웹젠(069080)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

신작라인업의 지속적인 보강필요

신작 공백에 따른 매출둔화세 지속

'25년 12월 임시 주주총회를 통해 창업자인 김병관 이사가 경영 일선에 복귀했는데, 이는 최근의 실적 부진과 노후화된 IP 등 당면한 난관을 정면 돌파하기 위한 행보로 판단된다. 웹젠은 자체 개발게임 확대 및 MMORPG, Indie, Casual 등 게임 장르의 다양화를 적극 도모하고 있지만 신작 공백에 따른 매출둔화세가 지속되고 있다. 실적 하향세가 지속됨에 따라, 신작라인업 보강에 기반한 매출 확장성이 반드시 필요한 상황이다.

1분기 드래곤소드 출시

'26년 동사의 전략은 '장르와 플랫폼의 다변화'가 될 전망이다. 1월에는 하운드 13에서 개발 중인 모바일·PC 오픈월드 수집형 RPG '드래곤소드'의 사전예약이 진행되고 21일 정식 출시예정이다. '26년 1분기 실적은 신규 출시되는 '드래곤소드'의 흥행 여부에 좌우될 것으로 보인다. 신규 IP의 성공 시 매출 레버리지 효과로 영업이익이 큰 폭으로 늘어나고 이익률도 개선될 것으로 판단된다. 순이익 또한 전년도에 반영된 소송비용 등의 일회성 요인이 해소되면서 보다 높은 증가율을 보일 가능성이 있다.

오랜만의 신작, 초기성과 확인이 중요한 시점

신규 타이틀의 출시템포가 적절히 유지되면 1분기를 기점으로 매출·비용 구조가 개선될 것으로 판단된다. 반면 신작흥행이 기대치를 밑돌 경우, 실적 개선 폭은 제한될 수 밖에 없다. 결국 '26년 상반기 실적모멘텀을 가를 주요 변수는 신작의 초기성과와 수명주기가 될 것이다. 신작 IP 출시에 따른 수익 확장성이 가시화 되는 모습을 보여줘야 주가의 점진적인 레벨업이 가능하다.

Fig. 1: 웹젠 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	196	215	166	214	235
영업이익	50	55	28	48	58
세전이익	72	71	40	63	71
순이익[지배]	58	57	30	47	54
EPS(원)	1,646	1,629	861	1,364	1,551
증감률(%)	-19.7	-1.0	-47.1	58.4	13.7
PER(배)	9.9	8.4	15.0	9.2	8.1
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.2	0.5	2.9	0.7	-
ROE(%)	9.7	8.8	4.4	6.6	7.1
배당수익률	1.8	2.2	2.3	2.4	2.4

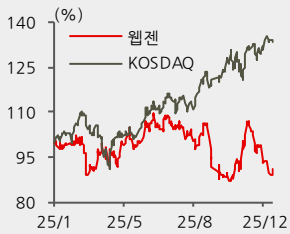
자료: 웹젠, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	17,000원
[유지]	35.0%
현재주가	12,590원
2026/1/14	

주식지표

시가총액	436십억원
52주최고가	15,160원
52주최저가	12,060원
상장주식수	3,460만주/0.0만주
자본금/액면가	18십억원/500원
60일평균거래량	6.6만주
60일평균거래대금	1십억원
외국인지분율	28.2%
자기주식수	553만주/16.0%
주요주주및지분율	
김병관 외	29.1%
FunGame International Limited	20.7%

주가동향



이종원
인터넷/게임
bluesky@bnkfn.co.kr
(02)2071-7657

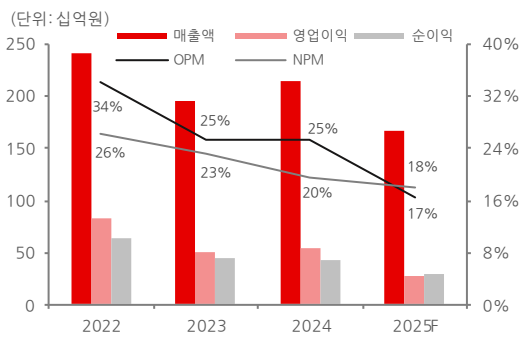
BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

