

위메이드 (112040)

열혈전기 공격적 가정해도 밸류에이션이 어렵다

인터넷/소프트웨어 Analyst **성종화**

02. 3779-8807 jhsung@ebestsec.co.kr



2Q15 실적 극도 부진 지속. 당사 및 시장 컨센서스 전망치 미달

1) 2Q15 연결 영업실적은 매출 279 억원, 영업이익 -76 억원으로서 전분기 대비 매출은 22% 대폭 감소, 영업손익 적자확대 등 극도 부진 지속. 2) 2Q15 영업손익은 7 개 분기 연속 적자 지속. 3) 2Q15 실적은 당사 및 시장 컨센서스 전망치 대비 매출, 영업이익 모두 대폭 미달. 4) PC 게임 역성장, 모바일게임 부진 등에 따른 구조적 부진 지속. 현재 실적구조론 극도 부진 탈피 어려우며 파격적 돌파구 필요

열혈전기(미르 2 모바일) 돌파구 역할 수행 가능성 충분. 다만, 그럼에도 최근 급등한 현재주가를 설명하기엔 타이트

1) 최근 동사 주가는 열혈전기 중국 기대감만으로 한달 남짓 만에 87%나 급등. 2) 그러나, 열혈전기 중국만으로 현재주기도 설명하기 어려움. 열혈전기가 중국시장에서 전민적적 수준 또는 그 이상의 Great Hit 를 시현하더라도 총액매출 기준 6% 정도의 IP 제공 대가 RS 만으로 현재주가를 설명할 만한 수준의 실적기여는 어려움. 기존 실적이 분기별 50-100 억원 적자 상황임을 감안해야 함. 3) 따라서, 열혈전기 한국 및 기타 해외국가까지 공격적 가정을 바탕으로 매출 추정에 반영해보기로 함. 그 결과 본자료에서의 동사 16 년 이후 전망치는 8/7 까지의 시장 컨센서스 전망치 대비 대폭 상회 수준. 5) 그러나, 이 경우에도 적정주가는 동사 현재주가에 못 미치는 것으로 산출됨

TP 43,000 원에서 55,000 원으로 28% 상향. 투자 의견 Hold 유지

1) Valuation 로직은 본문 [표 6] 참조. 2) 열혈전기는 매출 추정에 기반한 밸류에이션 기여도와는 별개로 중국시장, 한국시장, 글로벌 시장 론칭 등의 일정이 이벤트성 모멘텀으로 작용할 가능성도 있어 보임. 3) 그러나, 중간 중간 실질적 실적 및 밸류에이션 기여도를 지속적으로 분석, 점검해야 함

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(억원, 원, %, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,274	1,627	1,318	3,311	3,466
증감률	89.7	-28.5	-19.0	151.3	4.7
영업이익	123	-315	-172	738	798
순이익	123	2,063	-165	556	603
EPS	730	12,280	-981	3,307	3,588
증감률	흑전	1,582.9	적전	흑전	8.5
BPS	20,479	27,869	26,771	29,965	33,443
PER	44.7	3.1	N/A	20.3	18.7
PBR	1.6	1.4	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.4	N/A	N/A	13.7	13.1
영업이익률	5.4	-19.3	-13.1	22.3	23.0
EBITDA Margin	10.0	-12.2	-4.8	25.7	26.4
ROE	3.6	50.8	-3.6	11.7	11.3
부채비율	7.4	15.8	15.6	18.4	16.7

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

Hold (maintain)

목표주가 **55,000 원**

현재주가 **67,000 원**

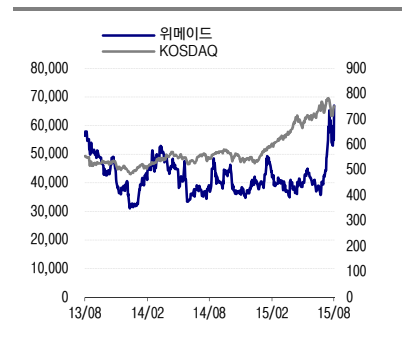
컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSDAQ (8/7)	751.49pt
시가총액	11,256 억원
발행주식수	16,800 천주
52 주 최고가/최저가	67,000 원/34,800 원
90 일 일평균거래대금	226 억원
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(15.12E)	0.0%
BPS(15.12E)	26,771 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 58.8%
	6 개월 34.9%
	12 개월 38.8%
주주구성	박관호 외 3인 47.5%

Stock Price



2Q15 영업실적 Review

2Q15 실적 부진 지속. 당사 및 시장 컨센서스 전망치 대비 매출, 영업이익 모두 미달

2Q15 연결실적은 매출 279 억원(QoQ -22%), 영업이익 -76 억원(QoQ 적자확대)으로서 부진했다. 3Q14 이후 7 개 분기 연속 영업적자가 지속되고 있을 뿐만 아니라 전년동기 및 전분기 대비 영업적자 규모도 더욱 확대되었다. 그리고, 2Q15 실적은 당사 및 시장 컨센서스 전망치에도 크게 미달되었다.

