

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이소중**

sojoong@sks.co.kr  
02-3773-9953

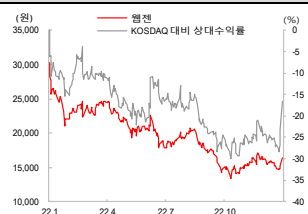
### Company Data

자본금	177 억원
발행주식수	3,531 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,632 억원
주요주주	
김병관(외2)	27.19%
FunGame International Limited(외1)	20.24%
외국인지분률	26.80%
배당수익률	

### Stock Data

주가(23/01/03)	15,950 원
KOSDAQ	674.95 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	30,350 원
52주 최저가	13,350 원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.6%	10.8%
6개월	-7.9%	0.1%
12개월	-43.3%	-12.6%

## 웹젠 (069080/KQ | Not Rated)

### 밸류에이션 최하단에서 재평가 기대

- '뮤'와 'R2' IP 중심의 PC/모바일 게임 개발사
- 신작 모멘텀 부재 및 성장성 우려로 주가가 고점 대비 68% 하락, PER 8 배 수준
- 올해부터 중국 판호 기대감 및 자체 개발 신작 모멘텀으로 PER re-rating 기대
- 최근 중국 판호 리스트에 웹젠 PC MMORPG '뮤 레전드' 포함
- 연내 자체개발 신작 2 종 이상 출시 기대, 이 중 뮤 IP 기반 신작은 판호 신청 가능

### 밸류에이션 최하단 PER 8 배 수준

웹젠은 '뮤'와 'R2' IP 중심의 PC/모바일 게임 개발사다. 3Q22 매출 비중은 뮤 IP 66%, R2 IP 21%, 기타 12%다. 매출은 대부분 국내 직접 서비스와 중국향 IP 수수료에서 발생하고 있다. 2022년 2월 신작 '뮤 오리진 3' 국내 서비스의 성과가 부진해 매출 성장이 이뤄지지 못했다. 신작 모멘텀 부재 및 성장성 우려로 주가가 고점 대비 68% 하락해 2022년 예상 실적 기준 밸류에이션 최하단 수준인 PER 8 배를 기록 중이다. 최근 중국 판호 리스트에 웹젠의 PC MMORPG '뮤 레전드'가 포함된 만큼 중국에서 인지도가 높은 '뮤' IP 기반 게임들을 중국에 수출할 기회가 열렸으며, 연내로 자체개발 신작 2 종 이상이 출시될 것으로 기대되는 만큼 밸류에이션 매력에 부각 받을 것으로 예상된다.

### 개발 중인 뮤 IP 기반 MMORPG 신작 주목

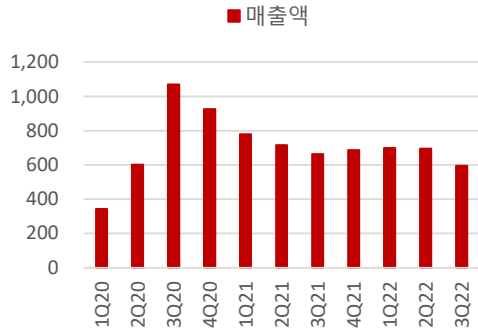
2023년에 신작 2 종 이상이 출시될 것으로 예상되며, 이외 개발 중인 신작들에 대한 기대감도 높아질 것으로 판단한다. 웹젠 자회사들이 개발 중인 신작은 7 종 이상인 것으로 파악되며, 장르는 퍼즐, 수집형 RPG, MMORPG, 줌비물 등으로 다양하다. 이 중 웹젠 블루락의 프로젝트 M(MMORPG)과 웹젠노바의 프로젝트 W(서브컬처 수집형 RPG)에 대한 관심도가 높은 상황이다. 특히 프로젝트 M은 뮤 IP 기반 MMORPG 신작인데, 최근 중국 판호 리스트에 '뮤 레전드' 및 국내 MMORPG 게임들이 포함된 만큼 중국 판호 허가 가능성이 다소 높을 것으로 판단한다. 중국 시장에서 뮤 IP 기반 게임들의 연간 매출은 약 2 조원 수준으로 파악되며, 진출할 경우 외형성장이 크게 나타날 것으로 판단한다. 프로젝트 M은 자체개발 되었기 때문에 IP 수수료가 아닌 마진율이 비교적 높은 개발수수료를 수취할 수 있다는 점도 긍정적이다. 한편 중국 시장에 프로젝트 M이 진출하지 않아도, 준비 중인 신작 7종으로 매출 성장이 가능하기 때문에 밸류에이션 최하단에서 벗어날 수 있을 것으로 기대한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	억원	1,663	2,189	1,761	2,941	2,848
yoy	%	-24.4	31.6	-19.6	67.1	-3.2
영업이익	억원	440	689	518	1,083	1,030
yoy	%	-23.0	56.5	-24.8	109.1	-4.9
EBITDA	억원	529	760	594	1,137	1,076
세전이익	억원	456	684	570	1,161	1,210
순이익(지배주주)	억원	303	503	426	862	869
영업이익률%	%	26.5	31.5	29.4	36.8	36.2
EBITDA%	%	31.8	34.7	33.8	38.7	37.8
순이익률	%	18.0	22.9	24.0	29.3	30.5
EPS	원	857	1,426	1,207	2,441	2,460
PER	배	45.6	14.9	13.5	14.2	11.8
PBR	배	4.4	2.1	1.4	2.5	1.8
EV/EBITDA	배	22.4	6.7	6.4	8.2	6.6
ROE	%	11.9	17.3	12.7	21.8	18.5
순차입금	억원	-1,969	-2,474	-1,955	-2,902	-3,170
부채비율	%	20.1	26.4	16.4	24.9	21.6

