웹젠(069080)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

상반기, 암초를 넘어가야 한다

신작 공백에 따른 매출둔화세 지속

2025년은 구작 매출 둔화와 신작 공백이 반영된 실적 저점 구간이였다. '26년 주가 재평가의 핵심은 드래곤소드 서비스 정상화 여부와 차기 자체개발작 가시화이며, 배당 확대·특별배당·자사주 소각은 밸류에이션 하단을 지지하는 요인이 될 것으로 판단되다. 신작 IP의 성공 시 매출 레버리지 효과로 영업이익이 큰 폭으로 증가하고 이익률도 개선될 것으로 판단된다. 당기순이익 역시 '25년에 반영된 소송 판결 관련 충당비용, 환율효과 등의 변수가 정상화되면서 개선될 것으로 전망된다.

드래곤소드 출시 분쟁이슈

'26년 동사의 전략은 '장르와 플랫폼의 다변화'가 될 전망이다. 1월에는 하운드 13에서 개발 한 모바일·PC 오픈월드 수집형 RPG '드래곤소드'가 정식 출시되었다. '26년 1분기 실적은 신규 출시되는 '드래곤소드'의 흥행 여부에 좌우될 것으로 보였으나, 이후 개발사 하운드13과의 퍼블리싱 계약 분쟁으로 결제 중단·전액 환불 조치가 발표되며 단기 실적 가시성이 저하되었다.

신작 출시 후, 초기성과 확인이 중요한 시점

블랙앵커가 제작한 턴제 전략 RPG '메모리스: 포세이큰 바이 라이트'가 28일 스팀과 에픽게임즈 스토어에서 정식 출시된다. 올해 신작라인업의 보강은 단기매출 확장과 함께 중기적인 이익 체질개선의 분수령이 될 전망이다. 상반기 이후에도 신규 타이틀의 출시템포가 적절히 유지되면 매출·비용 구조가 개선될 것으로 판단된다. 드래곤 소드의 서비스 정상화 및 신작 IP 출시에 따른 수익 확장성이 가시화 되는 모습을 보여줘야 주가의 레벨업이 가능하다.

Fig. 1: 웹젠 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	215	174	209	230	253
영업이익	55	30	42	52	58
세전이익	71	35	51	60	68
순이익[지배]	57	24	39	46	50
EPS(원)	1,629	693	1,214	1,494	1,629
증감률(%)	-1.0	-57.5	75.2	23.1	9.0
PER(배)	8.4	18.6	10.4	8.4	7.7
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	0.5	4.0	4.4	2.8	1.7
ROE(%)	8.8	3.5	5.6	6.4	6.5
배당수익률	2.2	5.4	5.5	5.5	5.5

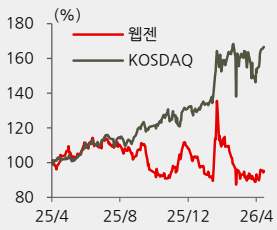
자료: 웹젠, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	17,000원
[유지]	34.7%
현재주가	12,620원
2026/4/22	

주식지표

시가총액	437십억원
52주최고가	17,990원
52주최저가	11,580원
상장주식수	3,460만주/0.0만주
자본금/액면가	18십억원/500원
60일평균거래량	13만주
60일평균거래대금	2십억원
외국인지분율	27.2%
자기주식수	553만주/16.0%
주요주주및지분율	
김병관 외	29.1%
FunGame International Limited	20.7%

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

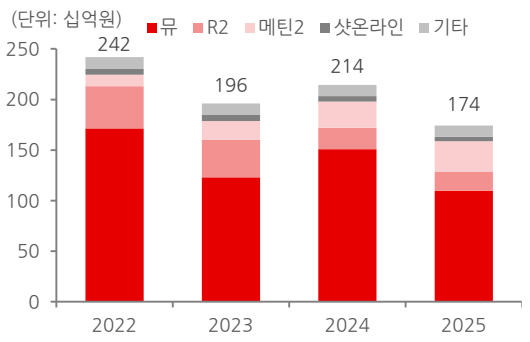
한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

