

웹젠

BUY(유지)

069080 기업분석 |

목표주가(유지)	25,000원	현재주가(08/12)	15,050원	Up/Downside	+66.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 08. 13

하반기 MU IP 확장 본격화

2Q19 Review

2Q19 실적 예상치 상회: 당사는 2Q19 매출액과 영업이익 각각 434억원(4.5%QoQ, -11.4%YoY), 92억원(1.2%QoQ, -27.8%YoY)을 기록했다. 뮤오리진2 등 기존 주력 게임 매출 감소세가 지속됐고, 1Q19말에 출시된 마스터탱커4도 실적에 크게 기여하지 못했지만, 중국 뮤 IP 관련 일회성 수익이 반영되며 실적은 예상보다 선방했다. 인건비 증가, 마스터탱커4 광고선전비 반영 등의 영향으로 2분기 영업비용은 전분기보다 약 5% 증가했고 이에 따라 수익성은 소폭 저하된 모습이다.

Comment

하반기 MU IP 확장 본격화: 하반기부터 본격화되는 MU IP 라이선스 신작의 영향으로 당사 실적은 개선될 것으로 예상된다. 그간 당사 대표 IP인 MU를 활용한 라이선스 신작 중국 출시가 없었지만 7월 10일 37게임즈의 모바일게임 정령성전이 정식 출시되었고 중국 iOS 매출 순위 10위 수준을 유지하고 있어 3분기 실적을 견인할 것으로 보인다. 정령성전에 이어 다수의 MU IP 활용 게임의 중국 출시 기대감이 높은 상황이다. 모바일게임 진흥지인(천마시공 개발) 3분기 출시 가능성이 높은 상황이고 2014년 당사 실적에 크게 기여한 웹게임 대천사지검의 후속작 암흑대천사 및 H5 신작 3종도 기대요인이다.

Action

긍정적인 시각 유지: 하반기부터 MU IP 신작이 본격적으로 실적에 반영됨에 따라 당사 실적은 3분기부터 개선세를 보일 것으로 예상된다. 2019/2020년 예상 실적 기준 PBR은 13/10배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다. 투자여건 Buy와 목표주가 25,000원을 유지한다.

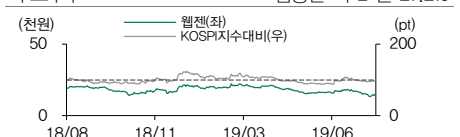
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	166	219	175	210	232
(증가율)	-24.4	31.6	-19.9	19.7	10.5
영업이익	44	69	47	64	89
(증가율)	-23.0	56.5	-31.9	35.9	39.5
순이익	30	50	43	55	74
EPS	857	1,426	1,210	1,562	2,096
PER (H/L)	46.1/16.3	30.1/9.7	12.4	9.6	7.2
PBR (H/L)	5.2/1.8	4.8/1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (H/L)	22.7/5.7	16.1/3.3	5.2	3.3	1.5
영업이익률	26.5	31.5	26.7	30.4	38.3
ROE	11.9	17.3	12.8	14.4	16.5

Stock Data

52주 최저/최고	13,100/22,250원
KOSDAQ /KOSPI	594/1,942pt
시가총액	5,314억원
60일-평균거래량	158,428
외국인지분율	27.3%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	김병관 외 2인 27.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-15.9	-16.4	-26.6
상대기준	-3.6	1.7	-3.0

도표 1. 웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	547	489	639	514	415	434	434	472	2,189	1,754	2,099
YoY	26.8	11.8	78.4	17.9	-24.1	-11.4	-32.2	-8.1	31.6	-19.9	19.7
게임 매출	546	489	634	513	415	433	432	472	2,182	1,752	2,096
뮤	433	391	545	409	310	321	323	355	1,778	1,309	1,612
R2	18	18	17	21	22	26	24	27	73	100	102
샷온라인	17	15	15	17	16	13	13	14	64	55	47
메틴2	20	20	21	23	16	18	19	20	83	73	74
Webzen.com	10	9	8	10	10	10	10	12	37	42	47
기타	48	37	29	33	40	45	43	44	147	173	213
기타 영업수익	0	0	6	0	0	0	1	0	6	2	3
영업비용	305	360	440	395	323	341	307	314	1,501	1,285	1,462
인건비	122	109	110	143	111	126	119	128	484	484	553
감가상각비	12	12	11	11	12	12	12	12	46	48	51
무형자산상각비	9	6	6	6	7	7	7	7	27	29	26
지급수수료	117	167	248	188	146	130	126	129	721	531	642
광고선전비	17	47	45	24	29	47	24	19	133	120	92
기타	28	19	19	23	18	18	18	18	90	72	98
영업이익	242	129	200	118	92	93	127	158	688	469	637
YoY	121.5	14.9	165.2	-17.7	-62.0	-27.8	-36.5	33.2	56.4	-31.8	35.9
영업이익률	44.2	26.3	31.2	23.0	22.1	21.4	29.2	33.4	31.4	26.7	30.4
순이익	168	125	154	54	100	92	118	142	501	432	549
YoY	127.2	23.9	442.1	-43.8	-40.3	-26.1	-23.6	160.6	67.1	-9.8	25.9
순이익률	30.7	25.5	24.1	10.6	24.1	21.2	27.2	30.1	22.9	25.8	27.1

