

Tech팀

오동환

Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유승민

Research Associate
seungmin.you@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	22,000원	49.3%
현재주가	14,740원	
시가총액	5,151.8억원	
Shares (float)	34,950,884주 (56.5%)	
52주 최저/최고	12,230원/19,250원	
60일-평균거래대금	6.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
웹젠 (%)	5.5	0.1	-8.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.4	4.9	-19.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	22,000	22,000	0.0%
2023E EPS	1,220	1,136	7.4%
2024E EPS	1,781	1,968	-9.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	18,000
Recommendation	3.6
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

웹젠 (069080)

다시 오는 MU의 시간

- 뮤 모나크 국내 흥행으로 뮤의 IP 파워 재확인. 지속적인 라이선스 게임 출시와 국내 퍼블리싱으로 뮤 매출의 유지 및 성장이 가능할 전망
- 서브컬처 장르 중심의 퍼블리싱 라인업 확장과 자체 개발작 출시로 신작 모멘텀 강화. 24년 상반기 신작 테르비스 출시로 IP 확장 기대
- 시총을 넘어서는 자산 가치와 안정적인 영업이익, 강화된 신작 모멘텀을 고려하면 현재 주가는 과도한 재평가 상태. 닫힌 하방과 열린 상방 고려하여 매수 추천

WHAT'S THE STORY?

다시 한번 입증된 MU IP 파워: 10월 국내 출시된 뮤 모나크는 높은 인기를 누리며 현재 구글플레이 매출 순위 3~6위를 유지. 뮤 모나크는 PC 뮤온라인의 시각적 요소를 구현한 레트로 그래픽과 UI가 특징으로, 중국 킹넷이 개발. 뮤 모나크는 중국에서보다 국내에서 높은 매출 순위를 기록하며 한국에서 MU IP의 높은 인기를 증명. 중국 내 신규 MU 라이선스 게임 출시가 지속되고 있는 만큼 MU 매출의 유지와 반등이 가능하다고 판단됨.

서브컬처 게임사로 변신: 웹젠은 23년 하반기부터 서브컬처 장르 중심의 퍼블리싱 라인업을 확대. 올해 '라그나돌'과 '어둠의 실력자가 되고 싶어서'가 출시되었고, 내년 상반기 르모어와 어웨이큰레전드 출시가 예정됨. 자체 개발작 테르비스 또한 PC와 모바일 멀티 플랫폼으로 내년 2분기 출시될 전망. 테르비스는 이번 지스타에서 공개되어 서브컬처 팬층의 관심을 모은 작품인 만큼 내년 좋은 성과를 낼 것으로 기대됨.

시총 뛰어넘는 보유 자산: 웹젠은 지속적인 영업이익이 발생하는 가운데, 시가총액을 넘어서는 자산을 보유. 현금 및 금융자산 가치만 5,300억원에 달하며, 장부가 5백억원으로 잡혀 있는 판교 사옥의 시가도 천억원 수준으로 평가됨. 보유 중인 자사주 16%도 8백억원 규모. 안정적인 이익 창출 역량과 자산 가치를 고려하면 현재 주가는 지나친 저평가 상태.

