



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	32,000 원
현재주가	26,900 원

컨센서스 대비(3Q21P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (11/5)	1,001.35pt
시가총액	9,499 억원
발행주식수	35,311 천주
52 주 최고가/최저가	48,400 / 23,750 원
90 일 일평균거래대금	82.58 억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	13,690 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 8.5%
	6개월 -22.9%
	12개월 -25.7%
주주구성	김병관 외 2인 27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1인 20.2%
	웹젠 자사주 15.2%

Stock Price



웹젠 (069080)

중단기 신작 일정 부재. 긴 호흡 접근

3Q21 영업실적은 QoQ 대폭 부진 & 당사 및 시장 전망치 미달

3Q21 연결영업실적은 매출 664억원(qoq -7.3%), 영업이익 163억원(qoq -29.5%)으로 전분기 대비 대폭 부진하고 당사 전망치에는 다소 미달, 시장 컨센서스 전망치에는 대폭 미달했다. 3Q21 영업실적의 전분기 대비 부진은 9/9 론칭한 [뮤 아크엔젤2] 한국의 신규 매출 기여보다 한국 및 중국 등을 중심으로 한 기존 게임들의 매출 감소세가 더 컸기 때문이다. 3Q21 연결실적이 당사 종전 전망치 대비 미달한 것은 론칭한지 1년이 넘는 [R2M 한국] 매출이 예상보다 선방했음에도 3Q21말(9/9) 론칭한 [뮤 아크엔젤2 한국] 신규 매출 기여가 예상보다 훨씬 부진했기 때문인 것으로 추산된다. 그리고, 지급수수료 또한 예상치를 대폭 초과했는데 일부는 일회성이 있었던 것으로 추산되나 전체적으로 영업이익 부진의 주요 원인이었다.

실적 전망치 하향

3Q21 실적의 예상치 대비 부진 감안 시 실적 전망치 하향은 불가피한 바, 2022년 이후 지배주주순이익 전망치는 12.2% 하향했다.

중단기 공식 신작 일정 부재. 긴 호흡 접근

실적 전망치 하향을 반영하여 목표주가가 35,000원에서 32,000원으로 8.6% 하향한다. 투자 의견은 Buy를 유지하나 중단기 신작모멘텀 부재에다 NFT 게임에 대한 연구 등은 아직은 막 계획 및 시작 시점인 점을 감안하여 긴 호흡 접근, 즉 Long Term Buy 관점을 견지한다. 3Q21 (9/9) 론칭한 [뮤 아크엔젤2 한국]은 흥행수준이 예상에 크게 못 미치면서 별다른 신작모멘텀 작동이 없었다. 그런데, 현시점에서 회사가 공식적으로 소통하는 중단기 신작 일정이 없다는 점이 아쉬운 부분이다. [중국시장 뮤 IP 기반 신작게임] 몇 개가 있으나 일정이 지속적으로 지연되고 있는데다 현시점 론칭일정이 미정이고, 자체개발 게임 5종 이상도 아직은 개발 단계이고 론칭은 내년 이후이며 구체적 일정은 미정이다. 중장기적으로는 콘솔, PC 등 플랫폼 다변화를 추진하고 NFT 게임도 사례분석, 산업계와의 협의 등 연구를 시작했다고는 하나 아직은 구체적 움직임이 없어 이 부분이 모멘텀화 하거나 이에 대한 잠재력을 가치에 반영하기엔 이른 시점이라 판단한다.

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	176	294	284	256	282
증감률 (%)	-19.6	67.0	-3.4	-9.7	10.2
영업이익	52	108	95	82	92
순이익	42	86	80	70	77
EPS (원)	1,194	2,443	2,251	1,979	2,179
증감률 (%)	-15.9	104.5	-7.8	-12.1	10.1
PER (x)	13.6	14.2	11.9	13.6	12.3
PBR (x)	1.8	3.0	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	6.3	8.2	5.8	5.9	4.6
영업이익률 (%)	29.4	36.8	33.4	32.1	32.4
EBITDA 마진 (%)	33.8	38.6	35.0	33.9	34.1
ROE (%)	12.6	21.8	16.8	12.7	12.4
부채비율 (%)	16.4	24.8	20.9	17.9	16.3

