



웹젠

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

2024년 2월 14일

[게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

‘안정성’과 시너지를 낼 ‘전략’



매수
(상향)



현재주가 (2월 13일)
17,760 원



목표주가
25,000 원 (상향)



상승여력
40.8%

- ◆ <뮤 모나크> 흥행으로 매출/이익 모두 서프라이즈 기록
- ◆ 자체 개발 및 퍼블리싱 사업 동시 진행은 최고의 전략이라 판단
- ◆ 트렌드 적합, 실적 안정성, 사업 전략 긍정적 평가로 투자 의견 상향



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

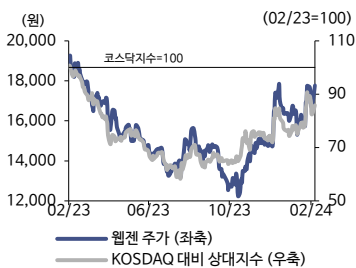
시가총액	620.7십억원
발행주식수	35.0백만주
유동주식수	19.7백만주(56.5%)
52 주 최고가/최저가	18,880 원/12,230 원
일평균 거래량 (60 일)	102,890 주
일평균 거래액 (60 일)	1,715 백만원
외국인 지분율	28.07%

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

절대수익률	
3개월	23.2%
6개월	14.1%
12개월	-2.9%

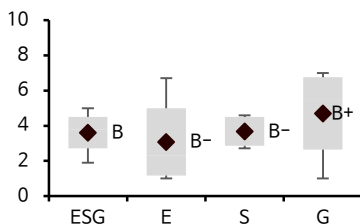
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	12.9%
6개월	23.1%
12개월	-11.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



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	196.3	49.9	57.6	1,647	17,554	9.9	0.3	0.9	9.7	(90.5)
2024F	236.7	54.9	55.9	1,602	18,819	11.1	0.6	0.9	8.8	(89.2)
2025F	233.2	49.2	55.7	1,597	20,036	11.1	(0.3)	0.9	8.2	(91.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23 Review: 신작 흥행으로 실적 서프라이즈

웹젠은 4Q23 영업수익 707억원(YoY +63.8%, QoQ +75.1%), 영업이익 183억원(YoY +3.4%, QoQ +81.8%, OPM 25.9%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 142억원을 상회했다. <뮤 모나크>가 10월 출시 이후 한국 구글플레이 매출순위 10위를 벗어나지 않으며 매출 및 이익의 서프라이즈를 이끌었다. 동사는 효율적 비용집행 기조를 오랜 기간 보여왔는데 인건비는 당연하고, 4Q23에는 신작 출시 마케팅에 지스타 참여 비용까지 겹쳤음에도 예상보다 낮은 광고선전비를 기록했다. 한편 동사는 작년부터 배당, 자사주소각 등의 주주환원 의지를 보여주기 시작했는데, 이번에도 실적발표와 함께 현금배당 결정을 공시했다. 주당 배당금은 300원, 총 88억원 규모이며 시가배당률은 1.7%다.

‘안정성’과 시너지를 낼 ‘전략’

<뮤> IP로 형성된 실적 안정성에 예년보다 많은 신작이 더해지며 성장 가능성이 높을 전망이다. 최근 글로벌 게임사들이 퍼블리싱 사업에 힘을 쏟고 있는데, 이는 경쟁 강도가 높아진 시장에서 한정된 자체 개발작 만으로는 큰 폭의 성장이 어렵기 때문이다. 동사도 단기 출시할 수 있는 자체작이 적은 만큼 퍼블리싱 사업을 통해 포트폴리오를 다각화하려는 움직임이다. 또한 외부작 퍼블리싱은 게임이 흥행에 실패 했을 때 마케팅비 외엔 손실이 제한적이기에 리스크 관리에 효과적이다. 외부 게임과 스튜디오에 투자할 수 있는 충분한 자금도 보유한 만큼 현재의 상황에서 보일 수 있는 최고의 전략이라는 판단이다.

투자 의견 ‘매수’로 상향, 목표주가 25,000원으로 상향

동사에 대한 투자 의견을 ‘Trading BUY’에서 ‘매수’로, 목표주가는 실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 25,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 1,902원에 Target PER 13배를 적용했다. <라그나 돌>, <어둠의실력자가되고싶어서> 등 흥행에 실패했지만 트렌드에 적합한 외부 개발작을 조달해 라인업을 늘리려는 의지가 뚜렷해짐에 따라 기존 Target PER 10배를 13배로 상향 조정했다. 1월 하운드13 지분 투자로 2024~2025년 신작의 수는 그 어느 때보다 많을 것이며 자체 개발작과 외부 작품을 적절한 비중으로 서비스할 수 있을 전망이다. 특히 저PBR, 저PER 주식인 만큼 올해 예정된 여러 신작들이 성과를 보인다면 멀티플 리레이팅과 함께 큰 폭의 상승여력을 만들 것이다.

