

웹젠 (069080)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	52,000원 (M)
현재주가 (2/3)	40,250원
상승여력	29%

시가총액	14,213억원
총발행주식수	35,310,884주
60일 평균 거래대금	225억원
60일 평균 거래량	599,723주
52주 고	42,100원
52주 저	8,800원
외인지분율	32.68%
주요주주	김병관 외 2 인 27.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.3	19.8	170.1
상대	16.1	1.0	80.0
절대(달러환산)	13.3	21.9	189.5

두번째 '기적'을 기대

4Q20 Review

영업수익 926억원(YoY +111%, QoQ -14%) 영업이익 389억원(YoY +163%, QoQ -11%), 당기순이익 306억원(YoY +232%). 3분기 실적 개선의 주요인이었던 국내 '뮤 아크엔젤'과 'R2M' 매출이 감소하며 시장기대치 하회

1분기 및 상반기 전망

1/6 출시된 Mu IP 기반 게임 '영요대천사'가 출시 초기 중국 iOS 매출순위 10위권 전후에서 2/2 현재 24위(Appannie 기준)를 기록하고 있어 1분기 로열티 매출이 추가될 것으로 예상

현재 주요 매출 게임인 국내 '뮤 아크엔젤'과 'R2M' 국내 구글플레이 매출 순위 기준 각각 17위, 8위를 기록하고 있고, 경쟁작 출시로 인한 매출 감소가 예상되는 바, '전민기적2'의 중국 출시가 이루어지지 않는 한, 4분기 대비 1분기 매출 및 이익 감소는 불가피할 것으로 전망

그러나, '영요대천사' 보다 IP 인지도와 텐센트 퍼블리싱, 전작 iOS 매출1위로 흥행 가능성이 높은 '전민기적2'의 판호 발급이 '영요대천사' (10/16)보다 빠른 2020년 7월1일에 진행되었고, 그 이후 비공개 테스트를 이미 4차례에 걸쳐 진행했다는 점을 감안 시, '전민기적2'는 상반기 내 출시 가능성이 높을 것으로 예상됨

또한, 국내에서 흥행성이 검증된 '뮤 아크엔젤'과 'R2M'의 대만을 포함한 동남아, 서구권 등의 상반기 출시 가능성이 예상되는 바, 상반기 내 실적 모멘텀이 발생할 가능성이 높을 것으로 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 52,000원 유지

기존 게임들의 실적이 견조하게 유지되는 가운데, 새로이 2개 이상의 게임에서 중국 IP 수수료 수익이 추가되고, 자체개발 게임 'R2M'을 포함한 국내 흥행 검증된 게임의 해외 진출이 예정되어 있어, 2021년 실적 개선 가능성이 높음에도 불구하고 ROE 23%, PER 10배 초반 수준에 불과한 바, 동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 52,000원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	926	111.2	-13.5	1,027	-9.9
영업이익	388	163.2	-10.8	429	-9.5
세전계속사업이익	412	226.7	-8.6	459	-10.1
지배순이익	312	235.8	-7.8	327	-4.5
영업이익률 (%)	41.9	+8.3 %pt	+1.2 %pt	41.8	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	33.7	+12.5 %pt	+2.1 %pt	31.8	+1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	2,189	1,761	2,941	3,406
영업이익	689	518	1,083	1,396
지배순이익	503	426	869	1,123
PER	16.7	14.7	14.1	12.7
PBR	2.4	1.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	7.8	7.3	8.1	7.0
ROE	17.3	12.7	22.0	22.8

