

웹젠 (069080)

호실적에도 늦어지는 신작들은 리스크

2024년 8월 19일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	26,000 원 (상향)
✓ 상승여력	36.1%	✓ 현재주가 (8월 16일)	19,110 원

신한생각 새로운 장르 신작을 통한 증명 필요

게임업종 내 안정적 이익 대비 낮은 PER 멀티플로 인해 주가는 조금의 기대감에도 민감하게 반응 가능. 그러나 <뮤> IP 외 신작의 흥행 성공률이 높지 않다고 판단해 리스크도 상당하다고 판단

2Q24 Review

[실적] 영업수익 480억원(YoY +13.1%, QoQ -21.8%), 영업이익 118억원(YoY -0.4%, QoQ -34.4%, 영업이익률 24.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 137억원 하회. 2024년 한국에 출시된 국내외 신작의 수가 많아 경쟁 강도가 높았고, 이번 분기에는 신작 없이 매출 하향 안정화 진행. 회사의 DNA인 효율적 비용 집행 기조는 지속되어 높은 영업이익률 기록

[전망] <뮤 모나크>와 <뮤 오리진> 시리즈 모두 유저간 경쟁 및 스펙 향상 등 모바일 MMO의 요소를 갖추고 있으나, 플레이 스타일이 방치형에 가까워 매니아층을 가지고 있는 것이 특징. <뮤 모나크2>는 9~10월 중 출시될 것으로 예상하며 전작들과 같이 초기 일매출 2~4억원 수준을 기록할 전망. 향후 자체 개발작으로는 서브컬처 수집형 RPG <테르비스>와 미공개 MMORPG와 가 있으나 2025~2026년 출시를 예상. 수를 늘리고 있는 외부 스튜디오 투자로 퍼블리싱 통한 외형 성장도 계획 중

Valuation & Risk

투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 실적 추정치 조정에 따라 기존 25,000원에서 26,000원으로 상향. 12개월 선행 주당순이익 2,320원에 목표 PER 11배 적용. 장르 성장성이 낮고 타겟 유저층이 좁다는 점에서 높은 멀티플 적용 어려움. <뮤> IP 외 신작을 유의미한 규모로 자체 개발할 수 있는지 증명하기 전까지 리레이팅 어려울 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	242.1	83.0	72.4	7.4	13.5	0.9	2.4	2.4
2023	196.3	49.9	57.6	9.9	9.7	0.9	4.2	1.8
2024F	223.7	60.9	63.0	10.6	9.8	1.0	3.9	2.1
2025F	245.4	69.2	71.3	9.4	10.3	0.9	2.7	2.4
2026F	291.9	82.0	76.7	8.7	10.2	0.8	1.6	2.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

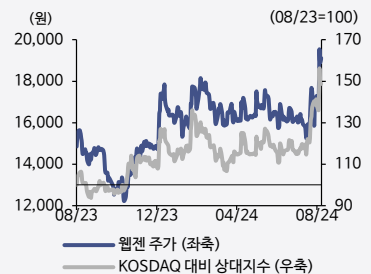
시가총액	667.9십억원
발행주식수(유동비율)	35.0백만주(56.5%)
52주 최고가/최저가	19,470 원/12,230 원
일평균 거래액 (60일)	2,107백만원
외국인 지분율	30.1%

주요주주 (%)

김병관 외 2인	27.8
FunGame International Limited	20.5

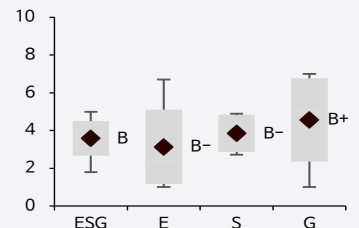
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	18.6	14.5	25.3	16.6
상대	26.7	26.7	40.0	30.3