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q21 영업실적 Review

표1 3Q21 영업실적 Review

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E	3Q21P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	1,070	716	682	664	-37.9	-7.3	-2.6
게임 매출	1,069	715	681	664	-37.9	-7.2	-2.5
뮤 IP 게임	724	475	496	452	-37.6	-4.8	-8.9
R2 IP 게임	267	155	105	151	-43.5	-2.8	44.2
샷온라인	16	15	16	14	-16.1	-9.1	-17.3
메틴2	27	38	35	26	-4.0	-33.1	-27.7
기타	34	32	28	22	-37.4	-32.6	-24.4
기타 영업수익	1	1	1	0			
영업비용	635	485	506	501	-21.1	3.4	-1.1
인건비	134	168	171	169	25.8	0.5	-1.5
감가상각비	12	11	11	11	-10.1	-2.4	-4.2
무형자산상각비	1	1	1	1	-6.2	1.7	0.2
지급수수료	401	225	237	255	-36.2	13.7	8.0
광고선전비	75	54	62	43	-42.2	-19.0	-30.4
기타	13	27	24	22	76.3	-18.5	-9.8
영업이익	435	232	175	163	-62.4	-29.5	-6.8
영업이익률(%)	40.7	32.3	25.7	24.6	16.1%P ↓	7.7%P ↓	1.1%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 3Q21E는 당사 종전 전망치. 3Q21P는 회사측 발표 가결산 실적

주 3: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q21 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	682	700	664	-2.6	-5.1
영업이익	175	230	163	-6.8	-29.0
영업이익률(%)	25.7	32.9	24.6	1.1%P ↓	8.3%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

신작 론칭일정 정리

표3 웹젠 주요 신작 동향 및 향후 론칭일정 정리

신작	시장	매출 형태	론칭일정
영요대전사 (뮤 IP 활용 모바일 MMORPG)	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 37게임즈) (중국시장 퍼블리셔: 37게임즈)	- 21.01.06 중국시장 OBT(상용화) - 웹게임 대전사지검 후속 버전 암흑대전사의 모바일 MMORPG
전민기적2 (뮤 IP 활용 모바일 MMORPG)	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 천마시공) (중국시장 퍼블리셔: 텐센트)	- 21.04.09 중국시장 OBT(상용화)
뮤 아크엔젤	아시아	총액	- 2Q21(5/13) 동남아 5개국(필리핀, 태국, 싱가포르, 말레이시아, 인도네시아) 론칭
뮤 아크엔젤2	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 37게임즈) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	- 3Q21(9/9) 론칭 - 구글 매출순위 초반 나홀 200위권 밖, 9/13부터 Top 10 진입, 최고 순위 5위까지도, 초반 나홀 제외한 나머지 영업일 동안 3Q21 평균순위 7.2위
뮤 IP 기반 게임	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 중국업체) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	- 미정 (1H22 이내 1-2개 론칭 가능성) - H5 게임 3개 중 일부이든, 계약하고도 아직 공식 발표는 하지 않은 신작 중 판호 획득한 게임이든 순서 상관 없이 1-2개 1H22 이내 중국시장 론칭 가능성(론칭 여부, 개수 등 예측은 어려움)
자체 개발 모바일게임 신작 5종 이상	한국	총액	- 2022년부터 순차 론칭 예정 - MMORPG, 수집형 RPG, 캐주얼 등 장르 다양 - New IP + 기존 IP 활용 - 2022년 캐주얼 장르 신작 론칭, MMORPG 등은 2023년 이후 론칭 가능성