개발사와의 분쟁에 따른 드래곤소드의 결제 중단 사태

'25년 실적하락이 단기 저점으로 인식되기 위해서는 '26년에는 유의미한 턴어라운드가 반드시 이뤄져야 한다. 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. 뮤 IP를 활용한 신작게임 부재로 오랜시간 매출 하락세가 지속되고 있다. 지난 '20년 출시한 '뮤 아크엔젤' 이후 눈에 띄는 신작 타이틀이 없는 상황이다. 기존 뮤 IP의 드라마틱한 트래픽 상승을 기대하기 힘들다면 결국 이익 레버리지의 회복은 '신작 가동'에 달려 있다. '25년 하반기에 'R2 ORIGIN'과 '뮤: 포켓 나이츠' 가 출시 되었으나 아직 큰 흥행을 거두진 못하고 있다. '26년의 핵심전략은 신작 출시에 기반한 장르·플랫폼의 다변화에 있다. 이에 중심이 될만한 신규 IP로 하운드 13에서 개발 한 모바일·PC 오픈월드 수집형 RPG '드래곤소드'가 출시되었다. 상반기 업데이트 로드맵을 공개하며 신규 캐릭터, 재화 던전, 월드맵 확장 등 장기 서비스 기반을 강화하는 모습이었다. 기존 라인업 대비 다른 고객군을 타켓하여 유저 베이스 확장 카드로 의미가 있었고, 오랜만에 신규 타이틀의 출시템포가 빨라짐에 따라 1분기를 기점으로 매출·비용 구조가 개선될 여지가 생겼다. 그러나 출시 이후 불거진 개발사 하운드13과의 퍼블리싱 계약 분쟁으로 드래곤소드의 결제 중단·전액 환불 조치가 발표되었고 단기 실적 가시성이 저하된 상황이다. 올해 신작라인업의 보강은 단기매출 확장과 함께 중기적인 이익 체질개선의 분수령이 될 수 있어 반드시 필요하다. 드래곤 소드 분쟁 이슈와 함께 눈에 띄는 신작 IP가 상반기 부재하다는 점에서 다시 한번 실적 숨고르기와 함께 눈앞의 암초를 넘어가야 하는 상황에 봉착했다. 동사는 웹툰 IP를 재해석한 프로젝트 D1, 전략디펜스 장르인 '게이트 오브 게이츠', 수집형 RPG '테르비스' 등 다양한 장르 신작을 개발 중에 있다. 지난 '지스타 2025'에서 전략디펜스 장르인 '게이트 오브 게이츠'를 출품한 바 있다. 국내 개발사 '리트레일'에 지분 투자와 함께 퍼블리싱 계약을 체결한 IP로, 아직 출시일이 정해지지 않아 당장 전력 라인업으로 보기는 힘든 상황이다.

Fig. 2: 웹젠 게임/IP별 매출액 추이



자료: 웹젠, BNK투자증권

표. 1: 웹젠 /하운드13 퍼블리싱 계약 분쟁

시점	장르
2026.01	'드래곤소드' 국내 출시
2026.02	하운드13, MG(최소보장금) 미지급 이유로 계약 해지 통보
	웹젠, MG 잔금 약 30억원 지급 및 협의 시도
2026.02~03	드래곤소드 서비스 차질 발생 〉웹젠 결제 중단 및 환불 조치 시행
2026.04	하운드13, 스팀 페이지 개설 및 독자 출시(7월) 계획 공개
	웹젠, 퍼블리싱 권한 확인 소송 및 자체 퍼블리싱 금지 가처분 신청
현재	계약 효력 및 권리 귀속 두고 법적 분쟁 본격화

자료: 언론종합, BNK투자증권

이익 레버리지의 회복은 '신작가동'에 달려 있어

'26년 실적 회복 경로는 크게 세 단계로 정의할 수 있다. 첫째, 기존 라이브 게임 매출의 하락 폭이 완만해져야 한다. 둘째, 기출시된 드래곤소드가 국내에서 장기 서비스형 게임으로 자리 잡고 이후 해외 시장으로 저변을 넓혀야 한다. 셋째, Gate of Gates나 PROJECT G 같은 후속 파이프라인이 단순 공개를 넘어 실제 상업화 일정과 BM 구조를 제시해야 한다. 이 세 단계가 적절한 템포로 이어질 때 현재의 고배당-저성장 프레임에서 벗어날 수 있게된다. 드래곤소드는 회사가 액션 RPG와 오픈월드라는 새로운 축으로 선보인 신작 타이틀이다. 과거 웹젠의 밸류에이션이 구조적으로 할인받았던 이유 중 하나는 포트폴리오가 MMORPG와 장수 IP에 편중됐다는 점이다. 향후 드래곤소드가 이를 일부 완화한다면 기업가치 산정에서 멀티플 할인 폭이 크게 줄어들 여지가 있다. '26년 영업이익률은 신작 매출이 본격화되면 20%대 중반까지 회복되어 지난 '22년 수준의 수익성을 부분적으로 되찾을 수 있을 전망이다. 순이익 측면에서도 '25년에 반영된 소송 판결 관련 충당비용, 환율효과 등의 변수가 정상화되면서 순이익률이 일부 개선될 것으로 전망된다. 하지만 인건비 및 기타 고정비 항목이 완만히 증가하는 모습을 나타내고 있어 구조적으로 신작 매출볼륨이 절실히 필요한 상황이다.