동사 영업실적이 3 년 넘게 극도의 부진을 면치 못하고 있는 것은 미르 2, 미르 3 등 PC 게임이 역성장을 거듭하고 있는 가운데 모바일게임 부문이 기대와 달리 성과를 거두지 못하고 있기 때문이다. 모바일게임 부문은 올해 들어 상반기까지는 신작 출시 자체가 없었다.(1 월말 국내 기출시 게임인 아크스피어 일본 출시가 전부)

표1 2Q15 영업실적 Review

(단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	2Q15P	YoY	QoQ	2Q15E 대비
매출액	425	356	347	279	-34.3	-21.6	-19.4
온라인게임	257	213	207	185	-28.3	-13.3	-11.0
미르 2	97	78	76	73	-25.1	-5.8	-3.7
미르 3	14	18	18	14	-3.7	-24.7	-22.2
로스트사가	32	37	32	35	9.5	-5.9	9.8
실크로드	15	13	12	7	-51.8	-42.8	-40.9
디지털마스터즈	13	11	11	9	-35.9	-23.1	-21.2
이카루스	81	53	56	45	-44.0	-14.0	-18.6
기타	4	3	3	2	-59.9	-47.9	-45.5
모바일게임	168	144	139	95	-43.6	-34.1	-32.0
캐주얼	92	94	91	72	-21.7	-23.3	-21.0
코어	76	50	48	23	-70.1	-54.5	-53.0
영업비용	477	412	398	355	-25.5	-13.7	-10.7
인건비	259	232	216	198	-23.5	-14.5	-8.3
지급수수료	116	102	97	82	-29.4	-19.9	-15.9
세금과공과	9	8	8	7	-15.8	-10.5	-2.1
광고선전비	24	8	11	11	-52.5	44.2	5.5
유무형자산상각비	29	27	30	26	-10.0	-4.8	-13.2
기타	41	34	36	30	-25.2	-11.5	-15.5
영업이익	-52	-55	-51	-76	적자확대	적자확대	미달
영업이익률(%)	-12.2	-15.6	-14.8	-27.2	15.0%P ↓	11.6%P ↓	12.4%P ↓

주 1) K-IFRS 연결기준

주 2) 2Q15E 는 당사 종전 전망치. 2Q15P 는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2Q15 영업실적, 시장 컨센서스 전망치 및 당사 종전 전망치와 비교

(단위 : 억원, %)

구분	2Q15E	2Q15M	2Q15P	2Q15E 대비	2Q15M 대비
매출액	347	347	279	-19.4	-19.5
영업이익	-51	-48	-76	미달	부합
영업이익률(%)	-14.8	-13.8	-27.2	12.4%P ↓	13.4%P ↓

주 1) K-IFRS 연결기준

주 2) 2Q15E 는 당사 종전 전망치. 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15P 는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 위메이드, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

현재 실적구조로는 극도 부진 탈피 어려움

작년 하반기부터 모바일게임 개발인력 구조조정이 진행되고 있어(한때 연결기준 1,100 명에 달했으나 2Q15 말 기준 800 명 또는 그 이하 수준으로까지 감소 추산) 비용 측면에서는 상당수준의 효율화가 달성되고 있으나 이것만으론 부족하다. 만성적인 영업적자를 탈피하기 위해선 결국 모바일게임 부문에서 꾸준한 히트 신작 출현을 통한 매출 성장이 달성되어야 한다.

그러나, 단기적으로 동사 자체 모바일게임 라인업(본사 개발 중심 미드/하드 장르, 자회사 개발 중심 캐주얼 장르 등 자체개발 게임 + 일부 퍼블리싱 게임)을 통한 성장성 제고 및 영업손익 흑자전환을 기대하기는 힘든 상황이다. 모바일게임 부문은 최근 3년간 부진을 거듭했을 뿐만 아니라 올해 들어서는 상반기까지 신작 출시 자체가 없었다. 하반기는 4-5 개 신작 출시 예정(열혈전기 중국 별도)이 있으나 그 동안의 미진한 성과를 감안하면 기대감을 갖지 않는 편이 현실적이라 판단된다.

동사 자체 모바일게임 라인업의 장기적인 잠재력을 논하는 것도 큰 의미는 없다고 판단한다. 장기 잠재력은 언젠가 히트 신작이 하나라도 출현할 때 그 시점에서 재평가해야 할 사항이라 판단한다.

