

웹젠 (069080)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	52,000원 (M)
현재주가 (1/12)	40,850원
상승여력	27%

시가총액	14,424억원
총발행주식수	35,310,884주
60일 평균 거래대금	167억원
60일 평균 거래량	468,206주
52주 고	40,850원
52주 저	8,800원
외인지분율	31.98%
주요주주	김병관 외 2 인 27.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.3	9.1	161.9
상대	13.7	(2.1)	81.0
절대(달러환산)	18.2	13.7	176.5

중국, 4분기, 1/12 NDR 후기

1/6 출시 'Mu' IP 게임 '영요대천사' 중국 매출순위 8위

1/6 출시된 'Mu' IP 게임 '영요대천사'(중국 '37게임즈' 개발&퍼블리싱, 10/16 판호 발급)가 1/12 현재 중국 iOS 앱스토어 매출 순위 8위 기록 중. 일매출 3~5억원 추정, 동사 로열티 일매출액 0.3억원 추정. 향후 10위 전후의 순위 유지 시 연간 약 100억원의 로열티 매출 전망되는 바, 당 리서치팀 추정치인 50억원을 상회할 수 있을 것으로 예상

중국 '천마시공사'가 개발하고 '텐센트'가 퍼블리싱 예정인 '전민기적2'의 경우 판호가 '영요대천사'보다 빠른 7/1 발급되었고 CBT도 마친 상태여서, 1분기 출시 가능성이 높을 것으로 예상됨. 또한, 전작의 흥행 수준 및 퍼블리셔의 능력을 감안 시 '전민기적2'의 당 리서치팀 예상 추정치는 웹젠 로열티 매출 기준 연간 100억원 추정

4분기 Preview

'뮤 아크엔젤' 등 기존 게임들의 매출 자연 감소가 예상되나, 작년 8/25 출시된 자체개발 게임 'R2M'이 2020년 4분기 온기로 매출 인식되고 마진율이 높은 게임이어서, 매출 및 영업이익은 3분기 대비 소폭 증가한 1,115억원, 495억원으로 컨센서스 대비 소폭 상회할 것으로 전망

1/12 NDR 후기

①중국 로열티 매출은 현지 매출의 약 5~7% 수준, ②중국 현지 퍼블리셔/개발사가 불법 서버 등 'Mu' IP 보호를 위해 노력. 불법 사용은 과거 대비 상당부분 감소, ③빠르면 올해 상반기 'R2M'은 대만/서구권, '뮤아크엔젤'은 동남아/서구권 등 해외 진출 준비중 ('R2M'은 자체 개발 게임이고 대만은 국내 MMORPG 흥행 확률이 높은 국가여서 실적기여도가 높을 것으로 기대), ④게임 이외에 'Mu' IP를 통한 IP 비즈니스 진행중(중국 웹툰 플랫폼 '텐센트 동만'을 통한 웹툰 '슬레이브 B' 6/1 출시), ⑤자사주 13.3% 포함 현금성 자산 5,000억원 보유. 신작 IP 확보 위한 M&A 검토, ⑥'Mu' 이외에 다른 IP 사업도 중국에서 진행중

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,115	154.5	4.3	1,086	2.8
영업이익	495	235.7	13.7	464	6.7
세전계속사업이익	512	305.7	13.4	493	3.8
지배순이익	376	304.6	10.7	346	8.8
영업이익률 (%)	44.3	+10.7 %pt	+3.6 %pt	42.7	+1.6 %pt
지배순이익률 (%)	33.7	+12.5 %pt	+2.0 %pt	31.8	+1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

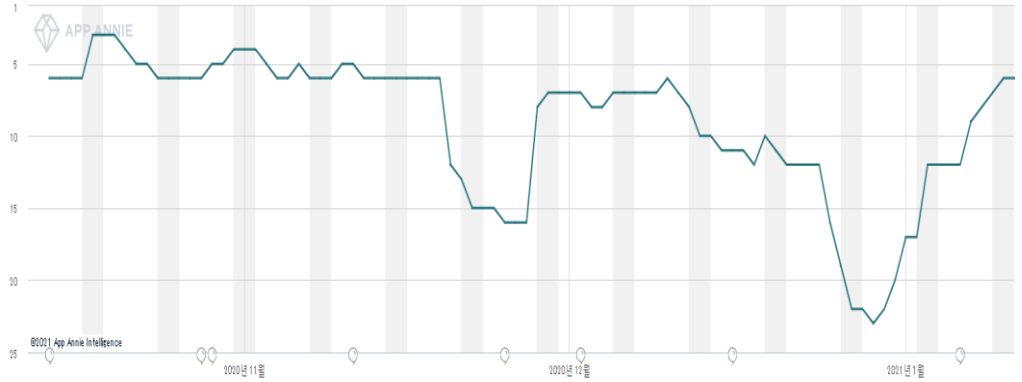
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,189	1,761	3,131	3,307
영업이익	689	518	1,189	1,334
지배순이익	503	426	934	1,079
PER	16.7	14.7	12.9	13.4
PBR	2.4	1.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	7.8	7.3	7.5	7.7
ROE	17.3	12.7	23.4	21.8

