

Initiation

Analyst 이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (신규)

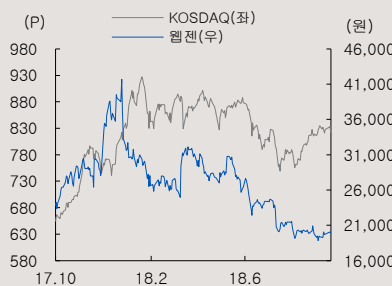
목표주가	24,000원
현재가 (10/02)	18,800원

KOSDAQ (10/02)	794.99pt
시가총액	664십억원
발행주식수	35,311천주
액면가	500원
52주 최고가	42,900원
최저가	18,700원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	27.3%
배당수익률 (2018F)	0.0%

주주구성			
김병관 외 2 인			27.19%
FunGame International Limited 외 1 인			20.24%
추가상승률			
	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-35%	-38%
절대기준	-3%	-39%	-23%

현재	
투자 의견	매수
목표주가	24,000
EPS(18)	1,816
EPS(19)	2,113

웹젠 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

웹젠 (069080)

국내 게임사 중 독보적인 IP사업구조 확보

목표주가 24,000원, 투자이건 매수로 커버리지 개시

목표주가는 12개월 FW EPS에 2년 간 12개월 FW PER 중간값인 11.8배를 적용하여 산출함. 최고 기대 게임이었던 '기적:각성'이 출시되고 국내에서 '뮤오리진2'로 출시된 이후 신작 부재로 De-Rating이 진행됨. 그러나 중국에서 흥행했던 '대천사지검 H5'의 국내 출시가 4분기로 예정되어 있고 이후 '뮤' IP를 활용한 다수의 게임이 중국에서 출시될 예정임. 국내 게임 시장이 성숙기에 진입하면서 신작 리스크가 상승하기 때문에 IP 기반의 안정적인 사업 모델이 다시 주목 받을 것으로 판단됨

안정적인 IP 사업구조, 흥행게임의 긴 라이프사이클, 신작 모멘텀 기대

투자포인트는 1) 안정적인 IP 사업 구조 확보, 2) 국내 흥행 게임의 긴 라이프 사이클, 3) 신작 모멘텀임. 안정적인 사업구조를 기반으로 견고한 성장이 기대됨. 이 사업은 중국 내 인지도가 높은 '뮤' IP를 기반으로 중국 상위 게임사가 개발, 출시하기 때문에 흥행 가능성이 높고 국내외 퍼블리싱 권리까지 동사가 확보함. 두번째, 중국에서 흥행했던 게임을 국내 출시하여 긴 라이프 사이클을 유지함. 유행보다는 '뮤'의 향수를 즐기는 충성도 높은 성인 게이머가 많고 중국에서 이미 풍부한 콘텐츠를 확보했기 때문으로 판단됨. 끝으로 4분기 '대천사지검 H5'가 출시될 예정이고 중국 Top 개발사들이 '뮤' IP 기반으로 2019년에 5개 이상의 게임을 출시할 것으로 전망됨