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & Valuation

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	344	602	1,070	926	780	716	664	679	631	663	651	620
게임 매출	342	601	1,069	925	779	715	664	679	630	663	650	619
뮤 IP 게임	254	448	724	536	492	475	452	474	428	458	434	386
R2 IP 게임	18	29	267	311	207	155	151	131	116	107	101	97
샷온라인	11	17	16	17	17	15	14	14	14	12	13	13
메탄2	25	63	27	37	40	38	26	31	33	32	22	26
기타	35	44	34	24	24	32	22	28	39	54	80	97
기타 영업수익	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
영업비용	248	438	635	538	407	485	501	499	462	434	421	423
인건비	123	126	134	182	139	168	169	174	180	184	187	193
감가상각비	13	13	12	11	11	11	11	11	11	11	11	11
무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
지급수수료	83	218	401	307	228	225	255	257	216	188	174	170
광고선전비	7	57	75	23	7	54	43	35	31	26	23	22
기타	21	24	13	14	21	27	22	22	23	24	25	27
영업이익	96	164	435	388	373	232	163	180	169	229	230	197
영업이익률(%)	27.8	27.3	40.7	41.9	47.9	32.3	24.6	26.5	26.8	34.6	35.3	31.7
순이익	69	148	340	306	314	184	144	153	146	200	193	160
순이익률(%)	20.0	24.6	31.8	33.1	40.2	25.7	21.7	22.5	23.2	30.1	29.6	25.9
지배주주순이익	69	149	338	306	313	184	144	153	146	200	193	160
순이익 대비 비중(%)	101.3	100.4	99.6	99.8	99.8	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
qoq(%)												
매출액	-21.6	75.2	77.7	-13.5	-15.7	-8.2	-7.3	2.3	-7.2	5.1	-1.9	-4.8
영업이익	-35.1	71.9	164.7	-10.8	-3.7	-38.0	-29.5	10.2	-6.3	35.8	0.2	-14.4
지배주주순이익	-25.3	114.0	127.7	-9.7	2.6	-41.3	-21.6	6.1	-4.3	36.3	-3.5	-16.8
yoy(%)												
매출액	-17.2	38.8	125.9	111.2	127.1	18.9	-37.9	-26.6	-19.2	-7.4	-2.0	-8.8
영업이익	4.2	76.2	134.4	163.2	290.6	41.0	-62.4	-53.6	-54.8	-1.1	40.6	9.1
지배주주순이익	-31.2	92.6	118.4	228.7	351.3	23.8	-57.4	-49.9	-53.3	8.5	33.6	4.8
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-2.6	-15.9	-13.1	-10.5	-8.4	-6.4
영업이익							-6.8	-27.6	-22.5	-14.5	-11.0	-8.7
지배주주순이익							-7.8	-25.5	-19.4	-12.4	-9.4	-7.6

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,761	2,941	2,840	2,564	2,824
게임 매출	1,760	2,937	2,837	2,562	2,822
뮤 IP 게임	1,341	1,962	1,893	1,706	1,256
R2 IP 게임	98	624	644	421	358
샷온라인	56	62	60	52	50
메탄2	79	152	135	113	98
기타	185	137	106	270	1,059
기타 영업수익	1	4	3	2	2
영업비용	1,243	1,858	1,891	1,740	1,908
인건비	478	564	649	743	816
감가상각비	56	49	44	44	43
무형자산상각비	20	3	2	3	3
지급수수료	496	1,009	965	749	818
광고선전비	105	162	138	102	126
기타	87	72	92	99	101
영업이익	518	1,083	949	824	916
영업이익률(%)	29.4	36.8	33.4	32.1	32.4
순이익	422	863	795	699	769
순이익률(%)	24.0	29.3	28.0	27.3	27.2
지배주주순이익	426	862	795	699	770
순이익 대비 비중(%)	101.0	99.9	100.0	100.0	100.0
EPS	1,194	2,443	2,251	1,979	2,179
지배주주 EPS	1,207	2,441	2,250	1,980	2,180
yoy(%)					
매출액	-19.6	67.0	-3.4	-9.7	10.2
영업이익	-24.8	109.1	-12.4	-13.1	11.2
지배주주순이익	-15.4	102.3	-7.8	-12.0	10.1
지배주주 EPS	-15.4	102.3	-7.8	-12.0	10.1
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-4.9	-9.7	-9.9
영업이익			-7.8	-14.1	-14.1
지배주주순이익			-7.5	-12.2	-12.3
지배주주 EPS			-7.5	-12.2	-12.3

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 뮤 IP 게임은 뮤, 뮤레전드 등 PC 게임 및 뮤 IP 기반 다양한 모바일게임들 / R2 IP 게임은 R2(PC게임), R2M(모바일게임)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 웹젠 목표주가 Table

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	2,254	15.5	35,000	12,359
신규	1,980	16.2	32,000	11,299
변경률(%)	-12.2	4.1	-8.6	-8.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	238	333	408	471	546
현금 및 현금성자산	48	88	110	130	151
기타현금성자산	152	206	259	305	356
매출채권 및 기타채권	37	38	37	35	37
기타	1	2	2	2	2
비유동자산	176	209	213	216	220
유무형자산	81	80	79	79	78
투자자산	0	0	0	0	0
기타	94	130	133	137	142
자산총계	414	543	621	687	767
유동부채	42	92	91	89	91
기타유동금융부채	10	19	18	18	18
단기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	33	74	73	71	73
비유동부채	16	16	16	15	16
장기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	16	16	16	15	16
부채총계	58	108	107	104	108
지배주주지분	355	434	513	583	659
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금 및 기타	101	94	94	94	94
이익잉여금	237	323	402	471	547
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	356	435	514	583	659

