



웹젠

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

2024년 1월 29일

[게임]

강석오 선임연구원
☎ 02-3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

<뮤 모나크> 흥행 성과 반영



Trading BUY
(유지)

현재주가 (1월 26일)
15,880 원

목표주가
16,000 원 (유지)

상승여력
0.8%

- ◆ 마케팅비 증가에도 <뮤 모나크> 흥행으로 영업이익 큰 폭 성장
- ◆ 장르 다각화와 외부 작품 퍼블리싱 통한 파이프라인 확보 긍정적
- ◆ 탄탄한 손익과 자산을 기반으로 신작 흥행시 탄력적 주가 상승 전망



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

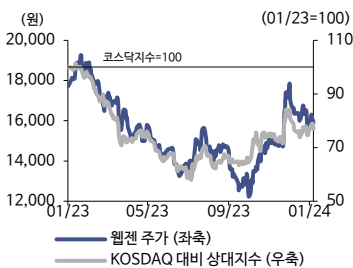
시가총액	555.0십억원
발행주식수	35.0백만주
유동주식수	19.7백만주(56.5%)
52 주 최고가/최저가	19,250 원/12,230 원
일평균 거래량 (60 일)	78,336 주
일평균 거래액 (60 일)	1,264 백만원
외국인 지분율	28.70%

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

절대수익률	
3 개월	23.0%
6 개월	19.9%
12 개월	-12.4%

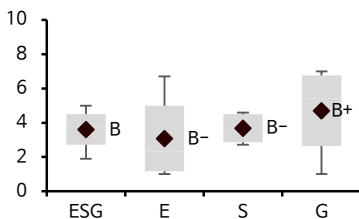
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	9.3%
6 개월	29.0%
12 개월	-22.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 Preview: <뮤 모나크> 흥행 성과 반영

웹젠은 4Q23 영업수익 582억원(YoY 34.9%, QoQ 44.2%), 영업이익 137억원(YoY -22.7%, QoQ 36.0%, OPM 23.5%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 142억원에 부합할 것으로 전망한다. 작년 10월 19일 출시된 <뮤 모나크>는 구글플레이 매출순위 최고 3위까지 기록했고 이후 한 번도 Top 10을 벗어나지 않았다. 모바일 MMORPG들의 최근 성과가 녹록치 않은 상황에서 방치형 RPG의 접근성과 IP 가치를 다시 한 번 증명했다. 특히 이번 작품이 <뮤> IP의 PC 원작 감성을 그대로 담아낸 덕분이라고 당사는 평가하며, 리니지라이크와는 완전히 다른 플레이 스타일로서 해당 게임의 수요층은 한동안 견고할 전망이다. 신작 마케팅비와 지스타 참여 비용이 발생하겠지만 <뮤 모나크> 흥행으로 영업이익은 전 분기 대비 큰 폭 성장할 것으로 보인다.

장르 다각화와 파이프라인 확보

동사는 11월 지스타에서 오랜만의 자체 개발작이자 서브컬처 수집형 RPG <테르비스>를 출품했다. 게이머들이 많은 관심을 보였지만 단조로운 플레이 스타일과 차별화되지 않은 무난한 아트 스타일로 올해 재무적 기여도가 높을 것으로 전망하진 않는다. 스토리와 세계관으로 새로운 재미를 풀어낼 수 있을지는 지켜봐야하며 BEP 이상의 성과만 보이더라도 동사의 굳혀진 색깔을 다양화할 수 있다는 기회라 판단한다. 작년부터 <라그나돌>이나 <어둠의실력자가되고싶어서> 같은 카툰풍 그래픽 게임들에 도전하고 있는데, 해당 경험들이 자체 개발작의 성공적인 서비스에 도움이 될 전망이다. 1월 초에는 액션 RPG 전문 개발사 하운드13의 지분 25.64%를 취득했는데, 내부뿐만 아니라 외부 작품들을 통해 파이프라인을 늘리려는 의지로 보여 긍정적이다.

