



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성종화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	19,000 원
현재주가	14,950 원

컨센서스 대비(3Q22E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (10/19)		690.56pt
시가총액		5,279 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		32,200 / 13,350 원
90 일 일평균거래대금		11.42 억원
외국인 지분율		27.3%
배당수익률(22.12E)		0.0%
BPS(22.12E)		15,379 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.6%
	6 개월	-9.4%
	12 개월	-15.1%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	16.6%

Stock Price



웹젠 (069080)

중단기 신작모멘텀 중하위. But, 밸류 매력 상위

3Q22 Preview: QoQ 부진 & 당사 및 시장 전망치 미달 추정

3Q22 연결영업실적은 매출 612억원(qoq -12%), 영업이익 178억원(qoq -31%)으로서 QoQ 부진하고 당사 및 시장 컨센서스 전망치에 상당수준 미달할 것으로 추정한다.

매출이 QoQ 12% 감소할 것으로 추정하는 것은 직접 서비스 게임(총액매출)도 중국 퍼블리셔 서비스 게임(순액매출)도 대체로 골고루 감소하는 가운데 특히 단일 게임 매출규모가 가장 큰 [뮤오리진3 한국] 매출이 QoQ 40% 이상 급감하는 반면 [뮤 아크엔젤2 대만], [R2M 대만/홍콩/마카오] 등의 매출기여가 이를 메이크업하지 못한 것으로 추산되기 때문이다. [뮤 아크엔젤2 대만]은 영업일수 증가(첫 분기인 전분기 영업일수 64일)에도 불구하고 분기 매출이 QoQ 감소할 정도로 일평균 매출 QoQ는 대폭 감소한 것으로 추산되며, 7/26 론칭한 [R2M 대만/홍콩/마카오]는 기본적인 흥행부진에다 영업일수까지 길어서 일평균 매출은 0.5억원에도 못 미쳤던 것으로 추산된다.

영업이익 QoQ는 -31%로서 매출보다 감소세가 더 클 것으로 추정했는데 이는 매출 QoQ 대폭 감소에도 불구하고 인건비 및 마케팅비 QoQ 급증으로 전체 영업비용은 QoQ 소폭 감소에 그친 것으로 추산되기 때문이다. 인건비 QoQ 급증은 10%에 달하는 특별 연봉인상이 3Q22부터 반영되는데 3월부터 연봉인상이 단행된 것으로 소급하여 반영되기 때문이다. 마케팅비 QoQ 급증은 7/26 론칭한 [R2M 대만/홍콩/마카오]에 대해 2Q22 선 집행 마케팅비와 3Q22 본집행 마케팅비가 모두 한꺼번에 3Q22에 반영되기 때문이다.

3Q22 연결영업실적은 당사 및 시장 컨센서스 전망치에 상당수준 미달할 것으로 추정했는데 이는 [뮤오리진3 한국], [뮤 아크엔젤2 대만], [R2M 대만/홍콩/마카오] 등 3Q22 실적의 핵심 Key인 3개 게임들이 모두 예상 대비 부진한 것으로 추산되기 때문이다.

참고로 당사는 가끔 중국 서비스 게임들 중 일부에서 예상 외의 로열티 매출이 추가되어 분기 실적이 예상치를 초과하는 경우가 있었다. 3Q22에도 이러한 경우가 발생할지는 모르겠지만 이는 예측 영역 밖이다. 이러한 경우를 배제할 경우 3Q22 실적은 QoQ 부진 및 중전 전망치 미달이 예상된다.

실적 전망치 하향, TP 다소 조정. 밸류 여력 충분, 의견 Buy 유지

기존 라인업 중심의 3Q22 실적 전망치 하향을 바탕으로 한 4Q22 이후 실적 전망치 하향에다 현재까지 공개된 신작일정을 바탕으로 한 신작 매출 전망치도 보수적 관점에서 하향하여 2022년 및 2023년 이후 실적 전망치를 상당수준 하향했으며 이를 바탕으로 목표주가도 19,000원으로 14% 하향했다. 그러나, 여전히 밸류에이션 여력은 충분하여 의견은 Buy를 유지한다.

당사는 1H23 3개, 2H23 1개 정도의 중단기 신작 론칭일정을 갖고 있는데 모두 최상위 수준의 기대신작들은 아니나 당사의 실적규모, 시총규모 대비 기여도 관점에서는 상대적으로 다소 의미 있는 수준의 신작모멘텀을 기대할 수는 있는 정도이다. 그리고, 3Q22 실적이 다소 주춤할 것으로 예상되고, 2022년 이후 실적 전망치도 상당수준 하향했음에도 당사는 국내 주요 게임주들 대비 밸류에이션 매력은 상위 수준이다.

