



Analyst 이승훈
02)6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	40,000원
현재가 (6/24)	29,550원

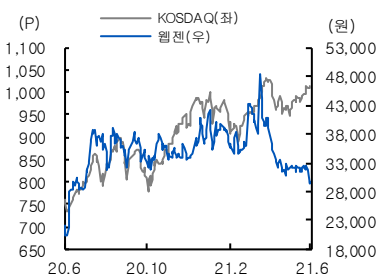
KOSDAQ (6/24)	1,012.62pt
시가총액	10,434억원
발행주식수	35,311천주
액면가	500원
52주 최고가	48,400원
최저가	20,250원
60일 일평균거래대금	281억원
외국인 지분율	27.5%
배당수익률 (2021F)	0.0%

주주구성	
김병관 외 2 인	27.19%
FunGame International	20.24%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-20%	0%
절대기준	-8%	-13%	33%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	40,000	46,000	▼
EPS(21)	3,122	3,011	▲
EPS(22)	3,640	3,388	▲

웹젠 추가추이



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

IBKS 디지털뉴딜 시리즈

웹젠 (069080)

모멘텀이 약화되는 구간

하반기 모멘텀이 약화되는 구간

웹젠은 하반기 신작 및 해외 모멘텀이 약화되면서 투자심리가 약해지는 구간에 진입한 것으로 판단됨. 2분기 텐센트의 전민기적2가 출시되었으나 매출 하향 속도가 예상보다 빠르게 진행되기 때문에 모멘텀 소진 속도가 빨라짐. 2분기 이 게임의 로열티 매출이 반영되지만 기존 게임들의 매출이 하락하면서 전체 실적은 둔화될 것으로 추정됨. 하반기 중국에서 무 IP 기반으로 출시되었던 게임을 국내 퍼블리싱할 예정이지만 중국내 추가 신작게임 출시 및 흥행 게임의 국내 퍼블리싱 일정이 미정이기 때문에 모멘텀이 약함. 현재 무 아크엔젤을 동남아 5개국에 출시했으며 매출 순위 상위권에 진입했지만 전체 실적에 기여하는 부분은 제한적인 것으로 분석됨

R2M의 저작권 분쟁의 영향은 제한적

최근 엔씨소프트가 R2M 관련해서 지식재산권 소송이 제기되면서 투자심리가 크게 위축되었으나 단기간 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됨. 현재 형사소송은 이미 수사가 진행 중이며 이번에 민사소송까지 추가됨. 엔씨소프트는 2016년 아덴을 개발한 이츠게임즈를 상대로 유사한 소송 제기함. 그러나 게임 표절 관련 입증은 쉽지 않고 양사가 원만한 합의를 진행할 수 있는 입장을 열어놓고 있기 때문에 심각한 분쟁으로 악화될 가능성은 낮음

목표주가 40,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 12개월 FW EPS에 동사의 최근 2년간 PER 평균값인 11.8배를 적용하여 산출함. 하반기 모멘텀이 약화되는 구간이지만 2021년 PER이 10배 미만이고 무 IP가 아직 한국과 중국에서 인지도가 높기 때문에 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 예상됨. 하반기 중국에서 흥행했던 무 IP 게임을 국내에서 퍼블리싱하는 시기가 명확해질 때 투자심리가 빠르게 회복될 것으로 판단됨

(단위:억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,761	2,941	3,254	3,614	4,117
영업이익	518	1,083	1,388	1,572	1,757
세전이익	570	1,161	1,475	1,702	1,937
지배주주순이익	426	862	1,102	1,285	1,462
EPS(원)	1,207	2,441	3,122	3,640	4,141
증가율(%)	-15.4	102.3	27.9	16.6	13.8
영업이익률(%)	29.4	36.8	42.7	43.5	42.7
순이익률(%)	24.0	29.3	33.8	35.6	35.5
ROE(%)	12.7	21.8	22.5	21.1	19.6
PER	13.5	14.2	9.4	8.0	7.1
PBR	1.6	2.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.7	9.8	6.2	4.6	3.3

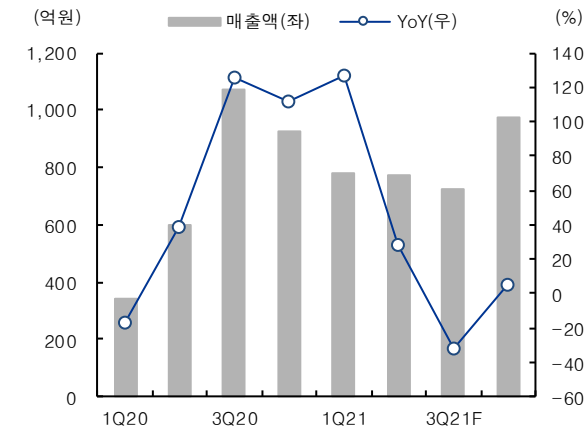
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 웹젠의 실적 추이