우선 '26년 상반기 출시작 '드래곤소드' 등 장르가 다변화된 IP 1~2종이 기존 IP의 매출공백을 메워야 한다. 드래곤 소드에 이어 블랙앵커가 제작한 턴제 전략 RPG '메모리스: 포세이큰 바이 라이트'도 28일 스팀과 에픽게임즈 스토어에서 정식 출시된다. 올해 주가 재평가의 속도는 서비스 재개 이후의 드래곤소드 잔존율, 해외 출시 성과, 그리고 Gate of Gates/PROJECT G의 상업화 가시성에 의해 결정될 가능성이 높다. 결국 '26년 상반기 신규 라인업의 안정적인 흥행궤도 진입여부가 중단기 밸류에이션 리레이팅의 첫번째 분기점이 될 것으로 예상된다. 기출시작인 R2 ORIGIN, 뮤: 포켓 나이츠 등 이 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.

표 2. 웹젠 신작 출시 일정

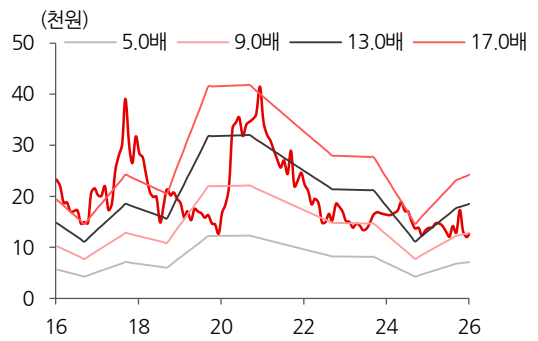
출시예정	게임명	장르	플랫폼	지역	자체개발/퍼블리싱
2026	드래곤소드	오픈월드 ARPG	모바일/PC	한국/글로벌	퍼블리싱
	Project S (가칭)	디펜스머지 퍼즐	모바일	글로벌	자체개발
	테르비스	수집형 RPG	모바일/PC	한국,일본/글로벌	자체개발
	MEMOLITH	턴제 전략 RPG	PC(스팀)	글로벌	퍼블리싱
2027	Project R (가칭)	MMORPG	모바일/PC	한국	자체개발
	Gate Of Gates	전략 디펜스	모바일/PC	글로벌	퍼블리싱
	Project G (가칭)	MMORPG	모바일/PC	글로벌	자체개발
	Project D1 (가칭)	전략 수집형 RPG	모바일	한국/글로벌	자체개발

자료: 웹젠, BNK투자증권

높은 배당성향과 자사주 소각 계획 긍정적

웹젠의 2025년 결산배당은 총 203.5억원, 주당 700원이며 이 중 570원이 비과세배당이였다. 배당성향은 84.6%, 배당수익률은 5% 수준이다. '25년 결산 기준 미처분이익잉여금은 약 6090억원이여다. 여기에 자본잉여금 1000억원이 이익잉여금으로 전입되며 올해 배당 재원에 더 여유가 생겼다. 배당률이 높아지며 고배당 요건을 충족, 주주들이 분리과세 혜택을 받을 수 있을 전망이다. 여기에 26년 내 약 165억원 추가 특별배당과 약 363만주 자사주 소각 계획까지 합산 시, 연간 약 900억원 규모의 주주환원이 가능해질 전망이다. 기출시작의 흥행 저조 및 드래곤소드 서비스 중단 등 실적 불확실성이 남아 있는 구간에서, 이러한 자본정책은 시장이 기업가치를 긍정적으로 바라보게 만드는 촉매가 될 수 있다. 물론 실적 반등의 선행 조건은 드래곤소드 관련 분쟁 해소 및 서비스 정상화 여부다. 단순히 신작 기대만으로 접근하기보다 실제 운영 안정성과 MAU/ARPPU 지표 회복을 확인할 필요가 있다고 판단된다. 무엇보다 신작 중심의 포트폴리오 재편에 속도를 더 내야 하는 상황이다. 결론적으로 웹젠은 지금 당장 숫자가 강하지는 않은 상황으로, 밸류에이션 하단은 주주환원이 지지하고, 업사이드는 신작 IP 성과의 가시성이 만들어줄 것으로 판단된다.

