

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 6일)	12,470 원

신한생각 자체 개발 신작과 외부 작품 조달까지 시간 필요

〈뮤〉 IP를 활용해 다수 신작 없이도 실적을 방어해왔으나, 현재 시장에서는 작동하기 어려움. 주주환원보다 본업 성과가 주가 반등 열쇠될 것

2Q26 Review: 신작 공백 지속

웹젠은 2Q26 영업이익 380억원(-2.8% YoY, -3.5% QoQ), 영업이익 57억원(-8.4% YoY, +5.2% QoQ, 영업이익률 14.9%)을 기록. 개발사와의 분쟁으로 올해 실적에 기여하지 못하게 된 〈드래곤소드〉의 공백 지속. 신작이 출시되지 않고 있어 매출은 전년, 전분기 대비 하락. 매출 하락에도 광고비 통제하며 분기 50억원대 영업이익 지속될 가능성 높음. 실적 발표와 함께 중간배당 발표. 주당 590원(배당총액 166억원)의 비과세 특별배당 실시. 시가배당률은 5%로 연초 발표했던 주주환원 계획의 이행

하반기에도 신작이 출시되기 어려울 전망. 전략 디펜스 신작 〈게이트 오브 게이트〉, 〈디펜스 게임의 폭군이 되었다〉 IP를 활용한 〈프로젝트 D1〉, 뮤 IP 신작 〈프로젝트G〉에 대한 정보를 하반기 중 공개할 계획. 서브컬처 수집형 RPG 〈테르비스〉는 수 차례 테스트와 마케팅을 거쳤음에도 출시가 지연됨. 〈테르비스〉는 8월 15일 시작되는 도쿄 ‘코믹마켓’ 참가 예정

Valuation & Risk: 투자 회수 및 신작 출시까지 시간이 더 필요

투자이전 ‘중립’ 유지. 주가 하락에도 불구하고 이익 체력 축소로 밸류에이션 매력이 없는 상황. 자체 개발 외에도 보유 현금 활용한 개발사 및 퍼블리싱 투자 진행. 다만 회수까지는 1~2년의 시간이 더 필요할 것으로 예상. 전년부터 자사주 매입, 배당 등 주주환원 규모를 확대하고 있으나 실적 성장이 동반되지 않아 지속성에 의문이 있음. 〈드래곤소드〉 사태로 인해 퍼블리싱 및 투자 관리 역량에 대한 신뢰도 하락해 단기 반등 어려울 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	214.7	54.6	56.9	8.4	8.8	0.7	0.5	2.2
2025	174.4	29.7	24.0	18.6	3.5	0.7	4.0	5.4
2026F	154.6	22.4	28.7	14.0	4.2	0.6	0.9	6.4
2027F	163.2	18.0	20.2	19.1	3.0	0.6	1.1	7.2
2028F	158.9	7.8	15.7	24.7	2.4	0.6	2.3	7.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 수석연구원

✉ sokang@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

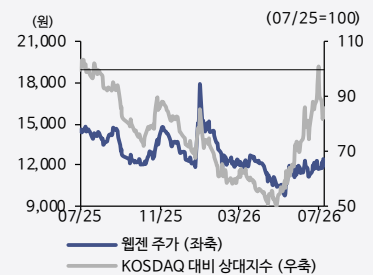
시가총액	386.2십억원
발행주식수(유동비율)	31.0백만주(57.4%)
52주 최고가/최저가	17,990원/9,780원
일평균 거래액 (60일)	1,529백만원
외국인 지분율	29.7%

주요주주 (%)

김병관 외 2인	33.5
FunGame International Limited	23.1

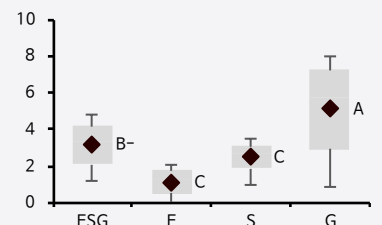
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	8.7	3.9	(15.5)	(4.0)
상대	14.9	56.9	(15.3)	13.2