(단위: 억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	344	602	1,070	926	780	774	726	974	2,941	3,254	3,614
QoQ	-21.6%	75.2%	77.7%	-13.5%	-15.7%	-0.8%	-6.2%	34.1%			
YoY	-17.2%	38.8%	125.9%	111.2%	127.1%	28.6%	-32.1%	5.2%	67.0%	10.7%	11.0%
뮤	254	448	724	536	492	546	510	519	1,962	2,066	1,971
R2	18	29	267	311	207	158	147	148	624	660	548
샷온라인	11	17	16	17	17	16	15	17	62	64	58
메틴2	25	63	27	37	40	32	31	39	152	141	127
기타	36	44	34	24	25	24	24	274	137	347	910
영업이익	96	164	435	388	373	359	300	355	1,083	1,388	1,572
OPM	27.8%	27.3%	40.7%	41.9%	47.9%	46.4%	41.3%	36.5%	36.8%	42.6%	43.5%
QoQ	-35.1%	71.9%	164.7%	-10.8%	-3.7%	-3.8%	-16.6%	18.5%			
YoY	4.1%	76.2%	134.5%	163.2%	290.6%	118.7%	-31.1%	-8.4%	109.1%	28.2%	13.3%
세전이익	106	200	451	404	428	359	300	388	1,161	1,475	1,702
QoQ	-15.9%	88.2%	126.0%	-10.6%	6.1%	-16.1%	-16.6%	29.2%			
YoY	-15.6%	86.9%	113.1%	219.9%	303.9%	80.0%	-33.6%	-4.0%	103.5%	27.1%	15.4%
순이익(지배)	69	149	338	306	313	267	228	293	862	1,102	1,285
NIM	20.2%	24.7%	31.6%	33.0%	40.2%	34.5%	31.4%	30.1%	29.3%	33.9%	35.6%
QoQ	-25.3%	114.0%	127.7%	-9.7%	2.6%	-14.7%	-14.7%	28.5%			
YoY	-31.2%	92.6%	118.4%	228.7%	351.2%	80.0%	-32.6%	-4.0%	102.3%	27.9%	16.6%

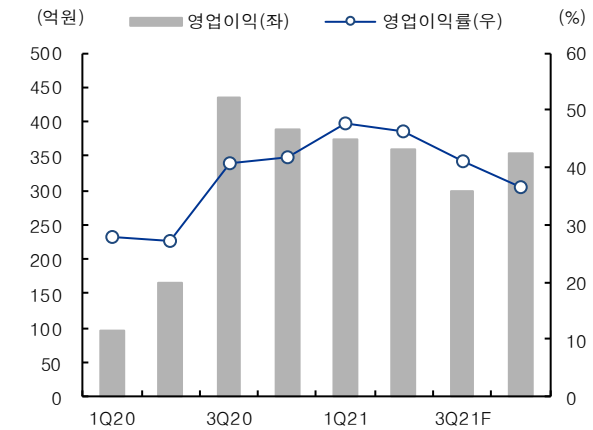
자료: 웹젠, IBK투자증권 추정

그림 1. 웹젠의 매출액과 전년 대비 성장률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 2. 웹젠의 영업이익과 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 3. 웹젠의 12개월 FW PER 및 PBR 추이

