



# 웹젠

| Bloomberg Code (069080 KS) | Reuters Code (069080.KQ)

2023년 11월 9일

## [게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

## 비용 축소, 이익 방어, 신작 흥행 성공적



**Trading BUY**

(상향)

현재주가 (11월 8일)

14,480 원

목표주가

16,000 원 (상향)

상승여력

10.5%

- ◆ 3Q23 Review: 매출 감소를 인건비/마케팅비 등 비용 축소로 극복
- ◆ <뮤 모나크> 흥행 성공으로 4Q23부터 실적 성장 나타날 전망
- ◆ 투자 의견 'Trading Buy'로 상향, 목표주가 16,000원 제시



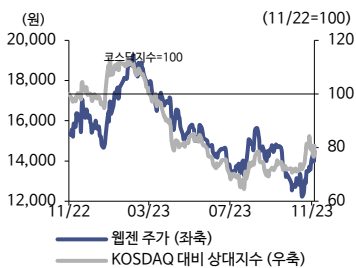
신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	506.1 십억원
발행주식수	35.0 백만주
유동주식수	19.7 백만주 (56.5%)
52 주 최고가/최저가	19,250 원/12,230 원
일평균 거래량 (60 일)	52,769 주
일평균 거래액 (60 일)	746 백만원
외국인 지분율	28.72%

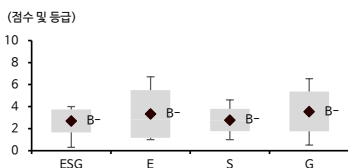
주요주주	
김병관 외 2 인	27.80%
FunGame International Limited	20.45%

절대수익률	
3 개월	-0.3%
6 개월	-8.4%
12 개월	-6.9%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	9.7%
6 개월	-4.8%
12 개월	-18.1%

## 주가



## ESG 컨센서스



## 3Q23 Review: 매출 감소를 비용 축소로 극복

웹젠은 3Q23 영업수익 404억원(YoY -32.2%, QoQ -5%), 영업이익 100억원(YoY -42.3%, QoQ -15.2%, OPM 24.9%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 79억원을 상회했다. 3분기 신작 출시에도 마케팅비를 예상보다 적게 집행했고, 인건비 외 전반적인 비용축소가 상반기에 이어 3분기에도 나타났다. 9월 7일 출시한 <라그나돌>은 큰 성과를 거두지는 못했으나 마케팅 투자도 적었기에 큰 손실은 없었을 것이다.

## &lt;뮤 모나크&gt; 흥행 성공 및 4Q23 실적 성장 시작

동사는 10월 19일과 26일에 <뮤 모나크>, <어둠의 실력자가 되고 싶어서!>를 각각 출시했다. <뮤 모나크>는 중국 개발사 킹넷이 개발한 모바일 MMORPG로 출시 이후 한국 구글플레이 매출순위 5~9위에 안착했다(11/8 기준 8위). 기존작 <뮤 오리진3>나 <뮤 야크엔젤2>처럼 매출순위 상위권에서 4분기부터 유의미한 실적 기여가 가능해 보인다. <어둠의 실력자가 되고 싶어서!>는 라이트 노벨을 수집형 RPG로 해석한 작품이다. <뮤 모나크>만큼 대규모 매출이 발생하는 건 아니지만 동사의 지속적인 서브컬처 진출 시도 및 의지를 보여주며, 향후 자체 개발작을 서비스 하는 데 발판이 될 것으로 예상된다.

11월 지스타에서는 자회사 웹젠노바에서 개발한 서브컬처 수집형 RPG <테르비스>를 선보인다. 2D 재패니메이션 스타일의 모바일 게임인 <테르비스>는 2024년 상반기 출시 목표이며, 한국뿐만 아니라 향후 일본 및 글로벌로의 확장도 진행할 계획이다. 또한 자회사 레드코어에서는 언리얼엔진5 기반의 MMORPG도 개발하고 있어 자체 개발 역량과 그 성과를 확인할 수 있는 시기가 다가오고 있다.