이익 레버리지의 점진적 회복은 '신작가동'에 달려 있어

'25년 실적하락이 단기 저점으로 인식되기 위해서는 '26년에는 유의미한 턴어라운드가 이뤄져야 한다. '26년 영업이익률은 신작매출이 본격화되면 20%대 중후반까지 회복되어 지난 '22년 수준의 수익성을 부분적으로 되찾을 수 있을 전망이다. 순이익 측면에서도 '25년에 반영된 소송 판결 관련 충당비용, 환율효과 등의 변수가 정상화되면서 순이익률이 개선될 것으로 전망된다. 비용측면에서는 '25년 상반기 지급수수료가 226억원으로 전년동기 대비 -42%를 기록하며 퍼블리싱/결제 수수료 축소가 이익방어에 기여하는 모습을 나타냈다. 다만 인건비 및 기타 고정비 항목이 완만히 증가하는 모습을 나타내고 있어 구조적으로 신작 매출볼륨이 절실히 필요한 상황이다.

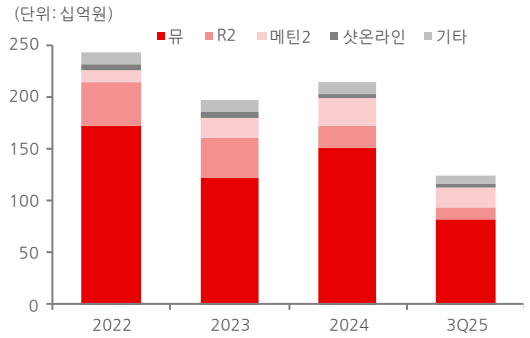
동사는 뮤 IP를 활용한 신작게임 부재로 오랜시간 매출 하락세가 지속되고 있다. 지난 '20년 출시한 '뮤 아크엔젤' 이후 눈에 띄는 신작 타이틀이 없다. 매출볼륨에서는 여전히 '뮤' IP가 절대적 비중을 차지하고 있다. 지난 3분기 매출액은 438억원, 영업이익은 76억원을 시현했는데, 전년동기대비 각각 10.8%, 20.7% 하락한 내용이였다. 매출의 60% 이상을 차지하는 '뮤'의 매출이 20% 가까이 감소한 영향이 컸다. 기존 뮤 IP의 드라마틱한 트래픽 상승을 기대하기 힘들다면 결국 이익 레버리지의 회복은 '신작가동'에 달려 있다. '25년 하반기에 'R2 ORIGIN'과 '뮤: 포켓 나이츠' 가 출시 되었으나 아직 큰 흥행을 거두진 못하고 있다. 따라서 '26년 상반기 출시예정인 '드래곤소드' 등 장르가 다변화된 IP 1~2종이 기존 IP의 매출공백을 메워야 한다. 올해 신작라인업의 보강은 단기매출 확장과 함께 중기적인 이익 체질개선의 분수령이 될 전망이다. 동사는 지난 '지스타 2025'에서 전략디펜스 장르인 '게이트 오브 게이츠'를 출품한 바 있다. 국내 개발사 '리트레일'에 지분 투자와 함께 퍼블리싱 계약을 체결한 게임이다. 다만 아직 출시일이 정해지지 않아 당장 전력 라인업으로 보기는 힘들다.

