

사상 최고 마진과 호실적, P/E는 10배

Analyst 김현용

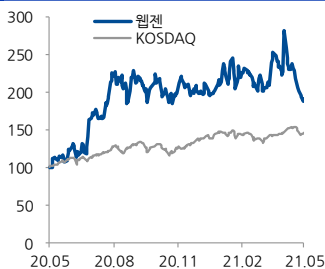
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (05/07)	32,800원
상승여력	67.7%
시가총액	11,582억원
발행주식수	35,311천주
자본금/액면가	177억원/500원
52주 최고가/최저가	48,400원/17,100원
일평균 거래대금 (60일)	325억원
외국인지분율	31.33%
주요주주	김병관 외 2인 27.19%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-15.9 -13.0 -3.5
상대주가(%)	-16.3 -14.0 -17.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	NA	NA	60,000
After	3,297	3,712	55,000
Consensus	3,379	3,695	58,400
Cons. 차이	-2.4%	0.5%	-5.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

영요대천사 로열티 반영되며 OP 추정치 상회 & OPM 48%로 사상최대

-동사 1분기 실적은 매출액 779억원(YoY +127.6%), 영업이익 373억원(YoY +295.3%)으로 매출액은 당사 추정치(884억원)를 다소 하회했으나 영업이익은 추정치 339억원을 10% 상회한 호실적을 기록. 매출액은 무 국내매출과 R2 국내매출이 전분기비 하향 안정화로 예상치를 하회한 부분을 영요대천사(1월 출시) 로열티가 메이크업하며 하락 폭을 최소화. 영업이익률은 47.9%로 사상 최대치를 경신(중전 1Q18 44.1%)했는데, 자체개발로 마진이 좋은 R2가 추가된 상황에서 해외신작 로열티가 더해진 영향으로 파악됨. 2분기에는 영요대천사에 전민기적2까지 로열티가 추가되며 45% 전후의 고마진 행진은 연말까지 이어질 가능성이 높다는 판단

매출 상고하저에도 분기평균 350억의 안정적인 영업이익 흐름 예상

-2021년 연간 실적흐름은 매출은 상고하저가 뚜렷할 전망이다, 영업이익은 분기평균 350억의 안정적인 흐름을 예상. 상반기는 신작출시 효과로 전년동기대비 1분기는 +128%, 2분기는 +30% 매출성장 전망되나, 하반기는 해외(순매출) 신작 효과에도 국내매출(총매출) 하향 안정화 영향으로 다소 감소세를 피하기 어려울 전망이다. 다만, 영업이익은 전민기적2를 비롯한 해외신작 효과로 하반기에도 300억대 초반의 탄탄한 이익 기초를 유지할 것으로 예상

2분기 OP 411억원, OPM 52.5%로 사상 최고 마진 재차 경신할 전망

-2분기 매출액은 783억원(YoY +30.3%), 영업이익 411억원(YoY +152.1%)으로 2개 분기 만에 400억대 영업이익으로 복귀하며, 영업이익률은 52.5%로 사상 최고치를 재차 경신할 것으로 전망됨. 이는 전민기적2 로열티가 최초 반영되며 초고마진 매출비중이 높아지는 한편, 국내 무 & R2 매출의 경우 1분기 각각 평균 17위에서 2분기 현재 18위로 크게 밀리지 않고 있어 매출 방어에 이루어질 가능성이 높은 점에 기인함

투자 의견 매수(유지), 목표주가 55,000원(하향) 제시

-투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 55,000원으로 기존 대비 8.3% 하향 제시. 목표가 하향은 전민기적2 흥행 가정의 하향 및 1분기 국내 무 & R2 하향 안정화 속도가 예상보다 다소 빠른 점을 2분기 이후 실적에 반영한 점에 기인. 올해 압도적인 고마진을 수반하며 1,400억원 이상의 영업이익이 전망되는 상황에서 현재 시총 1.1조원대, P/E 10배는 매수 기회라고 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 (%)
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	1,137	2,441	102.3	14.2	2.8	8.2	21.8	0.0
2021F	2,871	1,403	1,164	1,446	3,297	35.1	9.9	2.1	5.3	23.6	0.0
2022F	3,184	1,528	1,311	1,564	3,712	12.6	8.8	1.7	4.0	21.3	0.0
2023F	3,588	1,750	1,544	1,781	4,373	17.8	7.5	1.4	2.6	20.3	0.0