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



웹젠 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
영업수익	41.6	39.1	43.8	49.9	39.4	38.0	38.5	38.6	174.4	154.6	163.2
(%YoY)	(32.4)	(18.6)	(10.8)	(10.9)	(5.2)	(2.8)	(12.1)	(22.6)	(18.8)	(11.4)	5.6
(%QoQ)	(25.9)	(5.9)	12.1	13.9	(21.2)	(3.5)	1.4	0.3			
[매출구성]											
뮤 IP	29.6	26.0	27.1	27.1	24.5	24.8	23.6	22.2	109.8	95.1	77.4
R2 IP	4.9	4.5	4.2	4.1	4.0	4.1	4.1	4.3	17.7	16.4	15.8
샷 온라인	0.9	1.1	0.8	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0	4.2	4.1	3.7
메틴2	5.5	5.9	8.5	10.1	7.8	6.4	6.3	6.1	30.0	26.5	23.7
기타	0.7	1.6	3.2	7.3	2.0	1.7	3.6	5.2	12.7	12.5	42.5
영업비용	32.7	32.9	36.2	42.9	34.0	32.4	32.8	33.0	144.7	132.2	145.3
(%YoY)	(24.9)	(9.1)	(8.4)	4.8	4.1	(1.8)	(9.4)	(23.0)	(9.7)	(8.7)	9.9
(%QoQ)	(20.2)	0.9	9.9	18.6	(20.8)	(4.8)	1.4	0.7			
[비용구성]											
인건비	16.7	17.3	17.5	17.6	17.5	17.5	17.8	18.1	69.1	71.0	74.7
지급수수료	11.9	10.7	11.4	12.3	9.5	9.7	9.4	9.5	46.4	38.1	43.5
광고선전비	0.4	0.8	3.2	9.1	3.2	1.1	1.6	1.4	13.4	7.2	10.3
D&A	1.9	2.0	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	8.0	7.6	8.1
기타	1.8	2.1	1.9	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1	7.8	8.2	8.7
영업이익	8.9	6.2	7.6	7.0	5.4	5.7	5.7	5.6	29.7	22.4	18.0
(%YoY)	(50.5)	(47.7)	(20.7)	(53.6)	(39.6)	(8.4)	(24.9)	(20.0)	(45.5)	(24.7)	(19.8)
(%QoQ)	(41.2)	(30.7)	23.7	(8.0)	(23.4)	5.2	1.3	(1.9)			
(%OPM)	21.4	15.8	17.4	14.1	13.7	14.9	14.9	14.5	17.0	14.5	11.0
당기순이익	1.3	6.7	8.8	6.8	8.8	6.3	5.9	7.5	23.5	28.5	20.0
(%YoY)	(93.9)	(51.6)	(13.0)	(44.1)	596.2	(6.4)	(32.3)	10.3	(58.5)	21.3	(29.8)
(%QoQ)	(89.5)	431.4	29.9	(22.6)	30.4	(28.5)	(6.0)	26.0			
(%NPM)	3.1	17.2	20.0	13.6	22.4	16.6	15.4	19.3	13.5	18.5	12.3
지배기업순이익	1.3	6.8	8.9	7.0	8.9	6.3	6.0	7.5	24.0	28.7	20.2
(%YoY)	(93.5)	(51.0)	(12.4)	(42.7)	560.4	(7.5)	(32.2)	7.8	(57.8)	19.6	(29.7)
(%QoQ)	(89.0)	408.4	29.5	(21.2)	27.2	(28.8)	(5.0)	25.3			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

웹젠 2Q26P 실적 Review

(십억원)	2Q26P	1Q26	%QoQ	2Q25	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	38.0	39.4	(3.5)	39.1	(2.8)	-	-
영업이익	5.7	5.4	5.2	6.2	(8.4)	-	-
순이익	6.3	8.9	(28.8)	6.8	(7.5)	-	-
영업이익률	14.9	13.7		15.8		-	
순이익률	16.6	22.6		17.5		-	

