



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (Maintain)

목표주가	26,000 원
현재주가	21,150 원

컨센서스 대비 (1Q19E OP 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (4/15)		766.75pt
시가총액		7,468 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		31,100 / 14,100 원
90 일 일평균거래대금		63.05 억원
외국인 지분율		26.6%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		8,993 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.2%
	6 개월	19.2%
	12 개월	-14.2%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame International Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	11.9%

Stock Price



웹젠 (069080)

중단기적으로 H5 게임 3개 중국 판호 동향 주목

분기 실적은 4Q18에 이어 1Q19도 숨고르기 지속 전망

4Q18에 이어 1Q19도 실적 숨고르기가 지속될 것으로 전망하고 있다. 무오리진2 한국의 하향 셋업 과정이 지속되고 기적MU:각성, 대천사지검 H5 등 중국시장 게임들도 완만한 하향 안정화 과정에 있는 반면 뮤 IP 기반 중국시장 신작게임들은 아직 판호 문제로 론칭이 안되고 있기 때문이다. 3/11 한국시장에 론칭된 마스터탱크4의 경우 1Q19 구글 평균 매출순위는 30위 정도로서 1Q19 매출은 10억원 소폭 초과 수준이 예상된다. 이는 신작 모멘텀이 작동할 만한 수준은 아니나 예상치에는 대체로 부합하는 수준이다.

단기적으로 뮤 IP 기반 H5 게임 중국시장 판호 동향이 더 중요

뮤 IP 활용 H5 게임 3개는 3Q18-4Q18 중국정부에 판호 심사를 신청한 상황이다. 동사의 뮤 IP 기반 중국시장 신작 라인업들은 IP가 한국산이라 공식적으로 외자게임으로 분류되고 있으나 개발사, 퍼블리셔가 모두 중국업체로서 사실상 중국게임이므로 외자게임들 중에선 가장 유력한 판호 발급 후보일 것이라 판단한다. 4/2 외자게임 30개에 대해 판호가 발급되면서 동사 H5 게임 3개에 대한 판호 발급 기대감도 높아진 상황이다.

게임 테스트는 판호 발급과 무관하게 진행할 수 있다. 동사 뮤 IP 기반 H5 게임 신작 3개는 3Q18-4Q18 판호 신청 후 결제 및 게임 운영 테스트까지 완료한 상황이라 판호만 발급되면 큰 시차 없이 곧바로 론칭할 수 있는 상황이다. 그리고, 중장기적으로는 뮤 IP 기반 모바일 MMORPG 신작 1개도 4Q19 개발완료를 목표로 개발 중이며, 뮤 IP 기반 웹게임 1개도 1H20 개발 완료를 목표로 개발 중이므로 판호 동향에 따라선 빠르면 내년 상반기 중국시장 론칭이 가능하다.

1H20 R2 IP 모바일 MMORPG 한국, SUN IP 모바일 MMORPG 중국 대기

뮤 IP 외 R2 및 SUN IP 기반 모바일 MMORPG 신작들도 주목할 필요가 있다. SUN IP 기반 모바일 MMORPG 신작은 올해말 또는 내년초 개발 완료를 목표로 중국 개발사가 개발 중이며, R2 IP 기반 모바일 MMORPG 신작은 1H20 국내시장 론칭을 목표로 자체 개발 중이다.

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,801	2,391	2,558
증감률 (%)	-24.4	31.6	-17.7	32.8	7.0
영업이익	440	689	434	766	781
순이익	300	501	345	592	604
EPS (원)	849	1,420	977	1,677	1,709
증감률 (%)	-33.2	67.3	-31.2	71.7	1.9
BPS (원)	6,485	7,972	8,993	10,708	12,453
PER (x)	46.0	15.0	21.7	12.6	12.4
PBR (x)	6.0	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	22.4	6.7	9.4	4.9	4.1
영업이익률 (%)	26.5	31.5	24.1	32.0	30.6
EBITDA 마진 (%)	31.8	34.7	27.5	34.7	33.1
ROE (%)	11.8	17.2	10.4	15.7	13.8