## 투자 의견 'Trading Buy'로 상향, 목표주가 16,000원 제시

동사에 대한 투자 의견을 'Hold'에서 'Trading Buy'로 상향하고, 목표 주가는 16,000원으로 제시한다. 목표 주가는 12M Fwd EPS 1,644원에 목표 PER 10배를 적용했다. 매출 규모가 축소된 만큼 마케팅비도 역사적인 수준으로 낮춰 호실적이 지속되고 있다. 현재는 중국에서 개발된 <뮤> IP MMO로 이익을 방어하고 있지만, 동사가 퍼블리싱하는 외부 작품이나 내년 출시될 자체 개발작이 유의미한 성과를 보일 때 멀티플 리레이팅이 가능할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	284.8	103.0	86.9	2,460	14,275	11.7	6.6	2.0	18.5	(62.7)
2022	242.1	83.0	72.4	2,050	16,202	7.4	2.4	0.9	13.5	(57.3)
2023F	183.8	45.6	48.2	1,377	17,221	10.5	2.3	0.8	8.2	(64.4)
2024F	199.3	50.1	48.5	1,387	18,296	10.4	1.6	0.8	7.8	(64.9)
2025F	210.5	43.5	43.2	1,237	19,221	11.7	1.2	0.8	6.6	(66.7)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 웹젠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
영업수익	69.8	69.6	59.6	43.1	42.8	42.5	40.4	58.2	242.1	183.8	199.3
(%YoY)	(10.5)	(2.8)	(10.3)	(37.2)	(38.7)	(38.9)	(32.2)	34.9	(15.0)	(24.1)	8.4
(%QoQ)	1.6	(0.4)	(14.4)	(27.6)	(0.8)	(0.7)	(5.0)	44.2			
[매출구성]											
뮤 IP	53.6	53.0	39.3	25.6	26.5	25.1	22.8	40.0	171.5	114.3	116.7
R2 IP	10.2	9.4	12.8	9.2	9.5	9.6	8.9	6.7	41.5	34.9	22.1
샷 온라인	1.4	1.3	1.2	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	5.8	5.5	4.6
메틴2	2.3	2.7	2.5	3.9	3.1	3.7	5.1	4.9	11.4	16.9	19.4
기타	2.4	3.2	3.8	2.5	2.1	2.6	2.3	5.3	11.9	12.3	36.6
영업비용	47.6	44.0	42.1	25.5	33.0	30.7	30.3	44.3	159.1	138.3	149.2
(%YoY)	16.9	(9.3)	(15.8)	(40.2)	(30.5)	(30.3)	(28.1)	73.8	(12.5)	(13.1)	7.9
(%QoQ)	11.7	(7.6)	(4.1)	(39.6)	29.7	(7.2)	(1.1)	46.0			
[비용구성]											
인건비	15.4	16.0	16.5	9.6	17.6	15.5	15.2	15.6	57.6	63.8	66.4
지급수수료	23.6	22.4	17.4	13.1	11.7	11.3	10.8	19.5	76.4	53.4	58.4
광고선전비	5.4	2.6	4.6	0.4	0.4	0.2	1.0	5.3	13.0	7.0	10.0
D&A	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6	2.2	4.9	7.1	7.4
기타	2.0	1.7	2.5	0.9	1.7	2.0	1.7	1.7	7.2	7.1	6.9
영업이익	22.3	25.6	17.4	17.7	9.7	11.8	10.0	13.9	83.0	45.6	50.1
(%YoY)	(40.3)	10.7	6.6	(32.4)	(56.3)	(53.8)	(42.3)	(21.1)	(19.4)	(45.1)	10.0
(%QoQ)	(14.8)	15.0	(32.0)	1.5	(44.9)	21.6	(15.2)	38.8			
(%OPM)	31.9	36.8	29.2	41.0	22.8	27.9	24.9	24.0	34.3	24.8	25.1
당기순이익	18.7	20.6	18.8	14.2	12.7	13.2	12.4	10.0	72.4	48.2	48.5
(%YoY)	(40.4)	12.0	30.5	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(34.2)	(30.1)	(16.6)	(33.4)	0.6
(%QoQ)	(17.3)	10.1	(8.7)	(24.3)	(11.0)	3.8	(6.1)	(19.5)			
(%NPM)	26.8	29.6	31.6	33.0	29.7	31.0	30.7	17.1	29.9	26.2	24.3
지배기업순이익	18.7	20.6	18.8	14.3	12.7	13.2	12.4	10.0	72.4	48.2	48.5
(%YoY)	(40.2)	12.0	30.3	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(34.1)	(30.1)	(16.6)	(33.4)	0.6
(%QoQ)	(17.3)	10.0	(8.8)	(24.2)	(10.9)	3.8	(6.1)	(19.5)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 웹젠 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
지배기업 순이익	48.2	48.5	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	2,947	2,947	
EPS	1,636	1,645	
12M Fwd EPS (A)		1,644	시가총액 기준 0.6조원
목표 PER (B)		10.0	
(A) * (B)		16,441	
목표 추가		16,000	
현재 추가 (11/8)		14,480	
상승여력 (%)		10.5	