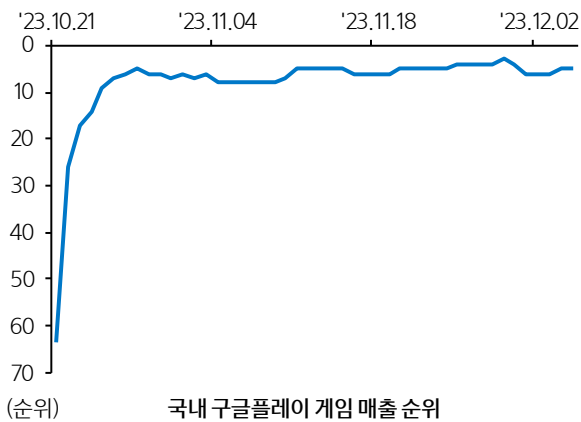
제한적 리스크, 열린 상승 기회: 기존 BUY 투자의견과 목표주가 22,000원(12개월 예상 EPS에 목표 P/E 12.2배 적용. 목표 P/E는 국내 게임 기업 P/E 평균에 할인율 20% 적용)을 유지함. 기존 뮤 IP 매출 감소로 주가 하락이 지속되었으나, 뮤 모나크 흥행으로 실적 반등 기반이 마련되었고, 다수의 서브컬처 신작 출시로 신규 성장 동력도 확보. 시총을 넘어서는 자산 가치는 투자 안정성을 높이는 요소. 뮤 IP 대작 출시로 과거 3~4년마다 주가가 큰 폭의 상승을 보였던 만큼 24년 뮤 라이선스 신작이 흥행할 경우 주가 급등도 가능하다고 판단됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	242	184	271	312
영업이익 (십억원)	83	44	71	81
순이익 (십억원)	72	48	69	79
EPS (adj) (원)	1,755	1,220	1,781	2,256
EPS (adj) growth (%)	-19.3	-30.5	45.9	26.7
EBITDA margin (%)	36.3	27.3	28.7	28.4
ROE (%)	13.5	8.2	10.7	11.2
P/E (adj) (배)	8.7	12.1	8.3	6.5
P/B (배)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	4.6	4.1	2.0	1.1
Dividend yield (%)	2.4	2.5	2.5	2.5

