

# 웹젠 (069080)

## 인터넷

이창영



02)3770-5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	42,000원 (I)
현재주가 (4/18)	29,300원
상승여력	43%

시가총액	10,346억원
총발행주식수	35,310,884주
60일 평균 거래대금	159억원
60일 평균 거래량	540,573주
52주 고	41,700원
52주 저	15,800원
외인지분율	26.98%
주요주주	김병관 외 2 인 27.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.1	(7.7)	45.0
상대	13.3	(7.2)	3.1
절대(달러환산)	12.9	(7.5)	55.1

## IP가치 + 신작모멘텀 + 벨류에이션 매력

### 판호 발급이 자유로운, 중국에서 통하는 IP

동사의 'MU온라인' 게임 IP는 중국에서 '전민기적', '대천사지검H5', '기적:각성', '기적:최강자' 등 여러 이름의 온라인, 모바일, 웹 게임 등으로 중국에서 큰 흥행을 한 바 있음. '전민기적'은 2015년 중국에서 월 매출 5~600억원, '기적: 각성'은 2018년 1월 출시 직후 중국 iOS 매출 3위, 4/18 현재 5위, '기적:최강자'는 2017년 12월 출시 직후 매출 3위 등을 기록하며 중국에서 흥행성이 검증된 게임 IP 임. 동사는 이러한 '기적 IP' 제공 대가로 2018년 1분기 QoQ +59%, YoY +110% 증가한 영업이익 229억원을 기록할 것으로 전망됨

최근 1년여간 중국 판호 발급이 지체되며, 국내 게임들의 중국 서비스가 막혀있지만, 동사 IP 게임의 경우 중국 현지 업체가 개발/서비스 하여 상대적으로 판호 발급 여부에 대한 불확실성이 적은 상황임

### 국내 신작 모멘텀

동사는 중국에서 흥행 중인 '기적:각성'의 국내 이름인 '뮤 오리진2'가 4/26 CBT 이후 6월 중 국내 상용화 계획 중임. (1) 전작 '뮤오리진' 고정 유저층이 두터워 금번 4/26 CBT 참가에 16만명이 신청할 정도로 국내에서 안정된 유저층을 형성하고 있고 (2) MU 온라인을 경험했던 40대 유저층의 IP 충성도가 높으며 (3) 최근 급성장한 국내 MMORPG 시장규모, 지불의사(ARPU)를 감안 시 일정수준 이상 (당 리서치 팀 추정 3분기 평균 일매출 5억원, 4분기 4억원 가정)은 가능할 것으로 예상됨

### 장기 성장성

중국 모바일 게임 시장은 기 흥행된 게임의 IP를 활용한 유사한 게임들이 계속 흥행을 이어가고 있어, 동사의 'MU IP'를 활용한 게임의 흥행은 계속 이어질 것으로 예상됨. 동사는 2018년 'MU IP'를 활용한 HTML5 게임 3종이 중국에서 출시될 예정임. 또한, 높아진 개발력, 수천만, 수억명 유저의 게임 운영 경험에 기반한 중국 개발사 게임의 국내 퍼블리싱 사업 역시 동사 실적에 장기적으로 긍정적인 것으로 판단됨. 동사는 이외에 자체 개발 게임 2종(모바일 골프, 당구), 외부 퍼블리싱 게임 2종(경영시뮬레이션, 전략게임)을 2018년 하반기 출시할 예정임

동사 MU IP 중국 로열티 매출의 안정적 실적창출과 2018년 국내 '뮤오리진2' 신작 모멘텀을 2018년 예상실적에 반영한 2018년 예상 EPS 2,320원에 게임 4개사 2018년 평균 PER 18.1배를 적용, 목표주가 42,000원, 투자 의견 BUY로 분석을 개시함