웹젠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023	2024F
영업수익	69.8	69.6	59.6	43.1	42.8	42.5	40.4	70.7	242.1	196.3	236.7
(%YoY)	(10.5)	(2.8)	(10.3)	(37.2)	(38.7)	(38.9)	(32.2)	63.8	(15.0)	(18.9)	20.6
(%QoQ)	1.6	(0.4)	(14.4)	(27.6)	(0.8)	(0.7)	(5.0)	75.1			
[매출구성]											
뮤 IP	53.6	53.0	39.3	25.6	26.5	25.1	22.8	48.8	171.5	123.1	147.5
R2 IP	10.2	9.4	12.8	9.2	9.5	9.6	8.9	8.7	41.5	36.9	22.8
샷 온라인	1.4	1.3	1.2	1.8	1.6	1.5	1.3	1.7	5.8	6.0	6.4
메틴2	2.3	2.7	2.5	3.9	3.1	3.7	5.1	6.7	11.4	18.6	26.1
기타	2.4	3.2	3.8	2.5	2.1	2.6	2.3	4.8	11.9	11.7	33.8
영업비용	47.6	44.0	42.1	25.5	33.0	30.7	30.3	52.4	159.1	146.4	181.9
(%YoY)	16.9	(9.3)	(15.8)	(40.2)	(30.5)	(30.3)	(28.1)	105.7	(12.5)	(8.0)	24.2
(%QoQ)	11.7	(7.6)	(4.1)	(39.6)	29.7	(7.2)	(1.1)	72.8			
[비용구성]											
인건비	15.4	16.0	16.5	9.6	17.6	15.5	15.2	15.6	57.6	63.9	69.2
지급수수료	23.6	22.4	17.4	13.1	11.7	11.3	10.8	26.8	76.4	60.6	86.4
광고선전비	5.4	2.6	4.6	0.4	0.4	0.2	1.0	6.5	13.0	8.1	11.2
D&A	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	4.9	6.6	7.8
기타	2.0	1.7	2.5	0.9	1.7	2.0	1.7	1.8	7.2	7.1	7.2
영업이익	22.3	25.6	17.4	17.7	9.7	11.8	10.0	18.3	83.0	49.9	54.9
(%YoY)	(40.3)	10.7	6.6	(32.4)	(56.3)	(53.8)	(42.3)	3.4	(19.4)	(39.9)	9.9
(%QoQ)	(14.8)	15.0	(32.0)	1.5	(44.9)	21.6	(15.2)	81.8			
(%OPM)	31.9	36.8	29.2	41.0	22.8	27.9	24.9	25.9	34.3	25.4	23.2
당기순이익	18.7	20.6	18.8	14.2	12.7	13.2	11.2	20.5	72.4	57.6	55.9
(%YoY)	(40.4)	12.0	30.5	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(40.5)	44.0	(16.6)	(20.5)	(3.0)
(%QoQ)	(17.3)	10.1	(8.7)	(24.3)	(11.0)	3.8	(15.0)	83.3			
(%NPM)	26.8	29.6	31.6	33.0	29.7	31.0	27.7	29.0	29.9	29.3	23.6
지배기업순이익	18.7	20.6	18.8	14.3	12.7	13.2	11.2	20.5	72.4	57.6	55.9
(%YoY)	(40.2)	12.0	30.3	(37.1)	(32.2)	(36.1)	(40.3)	43.9	(16.6)	(20.4)	(2.9)
(%QoQ)	(17.3)	10.0	(8.8)	(24.2)	(10.9)	3.8	(14.8)	82.7			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	55.9	55.7	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	2,947	2,947	
EPS	1,897	1,891	
12M Fwd EPS (A)		1,902	시가총액 기준 0.6조원
목표 PER (B)		13.0	
(A) * (B)		24,723	
목표 추가		25,000	
현재 추가 (11/8)		17,760	
상승여력 (%)		40.8	

자료: 신한투자증권

웹젠 4Q23P 실적 Review

(십억원)	4Q23P	3Q23	%QoQ	4Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	70.7	40.4	75.1	43.1	63.8	57.3	23.3
영업이익	18.3	10.0	81.8	17.7	3.4	14.2	28.6
순이익	20.5	11.2	82.7	14.3	43.9	13.3	54.2
영업이익률	25.9	24.9		41.0		24.8	
순이익률	29.0	27.8		33.0		23.2	

