2022년 1월 27일

기업분석 | 인터넷/게임

웹젠 (069080)

[뮤오리진3 한국] 신작모멘텀 활용방식은 의사결정 필요

Analyst
성종화
02 3779 8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	29,000 원
현재주가	22,950 원

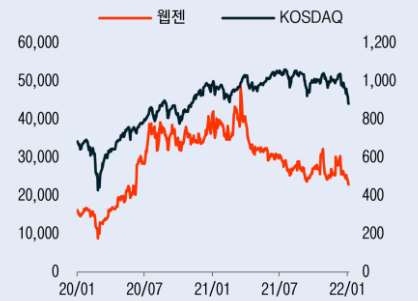
컨센서스 대비(4Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (1/26)		882.09pt
시가총액		8,104 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		48,400 / 22,950 원
90 일 일평균거래대금		215.62 억원
외국인 지분율		24.2%
배당수익률(22.12E)		0.0%
BPS(22.12E)		15,650 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-7.5%
	6 개월	-8.8%
	12 개월	-5.9%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	15.2%

Stock Price



4Q21P: QoQ 다소 개선 & 당사 전망치 부합, 시장 전망치 미달 추정

4Q21 연결영업실적은 매출 702억원(qoq 6%), 영업이익 179억원(qoq 9%)으로서 전분기 대비 다소 개선되고 당사 종전 전망치에는 부합, 시장 컨센서스 전망치에는 미달할 것으로 추정한다.

4Q21 영업실적이 전분기 대비 다소 개선될 것으로 추정한 것은 국내외 기존 게임들 매출은 전반적으로 감소하나 9/9 론칭한 [뮤 아크엔젤2 한국]의 3개월 Fully 반영 효과 및 주요 PC 게임주들의 성수기 효과에 따른 다소의 반등이 기존 게임들의 감소보다는 좀 더 클 것으로 예상하기 때문이다.

[뮤오리진3 한국] 신작모멘텀 활용방식에 대해선 의사결정 필요

목표주가는 2022년 실적 전망치 소폭 하향과 적용 Multiple 하향을 통해 32,000원에서 29,000원으로 9% 하향한다. 투자의견은 Buy를 유지하되 LT Buy 관점을 견지한다.

3월 론칭 예정인 [뮤오리진3 한국]에 대한 단기 신작모멘텀 활용방식의 경우 사전 기대감 활용 또는 후행 검증 대응에 대한 의사결정이 필요하다.

다만, [뮤오리진3 한국]은 천마시공이 개발하고 텐센트가 중국시장에서 퍼블리싱한 [전민기적2 중국]의 한국 버전인데 Unreal 4 엔진을 통해 개발했고 날개를 통해 하늘을 나는 비행시스템을 도입하는 등의 차별점을 보여준데다 중국시장 퍼블리셔가 텐센트라 중국시장 론칭 전 빅히트 기대감이 컸었으나 론칭 후 결과는 기대에 크게 못 미쳤었다는 점은 감안할 필요가 있다고 판단한다.

그리고, 한국시장의 경우 [오딘], [리니지 W] 등 슈퍼히트 MMORPG 의 연이은 등장으로 여타 대형 MMORPG들의 매출 영향이 크게 발생하는 등 시장상황이 타이트해졌다는 점도 감안할 필요가 있다고 판단한다.

자체 개발 신작 5종 이상. 캐주얼, light RPG, MMORPG 등 다양한 장르. 일부 게임 P2E 시스템 적용 예정

자체 개발 신작 5종 이상을 준비 중인데 2H22 캐주얼 및 light RPG 중심 2-3개, 2023년 이후 MMORPG 등 2-3개 론칭 예정이다. 뮤 IP 기반 신작도 있지만 뮤 이외 IP를 활용하거나 신규 IP로 개발 중인 신작도 있다. 그리고, 이 중 일부는 P2E 시스템을 적용하여(FT든 NFT든) 위믹스 플랫폼에 론칭할 예정이다.

그 동안 뮤 IP를 활용한 MMORPG 장르에만 집중했으나 자체 개발을 통해 장르의 다변화, IP의 다변화는 물론 최근 게임업종의 Hot Keyword인 PE2 게임에도 진출한다는 것은 의미가 크다. 다만, 일부 신작에 대한 첫 론칭 목표일정이 2H22부터 가동된다는 점에서 아직은 모멘텀으로 작용하기는 이른 시점이라 판단한다.