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q19 영업실적 Preview

표1 1Q19 영업실적 Preview

(억원, %)	1Q18	4Q18	1Q19E(종전)	1Q19E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	547	514	445	464	-15.1	-9.6	4.4
게임 매출	546	513	444	464	-15.1	-9.6	4.4
뮤	433	409	352	360	-17.0	-12.0	2.3
R2	18	21	19	19	9.0	-9.0	0.0
샷온라인	17	17	15	15	-12.1	-10.2	0.0
메틴2	20	23	20	20	-0.3	-12.8	0.0
Webzen.com	10	10	9	9	-14.3	-14.7	0.0
기타	48	33	30	41	-14.4	23.4	38.4
기타 영업수익	0	0	0	0			
영업비용	305	395	339	358	17.4	-9.2	5.8
인건비	122	143	128	137	12.5	-4.5	6.7
감가상각비	12	10	10	10	-16.1	-2.5	-4.9
무형자산상각비	9	6	6	5	-36.4	-3.5	-6.8
지급수수료	117	188	157	161	36.8	-14.8	2.3
광고선전비	17	24	18	25	43.1	4.3	37.5
기타	29	23	19	21	-27.6	-10.6	7.2
영업이익	242	119	106	106	-56.1	-10.8	0.0
영업이익률(%)	44.2	23.2	23.9	22.8	21.4%P ↓	0.4%P ↓	1.1%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 1Q19 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	1Q19E(당사 종전)	1Q19E(컨센서스)	1Q19E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	445	484	464	4.4	-4.1
영업이익	106	130	106	0.0	-18.4
영업이익률(%)	23.9	26.9	22.8	1.1%P ↓	4.1%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표3 웹젠 신작 론칭일정 정리

신작	지역	매출 형태	론칭일정
뮤오리진2	북미/유럽	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 천마시공) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	2Q19 론칭 예정
뮤 IP 활용 H5 게임 3개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 천마시공, 후딘, 스카이문스 등) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	판호 획득 시 곧바로 론칭 가능 (3Q18-4Q18 3개 정도 판호 신청) (판호 획득 분위기 조성 중)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	미정 (빠르면 4Q19 개발 완료 예정) (개발 완료 후 판호 접수 예정)
뮤 IP 활용 웹게임 1개 (가제: 대천사지검2)	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	미정 (1H20 개발 완료 예정) (개발 완료 후 판호 접수 예정)
뮤 IP 활용 H5 게임 몇 개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 몇몇 중국업체) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	미정
R2 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액 (자체 IP 바탕으로 자체 개발 중) (PC게임 R2 아이템베이 아이템 거래 5위로서 아이템 거래 활발, R2 IP 활용 모바일 MMORPG 흥행 기대감 높음)	1H20 국내시장 먼저 출시 목표
SUN IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 중국업체) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	2019년말 또는 2020년초 개발완료를 목표로 개발 중
마스터탱커4(모바일 RPG)	한국	총액 (개발: 로코조이 _ 중국 개발사) (퍼블리셔: 웹젠)	19.03.11 론칭 (1Q19 구글 평균 매출순위 30위) (1Q19 매출 10억원 초과 추산) (초반 성과는 기대했던 정도 수준)
First Hero(전략시뮬레이션)	북미/유럽	총액 (개발: 맥스온소프트) (퍼블리셔: 웹젠)	2Q19 론칭 예정
Cube Town(수집형 RPG)	북미/유럽	총액 (개발: 아름게임즈) (퍼블리셔: 웹젠)	1Q19말 론칭
소셜카지노게임 1개 (PC게임)	북미/유럽	총액 (페이스북 플랫폼 론칭 예정)	1H19 론칭 예정
미니게임 여러 개	북미/유럽	총액 (자체개발)	1Q19부터 론칭 중