자료: 신한투자증권

## 웹젠 3Q23P 실적 Review

(십억원)	3Q23P	2Q23	%QoQ	3Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	40.4	42.5	(5.0)	59.6	(32.2)	39.9	1.1
영업이익	10.0	11.8	(15.2)	17.4	(42.3)	7.9	27.2
순이익	12.4	13.2	(6.1)	18.8	(34.1)	10.2	21.4
영업이익률	24.9	27.9		29.2		19.8	
순이익률	30.7	31.0		31.6		25.6	

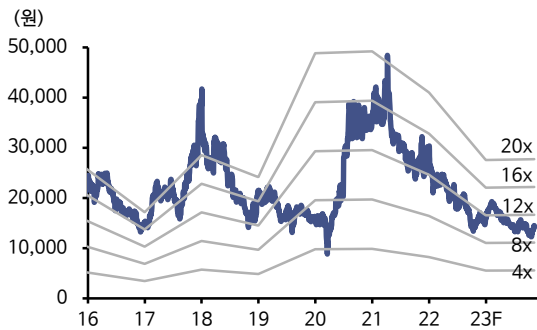
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 웹젠 2023, 2024년 실적 추정치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	178.1	183.8	3.2	244.0	199.3	(18.3)
영업이익	41.7	45.6	9.3	69.0	50.1	(27.4)
순이익	48.3	48.2	(0.2)	68.2	48.5	(28.9)

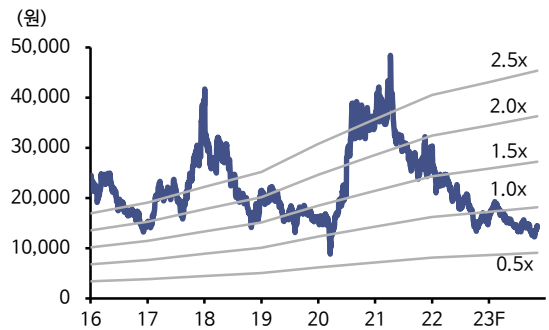
자료: 신한투자증권 추정

## 웹젠 12개월 선행 PER band



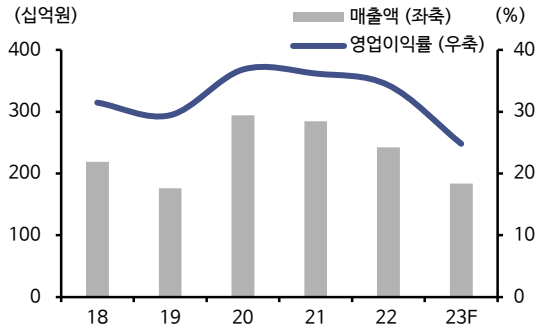
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 웹젠 12개월 선행 PBR band



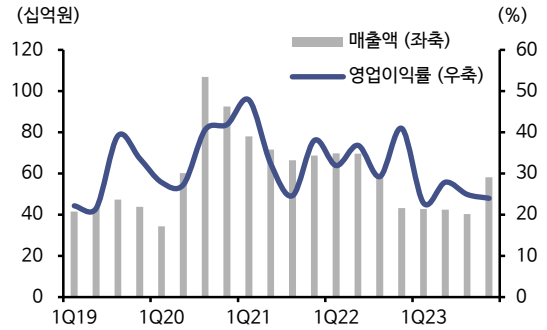
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 연간 실적 추이 및 전망



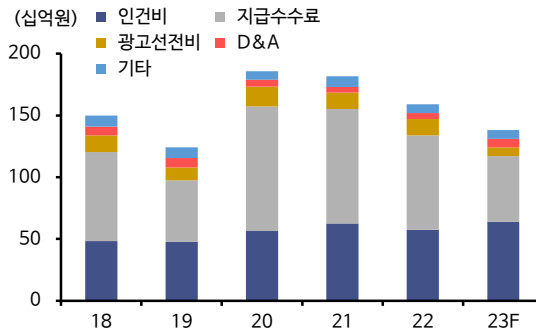
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 분기 실적 추이 및 전망



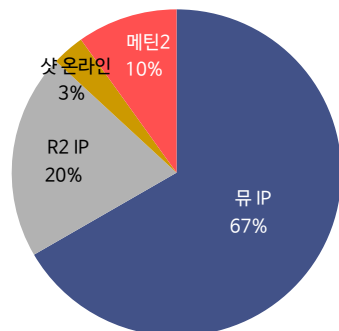
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 연간 비용 추이 및 전망