자료: 웹젠, 삼성증권 추정

국내에서 흥행 성공한 뮤 모나크 매출 순위



자료: 센서타워, 삼성증권

PC 원작 감성 살린 뮤 모나크



자료: 유튜브

킹넷에서 출시된 원작 天使之战



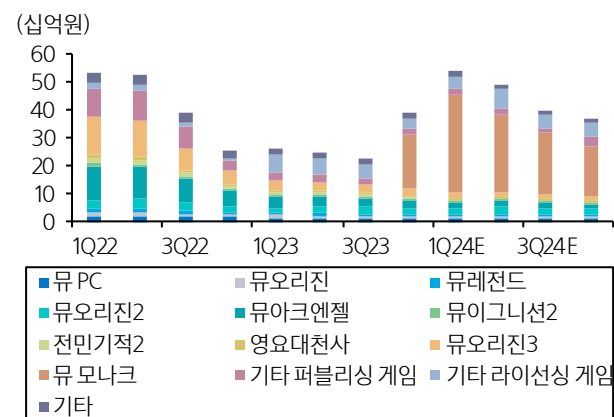
자료: 유튜브

중국에서 최고 매출 순위 20위권 기록한 天使之战



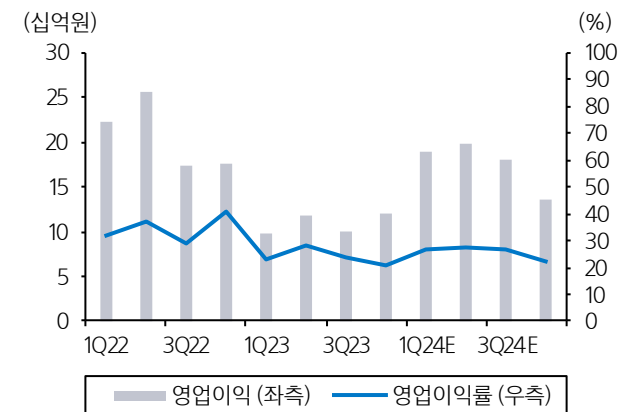
자료: 센서타워, 삼성증권

뮤 모나크 출시로 뮤 IP 매출 반등 전망



자료: 웹젠, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 전망



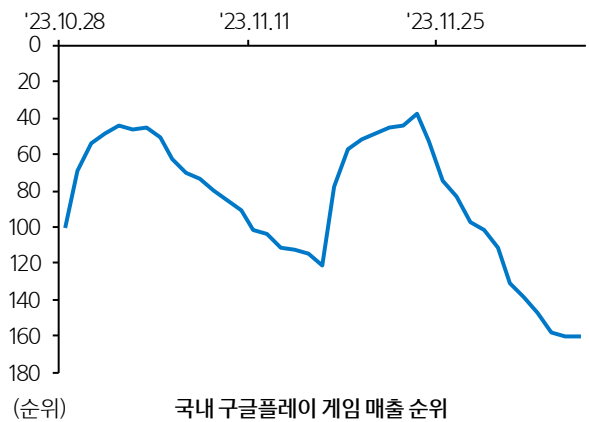
자료: 웹젠, 삼성증권 추정

어둠의 실력자가 되고 싶어서! 10월 출시



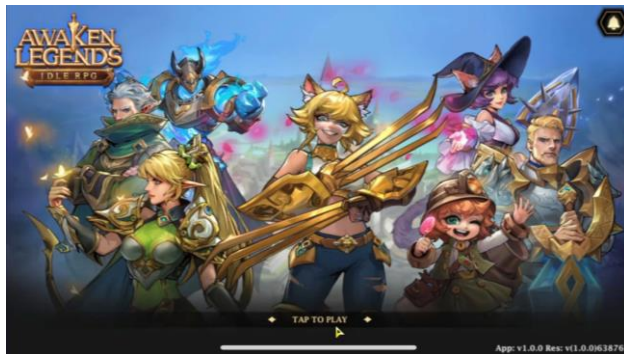
자료: 웹젠

어둠의 실력자가 되고 싶어서! 국내 매출 순위 추이



자료: 센서타워, 삼성증권

방치형 RPG 어웨이크큰 레전드



자료: 유튜브

턴제 전략 RPG 르모아: 인페스티드 킹덤



자료: 웹젠

자체 개발 서브컬처 게임 테르비스



자료: 웹젠

테르비스 지스타 시연



자료: 삼성증권

신작 라인업

출시 시기	게임명	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	지역
4Q23	어둠의 실력자가 되고 싶어서! 마스터 오브 가든	RPG	모바일	에이밍	웹젠	국내
	르모아: 인페스티드 킹덤	턴제 전략 RPG	PC(스팀)	블랙앵커 스튜디오	웹젠	글로벌
	뮤: 모나크	MMORPG	모바일	킹넷, 웹젠	웹젠	국내
1H24	테르비스	수집형 RPG	모바일	웹젠노바	웹젠	한국, 일본 등
	어웨이큰 레전드	방치형 RPG	모바일	크리문스	웹젠	국내, 북미/유럽
2H24	자체 개발작 1종	미공개	미공개	웹젠	웹젠	미공개
2025	프로젝트 G	MMORPG	미공개	웹젠레드스타	웹젠	미공개
	미공개 (R2M 후속작)	MMORPG	미공개	웹젠레드코어	웹젠	미공개

자료: 웹젠, 삼성증권 정리

웹젠 보유 주요 자산

	(십억원)
현금 및 금융 자산	527
현금 및 현금성자산	78
유동 공정가치 의무 측정 금융자산	24
단기 금융상품	252
비유동 공정가치 의무 측정 금융자산	7
장기금융상품	166
판교 사옥*	100
자사주	81

참고: 3Q23 기준; 시가 추정

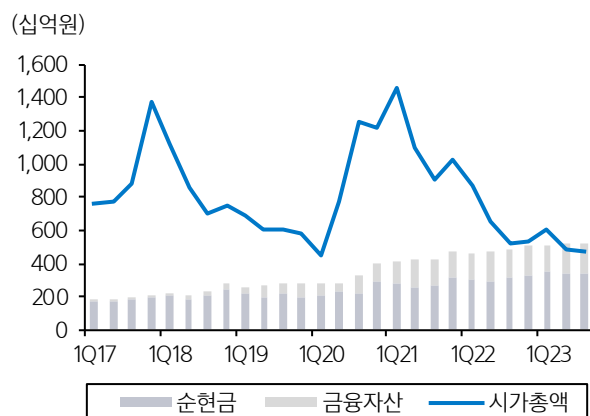
자료: 웹젠, 삼성증권 추정

판교 사옥



자료: 웹젠

시가총액 vs 현금 및 금융자산



자료: 웹젠, Quantwise, 삼성증권

P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

P/E 밸류에이션

12개월 선행 EPS (원)	1,822
목표 P/E (배) *	12.2
적정 주가 (원)	22,191
목표주가 (원)	22,000
현재 주가 (원)	14,740
Upside (%)	49.3