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	547	489	639	514	464	440	413	483	606	612	608	564
게임 매출	546	489	634	513	464	439	413	483	606	612	608	564
뮤	433	391	545	409	360	335	313	371	351	344	351	276
R2	18	18	17	21	19	17	16	18	16	15	14	15
샷온라인	17	15	15	17	15	14	14	15	14	13	12	14
메탄2	20	20	21	23	20	20	21	22	20	20	21	22
Webzen.com	10	9	8	10	9	8	7	9	8	7	6	8
기타	48	37	29	33	41	45	43	48	197	214	204	229
기타 영업수익	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	305	360	440	395	358	349	328	331	408	417	395	405
인건비	122	109	110	143	137	139	136	139	148	153	151	157
감가상각비	12	12	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10
무형자산상각비	9	6	6	6	5	5	5	6	6	6	6	6
지급수수료	117	167	248	188	161	152	140	138	189	187	176	179
광고선전비	17	47	45	24	25	22	20	21	30	35	31	30
기타	29	20	19	23	21	21	17	18	25	26	22	23
영업이익	242	129	199	119	106	91	85	152	198	195	213	159
영업이익률(%)	44.2	26.3	31.2	23.2	22.8	20.6	20.6	31.4	32.7	31.8	35.0	28.2
순이익	168	125	154	55	85	76	72	113	153	155	167	118
순이익률(%)	30.7	25.5	24.1	10.7	18.3	17.2	17.3	23.3	25.2	25.3	27.4	21.0
지배주주순이익	169	125	154	56	85	76	72	114	153	156	167	119
순이익 대비 비중(%)	100.5	100.4	100.2	100.9	100.6	100.7	100.5	100.8	100.6	100.7	100.5	100.8
qoq(%)												
매출액	25.5	-10.6	30.7	-19.7	-9.6	-5.3	-6.0	16.9	25.4	1.0	-0.6	-7.2
영업이익	68.0	-46.7	55.0	-40.3	-10.8	-14.4	-6.1	78.3	30.4	-1.7	9.4	-25.4
지배주주순이익	71.8	-25.8	23.4	-63.9	53.4	-10.6	-5.6	57.6	35.2	1.5	7.5	-28.8
yoy(%)												
매출액	26.8	11.8	78.4	17.9	-15.1	-10.1	-35.3	-5.9	30.5	39.2	47.1	16.8
영업이익	121.5	14.9	165.0	-17.2	-56.1	-29.4	-57.3	27.7	86.9	114.7	150.2	4.7
지배주주순이익	126.5	23.9	427.2	-43.3	-49.4	-39.0	-53.3	104.2	79.9	104.2	132.5	5.0
종전 대비 변경률(%)												
매출액					4.4	9.5	-5.2	-16.2	-7.3	-2.9	12.3	4.8
영업이익					0.0	18.5	-24.6	-22.2	-16.5	-8.7	38.3	3.2
지배주주순이익					0.0	16.5	-22.5	-22.3	-15.9	-8.4	35.3	3.1

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,801	2,391	2,558
게임 매출	1,662	2,182	1,800	2,390	2,556
뮤	1,265	1,778	1,379	1,322	940
R2	89	73	70	60	52
샷온라인	66	64	58	53	49
메탄2	79	83	83	82	82
Webzen.com	45	37	32	29	26
기타	118	147	178	844	1,407
기타 영업수익	1	6	2	2	2
영업비용	1,223	1,500	1,367	1,626	1,776
인건비	404	484	551	610	660
감가상각비	37	44	39	41	42
무형자산상각비	51	26	22	22	23
지급수수료	600	721	590	731	802
광고선전비	70	134	88	126	135
기타	60	91	77	96	114
영업이익	440	689	434	766	781
영업이익률(%)	26.5	31.5	24.1	32.0	30.6
순이익	300	501	345	592	604
순이익률(%)	18.0	22.9	19.1	24.8	23.6
지배주주순이익	303	503	347	596	607
순이익 대비 비중(%)	101.0	100.4	100.7	100.6	100.7
EPS	849	1,420	977	1,677	1,709
지배주주 EPS	857	1,426	983	1,688	1,720
yoy(%)					
매출액	-24.4	31.6	-17.7	32.8	7.0
영업이익	-23.0	56.5	-37.0	76.4	2.1
지배주주순이익	-33.0	66.3	-31.0	71.7	1.9
지배주주 EPS	-33.0	66.3	-31.0	71.7	1.9
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-3.1	1.1	2.3
영업이익			-11.6	0.8	8.2
지배주주순이익			-11.0	0.7	7.8
지배주주 EPS			-11.0	0.7	7.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 웹젠 목표주가 변경 내역

구분	20E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	1,676	15.5	26,000	9,181
신규	1,688	15.4	26,000	9,181
변경률(%)	0.7	-0.7	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080) _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,246	2,837	3,147	3,796	4,409
현금 및 현금성자산	524	649	740	3,416	4,013
기타현금성자산	1,450	1,831	2,086	0	0
매출채권 및 기타채권	248	315	282	337	351
기타	24	42	40	43	44
비유동자산	989	1,131	1,125	1,145	1,155
유무형자산	816	719	711	707	703
투자자산	98	19	19	19	19
기타	76	393	395	419	434
자산총계	3,235	3,968	4,272	4,941	5,564
유동부채	404	679	643	706	720
기타유동금융부채	110	243	230	253	258
단기이자지급성부채	4	6	6	6	6
기타	290	430	407	447	457
비유동부채	136	150	144	159	163
장기이자지급성부채	1	0	0	0	0
기타	135	150	144	159	163
부채총계	540	829	788	865	884
지배주주지분	2,692	3,135	3,480	4,071	4,674
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,065	1,007	1,007	1,007	1,007
이익잉여금	1,450	1,951	2,296	2,888	3,491
비지배주주지분	3	4	5	5	5
자본총계	2,695	3,139	3,484	4,076	4,680