웹젠 분기별 매출액 추이

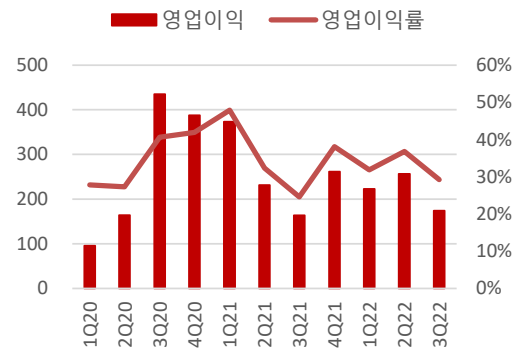
(단위: 억원)



자료: 웹젠 SK 증권

웹젠 분기별 영업이익, 영업이익률 추이

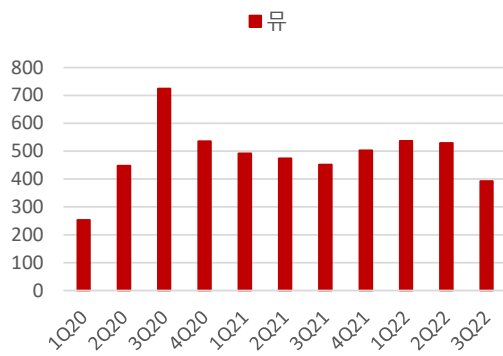
(단위: 억원, %)



자료: 웹젠 SK 증권

뮤 분기별 매출 추이

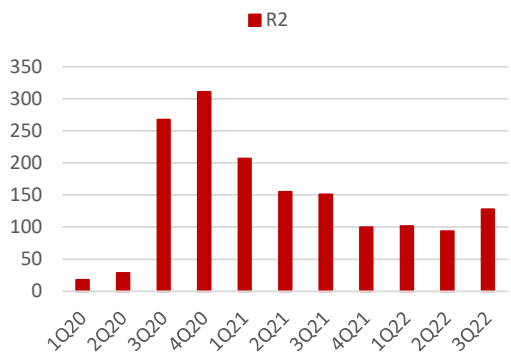
(단위: 억원)



자료: 웹젠 SK 증권

R2 분기별 매출 추이

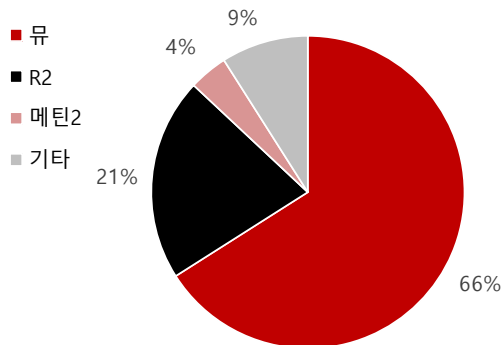
(단위: 억원)



자료: 웹젠 SK 증권

3Q22 기준 게임 IP 별 매출 비중

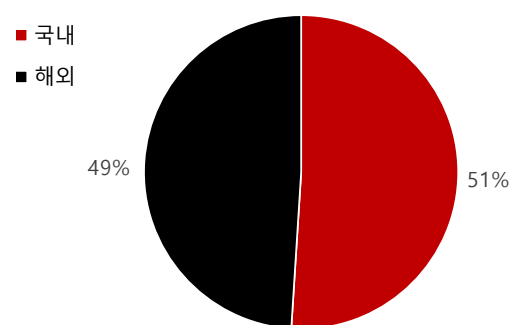
(단위: %)