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	496	14.9	13.7	505	-1.9
영업이익	229	110.1	59.3	226	1.5
세전계속사업이익	218	100.7	61.9	239	-8.7
지배순이익	166	122.9	69.1	183	-9.3
영업이익률 (%)	46.2	+20.9 %pt	+13.2 %pt	44.7	+1.5 %pt
지배순이익률 (%)	33.5	+16.2 %pt	+11.0 %pt	36.2	-2.7 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,200	1,663	2,641	2,911
영업이익	572	440	1,088	1,227
지배순이익	452	303	819	958
PER	15.1	25.7	12.6	10.8
PBR	2.5	2.6	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.7	11.0	6.6	5.3
ROE	20.6	11.9	26.5	24.2

자료: 유안타증권

웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
총매출액	431	437	358	435	496	493	868	785	2,199	1,662	2,641	2,911
YoY	-28%	-19%	-26%	-24%	15%	13%	142%	80%	-9%	-24%	59%	10%
국내매출	307	309	241	221	199	225	588	505	1,638	1,078	1,517	1,603
해외매출	124	128	117	214	297	268	280	280	561	583	1,124	1,307
류	339	338	267	321	387	386	766	676	1,783	1,265	2,215	2,510
R2	26	21	14	27	27	23	22	23	109	89	95	83
샷온라인	19	15	14	19	16	16	16	16	68	66	65	59
메틴2	13	23	20	23	23	24	20	26	59	79	94	108
webzen.com	12	10	11	12	13	14	12	12	66	45	52	43
기타	23	30	32	33	29	30	31	31	114	118	121	108
영업비용	322	325	283	292	266	317	514	456	1,628	1,223	1,553	1,683
지급수수료	176	166	134	124	110	125	325	280	918	600	841	908
인건비	97	103	106	118	109	110	112	123	419	424	454	491
광고선전비	18	25	10	17	12	47	42	18	159	70	119	138
상각비	21	22	22	23	23	24	24	24	87	89	95	97
회선비	4	4	4	5	5	5	5	6	18	18	21	23
기타	6	6	6	5	6	6	6	6	27	22	24	26
영업이익	109	112	75	144	229	177	354	328	572	440	1,088	1,227
YoY	-36%	-24%	-24%	-8%	110%	58%	370%	128%	-23%	-23%	147%	13%
영업이익률	25%	26%	21%	33%	46%	36%	41%	42%	26%	26%	41%	42%

자료: 웹젠, 유안타증권 리서치센터

뮤오리진 국내 구글플레이 매출순위 추이 (4월 18일 기준)



자료: App Annie

중국 iOS 매출 순위 (4월 18일 기준)

#	App	Grossing Rank
1	王者荣耀 Tencent	1
2	梦幻西游 NetEase	2
3	乱世王者 Tencent	3
4	腾讯视频·三国机密全网... Tencent	4 ▲ 1
5	奇迹：觉醒 Tencent	5 ▲ 1

자료: App Annie

## 신작 게임 출시 예상 일정

출시 예정 게임	장르	출시 예정일	개발사
HTML5 게임 3종(MU IP)	RPG	빠르면 2분기부터 순차적, 모두 중국 먼저	천마시공, 후단 등
샷온라인 골프	스포츠(골프 모바일 게임)	4월 초 그랜드 런칭, 북미/유럽 타겟	웹젠
폴타임	스포츠(당구 모바일 게임)	상반기 목표	웹젠
퍼스트 히어로	영웅수집 전략게임	2018년 3분기	맥스온소프트
큐브타운	경영 시뮬레이션 SNG	2018년 3분기	아름게임즈
뮤오리진2	4/26 CBT, 상반기 정식 론칭, 4/16부터 사전예약	2018년 6월	천마시공

