



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

매수 (유지)

목표주가	34,000원
현재가 (11/8)	27,000원

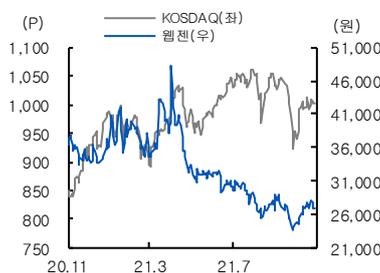
KOSDAQ (11/8)	1,002.50pt
시가총액	953십억원
발행주식수	35,311천주
액면가	500원
52주 최고가	48,400원
최저가	23,750원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률 (2021F)	0.0%

주주구성	
김병관 외 2 인	27.19%
FunGame International	20.24%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5%	-20%	-34%
절대기준	10%	-18%	-21%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	34,000	40,000	▼
EPS(21)	2,371	3,122	▼
EPS(22)	3,068	3,640	▼

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)

모멘텀 약화 구간 진입

3분기 실적 컨센서스 하회

웹젠은 3분기 매출액 664억원(YoY -37.9%, QoQ -7.3%), 영업이익 163억원(YoY -62.4%, QoQ -29.5%), 순이익(지배) 144억원(YoY -57.4%, QoQ -21.6%)를 기록함. 컨센서스 기준 매출액은 -3.6%, 영업이익은 -24.2% 하회함. 외형은 신작 모바일게임 뮤아크엔젤2가 출시되었으나 기존 게임들이 노후화되면서 매출이 전년 대비 감소함. 작년 3분기 뮤아크엔젤과 R2M의 흥행으로 역대급 매출액을 기록했기 때문에 이번 분기 역기저가 크게 발생함. 뮤아크엔젤2는 9월에 출시된 이후 초기는 구글 매출 순위 10위 내에 위치했으나 현재 10위권 밖으로 하향 안정화됨. 뮤 IP, R2 IP게임이 각각 전년 동기 대비 -37.6%, -43.5% 감소함. 4분기는 뮤아크엔젤2 매출이 온기 반영되고 성수기 효과가 반영되면서 기존 게임들 매출 역시 반등할 것으로 예상됨. 수익성은 신작 출시에 따라 마케팅비 증가하고 인건비가 상승하면서 둔화됨. 뮤아크엔젤2를 출시하면서 마케팅비가 증가하고 자체 개발이 아니기 때문에 로열티 비용이 추가된 것 판단됨. 인건비 역시 전년 대비 20% 이상 증가했기 때문에 영업이익률이 하락함.

목표주가를 34,000원으로 하향, 투자이건 매수 유지

목표주가는 12개월 FW EPS에 최근 2년 간 PER의 중간값인 11.3배를 적용하여 산출함. 동사는 출시가 가시화된 신작이 없기 때문에 단기 모멘텀이 부재하여 밸류에이션 확장 가능성은 제한적. 최근 중국 내 신규 게임의 판호가 발급되지 않으면서 동사 IP를 활용 게임의 중국 출시가 지연되는 것으로 판단됨. 자회사를 통해 웹젠블루락, 웹젠노바 등의 신작을 개발하고 있지만 출시 일정이 불명확함. 단지 풍부한 자금력을 기반으로 IP투자, NFT 등의 블록체인 기술, 개발사 투자들의 M&A를 통한 성장 잠재력은 충분함. 뮤 IP가 중국 및 한국에서 인지도가 높기 때문에 신작 출시가 가시화되면서 투자 심리가 개선될 것으로 예상됨.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	176	294	288	331	358
영업이익	52	108	95	114	128
세전이익	57	116	116	143	162
지배주주순이익	43	86	84	108	122
EPS(원)	1,207	2,441	2,371	3,068	3,466
증가율(%)	-15.4	102.3	-2.9	29.4	13.0
영업이익률(%)	29.5	36.7	33.0	34.4	35.8
순이익률(%)	23.9	29.3	29.2	32.6	34.1
ROE(%)	12.7	21.8	17.7	19.2	18.0
PER	13.5	14.2	11.3	8.8	7.8
PBR	1.6	2.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.7	9.8	6.1	4.3	2.9