3Q22 영업실적 Preview

표1 3Q22 영업실적 Preview

(억원, %)	3Q21	2Q22	3Q22E(종전)	3Q22E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	664	696	728	612	-7.9	-12.1	-16.0
게임 매출	664	695	727	611	-7.9	-12.1	-16.0
뮤 IP 게임	452	530	469	428	-5.3	-19.2	-8.8
R2 IP 게임	151	94	159	120	-20.2	28.6	-24.4
샷온라인	14	13	13	13	-5.1	-2.3	0.2
메틴2	26	27	21	23	-11.0	-16.0	7.7
기타	22	32	65	27	25.2	-14.9	-58.3
기타 영업수익	0	1	1	1	26.1	0.0	0.0
영업비용	501	440	489	434	-13.3	-1.3	-11.3
인건비	169	160	184	175	3.9	9.2	-5.0
감가상각비	11	11	11	11	2.7	-2.1	0.0
무형자산상각비	1	1	1	1	-3.6	1.4	0.0
지급수수료	255	224	230	187	-26.6	-16.4	-18.3
광고선전비	43	26	43	43	-0.3	67.6	-0.1
기타	22	17	20	17	-24.5	-4.0	-18.8
영업이익	163	256	239	178	8.7	-30.7	-25.6
영업이익률(%)	24.6	36.8	32.8	29.0	4.4%P ↑	7.8%P ↓	3.8%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q22 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	3Q22E(당사 종전)	3Q22E(컨센서스)	3Q22E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	728	712	612	-16.0	-14.1
영업이익	239	228	178	-25.6	-22.1
영업이익률(%)	32.8	32.0	29.0	3.8%P ↓	3.0%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 컨센서스의 경우 모수가 당사 전망치 포함 3개 뿐이라 컨센서스로서의 의미는 크지 않음

자료: 웹젠, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

신작 론칭일정 정리

표3 웹젠 신작 론칭 현황 및 향후 론칭일정 업데이트

일정	게임명	장르 (디바이스)	시장	자체개발/퍼블리싱	론칭일정
1Q22	뮤오리진3	MMORPG (모바일)	한국	퍼블리싱 (개발사 천마시공_중국 / 동사 뮤 IP 제공)	▶ 1Q22(2/23) 론칭 ▷ 1Q22(영업일수 37일) 일평균 매출 3.5억원 추산 ▷ 2Q22 일평균 매출 2억원 내외 추정
3Q22	R2M	MMORPG (모바일)	대만, 홍콩, 마카오	자체개발	▶ 3Q22(7/26) 론칭 ▷ 초반 대만 매출순위 10위 정도. 이후 순위 하락, 9/2 현재 20위권대 ▷ 3Q22 일평균 매출은 0.5억원 미만 예상
1H23	Project F	방치형 RPG (모바일)	글로벌	퍼블리싱 (개발사 크리문스_중국)	▶ 1Q23 정식 론칭 가능성 ▷ 2022년말 - 2023년초 소프트 론칭 예정 ▷ 1Q23 정식 론칭 가능성
	미공개	캐주얼 SNG (모바일)	미정 (글로벌 론칭 가능성)	자체개발	▶ 1H23 론칭 예정
	미공개	Light RPG (모바일)	미정 (글로벌 론칭 가능성)	자체개발	▶ 1H23 론칭 예정
2H23	미공개	Light RPG (모바일)	미정 (글로벌 론칭 가능성)	자체개발	▶ 2H23 론칭 예정
2024년	미공개	MMORPG (모바일)	미정 (국내시장 먼저 론칭 후 대만 등 일부 MMORPG 인기 지역 순차 론칭 가능성)	자체개발	▶ 자체개발 MMORPG(뮤 IP 기반, 신규 IP 기반) 신작은 2024년 이후 (둘 다 2H24 이후) ▷ 뮤 IP 기반 MMORPG 신작 - 2024년 이후(2H24 이후 가능성) ▷ 신규 IP 기반 MMORPG 신작 - 2024년 이후(2H24 이후 가능성)

- ▶ 4Q22 이후 론칭 예정인 자체개발 신작들 중 일부 P2E 시스템 적용
 - ▷ 위믹스 플랫폼뿐만 아니라 기타 P2E 게임 플랫폼에도 론칭 계획
 - ▷ 위믹스 플랫폼 론칭 관련 위메이드와 제휴