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



웹젠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	42.8	42.5	40.4	70.7	61.5	48.0	51.4	62.8	196.3	223.7	245.4
(%YoY)	(38.7)	(38.9)	(32.2)	63.8	43.7	13.1	27.4	(11.1)	(18.9)	14.0	9.7
(%QoQ)	(0.8)	(0.7)	(5.0)	75.1	(13.0)	(21.8)	7.0	22.2			
[매출구성]											
무 IP	26.5	25.1	22.8	48.8	44.1	31.8	29.5	27.3	123.1	132.6	98.3
R2 IP	9.5	9.6	8.9	8.7	6.5	6.2	5.9	5.7	36.9	24.4	15.3
샷 온라인	1.6	1.5	1.3	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	6.0	5.6	5.2
메틴2	3.1	3.7	5.1	6.7	6.4	6.0	5.9	5.7	18.6	24.0	22.2
기타	2.1	2.6	2.3	4.8	3.1	2.7	8.7	22.7	11.7	37.1	104.3
영업비용	33.0	30.7	30.3	52.4	43.5	36.2	38.3	44.7	146.4	162.8	176.1
(%YoY)	(30.5)	(30.3)	(28.1)	105.7	31.6	18.2	26.5	(14.6)	(8.0)	11.2	8.2
(%QoQ)	29.7	(7.2)	(1.1)	72.8	(17.0)	(16.6)	5.8	16.7			
[비용구성]											
인건비	17.6	15.5	15.2	15.6	16.5	16.3	16.7	17.1	63.9	66.6	73.0
지급수수료	11.7	11.3	10.8	26.8	22.9	16.2	18.1	23.6	60.6	80.7	86.9
광고선전비	0.4	0.2	1.0	6.5	0.7	0.6	0.6	0.6	8.1	2.4	2.1
D&A	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5	1.9	6.6	6.9	7.7
기타	1.7	2.0	1.7	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5	7.1	6.2	6.4
영업이익	9.7	11.8	10.0	18.3	18.0	11.8	13.1	18.1	49.9	60.9	69.2
(%YoY)	(56.3)	(53.8)	(42.3)	3.4	84.6	(0.4)	30.1	(1.1)	(39.9)	22.1	13.6
(%QoQ)	(44.9)	21.6	(15.2)	81.8	(1.5)	(34.4)	10.8	38.2			
(%OPM)	22.8	27.9	24.9	25.9	29.3	24.6	25.4	28.8	25.4	27.2	28.2
당기순이익	12.7	13.2	11.2	20.5	20.6	13.9	15.4	12.9	57.6	62.9	71.3
(%YoY)	(32.2)	(36.1)	(40.5)	44.0	62.7	5.7	38.0	(36.9)	(20.5)	9.3	13.3
(%QoQ)	(11.0)	3.8	(15.0)	83.3	0.6	(32.6)	11.0	(16.2)			
(%NPM)	29.7	31.0	27.7	29.0	33.6	29.0	30.0	20.6	29.3	28.1	29.1
자배기업순이익	12.7	13.2	11.2	20.5	20.7	14.0	15.5	13.0	57.6	63.1	71.5
(%YoY)	(32.2)	(36.1)	(40.3)	43.9	62.8	6.0	37.8	(36.8)	(20.4)	9.5	13.3
(%QoQ)	(10.9)	3.8	(14.8)	82.7	0.8	(32.4)	10.7	(16.2)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
자배기업 순이익	63.1	71.5	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	2,947	2,947	
EPS	2,140	2,426	
12M Fwd EPS (A)		2,320	시가총액 기준 0.9조원
목표 PER (B)		11.0	
(A) * (B)		25,520	
목표 추가		26,000	
현재 추가 (8/16)		19,110	
상승여력 (%)		36.1	

자료: 신한투자증권

웹젠 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	1Q24	%QoQ	2Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	48.0	61.5	(21.8)	42.5	13.1	53.2	(9.7)
영업이익	11.8	18.0	(34.4)	11.8	(0.4)	13.7	(13.9)
순이익	14.0	20.7	(32.4)	13.2	6.0	16.6	(15.9)
영업이익률	24.6	29.3		27.9		25.8	
순이익률	29.1	33.6		31.0		31.2	

