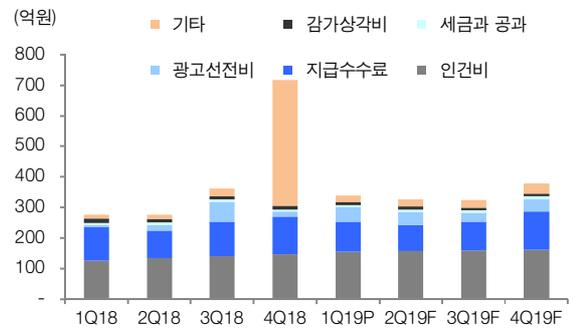
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 위메이드, 한디처증권

〈그림6〉 신작 출시와 함께 흑지전환 예상



자료: 위메이드, 한디처증권

〈그림7〉 비용 추이



자료: 위메이드, 한디처증권

(단위: 억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,096	1,271	1,248	1,881	1,911
증가율 (%)	1.5	16.0	-1.8	50.7	1.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,096	1,271	1,248	1,881	1,911
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	1.5	16.0	-1.8	50.7	1.6
판매관리비	1,036	1,632	1,367	1,603	1,659
판매비율 (%)	94.5	128.5	109.6	85.2	86.8
EBITDA	123	-314	-89	306	277
EBITDA 이익률 (%)	11.2	-24.7	-7.1	16.3	14.5
증가율 (%)	-0.1	적전	적지	흑전	-9.3
영업이익	60	-362	-120	277	251
영업이익률 (%)	5.5	-28.5	-9.6	14.8	13.2
증가율 (%)	44.7	적전	적지	흑전	-9.4
영업외손익	90	8	7	-20	-12
금융수익	213	95	68	47	51
금융비용	119	31	38	42	42
기타영업외손익	-4	-56	-23	-25	-21
증속/관계기업관련손익	-4	0	0	0	0
세전계속사업이익	145	-354	-112	257	239
세전계속사업이익률	13.3	-27.8	-9.0	13.7	12.5
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	-7.1
법인세비용	154	131	29	-49	-46
계속사업이익	-9	-485	-141	306	285
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-485	-141	306	285
당기순이익률 (%)	-0.8	-38.2	-11.3	16.3	14.9
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	-7.0
지배주주지분 순이익	97	-132	-61	159	148
비지배주주지분 순이익	-106	-353	-80	147	137
기타포괄이익	-4	-57	0	0	0
총포괄이익	-13	-543	-141	306	285

(단위: 억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-88	-405	-366	314	306
당기순이익	-9	-485	-141	306	285
유형자산 상각비	39	24	23	21	19
무형자산 상각비	24	24	8	7	7
외환손익	54	-17	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-205	-155	-262	-29	-14
기타	9	204	6	9	9
투자활동으로인한현금흐름	851	-139	538	-146	-153
투자자산의 감소(증가)	1,666	-483	702	-12	-6
유형자산의 감소	9	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-18	0	0	0
기타	-812	361	-164	-134	-147
재무활동으로인한현금흐름	-77	-169	-68	-77	-94
장기차입금의 증가(감소)	21	11	36	30	14
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	48	4	0	0	0
배당금	-100	-100	-98	-98	-98
기타	-46	-84	-6	-9	-9
기타현금흐름	-35	14	0	0	0
현금의증가(감소)	651	-700	104	91	60
기초현금	620	1,271	572	675	766
기말현금	1,271	572	675	766	825

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,221	1,779	2,452	2,823	3,098
현금성자산	1,271	572	675	766	825
단기투자자산	1,213	684	848	982	1,129
매출채권	648	276	623	721	767
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	89	247	305	354	376
비유동자산	1,312	1,730	997	981	961
유형자산	494	488	466	445	425
무형자산	195	104	96	89	82
투자자산	297	779	78	90	96
기타비유동자산	327	358	358	358	358
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,533	3,508	3,449	3,804	4,059
유동부채	936	730	904	1,047	1,114
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	936	730	904	1,047	1,114
비유동부채	177	23	28	33	35
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	141	0	0	0	0
기타비유동부채	36	23	28	33	35
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,113	752	932	1,080	1,148
지배주주지분	2,961	2,596	2,436	2,497	2,547
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	1,638	1,642	1,642	1,642	1,642
자본조정 등	-110	-187	-187	-187	-187
기타포괄이익누계액	-28	-85	-85	-85	-85
이익잉여금	1,373	1,140	980	1,041	1,091
비지배주주지분	460	160	80	227	364
자본총계	3,420	2,756	2,516	2,724	2,911

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	-53	-2,889	-839	1,824	1,695
EPS(지배순이익 기준)	580	-787	-364	948	882
BPS(자본총계 기준)	20,359	16,404	14,979	16,217	17,327
BPS(지배자본 기준)	17,623	15,451	14,502	14,865	15,160
DPS	600	600	600	600	600
PER(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	21.8	23.5
PER(지배순이익 기준)	87.0	N/A	N/A	42.0	45.1
PBR(자본총계 기준)	2.5	1.6	2.7	2.5	2.3
PBR(지배자본 기준)	2.9	1.7	2.7	2.7	2.6
EV/EBITDA(Reported)	53.6	-10.9	-61.3	17.6	19.2
배당수익률	1.2	2.3	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-98.8	5,383.3	-71.0	-317.4	-7.0
EPS(지배순이익 기준)	-113.7	-235.8	-53.8	-360.9	-7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-0.3	-15.7	-5.3	11.7	10.1
ROE(지배순이익 기준)	3.3	-4.8	-2.4	6.5	5.9
ROA	-0.2	-12.1	-4.1	8.4	7.2
안정성 (%)					
부채비율	32.5	27.3	37.0	39.6	39.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.4	-20.1	-20.6	31.8	28.2