실적부진 탈피 위해선 '파격적 돌파구'가 필요. 최근 급등한 현재주가를 정당화하기 위해선 열혈전기에 대해 과도하다 싶은 정도의 여러 가지 공격적 가정에 기반한 파격적인 추정 불가피

당사에서는 열혈전기(PC 게임 '미르 2' IP 활용하여 산다가 개발한 모바일 RPG. 중국시장 퍼블리셔 텐센트)에 대해선 그 동안 중국시장 로열티 매출만 추정에 반영하고 있었다. 그러나, 본 자료에서는 중국시장 로열티 매출뿐만 아니라 한국시장 매출, 중국 및 한국을 제외한 기타 해외지역 매출 등도 여러 가지 가정에 기반하여 공격적인 추정을 단행하였다. 이는 최근 급등한 현재주가를 설명하기 위한 고육지책이기도 하다.

열혈전기 중국 로열티 매출 추정 시 적용한 가정

1) 15년 9월말 중국시장 상용화 가정

① 중국시장 8/1 안드로이드, 8/7 iOS Pre OBT 시작한 점 감안

2) 론칭 후 일평균 총액매출 추이는 전민기적의 120% 수준 가정

① PC 게임 미르 2 의 류 대비 중국시장 인기 우위 감안. ② 산다 개발력 감안. ③ 텐센트 퍼블리싱 파워 감안 → 론칭 초기 일평균 매출 10 억원 후반대 추정. 이는 매우 공격적 추정. 중국 1 위 모바일게임의 일평균 총액매출은 15-20 억원 규모인 점 감안하면 열혈전기 론칭 후 중국 모바일게임 매출순위 1-2 위 가정)

3) 동사 RS 는 총액매출 기준 6% 가정

① 전민기적의 웹젠 RS 는 순매출 기준 10%. 이는 총액매출 기준 6~7%. ② 열혈전기 또한 기본적으로 총액매출 기준 7% 정도 1 차 RS 가정(개발사 산다와 퍼블리셔 텐센트간 대략 50 : 50 정도 RS 예상되나, 이는 열혈전기에 대한 동사 RS 와는 무관. 즉, 동사 RS 는 산다와 텐센트간 RS 배분 후 매출에 대해 7%가 아니라 퍼블리셔 텐센트가 시현한 전체 총액매출 대비 7%일 것으로 추산. 동사 RS 는 미르2 IP 에 대한 대가이므로 중국시장 전체 로컬매출 대비 책정되는 것이 합당하기 때문). ③ 다만, 미르2 PC 게임의 중국 로열티 매출의 경우 위메이드 : 액토즈소프트 = 70 : 30 의 RS 관계인 점(액토즈소프트가 산다로부터 중국 로열티 매출의 21% 정도를 수취한 후 위메이드에 대해 70% 송금)은 감안 필요. 산다가 총액매출의 7% 정도를 기준으로 위메이드와 액토즈소프트에 대해 적절하게 배분하여 지급할 것으로 가정 → 동사 RS 는 전체 총액매출의 7%에 대해 85% 정도의 배분율을 적용한 6% 정도 가정

4) 동사 매출인식은 수수료(Net. 로열티) 방식이므로 열혈전기 중국 로열티 매출은 거의 대부분 영업이익 기여**열혈전기 국내매출 추정 시 적용한 가정**1) 16 년 4 월말 한국시장 상용화 가정(한국시장 게임명은 미정)

① 한국시장 상용화 여부, 상용화 시기 등은 현시점에선 미정. ② 그러나, 16 년 4 월말 한국시장 상용화 가정. 이는 중국시장 상용화 가정 시기 대비 7 개월 정도의 시차를 가정한 것으로서 전민기적 사례(14.12.10 중국시장 상용화. 15.04.28 한국시장 상용화. '4 개월 + 18 일' 정도의 간격)보다는 좀 더 시차의 여유를 둔 것임

2) 안드로이드, iOS 동시 론칭 가정

① 보통 안드로이드 버전 먼저 론칭 후 2~4 개월 후 iOS 버전 론칭 경우가 많음(iOS 의 경우 애플 앱스토어 심사기준이 좀 더 복잡하여 시간 소요). ② 그러나, 열혈전기의 경우 중국시장 론칭 후 7 개월간의 여유로운 시차를 두고 한국시장 론칭되는 것으로 가정한 만큼 안드로이드, iOS 동시 론칭 가능할 것으로 가정

