

2조의 기적

Analyst 김현용

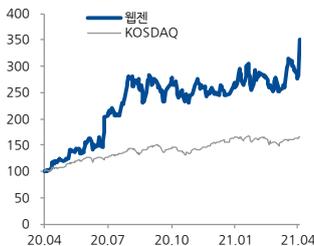
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (04/09)	48,400원		
상승여력	24.0%		
시가총액	17,090억원		
발행주식수	35,311천주		
자본금/액면가	177억원/500원		
52주 최고가/최저가	48,400원/13,750원		
일평균 거래대금 (60일)	291억원		
외국인지분율	32.12%		
주요주주	김병관 외 12인 27.19%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	39.7	31.9	33.1
상대주가(%p)	26.5	31.7	17.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	2,570	2,951	49,000
After	3,070	3,385	60,000
Consensus	3,210	3,501	54,250
Cons. 차이	-4.4%	-3.3%	10.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

전민기적 2 화려한 데뷔: 명품은 극한의 조건 속에서도 빛을 발하는 법

- 텐센트가 퍼블리싱하며 출시전부터 기대를 모았던 전민기적2가 4월 9일 출시되며 화려한 데뷔를 알림. 출시일 중국 앱마켓 인기순위 2위에 오르며 향후 흥행 기대감 고조. 판호발급이 제한적인 시장 악조건 속에서도 동사 MU IP 기반의 전민기적2는 텐센트 라인업 안에서도 우선 순위를 점할만큼 검증된 MMORPG임을 다시 한 번 입증. 기존의 보수적인 3분기 출시 가정에서 앞당겨짐에 따라 올해 실적은 매출액 3,338억원(YoY+13.5%), OP 1,364억원(YoY+25.9%) 전망

분기 300억대 초중반의 안정적인 영업이익 흐름 예상

- 2021년 연간 실적흐름은 매출은 상고하저이지만, 영업이익은 매분기 300억대 초중반의 안정적인 흐름을 예상. 상반기는 신작출시 효과로 전년동기대비 1분기는 +158%, 2분기는 +50% 매출성장 전망되나, 하반기는 해외(순매출) 신작 효과에도 국내매출(총매출) 하향 안정화 영향으로 다소 감소세를 피하기 어려울 전망. 다만, 이익의 경우 전민기적2 효과로 영업마진은 상저하고 패턴을 예상

뮤야크 (+) R2M 만으로도 OP 천억대 → 바텀 시총 1.5 조의 근거

- 뮤야크엔젤(5/27 출시)은 출시 10개월 경과 현재 평균매출순위 15위권으로 안정적인 수준을 유지중. 이는 4분기 평균매출순위가 14위(일매출 3억 초중반 추산)였음을 감안할 때 고무적인 것으로 판단. 아울러 자체 개발작 R2M은 1분기 평균매출순위 16~20위 권으로 다소 하락한 모습이지만 마진구조는 뮤 IP 게임 대비 양호할 전망. 올해 중국발 성장 모멘텀이 가시화된 현시점에서 작년 달성한 천억대 영업이익(1,083억원)만으로도 바텀 시총 1.5조원은 지지가 가능할 것으로 전망

투자 의견 매수(유지), 목표주가 6만원(상향)으로 중 소형 게임주 최선호주 제시

- 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 6만원으로 기존 대비 22.4% 상향 제시. 목표가 상향은 전민기적2 4월 9일 론칭을 반영(기존은 보수적으로 3분기 출시 가정)하여 실적 전망치를 상향함에 따라 2021년 EPS 전망치가 3,070원으로 기존 대비 20% 증가했기 때문. 2014년 전민기적으로 인한 중국발 이익레벨업이 1조원대 시총에 안착시켰다면, 이번 전민기적2는 동사 영업이익레벨을 1,500억원에 근접하게 함으로써 2조원대 시총에 도달할 가능성이 높아진 것으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	2,189	689	503	760	1,426	66.3	14.9	2.4	6.6	17.3	0.0
2019	1,761	518	426	594	1,207	-15.4	13.5	1.6	6.3	12.7	0.0
2020	2,941	1,083	862	1,140	2,440	102.3	14.2	2.8	8.2	21.8	0.0
2021F	3,338	1,364	1,084	1,415	3,070	25.8	11.3	2.2	5.8	22.2	0.0
2022F	3,702	1,505	1,195	1,547	3,385	10.3	10.2	1.8	4.5	19.8	0.0

