



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (Maintain)

목표주가 **26,000 원**

현재주가 **17,550 원**

컨센서스 대비 (2020E OP 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ (5/13)		708.80pt
시가총액		6,197 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		30,750 / 14,100 원
90 일 일평균거래대금		57.0 억원
외국인 지분율		26.6%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		8,998 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-8.7%
	6 개월	4.0%
	12 개월	-122.5%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame International Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	11.9%

Stock Price



웹젠 (069080)

중국 판호 발급 향방이 중단기 핵심

1Q19 실적부진은 예상된 것이었으나 부진의 강도는 예상 다소 초과

1Q19 연결영업실적은 매출 415억원(qoq -19%), 영업이익 92억원(qoq -23%)로서 전분기 대비 부진했으며 당사 및 시장 전망치에도 미달했다. 1Q19는 전분기에 이어 실적부진이 지속될 수 밖에 없는 시기로서 부진 그 자체는 예상된 부분이었다. 주력게임들의 하향 셋업 과정은 지속되고 있는 반면 뮤 IP 기반 중국시장 신작게임들은 아직 판호 문제로 론칭이 안되고 있기 때문이다. 다만, 뮤오리진2 한국, 기적MU:각성 중국, 대천사지검H5 중국 등 주력게임들의 매출 감소가 예상보다 더 컸다는 점은 아쉬운 부분이다.

단기적으로 뮤 IP 기반 H5 게임 중국시장 판호 동향이 중요

동사 투자포인트 측면에서 중단기적인 핵심 포인트는 우선 뮤 IP 기반 H5 게임 신작 3개에 대한 중국정부의 판호발급 향방이다.

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 외자게임을 중예선 가장 유력한 판호 발급 후보일 것이라 판단한다. 다만, 4/2 외자게임 30개에 대해 판호가 발급되며 동사 H5 게임 3개에 대한 판호 발급 기대감이 높아지기도 했으나 여전히 판호 발급이 안되고 있는 상황이다.

TP 26,000원 유지. Buy 유지. 중국 판호 발급 향방이 중단기 핵심

중국시장 판호 발급 향방이 중단기 핵심포인트이다. 동사 뮤 IP 기반 신작들의 중국시장 판호 발급 기대감 자체는 여전히 유효하다. 다만, 그 시기를 예측할 수 없다는 점이 딜레마이다. 동사주가는 작년 12월 초중순 15,000원대까지 조정을 받았다가 중국정부의 내자게임 판호 발급 개시에 따른 판호 발급 기대감으로 올해 1월초순까지 3주만에 21,000원대까지 반등하기도 했으나 이후 기대감과 달리 판호 발급이 이뤄지지 않음에 따른 피로감으로 최근 재차 17,000원대까지 하락한 상황이다. 중국시장 판호 발급 시기를 예측하는 것은 어렵지만 현재 가격대는 중장기적 관점에서는 매력적인 가격대라 판단한다.

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,633	2,327	2,491
증감률 (%)	-24.4	31.6	-25.4	42.5	7.0
영업이익	440	689	401	740	741
순이익	300	501	346	586	587
EPS (원)	849	1,420	981	1,660	1,663
증감률 (%)	-33.2	67.3	-30.9	69.2	0.2
BPS (원)	6,485	7,972	8,998	10,695	12,394
PER (x)	46.0	15.0	17.9	10.6	10.6
PBR (x)	6.0	2.7	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	22.4	6.7	7.1	3.4	2.7
영업이익률 (%)	26.5	31.5	24.6	31.8	29.8
EBITDA 마진 (%)	31.8	34.7	29.2	35.1	33.0
ROE (%)	11.8	17.2	10.5	15.5	13.5

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q19 영업실적 Review

표1 1Q19 영업실적 Review

(억원, %)	1Q18	4Q18	1Q19E	1Q19P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	547	514	464	415	-24.1	-19.2	-10.7
게임 매출	546	513	464	415	-24.1	-19.2	-10.6
류	433	409	360	310	-28.4	-24.1	-13.7
R2	18	21	19	22	28.3	7.1	17.7
샷온라인	17	17	15	16	-9.3	-7.3	3.2
메틴2	20	23	20	16	-18.2	-28.4	-18.0
Webzen.com	10	10	9	10	-2.7	-3.2	13.5
기타	48	33	41	40	-16.9	19.7	-3.0
기타 영업수익	0	0	0	0			
영업비용	305	395	358	323	5.8	-18.1	-9.8
인건비	122	143	137	111	-8.7	-22.5	-18.8
감가상각비	12	10	10	11	-0.4	15.6	18.6
무형자산상각비	9	6	5	7	-14.8	29.3	34.0
지급수수료	117	188	161	146	24.3	-22.6	-9.2
광고선전비	17	24	25	29	68.4	22.8	17.7
기타	29	23	21	18	-37.3	-22.6	-13.4
영업이익	242	119	106	92	-62.0	-22.9	-13.5
영업이익률(%)	44.2	23.2	22.8	22.1	22.1%P ↓	1.1%P ↓	0.7%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q19E는 당사 종전 전망치. 1Q19P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