3) 론칭 후 일평균 총액매출 추이는 전민기적의 110% 수준 가정

① 론칭 초기 일평균 총액매출 7~8 억원, 전민기적 론칭 초기 일평균 총액매출 추이의 110% 수준 가정 → 이는 매우 공격적 추정. 국내 모바일게임 매출순위 1 위 게임의 일평균 총액매출 규모는 6~8 억원 정도 추산(클래시오브클랜 1 위 시 5~6 억원, 레이븐 1 위 시 7~8 억원, 듀오리진 2 위 시 6~7 억원 정도 추산). 즉, 열혈전기 국내시장 론칭 시 국내 모바일게임 매출순위 1 위 등극 가정한 것임. 전민기적은 론칭 시점 구글 플레이스토어, 티스토어만 론칭했으나 열혈전기는 구글 플레이스토어, 애플 앱스토어 동시 론칭 가정

4) 총액매출 대비 대략 60% 정도 지급수수료 비율 가정

① 동사 매출인식은 총액(Gross) 방식. ② 총액매출 100 기준, 구글/애플 오픈마켓 수수료 30(70 : 30)을 떼고 남은 70 에 대해 30 정도 개발사 RS 가정. 퍼블리셔(동사), 개발사(산다)간 일반적 RS 비율 50%보다 다소 높은 퍼블리셔 RS 비율 가정한 것은 열혈전기의 경우 퍼블리셔인 동사의 IP 제공 대가를 감안한 것임

열혈전기 Global 로열티 매출 추정 시 적용한 가정1) 17년 1월말 중국, 한국 제외한 글로벌 시장 상용화 가정

① 중국 외 한국은 물론 기타 해외국가 상용화 여부, 상용화 시기 등은 현시점에서 미정. ② 그러나, 17년 1월말 중국, 한국 제외한 글로벌 시장 상용화 가정

2) 론칭 후 일평균 총액매출 추이는 국내매출의 70% 수준 가정

① 주요大作급 모바일 RPG(크리티카, 다크어벤저 2, 서머너즈워)의 지역별 매출비중은 국내 : 해외 = 30 : 70 또는 20 : 80. 한국 : 중국 : 기타해외 = 30 : 40 : 30 또는 20 : 35 : 45 정도. ② 즉, 한국 : 중국 제외 기타해외 = 50 : 50 또는 30 : 70 정도. ③ 열혈전기의 무협 RPG 미르 2 IP를 바탕으로 한 게임이라 한국, 중국 제외 기타 해외국가의 론칭초기 일평균 총액매출 추이는 한국의 70% 정도 적용하기로 함

3) 동사 RS는 총액매출 기준 6% 가정

① 중국시장 RS 가정 Logic과 동일

4) 동사 매출인식은 수수료(Net. 로열티) 방식으로 열혈전기 글로벌 로열티 매출은 거의 대부분 영업이익 기여 가정

① 해외국가 퍼블리싱은 산다 또는 해외국가 로컬 퍼블리셔가 담당할 것으로 가정

열혈전기 파격적일 정도의 공격적 추정 단행으로 16년 이후 전망치 대폭 상향

현 시점 시장에서는 빠르면 3Q15 말 중국시장 상용화가 단행될 것으로 예상되는 열혈전기(미르 2 모바일) 중국시장 상용화 모멘텀에만 집중하고 있으며, 이것만으로도 주가는 최근 저점 대비 87%나 급등하였다.(6/29 종가 35,800 원 → 8/7 종가 67,000 원) 그러나, 열혈전기 중국시장 모멘텀만으로는 최근 주가상승은 과도하다. 중국시장의 경우 전민기적 또는 그 이상의 Great Hit를 시험한다 하더라도 총액매출의 6% 정도 RS로는 현재주가를 정당화할 만한 정도의 실적기여는 어렵기 때문이다.

모두가 학수고대하고 있는 열혈전기 중국 로열티 매출의 실적기여 수준은 현재주가를 설명하기는 어려운 수준일 것으로 전망한다. 만약, 동사 현재실적이 의미 있는 수준의 이익을 창출하고 있는 가운데 주가수준이 과도한 고평가 수준이 아니라면 열혈전기 중국 기대감만으로도 최근 주가상승은 설명될 수 있을 것이나, 동사 현재실적은 분기별 50-100 억원 정도의 영업적자 구조이기 때문에 열혈전기 중국 실적이 추가되어도 현재주가를 설명할 수 있을 정도의 이익구조로 변신하기는 어려운 상황이다.

당사에서는 열혈전기 국내, 열혈전기 중국/한국 외 글로벌 론칭 등도 이런 저런 공격적 가정을 바탕으로 매출추정에 반영하였다. 이는 공격적이다 못해 경우에 따라 작위성 논란에 빠질 수 있을 정도의 파격적인 추정이다.