투자의견 'Trading BUY' 및 목표주가 16,000원 유지

동사에 대한 투자의견 'Trading BUY'와 목표주가 16,000원을 유지한다. 코로나19 기간 이후로 전사 영업이익 규모는 축소됐지만 보유한 현금성 자산 및 현재 손익 규모는 매우 안정적이다. 오랜 기간 낮은 멀티플을 형성한 것은 적극적인 파이프라인 확보가 부재했던 것이 원인으로 보인다. 향후 퍼블리싱 또는 자체 개발작에서 흥행 성과가 나온다면 어느 경쟁사 대비 탄력적으로 리레이팅될 수 있는 여지가 있다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (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	45.3	46.9	1,339	17,186	12.2	0.8	1.0	8.0	(88.6)
2024F	198.3	49.3	48.0	1,372	18,246	11.6	(0.1)	0.9	7.7	(87.8)
2025F	217.8	44.8	44.2	1,266	19,200	12.5	(1.1)	0.8	6.8	(91.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	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	198.3
(%YoY)	(10.5)	(2.8)	(10.3)	(37.2)	(38.7)	(38.9)	(32.2)	34.9	(15.0)	(24.1)	7.9
(%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	35.6
영업비용	47.6	44.0	42.1	25.5	33.0	30.7	30.3	44.5	159.1	138.5	149.0
(%YoY)	16.9	(9.3)	(15.8)	(40.2)	(30.5)	(30.3)	(28.1)	74.9	(12.5)	(12.9)	7.5
(%QoQ)	11.7	(7.6)	(4.1)	(39.6)	29.7	(7.2)	(1.1)	47.0			
[비용구성]											
인건비	15.4	16.0	16.5	9.6	17.6	15.5	15.2	15.6	57.6	63.8	70.3
지급수수료	23.6	22.4	17.4	13.1	11.7	11.3	10.8	19.5	76.4	53.4	58.0
광고선전비	5.4	2.6	4.6	0.4	0.4	0.2	1.0	5.5	13.0	7.2	6.0
D&A	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6	2.3	4.9	7.2	7.8
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	13.7	83.0	45.3	49.3
(%YoY)	(40.3)	10.7	6.6	(32.4)	(56.3)	(53.8)	(42.3)	(22.7)	(19.4)	(45.4)	8.8
(%QoQ)	(14.8)	15.0	(32.0)	1.5	(44.9)	21.6	(15.2)	36.0			
(%OPM)	31.9	36.8	29.2	41.0	22.8	27.9	24.9	23.5	34.3	24.6	24.9
당기순이익	18.7	20.6	18.8	14.2	12.7	13.2	11.2	9.7	72.4	46.8	47.8
(%YoY)	(40.4)	12.0	30.5	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(40.5)	(31.6)	(16.6)	(35.4)	2.2
(%QoQ)	(17.3)	10.1	(8.7)	(24.3)	(11.0)	3.8	(15.0)	(13.0)			
(%NPM)	26.8	29.6	31.6	33.0	29.7	31.0	27.7	16.7	29.9	25.5	24.1
지배기업순이익	18.7	20.6	18.8	14.3	12.7	13.2	11.2	9.8	72.4	46.9	47.9
(%YoY)	(40.2)	12.0	30.3	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(40.3)	(31.5)	(16.6)	(35.3)	2.3
(%QoQ)	(17.3)	10.0	(8.8)	(24.2)	(10.9)	3.8	(14.8)	(13.1)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	47.9	44.2	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	2,947	2,947	
EPS	1,626	1,500	
12M Fwd EPS (A)		1,621	시가총액 기준 0.6조원
목표 PER (B)		10.0	
(A) * (B)		16,208	
목표 추가		16,000	
현재 추가 (11/8)		15,880	
상승여력 (%)		0.8	

자료: 신한투자증권

웹젠 4Q23F 실적 Preview

(십억원)	4Q23F	3Q23	%QoQ	4Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	58.2	40.4	44.2	43.1	34.9	57.3	1.6
영업이익	13.7	10.0	36.0	17.7	(22.7)	14.2	(3.8)
순이익	9.8	11.2	(13.1)	14.3	(31.5)	13.4	(27.2)
영업이익률	23.5	24.9		41.0		24.8	
순이익률	16.8	27.8		33.0		23.4	

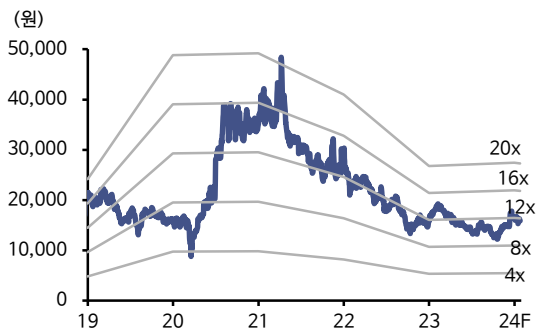
자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 2023, 2024년 실적 추정치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	182.9	183.8	0.5	235.2	198.3	(15.7)
영업이익	45.9	45.3	(1.3)	62.6	49.3	(21.3)
순이익	50.8	46.9	(7.8)	61.5	47.9	(22.1)