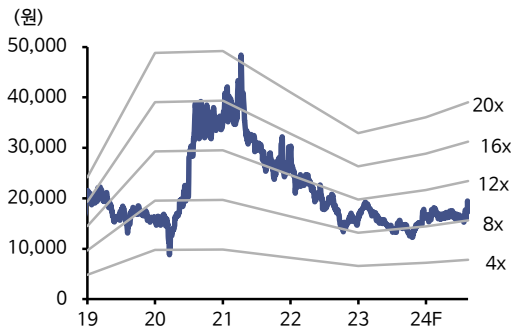
자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	237.3	223.7	(5.7)	296.1	245.4	(17.1)
영업이익	63.5	60.9	(4.0)	90.6	69.2	(23.6)
순이익	70.5	63.1	(10.5)	92.1	71.5	(22.4)

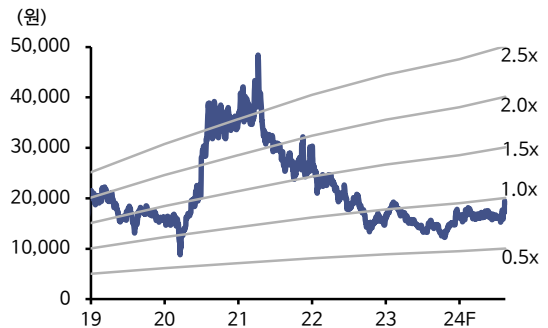
자료: 신한투자증권 추정

웹젠 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

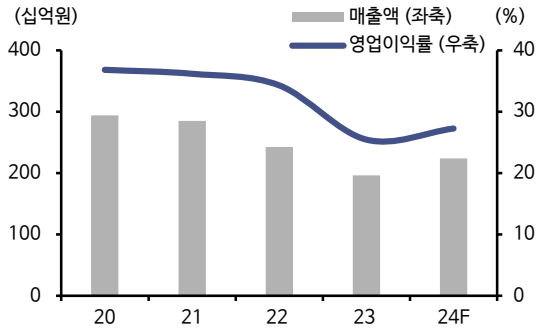
웹젠 12개월 선행 PBR band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

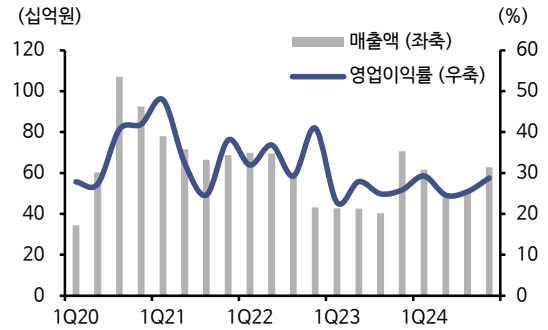


연간 실적 추이 및 전망



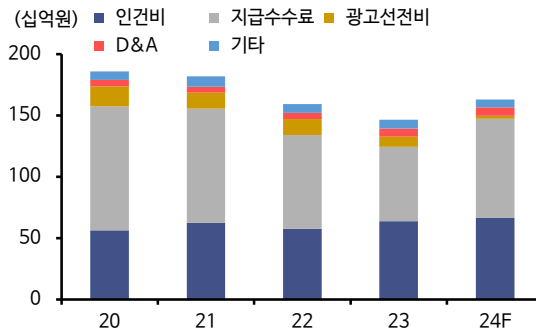
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



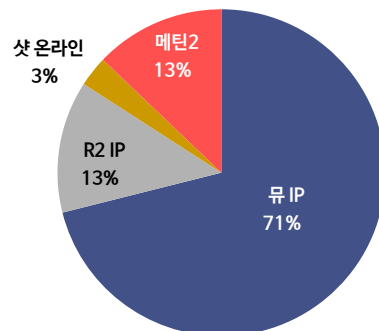
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