자료: 웹젠

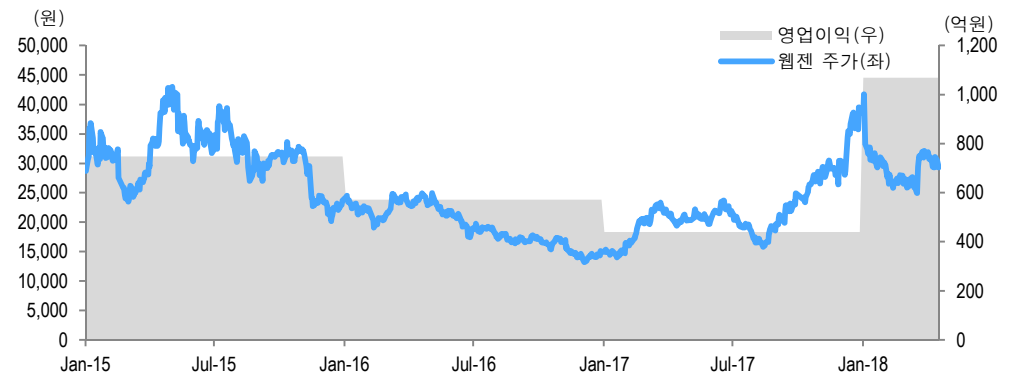
## 웹젠의 목표주가 산정

(단위: 배, 원)

구분	P/E (2018년 지배순이익 기준)
넷마블	35.9
엔씨소프트	15.1
컴투스	12.0
선데이토즈	11.0
게임빌	16.6
평균	18.1
2018년 웹젠 예상 EPS	2,320
웹젠 목표주가	42,034

자료: 유안타증권 리서치센터

웹젠의 주가와 영업이익 추이



자료: 웹젠, 유안타증권 리서치센터  
 주 : 2018 년 영업이익은 당사 추정치 기준

## 웹젠 (069080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,200	1,663	2,641	2,911	2,945
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,200	1,663	2,641	2,911	2,945
판매비	1,628	1,223	1,553	1,683	1,541
영업이익	572	440	1,088	1,227	1,404
EBITDA	659	529	1,160	1,277	1,444
영업외손익	-3	16	-8	35	88
외환관련손익	2	-7	-49	-49	-49
이자손익	43	46	63	109	163
관계기업관련손익	0	0	1	1	1
기타	-48	-23	-23	-25	-27
법인세비용차감전순이익	569	456	1,079	1,263	1,492
법인세비용	120	157	272	319	376
계속사업순이익	449	300	807	944	1,115
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	449	300	807	944	1,115
지배지분순이익	452	303	819	958	1,132
포괄순이익	442	299	782	919	1,090
지배지분포괄이익	445	302	793	932	1,106

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,076	2,246	3,117	4,128	5,303
현금및현금성자산	283	524	1,235	2,206	3,376
매출채권 및 기타채권	300	248	392	432	438
재고자산	1	2	2	2	2
비유동자산	941	989	917	868	828
유형자산	329	411	371	337	307
관계기업 등 지분관련자산	0	0	1	1	2
기타투자자산	88	99	99	99	99
자산총계	3,017	3,235	4,035	4,996	6,132
유동부채	529	404	408	411	415
매입채무 및 기타채무	285	135	135	135	135
단기차입금	0	4	8	11	14
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	91	136	136	136	136
장기차입금	0	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
부채총계	620	540	544	547	550
지배지분	2,390	2,692	3,486	4,444	5,576
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,502	1,503	1,503	1,503	1,503
이익잉여금	1,155	1,450	2,270	3,228	4,360
비지배지분	7	3	5	5	5
자본총계	2,397	2,695	3,491	4,449	5,581
순차입금	-1,734	-1,969	-2,677	-3,644	-4,811
총차입금	0	5	9	12	15