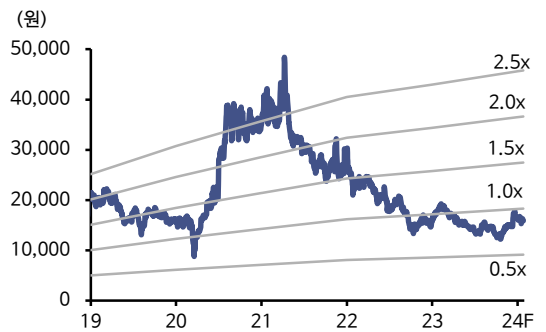
자료: 신한투자증권 추정

웹젠 12개월 선행 PER band



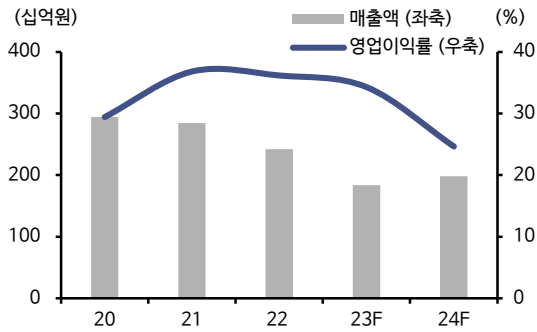
자료: QuantiWise, 신한투자증권

웹젠 12개월 선행 PBR band



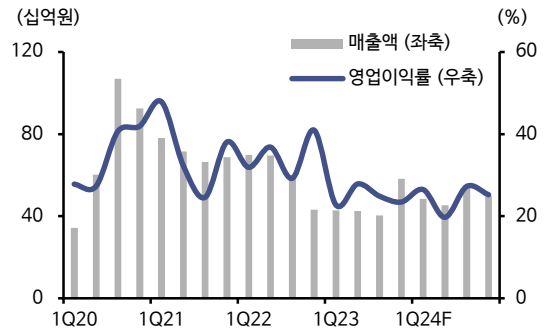
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



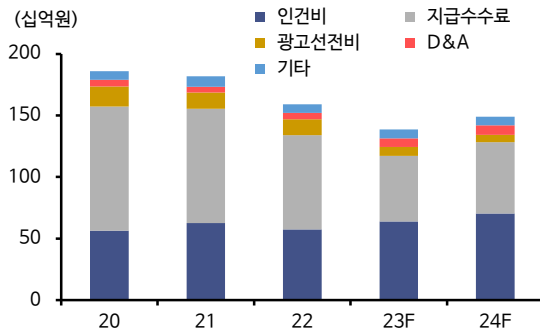
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



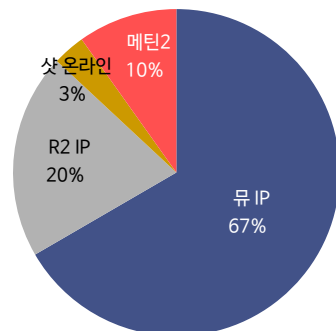
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



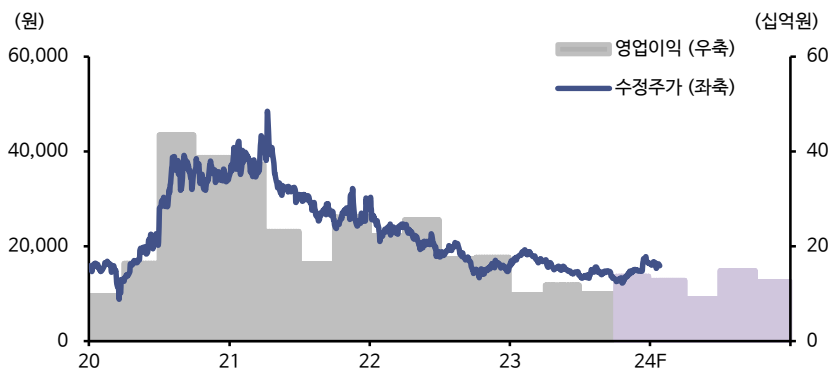
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