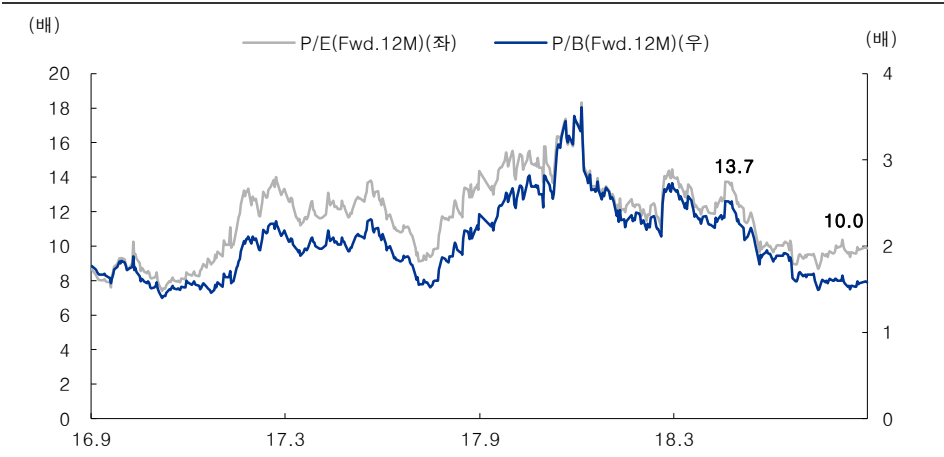
3분기 매출액 717억원, 영업이익 212억원 추정

3분기 매출액 717억원(+100% YoY, +46.6% QoQ), 영업이익 212억원(+181.9% YoY, 65.4% QoQ)을 달성하여 컨센서스에 부합할 것으로 추정됨. 외형은 6월에 출시되었던 '뮤오리진2' 매출이 온기 반영되면서 성장성을 기록할 것으로 전망됨. 9월 말에 대규모 업데이트를 진행했기 때문에 매출추이가 연말까지 이어질 것으로 예상됨. 영업이익은 중국 로열티 매출이 하향 안정화된 가운데 '뮤오리진2'에 따른 레버리지 효과로 전년 대비 +182% 증가할 것으로 분석됨

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	220	166	244	268	289
영업이익	57	44	76	90	101
세전이익	57	46	82	98	112
지배주주순이익	45	30	62	74	85
EPS(원)	1,280	857	1,767	2,100	2,404
증가율(%)	-25.3	-33.0	106.1	18.9	14.5
영업이익률(%)	26.0	26.5	31.3	33.6	34.8
순이익률(%)	20.4	18.0	25.5	27.5	29.2
ROE(%)	20.6	11.9	20.8	20.1	18.9
PER	11.7	45.6	10.9	9.1	8.0
PBR	2.2	5.1	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.2	24.9	6.1	4.4	3.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 웹젠의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



자료: WiseFn, IBK투자증권

표 1. 웹젠의 실적 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	431	437	358	436	546	489	717	686	1,663	2,438	2,683
QoQ	-24.9%	1.4%	-18.1%	21.6%	25.4%	-10.6%	46.6%	-4.3%			
YoY	-28.2%	-18.8%	-26.3%	-24.2%	26.7%	11.7%	100.0%	57.4%	-24.4%	46.6%	10.1%
뮤	339	338	267	321	433	391	621	572	1,265	2,017	1,279
R2	26	21	14	27	18	18	18	24	89	77	72
삿온라인	19	15	14	19	17	15	13	17	66	62	59
메틴2	13	23	20	23	20	20	19	22	79	80	85
webzen	12	10	11	12	10	9	9	11	45	39	33
영업이익	109	112	75	144	241	128	212	181	440	763	901
OPM	25.3%	25.6%	21.0%	33.0%	44.1%	26.2%	29.6%	26.4%	26.5%	31.3%	33.6%
QoQ	-30.0%	2.7%	-32.8%	91.0%	67.7%	-46.8%	65.4%	-14.7%			
YoY	-36.0%	-23.6%	-24.1%	-7.6%	121.1%	14.5%	181.9%	25.9%	-23.0%	73.3%	18.1%
세전이익	109	130	83	135	251	152	268	292	456	827	991
QoQ	-21.3%	19.6%	-36.2%	62.5%	85.9%	-39.5%	76.9%	8.9%			
YoY	-37.2%	-12.1%	-24.4%	-2.4%	130.5%	16.6%	223.1%	116.6%	-19.7%	81.1%	19.9%
순이익(지배)	74	101	29	98	169	125	206	247	303	626	752
NIM	17.3%	23.1%	8.2%	22.5%	31.0%	25.6%	28.7%	36.0%	18.2%	25.7%	28.0%
QoQ	-44.8%	35.6%	-71.0%	235.4%	72.7%	-26.2%	64.6%	20.1%			
YoY	-40.1%	-11.5%	-62.9%	-27.2%	127.7%	23.9%	603.3%	151.9%	-33.0%	106.9%	20.0%

자료: 웹젠, IBK투자증권

투자포인트1: 게임사 가운데 가장 안정적인 IP 사업 구조 확보

웹젠의 투자포인트는 1) 안정적인 IP 사업 구조 확보, 2) 국내 흥행 게임의 긴 라이프 사이클, 3) 중국 내 신작 모멘텀이다.

