

웹젠 (069080)

SW/SI

이창영



02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

| | |
|-------------|--------------------|
| 투자의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 52,000원 (M) |
| 현재주가 (11/6) | 34,000원 |
| 상승여력 | 53% |

| | |
|-------------|---------------------|
| 시가총액 | 12,006억원 |
| 총발행주식수 | 35,310,884주 |
| 60일 평균 거래대금 | 258억원 |
| 60일 평균 거래량 | 722,566주 |
| 52주 고 | 39,200원 |
| 52주 저 | 8,800원 |
| 외인지분율 | 30.09% |
| 주요주주 | 김병관 외 2 인 27.19% |

| | | | |
|----------|--------|--------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | (11.7) | (11.7) | 95.4 |
| 상대 | (9.0) | (9.9) | 56.4 |
| 절대(달러환산) | (8.5) | (6.7) | 101.8 |

높았던 기대를 상회하는 실적과 전망

3Q20 Review

영업수익 1,070억원(QoQ +78%, YoY +126%), 영업이익 435억원(QoQ +165%, YoY +134%), 순이익 340억원(QoQ +130%, YoY +121%). 시장 기대치 초과.

‘뮤 아크엔젤’ 매출 분기 전체 반영되며 뮤 관련 매출 724억원(QoQ +62%, YoY +91%), ‘R2M’ (8/25 출시, 9월 매출 순위 4~5위) 흥행에 따른 R2 관련 매출 267억원(QoQ +837%, YoY +1,419%) 폭증하여 실적 상승의 주 원인이 됨. 특징적인 것은 자체 개발 게임 ‘R2M’ 흥행으로 영업이익률이 전분기 27.3%에서 40.7%로 13.4%pt 급증하여 높은 영업이익(률) 개선을 시현함

4분기 및 2021년 전망

4분기도 자체 개발 게임 ‘R2M’의 분기 전체 반영으로 이익 및 이익률 개선은 지속될 것으로 예상되며, 11/6 현재 국내 구글플레이 전체 앱 매출순위 ‘R2M’ 6위, ‘뮤 아크엔젤’ 7위로 높은 수준을 유지하고 있어 견조한 실적이 유지 될 것으로 전망됨

2021년은 뮤 IP를 이용한 신규 게임들의 중국 진출이 본격화 되어 새로운 성장이 기대됨. ‘텐센트’가 퍼블리싱 예정인 ‘전민기적2’는 이미 판호발급(7/1)후 CBT까지 진행된 상황이어서 2021년 초 출시를 기대하고 있으며, ‘37게임즈’ 개발&퍼블리싱하는 ‘영요대천사(榮耀大天使)’도 판호를 발급받고(10/16), 사전예약 진행중이어서 빠르면 연내에도 출시 가능할 것으로 예상됨.

이외에 현재 국내 흥행되어 게임성이 검증된 ‘R2M’, ‘뮤 아크엔젤’이 내년 상반기 대만을 비롯 해외 출시가 예정되어 있으며, ‘R2M’과 같은 자체 개발 게임 2종이 준비중이어서 동사의 실적 개선은 지속 가능하다는 판단임

투자의견 BUY, 목표주가 52,000원 유지

국내 흥행 지속, 중국 신규 게임 출시로 실적 개선이 진행되고 있는 가운데, IP 수수료 위주의 수익구조에서 자체 개발 게임에 의한 이익 비중이 급격히 증가하고 있어, 이익상승, 밸류에이션 멀티플 상승 모두가 기대됨

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

| | 3Q20P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|-----------|------|----------|
| 매출액 | 1,070 | 125.9 | 77.7 | 850 | 25.9 |
| 영업이익 | 435 | 134.4 | 164.7 | 274 | 58.6 |
| 세전계속사업이익 | 451 | 113.1 | 126.0 | 303 | 49.1 |
| 지배순이익 | 340 | 119.2 | 128.5 | 227 | 49.6 |
| 영업이익률 (%) | 40.7 | +1.5 %pt | +13.4 %pt | 32.3 | +8.4 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 31.7 | -1.0 %pt | +7.0 %pt | 26.7 | +5.0 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,189 | 1,761 | 3,167 | 3,231 |
| 영업이익 | 689 | 518 | 1,207 | 1,275 |
| 지배순이익 | 503 | 426 | 946 | 1,034 |
| PER | 16.7 | 14.7 | 12.7 | 11.6 |
| PBR | 2.4 | 1.6 | 2.4 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 7.8 | 7.3 | 7.4 | 6.2 |
| ROE | 17.3 | 12.7 | 23.7 | 20.9 |

