

## 웹젠

BUY(유지)

069080 기업분석 |

목표주가(상향)

25,000원

현재주가(06/22)

20,600원

Up/Downside

+21.4%

2020. 06. 23

## 뮤IP 저력 재차 입증

## News

**뮤 아크엔젤 흥행:** 19년 3분기 중국에 출시한 뮤IP 활용게임 정령성전의 한국버전인 뮤 아크엔젤은 5월 27일 국내 출시 후 매출 순위 상위권을 유지하며 호조를 보이고 있다. 뮤 아크엔젤은 6월 21일 구글플레이 기준으로 리니지2M, 리니지M, 카트라이더 러시+에 이어 매출 4위에 랭크되어있다.

## Comment

**신작 흥행에 따른 실적 호조 & 추가 신작 출시 기대감 유효:** 뮤 아크엔젤의 흥행(2분기 일매출 약 5억원 수준 가정)으로 웹젠 2분기 실적은 매출액 498억원(+45%YoY), 영업이익 118억원(+25%YoY)으로 컨센서스 영업이익 119억원에 부합할 것으로 보인다. 그리고 3분기에는 뮤 아크엔젤 매출 온기 반영 및 신작 R2 모바일의 출시로 실적이 크게 개선될 것으로 보인다. 국내 신작에 따른 실적 호조와 더불어 뮤 IP 활용 게임인 진홍지인(천마시공 개발)과 H5 3종의 중국 출시는 여전히 기대 요인이다.

## Action

**목표주가 상향:** 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 25,000원으로 상향한다. 뮤 아크엔젤 흥행에도 불구하고 진홍지인 등 신작 출시 일정을 이연 반영함에 따라 연간 실적 추정치 변경은 크지 않았다. 하지만 코로나19 여파로 하향하였던 Target PER을 동사 18~19년 평균인 15.7배로 상향 적용한 것이 목표주가 상향의 주 이유이다. 코로나19에 따른 펀더멘털의 부정적 변화는 제한적이고, 하반기 신작 흥행에 따른 실적 호조 및 추가 기대작 출시에 대한 기대감이 유효하기 때문에 적용 멀티플은 무리가 없다고 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	8,800/22,550원	
매출액	219	176	229	254	280	KOSDAQ /KOSPI	752/2,127pt	
(증가율)	31.6	-19.6	29.9	11.0	10.5	시가총액	7,274억원	
영업이익	69	52	71	79	87	60일-평균거래량	603,789	
(증가율)	56.5	-24.8	36.3	11.6	11.0	외국인지분율	27.0%	
자배주주순이익	50	43	56	62	66	60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p	
EPS	1,426	1,207	1,591	1,745	1,871	주요주주	김병관 외 2 인 27.2%	
PER (H/L)	30.1/9.7	18.6/10.7	12.9	11.8	11.0	(천원)		
PBR (H/L)	4.8/1.6	2.2/1.3	1.8	1.5	1.3	웹젠(좌)		
EV/EBITDA (H/L)	16.1/3.3	9.9/4.5	7.5	6.3	5.1	KOSPI지수대비(우)		
영업이익률	31.5	29.4	30.9	31.0	31.2	(pt)		
ROE	17.3	12.7	14.7	13.9	13.1			
					주가상승률	1M	3M	12M
					절대기준	9.6	134.1	25.6
					상대기준	2.8	35.1	21.5

도표 1. 웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>415</b>	<b>434</b>	<b>474</b>	<b>438</b>	<b>344</b>	<b>498</b>	<b>744</b>	<b>701</b>	<b>2,189</b>	<b>1,761</b>	<b>2,286</b>
YoY	-24.1	-11.3	-25.9	-14.6	-5.2	44.9	49.5	-5.9	31.6	-19.6	29.9
게임 매출	415	434	474	437	342	497	744	700	2,182	1,760	2,284
뮤	310	321	380	329	254	408	586	520	1,778	1,341	1,768
R2	22	26	18	32	18	17	83	102	73	98	219
샷온라인	16	13	14	14	11	10	11	10	64	56	42
메틴2	16	18	22	23	25	26	26	27	83	79	104
Webzen.com	10	10	9	12	10	10	9	11	37	41	39
기타	40	45	31	28	26	27	29	30	147	144	112
기타 영업수익	0	0	0	1	1	1	1	1	6	1	3
<b>영업비용</b>	<b>323</b>	<b>341</b>	<b>288</b>	<b>291</b>	<b>248</b>	<b>380</b>	<b>505</b>	<b>439</b>	<b>1,501</b>	<b>1,241</b>	<b>1,572</b>
인건비	111	126	118	122	123	126	130	149	484	478	527
감가상각비	12	12	12	14	13	13	14	14	46	48	53
무형자산상각비	7	7	5	7	1	1	1	1	27	26	5
지급수수료	146	130	110	111	83	178	267	220	721	496	748
광고선전비	29	47	14	15	7	38	63	27	133	105	135
기타	18	18	29	22	22	23	30	28	90	87	103
<b>영업이익</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>185</b>	<b>148</b>	<b>96</b>	<b>118</b>	<b>240</b>	<b>261</b>	<b>688</b>	<b>520</b>	<b>715</b>
YoY	-62.0	-27.5	-7.1	24.7	4.3	25.4	29.2	75.9	56.4	-24.5	37.5
영업이익률	22.1	21.5	39.2	33.7	27.8	23.7	32.2	37.3	31.4	29.5	31.3
순이익	100	76	154	92	69	103	188	203	501	424	564
YoY	-40.3	-39.1	-0.3	69.4	-31.4	34.6	22.6	118.1	67.1	-15.4	33.1
순이익률	24.1	17.5	32.4	21.1	20.0	20.8	25.3	29.0	22.9	24.1	24.7