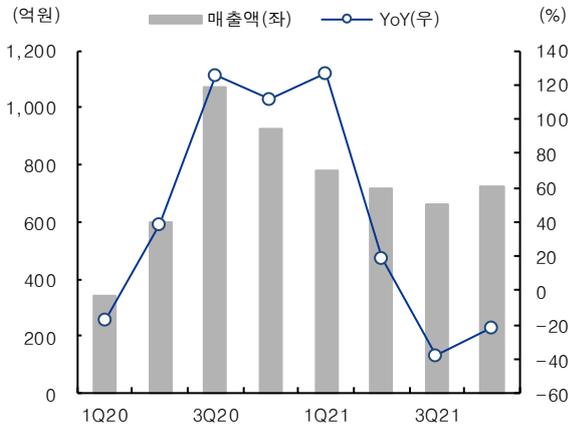
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 웹젠의 실적 추이

(단위: 억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	344	602	1,070	926	780	716	664	721	2,941	2,882	3,313
QoQ	-21.6%	75.2%	77.7%	-13.5%	-15.7%	-8.2%	-7.3%	8.6%			
YoY	-17.2%	38.8%	125.9%	111.2%	127.1%	18.9%	-37.9%	-22.1%	67.0%	-2.0%	15.0%
뮤	254	448	724	536	492	475	452	491	1,962	1,910	1,971
R2	18	29	267	311	207	155	151	148	624	661	548
샷온라인	11	17	16	17	17	15	14	18	62	63	58
메틴2	25	63	27	37	40	38	26	37	152	141	127
기타	36	44	34	24	25	33	22	26	137	106	609
영업이익	96	164	435	388	373	232	163	186	1,083	955	1,140
OPM	27.8%	27.3%	40.7%	41.9%	47.9%	32.3%	24.6%	25.9%	36.8%	33.1%	34.4%
QoQ	-35.1%	71.9%	164.7%	-10.8%	-3.7%	-38.0%	-29.4%	14.1%			
YoY	4.1%	76.2%	134.5%	163.2%	290.6%	41.0%	-62.4%	-51.9%	109.1%	-11.8%	19.4%
세전이익	106	200	451	404	428	267	207	258	1,161	1,161	1,435
QoQ	-15.9%	88.2%	126.0%	-10.6%	6.1%	-37.6%	-22.6%	24.8%			
YoY	-15.6%	86.9%	113.1%	219.9%	303.9%	33.9%	-54.1%	-36.0%	103.5%	0.0%	23.6%
순이익(지배)	69	149	338	306	313	184	144	196	862	837	1,083
NIM	20.2%	24.7%	31.6%	33.0%	40.2%	25.7%	21.7%	27.1%	29.3%	29.1%	32.7%
QoQ	-25.3%	114.0%	127.7%	-9.7%	2.6%	-41.3%	-21.6%	35.6%			
YoY	-31.2%	92.6%	118.4%	228.7%	351.2%	23.8%	-57.4%	-36.0%	102.3%	-2.9%	29.4%

