

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: 동사는 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 동사 실적은 개선될 것으로 예상된다. 그간 동사 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 진홍지인(천마시공 개발) 3분기 출시 가능성이 높은 상황이고 2014년 동사 실적에 크게 기여한 웹게임 대천사자검의 후속작 암흑대천사 및 H5 신작 3종도 기대요인이다.

Action

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

| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | (단위: 십억원 원 배 %) | | Stock Data | |
|----------------------------------|-----------|----------|-------|-------|-----------------|----------------|--------------------|-------|
| FYE Dec | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 52주 최저/최고 | 13,100/22,250원 | |
| 매출액 | 166 | 219 | 175 | 210 | 232 | KOSDAQ /KOSPI | 594/1,942pt | |
| (증가율) | -24.4 | 31.6 | -19.9 | 19.7 | 10.5 | 시가총액 | 5,314억원 | |
| 영업이익 | 44 | 69 | 47 | 64 | 89 | 60일-평균거래량 | 158,428 | |
| (증가율) | -23.0 | 56.5 | -31.9 | 35.9 | 39.5 | 외국인자본율 | 27.3% | |
| 순이익 | 30 | 50 | 43 | 55 | 74 | 60일-외국인자본율변동주이 | +0.3%p | |
| EPS | 857 | 1,426 | 1,210 | 1,562 | 2,096 | 주요주주 | 김병관 외 2 인 27.2% | |
| PER (H/L) | 46.1/16.3 | 30.1/9.7 | 12.4 | 9.6 | 7.2 | (천원) | 웹젠(좌) KOSPI지수대비(우) | |
| PBR (H/L) | 5.2/1.8 | 4.8/1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 50 | (pt) | |
| EV/EBITDA (H/L) | 22.7/5.7 | 16.1/3.3 | 5.2 | 3.3 | 1.5 | 0 | 0 | |
| 영업이익률 | 26.5 | 31.5 | 26.7 | 30.4 | 38.3 | 주가상승률 | 1M | 3M |
| ROE | 11.9 | 17.3 | 12.8 | 14.4 | 16.5 | 절대기준 | -15.9 | -16.4 |
| | | | | | | 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 |

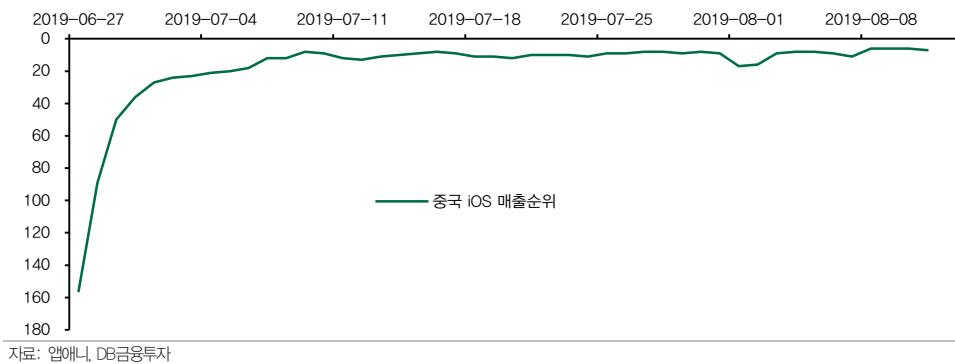
자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 2. 웹젠 게임 출시 일정

| 게임명 | 형태 | 지역 | 출시일정 |
|--------------------------|---------|-------|-----------|
| 뮤 IP 활용 H5 게임 3종 | 라이센싱 | 중국 | 판호 대기 |
| 뮤 IP 활용 웹게임(암흑대천사) | 라이센싱 | 중국 | 판호 대기 |
| 뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(정령성전) | 라이센싱 | 중국 | 7월 10일 출시 |
| 뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(진홍지인) | 라이센싱 | 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 | 라이센싱 | 중국 | 개발 중 |
| 마스터탱커4 모바일 RPG | 자체 퍼블리싱 | 한국 | 1Q19 |
| First Hero (전략시뮬레이션) | 자체 퍼블리싱 | 글로벌 | 2H19 |
| 나신영웅전(수집형 RPG) | 자체 퍼블리싱 | 한국/대만 | 2H19 |