자료: 웹젠 SK 증권

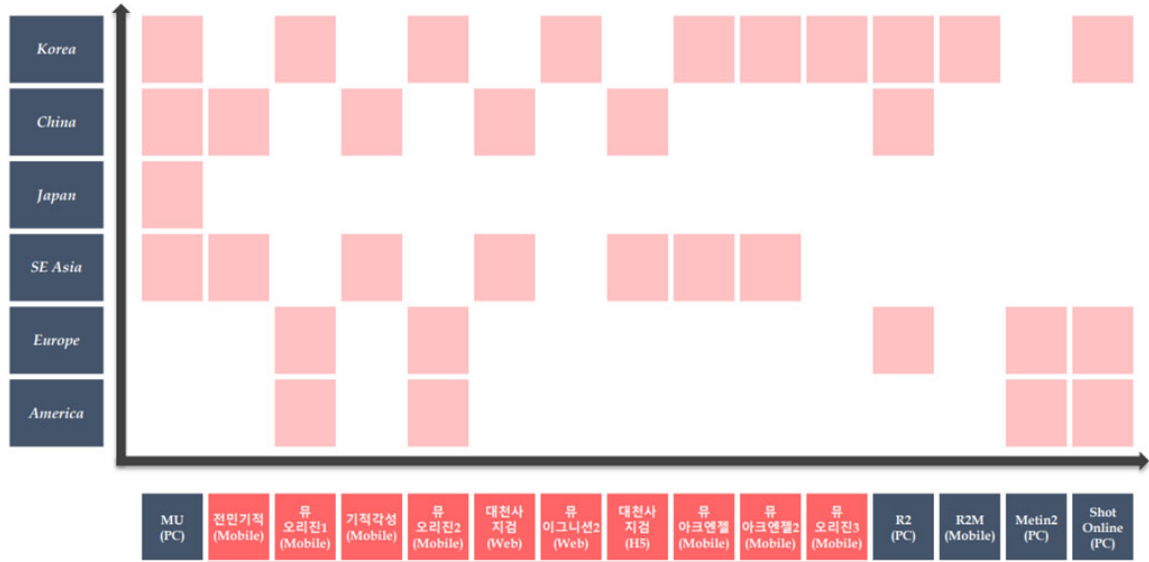
국가별 매출 비중

(단위: %)



자료: 웹젠 SK 증권

게임별 지역 서비스 현황



자료 : 웹젠 SK 증권

웹젠 연혁

일자	내용
2000.04	회사설립
<b>2001.11</b>	<b>'MU' 국내 출시</b>
2003.05	코스닥상장
<b>2006.10</b>	<b>'R2' 국내 출시</b>
2014.06	'대천사지검(IP)' 중국 출시
2014.12	'전민기적(IP)' 중국 출시
<b>2015.04</b>	<b>'뮤 오리진' 출시</b>
2017.09	'대천사지검HS(IP)' 중국 출시
2017.12	'뮤 템페스트' 출시
2018.01	'기적각성(IP)' 중국 출시
<b>2018.06</b>	<b>'뮤 오리진2' 출시</b>
2020.03	'뮤 이그니션2' 출시
2020.05	'뮤 아크엔젤' 출시
<b>2020.08</b>	<b>'R2M' 출시</b>
2021.09	'뮤 아크엔젤2' 출시(국내)
2022.02	'뮤 오리진3' 출시
2022.04	'뮤 아크엔젤2' 출시(대만)

자료 : 웹젠 SK 증권

웹젠 PER 밴드차트

(단위: 원 배)



자료: 웹젠 SK 증권

웹젠 PBR 밴드차트

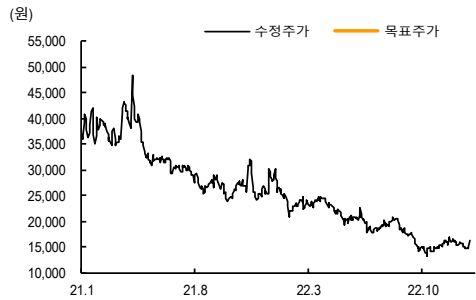
(단위: 원 배)



자료: 웹젠 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	

2023.01.04 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 1 월 4 일 기준)

매수	92.25%	중립	7.75%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>유동자산</b>	2,246	2,837	2,384	3,334	3,552
현금및현금성자산	524	649	484	875	729
매출채권및기타채권	232	298	347	366	283
재고자산	2	1	0	1	1
<b>비유동자산</b>	989	1,131	1,756	2,093	2,600
장기금융자산	99	297	808	1,142	1,576
유형자산	411	393	369	356	443
무형자산	405	324	305	316	314
<b>자산총계</b>	3,235	3,968	4,140	5,427	6,153
<b>유동부채</b>	404	679	423	924	967
단기금융부채	4	6	14	14	14
매입채무 및 기타채무	101	234	90	180	173
단기충당부채		70			4
<b>비유동부채</b>	136	150	160	156	126
장기금융부채	1		32	20	32
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채	8	9	12	15	17
<b>부채총계</b>	540	829	583	1,080	1,094
<b>지배주주지분</b>	2,692	3,135	3,554	4,343	5,041
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,503	1,500	1,498	1,499	1,499
기타자본구성요소	-438	-487	-487	-560	-726
자기주식	-438	-487	-487	-560	-755
이익잉여금	1,450	1,951	2,370	3,227	4,088
비지배주주지분	3	4	3	4	19
<b>자본총계</b>	2,695	3,139	3,556	4,347	5,059
<b>부채외자본총계</b>	3,235	3,968	4,140	5,427	6,153