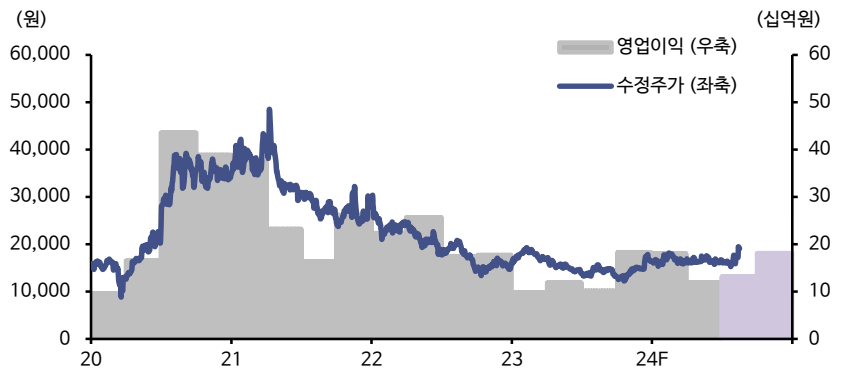
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

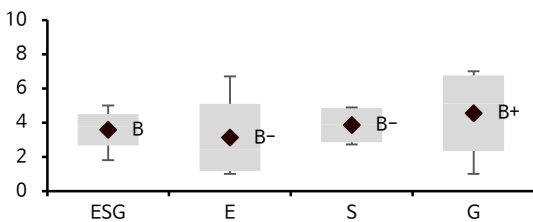
ESG Insight 웹젠

Analyst Comment

- ◆ 비정규직 고용률 0.4% (업종 평균 5.5%)
- ◆ 사외이사 비율 50% (업종 평균 40.1%)
- ◆ 2019년 이후 포괄임금제 폐지 및 선택근무제와 자율 출퇴근제 도입

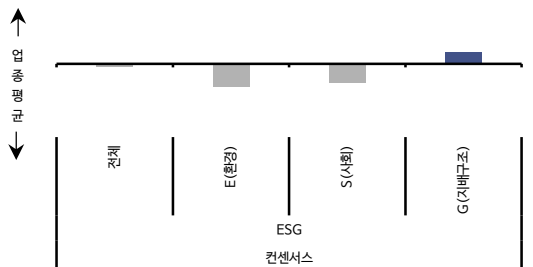
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

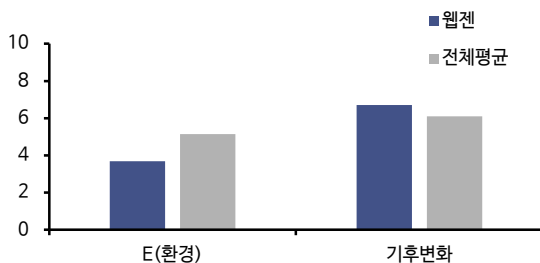
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

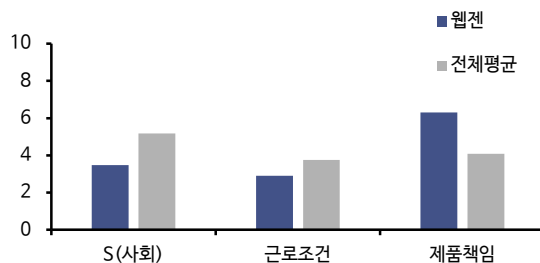
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



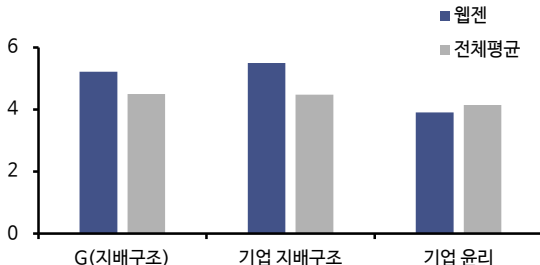
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