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	377	822	421	669	679
영업에서 창출된 현금	483	891	481	810	824
당기순이익	300	501	345	592	604
조정사항	250	299	137	214	221
유무형자산상각비	89	70	61	63	65
이자손익	-46	-59	-60	-65	-65
법인세비용	157	183	124	213	218
기타	51	104	12	3	3
자산,부채 증감	-66	92	0	3	0
법인세,이자,배당금 등	-106	-70	-61	-141	-145
투자활동 현금	-134	-649	-330	2,007	-82
금융자산 증감	-12	-592	-267	2,075	-11
유형자산 증감	-88	-28	-49	-49	-51
무형자산 증감	-34	-4	-17	-19	-20
기타	0	-25	2	0	0
재무활동 현금	0	-48	0	0	0
차입금 증감	1	1	0	0	0
자기주식 증감	0	-49	0	0	0
총현금흐름	244	125	91	2,676	597
기초 현금 및 현금성자산	283	524	649	740	3,416
외화 현금 환율변동 효과	-3	0	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	524	649	740	3,416	4,013
기말 기타현금성자산	1,450	1,831	2,086	0	0
기말 총현금유동성	1,974	2,480	2,826	3,416	4,013

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,801	2,391	2,558
게임 매출	1,662	2,182	1,800	2,390	2,556
뮤	1,265	1,778	1,379	1,322	940
기타	397	404	421	1,068	1,616
기타 영업수익	1	6	2	2	2
영업비용	1,223	1,500	1,367	1,626	1,776
영업이익	440	689	434	766	781
EBITDA	529	759	495	829	847
영업외손익	16	-4	35	40	40
금융손익	34	57	43	47	47
기타손익	-18	-55	-8	-7	-7
관계기업투자손익	0	-6	0	0	0
세전이익	456	684	469	805	822
법인세비용	157	183	124	213	218
당기순이익	300	501	345	592	604
지배주주순이익	303	503	347	596	607
Profitability(%)					
영업이익률	26.5	31.5	24.1	32.0	30.6
EBITDA Margin	31.8	34.7	27.5	34.7	33.1
세전이익률	27.5	31.3	26.0	33.7	32.1
당기순이익률	18.0	22.9	19.1	24.8	23.6
ROA	9.6	13.9	8.4	12.9	11.5
ROE	11.8	17.2	10.4	15.7	13.8
ROIC	13.4	19.3	10.9	15.7	13.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation (배)					
P/E	46.0	15.0	21.7	12.6	12.4
P/B	6.0	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	22.4	6.7	9.4	4.9	4.1
P/CF	31.1	10.3	17.8	11.2	11.0
Per Share Data (원)					
EPS	849	1,420	977	1,677	1,709
BPS	6,485	7,972	8,993	10,708	12,453
CPS	1,256	2,068	1,191	1,885	1,925
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-24.4	31.6	-17.7	32.8	7.0
영업이익	-23.0	56.5	-37.0	76.4	2.1
EPS	-33.2	67.3	-31.2	71.7	1.9
총자산	7.2	22.7	7.7	15.7	12.6
자기자본	12.4	16.5	11.0	17.0	14.8
Stability (% 배, 억원)					
부채비율	20.0	26.4	22.6	21.2	18.9
유동비율	555.2	417.8	489.3	537.9	612.0
자기자본비율	83.3	79.1	81.6	82.5	84.1
영업이익/금융비용(x)	10.1	23.7	13.9	23.3	22.6
이자보상배율(x)	2,174.7	5,265.5	3,486.7	5,783.3	5,701.4
총차입금	5	6	6	6	6
순차입금	-1,969	-2,474	-2,820	-3,410	-4,007

웹젠 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	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	-27.4	-33.0							
	2018.11.15	Buy	19,500원	-3.3	-11.7							
	2018.12.03	Buy	23,000원	-3.9	-15.8							
	2019.03.05	Buy	26,000원									

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 리서치본부의 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 당사에 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)	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% -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)