2022년 7월 19일

기업분석 | 인터넷/게임

웹젠 (069080)

밸류 여력은 충분. 다만, 당분간 신작모멘텀은 So So

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

Buy (maintain)

목표주가	25,000 원
현재주가	18,850 원

컨센서스 대비(2Q22E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (7/18)		776.72pt
시가총액		6,656 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		32,200 / 17,800 원
90 일 일평균거래대금		23.68 억원
외국인 지분율		26.9%
배당수익률(22.12E)		0.0%
BPS(22.12E)		15,556 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.8%
	6 개월	-5.2%
	12 개월	-9.9%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	16.6%

Stock Price

2Q22 Preview: 매출, OP QoQ Flat & 시장 컨센서스 전망치 부합 추정

2Q22 연결영업실적은 매출 699억원(qoq 0.1%), 영업이익 227억원(qoq 1.7%)으로서 A 매출, 영업이익 모두 전분기와 비슷한 수준이 유지되며 시장 컨센서스 전망치에 부합할 것으로 추정한다.

2Q22 연결영업실적은 당사 종전 전망치 대비로는 매출은 4.1% 미달하나 영업이익은 부합(1.1% 초과)하는 수치이다. 1) 매출 전망치 다소 미달 추정은 2/23 론칭한 [뮤오리진3 한국] 일평균 매출이 2억원 내외 수준으로서 종전 전망치 대비 다소 미달할 것으로 추산하기 때문이다. 2) 매출은 다소 미달하나 영업이익은 부합할 것으로 추정하는 것은 ① 광고선전비는 종전 전망치를 초과할 것으로 예상하나, ② 인건비가 이를 상쇄하고도 남을 정도로 종전 전망치 대비 크게 미달할 것으로 추정하기 때문이다. 2Q22 인건비가 종전 전망치에 크게 미달할 것으로 추정하는 것은 10% 정도의 특별 연봉인상이 2Q22에 3월치까지 소급하여 적용될 예정이었으나 인상시기가 지연됨에 따라 2Q22에는 반영되지 않았기 때문이다. 참고로 10% 정도의 특별 연봉인상은 3Q22에 반영되는데 반영 시기는 3월부터 소급 적용되므로 3Q22 인건비는 3월에 특별 연봉인상이 단행되었다고 가정했을 경우의 3Q22 인건비에다 3-6월까지의 연봉 인상 소급분까지 반영된다.

TP 25,000원 유지. Buy 유지. 밸류에이션 여력은 충분. 다만, 당분간 신작모멘텀은 So So

실적전망치 변경은 거의 없다. 따라서, 목표주가는 25,000원을 유지하고 의견도 Buy를 유지한다. 현재주가는 2023E 지배주주 EPS 대비 PER가 8.7배 정도에 불과하여 밸류에이션 부담은 없다. 다만, 실적흐름이 안정적이긴 하나 성장성이 크지 않은 상황에서 현시점 회사가 공개한 신작 론칭일정을 감안할 때 당분간 강한 신작모멘텀을 기대하기는 타이트해 보인다는 점은 아쉽다. 참고로 올해 신작 론칭일정은 3Q22 [R2M 대만 등 아시아], 4Q22 [자체개발 캐주얼 장르 신작 1개 글로벌] 등이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	294	285	286	300	315
증감률 (%)	67.0	-3.2	0.4	4.8	5.0
영업이익	108	103	91	94	101
순이익	86	87	74	77	82
EPS (원)	2,443	2,460	2,100	2,170	2,314
증감률 (%)	104.5	0.7	-14.6	3.3	6.6
PER (x)	14.2	11.7	9.0	8.7	8.1
PBR (x)	3.0	2.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	8.2	6.5	2.9	2.1	1.2
영업이익률 (%)	36.8	36.2	31.7	31.3	31.9
EBITDA Margin (%)	38.6	37.8	33.2	32.6	33.1
ROE (%)	21.8	18.5	13.7	12.4	11.7
부채비율 (%)	24.8	21.6	18.9	17.0	15.4

주: IFRS 연결 기준
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2Q22 영업실적 Preview

