

# 웹젠

# BUY(유지)

069080 기업분석 |

목표주가(하향)	18,000원	현재주가(03/25)	13,000원	Up/Downside	+38.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 03. 27

## 바뀐건 없다

### 1Q20 Preview

**예상된 1Q20 실적 부진:** 1분기 매출액과 영업이익은 각각 375억원(-14%QoQ, -10%YoY), 91억원(-38%QoQ, -1%YoY)으로 예상대로 부진할 것으로 보인다. 이는 1분기에 유의미한 신작이 부재한 가운데 뮤오리진2 등 국내 게임 및 정령성전 등의 해외 뮤IP 게임들의 매출 감소 기조가 지속된 것에 기인한다.

### Comment

**바뀐건 없다:** 작년 정령성전의 선전에 이어 올해에도 MU IP 활용 게임이 출시될 것으로 보인다. 중국에서는 MMORPG 진홍지인(천마시공 개발)과 뮤IP 활용 H5 3종의 출시가 여전히 기대요인이다. 국내에도 상반기에는 R2 IP를 활용한 R2모바일이, 연내에는 정령성전이 국내 출시될 것으로 예상된다. 일정은 기존과 크게 바뀐 것이 없는 것으로 파악되며 올해 보유 IP 활용한 신작 출시로 이익 개선이 기대된다는 점은 여전히 유효하다.

### Action

**투자 의견 Buy 유지, 목표주가 하향:** 코로나19 영향으로 웹젠의 주가는 변동성이 크게 확대되었고 현재 연초 고점 대비 23% 낮아졌다. 하지만 코로나19에 따른 동사의 펀더멘털 변화는 없는 것으로 판단된다. 동시에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 18,000원으로 18% 하향한다. 실적 추정치 변경은 미미하였으나 목표주가 현실화를 위해 Target Multiple을 기존 대비 -15% 조정한 PER 12배를 적용한 것에 기인한다.

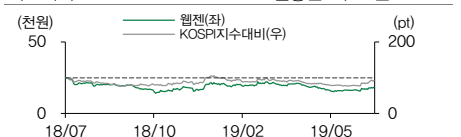
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
FYE Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	166	219	176	212	254
(증가율)	-24.4	31.6	-19.6	20.4	20.0
영업이익	44	69	52	72	83
(증가율)	-23.0	56.5	-24.8	39.5	15.3
순이익	30	50	42	54	62
EPS	857	1,426	1,195	1,537	1,768
PER (H/L)	46.1/16.3	30.1/9.7	13.6	8.5	7.4
PBR (H/L)	5.2/1.8	4.8/1.6	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA (H/L)	22.7/5.7	16.1/3.3	5.5	2.0	0.9
영업이익률	26.5	31.5	29.4	34.1	32.8
ROE	11.9	17.3	12.6	14.2	14.2

#### Stock Data

52주 최저/최고	8,800/21,150원
KOSDAQ /KOSPI	506/1,705pt
시가총액	4,590억원
60일-평균거래량	247,248
외국인지분율	27.4%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	김병관 외 2인 27.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-20.0	-17.5	-34.7
상대기준	3.9	4.3	-6.1

도표 1. 웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>415</b>	<b>434</b>	<b>474</b>	<b>438</b>	<b>375</b>	<b>441</b>	<b>668</b>	<b>634</b>	<b>2,189</b>	<b>1,761</b>	<b>2,119</b>
YoY	-24.1	-11.3	-25.9	-14.6	-5.2	17.5	51.6	-5.1	31.6	-19.6	20.4
게임 매출	415	434	474	437	375	440	668	634	2,182	1,760	2,117
뮤	310	321	380	329	267	302	425	444	1,778	1,341	1,437
R2	22	26	18	32	30	60	163	105	73	98	359
샷온라인	16	13	14	14	15	12	13	13	64	56	53
메틴2	16	18	22	23	22	23	23	24	83	79	92
Webzen.com	10	10	9	12	12	12	11	14	37	41	48
기타	40	45	31	28	30	31	33	34	147	144	128
기타 영업수익	0	0	0	1	1	1	1	1	6	1	2
<b>영업비용</b>	<b>323</b>	<b>341</b>	<b>288</b>	<b>291</b>	<b>284</b>	<b>324</b>	<b>395</b>	<b>393</b>	<b>1,501</b>	<b>1,242</b>	<b>1,397</b>
인건비	111	126	118	122	118	121	123	133	484	478	495
감가상각비	12	12	12	14	14	14	14	14	46	50	56
무형자산상각비	7	7	5	7	6	6	6	6	27	26	25
지급수수료	146	130	110	111	113	126	176	181	721	496	595
광고선전비	29	47	14	15	15	39	41	39	133	105	134
기타	18	18	29	22	18	19	34	21	90	87	91
<b>영업이익</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>185</b>	<b>148</b>	<b>91</b>	<b>117</b>	<b>274</b>	<b>241</b>	<b>688</b>	<b>518</b>	<b>723</b>
YoY	-62.0	-27.5	-7.1	24.7	-0.8	25.1	47.6	63.3	56.4	-24.7	39.5
영업이익률	22.1	21.5	39.2	33.7	24.3	26.5	41.0	38.0	31.4	29.4	34.1
순이익	100	76	154	92	77	98	211	157	501	422	543
YoY	-40.3	-39.1	-0.3	69.4	-23.2	29.7	37.0	70.5	67.1	-15.8	28.8
순이익률	24.1	17.5	32.4	21.1	20.5	22.3	31.5	24.8	22.9	24.0	25.6