Fig. 3: 웹젠 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: 웹젠 PBR 밴드 차트

자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	482	330	361	417	476
현금성자산	261	76	77	115	154
매출채권	22	22	26	29	32
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	269	438	441	441	442
투자자산	135	285	295	301	307
유형자산	66	75	69	64	59
무형자산	30	32	31	31	30
자산총계	**751**	**768**	**802**	**858**	**918**
유동부채	69	71	85	94	103
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	10	13	15	16	18
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	**78**	**84**	**101**	**110**	**121**
지배기업지분	671	684	703	748	799
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	51	51	51	51
이익잉여금	571	681	700	746	797
자본총계	**673**	**684**	**702**	**747**	**797**
총차입금	6	4	4	5	5
순차입금	-449	-297	-221	-272	-327

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**215**	**174**	**209**	**230**	**253**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	215	174	209	230	253
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	160	145	167	178	195
판관비율	74.4	83.3	79.9	77.4	77.1
영업이익	**55**	**30**	**42**	**52**	**58**
영업이익률	25.6	17.2	20.1	22.6	22.9
EBITDA	61	38	49	58	64
영업외손익	17	5	9	8	10
금융이자손익	18	16	9	8	10
외화관련손익	1	-1	0	0	0
기타영업외손익	-2	-10	0	0	0
세전이익	**71**	**35**	**51**	**60**	**68**
세전이익률	33.0	20.1	24.4	26.1	26.9
법인세비용	15	11	13	15	19
법인세율	21.1	31.4	25.5	25.0	27.9
계속사업이익	57	24	38	45	49
당기순이익	**57**	**24**	**38**	**45**	**49**
당기순이익률	26.5	13.8	18.2	19.6	19.4
지배기업순이익	57	24	39	46	50
총포괄손익	57	25	38	45	49

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**72**	**19**	**55**	**58**	**61**
당기순이익	57	24	38	45	49
비현금비용	28	41	20	21	24
감가상각비	7	8	7	6	5
비현금수익	-21	-22	-9	-9	-10
자산및부채의증감	5	-21	10	6	7
매출채권감소	13	-1	-4	-3	-3
재고자산감소	0	0	0	0	0
매입채무증가	0	0	0	0	0
법인세환급(납부)	-15	-18	-13	-15	-19
투자활동현금흐름	**115**	**-187**	**-34**	**-21**	**-23**
유형자산증가	-12	-7	0	0	0
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	0	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	**-11**	**-16**	**-20**	**0**	**0**
차입금증가	3	-2	0	0	0
자본의증감	0	-99	0	0	0
배당금지급	-9	-9	-20	0	0
현금의증가	177	-185	1	37	39
기말현금	261	76	77	115	154
잉여현금흐름(FCF)	61	12	55	58	61

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

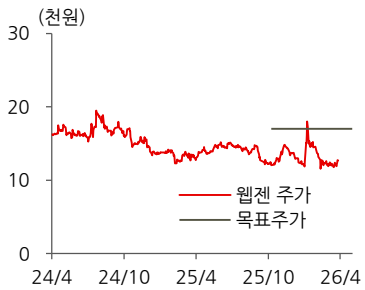
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	1,629	693	1,214	1,494	1,629
BPS	21,484	22,087	25,284	26,778	28,407
CFPS	1,807	1,234	1,519	1,873	2,059
DPS	300	700	700	700	700
PER (배)	8.4	18.6	10.4	8.4	7.7
PSR	2.2	2.6	1.9	1.7	1.5
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	7.6	10.5	8.3	6.7	6.1
EV/EBITDA	0.5	4.0	4.4	2.8	1.7
배당성향 (%)	15.6	86.5	46.5	39.3	36.0
배당수익률	2.2	5.4	5.5	5.5	5.5
매출액증가율	9.4	-18.8	20.0	10.0	10.0
영업이익증가율	9.3	-45.5	40.9	24.0	12.5
순이익증가율	-1.2	-57.8	62.5	18.5	9.1
EPS증가율	-1.0	-57.4	75.1	23.0	9.1
부채비율 (%)	11.6	12.3	14.3	14.8	15.2
차입금비율	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
순차입금/자기자본	-66.8	-43.4	-31.4	-36.5	-41.1
ROA (%)	7.8	3.1	4.9	5.5	5.6
ROE	8.8	3.5	5.6	6.4	6.5
ROIC	55.9	20.1	27.6	37.4	44.2

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/4/22 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	*-22.7*	*5.8*
	26/04/23	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(2026.03.31기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 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.