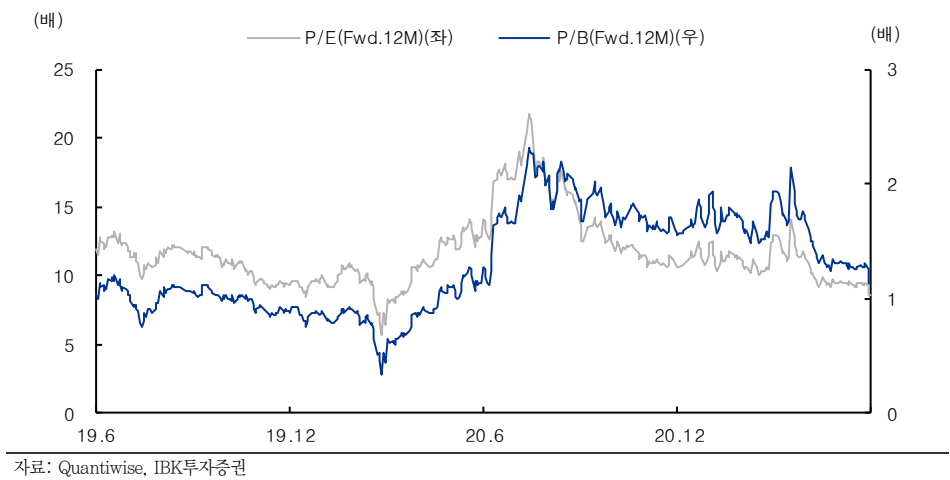


그림 4. 웹젠의 EBITDA 및 ROE 추이

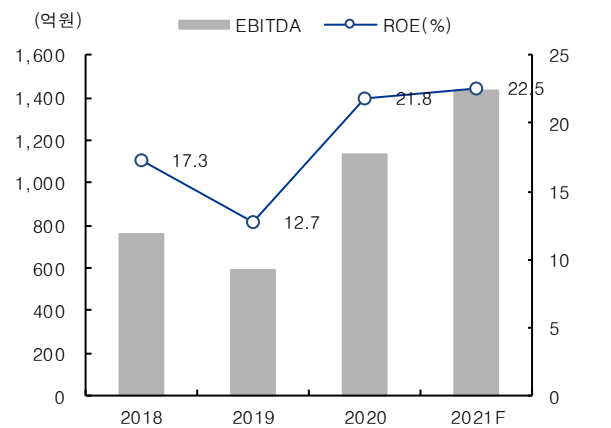


그림 6. 웹젠의 순부채 및 이자손익 추이

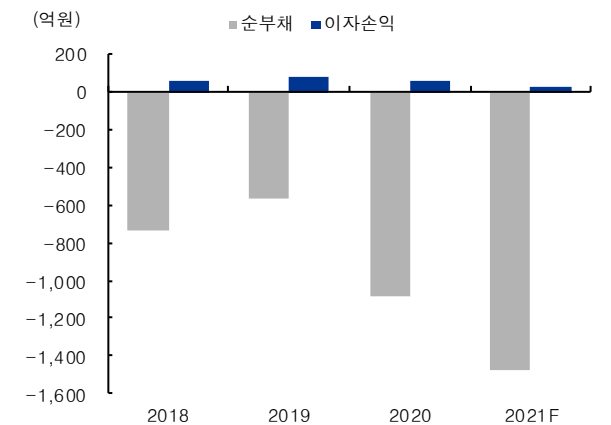


그림 5. 웹젠의 영업이익률 및 순이익률 추이

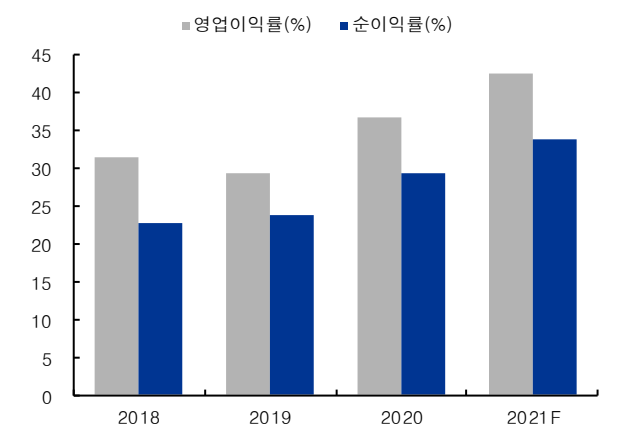
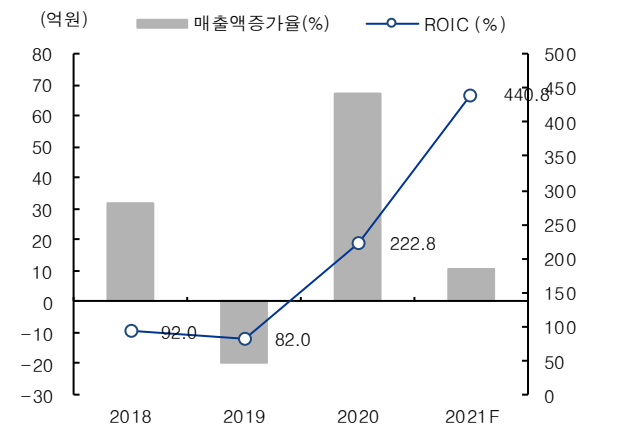


그림 7. 웹젠의 매출액증가율 및 ROIC 추이



웹젠 (069080)