* K-IFRS 연결 기준

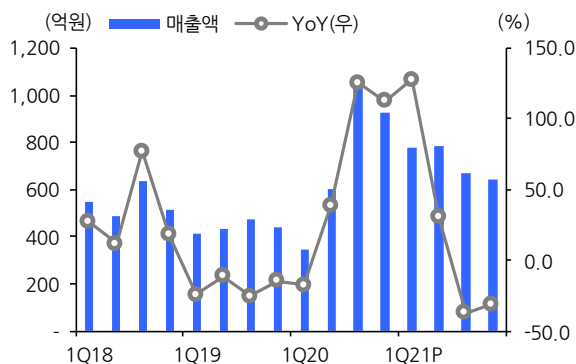
〈표1〉 웹젠 분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	310	321	380	329	254	448	724	536	492	532	441	439	1,778	1,341	1,962	1,904
국내	222	181	145	141	116	281	560	407	296	254	190	200	1,118	689	1,364	940
해외	89	140	235	189	137	168	164	128	195	278	251	239	661	652	598	963
R2	22	26	18	32	18	29	267	311	207	153	129	104	73	98	624	593
국내	20	24	16	30	16	27	265	309	205	151	127	102	64	90	616	585
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	81	98	98	98	331	320	355	375
국내	36	38	26	22	19	19	17	19	18	24	24	24	112	122	74	90
해외	46	48	50	54	52	106	60	63	63	74	74	74	219	199	281	285
총매출액	415	434	474	437	342	601	1,069	929	779	783	668	641	2,182	1,760	2,941	2,871
국내	278	244	187	193	152	326	843	735	519	429	341	326	1,294	901	2,055	1,615
해외	137	190	287	245	191	275	226	194	261	354	327	315	889	858	886	1,257
영업비용	323	341	288	291	248	438	635	538	406	372	337	353	1,500	1,243	1,858	1,468
영업이익	92	93	185	147	94	163	434	391	373	411	331	288	682	517	1,083	1,403
OPM(%)	22.1	21.5	39.2	33.5	27.6	27.2	40.6	42.1	47.9	52.5	49.6	45.0	31.3	29.4	36.8	48.9

