

웹젠 069080

5년만에 전하는 출사표

2Q25 Review: 당사 추정에 부합, 뮤의 지속된 하락

2Q25 실적은 매출액 391억원(QoQ-6%), 영업이익 62억원(QoQ-31%)으로 당사추정에 대체로 부합(396/78)했다. 모바일 캐시카우인 모나크의 하락과 PC 일부하락 이어지고 있어 3Q도 소폭하락 예상된다. 비용은 여전히 잘 통제되고 있다. 2Q 마케팅비용 8억원, 인건비 173억원으로 전분기와 유사하게 집행되었다. 당기순이익은 전분기 엔씨소프트와의 법적분쟁에서 지출된 약 160억원이 제거되면서 흑전한 67억원 시현했다. 이자지급자산이 많아 앞으로도 영업이익을 뛰어넘는 당기순이익을 기록할 것이 기대된다.

여전히 가장 싼 게임주, 5년만의 자체개발신작+오픈월드 신작 출시로 관심

'25년 PBR 0.8배, PER 10배다. 엔씨 배상금 지급으로 EPS 훼손 불구하고 여전히 게임주 중 가장 저렴한 밸류에이션을 보이고 있다. 동사가 이렇게 낮은 밸류에이션을 받는 이유는 지난 5년간 오로지 중국개발 뮤IP 국내 퍼블리싱에 의존했기 때문이다. 현금창출은 나쁘지 않았으나 부여 밸류에이션을 높게 줄 수 없는 저성장 환경이었다. 4분기부터는 그림이 달라질 수 있어 주목한다. 2020년 출시된 R2M에 이은 5년만의 자체개발 신작 R2 ORIGIN이 4Q출시된다. R2M은 출시초기 일매출 6~7억원의 성과를 거둔바 있다. 언리얼5로 5년간의 개발기간을 거친 만큼 일반적인 수준의 리니지라이크의 퀄리티를 보일 것으로 예상된다. R2오리진 초기일 매출로 3.6억원을 제시한다. 하운드 13 개발의 '드래곤소드'도 4Q출시 예정이다. 글로벌에서 희소한 모바일/PC 오픈월드 수집형 RPG 장르로, CBT에서 최적화를 제외하고 대체로 호평 받은 바 있다. 드래곤소드 글로벌 퍼블리싱 권한까지 보유하고 있는 것으로 추정된다. 글로벌 확장 시에는 매출의 규모가 커질 수 있다. 그 외 뮤IP기반의 키우기 장르 게임 1종도 출시 예정이다.

여전히 저평가, 뮤IP신작 출시로 '26년 증익 확실시

목표주가와 투자 의견을 유지한다. 당초 기대작이었던 테르비스는 퀄리티를 이유로 1년 연기되었다. 그러나 R2오리진이 예상보다 빠르게 출시되며 오히려 기대이익은 상향되었다. '26년에는 뮤IP신작, 테르비스 포함한 4종의 게임 출시를 예상한다. 5년만의 출사표가 기나긴 저평가를 벗어날 Key로 작용할 가능성 높다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	242	196	215	198	251
영업이익	83	50	55	44	66
영업이익률(%)	34.3	25.4	25.4	22.0	26.2
세전이익	105	72	71	51	93
지배주주지분순이익	72	58	57	39	70
EPS(원)	2,050	1,648	1,629	1,339	2,395
증감률(%)	-16.7	-19.6	-1.2	-17.8	78.8
ROE(%)	13.5	9.7	8.8	6.0	10.7
PER(배)	7.4	9.9	8.4	10.8	6.0
PBR(배)	0.9	0.9	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.5	8.0	2.4	5.9	3.5

자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.08.18

매수(유지)

목표주가(유지)	20,000원
현재주가(08/14)	14,420원
상승여력	38.7%

Stock Data

KOSDAQ	815.3pt
시가총액(보통주)	499십억원
발행주식수	34,601천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	58천주
60일 평균거래대금	850백만원
외국인 지분율	29.7%
52주 최고가	19,670원
52주 최저가	12,210원
주요주주	
김병관(외 3인)	28.4%
FunGame International Limited(외 1인)	20.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.5	-6.5
3M	2.2	-8.1
6M	3.1	-4.6