이에 따라 15년 실적은 매출 1,318 억원(YoY -19%), 영업이익 -173 억원(YoY 적자지속)으로 부진할 것이나, 16년 실적은 매출 3,311 억원(YoY 151%), 영업이익 738 억원(YoY 흑자전환)으로 대폭 개선되는 것으로 추정되었다. 이는 당사 종전 전망치 대비 대폭 상향은 물론, 8/7까지의 시장 컨센서스 전망치 또한 큰 폭으로 초과하는 수준이다.

표 3 분기 실적전망

(단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	398	425	418	386	356	279	288	394	370	799	1,096	1,046	972	865	833	796
온라인게임	193	257	244	223	213	185	189	192	206	204	213	212	212	207	208	208
미르 2	100	97	95	85	78	73	74	72	70	67	68	66	65	64	64	63
미르 3	19	14	15	17	18	14	14	14	14	13	14	13	13	13	13	13
로스트사가	38	32	30	31	37	35	33	39	52	52	60	61	64	63	63	64
실크로드	16	15	13	11	13	7	8	8	8	8	8	8	7	7	7	7
디지몬마스터즈	14	13	12	13	11	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
이카루스	0	81	75	63	53	45	48	49	48	46	47	47	46	44	45	45
창천 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	6	4	4	3	3	2	2	2	5	9	8	8	8	7	8	7
모바일게임	205	168	174	163	144	95	99	202	164	595	883	834	760	659	625	588
캐주얼	145	92	97	112	94	72	70	68	71	69	74	73	77	75	82	81
코어	60	76	78	52	50	23	27	34	32	41	48	46	44	59	74	71
열혈전기 중국	0	0	0	0	0	0	3	100	61	50	43	44	41	43	41	42
열혈전기 국내	0	0	0	0	0	0	0	0	0	436	718	672	579	451	400	368
열혈전기 Global	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	30	28	25
영업비용	503	477	470	492	412	355	360	363	366	609	807	791	737	644	647	640
인건비	288	259	254	249	232	198	200	192	200	182	200	203	210	191	209	213
지급수수료	126	116	121	124	102	82	81	82	85	349	525	496	443	372	353	332
세금과공과	10	9	9	7	8	7	8	7	9	8	8	7	9	8	8	8
광고선전비	8	24	16	9	8	11	12	14	9	12	12	15	9	13	13	15
D&A	29	29	30	29	27	26	27	28	28	27	28	29	29	28	29	30
기타	42	41	41	74	34	30	33	40	36	31	34	41	37	33	35	42
영업이익	-105	-52	-52	-106	-55	-76	-72	31	4	190	289	255	235	221	186	156
영업이익률(%)	-26.4	-12.2	-12.4	-27.3	-15.6	-27.2	-25.1	8.0	1.0	23.7	26.4	24.4	24.2	25.5	22.3	19.5
EBITDA	-76	-23	-22	-76	-28	-50	-45	59	32	217	317	284	264	249	215	185
EBITDA Margin(%)	-19.2	-5.4	-5.4	-19.8	-7.8	-17.9	-15.6	15.0	8.7	27.1	28.9	27.1	27.2	28.8	25.8	23.3
순이익	-119	-17	-10	2,209	-29	-103	-51	19	2	140	227	186	186	165	145	107
순이익률(%)	-30.0	-3.9	-2.3	572.2	-8.1	-37.0	-17.9	4.8	0.6	17.5	20.7	17.8	19.1	19.1	17.4	13.5
지배주주순이익	-115	-14	-5	2,252	-22	-57	-33	-81	-5	138	224	185	185	164	144	107

주 1) K-IFRS 연결기준

주 2) 열혈전기 중국, 열혈전기 글로벌 매출은 로열티 매출(Net). 열혈전기 국내매출은 총액매출(Gross)

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표 4 연간 실적전망

(단위 : 억원, 원, %)