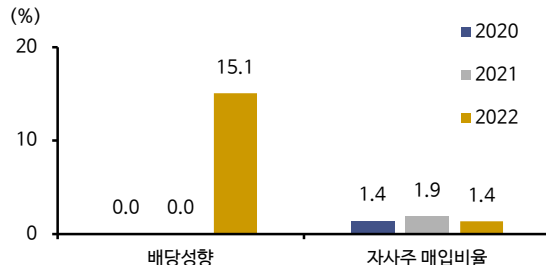
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

배당성향 및 자사주 매입비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	646.9	703.1	749.8	812.1	879.2
유동자산	366.1	382.4	447.1	509.6	575.0
현금및현금성자산	51.8	84.0	137.8	193.3	255.2
매출채권	23.6	34.3	30.5	33.0	32.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	280.8	320.7	302.6	302.5	304.2
유형자산	44.9	55.5	65.7	64.2	62.0
무형자산	34.8	31.8	33.5	33.3	36.5
투자자산	177.0	197.1	173.3	174.9	175.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	72.5	79.2	82.8	87.0	90.7
유동부채	62.7	72.7	75.8	79.7	83.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.8	6.5	6.9	7.3	7.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2.9	1.4	2.4	2.4	2.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	574.4	623.9	667.0	725.1	788.5
자본금	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	149.8	149.8	149.8	149.8	149.8
기타자본	(79.1)	(70.6)	(70.2)	(70.2)	(70.2)
기타포괄이익누계액	0.4	1.2	1.7	1.7	1.7
이익잉여금	483.3	523.6	566.0	624.3	688.0
지배주주지분	572.2	621.7	665.0	723.3	787.0
비지배주주지분	2.2	2.2	2.0	1.8	1.5
*총차입금	4.9	3.0	3.8	3.9	3.9
*순차입금(순현금)	(329.0)	(338.7)	(407.1)	(466.6)	(532.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	39.4	60.0	79.1	76.7	86.7
당기순이익	72.4	57.6	62.9	71.3	76.7
유형자산상각비	4.5	5.2	5.4	5.5	5.2
무형자산상각비	0.4	1.5	0.9	0.3	0.4
외화환산손실(이익)	1.0	0.1	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
운전자본변동	(28.9)	(3.2)	7.6	(0.3)	4.4
(법인세납부)	(39.9)	(16.1)	(22.8)	(37.0)	(41.5)
기타	29.9	14.9	25.0	36.9	41.5
투자활동으로인한현금흐름	(48.4)	(15.4)	2.6	(9.6)	(11.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.6)	(21.1)	(14.3)	(4.0)	(3.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.8)	(0.1)	(2.6)	0.0	(3.6)
투자자산의감소(증가)	1.6	3.7	(21.9)	(1.5)	(0.8)
기타	(44.6)	2.1	41.4	(4.1)	(4.2)
FCF	27.1	26.1	48.6	56.6	70.4
재무활동으로인한현금흐름	(11.6)	(12.9)	(28.1)	(11.7)	(13.3)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(18.3)	0.1	(0.0)
자기주식의처분(취득)	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(10.9)	(8.8)	(11.8)	(13.3)
기타	(21.7)	(2.0)	(1.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.5)	0.5	0.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(21.1)	32.2	53.9	55.5	61.9
기초현금	72.9	51.8	84.0	137.8	193.3
기말현금	51.8	84.0	137.8	193.3	255.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