자료: 유안타증권

웹젠(069080) 실적 추정						(단위: 억원)				
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	438	344	602	1,070	1,115	2,189	1,761	3,131	3,307	3,479
매출액	437	342	601	1,069	1,114	2,182	1,760	3,127	3,305	3,476
YoY(%)	-15%	-17%	39%	126%	155%	31%	-19%	78%	6%	5%
뮤	329	254	448	724	618	1,778	1,341	2,045	2,229	2,528
뮤 아크엔젤	-	-	170	450	342	-	-	962	663	365
해외매출	189	137	168	164	166	661	652	635	1,029	1,492
YoY(%)	100%	55%	20%	-30%	-12%	89%	-1%	-3%	62%	45%
기존 Mu 해외	189	137	168	164	166	661	652	635	643	631
전반기적 2									105	63
영요대천사									50	38
뮤아크 해외									180	720
기타 Mu IP 해외									50	50
R2	32	18	29	45	25	73	98	117	96	104
R2M	-	-	-	222	396	-	-	618	679	548
샷온라인	14	11	17	16	14	64	56	59	58	58
메틴2	23	25	63	27	28	83	79	143	111	89
기타	28	26	28	34	33	147	144	121	133	150
영업비용	291	248	438	635	621	1,500	1,518	1,941	1,973	2,003
지급수수료	111	83	218	401	400	721	496	1,102	1,059	1,011
인건비	122	123	126	134	139	484	478	522	559	593
광고선전비	15	7	57	75	43	134	105	182	198	237
상각비	21	15	15	14	14	71	76	57	67	68
회선비	3	3	3	3	3	18	13	13	14	15
기타	19	17	20	8	21	72	74	66	77	79
영업이익	147	96	164	435	495	689	518	1,189	1,334	1,477
영업이익률	33.6%	27.8%	27.3%	40.7%	44.3%	31.5%	29.4%	38.0%	40.3%	42.4%

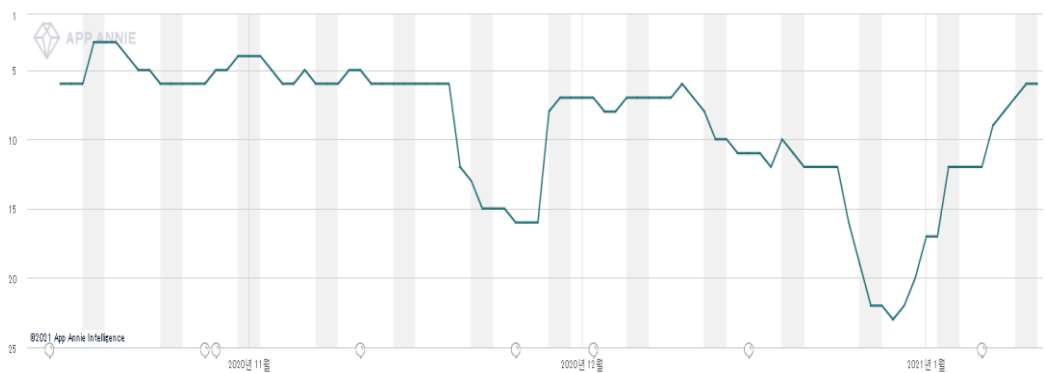
자료: 유안타증권 리서치센터

‘뮤 아크엔젤’ 한국 구글 플레이 매출 순위 추이 (2020/10/12 ~ 2021/1/11)



자료: Appannie

‘R2M’ 한국 구글 플레이 매출 순위 추이 (2020/10/12 ~ 2021/1/11)



자료: Appannie

웹젠 (069080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,189	1,761	3,131	3,307	3,479
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,189	1,761	3,131	3,307	3,479
판매비	1,500	1,243	1,941	1,973	2,003
영업이익	689	518	1,189	1,334	1,477
EBITDA	760	594	1,245	1,386	1,521
영업외손익	-4	53	80	99	124
외환관련손익	13	-1	0	0	0
이자손익	59	80	40	61	85
관계기업관련손익	-6	-18	0	0	0
기타	-69	-10	39	38	40
법인세비용차감전순이익	684	570	1,269	1,433	1,601
법인세비용	183	149	339	358	400
계속사업순이익	501	422	930	1,075	1,201
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	501	422	930	1,075	1,201
지배지분순이익	503	426	934	1,079	1,205
포괄순이익	494	416	933	1,077	1,203
지배지분포괄이익	496	420	940	1,086	1,213