참고: * 피어 그룹의 23년과 24년 P/E 1:3 가중평균에 성장성 차이 감안하여 20% 할인 적용; 12월 4일 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

피어 밸류에이션

P/E (배)	2023E	2024E	가중 평균
크라프트온	16.0	17.3	17.0
엔씨소프트	26.4	19.1	21.0
네오위즈	7.8	11.1	10.2
NHN	13.4	10.3	11.1
컴투스	18.5	16.3	16.9
평균	16.4	14.8	15.2
할인율 (%) *	-20.0	-20.0	-20.0
목표 P/E	13.1	11.9	12.2

참고: 12월 4일 종가 기준

자료: Bloomberg

분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	69.8	69.6	59.6	43.1	42.8	42.5	40.3	58.4	71.0	71.6	68.2	59.7
류	53.6	53.0	39.3	25.6	26.5	25.1	22.8	39.2	53.9	49.3	40.3	37.1
R2	2.0	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
R2M	8.1	7.3	11.0	7.4	7.8	8.0	7.3	6.5	5.8	5.2	4.7	4.2
기타	6.1	7.3	7.5	8.3	6.7	7.8	8.6	11.1	9.6	15.4	21.6	16.8
영업비용	47.6	44.0	42.1	25.5	33.0	30.7	30.3	46.4	51.9	51.8	50.1	46.2
인건비 및 복리후생비	11.8	12.2	12.6	5.6	12.8	11.4	11.7	12.0	12.9	12.8	13.0	13.3
지급수수료	23.5	22.3	16.7	12.3	11.2	10.9	10.0	22.6	29.1	27.1	25.9	22.0
광고선전비	5.4	2.6	4.6	0.4	0.4	0.2	1.0	4.1	2.1	3.9	3.1	2.7
기타	6.9	6.9	8.3	7.1	8.7	8.2	7.6	7.7	7.8	7.9	8.1	8.2
영업이익	22.3	25.6	17.4	17.7	9.7	11.8	10.0	12.0	19.1	19.8	18.1	13.5
세전이익	26.4	30.2	27.4	21.3	16.8	17.3	14.5	14.7	22.7	24.6	23.7	17.9
당기순이익	18.7	20.6	18.8	14.2	12.7	13.2	11.2	11.4	17.6	19.0	18.4	13.9
지배주주순이익	18.7	20.6	18.8	14.3	12.7	13.2	11.2	11.4	17.6	19.0	18.4	13.9
수정 EPS (원)*	413	454	250	638	160	462	-47	646	400	410	365	606
이익률 (%)												
영업이익률	31.9	36.8	29.2	41.0	22.8	27.9	24.9	20.5	26.9	27.7	26.5	22.6
세전이익률	37.9	43.4	46.0	49.3	39.3	40.7	35.8	25.1	31.9	34.3	34.8	30.0
순이익률	26.8	29.6	31.6	33.0	29.7	31.0	27.8	19.5	24.7	26.5	26.9	23.2
지배주주순이익률	26.8	29.6	31.6	33.0	29.7	31.0	27.8	19.5	24.8	26.6	27.0	23.3