뮤 IP 제공 후 중국 출시 후 수익 배분, 이후 국내외 퍼블리싱의 선순환 구조

우선 국내 게임사 가운데 가장 안정적인 IP 사업 구조를 기반으로 견고한 성장이 기대된다. 이 IP 사업은 중국과 국내에서 높은 인지도를 확보한 '뮤' IP를 기반으로 중국 유력 게임 개발사에 IP 제공, 중국 출시 후 로열티 매출 인식, 출시된 게임의 국내 및 해외 퍼블리싱을 진행하는 선순환 구조를 만든다.

그림 2. 웹젠의 시가총액 및 EPS 추이



자료: WiseFN, 웹젠, IBK투자증권

2번의 모멘텀 발생

이 사업 모델은 2번 큰 성공을 기록하게 된다. 1차 모멘텀은 2014년 웹게임 '대천사지검'(37게임즈, 6월)과 모바일게임 '전민기적'(천마시공, 12월)에 '뮤' IP를 제공하여 중국에서 빅히트를 기록하면서 발생했다. 2015년 '전민기적'을 '뮤오리진'(9월)으로 국내에 퍼블리싱하면서 모바일 MMORPG 신드롬을 만들었다. 2차 모멘텀은 2017년 말 '대천사지검 H5'(37게임즈, 9월)가 모바일로 출시되면서 중국에서 흥행을 기록했으며 2018년 1월 '전민기적'의 후속작 성격인 '기적:각성'(천마시공)이 다시 중국에서 매출 상위를 기록했다. 이 게임은 동사가 '뮤오리진2'로 6월에 국내 출시되어 매출 상위를 기록 중이다.

1) 중국 내 높은 흥행 가능성, 2) 로열티 수익 배분, 3) 신작 게임의 지연, 실패 리스크 축소

IP 사업은 1) '뮤' IP의 인기와 검증된 중국 게임사가 개발, 퍼블리싱을 하기 때문에 중국 내 흥행 가능성이 높고, 2) 동사는 IP 제공 및 기획에 참여하기 때문에 개발 비용 없이 로열티 수익을 배분 받을 수 있다. 또한 3) 대작이 출시되면서 동사는 다수의 개발자를 확보할 필요가 없기 때문에 고정비가 낮아 외형 증가에 따른 레버리지 효과가 크며 신작 지연과 실패 리스크가 낮다.

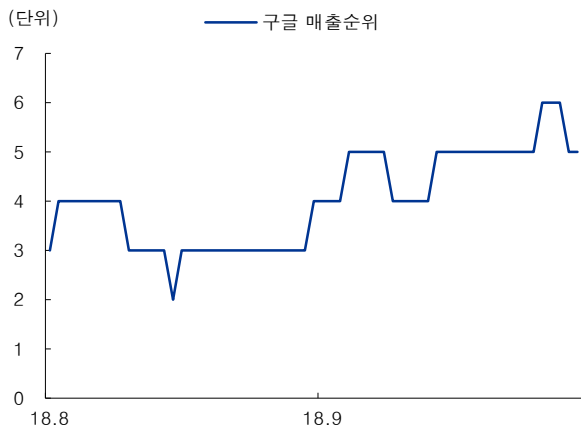
투자포인트2: 흥행 게임의 긴 라이프사이클

뮤 IP의 향수를 즐기며
중국에서 흥행한 게임이기
때문에 긴 라이프사이클

두번째 중국에서 흥행한 이후 동사가 국내에 퍼블리싱하는 게임들의 라이프사이클이 길다. '뮤' IP가 과거 PC 때부터 즐겼던 충성도 높은 게이머가 높기 때문에 최신 콘텐츠나 그래픽의 유행을 따르지 않고 과거의 향수와 익숙함을 즐기기 위한 경우가 많다. 또한 중국에서 흥행했던 게임을 국내에 퍼블리싱하는 만큼 이미 게임성이 검증되었으며 동사가 초기 기획 단계부터 참여하기 때문에 게임의 이해도가 높아 지속적인 업데이트가 가능하다. 따라서 초기 탐색적으로 유입된 게이머가 이탈된 이후 트래픽이 하향 안정화되면 타 게임들에 비해 길고 안정적인 매출을 기록한다.

