2018년 10월 18일

기업분석 | 인터넷/게임

웹젠 (069080)

뮤온라인 H5 한국 론칭 임박, but 다수 중국 일정 연기

Analyst
성종화
02 3779 8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (Maintain)

목표주가	23,500 원
현재주가	17,300 원

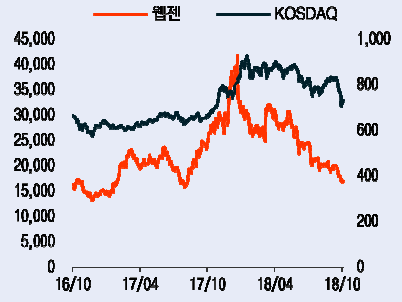
컨센서스 대비 (2019E OP 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (10/17)		739.15pt
시가총액		6,109 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		41,700 / 16,800 원
90 일 일평균거래대금		37.83 억원
외국인 지분율		27.2%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		8,014 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	0.7%
	6 개월	-25.2%
	12 개월	-47.2%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame International Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	11.9%

Stock Price



3Q18 영업실적은 QoQ 대호조이나 당사 및 시장 전망치엔 미달 전망

3Q18 연결 영업실적은 매출 652억원(qoq 33%), 영업이익 190억원(qoq 48%)으로서 전분기 대비 대폭 개선되나, 당사 종전 전망치(매출 753억원, OP 236억원) 및 시장 컨센서스 전망치(매출 746억원, OP 239억원)에는 대폭 미달될 것으로 추정한다.

① 3Q18 실적이 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 예상하는 것은 6/4 론칭한 뮤오리진2 국내시장 매출의 3개월 Fully 반영 효과를 감안한 것이다. ② 3Q18 실적이 당사 및 시장 컨센서스 전망치에 대폭 미달될 것으로 예상하는 것은 뮤오리진2 국내매출, 전민기적 중국 로열티 매출, 기적MU:각성 중국 로열티 매출 등이 종전 전망치 대비 미달 곳으로 추산되기 때문이다. 참고로 뮤오리진2 국내의 경우 2Q18(영업일수 27일) 일평균 매출은 6억원 정도였는데 당사에서는 3Q18 일평균 매출은 5억원 정도로서 QoQ 17% 정도 감소할 것으로 예상했었으나 최근 국내시장 매출순위 상위권 모바일게임들의 일평균 매출 규모가 전반적으로 감소하는 경향을 감안하며 이를 4.5억원 정도로 추정치를 하향했다.

3Q18 추정치 하향 요인 및 주요 신작 일정 연기 감안하여 실적 전망치 하향

3Q18 추정치 하향 요인(뮤오리진2 한국, 전민기적 중국, 기적MU:각성 중국 등 하향) 및 주요 신작 중국 론칭일정 연기(4Q18 뮤 IP 활용 다수 신작게임들 중국 론칭 목표였으나 판호 문제로 잠정 연기. 동사 뮤 IP 게임 중국의 경우 한한령 규제와는 무관. 다만, 중국 정부가 5월 이후 중국 로컬게임까지 포함한 모든 게임에 대해 판호 규제 강화) 등을 감안하여 18년 이후 실적 전망치를 하향하였다. 주요 신작 중국 론칭 일정 연기 영향이 집중되는 18, 19년 전망치 하향폭에 비해 20년 이후 하향폭은 크지 않다는 점을 참조하자.

뮤온라인 H5 한국시장 론칭 임박. But, 다수 중국 일정 연기는 감안 필요

목표주가는 28,500원에서 23,500원으로 17.5% 하향하나, 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가 하향률은 19, 20년 지배주주 EPS 전망치 하향률의 가중평균값을 적용한 것이다. 뮤온라인 H5 론칭이 임박한 점은(10월말 – 11월초 예정) 긍정적인 부분이다. 다만, [표3]에서 보듯이 다수의 뮤 IP 기반 신작들의 중국 론칭일정이 판호 문제로 잠정 연기되고 있다는 점은 감안해야 할 부분이다. 동사에 대한 본격적인 투자모멘텀은 뮤 IP 기반 주요 신작들의 중국시장 판호 획득 시점에 형성될 가능성이 크다고 판단한다.