표1 2Q22 영업실적 Preview

(억원, %)	2Q21	1Q22	2Q22E(종전)	2Q22E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**716**	**698**	**729**	**699**	**-2.3**	**0.1**	**-4.1**
게임 매출	715	698	729	699	-2.3	0.1	-4.1
뮤 IP 게임	475	536	574	544	14.6	1.5	-5.1
R2 IP 게임	155	102	95	95	-38.6	-6.1	0.6
샷온라인	15	14	13	13	-13.9	-9.0	0.0
메틴2	38	23	22	22	-42.8	-3.6	0.0
기타	32	24	25	25	-23.2	4.4	-3.5
기타 영업수익	1	0	0	0			
영업비용	485	476	505	473	-2.4	-0.6	-6.4
인건비	168	154	177	157	-6.2	2.0	-11.3
감가상각비	11	10	10	10	-7.8	1.7	0.0
무형자산상각비	1	1	1	1	-13.8	1.4	0.0
지급수수료	225	236	255	233	3.6	-1.4	-8.7
광고선전비	54	54	37	47	-11.4	-12.7	27.4
기타	27	21	25	25	-9.1	19.3	-1.0
영업이익	**232**	**223**	**224**	**227**	**-2.1**	**1.7**	**1.1**
영업이익률(%)	32.3	31.9	30.8	32.4	0.1%P ↑	0.5%P ↑	1.6%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 2Q22 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	2Q22E(당사 종전)	2Q22E(컨센서스)	2Q22E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	729	700	699	-4.1	-0.1
영업이익	224	226	227	1.1	0.3
영업이익률(%)	30.8	32.3	32.4	1.6%P ↑	0.1%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
뮤오리진3	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠) (개발: 천마시공) **(한국시장 퍼블리셔: 웹젠)**	▶ **1Q22(2/23) 한국시장 론칭** ▷ 1Q22(영업일수 37일) 일평균 매출 3.5억원 추산 ▷ 2Q22 일평균 매출 2억원 내외 추정
자체 개발 모바일게임 신작 5종 이상	게임별 다양	총액	▶ **2H22: 2개 론칭 예정** ▷ [R2M] 3Q22 대만 등 아시아 론칭 예정 ▷ [캐주얼 장르 신작 1개] 4Q22 글로벌 론칭 예정 (게임명 미공개. SNG에 가까운 게임)
			▶ **2023 – 2024년: 3-4개 론칭 예정 / 지역은 모두 미정** ▷ MMO 외 캐주얼, Light RPG 등 1-2개 – 1H23 론칭 목표 ▷ 뮤 IP 기반 MMORPG 신작 1개 – 2023년말 ~ 2024년초 가능성 ▷ 신규 IP 기반 MMORPG 1개 – 2023년말 ~ 2024년초 가능성 ※ 자체개발 신작 5종 이상 중 일부 P2E 시스템 적용 – 위믹스 및 기타 P2E 게임 플랫폼 론칭 계획 (위믹스 플랫폼 론칭 관련 위메이드와 제휴)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & Valuation

표4 분기 실적전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	**780**	**716**	**664**	**687**	**698**	**699**	**727**	**735**	**674**	**712**	**805**	**807**
게임 매출	779	715	664	687	698	699	727	735	674	712	804	807
뮤 IP 게임	492	475	452	503	536	544	476	417	368	334	451	509
R2 IP 게임	207	155	151	100	102	95	161	204	162	138	122	110
샷온라인	17	15	14	16	14	13	13	14	13	12	12	13
메틴2	40	38	26	29	23	22	17	19	17	16	13	14
기타	24	32	22	40	24	25	60	81	115	211	207	161
기타 영업수익	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	407	485	501	426	476	473	507	498	487	497	534	542
인건비	139	168	169	149	154	157	181	183	189	187	189	194
감가상각비	11	11	11	11	10	10	10	10	9	10	9	9
무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
지급수수료	228	225	255	221	236	233	240	234	214	222	254	246
광고선전비	7	54	43	28	54	47	50	43	48	50	52	61
기타	21	27	22	17	21	25	25	28	27	28	29	31
영업이익	**373**	**232**	**163**	**262**	**223**	**227**	**220**	**237**	**187**	**215**	**271**	**265**
영업이익률(%)	47.9	32.3	24.6	38.1	31.9	32.4	30.3	32.3	27.7	30.2	33.6	32.9
순이익	**314**	**184**	**144**	**226**	**187**	**184**	**184**	**187**	**163**	**176**	**221**	**207**
순이익률(%)	40.2	25.7	21.7	32.9	26.8	26.2	25.3	25.4	24.1	24.7	27.4	25.7
지배주주순이익	**313**	**184**	**145**	**227**	**187**	**183**	**184**	**187**	**163**	**176**	**221**	**207**
순이익 대비 비중(%)	99.8	100.0	100.3	100.1	100.1	100.0	100.3	100.1	100.1	100.0	100.3	100.1
qoq(%)												
매출액	-15.7	-8.2	-7.3	3.5	1.6	0.1	4.0	1.1	-8.3	5.6	13.0	0.3
영업이익	-3.7	-38.0	-29.5	60.1	-14.8	1.7	-2.9	7.8	-21.2	15.2	25.7	-1.9
지배주주순이익	2.6	-41.3	-21.4	56.7	-17.3	-2.1	0.5	1.5	-13.0	8.0	26.0	-6.2
yoy(%)												
매출액	127.1	18.9	-37.9	-25.7	-10.5	-2.3	9.5	6.9	-3.5	1.8	10.7	9.8
영업이익	290.6	41.0	-62.4	-32.6	-40.3	-2.1	34.7	-9.3	-16.2	-5.0	23.0	11.9
지배주주순이익	351.3	23.8	-57.3	-25.8	-40.2	-0.3	27.5	-17.4	-13.2	-4.3	20.0	10.9
종전 대비 변경률(%)												
매출액						-4.1	-2.7	-2.0	-1.8	-1.3	-0.9	-0.6
영업이익						1.1	-4.9	-3.5	-0.4	-0.2	1.1	-3.5
지배주주순이익						1.0	-4.3	-3.2	-0.3	-0.2	1.0	-3.2