* K-IFRS 연결 기준

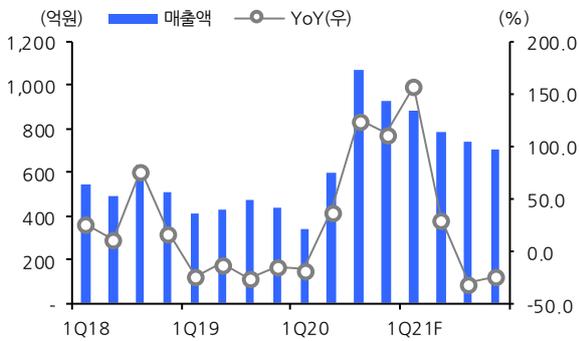
<표1> 웹젠 분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
무	310	321	380	329	254	448	724	536	522	602	541	521	1,778	1,341	1,962	2,186
국내	222	181	145	141	116	281	560	407	375	304	230	240	1,118	689	1,364	1,149
해외	89	140	235	189	137	168	164	128	147	298	311	281	661	652	598	1,037
R2	22	26	18	32	18	29	267	311	274	194	159	128	73	98	624	754
국내	20	24	16	30	16	27	265	309	272	192	157	126	64	90	616	746
해외	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	9	8	8	8
기타	82	86	76	76	71	124	77	82	88	103	103	103	331	320	355	397
국내	36	38	26	22	19	19	17	19	21	24	24	24	112	122	74	93
해외	46	48	50	54	52	106	60	63	67	79	79	79	219	199	281	304
총매출액	415	434	474	437	342	601	1,069	929	884	899	803	752	2,182	1,760	2,941	3,338
국내	278	244	187	193	152	326	843	735	668	520	411	390	1,294	901	2,055	1,989
해외	137	190	287	245	191	275	226	194	216	379	392	362	889	858	886	1,349
영업비용	323	341	288	291	248	438	635	538	544	535	457	437	1,500	1,243	1,858	1,974
영업이익	92	93	185	147	94	163	434	391	339	364	346	314	682	517	1,083	1,364
OPM(%)	22.1	21.5	39.2	33.5	27.6	27.2	40.6	42.1	38.4	40.5	43.1	41.8	31.3	29.4	36.8	40.9

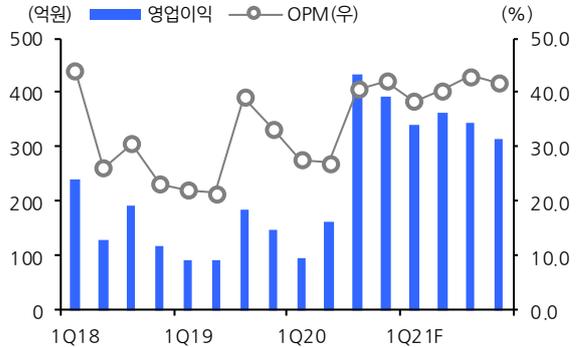
자료: 웹젠, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



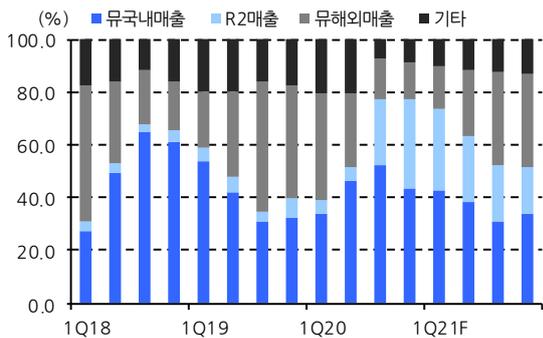
자료: 웹젠, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



