Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

웹젠 (069080KQ | Buy 유지 | TP 28,000원 유지)

주요 기대작 판호 확보해, 실적에 미치는 영향은 제한적이라고 판단

한국산 모바일 게임 판호 관련 우려가 불거지고 있습니다. 관련해서 영향을 점검해 보았습니다. 웹젠은 기적:최강자(룽투차이나)와 전민기적2(텐센트)의 판호를 확보한 것으로 파악됩니다. 선모바일은 진행 중입니다. 주요 기대작에 대해 이미 판호를 확보한 상황으로 실적에 미치는 영향은 제한적이라고 판단됩니다. 웹젠에 대해서 투자의견 Buy를 유지합니다.

이슈: 중국 정부가 한국산 게임에 대해 중국 내에서 판호를 허가하지 않겠다는 언론 보도

- 판호란 중국 내에서 게임을 서비스 할 수 있는 권한을 말하는데, 중국은 16년 7월부터 모바일 게임에 대해 신고제에서 허가제로 전환했고, 이미 출시된 게임에 대해서도 사후 심의를 통해 판호를 받도록 규제를 강화함
- 16년 중국 광전총국은 3,851종의 판호를 내줬는데, 외산 판호는 228종이고, 이중 한국산 게임은 13종이었음
- 현재까지 판호를 받은 게임은 문제 없고, 새롭게 판호를 받아야 하는 게임은 출시 지연 가능성 존재

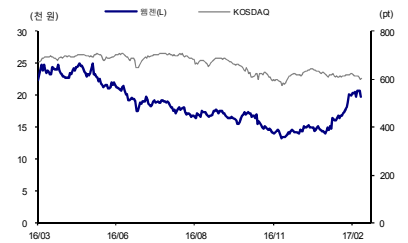
현황 파악: 올해 기대작인 기적최강자와 전민기적2는 판호를 이미 확보한 상황. 선모바일은 진행 중

- 웹젠 매출 중 중국 비중은 10% 수준으로 기존 게임들은 이미 판호를 확보하고 있어 서비스 지속 가능
- 17년 출시 예정 기대작 중 기적:최강자(룽투차이나)와 전민기적2(텐센트)는 퍼블리셔가 판호를 확보한 상태
- 선모바일(치후360)은 판호 확보 진행 중: 만약 확보하지 못했을 경우, 실적 영향을 점검하면, 17년 매출 80억원 줄고, 영업이익 8% 감소 전망. 주요 기대작에 대해 판호를 확보했고, 전민기적2, 뮤레전드(북미유럽), 아제라M 등의 매출을 기존 추정에 충분히 반영하지 않았다는 점을 고려해 기존 실적 전망치 유지
- 타 게임사 현황: 엔씨소프트의 리니지레드나이츠는 알파게임즈가 판호 확보 진행 중. 위메이드는 라이선스 계약한 게임들이 우려. 게임빌의 크로매틱소울은 판호 확보했고, 컴투스는 중국 출시 기대작 없음

실적에 미치는 영향은 제한적으로 우려는 과도하다고 판단. 웹젠에 대해 투자의견 Buy를 유지함

- 웹젠은 중국에 지적재산권 수출 관련해 대형 퍼블리셔와 손잡는다는 점을 고려하면 판호 미확보 리스크는 낮아 관련 우려는 과도하다고 판단함. 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원을 유지함
- 다만, 이번 이슈가 장기화될 경우에는 투자 심리에 부정적일 수 있음

Stock Data



주가(3/6)			19,750원
액면가			500원
시가총액			697십억원
52주 최고/최저가			24,950원/ 13,200원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.1	13.5	-9.0
상대주가(%)	24.5	27.6	1.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	73	242	220	284	284
영업이익	(십억원)	14	75	57	88	97
영업이익률	(%)	19.4	30.8	26.0	31.0	34.1
순이익	(십억원)	8	60	45	68	74
EPS	(원)	236	1,713	1,280	1,919	2,108
증감률	(%)	355.0	624.7	-25.3	49.9	9.9
PER	(배)	122.9	13.8	11.7	10.3	9.4
PBR	(배)	5.7	3.5	1.9	2.0	1.6
ROE	(%)	6.3	35.4	20.1	24.4	21.4
EV/EBITDA	(배)	45.2	8.5	5.6	4.8	3.7
순차입금	(십억원)	-40	-135	-183	-254	-332
부채비율	(%)	14.9	38.2	31.5	24.9	20.3

soyichoi598/기업분석팀/20170307070621

표1. 게임사별 중국 매출 비중 및 출시될 게임들 중 판호 관련 내용 정리: 주요 기대작은 판호 확보한 상황

게임사	중국 매출비중	기존게임 판호(O/X)	1H17 중국 출시 예정 게임	퍼블리셔	진행상황
엔씨소프트	8%	O	리니지레드나이츠(1H17 출시예정)	알파게임즈	진행 중
컴투스	3%	X	없음		
웹젠	10%	O	기적:최강자(1H17 출시예정) 선모바일(1H17 출시예정) 전민기적2(2H17 출시예정)	룽투차이나 치후360 천마시공	OK 진행 중 OK
위메이드	47%	O	라이선스 계약한 게임 중 1개 정도	절강환유	진행 중
게임빌	5%	X	크로매틱소울 안드로이드(1H17 출시예정)	완다게임즈	OK