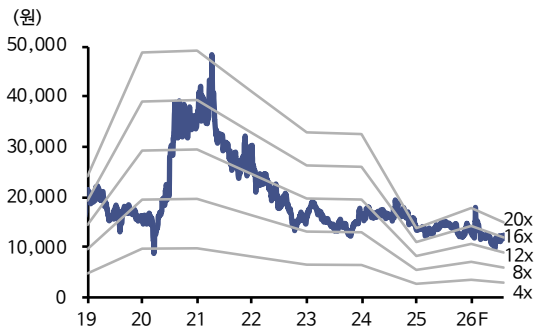
자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹젠 2026, 2027년 실적 추정치

(십억원)	2026F			2027F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	-	154.6	-	-	163.2	-
영업이익	-	22.4	-	-	18.0	-
순이익	-	28.7	-	-	20.2	-

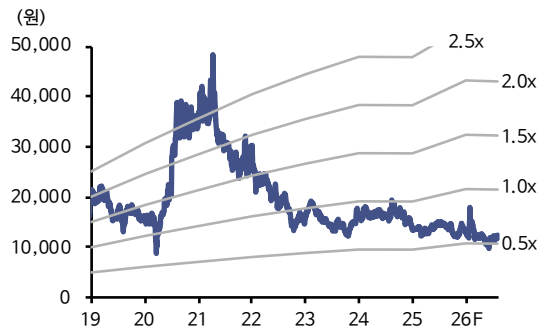
자료: 신한투자증권 추정

웹젠 12개월 선행 PER band



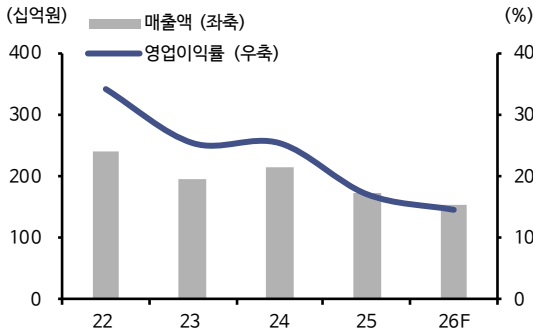
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

웹젠 12개월 선행 PBR band



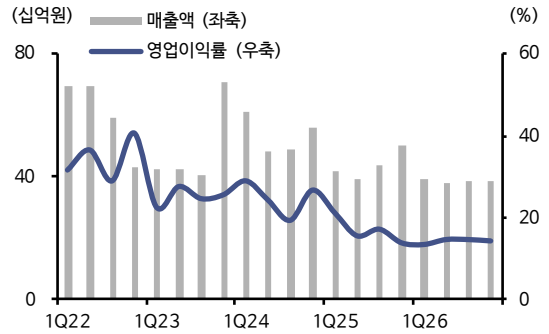
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



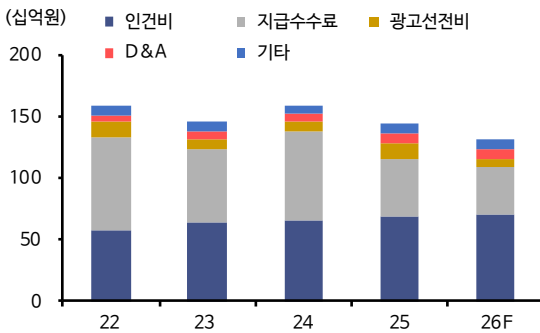
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



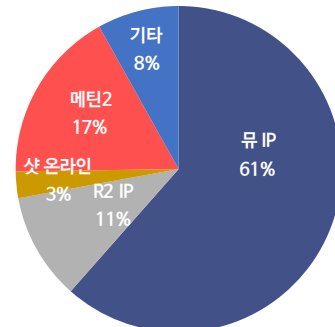
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