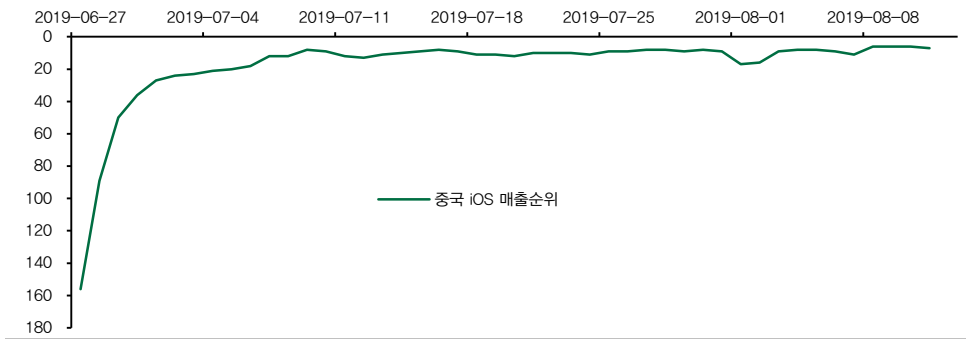
자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 2. 웹젠 게임 출시 일정

게임명	형태	지역	출시일정
뮤 IP 활용 H5 게임 3종	라이선싱	중국	판호 대기
뮤 IP 활용 웹게임(암흑대전사)	라이선싱	중국	판호 대기
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(정령성전)	라이선싱	중국	7월 10일 출시
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(진홍지인)	라이선싱	중국	판호 대기
기적: 최강자	자체 퍼블리싱	한국	미정
뮤 IP 활용 H5 게임	자체 퍼블리싱	한국	중국 출시 후
뮤 IP 활용 MMORPG	자체 퍼블리싱	한국	중국 출시 후
뮤 IP 활용 웹게임	자체 퍼블리싱	한국	중국 출시 후
뮤 오리진2	자체 퍼블리싱	북미/유럽	2H19
R2 IP 활용 모바일 MMORPG	자체 개발	한국	1H20
SUN IP 활용 모바일 MMORPG	라이선싱	중국	개발 중
마스터탱커4 모바일 RPG	자체 퍼블리싱	한국	1Q19
First Hero (전략식플레이션)	자체 퍼블리싱	글로벌	2H19
나선영웅전(수집형 RPG)	자체 퍼블리싱	한국/대만	2H19

자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 3. 정형성전 중국 iOS 매출 순위 추이



자료: 앱애니, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	225	284	328	393	489
현금및현금성자산	52	65	53	108	195
매출채권및기타채권	25	32	27	33	37
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	99	113	111	110	109
유형자산	41	39	40	39	39
무형자산	40	32	30	29	29
투자자산	10	32	32	32	32
자산총계	323	397	443	507	602
유동부채	40	68	72	80	102
매입채무및기타채무	14	29	33	42	64
단기차입금및단기차	0	1	1	1	1
유동상장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	15	15	15	15
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	54	83	87	95	117
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	145	195	238	293	367
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	269	314	356	411	485

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	38	82	49	53	84
당기순이익	30	50	43	55	74
현금유출이없는비용및수익	9	12	15	16	19
유형및무형자산상각비	9	7	8	6	5
영업관련자산부채변동	-7	9	6	0	15
매출채권및기타채권의감소	2	-7	4	-6	-4
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	4	9	22
투자활동현금흐름	-13	-65	-11	2	3
CAPEX	-9	-3	-5	-4	-5
투자자산의순증	-1	-22	0	0	0
재무활동현금흐름	0	-5	0	0	0
사채및차입금의 증가	1	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-50	0	0
현금의증가	24	13	-12	55	87
기초현금	28	52	65	53	108
기말현금	52	65	53	108	195

자료: 웹젠 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	166	219	175	210	232
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	166	219	175	210	232
판매비	122	150	128	146	143
영업이익	44	69	47	64	89
EBITDA	53	76	54	69	94
영업외손익	1	0	10	9	9
금융손익	3	6	11	10	10
투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-2	-5	-1	-1	-1
세전이익	46	68	56	72	97
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	50	43	55	74
자배주주지분순이익	30	50	43	55	74
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	30	49	43	55	74
증감률(%YoY)					
매출액	-24.4	31.6	-19.9	19.7	10.5
영업이익	-23.0	56.5	-31.9	35.9	39.5
EPS	-33.0	66.3	-15.1	29.1	34.2

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	857	1,426	1,210	1,562	2,096
EPS	7,624	8,878	10,088	11,650	13,746
BPS	0	0	0	0	0
DPS					
Multiple(배)					
P/E	45.6	14.9	12.4	9.6	7.2
P/B	5.1	2.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	22.4	6.6	5.2	3.3	1.5
수익성(%)					
영업이익률	26.5	31.5	26.7	30.4	38.3
EBITDA마진	31.8	34.7	31.0	33.0	40.4
순이익률	18.0	22.9	24.3	26.2	31.8
ROE	11.9	17.3	12.8	14.4	16.5
ROA	9.6	13.9	10.1	11.6	13.3
ROC	45.9	64.2	42.3	61.0	95.2
안정성및기타					
부채비율(%)	20.0	26.4	24.4	23.2	24.2
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

웹젠 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

19/03/06 Buy 25,000 - -

주: *표는 담당자 변경