자료: 유안타증권

웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업수익	415	434	474	438	344	602	1,070	926	839	771	881	915	2,189	1,761	2,941	3,406	3,608
뮤	310	321	380	329	254	448	724	536	511	491	652	658	1,778	1,341	1,962	2,312	2,649
뮤 아크엔젤	-	-	-	-	-	170	450	297	234	189	135	105	-	-	917	663	365
해외매출	89	140	235	189	137	168	164	128	159	189	404	359	661	652	597	1,111	1,611
Mu 해외(기존게임)	-	-	-	-	-	-	-	-	131	125	139	104	-	-	-	499	489
전민기적 2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42	44	40	-	-	-	126	63
영요대천사	-	-	-	-	-	-	-	-	28	22	16	10	-	-	-	76	38
R2M +뮤아크 해외	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	180	180	-	-	-	360	720
기타 Mu IP 해외	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25	25	-	-	-	50	50
R2	22	26	18	32	18	29	45	25	24	22	26	24	73	98	117	96	104
R2M	-	-	-	-	-	-	222	285	225	180	135	139	-	-	507	679	548
샷온라인	16	13	14	14	11	17	16	17	15	15	13	16	64	56	62	59	60
메틴2	16	18	22	23	25	63	27	37	35	34	31	27	83	79	152	127	98
기타	40	45	31	28	26	28	34	24	28	28	23	49	147	144	112	128	146
영업비용	323	341	288	291	248	438	635	538	464	441	500	605	1,500	1,518	1,858	2,010	1,985
지급수수료	146	130	110	111	83	218	401	307	280	246	263	306	721	496	1,009	1,095	983
인건비	111	126	118	122	123	126	134	182	129	127	141	188	484	478	564	586	621
광고선전비	29	47	14	15	7	57	75	23	21	37	62	65	134	105	162	184	234
상각비	19	19	17	21	15	15	14	12	15	14	14	23	71	76	55	66	66
회선비	3	3	4	3	3	3	3	3	3	3	3	5	18	13	13	14	15
기타	15	15	25	19	17	20	8	11	15	14	17	19	72	74	56	65	67
영업이익	92	93	186	147	96	164	435	388	375	330	381	310	689	518	1,083	1,396	1,623
영업이익률	22.1%	21.5%	39.2%	33.6%	27.8%	27.3%	40.7%	41.9%	44.7%	42.8%	43.2%	33.9%	31.5%	29.4%	36.8%	41.0%	45.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

'영요대천사' 중국 iOS 매출 순위 추이



자료: appannie

웹젠 (069080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,189	1,761	2,941	3,406	3,608
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,189	1,761	2,941	3,406	3,608
판매비	1,500	1,243	1,858	2,010	1,985
영업이익	689	518	1,083	1,396	1,623
EBITDA	760	594	1,138	1,444	1,665
영업외손익	-4	53	87	102	126
외환관련손익	13	-1	0	0	0
이자손익	59	80	39	57	80
관계기업관련손익	-6	-18	0	0	0
기타	-69	-10	48	45	47
법인세비용차감전순이익	684	570	1,169	1,498	1,750
법인세비용	183	149	300	375	437
계속사업순이익	501	422	869	1,124	1,312
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	501	422	869	1,124	1,312
지배지분순이익	503	426	869	1,123	1,311
포괄순이익	494	416	874	1,129	1,318
지배지분포괄이익	496	420	876	1,131	1,320

주: 영업이익 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	1,491	1,747	1,970
당기순이익	0	0	313	1,124	1,312
감가상각비	46	56	52	43	38
외환손익	-2	6	4	0	0
중속, 관계기업관련손익	6	2	0	0	0
자산부채의 증감	92	-342	502	549	591
기타현금흐름	680	474	621	30	30
투자활동 현금흐름	-649	-290	-339	-10	-10
투자자산	-201	-1,040	-304	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-28	-26	-11	-11	-11
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-420	776	-25	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	-3	-635	-635
현금의 증감	126	-165	1,063	1,088	1,311
기초 현금	524	649	484	1,547	2,634
기말 현금	649	484	1,547	2,634	3,945
NOPLAT	689	518	1,083	1,396	1,623
FCF	639	91	1,351	1,634	1,839