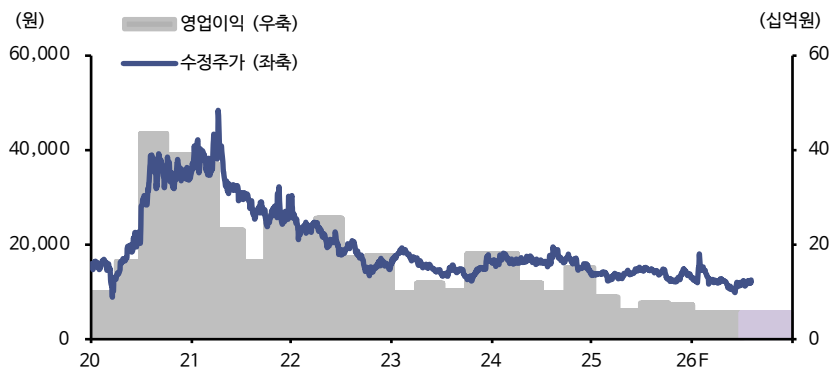
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 비중 (2026F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

웹젠 영업이익 및 주가 추이



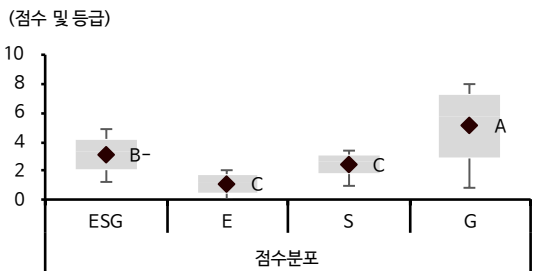
자료: 회사 자료, 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

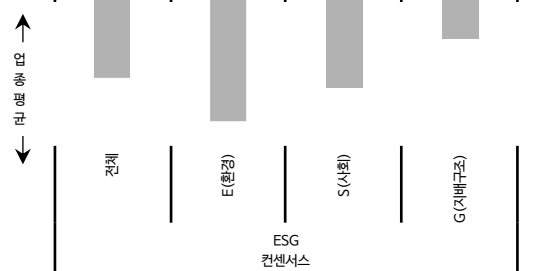
- ◆ 2018년 포괄임금제 전면 폐지 및 자율출근제 도입, 2019년 유연근무제로 확대
- ◆ 2017년부터 청소년 코딩교육 및 게임 과몰입 예방 사업 운영, 2026년 4년 연속 'ESG나눔기업패' 수상
- ◆ 2026년 자사주 363만주 소각을 통해 발행주식 수 10.5% 축소 및 주주가치 제고

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustainvest, 신한투자증권

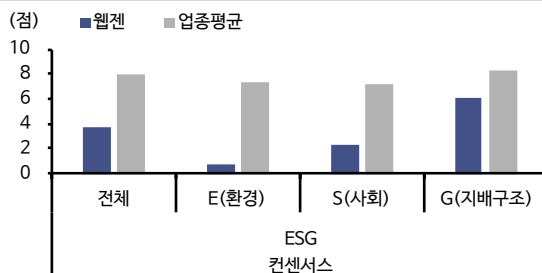
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

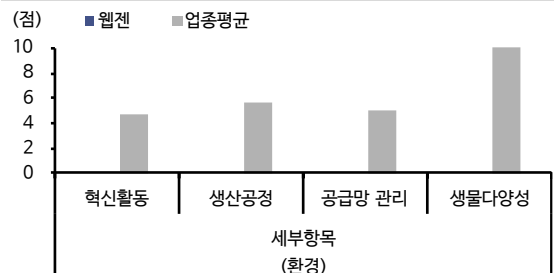
Key Chart

ESG 필라



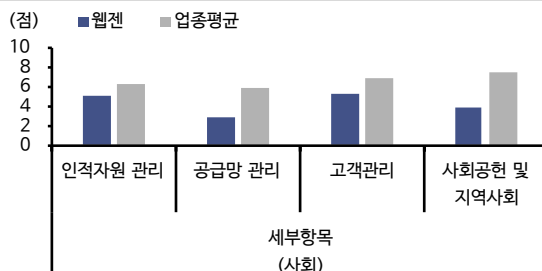
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