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	20	135	85	75	82
영업에서 창출된 현금	30	146	107	91	101
당기순이익	42	86	80	70	77
조정사항	22	30	27	21	23
유무형자산상각비	8	5	5	5	5
이자손익	-8	-6	-7	-8	-8
법인세비용	15	30	31	24	27
기타	7	1	-1	0	-1
자산,부채 증감	-34	30	0	0	1
법인세,이자,배당금 등	-10	-11	-22	-16	-18
투자활동 현금	-29	-86	-62	-55	-61
금융자산 증감	-17	-83	-57	-50	-55
유형자산 증감	-3	-1	-5	-5	-5
무형자산 증감	-2	-2	0	0	0
기타	-7	1	0	0	0
재무활동 현금	-7	-9	0	0	0
차입금 증감	-6	0	0	0	0
자기주식 증감	0	-7	0	0	0
총현금흐름	-17	41	23	20	22
기초 현금 및 현금성자산	65	48	88	110	130
외화 현금 환율변동 효과	0	-2	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	48	88	110	130	151
기말 기타현금성자산	152	206	259	305	356
기말 총현금유동성	200	294	369	434	507

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	176	294	284	256	282
게임 매출	176	294	284	256	282
뮤	134	196	189	171	126
기타	42	97	94	86	157
기타 영업수익	0	0	0	0	0
영업비용	124	186	189	174	191
영업이익	52	108	95	82	92
EBITDA	59	113	99	87	96
영업외손익	5	8	15	12	12
금융손익	10	8	15	12	12
기타손익	-3	0	0	0	0
관계기업투자손익	-2	0	0	0	0
세전이익	57	116	110	94	104
법인세비용	15	30	31	24	27
당기순이익	42	86	80	70	77
지배주주순이익	43	86	79	70	77
Profitability(%)					
영업이익률	29.4	36.8	33.4	32.1	32.4
EBITDA Margin	33.8	38.6	35.0	33.9	34.1
세전이익률	32.4	39.5	38.8	36.8	36.8
당기순이익률	24.0	29.3	28.0	27.3	27.2
ROA	10.4	18.0	13.7	10.7	10.6
ROE	12.6	21.8	16.8	12.7	12.4
ROIC	13.2	21.4	15.5	11.9	11.4

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	13.6	14.2	11.9	13.6	12.3
P/B	1.8	3.0	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.3	8.2	5.8	5.9	4.6
P/CF	10.7	11.6	11.2	12.6	11.6
Per Share Data (원)					
EPS	1,194	2,443	2,251	1,979	2,179
BPS	9,206	11,415	13,690	15,689	17,887
CPS	1,524	2,988	2,400	2,128	2,318
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-19.6	67.0	-3.4	-9.7	10.2
영업이익	-24.8	109.1	-12.4	-13.1	11.2
EPS	-15.9	104.5	-7.8	-12.1	10.1
총자산	4.3	31.1	14.4	10.7	11.6
자기자본	13.3	22.2	18.2	13.5	13.1
Stability (% 배, 십억원)					
부채비율	16.4	24.8	20.9	17.9	16.3
유동비율	563.5	360.8	446.3	530.9	597.3
자기자본비율	85.9	80.1	82.7	84.8	86.0
영업이익/금융비용(x)	23.0	17.5	47.8	40.5	42.6
이자보상배율(x)	357.5	900.8	825.9	683.4	727.4
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-200	-294	-369	-434	-507

웹젠 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.11.11	Buy	23,000원	-23.7		-30.3	2021.10.19	Buy	35,000원	-19.7		-22.4
	2020.01.09	Buy	19,000원	-11.3		-20.2	2021.11.08	Buy	32,000원			
	2020.03.20	Buy	11,500원	21.7		12.4						
	2020.04.13	Buy	17,000원	-3.2		-8.1						
	2020.04.27	Buy	20,000원	-14.3		-15.6						
	2020.05.12	Buy	22,000원	-2.7		-11.5						
	2020.06.08	Buy	26,000원	12.3		-12.7						
	2020.07.08	Buy	38,000원	2.1		-16.9						
	2020.08.10	Buy	50,000원	-21.6		-29.2						
	2020.11.10	Buy	52,000원	-21.4		-31.5						
	2021.01.15	Buy	56,000원	-13.6		-30.8						
	2021.04.26	Buy	52,000원	-27.8		-33.5						
	2021.05.10	Buy	45,000원	-25.8		-30.5						
	2021.07.22	Buy	39,000원	-21.3		-24.7						
	2021.08.10	Buy	37,000원	-21.6		-28.2						

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)