2022년 8월 10일

기업분석 | 인터넷/게임

웹젠 (069080)

밸류 여력은 충분. 2023년말까지 신작모멘텀은 So So

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

Buy (maintain)

목표주가	26,000 원
현재주가	20,250 원

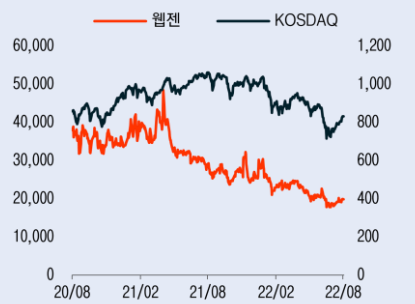
컨센서스 대비(2Q22P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ (8/9)		833.65pt
시가총액		7,150 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		32,200 / 17,800 원
90 일 일평균거래대금		21.56 억원
외국인 지분율		27.0%
배당수익률(22.12E)		0.0%
BPS(22.12E)		15,678 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-0.5%
	6 개월	-5.8%
	12 개월	-10.6%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	16.6%

Stock Price



2Q22 Review: 영업이익 QoQ 반등 & 당사 및 시장 전망치 초과

2Q22 연결영업실적은 매출 696억원(qoq -0.4%), 영업이익 256억원(qoq 15.0%)으로서 전분기 대비 매출은 비슷했으나 영업이익은 큰 폭으로 반등했으며 당사 및 시장 컨센서스 전망치 대비 매출은 부합했고 영업이익은 대폭 초과했다.

2Q22 연결영업이익이 전분기 대비 15.0% 증가함과 아울러 당사 전망치를 13.1% 초과한 것은 마케팅비가 전분기 대비 52.5% 급감함과 아울러 당사 전망치 대비 45.6% 대폭 미달했기 때문이다. 마케팅비가 예상치에 크게 미달한 것은 3Q22 론칭 예정인 [R2M 대만 등 아시아] 관련 마케팅비 선집행분을 2Q22에 반영하지 않고 3Q22에 반영하기로 한 것도 주요 원인이다.

3Q22 영업실적은 [R2M 대만 등 아시아] 성과에 좌우. 보수적 관점에서 매출은 QoQ 5% 정도 증가하나 영업이익은 QoQ 7% 정도 감소 추정

3Q22 연결영업실적은 [R2M 대만 등 아시아] 흥행성과에 좌우될 예정인데 당사에서는 보수적 관점에서 매출은 qoq 5% 정도 증가하나 영업이익은 qoq 7% 정도 감소할 것으로 추정한다.

매출 qoq 증가 추정은 [R2M 대만 등 아시아] 신규 기여를 감안한 것이며, 영업이익익 qoq 감소 추정은 [R2M 대만 등 아시아] 관련 마케팅비 급증(2Q22 선집행 마케팅비 + 3Q22 론칭 마케팅비) 및 특별연봉 인상 소급 반영에 따른 인건비 급증을 감안한 것이다.

참고로 인건비의 경우 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.

밸류에이션 여력은 충분. 다만, 2023년말까지 신작모멘텀은 So So

실적 전망치의 경우 매출 전망치 변경은 거의 없으나 이익 전망치는 마케팅비 전망치 하향에 따라 다소 상향했다. 이에 따라 목표주가는 25,000원에서 26,000원으로 4% 정도 소폭 상향하고 투자의견도 Buy를 유지한다.

현재주가는 2022E, 2023E 지배주주 EPS 대비 PER가 각각 9.1배, 8.8배 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 [Light RPG 퍼블리싱게임 신작 글로벌] 등 2개인데 모두 강력한 신작모멘텀을 기대할 정도의 기대일정은 아니다. 내년에도 상반기까지는 자체개발 캐주얼, Light RPG 신작 1-2개 정도이고 기대일정인 [뮤 IP 기반 MMORPG 신작] 및 [신규 IP 기반 MMORPG 신작] 등은 2023년말 - 2024년초 론칭 예정이다.