자료: 유안타증권

웹젠(069080) 실적 추이 및 전망

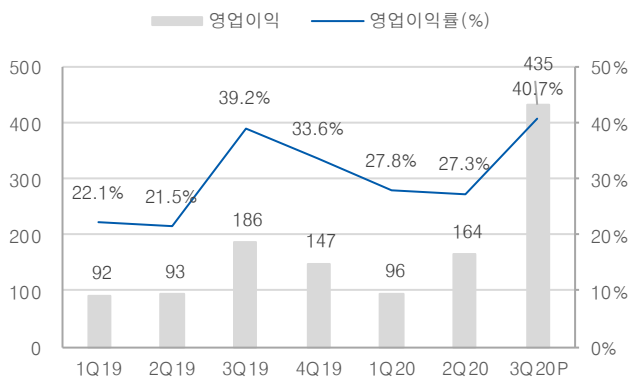
(단위: 억원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20P | 4Q20E | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업수익 | 415 | 434 | 474 | 438 | 344 | 602 | 1,070 | 1,152 | 2,189 | 1,761 | 3,167 | 3,231 |
| 뮤 | 310 | 321 | 380 | 329 | 254 | 448 | 724 | 636 | 1,778 | 1,341 | 2,063 | 2,152 |
| 뮤 아크엔젤 | - | - | - | - | - | 170 | 450 | 360 | - | - | 980 | 663 |
| 해외매출 | 89 | 140 | 235 | 189 | 137 | 168 | 164 | 166 | 661 | 652 | 635 | 952 |
| R2 | 22 | 26 | 18 | 32 | 18 | 29 | 45 | 25 | 73 | 98 | 117 | 96 |
| R2M | - | - | - | - | - | - | 222 | 414 | - | - | 636 | 679 |
| 샷온라인 | 16 | 13 | 14 | 14 | 11 | 17 | 16 | 14 | 64 | 56 | 59 | 58 |
| 메틴2 | 16 | 18 | 22 | 23 | 25 | 63 | 27 | 28 | 83 | 79 | 143 | 111 |
| 기타 | 40 | 45 | 31 | 28 | 26 | 28 | 34 | 33 | 147 | 144 | 121 | 133 |
| 영업비용 | 323 | 341 | 288 | 291 | 248 | 438 | 635 | 640 | 1,500 | 1,518 | 1,960 | 1,955 |
| 지급수수료 | 146 | 130 | 110 | 111 | 83 | 218 | 401 | 416 | 721 | 496 | 1,117 | 1,047 |
| 인건비 | 111 | 126 | 118 | 122 | 123 | 126 | 134 | 139 | 484 | 478 | 522 | 559 |
| 광고선전비 | 29 | 47 | 14 | 15 | 7 | 57 | 75 | 54 | 134 | 105 | 193 | 196 |
| 상각비 | 19 | 19 | 17 | 21 | 15 | 15 | 14 | 14 | 71 | 76 | 57 | 67 |
| 회선비 | 3 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 18 | 13 | 13 | 14 |
| 기타 | 15 | 15 | 25 | 19 | 17 | 20 | 8 | 14 | 72 | 74 | 59 | 73 |
| 영업이익 | 92 | 93 | 186 | 147 | 96 | 164 | 435 | 512 | 689 | 518 | 1,207 | 1,275 |
| 영업이익률(%) | 22.1% | 21.5% | 39.2% | 33.6% | 27.8% | 27.3% | 40.7% | 44.4% | 31.5% | 29.4% | 38.1% | 39.5% |

자료: 유안타증권 리서치센터

웹젠 전사 영업이익 & 영업이익률(%) 추이

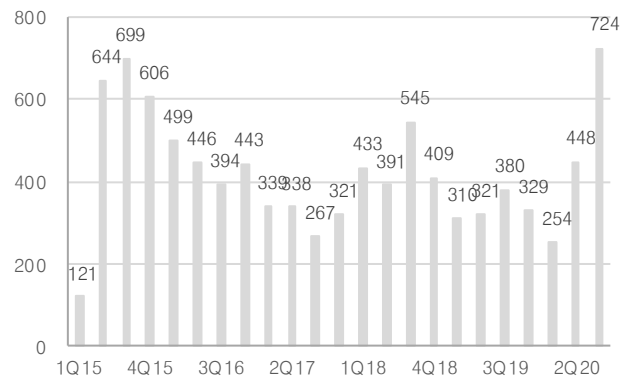
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