6개월 정도 중국에서 먼저 서비스를 하면서 충분한 콘텐츠를 확보하고 국내에 출시하기 때문에 게임의 변곡점마다 대규모 업데이트를 통해 기존 게이머들의 충성도를 유지시킨다. 최근 출시된 '뮤오리진2' 역시 출시 이후 매출 순위가 5위 안에 안착한 이후는 안정적인 트래픽과 매출을 기록하는 것으로 파악된다. 9월 말에 신규 클래스가 추가되는 대규모 업데이트가 진행되었기 때문에 4분기 매출은 반등할 가능성 높다.

그림 3. 뮤오리진2의 최근 2개월 구글 매출 순위



자료: 구글 플레이, IBK투자증권

그림 4. 9월말 실시한 뮤오리진2의 대규모 업데이트



자료: 웹젠, IBK투자증권

투자포인트3: 지속되는 신작 모멘텀

국내 대천사지검 H5 4분기 출시, 향후 중국 내 5개 이상의 신작 출시 예정

4분기 중국에서 흥행한 '대천사지검 H5'를 국내 출시하고 향후 중국 내 '뮤' 관련 신규 게임이 5개 이상 출시될 예정이다. '대천사지검 H5'는 2017년 9월 출시된 이후 2개월 만에 중국 앱스토어에서 매출 2위를 기록할 정도로 인기가 높았다. 한편 '뮤' IP 기반의 HTML5게임이 3개 이상 출시되고 모바일게임 및 웹게임 역시 출시될 것으로 전망된다. 최근 중국 내 판호 발급 기관이 변경되는 과정에서 중국 게임사들의 판호까지 발급이 지연되면서 3분기에 기대했던 게임들 출시가 지연되고 있다. 해외 게임사보다 중국 게임사의 판호 발급이 먼저 이루어질 것으로 판단된다. 판호가 발급되기 시작하면 뮤 IP 게임들은 중국 게임사가 개발하고 퍼블리싱하기 때문에 지연 없이 출시될 것으로 예상된다.

그림 5. 4분기 출시 예정인 대천사지검 H5 중국 버전



자료: 37게임즈, 웹젠, IBK투자증권

표 2. 웹젠의 신작 게임 출시 일정

플랫폼	게임명	국가	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1H19
Online	뮤 레전드	일본		5/16 OBT			
Web	뮤 이그니션	웨스턴	1/23 OBT				
	뮤 IP 관련 게임(37Games)	중국					출시 예정
Mobile	기적: 각성	중국	1/4 OBT				
	뮤오리진2	한국		6/4 OBT			
	뮤오리진H5(대천사지검H5)	한국				출시 예정	
	뮤 IP 관련 게임(37Games)	중국					출시 예정
HTML5	SUM IP 관련 게임(유주)	중국					출시 예정
	뮤 IP 관련 3종(후딘, 천마시공 등)	중국					출시 예정

자료: 웹젠, IBK투자증권

HTML5 게임은 '뮤오리진2'의 개발사인 천마시공과 웹전문 개발사인 '후딘' 등이 참여한다. HTML5 게임은 Native App 게임보다 그래픽, 이펙트 효과는 떨어지는 약점을 가지고 있지만 다양한 플랫폼에서 설치 없이 실행할 수 있다. '뮤' IP를 즐기는 게이머들은 최근 트렌드보다는 과거의 익숙함을 선호하기 때문에 HTML5 게임에 적합하다. 따라서 중국 내 웹게임 및 HTML5 기반의 개발사들은 뮤 IP를 지속적으로 채택할 가능성이 높다. 한편 '뮤' 이외 'SUN' IP를 활용한 게임을 중국 게임사인 '유주'가 2019년에 출시하기 위해 개발 중이며 'C9', '아크로드' 등 PC MMORPG의 IP들도 향후 모바일 게임으로 개발될 예정이다.