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, %)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,941**	**2,848**	**2,860**	**2,998**	**3,148**
게임 매출	2,937	2,845	2,858	2,996	3,146
뮤 IP 게임	1,962	1,921	1,974	1,661	1,560
R2 IP 게임	624	613	562	532	371
샷온라인	62	62	53	50	48
메틴2	152	133	81	60	47
기타	137	117	189	693	1,121
기타 영업수익	4	3	2	2	2
영업비용	1,858	1,818	1,953	2,060	2,143
인건비	564	625	676	759	803
감가상각비	49	43	40	38	35
무형자산상각비	3	2	2	2	2
지급수수료	1,009	929	943	936	953
광고선전비	162	131	195	211	223
기타	72	87	98	114	128
영업이익	**1,083**	**1,030**	**907**	**938**	**1,005**
영업이익률(%)	36.8	36.2	31.7	31.3	31.9
순이익	**863**	**869**	**742**	**766**	**817**
순이익률(%)	29.3	30.5	25.9	25.6	25.9
지배주주순이익	**862**	**869**	**742**	**767**	**818**
순이익 대비 비중(%)	99.9	100.0	100.1	100.1	100.1
EPS	2,443	2,460	2,100	2,170	2,314
지배주주 EPS	2,441	2,460	2,102	2,172	2,317
yoy(%)					
매출액	67.0	-3.2	0.4	4.8	5.0
영업이익	109.1	-4.9	-12.0	3.5	7.1
지배주주순이익	102.3	0.8	-14.5	3.3	6.6
지배주주 EPS	102.3	0.8	-14.5	3.3	6.6
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-2.2	-1.1	-0.5
영업이익			-1.9	-0.8	-0.2
지배주주순이익			-1.7	-0.7	-0.2
지배주주 EPS			-1.7	-0.7	-0.2

