

웹젠 (069080)

SW/게임SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	52,000원 (I)
현재주가 (10/5)	36,650원
상승여력	42%

시가총액	12,941억원
총발행주식수	35,310,884주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	882,484주
52주 고	39,200원
52주 저	8,800원
외인지분율	28.91%
주요주주	김병관 외 2인 27.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.5)	30.0	98.1
상대	(5.7)	13.9	43.5
절대(달러환산)	(4.9)	33.2	102.7

뉴트로 IP에 개발력을 더하면?

3Q20 실적, 영업이익 QoQ +72%, 4Q20은 더 좋다

동사가 자체 개발한 모바일 게임 'R2M'은 8/25 출시 이후 현재까지 한국 구글플레이 매출 순위 4~5위를 꾸준히 유지, 평균 일매출액 약 4~5억원을 유지하고 있는 것으로 추정. 5/27 출시한 동사 최대 IP 'Mu' 기반 게임 '뮤 아크엔젤'(중국 37게임즈 개발, 웹젠 퍼블리싱)도 10/5 현재 매출 순위 9위로 평균 일매출액 1~2억원을 유지하고 있을 것으로 추정. 두 게임의 잇달은 흥행으로 동사의 3분기 실적은, 매출액 YoY + 87%, QoQ +47% 증가한 886억원, 영업이익은 YoY + 52%, QoQ +72% 증가한 282억원 전망. 4분기는 자체 개발 게임이어서 영업이익률이 높은 'R2M' 매출액의 온기 반영으로 3분기보다 더 높은 영업이익(률)시현이 될 것으로 전망

다음 흥행은 중국에서

2014년 중국 앱스토어 매출순위 1위(월매출 2억 위안)를 기록했던 동사 'Mu' IP 기반의 '전민기적2'가 지난 7/1 중국판호가 발급되어 출시 대기중인 상황. 중국 '천마시공' 개발, '텐센트' 퍼블리싱 예정. 동사는 IP 수수료 매출 인식. 또한, 'Mu' IP 기반의 모바일 MMORPG 게임 2개 (중국 게임명 '진홍지인', '영요대천사')와 HTML5 웹게임 수개 등이 출시 또는 대기중인 것으로 파악되고 있음. 이외에 국내에서 현재 흥행 중인 'R2M'과 '뮤 아크엔젤'의 대만 등 해외진출을 준비 중에 있어 흥행 및 실적 개선은 지속될 가능성이 높을 것으로 추정됨

뉴트로 IP의 위대함과 여기에 추가된 개발력

동사는 2014년 이후 'Mu' IP와 관련된 매출액만 누적 약 1조원이 넘고, 중국 현지 총매출액 기준으로는 약 5조원이 넘을 것으로 추정됨. 동사는 20년이 넘는 newtro 'Mu' IP를 통해 엔씨소프트 리니지 IP처럼 세대를 잇는 수익의 무한 확장이 진행중에 있다는 판단임. 동사 'Mu' IP가 '리니지' IP와 다른 점은 IP 인지도가 국내보다는 중국에 있어 확장성이 더 크다는 점임. 동사의 유명 뉴트로 IP는 'Mu'외에 'R2', 'Sun' 등이 더 있으며, 이제까지는 주로 IP수수료만 수취하였으나, 자체개발 'R2M'의 국내 흥행을 기점으로 향후 자체 보유 IP의 자체 개발이 이어진다면, 높은 영업이익률 증가가 가능할 것으로 예상됨. 일단 가능성이 높은 2020년 실적에 국내외 게임사 평균 PER 25.2배를 적용, 목표주가 52,000을 제시하나, 장기적으로 중국에서의 실적이 본격 반영될 2021년의 실적이 더욱 기대되는 상황임

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	886	87.1	47.2	843	5.1
영업이익	282	52.3	71.9	270	4.6
세전계속사업이익	306	44.7	53.5	303	1.2
지배순이익	226	45.6	51.8	225	0.4
영업이익률 (%)	31.9	-7.3 %pt	+4.6 %pt	32.0	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	25.5	-7.2 %pt	+0.8 %pt	26.7	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,189	1,761	2,769	3,141
영업이익	689	518	916	1,289
지배순이익	503	426	732	1,053
PER	16.7	14.7	17.7	12.3
PBR	2.4	1.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	7.8	7.3	10.6	7.0
ROE	17.3	12.7	18.9	22.2