주가차트

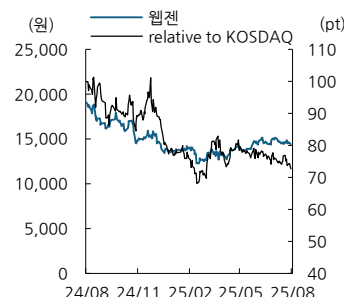
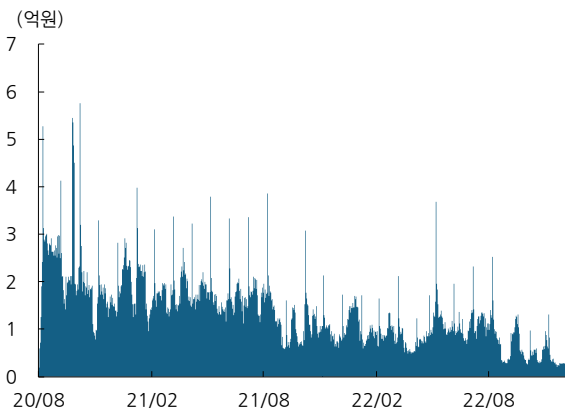


표1 웹젠 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	61.4	47.9	49.1	56.0	41.6	39.1	37.9	79.4	214.3	197.9
유	44.1	31.8	34.6	40.5	29.6	26.0	24.7	23.6	150.9	103.9
유 해외	10.0	9.5	9.9	9.2	10.8	10.8	12.2	12.0	38.6	45.8
R2	6.1	5.6	4.9	4.4	3.5	3.1	3.1	2.7	21.0	12.4
메틴2	6.4	6.0	6.1	7.5	5.5	5.9	6.6	6.9	26.1	24.9
드래곤소드								18.4		18.4
테르비스								22.2		22.2
영업비용	43.5	36.2	39.5	40.9	32.7	32.9	32.7	56.0	160.2	154.3
인건비	16.5	16.3	17.0	16.2	16.7	17.3	17.2	16.5	66.0	67.7
마케팅비	0.7	0.6	1.7	5.1	0.4	0.8	0.9	6.8	8.1	8.9
영업이익	17.9	11.7	9.5	15.0	8.9	6.1	5.1	23.4	54.2	43.5
OPM	29	24	19	27	21	16	14	29	25	22
지배순이익	20.7	14.0	10.1	12.2	1.3	6.7	8.6	22.3	56.9	39.0
NPM	34	29	21	22	3	17	23	28	27	20

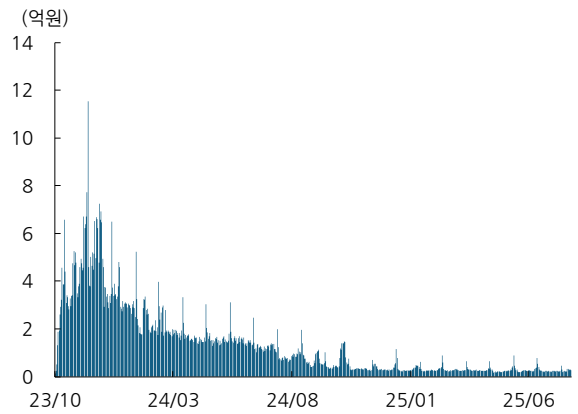
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 R2M 출시 초기 매출 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림2 유오리진 매출 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림3 R2 오리진 - 4Q 출시 예정