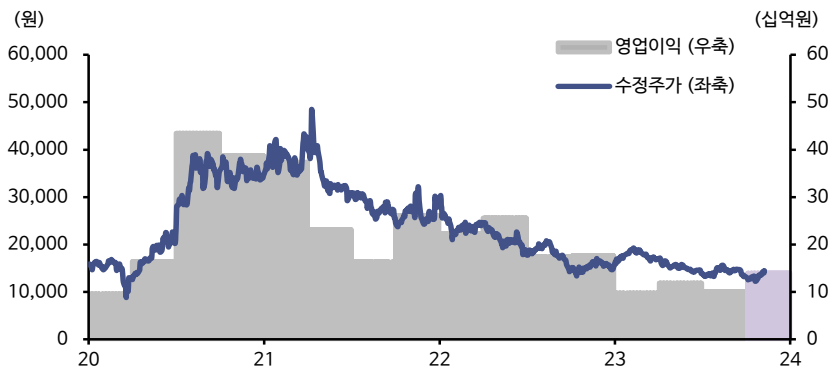
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 웹젠 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>615.3</b>	<b>646.9</b>	<b>711.3</b>	<b>732.8</b>	<b>762.5</b>
유동자산	355.2	366.1	437.4	456.9	488.3
현금및현금성자산	72.9	51.8	83.7	113.8	146.9
매출채권	27.0	23.6	31.9	26.4	25.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	260.0	280.8	274.0	275.9	274.2
유형자산	44.3	44.9	45.4	45.1	43.9
무형자산	31.4	34.8	36.0	38.3	37.8
투자자산	156.9	177.0	173.3	173.3	173.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>109.4</b>	<b>72.5</b>	<b>107.2</b>	<b>91.1</b>	<b>88.5</b>
유동부채	96.7	62.7	95.8	81.3	79.0
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	12.6	9.8	11.4	9.8	9.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	3.2	2.9	2.0	2.0	2.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>505.9</b>	<b>574.4</b>	<b>604.1</b>	<b>641.7</b>	<b>674.0</b>
자본금	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	149.9	149.8	149.8	149.8	149.8
기타자본	(72.6)	(79.1)	(70.8)	(70.8)	(70.8)
기타포괄이익누계액	0.3	0.4	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	408.8	483.3	504.0	541.6	573.9
<b>지배주주지분</b>	<b>504.0</b>	<b>572.2</b>	<b>601.9</b>	<b>639.5</b>	<b>671.8</b>
비지배주주지분	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2
*총차입금	4.7	4.9	4.8	4.3	4.2
*순차입금(순현금)	(317.0)	(329.0)	(389.2)	(416.6)	(449.2)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>88.2</b>	<b>39.4</b>	<b>66.0</b>	<b>45.9</b>	<b>47.6</b>
당기순이익	86.9	72.4	48.2	48.5	43.2
유형자산상각비	4.4	4.5	5.2	5.3	5.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.9	0.4	0.4
외환환산손실(이익)	0.1	1.0	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	0.7	(28.9)	12.5	(8.2)	(1.3)
(법인세납부)	(38.7)	(39.9)	(18.0)	(16.3)	(15.5)
기타	34.8	29.9	17.0	16.2	15.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(82.1)</b>	<b>(48.4)</b>	<b>(23.4)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(3.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(2.8)	(1.6)	(4.6)	(5.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.1)	(3.8)	(2.0)	(2.6)	0.0
투자자산의감소(증가)	28.8	1.6	0.7	0.0	0.0
기타	(108.1)	(44.6)	(17.5)	3.2	0.5
<b>FCF</b>	<b>86.3</b>	<b>27.1</b>	<b>45.7</b>	<b>31.6</b>	<b>32.6</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(21.0)</b>	<b>(11.6)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>(11.0)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.8	(0.5)	(0.1)
자기주식의처분(취득)	19.5	10.1	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(10.9)	(10.9)	(10.9)
기타	(40.5)	(21.7)	(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	0.3	(0.5)	0.4	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(14.7)</b>	<b>(21.1)</b>	<b>31.9</b>	<b>30.2</b>	<b>33.1</b>
기초현금	87.5	72.9	51.8	83.7	113.8
기말현금	72.9	51.8	83.7	113.8	146.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