4Q21 영업실적 Preview

표1 4Q21 영업실적 Preview

(억원, %)	4Q20	3Q21	4Q21E(종전)	4Q21E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**926**	**664**	**679**	**702**	**-24.2**	**5.7**	**3.4**
게임 매출	925	664	679	702	-24.1	5.7	3.4
뮤 IP 게임	536	452	474	502	-6.4	11.0	5.8
R2 IP 게임	311	151	131	132	-57.6	-12.7	0.4
샷온라인	17	14	14	15	-15.4	9.1	4.2
메틴2	37	26	31	31	-16.1	21.5	0.8
기타	24	22	28	22	-6.1	3.3	-20.8
기타 영업수익	1	0	0	0			
영업비용	538	501	499	523	-2.7	4.5	4.9
인건비	182	169	174	175	-3.7	3.8	0.8
감가상각비	11	11	11	11	0.1	3.2	0.8
무형자산상각비	1	1	1	1	4.2	2.5	0.5
지급수수료	307	255	257	273	-11.3	6.7	5.9
광고선전비	23	43	35	41	80.6	-4.8	19.3
기타	14	22	22	23	58.8	4.1	5.0
영업이익	**388**	**163**	**180**	**179**	**-53.9**	**9.3**	**-0.8**
영업이익률(%)	41.9	24.6	26.5	25.4	16.5%P ↓	0.8P ↑	1.1%P ↓

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

표2 4Q21 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	4Q21E(당사 종전)	4Q21E(컨센서스)	4Q21E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	679	751	702	3.4	-6.5
영업이익	180	230	179	-0.8	-22.3
영업이익률(%)	26.5	30.6	25.4	1.1%P ↓	5.2%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
뮤 아크엔젤2	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 37게임즈) **(한국시장 퍼블리셔: 웹젠)**	**- 3Q21(9/9) 론칭** - 구글 매출순위 초반 나흘 200위권 밖, 9/13부터 Top 10 진입, 최고 순위 5위까지도, 초반 나흘 제외한 나머지 영업일 동안 3Q21 평균순위 7.2위
뮤오리진3	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 천마시공) **(한국시장 퍼블리셔: 웹젠)**	**- 1Q22 론칭 예정 (3월 유력 판단)** (1/20 사전예약 시작) - 뮤 IP를 기반으로 천마시공이 개발하고 텐센트가 중국시장에서 퍼블리싱한 전민기적2 한국버전 - Unreal 4 엔진을 바탕으로 한 우수한 그래픽 - 날개를 통해 하늘을 나는 비행시스템 - 다만, 전민기적2 중국시장 히트수준이 기대치에 미치지 못한 점을 감안하면 일단은 사전 기대수준(눈높이)을 너무 높게 잡지 않고 론칭 후 히트 수준을 사후 검증하는 것이 현실적이라 판단
뮤 IP 기반 게임	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 중국업체) **(중국시장 퍼블리셔: 중국업체)**	**- 미정 (2022년 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 2022년 중국시장 론칭 가능성(론칭 여부, 개수 등 예측은 어려움)
자체 개발 모바일게임 신작 5종 이상	한국	총액	**- 2H22 2-3개 론칭 예정** (캐주얼, light RPG 등) **- 2023년 이후 2-3개 론칭 예정** (MMORPG 및 기타 장르) (MU IP 및 NEW IP 기반) ※ 자체개발 신작 5종 이상 중 일부는 P2E 시스템 적용하여(FT든 NFT든) 위믹스 플랫폼 론칭 계획 (위믹스 플랫폼 론칭 관련 위메이드와 계약함)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & Valuation