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

(억원, %)	1Q19E(당사 종전)	1Q19E(컨센서스)	1Q19P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	464	487	415	-10.7	-14.8
영업이익	106	122	92	-13.5	-24.8
영업이익률(%)	22.8	25.1	22.1	0.7%P ↓	3.0%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)
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	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	547	489	639	514	415	393	375	449	577	590	598	562
게임 매출	546	489	634	513	415	393	375	449	577	590	598	561
뮤	433	391	545	409	310	289	276	337	325	326	345	279
R2	18	18	17	21	22	21	19	21	22	21	19	21
샷온라인	17	15	15	17	16	15	14	16	15	14	13	15
메탄2	20	20	21	23	16	16	17	18	16	16	17	18
Webzen.com	10	9	8	10	10	9	8	10	10	9	8	10
기타	48	37	29	33	40	44	42	47	188	204	195	219
기타 영업수익	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	305	360	440	395	323	311	295	302	392	405	389	402
인건비	122	109	110	143	111	116	114	118	126	131	129	133
감가상각비	12	12	11	10	11	12	11	12	12	12	12	12
무형자산상각비	9	6	6	6	7	7	7	7	8	7	7	8
지급수수료	117	167	248	188	146	135	126	126	181	182	175	182
광고선전비	17	47	45	24	29	23	21	22	35	40	36	37
기타	29	20	19	23	18	18	15	16	30	32	28	31
영업이익	242	129	199	119	92	82	80	147	185	185	209	159
영업이익률(%)	44.2	26.3	31.2	23.2	22.1	20.9	21.2	32.8	32.1	31.4	35.0	28.4
순이익	168	125	154	55	100	69	68	109	150	150	166	120
순이익률(%)	30.7	25.5	24.1	10.7	24.1	17.6	18.0	24.4	26.0	25.3	27.8	21.4
지배주주순이익	169	125	154	56	101	70	68	110	151	151	167	121
순이익 대비 비중(%)	100.5	100.4	100.2	100.9	100.9	100.7	100.5	100.8	100.9	100.7	100.5	100.8
qoq(%)												
매출액	25.5	-10.6	30.7	-19.7	-19.2	-5.1	-4.7	19.8	28.4	2.3	1.4	-6.1
영업이익	68.0	-46.7	55.0	-40.3	-22.9	-10.6	-2.9	85.0	25.8	-0.1	13.0	-23.8
지배주주순이익	71.8	-25.8	23.4	-63.9	81.6	-30.9	-2.5	62.1	37.2	-0.5	10.9	-27.3
yoy(%)												
매출액	26.8	11.8	78.4	17.9	-24.1	-19.6	-41.3	-12.5	39.1	49.9	59.5	25.0
영업이익	121.5	14.9	165.0	-17.2	-62.0	-36.2	-60.0	23.9	102.0	125.7	162.8	8.2
지배주주순이익	126.5	23.9	427.2	-43.3	-40.1	-44.2	-55.9	98.4	49.8	115.8	145.5	10.1
종전 대비 변경률(%)												
매출액					-10.7	-10.5	-9.3	-7.0	-4.8	-3.6	-1.7	-0.5
영업이익					-13.5	-9.6	-6.5	-3.0	-6.5	-5.0	-1.8	0.2
지배주주순이익					18.4	-8.5	-5.5	-2.8	-1.4	-3.3	-0.3	1.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,633	2,327	2,491
게임 매출	1,662	2,182	1,632	2,326	2,489
뮤	1,265	1,778	1,212	1,275	984
R2	89	73	83	83	84
샷온라인	66	64	60	56	53
메탄2	79	83	68	67	67
Webzen.com	45	37	37	36	36
기타	118	147	172	807	1,264
기타 영업수익	1	6	1	2	2
영업비용	1,223	1,500	1,232	1,588	1,750
인건비	404	484	460	520	578
감가상각비	37	44	46	48	50
무형자산상각비	51	26	29	30	31
지급수수료	600	721	534	720	803
광고선전비	70	134	95	148	150
기타	60	91	68	121	139
영업이익	440	689	401	740	741
영업이익률(%)	26.5	31.5	24.6	31.8	29.8
순이익	300	501	346	586	587
순이익률(%)	18.0	22.9	21.2	25.2	23.6
지배주주순이익	303	503	349	590	592
순이익 대비 비중(%)	101.0	100.4	100.8	100.7	100.7
EPS	849	1,420	981	1,660	1,663
지배주주 EPS	857	1,426	989	1,672	1,675
yoy(%)					
매출액	-24.4	31.6	-25.4	42.5	7.0
영업이익	-23.0	56.5	-41.8	84.4	0.2
지배주주순이익	-33.0	66.3	-30.7	69.1	0.2
지배주주 EPS	-33.0	66.3	-30.7	69.1	0.2
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-9.3	-2.7	-2.6
영업이익			-7.6	-3.4	-5.1
지배주주순이익			0.6	-0.9	-2.6
지배주주 EPS			0.6	-0.9	-2.6