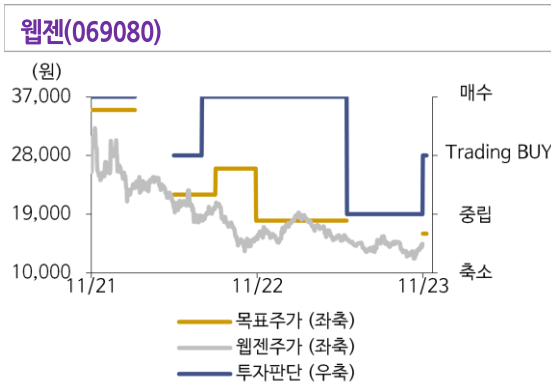
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>284.8</b>	<b>242.1</b>	<b>183.8</b>	<b>199.3</b>	<b>210.5</b>
증감률 (%)	(3.2)	(15.0)	(24.1)	8.4	5.6
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>284.8</b>	<b>242.1</b>	<b>183.8</b>	<b>199.3</b>	<b>210.5</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>181.8</b>	<b>159.1</b>	<b>138.3</b>	<b>149.2</b>	<b>167.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>103.0</b>	<b>83.0</b>	<b>45.6</b>	<b>50.1</b>	<b>43.5</b>
증감률 (%)	(4.9)	(19.4)	(45.1)	10.0	(13.2)
영업이익률 (%)	36.2	34.3	24.8	25.1	20.7
영업외손익	18.0	22.3	18.5	14.7	15.3
금융손익	16.7	20.8	26.2	30.9	34.6
기타영업외손익	1.4	1.5	(7.8)	(16.2)	(19.4)
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>121.0</b>	<b>105.3</b>	<b>64.1</b>	<b>64.8</b>	<b>58.7</b>
법인세비용	34.2	32.9	15.9	16.3	15.5
계속사업이익	86.9	72.4	48.2	48.5	43.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>86.9</b>	<b>72.4</b>	<b>48.2</b>	<b>48.5</b>	<b>43.2</b>
증감률 (%)	0.7	(16.6)	(33.4)	0.6	(10.8)
순이익률 (%)	30.5	29.9	26.2	24.3	20.5
(지배주주)당기순이익	86.9	72.4	48.2	48.5	43.2
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
총포괄이익	86.3	74.7	48.5	48.5	43.2
(지배주주)총포괄이익	86.3	74.7	48.5	48.5	43.2
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>EBITDA</b>	<b>107.6</b>	<b>87.9</b>	<b>51.6</b>	<b>55.8</b>	<b>49.1</b>
증감률 (%)	(5.3)	(18.3)	(41.3)	8.0	(11.9)
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.1	28.0	23.3

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,460	2,050	1,376	1,386	1,236
EPS (지배순이익, 원)	2,460	2,050	1,377	1,387	1,237
BPS (자본총계, 원)	14,327	16,266	17,285	18,359	19,284
BPS (지배지분, 원)	14,275	16,202	17,221	18,296	19,221
DPS (원)	0	370	370	370	370
PER (당기순이익, 배)	11.7	7.4	10.5	10.4	11.7
PER (지배순이익, 배)	11.7	7.4	10.5	10.4	11.7
PBR (자본총계, 배)	2.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR (지배지분, 배)	2.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	6.6	2.4	2.3	1.6	1.2
배당성향 (%)	0.0	15.1	22.6	22.5	25.2
배당수익률 (%)	0.0	2.4	2.6	2.6	2.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.1	28.0	23.3
영업이익률 (%)	36.2	34.3	24.8	25.1	20.7
순이익률 (%)	30.5	29.9	26.2	24.3	20.5
ROA (%)	15.0	11.5	7.1	6.7	5.8
ROE (지배순이익, %)	18.5	13.5	8.2	7.8	6.6
ROIC (%)	44.7	19.1	75.0	79.3	62.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	21.6	12.6	17.7	14.2	13.1
순차입금비율 (%)	(62.7)	(57.3)	(64.4)	(64.9)	(66.7)
현금비율 (%)	75.3	82.5	87.3	140.0	185.9
이자보상배율 (배)	1,177.3	675.1	13,289.0	9,266.3	8,170.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(5.0)	(5.4)	(5.5)	(5.7)	(6.7)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	40.1	38.1	55.1	53.4	45.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 09일	매수	35,000	(24.6)	(8.0)
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 05월 10일	Trading BUY	22,000	(9.4)	3.0
2022년 07월 11일	매수	22,000	(12.7)	(8.0)
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	-	-

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)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자에 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 (2023년 11월 08일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------