자료: 케이프투자증권

표2. 웹젠 신규 게임 라인업

게임	개발사	장르	론칭	내용
뮤레전드	자체개발	PC RPG	1Q17	뮤 온라인 후속게임. 뮤1 업그레이드 버전. 5년 개발. 12월 CBT 2번. 17년 3월말 국내 OBT 예정.
			3Q17	북미유럽 3분기 론칭 예정
아제라M	팀버게임즈	모바일 RPG	1Q17	12월 CBT. 17년 1분기 국내시장 론칭(안드로이드, IOS)
선 모바일	치후360	모바일 RPG	1Q17-2Q17	17년 1-2분기 중국 출시 예정. 뮤 제외하고 선 IP에 대한 기대감 높음
				개발인원 1년 넘었고, 개발력 100명 넘는 것으로 알려짐
기적:최강자	룽투차이나	모바일 RPG	1Q17-2Q17	17년 1-2분기 중국 출시 예정. 뮤IP 활용. 개발기간 1년 넘었음
전민기적2	텐센트	모바일 RPG	2H17	17년 하반기 중국 론칭 예정. 천마시공 개발

자료: 케이프투자증권

표3. 웹젠 게임별 실적 전망 테이블 (단위:억원)

	구분	게임명	출시국	출시일	16년 매출	17년 매출	분류	영업이익	영업이익	17년 영업이익
뮤					1,783	2,210		(로열티)	(기타)	723
	온라인	뮤온라인	한국	01년 11월	111	110	총/로열티	36	15	
	웹	대천사지검	중국	14년 6월	66	60	로열티매출	54		
	모바일	전민기적	중국/대만	14년 12월~	200	180	로열티매출	162		
	모바일	뮤오리진(중국 전민기적)	한국	15년 4월	1,300	1,050	총매출		210	
	모바일	뮤오리진(중국 전민기적)	북미유럽	16년 7월	80	150	총매출		30	
	웹	뮤이그니션(중 대천사지검)	한국	16년 10월	55	260	총매출		52	
	웹	기적중생	중국	16년 11월	-29	40	로열티매출	36		
	온라인	뮤레전드	한국	17년 3/23		280	총매출		56	
	온라인	뮤레전드	북미유럽	2Q17		0	총매출			
	모바일	아제라M	한국	1Q17		0	총매출			
	모바일	기적:최강자	중국	1Q17		80	로열티매출	72		
	모바일	전민기적2(가칭)	중국	2Q17		0	로열티매출			
기타					417	560				156
	온라인	R2	한국	06년 10월	109	170	총매출		34	
	온라인	샷온라인	국내/해외	15년 9월	70	60	총매출		12	
	온라인	메틴2	해외	15년 3월	59	60	총매출		12	
	온라인	웹젠닷컴	해외	14년 5월	66	110	총매출		22	
	온라인	기타	국내/해외	기타	113	80	총매출		4	
	모바일	선모바일(가칭)	중국	1Q17		80	로열티매출	72		
합계					2,200	2,840		432	447	879