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**344**	**602**	**1,070**	**926**	**780**	**716**	**664**	**702**	**638**	**707**	**759**	**824**
게임 매출	342	601	1,069	925	779	715	664	702	638	706	759	824
뮤 IP 게임	254	448	724	536	492	475	452	502	452	530	480	435
R2 IP 게임	18	29	267	311	207	155	151	132	116	108	101	97
샷온라인	11	17	16	17	17	15	14	15	14	13	13	14
메틴2	25	63	27	37	40	38	26	31	33	32	22	27
기타	35	44	34	24	24	32	22	22	22	24	142	251
기타 영업수익	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
영업비용	248	438	635	538	407	485	501	523	518	542	528	534
인건비	123	126	134	182	139	168	169	175	180	178	181	186
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	273	246	284	270	265
광고선전비	7	57	75	23	7	54	43	41	57	43	40	43
기타	21	24	13	14	21	27	22	23	24	25	26	28
영업이익	**96**	**164**	**435**	**388**	**373**	**232**	**163**	**179**	**120**	**165**	**231**	**290**
영업이익률(%)	27.8	27.3	40.7	41.9	47.9	32.3	24.6	25.4	18.8	23.4	30.5	35.2
순이익	**69**	**148**	**340**	**306**	**314**	**184**	**144**	**152**	**110**	**151**	**194**	**230**
순이익률(%)	20.0	24.6	31.8	33.1	40.2	25.7	21.7	21.6	17.3	21.4	25.5	28.0
지배주주순이익	**69**	**149**	**338**	**306**	**313**	**184**	**145**	**152**	**110**	**151**	**195**	**231**
순이익 대비 비중(%)	101.3	100.4	99.6	99.8	99.8	100.0	100.3	100.1	99.8	100.0	100.3	100.1
qoq(%)												
매출액	-21.6	75.2	77.7	-13.5	-15.7	-8.2	-7.3	5.7	-9.1	10.8	7.4	8.5
영업이익	-35.1	71.9	164.7	-10.8	-3.7	-38.0	-29.5	9.3	-32.9	37.9	40.0	25.4
지배주주순이익	-25.3	114.0	127.7	-9.7	2.6	-41.3	-21.4	5.1	-27.6	37.5	28.7	18.5
yoy(%)												
매출액	-17.2	38.8	125.9	111.2	127.1	18.9	-37.9	-24.2	-18.2	-1.3	14.3	17.4
영업이익	4.2	76.2	134.4	163.2	290.6	41.0	-62.4	-53.9	-67.9	-28.6	41.6	62.3
지배주주순이익	-31.2	92.6	118.4	228.7	351.3	23.8	-57.3	-50.3	-64.9	-17.8	34.6	51.8
종전 대비 변경률(%)												
매출액								3.4	1.2	6.6	16.7	33.0
영업이익								-0.8	-29.0	-27.9	0.7	47.6
지배주주순이익								-0.8	-24.7	-24.2	0.7	43.8

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**	**2,863**	**2,928**	**2,994**
게임 매출	1,760	2,937	2,860	2,927	2,992
뮤 IP 게임	1,341	1,962	1,920	1,896	1,376
R2 IP 게임	98	624	644	423	360
샷온라인	56	62	60	54	50
메틴2	79	152	135	115	100
기타	185	137	100	440	1,106
기타 영업수익	1	4	3	2	2
영업비용	1,243	1,858	1,916	2,122	2,051
인건비	478	564	651	726	786
감가상각비	56	49	44	44	44
무형자산상각비	20	3	2	3	3
지급수수료	496	1,009	981	1,065	884
광고선전비	105	162	145	183	214
기타	87	72	93	102	121
영업이익	**518**	**1,083**	**947**	**806**	**943**
영업이익률(%)	29.4	36.8	33.1	27.5	31.5
순이익	**422**	**863**	**794**	**686**	**790**
순이익률(%)	24.0	29.3	27.7	23.4	26.4
지배주주순이익	**426**	**862**	**794**	**686**	**790**
순이익 대비 비중(%)	101.0	99.9	100.0	100.1	100.1
EPS	1,194	2,443	2,248	1,942	2,237
지배주주 EPS	1,207	2,441	2,248	1,944	2,238
yoy(%)					
매출액	-19.6	67.0	-2.7	2.3	2.2
영업이익	-24.8	109.1	-12.5	-14.8	16.9
지배주주순이익	-15.4	102.3	-7.9	-13.5	15.1
지배주주 EPS	-15.4	102.3	-7.9	-13.5	15.1
종전 대비 변경률(%)					
매출액			0.8	14.2	6.0
영업이익			-0.2	-2.1	2.9
지배주주순이익			-0.1	-1.8	2.7
지배주주 EPS			-0.1	-1.8	2.7