구분	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,199	2,274	1,627	1,318	3,311	3,466
온라인게임	1,075	867	917	779	834	835
미르 2	514	438	377	297	272	256
미르 3	102	88	65	60	54	53
로스트사가	126	139	130	144	225	254
실크로드	155	78	55	36	31	29
디지털마스터즈	48	63	53	38	35	35
이카루스	0	0	220	195	188	179
창천 2	0	0	0	0	0	0
기타	130	61	17	9	29	30
모바일게임	124	1,408	710	539	2,477	2,631
캐주얼	112	1,258	445	304	287	314
코어	12	150	265	133	167	249
열혈전기 중국 로열티 매출	0	0	0	102	198	168
열혈전기 국내매출	0	0	0	0	1,825	1,799
열혈전기 Global 로열티 매출	0	0	0	0	0	101
영업비용	1,219	2,151	1,941	1,490	2,574	2,668
인건비	690	1,007	1,049	821	785	823
지급수수료	244	802	487	348	1,455	1,500
세금과공과	40	38	35	31	31	32
광고선전비	87	49	57	45	48	50
유무형자산상각비	78	103	116	109	112	116
기타	80	152	197	137	142	147
영업이익	-20	123	-315	-172	738	798
영업이익률(%)	-1.6	5.4	-19.3	-13.1	22.3	23.0
EBITDA	58	226	-198	-63	850	913
EBITDA Margin(%)	4.9	10.0	-12.2	-4.8	25.7	26.4
순이익	-79	123	2,063	-165	556	603
순이익률(%)	-6.6	5.4	126.8	-12.5	16.8	17.4
지배주주 순이익	-43	0	2,118	-194	541	600
전체 순이익 대비 비중(%)	53.9	0.0	102.7	117.8	97.5	99.5
EPS(원)	-473	730	12,280	-981	3,307	3,588
지배주주 EPS(원)	-255	0	12,608	-1,156	3,223	3,570
YoY(%)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3.5	89.7	-28.5	-19.0	151.3	4.7
영업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전	8.1
순이익	적전	흑전	1,582.9	적전	흑전	8.5
순이익(지배주주)	적전	흑전	7,060,300.0	적전	흑전	10.8
EPS	적전	흑전	1,582.9	적전	흑전	8.5
EPS(지배주주)	적전	흑전	7,060,300.0	적전	흑전	10.8

주) K-IFRS 연결기준

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망 변경 내역

표 5 실적전망 변경 내역

(단위 : 억원, %)

구분	신규			종전		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	1,318	3,311	3,466	1,472	1,855	2,049
온라인게임	779	834	835	851	944	944
미르 2	297	272	256	308	299	294
미르 3	60	54	53	72	71	70
로스트사가	144	225	254	135	204	223
실크로드	36	31	29	49	46	44
디지털마스터즈	38	35	35	44	43	42
이카루스	195	188	179	231	237	226
창천 2	0	0	0	0	0	0
기타	9	29	30	13	44	46
모바일게임	539	2,477	2,631	621	911	1,105
캐주얼	304	287	314	359	363	398
코어	133	167	249	227	355	528
열혈전기 중국 로열티 매출	102	198	168	35	193	178
열혈전기 국내매출	0	1,825	1,799	0	0	0
열혈전기 Global 로열티 매출	0	0	101	0	0	0
영업비용	1,490	2,574	2,668	1,580	1,618	1,779
인건비	821	785	823	839	801	840
지급수수료	348	1,455	1,500	400	463	574
세금과공과	31	31	32	31	31	32
광고선전비	45	48	50	44	47	50
유무형자산상각비	109	112	116	118	122	126
기타	137	142	147	147	153	157
영업이익	-172	738	798	-108	237	269
영업이익률(%)	-13.1	22.3	23.0	-7.3	12.8	13.1
순이익	-165	556	603	-65	209	234
순이익률(%)	-12.5	16.8	17.4	-4.4	11.2	11.4
지배주주 순이익	-194	541	600	-54	186	212
전체 순이익 대비 비중(%)	117.8	97.5	99.5	82.2	89.2	90.3
종전 대비 변경률(%)	신규			종전		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	-10.5	78.5	69.2			
열혈전기 중국 로열티 매출	192.7	3.1	-5.5			
열혈전기 국내매출		신규	신규			
열혈전기 Global 로열티 매출			신규			
영업이익	하향	211.3	196.1			
순이익	하향	166.4	157.1			
지배주주 순이익	하향	191.2	183.4			

주) K-IFRS 연결기준

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation & 투자의견

목표주가 43,000 원에서 55,000 원으로 28% 상향. 투자의견 Hold 유지

동사주가는 최근 열혈전기 중국 기대감을 바탕으로 한달 남짓 만에 87%나 급등하였다. 이에 따라 열혈전기 중국은 물론 열혈전기 한국 및 기타 해외국가까지 공격적 가정을 바탕으로 한 파격적 추정을 단행했음에도 적정주가 1(표 6 참조. 열혈전기 공격적 추정에 대한 작위성 문제에도 불구하고 16E EPS 에 대해 DC 를 적용하지 않은 경우)은 63,000 원으로서 현재주가에 미치지 못하는 것으로 산출되었다.

당사에선 적정주가 2(표 6 참조. 열혈전기 공격적 추정에 대한 작위성 문제 감안하여 16E EPS 를 20% 디스카운트한 경우)인 55,000 원을 목표주가로 산정한다. 신규 목표주가 55,000 원은 종전 목표주가 43,000 원 대비 28% 상향된 것이다. 이는 열혈전기 공격적 추정에 따른 것으로서 최근 주가상승을 현실적으로 감안하기 위한 고육지책이기도 하다.