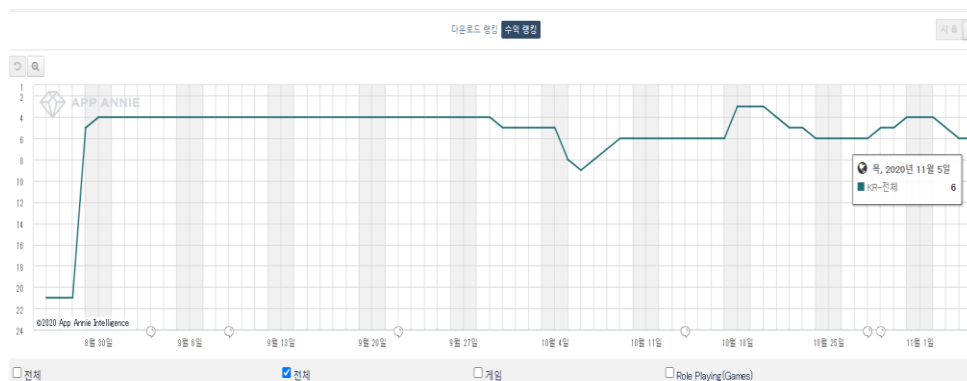
뮤 분기별 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

R2M 한국 구글플레이 매출 순위 추이 (8*25~11/5)



자료: 앱애니

뮤 아크엔젤 한국 구글플레이 매출 순위 추이 (8*25~11/5)



자료: 앱애니

웹젠 (069080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 2,189 | 1,761 | 3,167 | 3,231 | 2,948 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 2,189 | 1,761 | 3,167 | 3,231 | 2,948 |
| 판매비 | 1,500 | 1,243 | 1,960 | 1,955 | 1,852 |
| 영업이익 | 689 | 518 | 1,207 | 1,275 | 1,096 |
| EBITDA | 760 | 594 | 1,262 | 1,328 | 1,140 |
| 영업외손익 | -4 | 53 | 79 | 98 | 120 |
| 외환관련손익 | 13 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | 59 | 80 | 40 | 61 | 80 |
| 관계기업관련손익 | -6 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -69 | -10 | 39 | 38 | 40 |
| 법인세비용차감전순이익 | 684 | 570 | 1,286 | 1,374 | 1,215 |
| 법인세비용 | 183 | 149 | 343 | 343 | 304 |
| 계속사업순이익 | 501 | 422 | 943 | 1,030 | 912 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 501 | 422 | 943 | 1,030 | 912 |
| 지배지분순이익 | 503 | 426 | 946 | 1,034 | 915 |
| 포괄순이익 | 494 | 416 | 945 | 1,033 | 914 |
| 지배지분포괄이익 | 496 | 420 | 953 | 1,041 | 922 |

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

| 현금흐름표 (단위: 억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 영업활동 현금흐름 | 822 | 196 | 1,263 | 1,591 | 1,528 |
| 당기순이익 | 0 | 0 | 726 | 1,030 | 912 |
| 감가상각비 | 46 | 56 | 52 | 51 | 43 |
| 외환손익 | -2 | 6 | 4 | 0 | 0 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | 92 | -342 | 212 | 443 | 506 |
| 기타현금흐름 | 680 | 474 | 269 | 67 | 67 |
| 투자활동 현금흐름 | -649 | -290 | -448 | -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 | -414 | 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 | -180 | -503 | -503 |
| 현금의 증감 | 126 | -165 | 549 | 1,065 | 1,001 |
| 기초 현금 | 524 | 649 | 484 | 1,033 | 2,098 |
| 기말 현금 | 649 | 484 | 1,033 | 2,098 | 3,098 |
| NOPLAT | 689 | 518 | 1,207 | 1,275 | 1,096 |
| FCF | 639 | 91 | 1,142 | 1,441 | 1,362 |