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>영업활동현금흐름</b>	479	701	339	1,260	885
당기순이익(손실)	456	684	570	1,161	1,210
비현금성항목등	93	115	69	0	-18
유형자산감가상각비	37	46	56	51	44
무형자산상각비	51	26	20	4	3
기타	4	44	-8	-55	-65
운전자본감소(증가)	35	-29	-199	205	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	19	-67	-55	-13	74
재고자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)					
기타	56	-97	-254	192	85
법인세납부	-158	-125	-182	-183	-387
<b>투자활동현금흐름</b>	-131	-659	-296	-850	-814
금융자산감소(증가)	-8	-601	-180	-816	-787
유형자산감소(증가)	-88	-28	-26	-11	-27
무형자산감소(증가)	-34	-4	-21	-24	-1
기타	0		2		
<b>재무활동현금흐름</b>	-104	83	-210	0	-220
단기금융부채증가(감소)	-104	132	-196	85	-10
장기금융부채증가(감소)		-1	-14	-13	-15
자본의증가(감소)					
배당금의 지급					
기타	0	1	1	1	
<b>현금의 증가(감소)</b>	240	126	-165	391	-147
기초현금	283	524	649	484	875
기말현금	524	649	484	875	729
FCF	220	796	60	1,313	707

자료 : 웹젠 SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>매출액</b>	1,663	2,189	1,761	2,941	2,848
<b>매출원가</b>					
<b>매출총이익</b>	1,663	2,189	1,761	2,941	2,848
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	1,223	1,500	1,243	1,858	1,818
<b>영업이익</b>	440	689	518	1,083	1,030
영업이익률 (%)	26.5	31.5	29.4	36.8	36.2
<b>비영업손익</b>	16	-4	53	78	180
순금융비용	-46	-59	-80	-57	-80
외환관련손익	-7	13	-1	-30	17
관계기업투자등 관련손익	0	-6	-18		
<b>세전계속사업이익</b>	456	684	570	1,161	1,210
세전계속사업이익률 (%)	27.5	31.3	32.4	39.5	42.5
<b>계속사업법인세</b>	157	183	149	298	342
<b>계속사업이익</b>	300	501	422	863	869
<b>중단사업이익</b>					
<b>*법인세효과</b>					
<b>당기순이익</b>	300	501	422	863	869
순이익률 (%)	18.0	22.9	24.0	29.3	30.5
지배주주	303	503	426	862	869
지배주주귀속 순이익률(%)	18.2	23	24.2	29.31	30.5
비지배주주	-3	-2	-4	1	0
총포괄이익	299	494	416	862	863
지배주주	302	496	420	862	863
비지배주주	-3	-2	-4	1	0
<b>EBITDA</b>	529	760	594	1,137	1,076

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-24.4	31.6	-19.6	67.1	-3.2
영업이익	-23.0	56.5	-24.8	109.1	-4.9
세전계속사업이익	-19.7	49.9	-16.6	103.5	4.3
EBITDA	-19.7	43.8	-21.8	91.4	-5.3
EPS(계속사업)	-33.0	66.3	-15.4	102.3	0.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.9	17.3	12.7	21.8	18.5
ROA	9.6	13.9	10.4	18.0	15.0
EBITDA마진	31.8	34.7	33.8	38.7	37.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	555.2	417.9	563.5	360.8	367.2
부채비율	20.1	26.4	16.4	24.9	21.6
순차입금/자기자본	-73.1	-78.8	-55.0	-66.8	-62.7
EBITDA/이자비용(배)	2,489.9	6,121.2	372.5	883.1	1,230.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	857	1,426	1,207	2,441	2,460
BPS	8,863	10,258	11,443	13,887	16,414
CFPS	1,108	1,628	1,423	2,596	2,592
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	46.1	29.3	18.4	16.1	19.7
PER(최저)	16.4	9.9	10.9	3.6	9.7
PBR(최고)	4.5	4.1	1.9	2.8	3.0
PBR(최저)	1.6	1.4	1.1	0.6	1.5
PCR	35.2	13.1	11.5	13.3	11.2
EV/EBITDA(최고)	22.7	16.1	10.0	9.6	13.0
EV/EBITDA(최저)	5.7	3.3	4.5	0.2	4.9