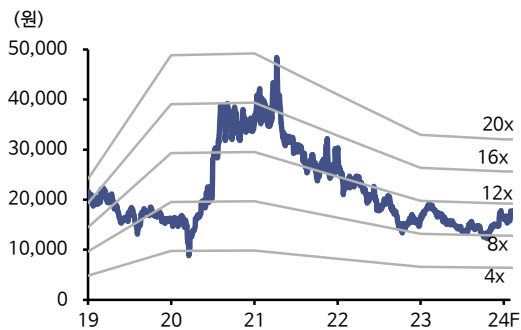
자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	241.1	236.7	(1.8)	273.4	233.2	(14.7)
영업이익	62.5	54.9	(12.2)	77.0	49.2	(36.1)
순이익	68.0	55.9	(17.8)	79.9	55.7	(30.3)

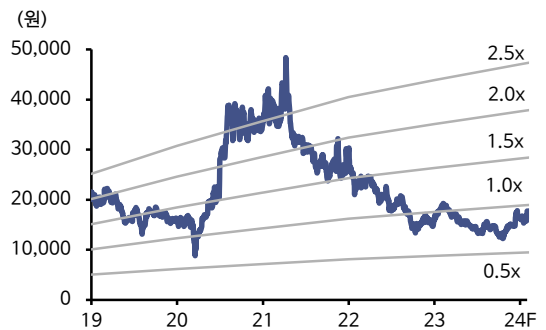
자료: 신한투자증권 추정

웹젠 12개월 선행 PER band



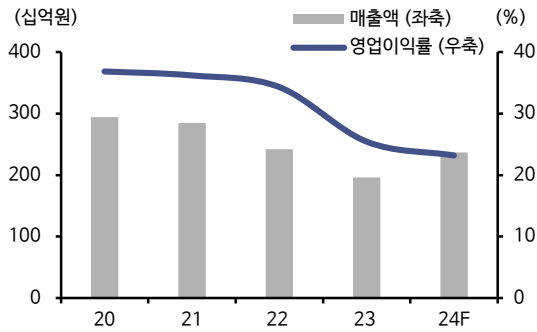
자료: QuantiWise, 신한투자증권

웹젠 12개월 선행 PBR band



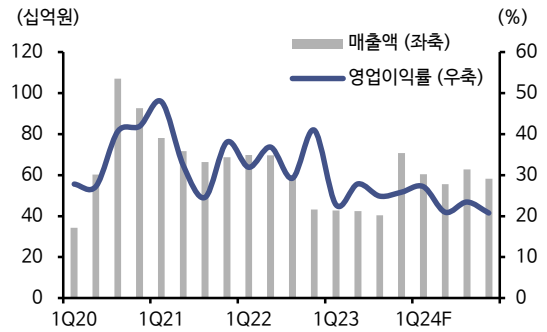
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



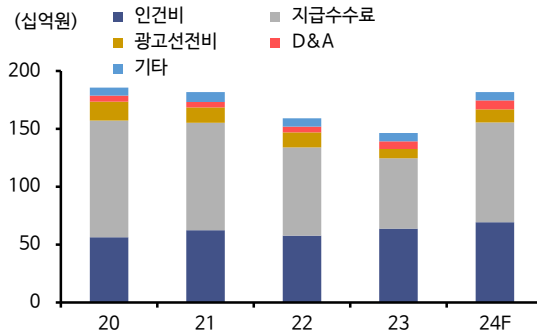
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



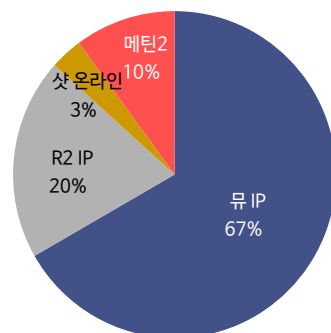
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



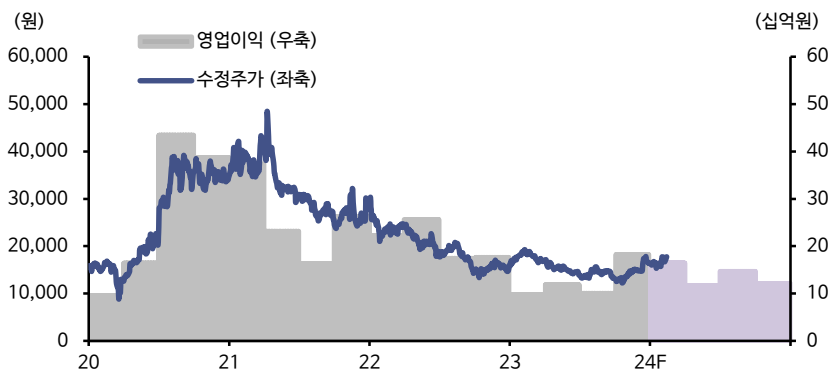
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