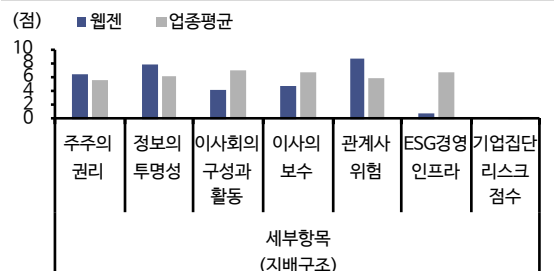
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	750.9	768.1	761.8	774.0	745.6
유동자산	482.3	329.8	385.4	387.0	374.6
현금및현금성자산	261.0	76.3	88.2	69.0	80.6
매출채권	21.6	22.0	17.0	20.0	16.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	268.6	438.2	376.4	387.0	371.1
유형자산	66.0	75.1	81.6	84.0	84.2
무형자산	30.1	32.3	36.6	41.2	47.7
투자자산	135.5	285.3	208.8	212.3	189.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	78.3	84.2	91.8	109.3	90.7
유동부채	68.6	71.2	77.7	92.3	76.3
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	9.7	13.0	14.1	17.0	14.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	3.8	2.3	2.0	2.0	2.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	672.6	683.9	670.0	664.7	654.9
자본금	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	149.8	51.3	51.1	51.1	51.1
기타자본	(69.8)	(69.2)	(68.7)	(68.7)	(68.7)
기타포괄이익누계액	1.8	2.5	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	571.0	681.5	668.1	663.0	653.3
지배주주지분	670.5	683.6	669.8	664.6	655.0
비지배주주지분	2.1	0.3	0.2	0.1	(0.1)
*총차입금	5.7	4.1	3.4	3.6	3.3
*순차입금(순현금)	(449.4)	(296.6)	(359.5)	(356.9)	(349.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	72.4	19.1	21.1	25.7	(38.7)
당기순이익	56.8	23.5	28.5	20.0	15.5
유형자산상각비	5.4	6.9	7.2	7.7	7.9
무형자산상각비	1.5	1.1	0.2	0.2	0.3
외화환산손실(이익)	0.3	0.7	(0.4)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	(2.9)	(0.2)	0.0	0.0
운전자본변동	4.9	(20.6)	(16.5)	10.4	(13.7)
(법인세납부)	(15.2)	(17.7)	(7.1)	(6.3)	(4.9)
기타	18.7	28.4	9.4	(6.3)	(43.8)
투자활동으로인한현금흐름	114.9	(187.4)	0.6	(22.6)	75.8
유형자산증가(CAPEX)	(11.6)	(6.9)	(13.3)	(10.0)	(8.1)
유형자산감소	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.0)	(3.5)	(4.5)	(4.8)	(6.8)
투자자산감소(증가)	0.0	(4.9)	122.5	(3.6)	22.7
기타	126.5	(172.4)	(104.1)	(4.2)	68.0
FCF	42.4	9.0	21.8	13.9	0.2
재무활동으로인한현금흐름	(10.7)	(16.2)	(30.4)	(22.3)	(25.6)
차입금증가(감소)	0.0	0.0	(9.6)	0.2	(0.3)
자기주식처분(취득)	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.8)	(8.8)	(20.3)	(22.5)	(25.3)
기타	(1.9)	(12.8)	(0.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.4	(0.1)	0.2	0.0	0.0
현금증가(감소)	177.0	(184.7)	11.9	(19.2)	11.5
기초현금	84.0	261.0	76.3	88.2	69.0
기말현금	261.0	76.3	88.2	69.0	80.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	214.7	174.4	154.6	163.2	158.9
증감률 (%)	9.4	(18.8)	(11.4)	5.6	(2.6)
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	214.7	174.4	154.6	163.2	158.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	160.2	144.7	132.2	145.3	151.0
영업이익	54.6	29.7	22.4	18.0	7.8
증감률 (%)	9.3	(45.5)	(24.7)	(19.8)	(56.3)
영업이익률 (%)	25.4	17.0	14.5	11.0	4.9
영업외손익	16.9	5.3	14.9	8.4	12.6
금융손익	20.7	17.1	18.1	12.6	48.7
기타영업외손익	(3.8)	(14.8)	(3.4)	(4.2)	(36.1)
중속 및 관계기업관련손익	0.0	2.9	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.4	35.0	37.3	26.4	20.4
법인세비용	14.7	11.5	8.8	6.3	4.9
계속사업이익	56.8	23.5	28.5	20.0	15.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.8	23.5	28.5	20.0	15.5
증감률 (%)	(1.4)	(58.5)	21.3	(29.8)	(22.5)
순이익률 (%)	26.4	13.5	18.5	12.3	9.8
(지배주주)당기순이익	56.9	24.0	28.7	20.2	15.7
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
총포괄이익	56.7	24.5	28.4	20.0	15.5
(지배주주)총포괄이익	56.9	25.0	28.5	20.1	15.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	61.4	37.7	29.8	25.8	16.0
증감률 (%)	8.7	(38.6)	(21.1)	(13.4)	(38.0)
EBITDA 이익률 (%)	28.6	21.6	19.3	15.8	10.1