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,189	2,367	2,913
증감률 (%)	-9.2	-24.4	31.6	8.1	23.1
영업이익	572	440	672	682	941
순이익	449	300	522	530	722
EPS (원)	1,271	849	1,478	1,501	2,044
증감률 (%)	-25.5	-33.2	74.2	1.5	36.2
BPS (원)	5,594	6,485	8,014	9,555	11,631
PER (x)	11.8	46.0	11.7	11.5	8.5
PBR (x)	2.7	6.0	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	5.4	22.4	4.9	4.1	2.3
영업이익률 (%)	26.0	26.5	30.7	28.8	32.3
EBITDA 마진 (%)	29.8	31.8	34.1	32.1	35.3
ROE (%)	20.4	11.8	17.7	15.3	17.6

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

3Q18 영업실적 Preview

표1 3Q18 영업실적 Preview

(억원, %)	3Q17	2Q18	3Q18E(종전)	3Q18E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**358**	**489**	**753**	**652**	**81.8**	**33.2**	**-13.4**
게임 매출	358	489	752	651	82.0	33.3	-13.5
뮤	267	391	658	556	107.9	42.1	-15.5
R2	14	18	16	16	14.2	-7.5	1.0
샷온라인	14	15	14	14	2.0	-5.7	0.0
메틴2	20	20	18	19	-5.3	-5.5	2.6
Webzen.com	11	9	10	10	-10.6	8.5	0.0
기타	32	37	37	37	14.5	0.7	0.0
기타 영업수익	0	0	0	0			
영업비용	283	360	517	461	63.0	28.0	-10.7
인건비	97	109	107	110	13.9	0.8	2.6
감가상각비	9	12	12	12	36.5	1.3	-4.6
무형자산상각비	14	6	6	6	-57.7	1.5	-1.6
지급수수료	134	167	309	273	102.9	63.8	-11.6
광고선전비	10	47	61	39	301.7	-17.8	-35.7
기타	20	20	22	22	10.5	10.8	-0.5
영업이익	**75**	**129**	**236**	**190**	**152.8**	**47.8**	**-19.4**
영업이익률(%)	21.0	26.3	31.4	29.2	8.2%P ↑	2.9%P ↑	2.2%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q18 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	3Q18E(당사 종전)	3Q18E(컨센서스)	3Q18E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	753	746	652	-13.4	-12.6
영업이익	236	239	190	-19.4	-20.4
영업이익률(%)	31.4	32.0	29.2	2.2%P ↓	2.8%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표3 웹젠 향후 신작 론칭일정 정리

론칭 목표	론칭 예정 신작	지역	매출 형태	비고
4Q18	뮤온라인 H5 (대천사지검 H5 한국 버전)	한국	총액	4Q18(10월말 - 11월초) 론칭 예정
	First Hero(전략시뮬레이션. 맥스온소프트)	북미/유럽	총액	4Q18 론칭 목표
	Cube Town(수집형 RPG. 아름게임즈)	북미/유럽	총액	4Q18 론칭 목표
2019년 이후	뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	중국	순액	4Q18 론칭 목표였으나 판호 문제로 잠정 (1Q19 가능성 상존)
	뮤 IP 활용 웹게임 1개(가제: 대천사지검2)	중국	순액	4Q18 론칭 목표였으나 판호 문제로 잠정 (1Q19 가능성 상존)
	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액	4Q18 론칭 목표였으나 판호 문제로 잠정 (1Q19 가능성 상존)
	기적:최강자	한국	총액	잠정 (2H19 이후 가능성)
	뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	한국	총액	잠정 (2H19 이후 가능성)
	뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액	잠정 (2H19 이후 가능성)
	뮤 IP 활용 웹게임 1개	한국	총액	잠정 (2H19 이후 가능성)