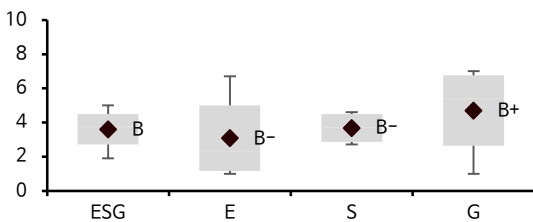
ESG Insight 웹젠

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

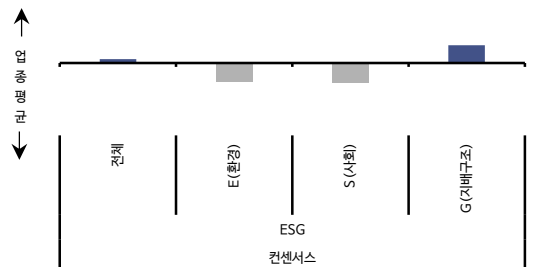
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

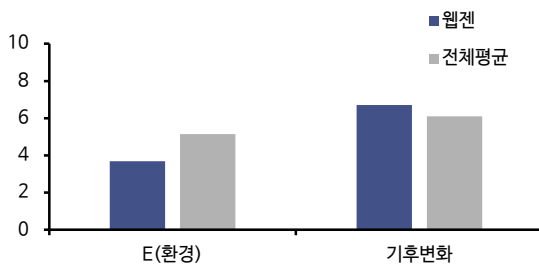
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

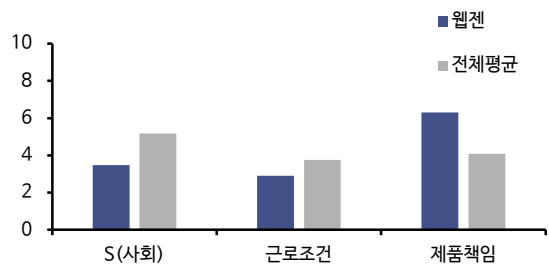
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



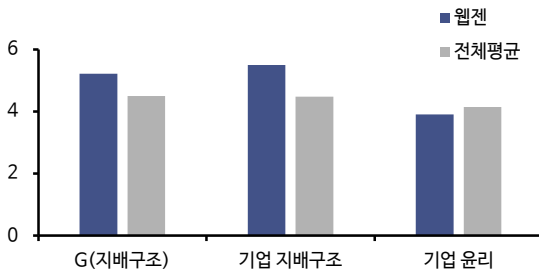
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



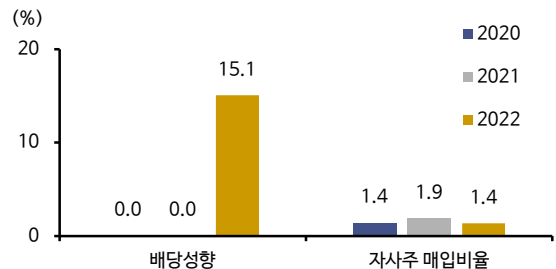
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

배당성향 및 자사주 매입비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	615.3	646.9	698.4	721.7	788.5
유동자산	355.2	366.1	581.8	603.1	671.4
현금및현금성자산	72.9	51.8	495.6	525.8	572.0
매출채권	27.0	23.6	31.9	27.3	38.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
비유동자산	260.0	280.8	116.6	118.7	117.1
유형자산	44.3	44.9	48.2	47.9	46.7
무형자산	31.4	34.8	33.8	36.1	35.8
투자자산	156.9	177.0	7.3	7.3	7.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	109.4	72.5	95.6	82.0	115.5
유동부채	96.7	62.7	84.7	72.4	102.6
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	11.0	9.6	12.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	3.2	2.9	1.6	1.6	1.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	505.9	574.4	602.8	639.8	673.0
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)	(70.7)	(70.7)	(70.7)
기타포괄이익누계액	0.3	0.4	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	408.8	483.3	502.7	539.8	573.1
지배주주지분	504.0	572.2	600.6	637.7	671.1
비지배주주지분	1.9	2.2	2.2	2.1	1.9
*총차입금	4.7	4.9	4.4	4.0	5.0
*순차입금(순현금)	(317.0)	(329.0)	(534.0)	(561.9)	(613.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	88.2	39.4	62.8	46.5	66.7
당기순이익	86.9	72.4	46.8	47.8	44.1
유형자산상각비	4.4	4.5	5.2	5.3	5.2
무형자산상각비	0.3	0.4	1.1	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	0.1	1.0	0.1	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
운전자본변동	0.7	(28.9)	14.1	(6.9)	17.0
(법인세납부)	(38.7)	(39.9)	(20.2)	(16.1)	(15.9)
기타	34.8	29.9	15.7	16.1	16.0
투자활동으로인한현금흐름	(82.1)	(48.4)	401.9	(4.9)	(10.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.8)	(1.6)	(6.9)	(5.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.1)	(3.8)	(2.1)	(2.6)	0.0
투자자산의감소(증가)	28.8	1.6	169.7	0.0	0.0
기타	(108.1)	(44.6)	241.2	2.7	(6.7)
FCF	86.3	27.1	43.7	31.9	48.1
재무활동으로인한현금흐름	(21.0)	(11.6)	(21.3)	(11.3)	(9.9)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(8.9)	(0.4)	1.0
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)	(1.5)	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
현금의증가(감소)	(14.7)	(21.1)	443.8	30.3	46.1
기초현금	87.5	72.9	51.8	495.6	525.9
기말현금	72.9	51.8	495.6	525.9	572.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