자료: 유안타증권

웹젠(069080) 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	415	434	474	438	344	602	886	937	2,189	1,761	2,769	3,141	2,866
YoY(%)	-24%	-11%	-25%	-15%	-17%	39%	87%	114%	31%	-19%	57%	14%	-9%
뮤	310	321	380	329	254	448	596	541	1,778	1,341	1,839	2,058	2,159
YoY(%)	47%	-25%	-65%	-55%	-48%	-39%	-32%	-26%	22%	-38%	-38%	20%	25%
국내매출(뮤아크엔젤 제외)	222	181	145	141	116	111	99	105	1,118	689	431	517	646
뮤 아크엔젤	-	-	-	-	-	170	315	225	-	-	710	493	256
해외매출	89	140	235	189	137	168	182	212	661	652	699	1,048	1,257
YoY(%)	-69%	-7%	75%	100%	55%	20%	-22%	12%	89%	-1%	7%	50%	20%
R2	22	26	18	32	18	29	26	25	73	98	97	90	95
R2M	-	-	-	-	-	-	167	276	-	-	443	639	256
샷온라인	16	13	14	14	11	17	14	14	64	56	57	57	57
메틴2	16	18	22	23	25	63	33	29	83	79	149	114	92
webzen.com	10	10	9	12	10	16	16	18	37	41	59	50	55
기타	40	45	31	28	26	28	33	33	147	144	120	132	149
기타수익	0	0	0	1	1	1	1	1	6	1	4	3	3
영업비용	323	341	288	291	248	438	604	563	1,500	1,518	1,853	2,013	1,922
지급수수료	146	130	110	111	83	218	361	351	721	496	1,013	1,104	963
인건비	111	126	118	122	123	126	131	136	484	478	515	551	585
광고선전비	29	47	14	15	7	57	76	40	134	105	180	195	205
상각비	19	19	17	21	15	15	15	15	71	76	59	68	69
회선비	3	3	4	3	3	3	3	3	18	13	12	14	14
기타	15	15	25	19	17	20	18	19	72	74	74	82	86
영업이익	92	93	186	147	96	164	282	374	689	518	916	1,128	944
영업이익률(%)	22.1%	21.5%	39.2%	33.6%	27.8%	27.3%	31.9%	39.9%	31.5%	29.4%	33.1%	35.9%	32.9%

자료: 웹젠, 유안타증권 리서치센터

'R2M' 국내 구글플레이 전체 앱 매출순위 (8/25~10/4)

다운로드 순위 수익 순위

시 호 일



자료: AppAnnie, 유안타증권 리서치센터

‘뮤 아크엔젤’ 국내 구글플레이 전체 앱 매출순위 (7/7~10/4)



자료: AppAnnie

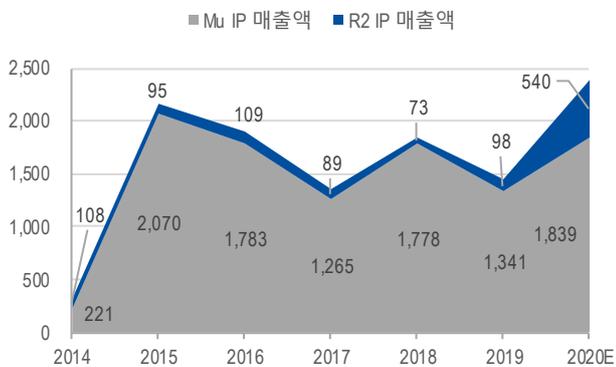
Mu IP 게임 중국 출시 상황

게임명	장르	출시 국가	진행 상황
진홍지인	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG	중국	· 2019년: 6/28 판호 획득 → 7/11 1차 CBT · 2020년: 7/8 2차 CBT(결제가능) → 8/5 무삭제 CBT 진행 → 9/22 공식 출시
영요대천사	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG	중국	· 대규모 마법의 3D 모바일 게임 '영광의 천사(영요대천사)'의 연구 개발로그 공개
전민기적2	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG	중국	· 출시일 공개되지 않았지만 6월부터 사전예약 진행 → 8/16 3차 CBT 종료 → 올해말/내년초 출시 기대 · 최근 테스트를 시작했으며, 삭제 테스트인데도 많은 플레이어들의 관심을 받음 · 중국개발사 천마시공이 개발하고, 텐센트가 퍼블리싱할 예정"
H5 게임 3개	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG	중국	· 중국시장 또한 론칭 일정은 미정 · 다만 이 중 왕자나란 H5, 탁월대천사 중국언론에서 언급된 적 있음"