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & Valuation

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	780	716	664	687	698	696	612	563	544	626	677	701
게임 매출	779	715	664	687	698	695	611	562	543	625	676	700
뮤 IP 게임	492	475	452	503	536	530	428	381	339	313	299	288
R2 IP 게임	207	155	151	100	102	94	120	116	100	92	89	82
샷온라인	17	15	14	16	14	13	13	14	14	13	12	13
메탄2	40	38	26	29	23	27	23	25	22	21	19	20
기타	24	32	22	40	24	32	27	26	69	187	257	297
기타 영업수익	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	407	485	501	426	476	440	434	401	424	469	467	498
인건비	139	168	169	149	154	160	175	170	176	180	182	190
감가상각비	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	11	11
무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
지급수수료	228	225	255	221	236	224	187	171	182	212	215	219
광고선전비	7	54	43	28	54	26	43	32	38	45	34	48
기타	21	27	22	17	20	17	17	16	17	20	24	30
영업이익	373	232	163	262	223	256	178	162	120	156	210	203
영업이익률(%)	47.9	32.3	24.6	38.1	31.9	36.8	29.0	28.8	22.0	25.0	31.0	28.9
순이익	314	184	144	226	187	206	155	131	110	140	176	155
순이익률(%)	40.2	25.7	21.7	32.9	26.8	29.6	25.3	23.2	20.2	22.4	26.1	22.1
지배주주순이익	313	184	145	227	187	206	156	131	110	140	177	155
순이익 대비 비중(%)	99.8	100.0	100.3	100.1	100.1	100.0	100.3	100.1	100.1	100.0	100.3	100.1
qoq(%)												
매출액	-15.7	-8.2	-7.3	3.5	1.6	-0.4	-12.1	-8.0	-3.3	15.0	8.2	3.5
영업이익	-3.7	-38.0	-29.5	60.1	-14.8	15.0	-30.7	-8.8	-26.2	30.9	34.0	-3.3
지배주주순이익	2.6	-41.3	-21.4	56.7	-17.3	10.0	-24.5	-15.9	-15.9	27.2	26.4	-12.6
yoy(%)												
매출액	127.1	18.9	-37.9	-25.7	-10.5	-2.8	-7.9	-18.1	-22.1	-10.1	10.7	24.5
영업이익	290.6	41.0	-62.4	-32.6	-40.3	10.7	8.7	-38.0	-46.4	-39.0	18.0	25.1
지배주주순이익	351.3	23.8	-57.3	-25.8	-40.2	12.0	7.6	-42.3	-41.3	-32.1	13.7	18.2
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-16.0	-23.7	-19.7	-12.8	-16.4	-13.9
영업이익							-25.6	-35.3	-40.9	-33.2	-27.2	-28.8
지배주주순이익							-21.6	-32.5	-34.7	-28.3	-23.8	-27.2

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,941	2,848	2,569	2,547	2,792
게임 매출	2,937	2,845	2,567	2,545	2,790
뮤 IP 게임	1,962	1,921	1,875	1,239	1,327
R2 IP 게임	624	613	432	362	296
샷온라인	62	62	54	52	49
메탄2	152	133	98	82	68
기타	137	117	108	810	1,050
기타 영업수익	4	3	2	2	2
영업비용	1,858	1,818	1,750	1,859	1,990
인건비	564	625	660	728	806
감가상각비	49	43	44	45	46
무형자산상각비	3	2	2	2	2
지급수수료	1,009	929	818	827	859
광고선전비	162	131	156	165	175
기타	72	87	70	91	100
영업이익	1,083	1,030	819	688	803
영업이익률(%)	36.8	36.2	31.9	27.0	28.7
순이익	863	869	679	581	665
순이익률(%)	29.3	30.5	26.4	22.8	23.8
지배주주순이익	862	869	680	582	666
순이익 대비 비중(%)	99.9	100.0	100.1	100.1	100.1
EPS	2,443	2,460	1,923	1,645	1,883
지배주주 EPS	2,441	2,460	1,925	1,647	1,885
yoy(%)					
매출액	67.0	-3.2	-9.8	-0.8	9.6
영업이익	109.1	-4.9	-20.5	-15.9	16.6
지배주주순이익	102.3	0.8	-21.7	-14.4	14.4
지배주주 EPS	102.3	0.8	-21.7	-14.4	14.4
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-10.2	-15.6	-12.0
영업이익			-15.4	-31.8	-25.5
지배주주순이익			-13.5	-28.0	-22.6
지배주주 EPS			-13.5	-28.0	-22.6

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 웹젠 목표주가 Table

구분	2023E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	2,289	9.6	22,000	7,768
신규	1,647	11.5	19,000	6,709
변경률(%)	-28.0	20.0	-13.6	-13.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333	355	415	467	529
현금 및 현금성자산	88	73	87	99	112
기타현금성자산	206	249	296	337	383
매출채권 및 기타채권	38	31	29	29	31
기타	2	3	3	3	3
비유동자산	209	260	264	270	277
유무형자산	80	80	79	79	79
투자자산	0	0	0	0	0
기타	130	180	185	191	198
자산총계	543	615	679	737	806
유동부채	92	97	94	94	96
기타유동금융부채	19	18	17	17	18
단기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	74	79	76	76	78
비유동부채	16	13	12	13	13
장기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	16	13	12	13	13
부채총계	108	109	106	106	109
지배주주지분	434	504	571	628	694
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금 및 기타	94	78	78	78	78
이익잉여금	323	409	476	533	599
비지배주주지분	0	2	2	2	2
자본총계	435	506	573	630	696