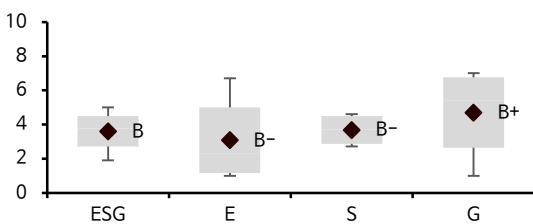
ESG Insight 웹젠

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

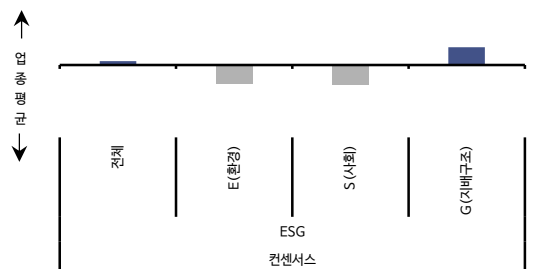
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

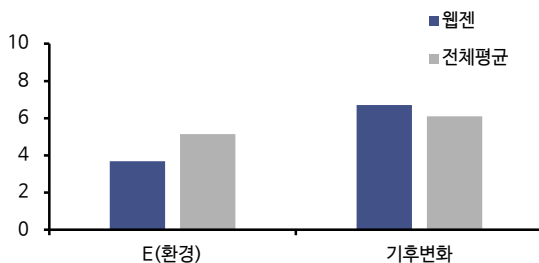
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

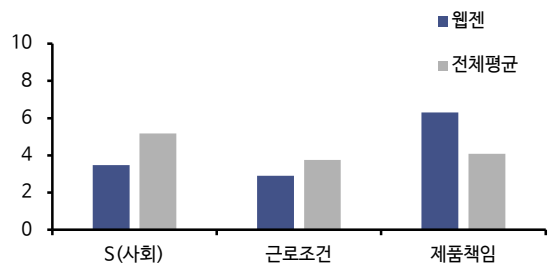
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



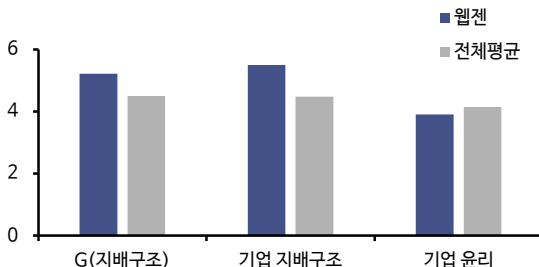
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



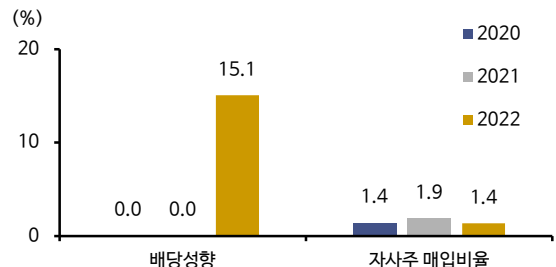
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

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	731.4	755.3	812.1
유동자산	355.2	366.1	614.8	636.6	695.0
현금및현금성자산	72.9	51.8	519.2	553.7	603.1
매출채권	27.0	23.6	38.7	31.8	36.8
재고자산	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
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	115.7	95.5	110.0
유동부채	96.7	62.7	102.7	84.6	97.6
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	13.0	11.0	12.4
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	615.7	659.7	702.1
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	515.6	559.8	602.4
지배주주지분	504.0	572.2	613.6	657.7	700.2
비지배주주지분	1.9	2.2	2.1	2.0	1.9
*총차입금	4.7	4.9	5.0	4.4	4.9
*순차입금(순현금)	(317.0)	(329.0)	(557.0)	(588.8)	(640.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	88.2	39.4	85.8	48.2	67.1
당기순이익	86.9	72.4	57.6	55.9	55.7
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)	26.3	(13.2)	5.9
(법인세납부)	(38.7)	(39.9)	(19.6)	(13.6)	(15.4)
기타	34.8	29.9	15.1	13.5	15.4
투자활동으로인한현금흐름	(82.1)	(48.4)	401.9	(4.3)	(6.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.8)	(1.6)	(6.9)	(5.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(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	3.3	(2.4)
FCF	86.3	27.1	57.5	36.5	46.0
재무활동으로인한현금흐름	(21.0)	(11.6)	(20.7)	(9.4)	(11.4)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	(8.3)	(0.6)	0.4
자기주식의처분(취득)	19.5	10.1	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(10.9)	(8.8)	(11.8)
기타	(40.5)	(21.7)	(1.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	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)	467.4	34.5	49.4
기초현금	87.5	72.9	51.8	519.2	553.7
기말현금	72.9	51.8	519.2	553.7	603.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