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	2023E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	2,188	11.4	25,000	8,828
신규	2,172	11.5	**25,000**	8,828
변경률(%)	-0.7	0.7	**0.0**	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333	355	424	495	572
현금 및 현금성자산	88	73	88	104	121
기타현금성자산	206	249	302	356	415
매출채권 및 기타채권	38	31	31	32	33
기타	2	3	3	3	3
비유동자산	209	260	265	271	278
유무형자산	80	80	79	79	79
투자자산	0	0	0	0	0
기타	130	180	186	193	199
자산총계	**543**	**615**	**689**	**767**	**849**
유동부채	92	97	97	98	100
기타유동금융부채	19	18	18	18	18
단기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	74	79	79	80	81
비유동부채	16	13	13	13	13
장기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	16	13	13	13	13
부채총계	**108**	**109**	**110**	**111**	**113**
지배주주지분	434	504	577	653	734
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금 및 기타	94	78	78	78	78
이익잉여금	323	409	482	558	639
비지배주주지분	0	2	2	2	2
자본총계	**435**	**506**	**579**	**655**	**736**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**294**	**285**	**286**	**300**	**315**
게임 매출	294	285	286	300	315
뮤	196	192	197	166	156
기타	97	92	88	134	159
기타 영업수익	0	0	0	0	0
영업비용	186	182	195	206	214
영업이익	**108**	**103**	**91**	**94**	**101**
EBITDA	113	108	95	98	104
영업외손익	**8**	**18**	**14**	**14**	**14**
금융손익	8	17	13	13	13
기타손익	0	1	1	1	1
관계기업투자손익	0	0	0	0	0
세전이익	**116**	**121**	**104**	**108**	**115**
법인세비용	30	34	30	31	33
당기순이익	**86**	**87**	**74**	**77**	**82**
지배주주순이익	86	87	74	77	82
Profitability(%)					
영업이익률	36.8	36.2	31.7	31.3	31.9
EBITDA Margin	38.6	37.8	33.2	32.6	33.1
세전이익률	39.5	42.5	36.4	35.9	36.5
당기순이익률	29.3	30.5	25.9	25.6	25.9
ROA	18.0	15.0	11.4	10.5	10.1
ROE	21.8	18.5	13.7	12.4	11.7
ROIC	21.4	15.4	12.6	11.3	10.6

현금흐름표

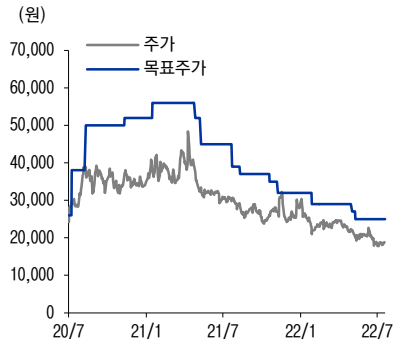
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**135**	**88**	**78**	**80**	**85**
영업에서 창출된 현금	146	120	99	102	109
당기순이익	86	87	74	77	82
조정사항	30	32	25	25	27
유무형자산상각비	5	5	4	4	4
이자손익	-6	-8	-8	-8	-8
법인세비용	30	34	30	31	33
기타	1	1	-2	-2	-2
자산,부채 증감	30	1	0	0	0
법인세,이자,배당금 등	-11	-32	-21	-22	-24
투자활동 현금	**-86**	**-82**	**-62**	**-64**	**-68**
금융자산 증감	-83	-79	-58	-60	-64
유형자산 증감	-1	-3	-5	-5	-5
무형자산 증감	-2	0	1	1	1
기타	1	0	0	0	0
재무활동 현금	**-9**	**-21**	**0**	**0**	**0**
차입금 증감	0	0	0	0	0
자기주식 증감	-7	-20	0	0	0
총현금흐름	**41**	**-15**	**15**	**16**	**17**
기초 현금 및 현금성자산	48	88	73	88	104
외화 현금 환율변동 효과	-2	0	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**88**	**73**	**88**	**104**	**121**
기말 기타현금성자산	206	249	302	356	415
기말 총현금유동성	**294**	**322**	**390**	**461**	**536**

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation (배)					
P/E	14.2	11.7	9.0	8.7	8.1
P/B	3.0	2.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.2	6.5	2.9	2.1	1.2
P/CF	11.6	11.7	8.6	8.3	7.9
Per Share Data (원)					
EPS	2,443	2,460	2,100	2,170	2,314
BPS	11,415	13,438	15,556	17,741	20,068
CPS	2,988	2,475	2,203	2,259	2,392
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	67.0	-3.2	0.4	4.8	5.0
영업이익	109.1	-4.9	-12.0	3.5	7.1
EPS	104.5	0.7	-14.6	3.3	6.6
총자산	31.1	13.4	12.0	11.3	10.8
자기자본	22.2	16.4	14.5	13.1	12.3
Stability (%,배,십억원)					
부채비율	24.8	21.6	18.9	17.0	15.4
유동비율	360.8	367.2	437.4	504.0	573.1
자기자본비율	80.1	82.2	84.1	85.5	86.7
영업이익/금융비용(x)	17.5	68.5	65.2	63.8	64.5
이자보상배율(x)	900.8	1,376.4	1,145.4	1,144.0	1,178.2
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-294	-322	-390	-461	-536

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
2020.08.10	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						
2022.01.27	Buy	29,000원	-14.8		-19.5						
2022.05.02	Buy	27,000원	-18.5		-20.6						
2022.05.10	Buy	25,000원									

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	91.0% 9.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)