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	135	88	72	62	71
영업에서 창출된 현금	146	120	92	79	91
당기순이익	86	87	68	58	66
조정사항	30	32	25	21	23
유무형자산상각비	5	5	5	5	5
이자손익	-6	-8	-8	-8	-8
법인세비용	30	34	29	25	28
기타	1	1	-1	-1	-2
자산,부채 증감	30	1	-1	0	1
법인세,이자,배당금 등	-11	-32	-20	-16	-20
투자활동 현금	-86	-82	-58	-50	-57
금융자산 증감	-83	-79	-53	-46	-53
유형자산 증감	-1	-3	-5	-5	-6
무형자산 증감	-2	0	1	1	1
기타	1	0	0	0	0
재무활동 현금	-9	-21	0	0	0
차입금 증감	0	0	0	0	0
자기주식 증감	-7	-20	0	0	0
총현금흐름	41	-15	14	12	14
기초 현금 및 현금성자산	48	88	73	87	99
외화 현금 환율변동 효과	-2	0	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	88	73	87	99	112
기말 기타현금성자산	206	249	296	337	383
기말 총현금유동성	294	322	383	435	496

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	294	285	257	255	279
게임 매출	294	285	257	254	279
뮤	196	192	187	124	133
기타	97	92	69	131	146
기타 영업수익	0	0	0	0	0
영업비용	186	182	175	186	199
영업이익	108	103	82	69	80
EBITDA	113	108	87	74	85
영업외손익	8	18	15	14	15
금융손익	8	17	14	13	14
기타손익	0	1	1	1	1
관계기업투자손익	0	0	0	0	0
세전이익	116	121	97	83	95
법인세비용	30	34	29	25	28
당기순이익	86	87	68	58	66
지배주주순이익	86	87	68	58	67
Profitability(%)					
영업이익률	36.8	36.2	31.9	27.0	28.7
EBITDA Margin	38.6	37.8	33.7	28.9	30.5
세전이익률	39.5	42.5	37.7	32.5	34.0
당기순이익률	29.3	30.5	26.4	22.8	23.8
ROA	18.0	15.0	10.5	8.2	8.6
ROE	21.8	18.5	12.6	9.7	10.0
ROIC	21.4	15.4	11.5	8.4	8.7

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation (배)					
P/E	14.2	11.7	7.8	9.1	7.9
P/B	3.0	2.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	6.5	1.7	1.3	0.4
P/CF	11.6	11.7	7.3	8.5	7.5
Per Share Data (원)					
EPS	2,443	2,460	1,923	1,645	1,883
BPS	11,415	13,438	15,379	17,040	18,936
CPS	2,988	2,475	2,054	1,765	1,989
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	67.0	-3.2	-9.8	-0.8	9.6
영업이익	109.1	-4.9	-20.5	-15.9	16.6
EPS	104.5	0.7	-21.8	-14.5	14.5
총자산	31.1	13.4	10.4	8.4	9.4
자기자본	22.2	16.4	13.3	10.0	10.4
Stability (% 배, 십억원)					
부채비율	24.8	21.6	18.5	16.8	15.7
유동비율	360.8	367.2	442.0	498.4	549.0
자기자본비율	80.1	82.2	84.4	85.6	86.4
영업이익/금융비용(x)	17.5	68.5	40.9	32.5	35.8
이자보상배율(x)	900.8	1,376.4	1,065.0	880.2	972.6
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-294	-322	-383	-435	-496

웹젠 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2020.08.10	Buy	50,000원	-21.6		-29.2						
	2020.11.10	Buy	52,000원	-21.4		-31.5						
	2021.01.15	Buy	56,000원	-13.6		-30.8						
	2021.04.26	Buy	52,000원	-27.8		-33.5						
	2021.05.10	Buy	45,000원	-25.8		-30.5						
	2021.07.22	Buy	39,000원	-21.3		-24.7						
	2021.08.10	Buy	37,000원	-21.6		-28.2						
	2021.10.19	Buy	35,000원	-19.7		-22.4						
	2021.11.08	Buy	32,000원	0.6		-16.8						
	2022.01.27	Buy	29,000원	-14.8		-19.5						
	2022.05.02	Buy	27,000원	-18.5		-20.6						
	2022.05.10	Buy	25,000원	-9.4		-21.3						
	2022.08.10	Buy	26,000원	-20.0		-28.3						
	2022.09.19	Buy	22,000원	-23.9		-31.7						
	2022.10.20	Buy	19,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)