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,761	2,941	3,254	3,614	4,117
증가율(%)	-19.6	67.0	10.7	11.0	13.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,761	2,941	3,254	3,614	4,117
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,243	1,858	1,867	2,042	2,360
판매비율(%)	70.6	63.2	57.4	56.5	57.3
영업이익	518	1,083	1,388	1,572	1,757
증가율(%)	-24.8	109.1	28.2	13.3	11.7
영업이익률(%)	29.4	36.8	42.7	43.5	42.7
순금융손익	103	81	86	150	204
이자손익	80	57	33	162	216
기타	23	24	53	-12	-12
기타영업외손익	-32	-3	2	-20	-24
종속/관계기업손익	-18	0	0	0	0
세전이익	570	1,161	1,475	1,702	1,937
법인세	149	298	375	417	474
법인세율	26.1	25.7	25.4	24.5	24.5
계속사업이익	422	863	1,101	1,285	1,462
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	422	863	1,101	1,285	1,462
증가율(%)	-15.9	104.5	27.6	16.8	13.8
당기순이익률 (%)	24.0	29.3	33.8	35.6	35.5
지배주당당기순이익	426	862	1,102	1,285	1,462
기타포괄이익	-6	0	-1	0	0
총포괄이익	416	862	1,100	1,285	1,462
EBITDA	594	1,137	1,436	1,621	1,808
증가율(%)	-21.8	91.4	26.3	12.9	11.5
EBITDA마진율(%)	33.7	38.7	44.1	44.9	43.9

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,207	2,441	3,122	3,640	4,141
BPS	10,064	12,300	15,427	19,067	23,208
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	13.5	14.2	9.4	8.0	7.1
PBR	1.6	2.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.7	9.8	6.2	4.6	3.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-19.6	67.0	10.7	11.0	13.9
EPS증가율	-15.4	102.3	27.9	16.6	13.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.7	21.8	22.5	21.1	19.6
ROA	10.4	18.0	18.5	17.9	16.9
ROIC	82.0	222.8	440.8	385.7	464.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	16.4	24.8	18.8	16.5	14.8
순차입금 비율(%)	-15.8	-25.0	-27.0	-41.7	-52.3
이자보상배율(배)	324.6	840.7	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.5	8.5	7.9	7.5	8.0
재고자산회전율	2,126.7	5,856.1	12,299.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,384	3,334	4,106	5,462	6,999
현금및현금성자산	484	875	1,489	2,826	4,302
유가증권	110	230	0	0	0
매출채권	340	356	471	486	543
재고자산	0	1	0	0	0
비유동자산	1,756	2,093	2,368	2,387	2,409
유형자산	369	356	366	375	387
무형자산	305	316	321	326	330
투자자산	808	1,139	1,414	1,414	1,414
자산총계	4,140	5,427	6,474	7,849	9,409
유동부채	423	924	856	927	1,003
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	160	156	169	188	209
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	583	1,080	1,025	1,114	1,212
지배주주지분	3,554	4,343	5,447	6,733	8,195
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,498	1,499	1,499	1,499	1,499
자본조정등	-487	-560	-558	-558	-558
기타포괄이익누계액	-4	0	0	0	0
이익잉여금	2,370	3,227	4,329	5,615	7,077
비지배주주지분	3	3	2	2	2
자본총계	3,556	4,347	5,449	6,735	8,197
비이자부채	551	1,060	1,007	1,096	1,194
총차입금	32	20	18	18	18
순차입금	-563	-1,086	-1,471	-2,808	-4,284

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	196	1,354	798	1,342	1,484
당기순이익	422	863	1,101	1,285	1,462
비현금성 비용 및 수익	69	0	-15	-93	-141
유형자산감가상각비	56	51	44	44	46
무형자산상각비	20	4	4	5	5
운전자본변동	-342	299	-233	-12	-53
매출채권등의 감소	-55	-13	-51	-15	-56
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	47	192	-55	162	216
투자활동 현금흐름	-290	-860	-356	-72	-79
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-11	-50	-53	-58
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-21	-24	-9	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	-977	-977	-463	0	0
기타	734	152	166	-10	-11
재무활동 현금흐름	-72	-85	57	67	70
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-72	-85	57	67	70
기타 및 조정	1	-18	115	0	1
현금의 증가	-165	391	614	1,337	1,476
기초현금	649	484	875	1,489	2,826
기말현금	484	875	1,489	2,826	4,302

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.

동자료에 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								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

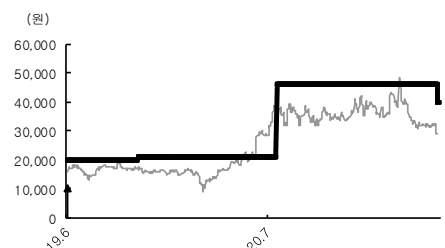
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

웹젠	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.05.30	매수	20,000	-16.47	-7.50					
	2019.11.11	매수	21,000	-10.78	85.24					
	2020.08.11	매수	46,000	-21.87	5.22					
	2021.06.24	매수	40,000							