표 3. 중국 내 주요 게임사 Valuation 및 주가 지표

종목	시가총액 (조원)	Performance(%)				PER(배)		ΔEPS (%)
		-1D	-1W	-1M	-1Y	2018	2019	
TENCENT HOLDINGS LTD	437.1	-0.7	-0.3	-4.9	-3.9	33.3	25.9	28.8
NETEASE INC-ADR	33.3	1.2	6.3	15.4	-13.5	21.9	17.5	25.5
PERFECT WORLD CO LTD-A	5.1	-0.8	-0.7	-2.5	-26.3	17.2	14.1	21.9
WUHU SHUNRONG SANQI (37Games)	3.7	4.0	0.6	5.7	-51.7	12.5	10.8	15.9
YOUZU INTERACTIVE CO LTD-A	2.3	6.7	10.1	8.4	-33.0	14.8	11.9	24.3
OURPALM CO LTD-A(천마시공)	1.9	0.7	-2.5	7.8	-43.0	15.2	13.7	10.7
CHANGYOU.COM LTD-ADR	0.8	-2.3	-5.4	-2.1	-51.1	12.3	7.0	75.3

자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 더나인을 통해 중국에 출시한 SUN



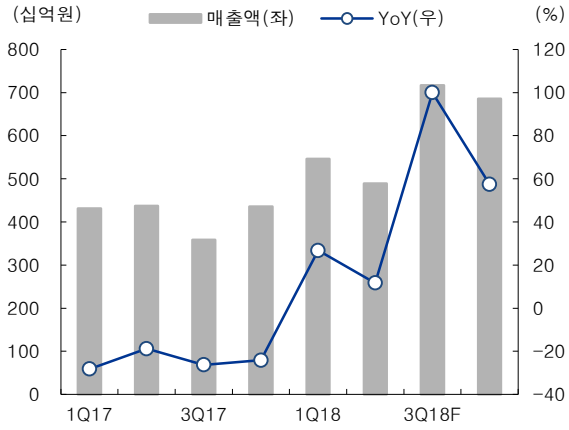
자료: 웹젠, IBK투자증권

그림 7. 텐센트를 통해 중국에 출시한 C9



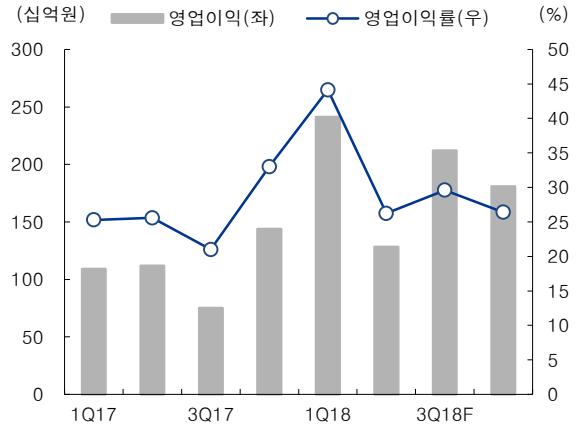
자료: 웹젠, IBK투자증권

그림 8. 웹젠의 매출액 및 전년 대비 성장률 추이



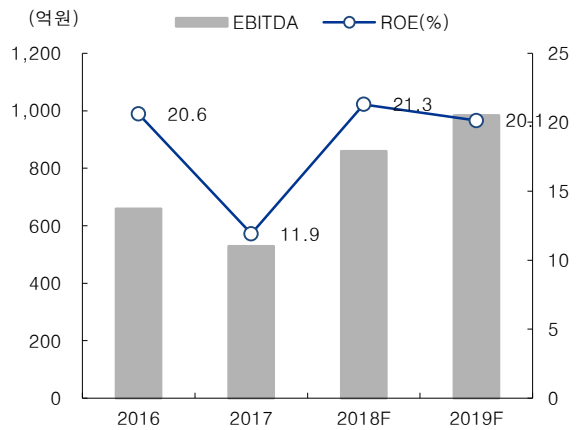
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 9. 웹젠의 영업이익 및 영업이익률 추이