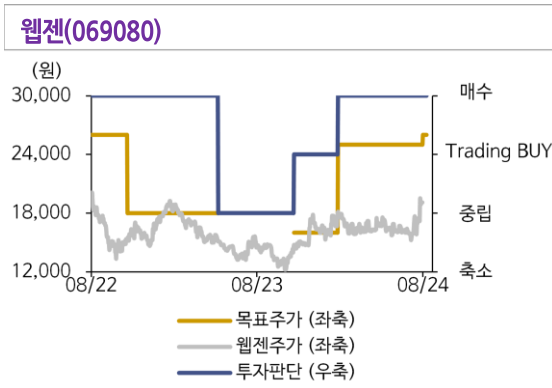
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	242.1	196.3	223.7	245.4	291.9
증감률 (%)	(15.0)	(18.9)	14.0	9.7	18.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	242.1	196.3	223.7	245.4	291.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	159.1	146.4	162.8	176.1	209.8
영업이익	83.0	49.9	60.9	69.2	82.0
증감률 (%)	(19.4)	(39.9)	22.1	13.6	18.5
영업이익률 (%)	34.3	25.4	27.2	28.2	28.1
영업외손익	22.3	22.0	53.4	101.0	98.5
금융손익	20.8	21.5	26.6	35.8	41.6
기타영업외손익	1.5	0.5	26.8	65.2	56.9
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	105.3	71.9	114.3	170.2	180.5
법인세비용	32.9	14.4	23.1	37.0	41.5
계속사업이익	72.4	57.6	91.2	133.2	139.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	72.4	57.6	62.9	71.3	76.7
증감률 (%)	(16.6)	(20.5)	9.3	13.3	7.5
순이익률 (%)	29.9	29.3	28.1	29.1	26.3
(지배주주)당기순이익	72.4	57.6	63.0	71.3	76.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
총포괄이익	74.7	57.2	63.4	71.3	76.7
(지배주주)총포괄이익	74.7	57.2	63.5	71.6	76.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
EBITDA	87.9	56.5	67.2	74.9	87.6
증감률 (%)	(18.3)	(35.7)	18.9	11.5	16.9
EBITDA 이익률 (%)	36.3	28.8	30.0	30.5	30.0

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,050	1,644	1,801	2,041	2,194
EPS (지배순이익, 원)	2,050	1,646	1,803	2,041	2,194
BPS (자본총계, 원)	16,266	17,851	19,084	20,745	22,560
BPS (지배지분, 원)	16,202	17,788	19,026	20,694	22,516
DP (원)	370	300	400	450	450
PER (당기순이익, 배)	7.4	9.9	10.6	9.4	8.7
PER (지배순이익, 배)	7.4	9.9	10.6	9.4	8.7
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	2.4	4.2	3.9	2.7	1.6
배당성향 (%)	15.1	15.3	18.7	18.6	17.3
배당수익률 (%)	2.4	1.8	2.1	2.4	2.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	36.3	28.8	30.0	30.5	30.0
영업이익률 (%)	34.3	25.4	27.2	28.2	28.1
순이익률 (%)	29.9	29.3	28.1	29.1	26.3
ROA (%)	11.5	8.5	8.7	9.1	9.1
ROE (지배순이익, %)	13.5	9.7	9.8	10.3	10.2
ROIC (%)	19.1	75.3	79.5	89.0	109.1
안정성					
부채비율 (%)	12.6	12.7	12.4	12.0	11.5
순차입금비율 (%)	(57.3)	(54.3)	(61.0)	(64.3)	(67.5)
현금비율 (%)	82.5	115.5	181.7	242.5	305.6
이자보상배율 (배)	675.1	485.9	17,826.4	14,461.5	13,975.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.4)	(6.8)	(6.8)	(6.5)	(7.3)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권회수기간 (일)	38.1	53.8	52.8	47.2	40.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 08월 10일	매수	26,000	(36.7)	(20.0)
2022년 11월 07일	매수	18,000	(6.8)	6.9
2023년 05월 08일	6개월경과		(14.4)	(12.2)
2023년 05월 26일	중립	-	-	-
2023년 11월 09일	Trading BUY	16,000	(0.1)	11.4
2024년 02월 14일	매수	25,000	(33.7)	(22.1)
2024년 08월 15일	6개월경과		(23.6)	(23.6)
2024년 08월 19일	매수	26,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 16일 기준)

매수 (매수)	93.85%	Trading BUY (중립)	4.62%	중립 (중립)	1.54%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------