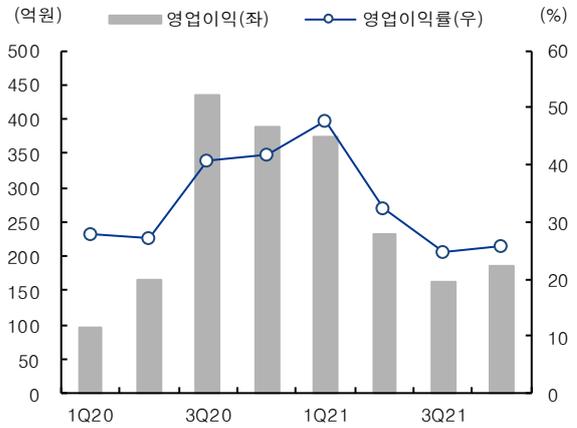
자료: 웹젠, IBK투자증권 추정

그림 1. 웹젠의 매출액과 전년 대비 성장률 추이



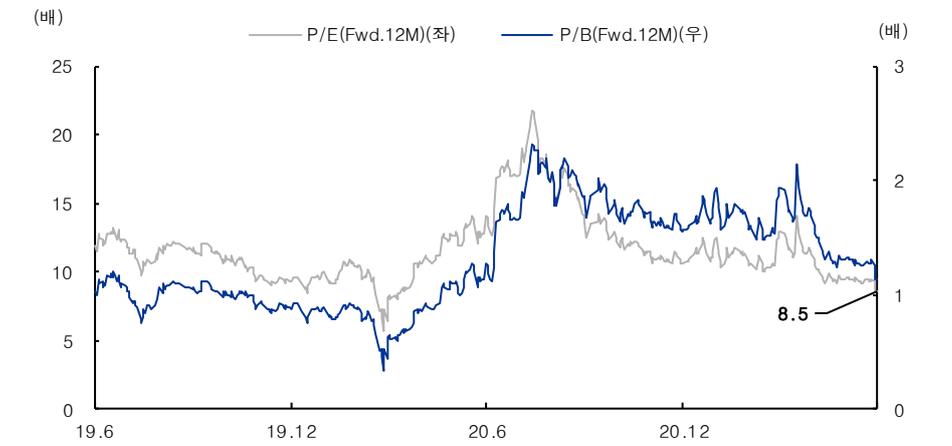
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. 웹젠의 영업이익과 영업이익률 추이



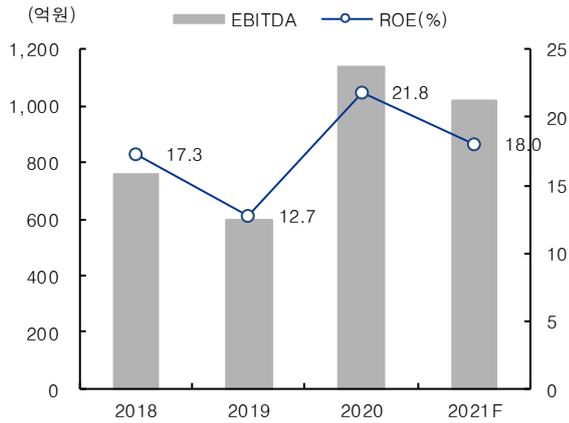
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 3. 웹젠의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



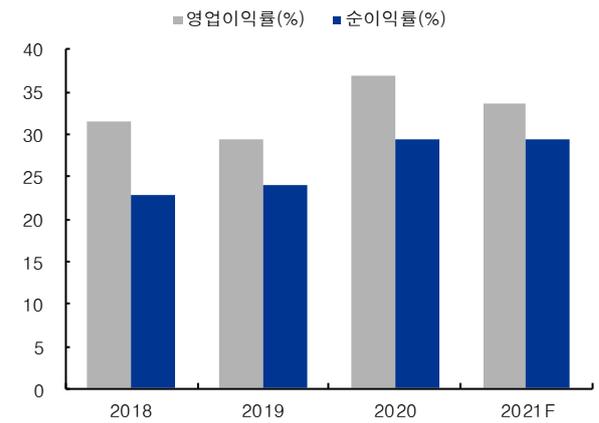
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 웹젠의 EBITDA 및 ROE 추이



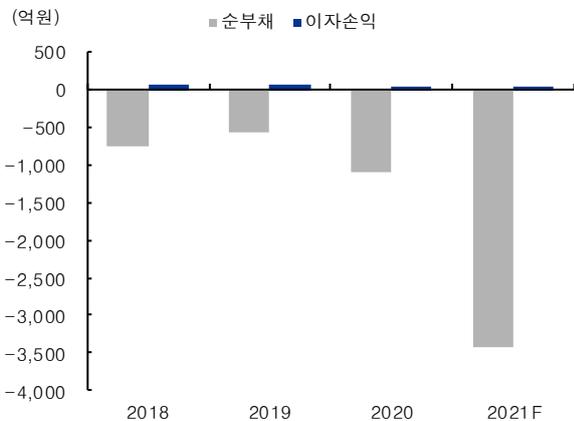
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 웹젠의 영업이익률 및 순이익률 추이