투자의견은 Hold 를 유지한다. 기존 실적은 극도의 부진이 지속되고 있음에도 열혈전기 중국 기대감만으로 한달 남짓 만에 87%나 급등하여 주가변동성은 크진 상황이라 판단한다. 리스크 관리와 숨고르기 관점으로 접근하는 것이 바람직해 보인다.

열혈전기는 매출 추정에 기반한 밸류에이션 기여도와는 별개로 1) 중국시장 론칭, 2) 한국시장 론칭, 3) 글로벌 론칭 등의 일정이 이벤트성 모멘텀으로 작용할 가능성도 있어 보인다. 그러나, 중간 중간 실질적 실적 및 밸류에이션 기여도를 지속적으로 분석, 점검해야 할 것이다. 아울러 동사가치의 진정한 레벨업을 위해선 모바일게임 자체라인업(자체개발 및 일부 퍼블리싱) 히트 신작을 통한 성장이 필수라는 점을 반드시 기억해야 할 것이다.

표 6 Valuation Table

(단위 : 억원, 원, %, 배, 주)

다음카카오 주당가치 기여분		위메이드 자체 적정가치 1	
다음카카오 목표주가(원)	190,000	16E 지배주주 EPS(원)	3,223
다음카카오 최종 주식수(주)	61,074,053	적용 PER(배)	12.6
다음카카오 목표 시가총액(억원)	116,041	위메이드 자체 적정주가 1(원)	40,612
위메이드 다음카카오 지분율	3.82%	위메이드 자체 적정가치 2	
다음카카오 관련 위메이드 1 차 지분가치(억원)	4,433	16E 지배주주 EPS(원)	3,223
Discount Rate(%)	15%	Discount Rate(%)	20%
다음카카오 관련 위메이드 최종 지분가치(억원)	3,768	DC 후 16E 지배주주 EPS(원)	2,579
위메이드 주식수(주)	16,800,000	적용 PER(배)	12.6
다음카카오 관련 위메이드 주당 지분가치(원)	22,430	위메이드 자체 적정주가 2(원)	32,592
위메이드 최종 적정주가 1(원) : 다음카카오 주당가치 기여분 + 위메이드 자체 적정가치 1			63,042
위메이드 최종 적정주가 2(원) : 다음카카오 주당가치 기여분 + 위메이드 자체 적정가치 2			55,022
위메이드 목표주가(원)			55,022

주) 다음카카오 최종주식수는 합병 전 카카오 주주의 Stock Option 희석 영향 Fully 반영한 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

위메이드 (112040) 추정 재무제표_K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,441	1,231	770	1,328	1,749
현금및현금성자산	575	539	264	263	542
단기금융상품	363	197	96	96	198
매출채권및기타채권	343	365	302	714	744
비유동자산	2,253	4,189	4,429	4,633	4,808
유무형자산	1,614	1,029	1,070	1,101	1,130
투자자산	409	3,063	3,266	3,442	3,590
기타	230	97	94	91	88
자산총계	3,694	5,420	5,199	5,961	6,557
유동부채	229	281	249	475	488
매입채무및기타채무	104	119	105	200	206
미지급법인세	12	0	0	0	0
기타	113	162	144	274	282
비유동부채	25	457	452	452	450
확정급여부채	15	10	7	7	8
기타	11	447	445	445	443
부채총계	254	738	701	927	938
지배주주지분	2,742	4,030	3,865	4,421	5,023
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금 및 기타	1,620	789	789	789	789
이익잉여금	1,036	3,154	2,989	3,545	4,147
비지배주주지분	698	652	633	614	595
자본총계	3,440	4,682	4,498	5,034	5,619
부채및자본총계	3,694	5,420	5,199	5,961	6,557

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	156	-90	-8	330	684
영업에서 창출된 현금	204	-65	-71	453	818
당기순이익	123	2,063	-165	556	603
조정사항	151	-2,207	27	325	251
유무형자산상각비	103	116	109	112	116
법인세비용	65	726	-47	147	159
이자손익	0	0	0	0	0
기타	-29	-25	-19	-18	-18
자산,부채 증감	12	-3,024	-16	83	-6
법인세, 이자, 배당금 등	-70	79	68	-428	-35
투자활동 현금흐름	-57	147	-268	-330	-405
단기금융상품 증감	-19	187	101	0	-102
유무형자산 증감	-78	-23	-149	-144	-145
투자,기타비유동자산	40	-16	-219	-187	-158
재무활동 현금흐름	-88	-90	0	0	0
장단기차입금 증감	-2	0	0	0	0
주식매수선택권 행사	-33	0	0	0	0
자기주식 증감	-14	0	0	0	0
배당금 지급	0	-35	0	0	0
기타	-39	-55	0	0	0
총현금흐름	11	-33	-276	-1	279
기초 현금및현금성자산	574	575	539	264	263
외화환산 등 현금 증감	-11	-3	0	0	0
기말 현금및현금성자산	575	539	264	263	542