주 1: 파란색 음영 부분은 뮤 IP 활용 게임. 나머지 부분은 기타 퍼블리싱 게임
주 2: 동사 뮤 IP 활용 게임 중국시장 론칭의 경우 한한령에 따른 판호 규제와는 무관. 다만, 5월 이후 중국 정부의 게임 판호 규제 자체가 매우 타이트해짐
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**431**	**437**	**358**	**436**	**547**	**489**	**652**	**501**	**491**	**516**	**701**	**659**
게임 매출	431	437	358	435	546	489	651	501	491	516	701	658
뮤	339	338	267	321	433	391	556	393	389	414	604	547
R2	26	21	14	27	18	18	16	18	16	14	13	14
샷온라인	19	15	14	19	17	15	14	17	16	15	14	16
메틴2	13	23	20	23	20	20	19	21	18	18	17	19
Webzen.com	12	10	11	12	10	9	10	11	9	8	9	10
기타	23	30	32	33	48	37	37	40	42	46	44	51
기타 영업수익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	322	325	283	292	305	360	461	390	383	395	466	440
인건비	94	100	97	114	122	109	110	116	121	124	122	128
감가상각비	8	8	9	12	12	12	12	12	13	13	14	14
무형자산상각비	13	13	14	11	9	6	6	6	6	6	6	6
지급수수료	176	166	134	124	117	167	273	210	204	199	263	242
광고선전비	18	25	10	17	17	47	39	25	20	33	39	25
기타	13	13	20	14	29	20	22	21	20	21	23	26
영업이익	**109**	**112**	**75**	**144**	**242**	**129**	**190**	**111**	**108**	**121**	**235**	**218**
영업이익률(%)	25.3	25.6	21.0	33.0	44.2	26.3	29.2	22.2	21.9	23.5	33.6	33.1
순이익	**74**	**100**	**28**	**97**	**168**	**125**	**146**	**84**	**82**	**104**	**180**	**164**
순이익률(%)	17.1	23.0	7.9	22.2	30.7	25.5	22.4	16.7	16.6	20.1	25.7	25.0
지배주주순이익	**74**	**101**	**29**	**98**	**169**	**125**	**147**	**84**	**82**	**104**	**181**	**166**
순이익 대비 비중(%)	100.8	100.4	102.9	101.2	100.5	100.4	100.6	100.8	100.5	100.4	100.6	100.8
qoq(%)												
매출액	-24.9	1.4	-18.1	21.6	25.5	-10.6	33.2	-23.1	-2.0	5.1	35.8	-6.1
영업이익	-30.0	2.7	-32.8	91.0	68.0	-46.7	47.8	-41.4	-3.5	12.7	94.1	-7.3
지배주주순이익	-44.8	35.6	-71.0	235.3	71.8	-25.8	17.6	-42.7	-2.6	26.9	74.2	-8.6
yoy(%)												
매출액	-28.2	-18.8	-26.3	-24.2	26.8	11.8	81.8	15.0	-10.2	5.5	7.6	31.4
영업이익	-36.0	-23.6	-24.1	-7.6	121.5	14.9	152.8	-22.5	-55.5	-5.8	23.7	95.8
지배주주순이익	-40.1	-11.5	-62.9	-27.2	126.5	23.9	402.5	-14.1	-51.3	-16.7	23.4	96.7
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-13.4	-23.9	-20.2	-19.1	-13.6	-12.6
영업이익							-19.4	-48.5	-44.2	-40.6	-14.9	-14.5
지배주주순이익							-19.0	-48.5	-41.7	-38.0	-14.3	-14.0