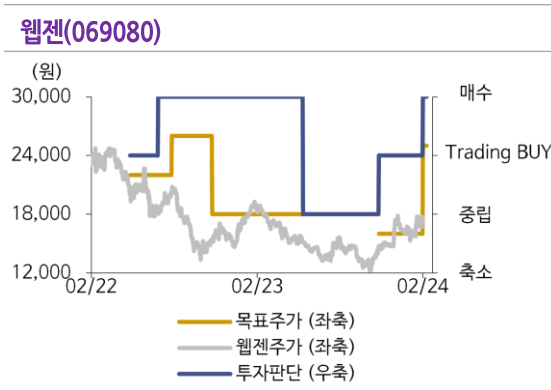
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	284.8	242.1	196.3	236.7	233.2
증감률 (%)	(3.2)	(15.0)	(18.9)	20.6	(1.5)
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	284.8	242.1	196.3	236.7	233.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	181.8	159.1	146.4	181.9	184.0
영업이익	103.0	83.0	49.9	54.9	49.2
증감률 (%)	(4.9)	(19.4)	(39.9)	9.9	(10.3)
영업이익률 (%)	36.2	34.3	25.4	23.2	21.1
영업외손익	18.0	22.3	22.0	14.6	21.9
금융손익	16.7	20.8	5.8	(43.6)	(47.2)
기타영업외손익	1.4	1.5	16.2	58.1	69.1
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	121.0	105.3	71.9	69.4	71.1
법인세비용	34.2	32.9	14.4	13.6	15.4
계속사업이익	86.9	72.4	57.6	55.9	55.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	86.9	72.4	57.6	55.9	55.7
증감률 (%)	0.7	(16.6)	(20.5)	(3.0)	(0.3)
순이익률 (%)	30.5	29.9	29.3	23.6	23.9
(지배주주)당기순이익	86.9	72.4	57.6	55.9	55.7
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	86.3	74.7	57.9	55.9	55.7
(지배주주)총포괄이익	86.3	74.7	58.0	56.0	55.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	107.6	87.9	56.2	60.4	54.8
증감률 (%)	(5.3)	(18.3)	(36.1)	7.5	(9.4)
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.6	25.5	23.5

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,460	2,050	1,644	1,598	1,593
EPS (지배순이익, 원)	2,460	2,050	1,647	1,602	1,597
BPS (자본총계, 원)	14,327	16,266	17,615	18,876	20,090
BPS (지배지분, 원)	14,275	16,202	17,554	18,819	20,036
DPS (원)	0	370	300	400	450
PER (당기순이익, 배)	11.7	7.4	9.9	11.1	11.2
PER (지배순이익, 배)	11.7	7.4	9.9	11.1	11.1
PBR (자본총계, 배)	2.0	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR (지배지분, 배)	2.0	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	6.6	2.4	0.3	0.6	(0.3)
배당성향 (%)	0.0	15.1	15.3	21.0	23.8
배당수익률 (%)	0.0	2.4	1.8	2.3	2.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	37.8	36.3	28.6	25.5	23.5
영업이익률 (%)	36.2	34.3	25.4	23.2	21.1
순이익률 (%)	30.5	29.9	29.3	23.6	23.9
ROA (%)	15.0	11.5	8.4	7.5	7.1
ROE (지배순이익, %)	18.5	13.5	9.7	8.8	8.2
ROIC (%)	449.7	191.1	94.9	109.0	91.9
안정성					
부채비율 (%)	21.6	12.6	18.8	14.5	15.7
순차입금비율 (%)	(62.7)	(57.3)	(90.5)	(89.2)	(91.2)
현금비율 (%)	75.3	82.5	505.3	654.8	617.9
이자보상배율 (배)	1,177.3	675.1	(82,348.3)	(16,818.2)	(15,865.3)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.0)	(5.4)	(5.2)	(5.6)	(5.6)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	40.1	38.1	57.9	54.4	53.7

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	(0.1)	11.4
2024년 02월 14일	매수	25,000	-	-

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 투자자의 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 높음 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 02월 12일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------