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; K-IFRS 연결 기준

자료: 웹젠, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	193.2	184.0	(4.8)	275.3	270.5	(1.7)	293.7	311.6	6.1
류	114.6	113.5	(0.9)	149.6	180.6	20.7	183.5	203.4	10.8
R2	6.6	6.6	0.0	6.5	6.5	0.0	6.5	6.5	0.0
R2M	29.5	29.6	0.5	20.0	20.0	0.0	13.1	13.1	0.0
기타	42.5	34.2	(19.6)	99.2	63.5	(36.0)	90.6	88.6	(2.2)
영업비용	149.9	140.4	(6.3)	201.1	200.0	(0.5)	200.4	230.4	15.0
인건비 및 복리후생비	46.3	47.9	3.5	48.8	52.0	6.7	52.7	57.9	10.0
지급수수료	62.7	54.6	(12.9)	104.1	104.1	(0.0)	96.5	123.8	28.2
광고선전비	7.8	5.7	(26.5)	13.8	11.8	(14.1)	14.7	14.7	0.2
기타	33.1	32.2	(2.9)	34.4	32.0	(6.8)	36.5	34.0	(6.8)
영업이익	43.3	43.6	0.6	74.3	70.5	(5.0)	93.3	81.1	(13.1)
세전이익	67.3	63.2	(6.1)	99.1	88.9	(10.3)	120.4	101.6	(15.6)
당기순이익	51.1	48.4	(5.3)	75.5	68.8	(8.8)	91.7	78.7	(14.2)
지배주주순이익	51.2	48.5	(5.3)	75.5	68.9	(8.7)	91.8	78.8	(14.1)
수정 EPS (원)*	1,137	1,221	7.4	1,968	1,781	(9.5)	2,626	2,256	(14.1)
이익률 (%)									
영업이익률	22.4	23.7		27.0	26.1		31.8	26.0	
세전이익률	34.8	34.4		36.0	32.8		41.0	32.6	
순이익률	26.5	26.3		27.4	25.4		31.2	25.3	
지배주주순이익률	26.5	26.4		27.4	25.5		31.2	25.3	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; K-IFRS 연결 기준

자료: 웹젠, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	285	242	184	271	312
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	285	242	184	271	312
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	182	159	140	200	230
영업이익	103	83	44	71	81
(영업이익률, %)	36.2	34.3	23.7	26.1	26.0
영업외손익	18	22	20	18	21
금융수익	18	25	22	21	23
금융비용	2	5	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	1	1	-0	-0	0
세전이익	121	105	63	89	102
법인세	34	33	15	20	23
(법인세율, %)	28.2	31.3	23.4	22.6	22.6
계속사업이익	87	72	48	69	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	87	72	48	69	79
(순이익률, %)	30.5	29.9	26.3	25.4	25.3
지배주주순이익	87	72	48	69	79
비지배주주순이익	-0	0	-0	-0	-0
EBITDA	108	88	50	78	88
(EBITDA 이익률, %)	37.8	36.3	27.3	28.7	28.4
EPS (지배주주)	2,460	2,050	1,385	1,973	2,256
EPS (연결기준)	2,460	2,050	1,383	1,969	2,252
수정 EPS (원)*	2,174	1,755	1,220	1,781	2,256

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	88	39	34	67	76
당기순이익	87	72	48	69	79
현금유출입이없는 비용 및 수익	-2	-8	-13	17	18
유형자산 감가상각비	4	5	5	6	6
무형자산 상각비	0	0	1	2	2
기타	-6	-13	-20	10	11
영업활동 자산부채 변동	1	-29	-17	2	3
투자활동에서의 현금흐름	-82	-48	-7	-34	-41
유형자산 증감	-3	-2	-5	0	0
장단기금융자산의 증감	-34	-26	-337	-45	-54
기타	-45	-21	335	11	12
재무활동에서의 현금흐름	-21	-12	-12	-10	-10
차입금의 증가(감소)	1	0	9	1	1
자본금의 증가(감소)	-0	-0	0	0	0
배당금	0	0	-11	-11	-11
기타	-22	-12	-10	-0	-0
현금증감	-15	-21	14	17	21
기초현금	88	73	52	66	83
기말현금	73	52	66	83	105
Gross cash flow	85	64	35	85	97
Free cash flow	85	38	29	67	76