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	1,980	16.2	32,000	11,299
신규	1,944	14.9	29,000	10,240
변경률(%)	-1.8	-7.7	-9.4	-9.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	238	333	408	473	548
현금 및 현금성자산	48	88	110	129	152
기타현금성자산	152	206	259	304	357
매출채권 및 기타채권	37	38	37	38	38
기타	1	2	2	2	2
비유동자산	176	209	213	217	221
유무형자산	81	80	79	79	78
투자자산	0	0	0	0	0
기타	94	130	134	138	143
자산총계	**414**	**543**	**621**	**690**	**769**
유동부채	42	92	92	92	93
기타유동금융부채	10	19	18	19	19
단기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	33	74	73	74	74
비유동부채	16	16	16	16	16
장기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	16	16	16	16	16
부채총계	**58**	**108**	**107**	**108**	**109**
지배주주지분	355	434	513	581	660
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금 및 기타	101	94	94	94	94
이익잉여금	237	323	402	470	548
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	**356**	**435**	**514**	**582**	**660**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**176**	**294**	**286**	**293**	**299**
게임 매출	176	294	286	293	299
뮤	134	196	192	190	138
기타	42	97	94	103	162
기타 영업수익	0	0	0	0	0
영업비용	124	186	192	212	205
영업이익	**52**	**108**	**95**	**81**	**94**
EBITDA	**59**	**113**	**99**	**85**	**99**
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**	**93**	**107**
법인세비용	15	30	31	24	28
당기순이익	**42**	**86**	**79**	**69**	**79**
지배주주순이익	43	86	79	69	79
Profitability(%)					
영업이익률	29.4	36.8	33.1	27.5	31.5
EBITDA Margin	33.8	38.6	34.7	29.1	33.0
세전이익률	32.4	39.5	38.4	31.6	35.6
당기순이익률	24.0	29.3	27.7	23.4	26.4
ROA	10.4	18.0	13.6	10.5	10.8
ROE	12.6	21.8	16.7	12.5	12.7
ROIC	13.2	21.4	15.5	11.5	11.8

현금흐름표

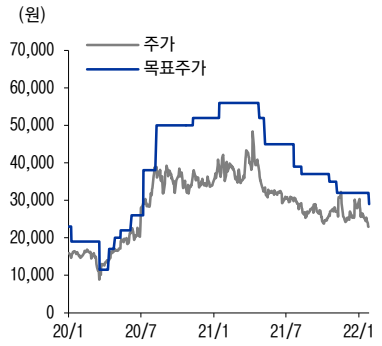
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**20**	**135**	**85**	**74**	**84**
영업에서 창출된 현금	30	146	107	89	103
당기순이익	42	86	79	69	79
조정사항	22	30	27	21	24
유무형자산상각비	8	5	5	5	5
이자손익	-8	-6	-7	-8	-8
법인세비용	15	30	31	24	28
기타	7	1	-1	0	-1
자산,부채 증감	-34	30	0	0	0
법인세,이자,배당금 등	-10	-11	-22	-15	-19
투자활동 현금	**-29**	**-86**	**-62**	**-55**	**-62**
금융자산 증감	-17	-83	-57	-49	-57
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**	**22**	**19**	**22**
기초 현금 및 현금성자산	65	48	88	110	129
외화 현금 환율변동 효과	0	-2	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**48**	**88**	**110**	**129**	**152**
기말 기타현금성자산	152	206	259	304	357
기말 총현금유동성	**200**	**294**	**369**	**433**	**508**

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	13.6	14.2	12.9	11.8	10.3
P/B	1.8	3.0	2.1	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.3	8.2	6.6	4.4	3.1
P/CF	10.7	11.6	12.1	11.0	9.6
Per Share Data (원)					
EPS	1,194	2,443	2,248	1,942	2,237
BPS	9,206	11,415	13,686	15,650	17,905
CPS	1,524	2,988	2,397	2,087	2,380
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-19.6	67.0	-2.7	2.3	2.2
영업이익	-24.8	109.1	-12.5	-14.8	16.9
EPS	-15.9	104.5	-8.0	-13.6	15.2
총자산	4.3	31.1	14.4	11.1	11.5
자기자본	13.3	22.2	18.1	13.2	13.5
Stability (%,배,십억원)					
부채비율	16.4	24.8	20.9	18.6	16.5
유동비율	563.5	360.8	445.3	512.7	590.2
자기자본비율	85.9	80.1	82.7	84.3	85.8
영업이익/금융비용(x)	23.0	17.5	47.7	39.7	43.8
이자보상배율(x)	357.5	900.8	824.8	670.8	746.9
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-200	-294	-369	-433	-508

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

웹젠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.20	Buy	11,500원	21.7		12.4	2022.01.27	Buy	29,000원			
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						
2021.10.19	Buy	35,000원	-19.7		-22.4						
2021.11.08	Buy	32,000원	0.6		-16.8						

Compliance Notice

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

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 책임하에 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)