eBEST 이베스트투자증권

2Q22 영업실적 Review

표1 2Q22 영업실적 Review

(억원, %)	2Q21	1Q22	2Q22E	2Q22P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**716**	**698**	**699**	**696**	**-2.8**	**-0.4**	**-0.5**
게임 매출	715	698	699	695	-2.8	-0.4	-0.5
뮤 IP 게임	475	536	544	530	11.5	-1.2	-2.7
R2 IP 게임	155	102	95	94	-39.6	-7.7	-1.7
샷온라인	15	14	13	13	-11.6	-6.5	2.7
메틴2	38	23	22	27	-29.1	19.3	23.8
기타	32	24	25	32	-0.9	34.7	29.0
기타 영업수익	1	0	0	1			
영업비용	485	476	473	440	-9.3	-7.6	-7.0
인건비	168	154	157	160	-4.4	4.0	1.9
감가상각비	11	10	10	11	2.4	12.9	11.0
무형자산상각비	1	1	1	1	-3.3	13.7	12.1
지급수수료	225	236	233	224	-0.1	-4.9	-3.6
광고선전비	54	54	47	26	-51.8	-52.5	-45.6
기타	27	21	25	17	-35.9	-16.0	-29.5
영업이익	**232**	**223**	**227**	**256**	**10.7**	**15.0**	**13.1**
영업이익률(%)	32.3	31.9	32.4	36.8	4.5%P ↑	4.9%P ↑	4.4%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 2Q22E는 당사 종전 전망치. 2Q22P는 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 2Q22 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	2Q22E(당사 종전)	2Q22E(컨센서스)	2Q22P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	699	694	696	-0.5	0.3
영업이익	227	227	256	13.1	12.9
영업이익률(%)	32.4	32.7	36.8	4.4%P ↑	4.1%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 4-6종 + 퍼블리싱 신작 1종	게임별 다양	총액	▶ **2H22: 2개 론칭 예정 (자체개발 1개, 퍼블리싱 1개)** ▷ 자체개발 - [R2M] 3Q22 대만 등 아시아 론칭 예정 ▷ 퍼블리싱 - [Light RPG 신작 1개] 4Q22 글로벌 론칭 예정
			▶ **2023 – 2024년: 3-5개 론칭 예정 (모두 자체개발, 지역은 미정)** ▷ 캐주얼, Light RPG 등 1-2개 - 1H23 론칭 목표 ▷ 뮤 IP 기반 MMORPG 신작 1개 - 2023년말 ~ 2024년초 가능성 ▷ 신규 IP 기반 MMORPG, Light RPG 등 1-2개 - 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	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	**780**	**716**	**664**	**687**	**698**	**696**	**728**	**738**	**677**	**718**	**810**	**814**
게임 매출	779	715	664	687	698	695	727	737	677	717	809	813
뮤 IP 게임	492	475	452	503	536	530	469	411	363	331	449	509
R2 IP 게임	207	155	151	100	102	94	159	203	161	137	121	109
샷온라인	17	15	14	16	14	13	13	14	14	13	12	13
메틴2	40	38	26	29	23	27	21	23	21	20	16	18
기타	24	32	22	40	24	32	65	85	119	216	211	165
기타 영업수익	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	407	485	501	426	476	440	489	487	475	483	522	529
인건비	139	168	169	149	154	160	184	187	193	191	192	197
감가상각비	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	11	11
무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
지급수수료	228	225	255	221	236	224	230	226	207	216	249	242
광고선전비	7	54	43	28	54	26	43	40	42	42	44	53
기타	21	27	22	17	20	17	20	23	22	23	24	25
영업이익	**373**	**232**	**163**	**262**	**223**	**256**	**239**	**251**	**202**	**234**	**288**	**285**
영업이익률(%)	47.9	32.3	24.6	38.1	31.9	36.8	32.8	34.0	29.9	32.6	35.6	35.0
순이익	**314**	**184**	**144**	**226**	**187**	**206**	**198**	**194**	**168**	**195**	**231**	**212**
순이익률(%)	40.2	25.7	21.7	32.9	26.8	29.6	27.2	26.3	24.9	27.2	28.6	26.1
지배주주순이익	**313**	**184**	**145**	**227**	**187**	**206**	**198**	**194**	**169**	**195**	**232**	**213**
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	-0.4	4.6	1.3	-8.2	5.9	12.9	0.5
영업이익	-3.7	-38.0	-29.5	60.1	-14.8	15.0	-6.9	5.0	-19.3	15.8	23.0	-1.1
지배주주순이익	2.6	-41.3	-21.4	56.7	-17.3	10.0	-3.8	-2.3	-13.1	15.8	18.9	-8.4
yoy(%)												
매출액	127.1	18.9	-37.9	-25.7	-10.5	-2.8	9.6	7.3	-3.0	3.1	11.3	10.4
영업이익	290.6	41.0	-62.4	-32.6	-40.3	10.7	46.1	-4.2	-9.2	-8.6	20.7	13.7
지배주주순이익	351.3	23.8	-57.3	-25.8	-40.2	12.0	37.2	-14.4	-10.1	-5.3	17.0	9.6
종전 대비 변경률(%)												
매출액						-0.5	0.1	0.3	0.4	0.7	0.7	0.9
영업이익						13.1	8.5	5.7	8.2	8.8	6.4	7.3
지배주주순이익						12.3	7.6	3.6	3.6	11.1	4.9	2.5

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**	**3,019**	**3,174**
게임 매출	2,937	2,845	2,858	3,017	3,172
뮤 IP 게임	1,962	1,921	1,946	1,652	1,560
R2 IP 게임	624	613	557	527	367
샷온라인	62	62	54	52	49
메틴2	152	133	95	74	58
기타	137	117	205	712	1,138
기타 영업수익	4	3	2	2	2
영업비용	1,858	1,818	1,892	2,010	2,096
인건비	564	625	686	773	813
감가상각비	49	43	44	45	46
무형자산상각비	3	2	2	2	2
지급수수료	1,009	929	915	915	941
광고선전비	162	131	164	180	188
기타	72	87	80	94	105
영업이익	**1,083**	**1,030**	**968**	**1,009**	**1,078**
영업이익률(%)	36.8	36.2	33.9	33.4	34.0
순이익	**863**	**869**	**785**	**807**	**859**
순이익률(%)	29.3	30.5	27.4	26.7	27.1
지배주주순이익	**862**	**869**	**786**	**808**	**860**
순이익 대비 비중(%)	99.9	100.0	100.1	100.1	100.1
EPS	**2,443**	**2,460**	**2,223**	**2,287**	**2,433**
지배주주 EPS	**2,441**	**2,460**	**2,225**	**2,289**	**2,436**
yoy(%)					
매출액	67.0	-3.2	0.4	5.6	5.1
영업이익	109.1	-4.9	-6.0	4.2	6.8
지배주주순이익	102.3	0.8	-9.5	2.9	6.4
지배주주 EPS	102.3	0.8	-9.5	2.9	6.4
종전 대비 변경률(%)					
매출액			0.0	0.7	0.8
영업이익			6.8	7.6	7.2
지배주주순이익			5.8	5.4	5.2
지배주주 EPS			5.8	5.4	5.2

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	2,172	11.5	25,000	8,828
신규	2,289	11.4	**26,000**	9,181
변경률(%)	5.4	2.5	**4.0**	4.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333	355	428	504	584
현금 및 현금성자산	88	73	89	106	124
기타현금성자산	206	249	305	363	424
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**	**693**	**775**	**862**
유동부채	92	97	97	98	100
기타유동금융부채	19	18	18	18	19
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**	**112**	**113**
지배주주지분	434	504	582	662	747
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금 및 기타	94	78	78	78	78
이익잉여금	323	409	486	566	651
비지배주주지분	0	2	2	2	2
자본총계	**435**	**506**	**584**	**664**	**749**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**294**	**285**	**286**	**302**	**317**
게임 매출	294	285	286	302	317
뮤	196	192	195	165	156
기타	97	92	91	136	161
기타 영업수익	0	0	0	0	0
영업비용	186	182	189	201	210
영업이익	**108**	**103**	**97**	**101**	**108**
EBITDA	**113**	**108**	**101**	**106**	**113**
영업외손익	**8**	**18**	**15**	**14**	**15**
금융손익	8	17	14	13	14
기타손익	0	1	1	1	1
관계기업투자손익	0	0	0	0	0
세전이익	**116**	**121**	**112**	**115**	**122**
법인세비용	30	34	34	34	37
당기순이익	**86**	**87**	**78**	**81**	**86**
지배주주순이익	86	87	79	81	86
Profitability(%)					
영업이익률	36.8	36.2	33.9	33.4	34.0
EBITDA Margin	38.6	37.8	35.5	35.0	35.5
세전이익률	39.5	42.5	39.2	38.2	38.6
당기순이익률	29.3	30.5	27.4	26.7	27.1
ROA	18.0	15.0	12.0	11.0	10.5
ROE	21.8	18.5	14.4	12.9	12.2
ROIC	21.4	15.4	13.2	11.8	11.1

현금흐름표

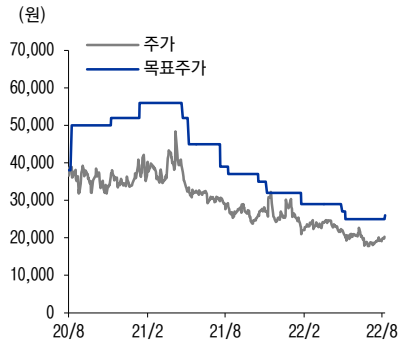
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**135**	**88**	**83**	**85**	**90**
영업에서 창출된 현금	146	120	107	110	117
당기순이익	86	87	78	81	86
조정사항	30	32	29	29	31
유무형자산상각비	5	5	5	5	5
이자손익	-6	-8	-8	-8	-8
법인세비용	30	34	34	34	37
기타	1	1	-2	-2	-2
자산,부채 증감	30	1	0	1	0
법인세,이자,배당금 등	-11	-32	-24	-25	-27
투자활동 현금	**-86**	**-82**	**-66**	**-68**	**-72**
금융자산 증감	-83	-79	-62	-64	-67
유형자산 증감	-1	-3	-5	-5	-6
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**	**16**	**17**	**18**
기초 현금 및 현금성자산	48	88	73	89	106
외화 현금 환율변동 효과	-2	0	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**88**	**73**	**89**	**106**	**124**
기말 기타현금성자산	206	249	305	363	424
기말 총현금유동성	**294**	**322**	**394**	**469**	**549**

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation (배)					
P/E	14.2	11.7	9.1	8.9	8.3
P/B	3.0	2.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.2	6.5	3.2	2.3	1.5
P/CF	11.6	11.7	8.7	8.4	8.0
Per Share Data (원)					
EPS	2,443	2,460	2,223	2,287	2,433
BPS	11,415	13,438	15,678	17,980	20,426
CPS	2,988	2,475	2,338	2,397	2,542
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	67.0	-3.2	0.4	5.6	5.1
영업이익	109.1	-4.9	-6.0	4.2	6.8
EPS	104.5	0.7	-9.6	2.9	6.4
총자산	31.1	13.4	12.7	11.8	11.2
자기자본	22.2	16.4	15.4	13.7	12.8
Stability (%,배,십억원)					
부채비율	24.8	21.6	18.8	16.8	15.1
유동비율	360.8	367.2	441.8	511.7	584.5
자기자본비율	80.1	82.2	84.2	85.6	86.8
영업이익/금융비용(x)	17.5	68.5	48.4	47.6	48.0
이자보상배율(x)	900.8	1,376.4	1,230.5	1,222.9	1,256.5
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-294	-322	-394	-469	-549

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

웹젠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
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	-9.4		-21.3
2022.08.10	Buy	26,000원			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

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)