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**2,200**	**1,663**	**2,189**	**2,367**	**2,913**
게임 매출	2,199	1,662	2,187	2,365	2,912
뮤	1,783	1,265	1,774	1,955	1,529
R2	109	89	70	57	46
샷온라인	70	66	63	61	60
메틴2	59	79	79	73	68
Webzen.com	66	45	40	36	34
기타	113	118	163	183	1,175
기타 영업수익	1	1	2	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,517	1,685	1,972
인건비	419	404	457	494	533
감가상각비	34	37	47	53	59
무형자산상각비	51	51	26	25	26
지급수수료	918	600	766	907	1,081
광고선전비	159	70	129	117	151
기타	47	60	91	89	121
영업이익	**572**	**440**	**672**	**682**	**941**
영업이익률(%)	26.0	26.5	30.7	28.8	32.3
순이익	**449**	**300**	**522**	**530**	**722**
순이익률(%)	20.4	18.0	23.8	22.4	24.8
지배주주순이익	**452**	**303**	**525**	**533**	**726**
순이익 대비 비중(%)	100.7	101.0	100.6	100.6	100.6
EPS	**1,271**	**849**	**1,478**	**1,501**	**2,044**
지배주주 EPS	**1,280**	**857**	**1,486**	**1,510**	**2,056**
yoy(%)					
매출액	-9.2	-24.4	31.6	8.1	23.1
영업이익	-23.5	-23.0	52.7	1.5	38.0
지배주주순이익	-25.3	-33.0	73.4	1.6	36.1
지배주주 EPS	-25.3	-33.0	73.4	1.6	36.1
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-10.6	-16.0	-7.3
영업이익			-18.3	-26.5	-7.2
지배주주순이익			-17.8	-25.2	-6.7
지배주주 EPS			-17.8	-25.2	-6.7

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 웹젠 목표주가 변경 내역

구분	19E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	2,020	14.1	28,500	10,064
신규	1,510	15.6	23,500	8,298
변경률(%)	-25.2	10.3	-17.5	-17.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080) _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,076	2,246	2,805	3,348	4,099
현금 및 현금성자산	283	524	659	799	986
기타현금성자산	1,450	1,450	1,825	2,213	2,732
매출채권 및 기타채권	300	248	295	309	352
기타	42	24	26	27	29
비유동자산	941	989	995	993	1,001
유무형자산	783	816	805	797	790
투자자산	87	98	101	104	106
기타	71	76	89	93	105
자산총계	**3,017**	**3,235**	**3,800**	**4,341**	**5,100**
유동부채	529	404	438	449	480
기타유동금융부채	238	110	121	124	133
단기이자지급성부채	0	4	0	0	0
기타	291	290	317	325	347
비유동부채	91	136	149	154	164
장기이자지급성부채	0	1	1	1	1
기타	91	135	148	153	163
부채총계	**620**	**540**	**587**	**603**	**644**
지배주주지분	2,390	2,692	3,210	3,735	4,452
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,059	1,065	1,065	1,065	1,065
이익잉여금	1,155	1,450	1,968	2,493	3,210
비지배주주지분	7	3	3	3	3
자본총계	**2,397**	**2,695**	**3,212**	**3,738**	**4,455**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**2,200**	**1,663**	**2,189**	**2,367**	**2,913**
게임 매출	2,199	1,662	2,187	2,365	2,912
뮤	1,783	1,265	1,774	1,955	1,529
기타	417	397	413	410	1,383
기타 영업수익	1	1	2	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,517	1,685	1,972
영업이익	**572**	**440**	**672**	**682**	**941**
EBITDA	**656**	**529**	**745**	**760**	**1,027**
영업외손익	**-3**	**16**	**37**	**33**	**37**
금융손익	44	34	54	47	50
기타손익	-47	-18	-15	-14	-13
관계기업투자손익	0	0	-2	0	0
세전이익	**569**	**456**	**709**	**715**	**978**
법인세비용	120	157	187	185	256
당기순이익	**449**	**300**	**522**	**530**	**722**
지배주주순이익	452	303	525	533	726
Profitability(%)					
영업이익률	26.0	26.5	30.7	28.8	32.3
EBITDA Margin	29.8	31.8	34.1	32.1	35.3
세전이익률	25.9	27.5	32.4	30.2	33.6
당기순이익률	20.4	18.0	23.8	22.4	24.8
ROA	15.5	9.6	14.8	13.0	15.3
ROE	20.4	11.8	17.7	15.3	17.6
ROIC	27.5	13.4	18.8	16.2	18.2