자료: 유안타증권 리서치센터, 중국 언론기사 모음

웹젠 ‘Mu’, ‘R2’ IP 누적 매출액 추이

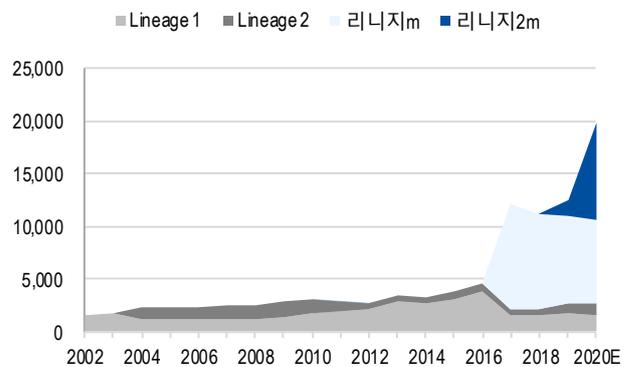
(단위: 억 원)



자료: 유안타증권 리서치센터, 웹젠

엔씨소프트 ‘리니지’ IP 누적 매출액 추이

(단위: 억 원)



자료: 유안타증권 리서치센터, 엔씨소프트

웹젠 2020년 예상 지배순이익 (A)	732
웹젠 2020년 예상 ROE	18.9
국내외게임사 평균 PER (B)	25.2
국내외게임사 평균 ROE	16.3
적정 시가총액 (C = A * B)	18,446
발행주식총수 (D)	35,310,884주
적정주당가액 (E = C/D)	52,240원

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 평균 PER / ROE

Multiple	ACTIVISION BLIZZ	TENCENT	NEXON	NETEASE	NCSOFT	NHN	DOUBLEU GAMES	NETMARBLE	COM2US	WEBZEN	ELECTRONIC ARTS	SQUARE ENIX	BANDAI NAMCO	GUNGHO ONLINE	평균
P/E	25.3	36.8	20.2	24.2	24.4	20.5	9.6	57.3	12.1	19.6	27.5	39.5	25.0	11.6	25.2
ROE	15.8	22.8	16.8	20.6	26.7	4.5	20.3	5.8	12.4	17.2	28.2	9.8	13.3	13.5	16.3

자료: Bloomberg

웹젠 (069080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,189	1,761	2,769	3,141	2,866
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,189	1,761	2,769	3,141	2,866
판매비	1,500	1,243	1,853	1,853	1,853
영업이익	689	518	916	1,289	1,013
EBITDA	760	594	972	1,341	1,057
영업외손익	-4	53	88	105	126
외환관련손익	13	-1	0	0	0
이자손익	59	80	33	53	71
관계기업관련손익	-6	-18	0	0	0
기타	-69	-10	55	52	55
법인세비용차감전순이익	684	570	1,004	1,393	1,139
법인세비용	183	149	278	348	285
계속사업순이익	501	422	727	1,045	854
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	501	422	727	1,045	854
지배지분순이익	503	426	732	1,053	861
포괄순이익	494	416	729	1,048	857
지배지분포괄이익	496	420	735	1,056	864

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	822	196	885	1,518	1,492
당기순이익	0	0	510	1,045	854
감가상각비	46	56	52	51	43
외환손익	-2	6	4	0	0
중속, 관계기업관련손익	6	2	0	0	0
자산부채의 증감	92	-342	50	355	528
기타현금흐름	680	474	269	67	67
투자활동 현금흐름	-649	-290	-123	-10	-10
투자자산	-201	-1,040	-25	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-28	-26	-10	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-420	776	-88	0	0
재무활동 현금흐름	-48	-72	-86	-14	-14
단기차입금	2	-59	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1	0	0	0	0
자본	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-49	-13	-87	-14	-14
연결범위변동 등 기타	0	1	-157	-498	-500
현금의 증감	126	-165	519	996	968
기초 현금	524	649	484	1,003	1,999
기말 현금	649	484	1,003	1,999	2,968
NOPLAT	689	518	916	1,289	1,013
FCF	639	91	758	1,364	1,322