자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터

그림4 드래곤소드 - 4Q 출시 예정



자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터

[웹젠 069080]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	366	382	482	548	559	매출액	242	196	215	198	251
현금 및 현금성자산	52	84	261	217	220	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	28	39	25	30	27	매출총이익	242	196	215	198	251
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	159	146	160	154	185
기타	287	259	196	300	312	영업이익	83	50	55	44	66
비유동자산	281	321	269	222	233	(EBITDA)	88	57	61	51	74
관계기업투자등	177	177	125	85	88	금융손익	11	19	19	6	7
유형자산	45	55	66	69	76	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	35	32	30	29	27	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	647	703	751	770	793	기타영업외손익	12	3	-2	2	21
유동부채	63	73	69	107	73	세전계속사업이익	105	72	71	51	93
매입채무 및 기타채무	14	24	24	31	27	계속사업법인세비용	33	14	15	12	23
단기금융부채	2	2	2	14	-19	계속사업이익	72	58	57	39	70
기타유동부채	46	48	43	62	64	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	10	6	10	40	36	당기순이익	72	58	57	39	70
장기금융부채	3	1	4	4	-1	지배주주	72	58	57	39	70
기타비유동부채	7	5	6	37	37	총포괄이익	72	58	57	39	70
부채총계	73	79	78	148	109	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	572	622	671	621	682	영업이익률 (%)	34.3	25.4	25.4	22.0	26.2
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	36.3	28.8	28.6	25.8	29.4
자본잉여금	150	150	150	150	150	당기순이익률 (%)	29.9	29.3	26.4	19.7	27.7
이익잉여금	483	524	571	596	657	ROA (%)	11.5	8.5	7.8	5.1	8.9
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2	ROE (%)	13.5	9.7	8.8	6.0	10.7
자본총계	574	624	673	623	684	ROIC (%)	24.2	13.7	15.9	12.0	14.2

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	39	60	72	71	64	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	72	58	57	39	70	P/E	7.4	9.9	8.4	10.8	6.0
비현금수익비용가감	-8	6	6	28	4	P/B	0.9	0.9	0.7	0.8	0.7
유형자산감가상각비	5	5	5	6	7	P/S	2.2	2.9	2.2	2.5	2.0
무형자산상각비	0	1	2	1	1	EV/EBITDA	4.5	8.0	2.4	5.9	3.5
기타현금수익비용	-13	-1	0	20	-4	P/CF	8.4	9.0	7.6	7.5	6.8
영업활동 자산부채변동	-29	-3	5	2	-10	배당수익률 (%)	2.4	1.8	2.2	2.1	2.8
매출채권 감소(증가)	2	-8	13	-2	4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-15.0	-18.9	9.4	-7.9	27.1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	22	-4	영업이익	-19.4	-39.9	9.3	-20.2	51.5
기타자산 부채변동	-31	5	-8	-18	-10	세전이익	-13.0	-31.7	-0.7	-28.6	82.4
투자활동 현금	-48	-15	115	-60	-19	당기순이익	-16.6	-20.5	-1.4	-31.4	79.1
유형자산처분(취득)	-2	-21	-12	-10	-14	EPS	-16.7	-19.6	-1.2	-17.8	78.8
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	105	173	186	-39	-4	부채비율	12.6	12.7	11.6	23.7	15.9
기타투자활동	-148	-167	-60	-11	-2	유동비율	583.6	526.1	703.1	510.3	765.3
재무활동 현금	-12	-13	-11	-3	-42	순차입금/자기자본(x)	-24.4	-19.0	-49.3	-32.0	-35.2
차입금의 증가(감소)	-2	-2	-2	0	-33	영업이익/금융비용(x)	675.1	485.9	324.0	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-10	-11	-9	-12	-9	총차입금 (십억원)	5	3	6	18	-20
배당금의 지급	0	11	9	9	9	순차입금 (십억원)	-140	-119	-332	-199	-240
기타재무활동	0	0	0	9	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-21	32	177	-44	3	EPS	2,050	1,648	1,629	1,339	2,395
기초현금	73	52	84	261	217	BPS	16,202	17,788	19,185	17,938	19,701
기말현금	52	84	261	217	220	SPS	6,857	5,616	6,144	5,718	7,266
NOPLAT	57	40	43	33	49	CFPS	1,810	1,822	1,807	1,932	2,126
FCF	-13	45	183	9	45	DPS	370	300	300	300	400

자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

웹젠 (069080) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-06-02	담당자변경				
2025-06-02	매수	20,000	-26.7	-24.2	
2025-08-18	매수	20,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.