자료: 케이프투자증권

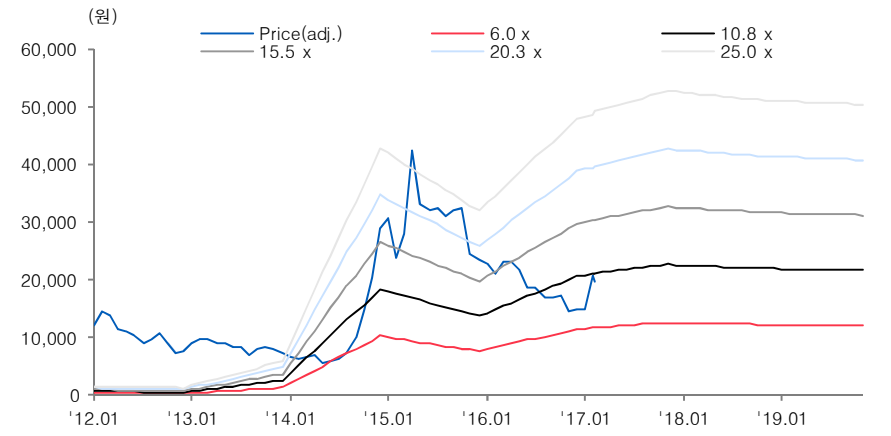
soyichoi598/기업분석팀/20170307070621

표4. 웹젠 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	2015	2016E	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	2,422	2,200	2,836	2,840	600	539	486	574	634	743	733	726
게임 매출	2,420	2,199	2,836	2,839	600	539	486	574	634	743	733	726
뮤	2,070	1,783	2,214	2,155	499	446	394	443	494	587	573	560
R2	95	109	174	167	22	20	22	45	46	43	41	43
샷온라인	23	70	58	55	20	18	16	15	16	15	14	14
메틴2	66	59	60	58	16	15	13	16	15	14	15	16
Webzen.com	69	66	109	111	15	13	11	27	28	27	28	27
기타	97	113	221	294	28	27	30	29	36	57	62	66
기타 영업수익	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	1,675	1,628	1,956	1,872	430	392	387	419	503	505	478	470
인건비	391	419	439	461	111	104	103	102	116	109	108	107
감가상각비	26	35	57	57	9	8	9	9	13	15	15	15
무형자산상각비	47	52	85	85	13	11	13	14	19	22	22	22
지급수수료	996	918	1,064	984	255	220	202	241	279	270	260	255
광고선전비	178	159	254	227	28	38	50	43	63	74	59	58
기타	36	45	57	57	14	10	11	10	13	15	15	15
영업이익	747	572	879	968	170	147	99	156	131	238	255	255
영업외손익	-291	-3	33	35	3	1	11	-18	7	9	8	9
세전이익	457	569	912	1,003	173	148	110	138	139	247	263	264
법인세비용	-146	120	228	251	50	35	32	4	35	62	66	66
순이익	602	449	684	752	123	113	78	134	104	185	197	198
지배주주순이익	605	452	677	744	124	114	79	135	103	183	195	196

자료: 케이프투자증권

그림1. 웹젠 12개월 선행 PE 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

soyichoi598/기업분석팀/20170307070621

웹젠 | 주요 기대작 판호 확보해, 실적에 미치는 영향은 제한적이라고 판단

재무상태표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	172	220	291	369
현금및현금성자산	27	73	143	219
매출채권 및 기타채권	33	33	34	34
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	106	103	101	99
투자자산	7	8	8	8
유형자산	31	29	28	26
무형자산	47	46	45	45
자산총계	278	323	392	468
유동부채	68	69	69	70
매입채무 및 기타채무	45	45	46	46
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	9	9	9	9
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	77	77	78	79
지배기업소유지분	200	245	313	387
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150
이익잉여금	71	116	184	258
기타자본	-39	-39	-39	-39
비지배지분	1	1	1	2
자본총계	201	246	314	389
총차입금	1	1	1	1
순차입금	-135	-183	-254	-332

포괄손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	242	220	284	284
증가율(%)	229.7	-9.2	28.9	0.1
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	242	220	284	284
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	168	163	196	187
영업이익	75	57	88	97
영업이익률(%)	30.8	26.0	31.0	34.1
EBITDA	82	62	92	101
EBITDA M%	33.9	28.0	32.4	35.4
영업외손익	-9	8	3	3
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	3	4	4	5
기타영업외손익	-12	4	-1	-1
세전이익	66	65	91	100
법인세비용	6	20	23	25
당기순이익	60	45	68	75
지배주주순이익	60	45	68	74
지배주주순이익률(%)	24.9	20.4	24.1	26.5
비지배주주순이익	0	0	1	1
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	59	45	68	75
EPS 증가율(%, 지배)	624.7	-25.3	49.9	9.9
이자손익	2	3	4	5
총외화관련손익	1	1	1	1

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	101	48	71	78
영업에서 창출된 현금흐름	106	66	90	98
이자의 수취	1	3	4	5
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-6	-20	-23	-25
투자활동 현금흐름	-104	-2	-2	-1
유동자산의 감소(증가)	-98	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-4	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	1	0	0	0
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-2	46	70	77
기초현금	29	27	73	143
기말현금	27	73	143	219
FCF	99	47	71	77

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	35,311	35,311	35,311	35,311
시가총액(십억원)	835	528	697	697
주가(원)	23,650	14,950	19,750	19,750
EPS(원)	1,713	1,280	1,919	2,108
BPS(원)	6,748	8,027	9,946	12,054
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	13.8	11.7	7.8	7.1
PBR(X)	3.5	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA(X)	8.5	5.6	3.0	2.0
ROE(%)	35.4	20.1	24.4	21.4
ROA(%)	27.5	14.9	19.1	17.5
ROIC(%)	97.5	89.4	159.5	187.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	38.2	31.5	24.9	20.3
순차입금/자기자본(%)	-67.4	-74.4	-80.8	-85.2
유동비율(%)	253.4	320.6	420.5	528.0
이자보상배율(X)	104,943	68,105	109,104	120,098
총자산회전율	1.1	0.7	0.8	0.7
매출채권 회전율	10.6	6.7	8.5	8.4
재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

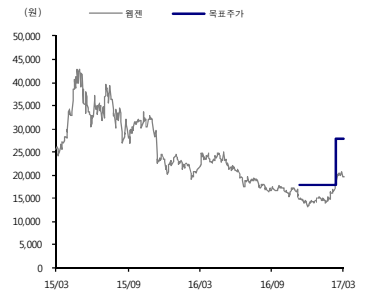
soyichoi598/기업분석팀/20170307070621

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

웹젠(069080)

제시일자	2016.11.14	2017.02.15	2017.03.07			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	18,000원	28,000원	28,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

주가 및 목표주가 추이



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(94.68%) · 매도(0%) · 중립(5.32%)	* 기준일 2016.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

soyichoi598/기업분석팀/20170307070621