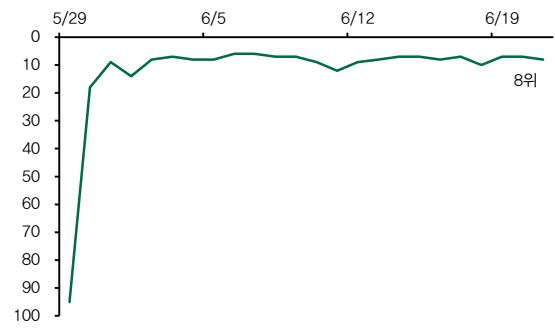
자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 2. 웹젠 주요 게임 출시 일정

게임명	형태	지역	출시일정
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG(진홍지인)	라이센싱	중국	2H20
뮤 IP 활용 H5 게임 3종	라이센싱	중국	2H20
뮤 아크엔젤 (정령성전 한국 버전)	자체 퍼블리싱	한국	20년 5월
R2 IP 활용 모바일 MMORPG	자체 개발	한국	3Q20
SUN IP 활용 모바일 MMORPG	라이센싱	중국	개발 중
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG	라이센싱	중국	개발 중

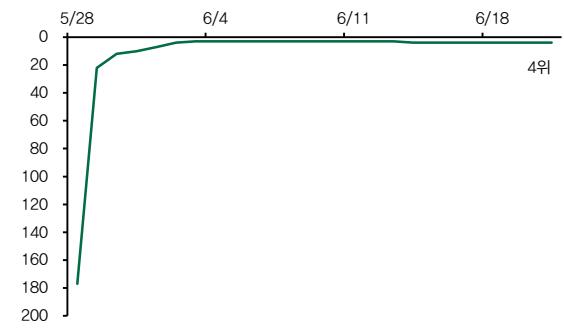
자료: 웹젠 DB 금융투자

도표 3. 뮤 아크엔젤 ios 매출 순위 추이



자료: App Annie, DB 금융투자

도표 4. 뮤 아크엔젤 Google Play 매출 순위 추이



자료: App Annie, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	284	238	296	360	424
현금및현금성자산	65	48	40	99	158
매출채권및기타채권	32	36	41	42	44
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	113	176	172	171	170
유형자산	39	37	36	34	33
무형자산	32	31	28	28	28
투자자산	32	81	81	81	81
자산총계	397	414	469	532	595
유동부채	68	42	43	45	43
매입채무및기타채무	29	12	12	15	13
단기应付금및단기차체	1	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	15	16	16	16	16
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	83	58	59	61	59
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	195	237	293	355	421
비자매주주지분	0	0	-1	-2	-3
자본총계	314	356	411	471	536

## 현금흐름표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	82	20	78	55	56
당기순이익	50	42	55	60	65
현금유동이없는비용및수익	12	7	19	19	22
유형및무형자산상각비	7	8	8	5	5
영업관련자산부채변동	9	-34	24	-2	-7
매출채권및기타채권의감소	-7	-6	-4	-1	-2
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채권및기타채무의증가	0	0	0	2	-2
투자활동현금흐름	-65	-29	9	9	2
CAPEX	-3	-3	-5	-4	-4
투자자산의순증	-22	-49	0	0	0
재무활동현금흐름	-5	-7	-5	-4	-1
사채및장기차입금의증가	0	4	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-91	0	0
현금의증가	13	-17	-8	59	58
기초현금	52	65	48	40	99
기말현금	65	48	40	99	158

자료: 웹젠 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	219	176	229	254	280
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	219	176	229	254	280
판관비	150	124	158	175	193
영업이익	69	52	71	79	87
EBITDA	76	59	78	84	92
영업외손익	0	5	5	4	1
금융손익	6	10	9	9	6
투자손익	-1	-2	-1	-1	-1
기타영업외손익	-5	-3	-3	-4	-4
세전이익	68	57	75	83	88
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	42	55	60	65
자비주주지분순이익	50	43	56	62	66
비자매주주지분순이익	0	0	-1	-1	-1
총포괄이익	49	42	55	60	65
증감률(%YoY)					
매출액	31.6	-19.6	29.9	11.0	10.5
영업이익	56.5	-24.8	36.3	11.6	11.0
EPS	66.3	-15.4	31.9	9.6	7.3

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

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,426	1,207	1,591	1,745	1,871
BPS	8,878	10,064	11,655	13,400	15,271
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	14.9	13.5	12.9	11.8	11.0
P/B	2.4	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.6	6.4	7.5	6.3	5.1
수익성(%)					
영업이익률	31.5	29.4	30.9	31.0	31.2
EBITDA마진	34.7	33.8	34.3	33.2	33.0
순이익률	22.9	24.0	24.1	23.8	23.1
ROE	17.3	12.7	14.7	13.9	13.1
ROA	13.9	10.4	12.5	12.1	11.5
ROIC	64.2	25.5	26.0	31.2	34.0
안정성및기타					
부채비율(%)	26.4	16.4	14.3	13.0	11.1
이자보상배율(배)	5,545.8	324.6	13.1	18.2	167.6
배당성향(배)	0.0	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 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 괴리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 웹젠 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
19/03/06	Buy	25,000	-31.5	-11.0			
20/02/10	Buy	23,000	-37.4	-26.7			
20/03/27	Buy	18,000	-1.6	25.3			
20/06/23	Buy	25,000	-	-			