현금흐름표

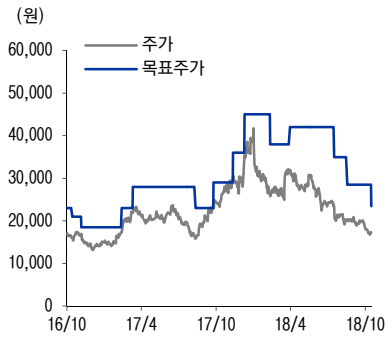
(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**476**	**377**	**597**	**614**	**802**
영업에서 창출된 현금	590	483	727	739	991
당기순이익	449	300	522	530	722
조정사항	236	250	216	213	283
유무형자산상각비	84	89	74	78	86
이자손익	-43	-46	-50	-54	-57
법인세비용	120	157	187	185	256
기타	74	51	6	4	-2
자산,부채 증감	-94	-66	-11	-4	-14
법인세,이자,배당금 등	-115	-106	-130	-125	-189
투자활동 현금	**-407**	**-134**	**-457**	**-474**	**-614**
금융자산 증감	-367	-12	-378	-390	-522
유형자산 증감	-33	-88	-59	-63	-69
무형자산 증감	-8	-34	-19	-21	-24
기타	1	0	-2	0	0
재무활동 현금	**-54**	**0**	**-4**	**0**	**0**
차입금 증감	0	1	-4	0	0
자기주식 증감	-54	0	0	0	0
총현금흐름	**15**	**244**	**135**	**140**	**187**
기초 현금 및 현금성자산	266	283	524	659	799
외화 현금 환율변동 효과	2	-3	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**283**	**524**	**659**	**799**	**986**
기말 기타현금성자산	1,450	1,450	1,825	2,213	2,732
기말 총현금유동성	**1,733**	**1,974**	**2,484**	**3,012**	**3,718**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	11.8	46.0	11.7	11.5	8.5
P/B	2.7	6.0	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.4	22.4	4.9	4.1	2.3
P/CF	9.3	31.1	10.0	9.9	7.5
Per Share Data (원)					
EPS	1,271	849	1,478	1,501	2,044
BPS	5,594	6,485	8,014	9,555	11,631
CPS	1,614	1,256	1,723	1,752	2,309
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-9.2	-24.4	31.6	8.1	23.1
영업이익	-23.5	-23.0	52.7	1.5	38.0
EPS	-25.5	-33.2	74.2	1.5	36.2
총자산	8.7	7.2	17.5	14.2	17.5
자기자본	19.3	12.4	19.2	16.4	19.2
Stability (%,배,억원)					
부채비율	25.9	20.0	18.3	16.1	14.5
유동비율	392.4	555.2	640.2	745.8	853.9
자기자본비율	79.4	83.3	84.5	86.1	87.4
영업이익/금융비용(x)	13.4	10.1	19.0	19.4	25.6
이자보상배율(x)	무이자	2,174.7	651.0	635.2	838.8
총차입금	0	5	1	1	1
순차입금	-1,733	-1,969	-2,483	-3,011	-3,717

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2016.10.17	Buy	21,000원	-17.4		-21.0						
2016.11.08	Hold	18,500원	-6.8		-19.8						
2017.02.14	Buy	23,000원	-3.9		-13.1						
2017.03.14	Buy	28,000원	-15.4		-26.4						
2017.08.14	Buy	23,000원	0.9		-13.4						
2017.09.27	Buy	29,000원	1.6		-8.2						
2017.11.14	Buy	36,000원	-4.3		-18.3						
2017.12.12	Buy	45,000원	-7.3		-27.5						
2018.02.13	Buy	38,000원	-15.5		-26.3						
2018.04.02	Buy	42,000원	-24.0		-35.2						
2018.07.19	Buy	35,000원	-33.4		-40.3						
2018.08.20	Buy	28,500원	-26.7		-32.5						
2018.10.18	Buy	23,500원									

Compliance Notice

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

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 (향후12개월)	투자의견 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)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	94.4% 5.6%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)