자료: 유안타증권

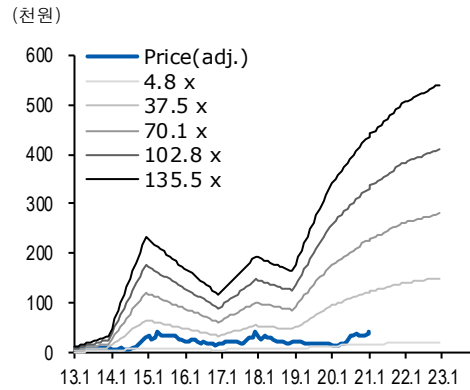
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,837	2,384	3,577	4,738	6,081
현금및현금성자산	649	484	1,547	2,634	3,945
매출채권 및 기타채권	316	365	495	568	600
재고자산	1	0	1	1	1
비유동자산	1,131	1,756	2,063	2,026	1,994
유형자산	393	369	351	317	290
관계기업등 지분관련자산	19	0	0	0	0
기타투자자산	297	808	1,131	1,131	1,131
자산총계	3,968	4,140	5,640	6,763	8,075
유동부채	679	423	1,052	1,052	1,052
매입채무 및 기타채무	292	122	0	0	0
단기차입금	6	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	150	160	230	230	230
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	829	583	1,282	1,282	1,282
지배지분	3,135	3,554	4,355	5,478	6,790
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,500	1,498	1,499	1,499	1,499
이익잉여금	1,951	2,370	3,238	4,361	5,673
비지배지분	4	3	3	3	3
자본총계	3,139	3,556	4,358	5,481	6,792
순차입금	-2,474	-1,976	-3,034	-4,121	-5,432
총차입금	6	32	25	25	25

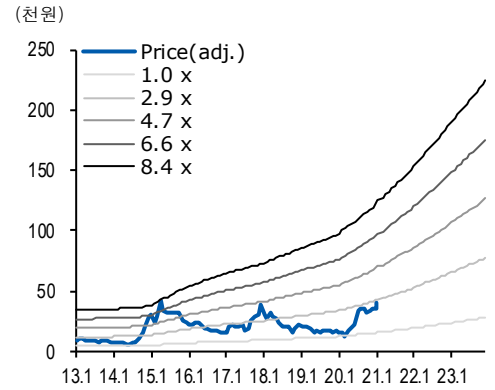
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,426	1,207	2,460	3,180	3,714
BPS	10,075	11,420	14,223	17,890	22,173
EBITDAPS	2,152	1,683	3,223	4,091	4,716
SPS	6,199	4,986	8,329	9,645	10,219
DPS	0	0	0	0	0
PER	16.7	14.7	14.1	12.7	10.8
PBR	2.4	1.6	2.4	2.2	1.8
EV/EBITDA	7.8	7.3	8.1	7.0	5.3
PSR	3.8	3.6	4.2	4.2	3.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	31.6	-19.6	67.0	15.8	5.9
영업이익 증가율 (%)	56.5	-24.8	109.1	29.0	16.3
지배순이익 증가율 (%)	66.3	-15.4	103.9	29.3	16.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	31.5	29.4	36.8	41.0	45.0
지배순이익률 (%)	23.0	24.2	29.5	33.0	36.3
EBITDA 마진 (%)	34.7	33.8	38.7	42.4	46.1
ROIC	92.6	73.4	142.1	205.8	231.1
ROA	14.0	10.5	17.8	18.1	17.7
ROE	17.3	12.7	22.0	22.8	21.4
부채비율 (%)	26.4	16.4	29.4	23.4	18.9
순차입금/자기자본 (%)	-78.9	-55.6	-69.7	-75.2	-80.0
영업이익/금융비용 (배)	5,545.8	324.6	3,184.6	4,897.8	5,693.9

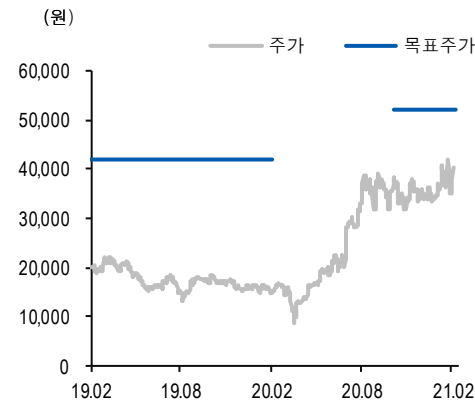
P/E band chart



P/B band chart



웹젠 (069080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-04	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)	1.1
Buy(매수)	93.1
Hold(중립)	5.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-01

※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.