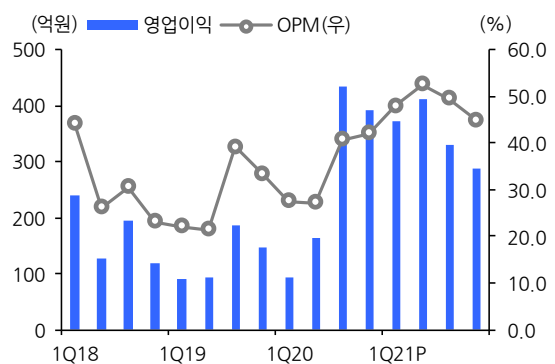
자료 : 웹젠, 현대차증권

〈그림1〉 분기별 매출액 & YoY 전망



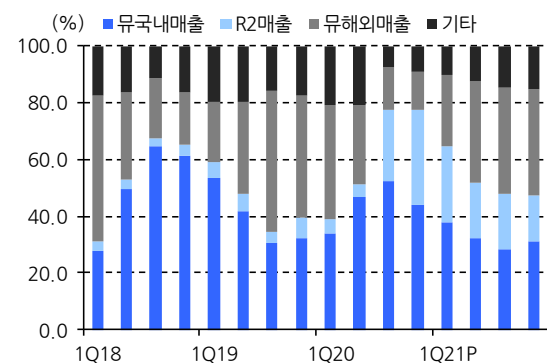
자료 : 웹젠, 현대차증권

〈그림2〉 분기별 영업이익 & OPM 전망



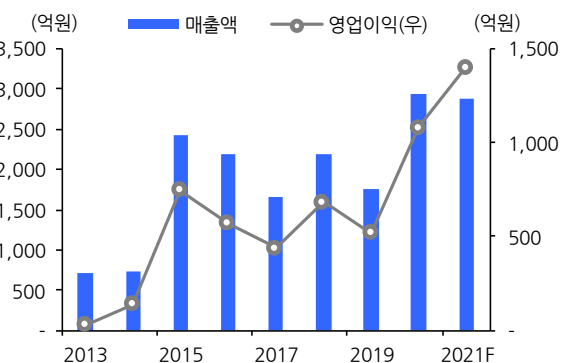
자료 : 웹젠, 현대차증권

〈그림3〉 분기별 IP별 매출비중 전망



자료 : 웹젠, 현대차증권

〈그림4〉 연간 매출액 & 영업이익 전망



자료 : 웹젠, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,761	2,941	2,871	3,184	3,588
증가율 (%)	-19.6	67.0	-2.4	10.9	12.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,761	2,941	2,871	3,184	3,588
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-19.6	67.0	-2.4	10.9	12.7
판매관리비	1,243	1,858	1,468	1,656	1,838
판매비율 (%)	70.6	63.2	51.1	52.0	51.2
EBITDA	594	1,137	1,446	1,564	1,781
EBITDA 이익률 (%)	33.8	38.7	50.4	49.1	49.6
증가율 (%)	-21.8	91.4	27.2	8.2	13.8
영업이익	518	1,083	1,403	1,528	1,750
영업이익률 (%)	29.4	36.8	48.9	48.0	48.8
증가율 (%)	-24.8	109.1	29.6	8.9	14.5
영업외손익	70	78	148	217	305
금융수익	125	143	212	289	350
금융비용	22	62	24	32	5
기타영업외손익	-32	-3	-40	-40	-40
종속/관계기업관련손익	-18	0	0	0	0
세전계속사업이익	570	1,161	1,551	1,745	2,055
세전계속사업이익률	32.4	39.5	54.0	54.8	57.3
증가율 (%)	-16.6	103.5	33.6	12.5	17.8
법인세비용	149	298	385	432	508
계속사업이익	422	863	1,166	1,313	1,547
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	422	863	1,166	1,313	1,547
당기순이익률 (%)	24.0	29.3	40.6	41.2	43.1
증가율 (%)	-15.9	104.5	35.2	12.6	17.8
지배주주지분 순이익	426	862	1,164	1,311	1,544
비지배주주지분 순이익	-4	1	2	2	3
기타포괄이익	-6	0	0	0	0
총포괄이익	416	862	1,166	1,313	1,547

(단위: 억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	196	1,354	1,004	1,400	1,643
당기순이익	422	863	1,166	1,313	1,547
유형자산 상각비	56	51	40	34	29
무형자산 상각비	20	4	3	3	2
외환손익	6	22	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-342	299	-205	50	65
기타	34	115	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-290	-860	-314	-71	-91
투자자산의 감소(증가)	-492	-331	31	-8	-10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-11	0	0	0
기타	229	-517	-346	-63	-81
재무활동으로인한현금흐름	-72	-85	-4	1	1
차입금의 증가(감소)	8	0	-4	1	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-1	1	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-79	-86	0	0	0
기타현금흐름	1	-18	0	0	0
현금의증가(감소)	-165	391	686	1,331	1,553
기초현금	649	484	875	1,561	2,892
기말현금	484	875	1,561	2,892	4,445

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,384	3,334	4,243	5,666	7,339
현금성자산	484	875	1,561	2,892	4,445
단기투자자산	116	231	576	639	720
매출채권	340	356	246	273	308
재고자산	0	1	0	0	0
기타유동자산	36	42	29	33	37
비유동자산	1,756	2,093	2,018	1,990	1,969
유형자산	369	356	316	282	254
무형자산	305	316	313	311	308
투자자산	808	1,139	1,108	1,115	1,125
기타비유동자산	274	281	281	281	281
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,140	5,427	6,261	7,656	9,308
유동부채	423	924	640	710	800
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	423	924	640	710	800
비유동부채	160	156	108	120	135
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	160	156	108	120	135
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	583	1,080	748	829	935
지배주주지분	3,554	4,343	5,508	6,819	8,363
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,498	1,499	1,499	1,499	1,499
자본조정 등	-487	-560	-560	-560	-560
기타포괄이익누계액	-4	0	0	0	0
이익잉여금	2,370	3,227	4,392	5,703	7,247
비지배주주지분	3	3	6	8	10
자본총계	3,556	4,347	5,513	6,826	8,373

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	1,194	2,443	3,303	3,719	4,380
EPS(지배순이익 기준)	1,207	2,441	3,297	3,712	4,373
BPS(자본총계 기준)	10,071	12,310	15,613	19,332	23,713
BPS(지배지분 기준)	10,064	12,300	15,598	19,310	23,683
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	13.6	14.2	9.9	8.8	7.5
P/E(지배순이익 기준)	13.5	14.2	9.9	8.8	7.5
P/B(자본총계 기준)	1.6	2.8	2.1	1.7	1.4
P/B(지배지분 기준)	1.6	2.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(Reported)	6.3	8.2	5.3	4.0	2.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-15.9	104.5	35.2	12.6	17.8
EPS(지배순이익 기준)	-15.4	102.3	35.1	12.6	17.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.6	21.8	23.7	21.3	20.4
ROE(지배순이익 기준)	12.7	21.8	23.6	21.3	20.3
ROA	10.4	18.0	20.0	18.9	18.2
안정성 (%)					
부채비율	16.4	24.8	13.6	12.2	11.2
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	324.6	840.7	366.3	361.4	367.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2021.03.22	BUY	49,000	-15.22	-1.22
2021.04.12	BUY	60,000	-37.28	-26.00
2021.05.10	BUY	55,000		

▶ 최근 2년간 웹젠 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 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 (2021.04.01~2021.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	144건	88.3%
보유	19건	11.7%
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.