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 웹젠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	355	366	394	447	513
현금 및 현금등가물	73	52	66	83	105
매출채권	27	24	30	30	33
재고자산	0	0	0	0	0
기타	255	291	298	334	376
비유동자산	260	281	283	291	301
투자자산	157	177	178	193	210
유형자산	44	45	46	41	35
무형자산	31	35	31	30	28
기타	27	24	27	27	27
자산총계	615	647	678	739	814
유동부채	97	63	55	58	65
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	97	63	55	58	65
비유동부채	13	10	7	7	8
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	13	10	7	7	8
부채총계	109	73	62	65	73
자배주주지분	504	572	613	671	739
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	409	483	515	573	641
기타	-72	-79	-70	-70	-70
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	506	574	615	673	741
순부채	-135	-140	-313	-361	-418

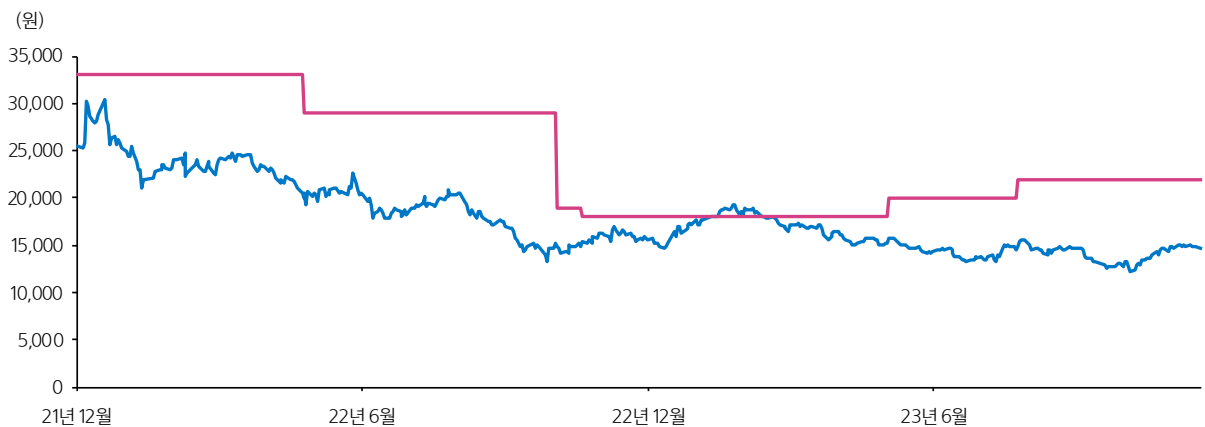
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-3.2	-15.0	-24.0	47.0	15.2
영업이익	-4.9	-19.4	-47.5	61.8	15.0
순이익	0.7	-16.6	-33.1	42.1	14.4
수정 EPS**	-8.7	-19.3	-30.5	45.9	26.7
주당지표					
EPS (지배주주)	2,460	2,050	1,385	1,973	2,256
EPS (연결기준)	2,460	2,050	1,383	1,969	2,252
수정 EPS**	2,174	1,755	1,220	1,781	2,256
BPS	16,832	19,416	20,809	22,778	25,084
DPS (보통주)	0	370	370	370	370
Valuations (배)					
P/E***	13.3	8.7	12.1	8.3	6.5
P/B***	1.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.2	4.6	4.1	2.0	1.1
비율					
ROE (%)	18.5	13.5	8.2	10.7	11.2
ROA (%)	15.0	11.5	7.3	9.7	10.1
ROIC (%)	333.5	134.6	42.1	59.8	76.3
배당성향 (%)	0.0	15.1	22.5	15.8	13.8
배당수익률 (보통주, %)	0.0	2.4	2.5	2.5	2.5
순부채비율 (%)	-26.7	-24.4	-50.8	-53.7	-56.5
이자보상배율 (배)	1,177.3	675.1	215.1	369.6	429.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/11/8	2022/5/10	10/19	11/4	2023/5/19	8/9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	33000	29000	19000	18000	20000	22000
과리율 (평균)	-24.96	-35.97	-22.89	-7.41	-28.51	
과리율 (최대/최소)	-2.42	-21.90	-20.00	6.94	-21.65	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA