

웹젠 (069080)

2018. 12. 3

인터넷/게임

Analyst **성종화**

02. 3779-8807

jhsung@ebestsec.co.kr

중국 정부 판호 규제 완화 시 강력한 모멘텀 가능

동사 중국시장 신작은 사실상 중국게임. 판호 규제로 일정 잠정 연기

동사의 향후 론칭 예정 신작 중 핵심 기대작은 모두 류 IP 를 활용한 웹게임, H5 게임, 모바일 MMORPG 등으로서 모두 동사는 IP 만 제공할 뿐이고 중국 개발사가 개발하여 중국 퍼블리셔가 중국시장에서 중국 유저들을 대상으로 서비스하는 사실상의 '중국게임'들이다. 동사는 원래 [류 IP 활용 H5 게임 3개 이상], [류 IP 활용한 웹게임 1 개(가제: 대천사지검 2)], [류 IP 활용 모바일 MMORPG 1 개] 등을 4Q18 부터 중국시장에 론칭할 예정이었다. 그러나, 중국 정부가 올해 5월 이후 해외 게임은 물론 중국 로컬게임에 대해서도 신규 판호를 허가하지 않음에 따라 이들 신작들의 중국시장 론칭일정은 잠정적으로 연기된 상태이다.

중국 정부 판호 규제 완화 시 강력한 주가모멘텀 가능하다는 점 주목

목표주가는 19,500원에서 23,000원으로 18% 상향하고 투자 의견은 Buy를 유지한다. 일각에선 내년 3월 정도면 중국정부의 신규 게임 판호 규제가 풀린다는 얘기도 있어 귀추를 주목할 필요가 있다. 내년 3월 판호 규제가 해제될지, 해제되더라도 한국게임은 예외일지 한국게임도 규제가 풀릴지 등은 현시점에선 여전히 미지수이나 웹젠 입장에서 한국게임의 판호 규제 해제여부와는 관계없이 중국 로컬게임에 대한 판호 규제만 풀려도 강력한 주가모멘텀으로 작용할 가능성이 크다는 점을 주목할 필요가 있다.

중국의 게임정보사이트 게임록은 최근 "중국 중앙정부와 중국 내 13개 성의 합의가 완료된 상태로 중국정부가 신규게임 판호 허가를 다시 재개할 것"이라고 보도했다. 그리고 중국 현지에서도 내년 3월말까지는 신규 게임 판호 심사를 재개할 것으로 보는 시각이 있다고 한다.

본연구원은 18.11.15 중국 정부의 신규 게임 판호 규제 강화로 동사의 중국시장 기대 신작 론칭일정이 잠정 연기된 점을 감안하여 목표주가를 23,500원에서 19,500원으로 17% 하향한 바 있다. 그러나, 이후 내년 3월 중국 정부의 판호 규제 해제 가능성이 있다는 얘기가 돌며 주가는 강한 상승세를 시현했다. 시장에서는 판호 규제로 신작 모멘텀이 잠정 연기된 것에 대한 우려보다는 동사의 중국시장 신작모멘텀 자체가 궁극적으로 유효하다는 점과 중국 정부의 판호 규제도 내년 3월 즈음 또는 늦어도 내년 상반기 이내 해제될 것이라는 기대감을 더 중요한 요소로 받아들이는 분위기이다. 이에 본 자료에서는 시장의 이러한 기대치를 반영하여 목표주가를 23,000원으로 재차 18% 상향하였다.

Buy (maintain)

목표주가 **23,000 원**현재주가 **18,400 원**

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (11/29)	695.48 pt
시가총액	6,497 억원
발행주식	35,311 천주
52 주 최고가/최저가	41,700 / 14,100 원
90 일 일평균거래대금	50.5 억원
외국인 지분율	26.8%
배당익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	7,981 원
KOSPI 대비 상대익률	1개월 20.1%
	6개월 -14.0%
	12개월 -40.0%
주주구성	김병관 외 2인 27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1인 20.2%
	웹젠 자사주 11.9%

Stock Price



Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	2,200	572	569	449	1,271	-25.5	656	11.8	5.4	2.7	20.4
2017	1,663	440	456	300	849	-33.2	529	46.0	22.4	6.0	11.8
2018E	2,208	723	761	559	1,584	86.7	795	11.6	5.2	2.3	19.0
2019E	2,292	651	688	505	1,431	-9.7	725	12.9	5.0	1.9	14.6
2020E	2,637	863	903	664	1,881	31.5	941	9.8	3.1	1.6	16.5

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

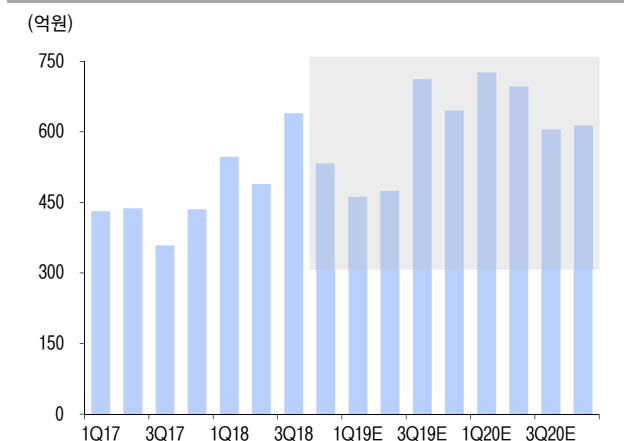
실적 전망

표64 웹젠 향후 신작 론칭일정 정리

신작	지역	매출 형태	론칭일정
뮤온라인 H5 (대천사지검 H5 한국 버전)	한국	총액	4Q18(18.10.31) 론칭
First Hero(전략시물레이션, 맥스온소프트)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
Cube Town(수집형 RPG, 아름게임즈)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 웹게임 1개(가제: 대천사지검2)	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액	판호 문제로 잠정
기적:최강자	한국	총액	잠정 (1H19 가능성)
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 웹게임 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)

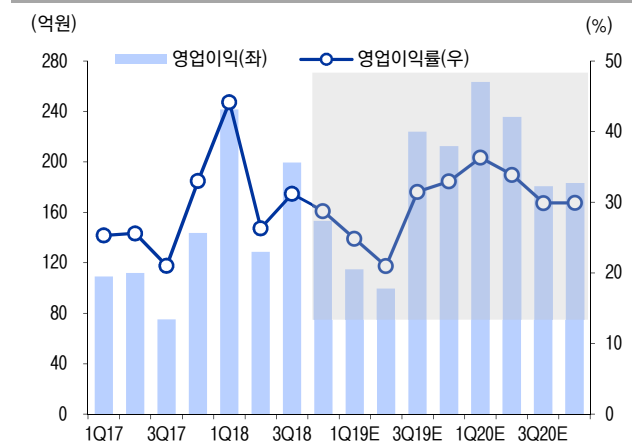
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 웹젠 분기별 매출액 추이



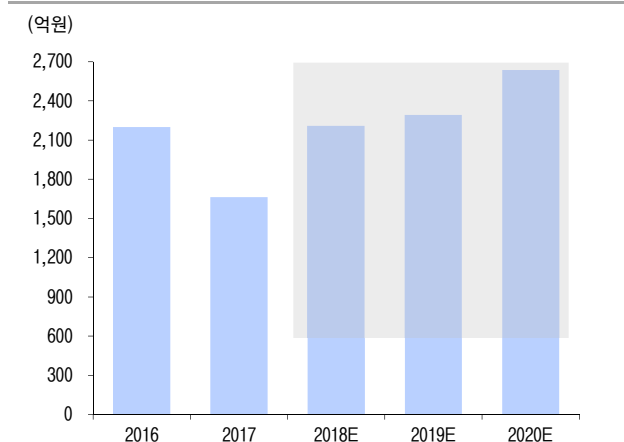
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림136 웹젠 분기별 영업이익 추이



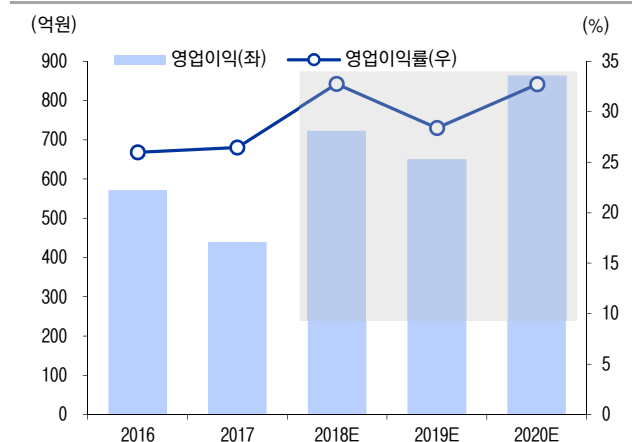
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림137 웹젠 연도별 매출액 추이



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림138 웹젠 연도별 영업이익 추이



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표65 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	431	437	358	436	547	489	639	533	462	475	710	645
게임 매출	431	437	358	435	546	489	634	533	462	475	710	644
뮤	339	338	267	321	433	391	545	432	369	382	621	543
R2	26	21	14	27	18	18	17	18	16	14	13	14
샷온라인	19	15	14	19	17	15	15	18	17	16	15	18
메탄 2	13	23	20	23	20	20	21	24	21	20	22	24
Webzen.com	12	10	11	12	10	9	8	9	7	6	6	6
기타	23	30	32	33	48	37	29	31	32	36	34	39
기타 영업수익	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0	0
영업비용	322	325	283	292	305	360	440	380	347	375	487	432
인건비	94	100	97	114	122	109	110	116	121	123	121	127
감가상각비	8	8	9	12	12	12	11	12	12	13	12	13
무형자산상각비	13	13	14	11	9	6	6	6	6	6	6	6
지급수수료	176	166	134	124	117	167	248	200	169	179	276	232
광고선전비	18	25	10	17	17	47	45	27	21	35	47	29
기타	13	13	20	14	29	20	19	19	18	20	24	25
영업이익	109	112	75	144	242	129	199	153	115	100	224	212
영업이익률(%)	25.3	25.6	21.0	33.0	44.2	26.3	31.2	28.8	24.9	21.0	31.5	33.0
순이익	74	100	28	97	168	125	154	113	91	84	174	155
순이익률(%)	17.1	23.0	7.9	22.2	30.7	25.5	24.1	21.2	19.8	17.7	24.5	24.1
지배주주순이익	74	101	29	98	169	125	154	114	92	85	175	156
순이익 대비 비중(%)	100.8	100.4	102.9	101.2	100.5	100.4	100.2	100.3	100.5	100.4	100.2	100.3
qoq(%)												
매출액	-24.9	1.4	-18.1	21.6	25.5	-10.6	30.7	-16.6	-13.2	2.7	49.6	-9.3
영업이익	-30.0	2.7	-32.8	91.0	68.0	-46.7	55.0	-23.1	-25.0	-13.2	124.2	-5.0
지배주주순이익	-44.8	35.6	-71.0	235.3	71.8	-25.8	23.4	-26.4	-19.2	-7.9	106.6	-10.8
yoy(%)												
매출액	-28.2	-18.8	-26.3	-24.2	26.8	11.8	78.4	22.3	-15.4	-2.9	11.1	20.9
영업이익	-36.0	-23.6	-24.1	-7.6	121.5	14.9	165.0	6.7	-52.4	-22.5	12.2	38.5
지배주주순이익	-40.1	-11.5	-62.9	-27.2	126.5	23.9	427.2	15.8	-45.5	-32.4	13.3	37.2

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표66 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,208	2,292	2,637
게임 매출	2,199	1,662	2,201	2,291	2,635
류	1,783	1,265	1,802	1,914	1,619
R2	109	89	71	58	45
샷온라인	70	66	65	65	64
메탄 2	59	79	84	87	91
Webzen.com	66	45	35	26	20
기타	113	118	145	141	796
기타 영업수익	1	1	7	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,485	1,641	1,774
인건비	419	404	457	492	531
감가상각비	34	37	46	49	53
무형자산상각비	51	51	26	25	26
지급수수료	918	600	732	855	918
광고선전비	159	70	137	133	146
기타	47	60	87	87	101
영업이익	572	440	723	651	863
영업이익률(%)	26.0	26.5	32.7	28.4	32.7
순이익	449	300	559	505	664
순이익률(%)	20.4	18.0	25.3	22.0	25.2
지배주주순이익	452	303	561	507	667
순이익 대비 비중(%)	100.7	101.0	100.4	100.3	100.4
EPS	1,271	849	1,584	1,431	1,881
지배주주 EPS	1,280	857	1,590	1,435	1,888
yoy(%)					
매출액	-9.2	-24.4	32.8	3.8	15.0
영업이익	-23.5	-23.0	64.3	-10.0	32.5
지배주주순이익	-25.3	-33.0	85.5	-9.7	31.6
지배주주 EPS	-25.3	-33.0	85.5	-9.7	31.6

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표67 Global Peer 펀드멘털 비교

(단위: %)

업체	2019E				2020E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	22.6	25.8	30.7	20.6	9.9	26.6	31.3	17.9
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표68 상대평가 Valuation Table

(단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E			2020E		
			지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				18.3	24.0		15.3	19.7
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,076	2,246	2,761	3,271	3,955
현금 및 현금성자산	283	524	538	651	798
기타현금성자산	1,450	1,450	1,853	2,242	2,747
매출채권 및 기타채권	300	248	345	353	385
기타	42	24	25	25	26
비유동자산	941	989	1,160	1,161	1,170
유무형자산	783	816	775	764	757
투자자산	87	98	19	19	19
기타	71	76	366	377	394
자산총계	3,017	3,235	3,921	4,432	5,126
유동부채	529	404	553	559	584
기타유동금융부채	238	110	193	195	203
단기이자지급성부채	0	4	6	6	6
기타	291	290	355	359	375
비유동부채	91	136	168	172	181
장기이자지급성부채	0	1	0	0	0
기타	91	135	168	172	181
부채총계	620	540	721	731	765
지배주주지분	2,390	2,692	3,199	3,700	4,359
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,059	1,065	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	1,155	1,450	2,005	2,506	3,165
비지배주주지분	7	3	1	1	1
자본총계	2,397	2,695	3,200	3,701	4,361

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	476	377	715	589	744
영업에서 창출된 현금	590	483	859	712	919
당기순이익	449	300	559	505	664
조정사항	236	250	251	209	263
유무형자산상각비	84	89	72	74	78
이자손익	-43	-46	-50	-53	-55
법인세비용	120	157	202	182	239
기타	74	51	27	5	1
자산,부채 증감	-94	-66	49	-2	-8
법인세,이자,배당금 등	-115	-106	-145	-123	-174
투자활동 현금	-407	-134	-657	-476	-598
금융자산 증감	-367	-12	-587	-400	-515
유형자산 증감	-33	-88	-26	-59	-61
무형자산 증감	-8	-34	-17	-19	-22
기타	1	0	-27	2	0
재무활동 현금	-54	0	-43	0	0
차입금 증감	0	1	0	0	0
자기주식 증감	-54	0	-43	0	0
총현금흐름	15	244	15	113	147
기초 현금 및 현금성자산	266	283	524	538	651
외화 현금 환율변동 효과	2	-3	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	283	524	538	651	798
기말 기타현금성자산	1,450	1,450	1,853	2,242	2,747
기말 총현금유동성	1,733	1,974	2,391	2,893	3,544

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,208	2,292	2,637
게임 매출	2,199	1,662	2,201	2,291	2,635
뮤	1,783	1,265	1,802	1,914	1,619
기타	417	397	400	377	1,016
기타 영업수익	1	1	7	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,485	1,641	1,774
영업이익	572	440	723	651	863
EBITDA	656	529	795	725	941
영업외손익	-3	16	38	37	41
금융손익	44	34	57	49	52
기타손익	-47	-18	-13	-12	-11
관계기업투자손익	0	0	-6	0	0
세전이익	569	456	761	688	903
법인세비용	120	157	202	182	239
당기순이익	449	300	559	505	664
지배주주순이익	452	303	561	507	667
Profitability(%)					
영업이익률	26.0	26.5	32.7	28.4	32.7
EBITDA Margin	29.8	31.8	36.0	31.6	35.7
세전이익률	25.9	27.5	34.5	30.0	34.3
당기순이익률	20.4	18.0	25.3	22.0	25.2
ROA	15.5	9.6	15.6	12.1	13.9
ROE	20.4	11.8	19.0	14.6	16.5
ROIC	27.5	13.4	20.7	15.5	17.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	11.8	46.0	11.6	12.9	9.8
P/B	2.7	6.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	5.4	22.4	5.2	5.0	3.1
P/CF	9.3	31.1	9.8	11.0	8.6
Per Share Data (원)					
EPS	1,271	849	1,584	1,431	1,881
BPS	5,594	6,485	7,981	9,451	11,363
CPS	1,614	1,256	1,886	1,672	2,131
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-9.2	-24.4	32.8	3.8	15.0
영업이익	-23.5	-23.0	64.3	-10.0	32.5
EPS	-25.5	-33.2	86.7	-9.7	31.5
총자산	8.7	7.2	21.2	13.0	15.6
자기자본	19.3	12.4	18.8	15.6	17.8
Stability (%배,억원)					
부채비율	25.9	20.0	22.5	19.8	17.5
유동비율	392.4	555.2	499.7	585.4	677.6
자기자본비율	79.4	83.3	81.6	83.5	85.1
영업이익/금융비용(x)	13.4	10.1	22.5	20.0	25.3
이자보상배율(x)	무이자	2,174.7	699.5	610.5	774.6
총차입금	0	5	6	6	6
순차입금	-1,733	-1,969	-2,386	-2,888	-3,539