자료: 유안타증권

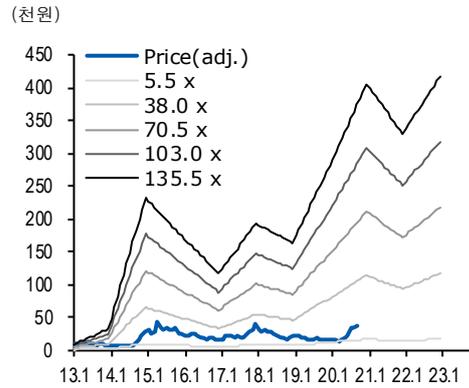
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,837	2,384	3,678	4,774	5,669
현금및현금성자산	649	484	1,003	1,999	2,968
매출채권 및 기타채권	316	365	740	839	765
재고자산	1	0	1	1	1
비유동자산	1,131	1,756	1,455	1,412	1,379
유형자산	393	369	345	304	272
관계기업등 지분관련자산	19	0	0	0	0
기타투자자산	297	808	576	576	576
자산총계	3,968	4,140	5,133	6,186	7,047
유동부채	679	423	741	741	741
매입채무 및 기타채무	292	122	0	0	0
단기차입금	6	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	150	160	174	174	174
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	829	583	914	914	914
지배지분	3,135	3,554	4,219	5,269	6,131
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,500	1,498	1,499	1,499	1,499
이익잉여금	1,951	2,370	3,102	4,155	5,016
비지배지분	4	3	2	2	2
자본총계	3,139	3,556	4,219	5,272	6,133
순차입금	-2,474	-1,976	-2,596	-3,592	-4,560
총차입금	6	32	327	327	327

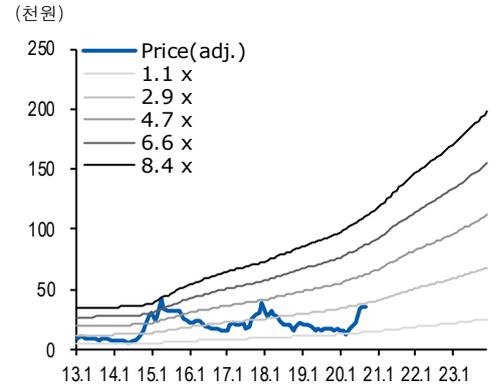
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,426	1,207	2,074	2,983	2,439
BPS	10,075	11,420	13,769	17,208	20,020
EBITDAPS	2,152	1,683	2,752	3,798	2,994
SPS	6,199	4,986	7,841	8,896	8,116
DPS	0	0	0	0	0
PER	16.7	14.7	17.7	12.3	15.0
PBR	2.4	1.6	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.8	7.3	10.6	7.0	7.9
PSR	3.8	3.6	4.7	4.1	4.5

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	31.6	-19.6	57.3	13.5	-8.8
영업이익 증가율 (%)	56.5	-24.8	76.9	40.7	-21.4
지배순이익 증가율 (%)	66.3	-15.4	71.9	43.8	-18.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	31.5	29.4	33.1	41.0	35.4
지배순이익률 (%)	23.0	24.2	26.5	33.5	30.0
EBITDA 마진 (%)	34.7	33.8	35.1	42.7	36.9
ROIC	92.6	73.4	82.5	97.2	78.4
ROA	14.0	10.5	15.8	18.6	13.0
ROE	17.3	12.7	18.9	22.2	15.1
부채비율 (%)	26.4	16.4	21.7	17.3	14.9
순차입금/자기자본 (%)	-78.9	-55.6	-61.6	-68.2	-74.4
영업이익/금융비용 (배)	5,545.8	324.6	2,236.6	3,751.4	2,950.0

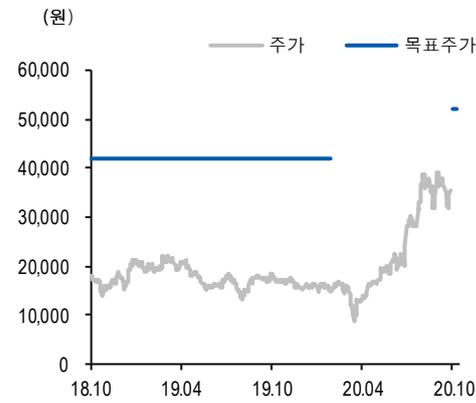
P/E band chart



P/B band chart



웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-06	BUY	52,000	1년		
2020-02-04	Not Rated	-	1년		-
2019-04-19	1년 경과 이후		1년	-60.52	-53.33
2018-04-19	BUY	42,000	1년	-54.68	-26.79

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)	1.2
Buy(매수)	87.8
Hold(중립)	11.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-03

※해의 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.