자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 3. 정령성전 중국 iOS 매출 순위 추이



자료: 앱애니, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(실액원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 12월 결산(실액원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 225 | 284 | 328 | 393 | 489 | 매출액 | 166 | 219 | 175 | 210 | 232 |
| 현금및현금성자산 | 52 | 65 | 53 | 108 | 195 | 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권및기타채권 | 25 | 32 | 27 | 33 | 37 | 매출총이익 | 166 | 219 | 175 | 210 | 232 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 판관비 | 122 | 150 | 128 | 146 | 143 |
| 비유동자산 | 99 | 113 | 111 | 110 | 109 | 영업이익 | 44 | 69 | 47 | 64 | 89 |
| 유형자산 | 41 | 39 | 40 | 39 | 39 | EBITDA | 53 | 76 | 54 | 69 | 94 |
| 무형자산 | 40 | 32 | 30 | 29 | 29 | 영업외손익 | 1 | 0 | 10 | 9 | 9 |
| 투자자산 | 10 | 32 | 32 | 32 | 32 | 금융순익 | 3 | 6 | 11 | 10 | 10 |
| 자산총계 | 323 | 397 | 443 | 507 | 602 | 투자순익 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 유동부채 | 40 | 68 | 72 | 80 | 102 | 기타영업외손익 | -2 | -5 | -1 | -1 | -1 |
| 매입채무및기타채무 | 14 | 29 | 33 | 42 | 64 | 세전이익 | 46 | 68 | 56 | 72 | 97 |
| 단기차입금및기기채 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 증가률(YoY) | | | | | |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 매출액 | -24.4 | 31.6 | -19.9 | 19.7 | 10.5 |
| 비유동부채 | 14 | 15 | 15 | 15 | 15 | 영업이익 | -23.0 | 56.5 | -31.9 | 35.9 | 39.5 |
| 사채및장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT | -33.0 | 66.3 | -15.1 | 29.1 | 34.2 |
| 부채총계 | 54 | 83 | 87 | 95 | 117 | 총포괄이익 | 30 | 49 | 43 | 55 | 74 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | | | | | | |
| 자본잉여금 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | | | | | | |
| 이익잉여금 | 145 | 195 | 238 | 293 | 367 | | | | | | |
| 비자매주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 자본총계 | 269 | 314 | 356 | 411 | 485 | | | | | | |

손익계산서

| 12월 결산(실액원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 12월 결산(실액원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 영업활동현금흐름 | 38 | 82 | 49 | 53 | 84 | 매출액 | 166 | 219 | 175 | 210 | 232 |
| 당기순이익 | 30 | 50 | 43 | 55 | 74 | 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금유동이없는비용및수익 | 9 | 12 | 15 | 16 | 19 | 매출총이익 | 166 | 219 | 175 | 210 | 232 |
| 유형및무형자산상각비 | 9 | 7 | 8 | 6 | 5 | 판관비 | 122 | 150 | 128 | 146 | 143 |
| 영업관련자산부채변동 | -7 | 9 | 6 | 0 | 15 | 영업이익 | 44 | 69 | 47 | 64 | 89 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 2 | -7 | 4 | -6 | -4 | EBITDA | 53 | 76 | 54 | 69 | 94 |
| 재고자산의감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 영업외손익 | 1 | 0 | 10 | 9 | 9 |
| 매입채권및기타채무의증가 | 0 | 0 | 4 | 9 | 22 | 기타영업외손익 | -2 | -5 | -1 | -1 | -1 |
| 투자활동현금흐름 | -13 | -65 | -11 | 2 | 3 | 세전이익 | 46 | 68 | 56 | 72 | 97 |
| CAPEX | -9 | -3 | -5 | -4 | -5 | 증가률(YoY) | | | | | |
| 투자자산의순증 | -1 | -22 | 0 | 0 | 0 | 매출액 | -24.4 | 31.6 | -19.9 | 19.7 | 10.5 |
| 재무활동현금흐름 | 0 | -5 | 0 | 0 | 0 | 영업이익 | -23.0 | 56.5 | -31.9 | 35.9 | 39.5 |
| 사채및기타차입금의증가 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT | -33.0 | 66.3 | -15.1 | 29.1 | 34.2 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 총포괄이익 | 30 | 49 | 43 | 55 | 74 |
| 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 | | | | | | |

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

주요 투자지표

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

자료: 웹젠 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임지자로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(15.9%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준입니다

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준입니다

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

웹젠 현주가 및 목표주가 차트



주: *표는 담당자 변경

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|--------|--------|----|------|------|--------|
| | | | 평균 | | | | 평균 |
| | | | 최고/최저 | | | | 최고/최저 |
| 19/03/06 | Buy | 25,000 | - | - | - | - | - |