



# 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 반영 되며 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, 벨류에이션 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)

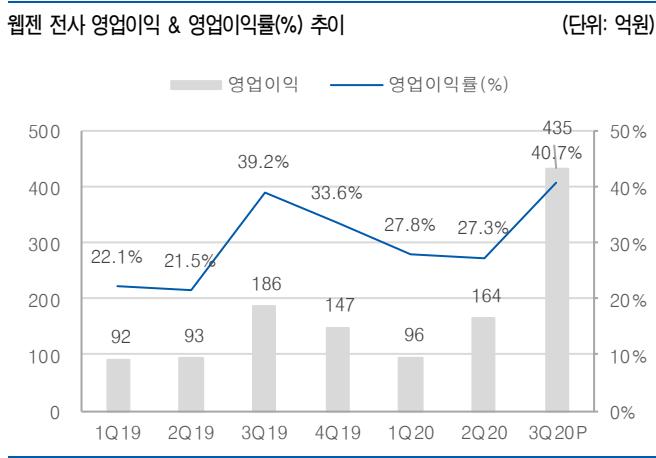
(억원, 원, %, 배)

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

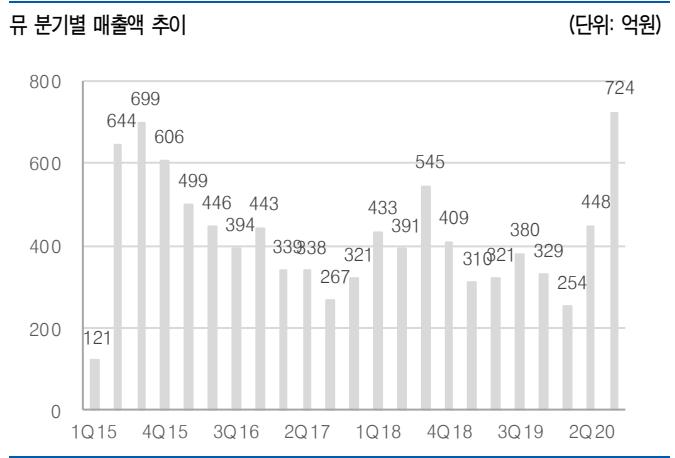
자료: 유안타증권

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	
류	310	321	380	329	254	448	724	636	1,778	1,341	2,063	2,152	
류 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



자료: 유안타증권 리서치센터



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)

순익계산서		(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	
판관비	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	
법인세비용차감전순손익	684	570	1,286	1,374	1,215	
법인세비용	183	149	343	343	304	
계속사업순손익	501	422	943	1,030	912	
종단사업순손익	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: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 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	
증속, 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

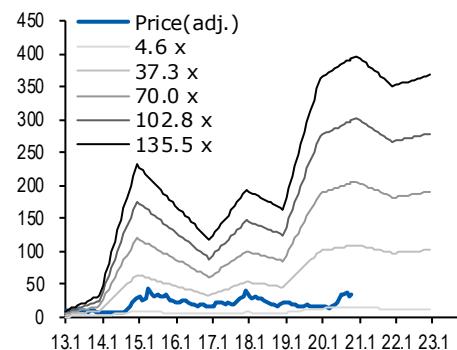
재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		2,837	2,384	3,656	4,733	5,681
현금및현금성자산		649	484	1,033	2,098	3,098
매출채권 및 기타채권		316	365	577	589	538
재고자산		1	0	1	1	1
비유동자산		1,131	1,756	2,065	2,023	1,989
유형자산		393	369	345	304	272
관계기업등 지분관련자산		19	0	0	0	0
기타투자자산		297	808	1,164	1,164	1,164
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
지배순이익 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
지배순이익률 (%)		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

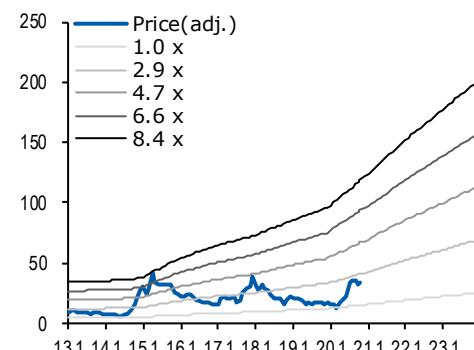
## P/E band chart

(천원)



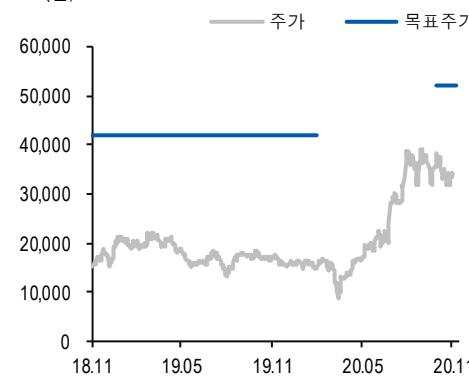
## P/B band chart

(천원)



## 웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				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	-60.52	-53.33
2018-04-19	BUY	42,000	1년	-54.68	-26.79

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 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 기준 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 투자 의사결정은 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.