자료: 유안타증권

주: 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

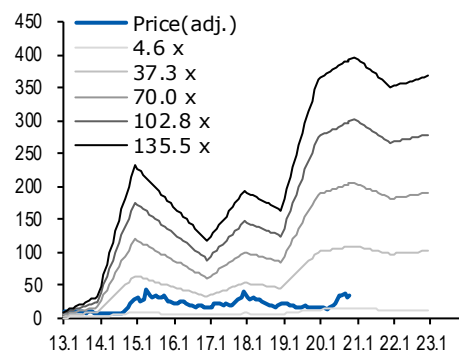
| 재무상태표 (단위: 억원) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 유동자산 | 2,837 | 2,384 | 3,656 | 4,733 | 5,681 |
| 현금및현금성자산 | 649 | 484 | 1,033 | 2,098 | 3,098 |
| 매출채권 및 기타채권 | 316 | 365 | 577 | 589 | 538 |
| 재고자산 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 1,131 | 1,756 | 2,065 | 2,023 | 1,989 |
| 유형자산 | 393 | 369 | 345 | 304 | 272 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 19 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자자산 | 297 | 808 | 1,164 | 1,164 | 1,164 |
| 자산총계 | 3,968 | 4,140 | 5,721 | 6,756 | 7,671 |
| 유동부채 | 679 | 423 | 1,049 | 1,049 | 1,049 |
| 매입채무 및 기타채무 | 292 | 122 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 150 | 160 | 240 | 240 | 240 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 829 | 583 | 1,289 | 1,289 | 1,289 |
| 지배지분 | 3,135 | 3,554 | 4,430 | 5,464 | 6,379 |
| 자본금 | 177 | 177 | 177 | 177 | 177 |
| 자본잉여금 | 1,500 | 1,498 | 1,499 | 1,499 | 1,499 |
| 이익잉여금 | 1,951 | 2,370 | 3,316 | 4,350 | 5,265 |
| 비지배지분 | 4 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 자본총계 | 3,139 | 3,556 | 4,433 | 5,467 | 6,382 |
| 순차입금 | -2,474 | -1,976 | -2,716 | -3,780 | -4,781 |
| 총차입금 | 6 | 32 | 347 | 347 | 347 |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| EPS | 1,426 | 1,207 | 2,680 | 2,929 | 2,591 |
| BPS | 10,075 | 11,420 | 14,467 | 17,844 | 20,832 |
| EBITDAPS | 2,152 | 1,683 | 3,575 | 3,760 | 3,228 |
| SPS | 6,199 | 4,986 | 8,969 | 9,149 | 8,348 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 16.7 | 14.7 | 12.7 | 11.6 | 13.1 |
| PBR | 2.4 | 1.6 | 2.4 | 1.9 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 7.8 | 7.3 | 7.4 | 6.2 | 6.3 |
| PSR | 3.8 | 3.6 | 3.8 | 3.7 | 4.1 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 증가율 (%) | 31.6 | -19.6 | 79.9 | 2.0 | -8.8 |
| 영업이익 증가율 (%) | 56.5 | -24.8 | 133.0 | 5.7 | -14.1 |
| 지배지분이익 증가율 (%) | 66.3 | -15.4 | 122.1 | 9.3 | -11.5 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 (%) | 31.5 | 29.4 | 38.1 | 39.5 | 37.2 |
| 지배지분이익률 (%) | 23.0 | 24.2 | 29.9 | 32.0 | 31.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 34.7 | 33.8 | 39.9 | 41.1 | 38.7 |
| ROIC | 92.6 | 73.4 | 155.6 | 199.2 | 194.7 |
| ROA | 14.0 | 10.5 | 19.2 | 16.6 | 12.7 |
| ROE | 17.3 | 12.7 | 23.7 | 20.9 | 15.5 |
| 부채비율 (%) | 26.4 | 16.4 | 29.1 | 23.6 | 20.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -78.9 | -55.6 | -61.3 | -69.2 | -74.9 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 5,545.8 | 324.6 | 2,946.0 | 3,712.5 | 3,190.5 |

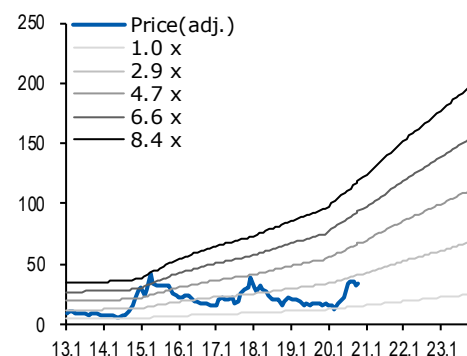
P/E band chart

(천원)



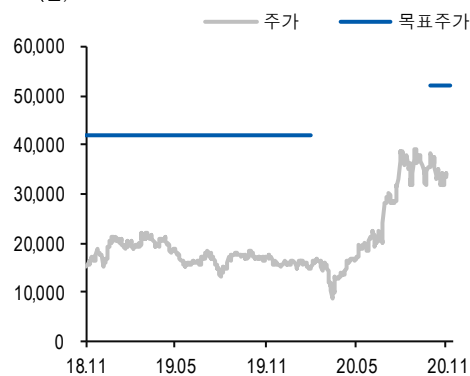
P/B band chart

(천원)



웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
|------------|-------------|------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 2020-11-09 | BUY | 52,000 | 1년 | | |
| 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) | 0.6 |
| Buy(매수) | 89.1 |
| Hold(중립) | 10.3 |
| Sell(비중축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2020-11-07

※해외 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 투자결정은 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.