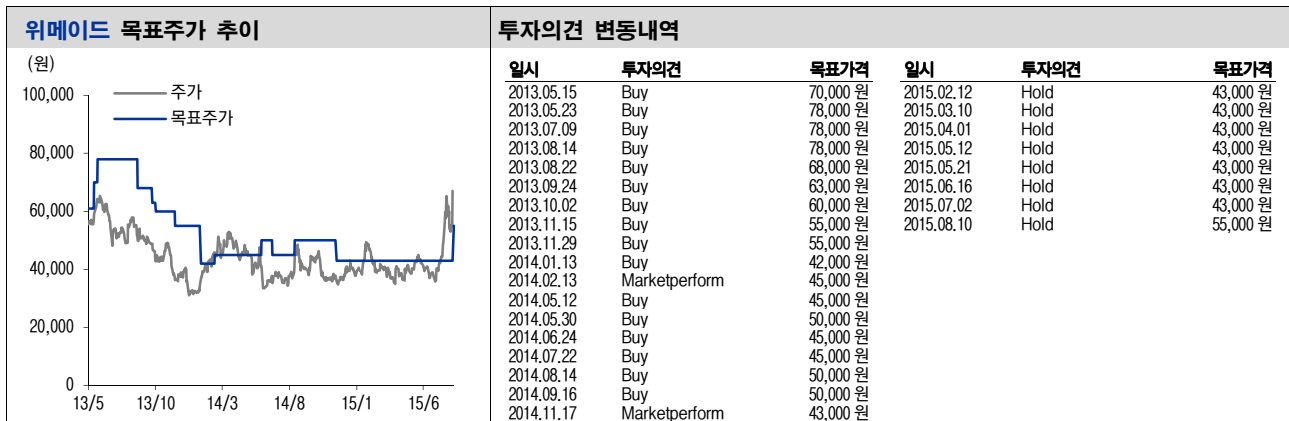
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,274	1,627	1,318	3,311	3,466
영업비용	2,151	1,941	1,490	2,574	2,668
영업이익	123	-315	-172	738	798
EBITDA	226	-198	-63	850	913
비영업손익	65	3,104	-40	-35	-36
기타수익	82	52	5	5	5
기타비용	64	556	53	55	56
금융수익	63	3,679	34	34	35
금융비용	27	14	5	6	6
관계기업투자손익	11	-58	-20	-14	-13
세전계속사업이익	189	2,789	-212	702	762
계속사업법인세비용	65	726	-47	147	159
계속사업이익	124	2,063	-165	556	603
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	123	2,063	-165	556	603
지배주주순이익	0	2,118	-194	541	600
총포괄이익	100	1,280	-145	489	530
Profitability (%)					
영업이익률	5.4	-19.3	-13.1	22.3	23.0
EBITDA Margin	10.0	-12.2	-4.8	25.7	26.4
당기순이익률	5.4	126.8	-12.5	16.8	17.4
ROA	3.4	45.3	-3.1	10.0	9.6
ROE	3.6	50.8	-3.6	11.7	11.3
ROIC	2.9	-5.7	-3.2	13.4	12.9

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	44.7	3.1	N/A	20.3	18.7
P/B	1.6	1.4	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.4	N/A	N/A	13.7	13.1
P/CF	24.3	N/A	N/A	14.9	15.6
Per Share Data (원)					
EPS	730	12,280	-981	3,307	3,588
BPS	20,479	27,869	26,771	29,965	33,443
CPS	1,344	-1,002	-448	4,510	4,282
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	89.7	-28.5	-19.0	151.3	4.7
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	8.1
EPS	흑전	1,582.9	적전	흑전	8.5
총자산	2.5	46.7	-4.1	14.7	10.0
자기자본	1.5	36.1	-3.9	11.9	11.6
Stability (%)					
부채비율	7.4	15.8	15.6	18.4	16.7
유동비율	630.4	438.2	309.4	279.7	358.5
자기자본비율	93.1	86.4	86.5	84.5	85.7
영업이익/금융비용(x)	324.8	무이자	-2,194.2	10,329.1	12,359.6
이자보상배율(x)	497.3	무이자	-2,698.6	9,834.9	11,801.6
총차입금(억원)	0	0	0	0	0
순차입금(억원)	-938	-736	-360	-359	-740



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.6% 9.4%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2014. 7. 1 ~ 2015.6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)