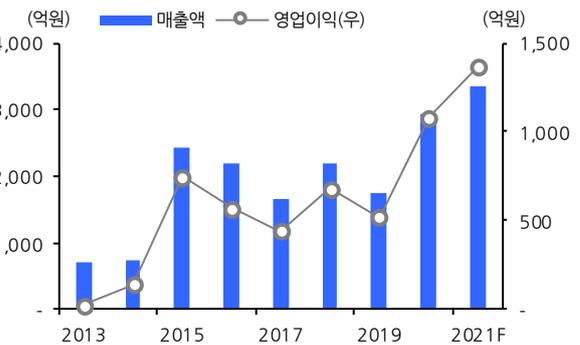
자료: 웹젠, 현대차증권

<그림3> 분기별 IP별 매출비중 전망



자료: 웹젠, 현대차증권

<그림4> 연간 매출액 & 영업이익 전망



자료: 웹젠, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,189	1,761	2,941	3,338	3,702
증가율 (%)	31.6	-19.6	67.1	13.5	10.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,189	1,761	2,941	3,338	3,702
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	31.6	-19.6	67.1	13.5	10.9
판매관리비	1,500	1,243	1,858	1,975	2,197
판매비율 (%)	68.5	70.6	63.2	59.2	59.3
EBITDA	760	594	1,140	1,415	1,547
EBITDA 이익률 (%)	34.7	33.8	38.8	42.4	41.8
증가율 (%)	43.7	-21.8	91.9	24.1	9.3
영업이익	689	518	1,083	1,364	1,505
영업이익률 (%)	31.5	29.4	36.8	40.8	40.7
증가율 (%)	56.5	-24.8	109.1	25.9	10.4
영업외손익	2	70	78	84	90
금융수익	86	125	113	104	118
금융비용	29	22	47	20	28
기타영업외손익	-55	-32	12	0	0
종속/관계기업관련손익	-6	-18	0	0	0
세전계속사업이익	684	570	1,161	1,448	1,595
세전계속사업이익률	31.3	32.4	39.5	43.4	43.1
증가율 (%)	49.9	-16.6	103.5	24.7	10.2
법인세비용	183	149	298	359	394
계속사업이익	501	422	863	1,089	1,201
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	501	422	863	1,089	1,201
당기순이익률 (%)	22.9	24.0	29.3	32.6	32.4
증가율 (%)	67.3	-15.9	104.7	26.2	10.3
지배주주지분 순이익	503	426	862	1,084	1,195
비지배주주지분 순이익	-2	-4	1	5	5
기타포괄이익	-7	-6	4	0	0
총포괄이익	494	416	867	1,089	1,201

(단위: 억원)

현금흐름표	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	822	196	1,488	1,064	1,279
당기순이익	501	422	863	1,089	1,201
유형자산 상각비	46	56	52	44	36
무형자산 상각비	26	20	5	7	6
외환손익	-2	6	4	0	0
운전자본의 감소(증가)	92	-342	516	-76	36
기타	159	34	47	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-649	-290	168	46	-22
투자자산의 감소(증가)	-216	-492	-130	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-26	-11	0	0
기타	-405	229	308	46	-22
재무활동으로인한현금흐름	-48	-72	-409	-6	3
차입금의 증가(감소)	1	8	19	-6	3
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-3	-1	1	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-46	-79	-429	0	0
기타현금흐름	0	1	3	0	0
현금의증가(감소)	126	-165	1,250	1,104	1,259
기초현금	524	649	484	1,734	2,838
기말현금	649	484	1,734	2,838	4,098

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	2,837	2,384	3,728	4,638	5,989
현금성자산	649	484	1,734	2,838	4,098
단기투자자산	1,366	116	246	200	222
매출채권	297	340	719	584	647
채고자산	1	0	1	1	1
기타유동자산	59	36	75	61	68
비유동자산	1,131	1,756	1,858	1,807	1,765
유형자산	393	369	350	306	270
무형자산	324	305	315	308	302
투자자산	315	808	936	936	936
기타비유동자산	98	274	257	257	257
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,968	4,140	5,587	6,444	7,754
유동부채	679	423	894	726	805
단기차입금	6	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	673	423	894	726	805
비유동부채	150	160	342	278	308
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	3	3	3
기타비유동부채	150	160	339	275	305
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	829	583	1,235	1,004	1,113
지배주주지분	3,135	3,554	4,347	5,431	6,627
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,500	1,498	1,499	1,499	1,499
자본조정 등	-487	-487	-560	-560	-560
기타포괄이익누계액	-5	-4	0	0	0
이익잉여금	1,951	2,370	3,231	4,316	5,511
비지배주주지분	4	3	4	9	14
자본총계	3,139	3,556	4,352	5,441	6,641

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2018	2019	2020	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,420	1,194	2,444	3,084	3,400
EPS(지배순이익 기준)	1,426	1,207	2,440	3,070	3,385
BPS(자본총계 기준)	8,891	10,071	12,324	15,408	18,808
BPS(지배지분 기준)	8,878	10,064	12,311	15,382	18,767
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	15.0	13.6	14.1	11.2	10.2
P/E(지배순이익 기준)	14.9	13.5	14.2	11.3	10.2
P/B(자본총계 기준)	2.4	1.6	2.8	2.2	1.8
P/B(지배지분 기준)	2.4	1.6	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA(Reported)	6.6	6.3	8.2	5.8	4.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	67.3	-15.9	104.7	26.2	10.3
EPS(지배순이익 기준)	66.3	-15.4	102.3	25.8	10.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.2	12.6	21.8	22.2	19.9
ROE(지배순이익 기준)	17.3	12.7	21.8	22.2	19.8
ROA	13.9	10.4	17.7	18.1	16.9
안정성 (%)					
부채비율	26.4	16.4	28.4	18.5	16.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	5,545.8	324.6	N/A	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2021.03.22	BUY	49,000	-15.22	-1.22
2021.04.12	BUY	60,000		

▶ 최근 2년간 웹젠 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현웅의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	89%
보유	18건	11%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.