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	1,688	15.4	26,000	9,181
신규	1,672	15.6	26,000	9,181
변경률(%)	-0.9	0.9	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080) _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,246	2,837	3,131	3,791	4,388
현금 및 현금성자산	524	649	740	893	1,046
기타현금성자산	1,450	1,831	2,086	2,519	2,948
매출채권 및 기타채권	248	315	267	336	350
기타	24	42	39	44	44
비유동자산	989	1,131	1,121	1,144	1,154
유무형자산	816	719	711	707	703
투자자산	98	19	19	19	19
기타	76	393	391	419	433
자산총계	3,235	3,968	4,252	4,935	5,542
유동부채	404	679	628	707	722
기타유동금융부채	110	243	224	253	258
단기이자지급성부채	4	6	6	6	6
기타	290	430	397	448	458
비유동부채	136	150	139	156	161
장기이자지급성부채	1	0	0	0	0
기타	135	150	139	156	161
부채총계	540	829	766	863	883
지배주주지분	2,692	3,135	3,481	4,067	4,654
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,065	1,007	1,007	1,007	1,007
이익잉여금	1,450	1,951	2,297	2,883	3,470
비지배주주지분	3	4	5	5	5
자본총계	2,695	3,139	3,486	4,072	4,659

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	377	822	436	681	679
영업에서 창출된 현금	483	891	486	809	808
당기순이익	300	501	346	586	587
조정사항	250	299	139	217	221
유무형자산상각비	89	70	75	78	81
이자손익	-46	-59	-61	-66	-66
법인세비용	157	183	113	200	202
기타	51	104	12	4	4
자산,부채 증감	-66	92	0	6	0
법인세,이자,배당금 등	-106	-70	-50	-128	-129
투자활동 현금	-134	-649	-346	-527	-527
금융자산 증감	-12	-592	-266	-444	-440
유형자산 증감	-88	-28	-56	-57	-59
무형자산 증감	-34	-4	-24	-27	-27
기타	0	-25	0	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	90	154	152
기초 현금 및 현금성자산	283	524	649	740	893
외화 현금 환율변동 효과	-3	0	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	524	649	740	893	1,046
기말 기타현금성자산	1,450	1,831	2,086	2,519	2,948
기말 총현금유동성	1,974	2,480	2,825	3,412	3,993

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,663	2,189	1,633	2,327	2,491
게임 매출	1,662	2,182	1,632	2,326	2,489
뮤	1,265	1,778	1,212	1,275	984
기타	397	404	419	1,050	1,505
기타 영업수익	1	6	1	2	2
영업비용	1,223	1,500	1,232	1,588	1,750
영업이익	440	689	401	740	741
EBITDA	529	759	476	818	822
영업외손익	16	-4	58	47	47
금융손익	34	57	66	52	52
기타손익	-18	-55	-6	-5	-5
관계기업투자손익	0	-6	-1	0	0
세전이익	456	684	459	786	789
법인세비용	157	183	113	200	202
당기순이익	300	501	346	586	587
지배주주순이익	303	503	349	590	592
Profitability(%)					
영업이익률	26.5	31.5	24.6	31.8	29.8
EBITDA Margin	31.8	34.7	29.2	35.1	33.0
세전이익률	27.5	31.3	28.1	33.8	31.7
당기순이익률	18.0	22.9	21.2	25.2	23.6
ROA	9.6	13.9	8.4	12.8	11.2
ROE	11.8	17.2	10.5	15.5	13.5
ROIC	13.4	19.3	10.5	15.3	13.4

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation (배)					
P/E	46.0	15.0	17.9	10.6	10.6
P/B	6.0	2.7	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	22.4	6.7	7.1	3.4	2.7
P/CF	31.1	10.3	14.2	9.2	9.1
Per Share Data (원)					
EPS	849	1,420	981	1,660	1,663
BPS	6,485	7,972	8,998	10,695	12,394
CPS	1,256	2,068	1,235	1,911	1,923
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-24.4	31.6	-25.4	42.5	7.0
영업이익	-23.0	56.5	-41.8	84.4	0.2
EPS	-33.2	67.3	-30.9	69.2	0.2
총자산	7.2	22.7	7.2	16.1	12.3
자기자본	12.4	16.5	11.0	16.8	14.4
Stability (% ,배,억원)					
부채비율	20.0	26.4	22.0	21.2	18.9
유동비율	555.2	417.8	498.8	536.2	607.9
자기자본비율	83.3	79.1	82.0	82.5	84.1
영업이익/금융비용(x)	10.1	23.7	14.7	25.9	24.7
이자보상배율(x)	2,174.7	5,265.5	3,415.8	5,648.3	5,473.8
총차입금	5	6	6	6	6
순차입금	-1,969	-2,474	-2,819	-3,406	-3,987

웹젠 목표주가 추이	투자 의견 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)	투자 의견 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%	투자 의견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)