Fig. 2: 웹젠 실적 추이 및 전망



자료: 웹젠, BNK투자증권

Fig. 3: 웹젠 게임/IP별 매출액 추이



자료: 웹젠, BNK투자증권
주: 3Q25는 누적 기준

오픈월드 수집형 RPG '드래곤소드' 1월 21일 출시예정

동사의 캐시카우는 여전히 '뮤' IP를 중심으로 한 라이브 게임이다. 여기에 R2·메틴2·샷온라인이 매출 볼륨의 보조축을 이루고 있다. '25년 매출 비중에서도 '뮤'가 약 60% 이상으로 절대적 우위를 유지했다. '25년은 모바일·PC 양축에서 신작 공백의 흐름이 여실히 나타나는 흐름이였다. '26년의 핵심전략은 신작 출시에 기반한 장르·플랫폼의 다변화에 있다. 하운드 13에서 개발 중인 모바일·PC 오픈월드 수집형 RPG '드래곤소드'가 이번달에 출시된다. '드래곤소드'는 오픈월드 액션 RPG로 CBT를 통해 액션성과 완성도를 점검 하고 사전예약을 진행 중이다. 기존 라인업 대비 다른 고객군을 타켓하여 유저 베이스 확장 카드로 의미가 있다. 오랜만에 신규 타이틀의 출시템포가 빨라짐에 따라 1분기를 기점으로 매출·비용 구조가 개선될 여지가 생겼다. '26년 상반기 신규 라인업의 안정적인 흥행궤도 진입여부가 중단기 밸류에이션 리레이팅의 분기점이 될 것으로 예상된다. 기출시작인 R2 ORIGIN, 뮤: 포켓 나이츠 등이 일정 수준의 매출 하한선을 확보할 경우, '26년 출시예정인 신작 IP가 레거시 타이틀의 부진을 상쇄하는 '다운사이드 헤지' 역할을 할 것으로 판단된다. 신작 IP 출시에 따른 수익 확장성이 가시화 되는 모습을 보여줄 때 비로소 주가의 점진적인 레벨업이 가능할 전망이다.

Fig. 4: 웹젠 오픈월드 수집형 RPG 드래곤소드

자료: 웹젠, BNK투자증권

Fig. 5: 웹젠 신작 로드맵

		4Q25			1Q26			2Q26			3Q26		
		10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
드래곤소드 (퍼블리싱)	Mobile PC				◆	----	----	----	----	▶			
REMORE (퍼블리싱)	PC					◆	----	----	▶				
GOG (퍼블리싱)	Mobile PC												
프로젝트 G (자체개발)	Mobile PC												
신작 2종 이상	Mobile PC												

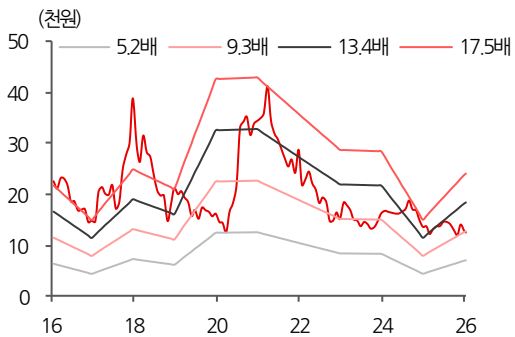
자료: 웹젠, BNK투자증권

표 1. 웹젠 분기 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F
매출액	**61.5**	**48.1**	**49.2**	**56.1**	**41.6**	**39.0**	**43.8**	**41.6**	**214.9**	**166.1**
뮤	44.1	31.8	34.6	40.5	29.6	26	27.1	26.7	151	109.4
R2	6.5	6.2	4.9	4.4	4.9	3.1	4.1	4.0	22	17.5
메틴2	6.4	6	6.1	7.5	5.5	5.9	8.5	6.7	26	26.6
샷온라인	1.4	1.4	1.1	1.3	0.9	1.1	0.8	1.0	5.2	3.8
기타	3.1	2.7	2.5	2.4	0.7	2.9	3.3	3.2	10.7	8.8
영업비용	43.5	36.2	39.5	40.9	32.7	32.9	36	40	160.1	138
영업이익	18	11.9	9.7	15.2	8.9	6.1	7.6	4.9	54.8	28
OPM(%)	29.3	24.7	19.7	27.1	21.4	15.6	17.4	11.0	25.5	17.0
순이익	20.6	13.9	10.1	12.1	1.3	6.8	8.7	11.7	56.7	30
NPM(%)	33.5	28.9	20.5	21.6	3.1	17.4	19.9	26.3	26.38	17.8

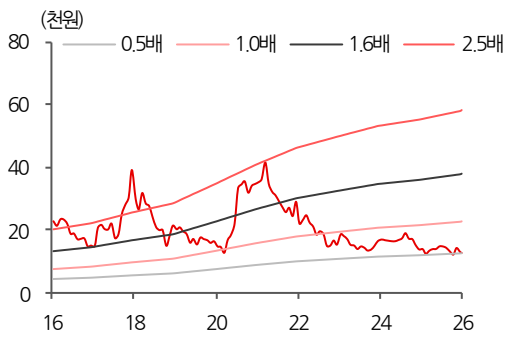
자료: 웹젠, BNK투자증권

Fig. 6: 웹젠 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 7: 웹젠 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	382	482	494	552	616
현금성자산	84	261	297	331	385
매출채권	34	22	17	21	24
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	321	269	261	258	255
투자자산	197	135	133	135	137
유형자산	55	66	61	57	53
무형자산	32	30	29	29	29
자산총계	**703**	**751**	**755**	**810**	**871**
유동부채	73	69	53	68	75
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	6	10	8	10	10
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	**79**	**78**	**61**	**78**	**85**
지배기업지분	622	671	692	730	783
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	524	571	592	631	684
자본총계	**624**	**673**	**694**	**732**	**785**
총차입금	3	6	5	6	6
순차입금	-339	-449	-350	-401	-462