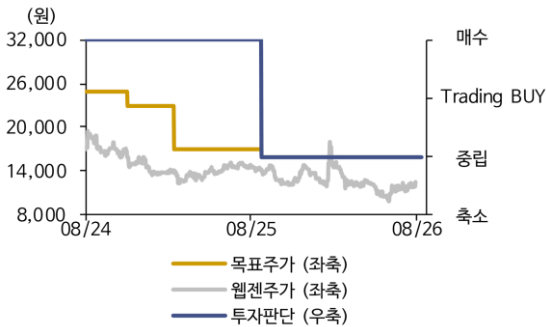
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	1,624	679	887	647	501
EPS (지배순이익, 원)	1,629	693	893	652	506
BPS (자본총계, 원)	19,245	19,765	21,635	21,465	21,149
BPS (지배지분, 원)	19,185	19,757	21,628	21,463	21,151
DPS (원)	300	700	800	900	900
PER (당기순이익, 배)	8.4	19.0	14.1	19.3	24.9
PER (지배순이익, 배)	8.4	18.6	14.0	19.1	24.7
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	0.5	4.0	0.9	1.1	2.3
배당성향 (%)	15.5	84.7	78.3	125.3	161.7
배당수익률 (%)	2.2	5.4	6.4	7.2	7.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	28.6	21.6	19.3	15.8	10.1
영업이익률 (%)	25.4	17.0	14.5	11.0	4.9
순이익률 (%)	26.4	13.5	18.5	12.3	9.8
ROA (%)	7.8	3.1	3.7	2.6	2.0
ROE (지배순이익, %)	8.8	3.5	4.2	3.0	2.4
ROIC (%)	68.5	25.2	19.8	15.3	6.1
안정성					
부채비율 (%)	11.6	12.3	13.7	16.4	13.9
순차입금비율 (%)	(66.8)	(43.4)	(53.7)	(53.7)	(53.3)
현금비율 (%)	380.5	107.2	113.5	74.8	105.6
이자보상배율 (배)	324.0	86.9	-	-	-
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.9)	(6.5)	(6.0)	(5.0)	(5.2)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
매출채권회수기간 (일)	47.5	45.5	46.0	41.4	42.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

웹젠(069080)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 14일	매수	25,000	(33.7)	(22.1)
2024년 08월 15일		6개월경과	(31.4)	(23.6)
2024년 11월 08일	매수	23,000	(37.1)	(30.8)
2025년 02월 18일	매수	17,000	(18.0)	(10.8)
2025년 08월 19일		6개월경과	(15.9)	(14.9)
2025년 08월 29일	중립	-	(20.4)	5.8
2026년 03월 02일		6개월경과	-	-

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 실적차와 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 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 (2026년 08월 05일 기준)

매수 (매수)	92.72%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	2.68%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------