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	822	196	1,269	1,616	1,734
당기순이익	0	0	714	1,075	1,201
감가상각비	46	56	52	51	43
외환손익	-2	6	4	0	0
중속, 관계기업관련손익	6	2	0	0	0
자산부채의 증감	92	-342	230	423	424
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	-502
현금의 증감	126	-165	555	1,089	1,208
기초 현금	524	649	484	1,039	2,128
기말 현금	649	484	1,039	2,128	3,336
NOPLAT	689	518	1,189	1,334	1,477
FCF	639	91	1,147	1,465	1,565

자료: 유안타증권

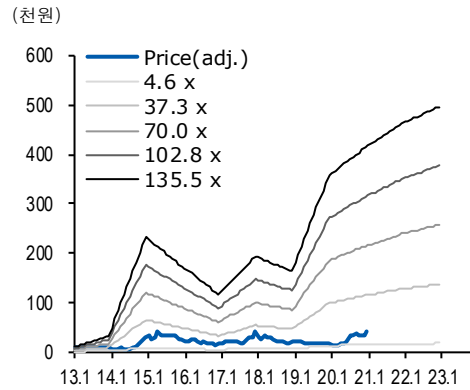
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,837	2,384	3,644	4,764	6,003
현금및현금성자산	649	484	1,039	2,128	3,336
매출채권 및 기타채권	316	365	559	591	621
재고자산	1	0	1	1	2
비유동자산	1,131	1,756	2,065	2,023	1,989
유형자산	393	369	345	304	272
관계기업 등 지분관련 자산	19	0	0	0	0
기타투자자산	297	808	1,164	1,164	1,164
자산총계	3,968	4,140	5,709	6,788	7,993
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	4,417	5,496	6,701
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,500	1,498	1,499	1,499	1,499
이익잉여금	1,951	2,370	3,303	4,382	5,587
비지배지분	4	3	2	2	2
자본총계	3,139	3,556	4,420	5,499	6,704
순차입금	-2,474	-1,976	-2,721	-3,811	-5,019
총차입금	6	32	347	347	347

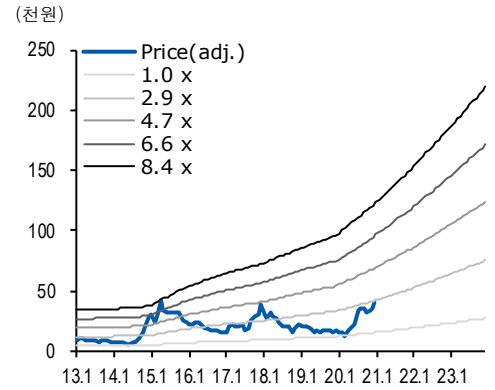
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,426	1,207	2,644	3,055	3,413
BPS	10,075	11,420	14,426	17,948	21,884
EBITDAPS	2,152	1,683	3,527	3,926	4,306
SPS	6,199	4,986	8,866	9,365	9,853
DPS	0	0	0	0	0
PER	16.7	14.7	12.9	13.4	12.0
PBR	2.4	1.6	2.4	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.8	7.3	7.5	7.7	6.2
PSR	3.8	3.6	3.8	4.4	4.1

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	31.6	-19.6	77.8	5.6	5.2
영업이익 증가율 (%)	56.5	-24.8	129.7	12.1	10.7
지배순이익 증가율 (%)	66.3	-15.4	119.2	15.5	11.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	31.5	29.4	38.0	40.3	42.4
지배순이익률 (%)	23.0	24.2	29.8	32.6	34.6
EBITDA 마진 (%)	34.7	33.8	39.8	41.9	43.7
ROIC	92.6	73.4	155.9	212.0	238.2
ROA	14.0	10.5	19.0	17.3	16.3
ROE	17.3	12.7	23.4	21.8	19.8
부채비율 (%)	26.4	16.4	29.2	23.4	19.2
순차입금/자기자본 (%)	-78.9	-55.6	-61.6	-69.3	-74.9
영업이익/금융비용 (배)	5,545.8	324.6	2,904.0	3,883.1	4,298.9

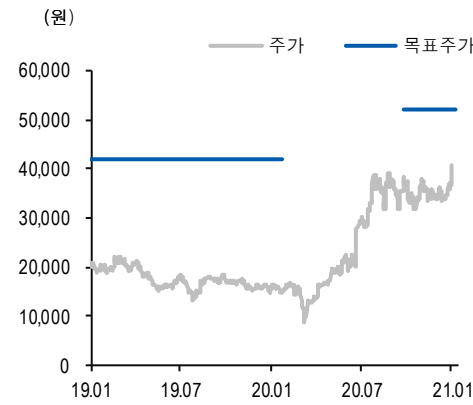
P/E band chart



P/B band chart



웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-13	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)	1.2
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	5.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-10

※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 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.