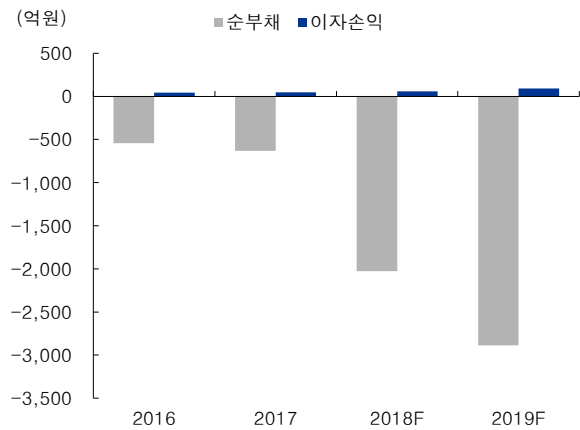
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 10. 웹젠의 EBITDA 및 ROE 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 11. 웹젠의 순부채 및 이자손익 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	220	166	244	268	289
증가율(%)	-9.2	-24.4	46.7	10.0	7.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	220	166	244	268	289
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	163	122	168	178	189
판매비율(%)	74.0	73.5	68.7	66.4	65.2
영업이익	57	44	76	90	101
증가율(%)	-23.5	-23.0	73.5	18.0	11.7
영업이익률(%)	26.0	26.5	31.3	33.6	34.8
순금융손익	4	3	6	8	11
이자손익	4	5	5	8	11
기타	0	-1	1	0	0
기타영업외손익	-5	-2	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	57	46	82	98	112
법인세	12	16	20	24	27
법인세율	21.1	34.4	24.6	24.5	24.5
계속사업이익	45	30	62	74	85
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	30	62	74	85
증가율(%)	-25.5	-33.2	107.3	18.9	14.5
당기순이익률 (%)	20.4	18.0	25.5	27.5	29.2
지배주주당기순이익	45	30	62	74	85
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	44	30	62	74	85
EBITDA	66	53	84	98	109
증가율(%)	-19.7	-19.7	58.3	16.9	11.7
EBITDA마진율(%)	29.9	31.8	34.3	36.5	37.8

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,280	857	1,774	2,129	2,436
BPS	6,768	7,624	9,398	11,527	13,963
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	11.7	45.6	10.8	9.0	7.9
PBR	2.2	5.1	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.2	24.9	5.7	4.0	2.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.2	-24.4	46.7	10.0	7.8
EPS증가율	-25.3	-33.0	106.9	20.0	14.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	20.6	11.9	20.8	20.3	19.1
ROA	15.5	9.6	16.9	16.0	14.5
ROIC	88.3	47.9	95.9	147.6	416.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	25.9	20.0	24.2	28.1	33.6
순차입금 비율(%)	-22.6	-23.4	-61.1	-71.0	-81.5
이자보상배율(배)	497,249.4	2,072.3	3,447.3	2,332.4	1,956.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.4	6.6	8.4	7.3	7.2
재고자산회전율	0.0	1,479.0	1,327.4	1,251.8	1,250.0
총자산회전율	0.8	0.5	0.7	0.6	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	208	225	299	396	521
현금및현금성자산	28	52	85	156	252
유가증권	26	11	119	133	150
매출채권	28	23	35	39	42
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	94	99	113	125	136
유형자산	33	41	44	51	57
무형자산	42	40	41	41	41
투자자산	9	10	21	22	24
자산총계	302	323	412	521	658
유동부채	53	40	63	95	145
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	14	18	19	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	62	54	80	114	165
지배주주지분	239	269	332	407	493
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
자본조정등	-44	-44	-44	-44	-44
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	115	145	208	283	369
비지배주주지분	1	0	0	0	-1
자본총계	240	269	332	407	492
비이자부채	62	53	80	113	164
총차입금	0	1	1	1	1
순차입금	-54	-63	-203	-289	-401

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	48	38	59	79	91
당기순이익	45	30	62	75	86
비현금성 비용 및 수익	11	9	3	-1	-4
유형자산감가상각비	3	4	4	5	6
무형자산상각비	5	5	3	3	3
운전자본변동	-9	-7	-3	-3	-3
매출채권등의 감소	6	2	-11	-4	-4
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	1	5	-2	9	13
투자활동 현금흐름	-41	-13	-50	-42	-46
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-9	-8	-12	-12
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-3	-3	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	46	-35	-3	-2	-2
기타	-83	34	-36	-25	-29
재무활동 현금흐름	-5	0	12	34	51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-5	0	12	34	51
기타 및 조정	0	0	11	0	0
현금의 증가	2	24	33	71	96
기초현금	27	28	52	85	156
기말현금	28	52	85	156	252

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