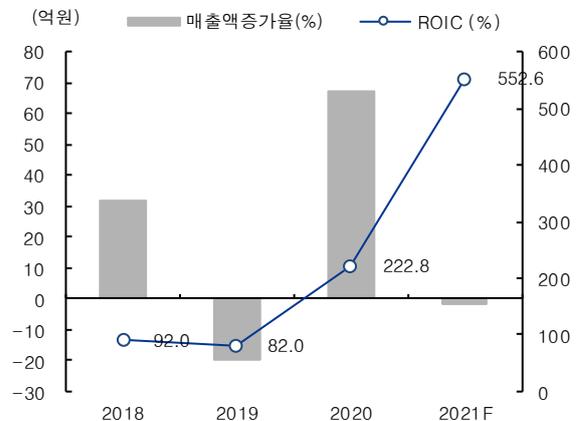
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 웹젠의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 웹젠의 매출액증가율 및 ROIC 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

웹젠 (069080)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	176	294	288	331	358
증가율(%)	-19.6	67.0	-2.0	15.0	8.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	176	294	288	331	358
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	124	186	193	217	230
판관비율(%)	70.5	63.3	67.0	65.6	64.2
영업이익	52	108	95	114	128
증가율(%)	-24.8	109.1	-11.8	19.4	12.1
영업이익률(%)	29.5	36.7	33.0	34.4	35.8
순금융손익	10	8	19	31	37
이자손익	8	6	4	18	22
기타	2	2	15	13	15
기타영업외손익	-3	0	1	-2	-2
종속/관계기업손익	-2	0	1	0	0
세전이익	57	116	116	143	162
법인세	15	30	32	35	40
법인세율	26.3	25.9	27.6	24.5	24.7
계속사업이익	42	86	84	108	122
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	86	84	108	122
증가율(%)	-15.9	104.5	-2.8	29.3	13.0
당기순이익률 (%)	23.9	29.3	29.2	32.6	34.1
지배주당순이익	43	86	84	108	122
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	42	86	84	108	122
EBITDA	59	114	100	119	133
증가율(%)	-21.8	91.4	-11.9	18.4	11.9
EBITDA마진율(%)	33.5	38.8	34.7	36.0	37.2

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,207	2,441	2,371	3,068	3,466
BPS	10,064	12,300	14,415	17,483	20,950
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	13.5	14.2	11.3	8.8	7.8
PBR	1.6	2.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.7	9.8	6.1	4.3	2.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-19.6	67.0	-2.0	15.0	8.0
EPS증가율	-15.4	102.3	-2.9	29.4	13.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.7	21.8	17.7	19.2	18.0
ROA	10.4	18.0	14.5	16.1	15.3
ROIC	82.0	222.8	544.8	580.5	614.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	16.4	24.8	21.0	18.8	17.0
순차입금 비율(%)	-15.7	-25.1	-67.2	-70.6	-75.9
이자보상배율(배)	324.6	840.7	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.5	8.5	8.5	8.8	8.0
재고자산회전율	2,126.7	5,856.1	10,890.2	0.0	0.0
총자산회전율	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	238	333	451	556	686
현금및현금성자산	48	88	195	276	389
유가증권	11	23	151	163	177
매출채권	34	36	32	43	46
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	176	209	166	178	180
유형자산	37	36	37	38	39
무형자산	31	32	32	32	33
투자자산	81	114	67	77	77
자산총계	414	543	616	734	866
유동부채	42	92	91	98	106
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	16	16	18	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	58	108	107	116	126
지배주주지분	355	434	509	617	740
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
자본조정등	-49	-56	-65	-65	-65
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	237	323	406	515	637
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	356	435	509	618	740
비이자부채	55	106	104	113	123
총차입금	3	2	3	3	3
순차입금	-56	-109	-342	-436	-562

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	20	135	54	89	111
당기순이익	42	86	84	108	122
비현금성 비용 및 수익	7	0	-11	-26	-31
유형자산감가상각비	6	5	4	4	4
무형자산상각비	2	0	0	0	0
운전자본변동	-34	30	-2	-11	-3
매출채권등의 감소	-6	-1	3	-11	-3
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	5	19	-17	18	23
투자활동 현금흐름	-29	-86	32	-30	-21
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-1	-5	-5	-6
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-98	-98	-5	-10	0
기타	74	15	43	-14	-14
재무활동 현금흐름	-7	-8	1	22	23
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-7	-8	1	22	23
기타 및 조정	-1	-2	20	0	0
현금의 증가	-17	39	107	81	113
기초현금	65	48	88	195	276
기말현금	48	88	195	276	389

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 지분율 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 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
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	-30.34	-22.63					
	2021.11.08	매수	34,000							