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**196**	**215**	**166**	**214**	**235**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	196	215	166	214	235
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	146	160	138	166	178
판관비율	74.5	74.4	83.1	77.6	75.7
영업이익	**50**	**55**	**28**	**48**	**58**
영업이익률	25.5	25.6	16.9	22.4	24.7
EBITDA	57	61	34	53	62
영업외손익	22	17	11	15	14
금융이자손익	18	18	11	15	14
외화관련손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	4	-2	0	0	0
세전이익	**72**	**71**	**40**	**63**	**71**
세전이익률	36.7	33.0	24.1	29.4	30.2
법인세비용	14	15	10	16	18
법인세율	19.4	21.1	25.0	25.4	25.4
계속사업이익	58	57	30	47	53
당기순이익	**58**	**57**	**30**	**47**	**53**
당기순이익률	29.6	26.5	18.1	22.0	22.6
지배기업순이익	58	57	30	47	54
총포괄손익	57	57	30	47	53

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**60**	**72**	**25**	**62**	**62**
당기순이익	58	57	30	47	53
비현금비용	28	28	16	21	22
감가상각비	7	7	6	5	4
비현금수익	-22	-21	-12	-15	-14
자산및부채의증감	-3	5	-10	10	5
매출채권감소	-8	13	5	-5	-2
재고자산감소	0	0	0	0	0
매입채무증가	0	0	0	0	0
법인세환급(납부)	-16	-15	-10	-16	-18
투자활동현금흐름	**-15**	**115**	**20**	**-19**	**-9**
유형자산증가	-21	-12	0	0	0
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	**-13**	**-11**	**-9**	**-8**	**0**
차입금증가	-2	3	0	0	0
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-9	-9	-9	0
현금의증가	32	177	36	34	54
기말현금	84	261	297	331	385
잉여현금흐름(FCF)	39	61	25	62	62

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

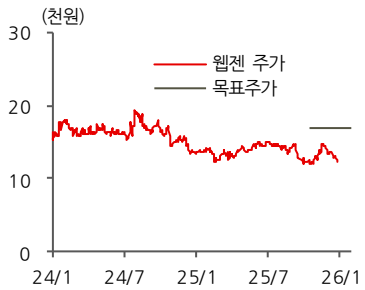
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	1,646	1,629	861	1,364	1,551
BPS	20,086	21,484	22,308	23,419	24,971
CFPS	1,819	1,807	979	1,524	1,786
DPS	300	300	300	300	300
PER (배)	9.9	8.4	15.0	9.2	8.1
PSR	2.9	2.2	2.7	2.0	1.9
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	9.0	7.6	13.2	8.3	7.0
EV/EBITDA	4.2	0.5	2.9	0.7	-
배당성향 (%)	15.4	15.6	29.3	18.5	16.3
배당수익률	1.8	2.2	2.3	2.4	2.4
매출액증가율	-18.9	9.4	-22.8	29.0	10.0
영업이익증가율	-39.9	9.3	-48.2	69.8	20.3
순이익증가율	-20.4	-1.2	-47.6	58.2	13.7
EPS증가율	-19.7	-1.0	-47.2	58.5	13.7
부채비율 (%)	12.7	11.6	8.8	10.7	10.9
차입금비율	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8
순차입금/자기자본	-54.3	-66.8	-50.5	-54.8	-58.8
ROA (%)	8.5	7.8	3.9	6.0	6.4
ROE	9.7	8.8	4.4	6.6	7.1
ROIC	57.8	55.9	26.3	47.7	65.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/1/14 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
웹젠	25/10/30	매수	17,000원	*-21.9*	*-12.9*
(069080)	26/01/15	매수	17,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 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 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.