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	476	377	744	977	1,174
당기순이익	449	300	807	944	1,115
감가상각비	35	37	40	34	30
외환손익	1	6	49	49	49
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	-1	-1
자산부채의 증감	-92	-66	-234	-114	-79
기타현금흐름	83	101	82	65	60
투자활동 현금흐름	-407	-134	0	0	0
투자자산	461	-347	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-33	-89	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-835	301	0	0	0
재무활동 현금흐름	-54	0	3	3	3
단기차입금	0	1	3	3	3
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-54	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	2	-3	-36	-10	-7
현금의 증감	17	240	712	971	1,170
기초 현금	266	283	524	1,235	2,206
기말 현금	283	524	1,235	2,206	3,376
NOPLAT	572	440	1,088	1,227	1,404
FCF	413	222	651	853	1,011

자료: 유안타증권

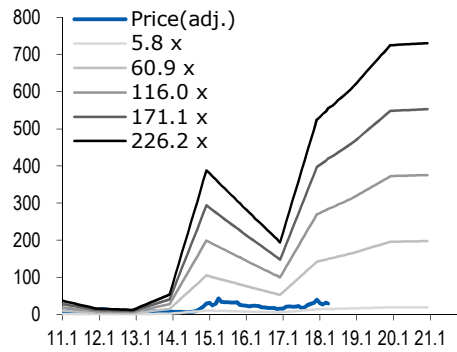
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,280	857	2,320	2,714	3,206
BPS	7,619	8,582	11,114	14,169	17,778
EBITDAPS	1,865	1,497	3,285	3,617	4,090
SPS	6,230	4,709	7,480	8,243	8,341
DPS	0	0	0	0	0
PER	15.1	25.7	12.6	10.8	9.1
PBR	2.5	2.6	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	7.7	11.0	6.6	5.3	3.8
PSR	3.1	4.7	3.9	3.6	3.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-9.2	-24.4	58.8	10.2	1.2
영업이익 증가율 (%)	-23.5	-23.0	147.1	12.9	14.4
지배순이익 증가율 (%)	-25.3	-33.0	170.7	17.0	18.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	26.0	26.5	41.2	42.2	47.7
지배순이익률 (%)	20.5	18.2	31.0	32.9	38.4
EBITDA 마진 (%)	29.9	31.8	43.9	43.9	49.0
ROIC	88.8	46.2	111.2	119.1	140.3
ROA	15.6	9.7	22.5	21.2	20.3
ROE	20.6	11.9	26.5	24.2	22.6
부채비율 (%)	25.9	20.0	15.6	12.3	9.9
순차입금/자기자본 (%)	-72.5	-73.1	-76.8	-82.0	-86.3
영업이익/금융비용 (배)	497,249.4	2,072.3	2,246.5	1,819.9	1,623.4

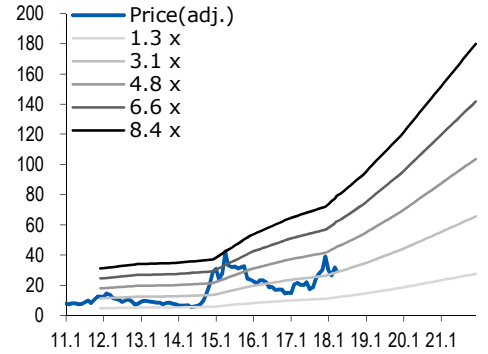
P/E band chart

(천원)

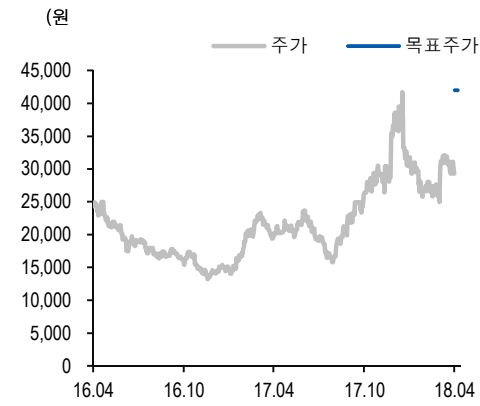


P/B band chart

(천원)



웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-19	BUY	42,000	1년		
2017-11-23	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.