자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 2. 웹젠 게임 출시 일정

게임명	형태	지역	출시일정
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(진홍지인)	라이선싱	중국	1H20
뮤 IP 활용 H5 게임 3종	라이선싱	중국	2020년
뮤 이그니션2	자체 퍼블리싱	한국	1H20
뮤 IP 활용 MMORPG(정령성전)	자체 퍼블리싱	한국	2020년
R2 IP 활용 모바일 MMORPG	자체 개발	한국	1H20
SUN IP 활용 모바일 MMORPG	라이선싱	중국	개발 중

자료: 웹젠 DB 금융투자

**대차대조표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	225	284	328	392	476
현금및현금성자산	52	65	53	106	179
매출채권및기타채권	25	32	27	33	40
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	99	113	111	110	110
유형자산	41	39	40	40	40
무형자산	40	32	30	29	29
투자자산	10	32	32	32	32
<b>자산총계</b>	<b>323</b>	<b>397</b>	<b>443</b>	<b>506</b>	<b>590</b>
유동부채	40	68	72	80	102
매입채무및기타채무	14	29	33	42	64
단기차입금및단기채	0	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	15	15	15	15
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>95</b>	<b>117</b>
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	145	195	237	292	354
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>269</b>	<b>314</b>	<b>356</b>	<b>410</b>	<b>473</b>

**현금흐름표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	38	82	49	53	71
당기순이익	30	50	42	54	62
현금유출이없는비용및수익	9	12	16	18	19
유형및무형자산상각비	9	7	8	6	5
영업관련자산부채변동	-7	9	6	0	12
매출채권및기타채권의감소	2	-7	4	-6	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	4	9	22
투자활동현금흐름	-13	-65	-11	1	2
CAPEX	-9	-3	-5	-5	-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	54	73
기초현금	28	52	65	53	106
기말현금	52	65	53	106	179

자료: 웹젠 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	166	219	176	212	254
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	166	219	176	212	254
판관비	122	150	124	140	171
영업이익	44	69	52	72	83
EBITDA	53	76	59	78	88
영업외손익	1	0	5	1	2
금융손익	3	6	10	6	7
투자손익	0	-1	-2	-1	-1
기타영업외손익	-2	-5	-3	-4	-4
세전이익	46	68	57	74	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	50	42	54	62
지배주주지분순이익	30	50	42	54	62
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	30	49	42	54	62
총감률(%YoY)					
매출액	-24.4	31.6	-19.6	20.4	20.0
영업이익	-23.0	56.5	-24.8	39.5	15.3
EPS	-33.0	66.3	-16.2	28.6	15.1

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

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	857	1,426	1,195	1,537	1,768
BPS	7,624	8,878	10,073	11,610	13,378
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	45.6	14.9	13.6	8.5	7.4
P/B	5.1	2.4	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.4	6.6	5.5	2.0	0.9
수익성(%)					
영업이익률	26.5	31.5	29.4	34.1	32.8
EBITDA마진	31.8	34.7	33.7	36.7	34.7
순이익률	18.0	22.9	24.0	25.6	24.6
ROE	11.9	17.3	12.6	14.2	14.2
ROA	9.6	13.9	10.0	11.4	11.4
ROIC	45.9	64.2	45.5	66.1	83.1
안정성및기타					
부채비율(%)	20.0	26.4	24.4	23.3	24.8
이자보상배율(배)	2,072.3	5,545.8	3,914.8	5,460.3	6,294.4
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 기관투자가 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 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)**

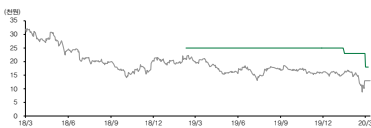
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

**웹젠 현황가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/03/06	Buy	25,000	-31.5	-11.0					
20/02/10	Buy	23,000	-37.2	-26.7					
20/03/27	Buy	18,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경