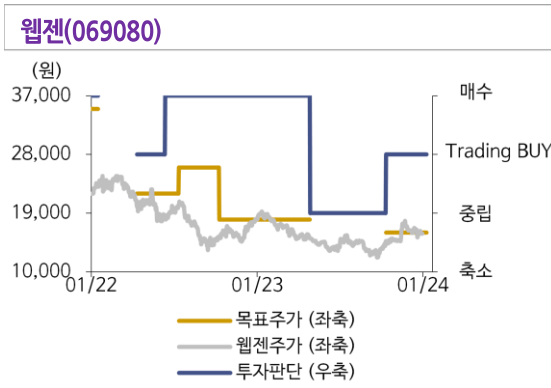
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	284.8	242.1	183.8	198.3	217.8
증감률 (%)	(3.2)	(15.0)	(24.1)	7.9	9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	284.8	242.1	183.8	198.3	217.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	181.8	159.1	138.5	149.0	173.0
영업이익	103.0	83.0	45.3	49.3	44.8
증감률 (%)	(4.9)	(19.4)	(45.4)	8.8	(9.1)
영업이익률 (%)	36.2	34.3	24.6	24.9	20.6
영업외손익	18.0	22.3	16.4	14.7	15.3
금융손익	16.7	20.8	6.1	(42.8)	(45.4)
기타영업외손익	1.4	1.5	10.3	57.4	60.6
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	121.0	105.3	61.7	64.0	60.0
법인세비용	34.2	32.9	14.9	16.1	15.9
계속사업이익	86.9	72.4	46.8	47.8	44.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	86.9	72.4	46.8	47.8	44.1
증감률 (%)	0.7	(16.6)	(35.4)	2.2	(7.8)
순이익률 (%)	30.5	29.9	25.5	24.1	20.3
(지배주주)당기순이익	86.9	72.4	46.9	48.0	44.2
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	86.3	74.7	47.1	47.8	44.1
(지배주주)총포괄이익	86.3	74.7	47.2	48.0	44.2
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	107.6	87.9	51.6	54.8	50.3
증감률 (%)	(5.3)	(18.3)	(41.3)	6.3	(8.2)
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.1	27.7	23.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,460	2,050	1,337	1,369	1,263
EPS (지배순이익, 원)	2,460	2,050	1,339	1,372	1,266
BPS (자본총계, 원)	14,327	16,266	17,248	18,305	19,255
BPS (지배지분, 원)	14,275	16,202	17,186	18,246	19,200
DP5 (원)	0	370	370	370	370
PER (당기순이익, 배)	11.7	7.4	12.2	11.6	12.6
PER (지배순이익, 배)	11.7	7.4	12.2	11.6	12.5
PBR (자본총계, 배)	2.0	0.9	0.9	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	2.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	6.6	2.4	0.8	(0.1)	(1.1)
배당성향 (%)	0.0	15.1	23.3	22.7	24.6
배당수익률 (%)	0.0	2.4	2.3	2.3	2.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.1	27.7	23.1
영업이익률 (%)	36.2	34.3	24.6	24.9	20.6
순이익률 (%)	30.5	29.9	25.5	24.1	20.3
ROA (%)	15.0	11.5	7.0	6.7	5.8
ROE (지배순이익, %)	18.5	13.5	8.0	7.7	6.8
ROIC (%)	44.7	19.1	74.9	77.8	75.6
안정성					
부채비율 (%)	21.6	12.6	15.9	12.8	17.2
순차입금비율 (%)	(62.7)	(57.3)	(88.6)	(87.8)	(91.2)
현금비율 (%)	75.3	82.5	585.4	726.2	557.8
이자보상배율 (배)	1,177.3	675.1	(77,166.6)	(17,620.1)	(15,780.2)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.0)	(5.4)	(5.5)	(5.6)	(5.5)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	40.1	38.1	55.1	54.4	55.2

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 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 01월 26일 기준)

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