



한국IR협회의

기업리서치센터 기업분석 | 2025.06.24



코스닥 글로벌 상장법인

코스닥 글로벌 세그먼트

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

웹젠 (069080)

신작 출시 기대

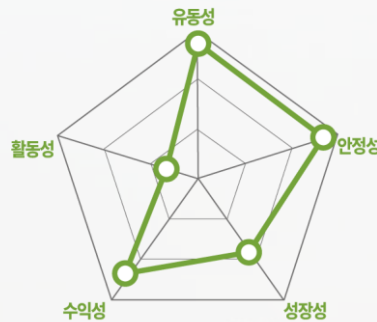
체크포인트

- 웹젠은 'MU' IP로 잘 알려진 게임사. 중국 시장 내에서 높은 인지도와 성공 경험 보유
- 투자포인트는 1) 신작 출시 기대와 2) 풍부한 보유 현금. 신작 출시 기대는 하반기 매출 성장으로, 풍부한 보유 현금은 보다 1) 적극적인 주주환원 기대와 2) M&A기대로 연결
- 2025년 매출액을 2,043억원(-4.8%YoY), 영업이익을 450억원(-17.6%YoY)로 추정. 웹젠의 2025년 예상 PER은 12.6배로 역사적 밸류에이션상 중하단(6.5배~20.4배) 수준

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

웹젠은 '뮤(MU)' IP로 알려진 게임사

웹젠은 인터넷과 모바일 게임 개발사. 글로벌 퍼블리싱 사업과 IP 제휴 사업도 영위. 'MU' IP 중심의 안정적 실적 유지하고 있으며, 중국 시장 내에서 높은 인지도와 성공 경험 보유. 사업 부문은 인터넷 매출(26.2%, 2025년 1분기 기준), 로열티 매출(33.1%), 모바일 매출(40.4%)과 기타매출(0.3%)로 구성. 지역별 매출액은 국내(57.0%), 중국(13.0%), 독일(13.1%)와 기타(16.9%)로 구분

투자포인트1. 신작 출시 기대

올해 1분기 웹젠의 매출액은 416억원으로 전년동기 대비 32.4% 감소. 2020년 2,941억원 기록 이후 추세적으로 감소하던 매출액은 2024년 2,147억원으로 전년대비 9.4% 증가. 올해 상반기 매출은 저조하지만, 신작 출시로 인해 하반기로 갈수록 동사 매출은 성장할 전망. 올해 발표할 신작으로는 1) '테르비스(자체개발)', 2) '드래곤소드(퍼블리싱)'가 있으며, 내년 초 발표할 신작으로는 'REMORE(퍼블리싱)'와 자체개발 신작이 있음. '테르비스'는 서브컬처 시장에서 'MU'와 같은 스테디셀러 IP를 확보하기 위해 선보이는 신작으로 3분기 출시 목표로 하는 RPG게임. 6/10~6/16일까지 비공개 베타테스트 진행. '드래곤소드'는 웹젠이 2024년 지분 투자한 하운드13이 개발한 게임으로, 동사가 올해 4분기 퍼블리싱할 예정. 2024년 지스타에서 게임성에 대해 호평 받았으며, 5/28~6/2일까지 비공개 베타테스트 진행

투자포인트2. 풍부한 보유 현금

2025년 3월말 기준으로 웹젠이 보유하고 있는 현금 및 금융자산 가치는 4,716억원. 동사가 보유한 판교 사옥의 시장 가치는 1천억원 수준으로 추정. 금융부채는 127억원에 불과. 이와 같은 풍부한 보유 현금에 시장에 1) 적극적인 주주환원 기대와 2) M&A기대로 연결. 특히, 동사는 현금을 활용해 외부IP 투자와 M&A기회를 적극적으로 모색 중. 2024년부터 게임개발사에 적극적인 지분투자를 통해 서비스 판권을 확보하고 게임 서비스 라인업 확장을 도모

Forecast earnings & Valuation

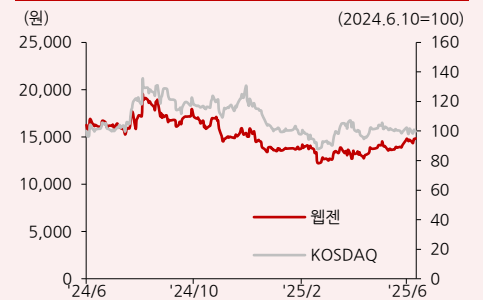
	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	2,848	2,421	1,963	2,147	2,043
YoY(%)	-3.2	-15.0	-18.9	9.4	-4.8
영업이익(억원)	1,030	830	499	546	450
OP 마진(%)	36.2	34.3	25.4	25.4	22.0
지배주주순이익(억원)	869	724	576	569	409
EPS(원)	2,460	2,050	1,646	1,629	1,182
YoY(%)	0.8	-16.7	-19.7	-1.0	-27.5
PER(배)	11.7	7.4	9.9	8.4	12.6
PSR(배)	3.6	2.2	2.9	2.2	2.5
EV/EBITDA(배)	6.6	2.4	4.2	0.5	0.6
PBR(배)	2.0	0.9	0.9	0.7	0.7
ROE(%)	18.5	13.5	9.7	8.8	6.0
배당수익률(%)	0.0	2.4	1.8	2.2	2.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/20)	14,840원
52주 최고가	19,470원
52주 최저가	12,300원
KOSDAQ (6/20)	791.53p
자본금	177억원
시가총액	5,135억원
액면가	500원
발행주식수	35백만주
일평균 거래량 (60일)	7만주
일평균 거래액 (60일)	9억원
외국인지분율	30.08%
주요주주	김병관 외 2인 28.37%
	FunGame International Limited20.66%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	2.5	-8.8
상대주가	-1.1	-13.5	-1.2

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 매출액 증가율, 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶'글로벌 세그먼트'는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정한 기업



기업 개요

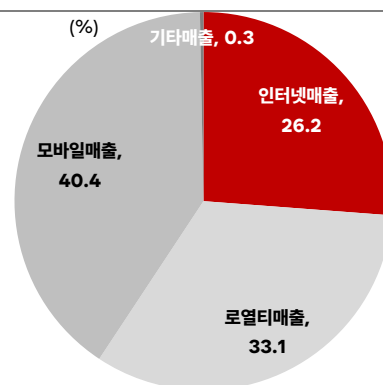
1 연혁

웹젠은 'MU' IP로 알려진 게임사

웹젠은 인터넷 및 모바일 게임 개발과 공급을 주요 비즈니스로 영위하는 게임사이다. 당사는 현재 '뮤 온라인', 'R2', 'Metin2', '샷온라인' 등의 온라인 게임을 비롯해 '뮤 모나크2(MU IP)', '뮤 오리진3(MU IP)', 'R2M(R2 IP)' 등의 모바일 게임과 '뮤 이그니션(MU IP)' 등의 웹게임을 서비스하고 있다. 또한 자체 플랫폼인 www.webzen.com을 통해 글로벌 퍼블리싱 사업 및 자사 IP를 활용한 IP제휴사업을 영위하고 있다. 당사는 'MU' IP를 중심으로 안정적인 실적을 보여주고 있으며, 글로벌적으로 특히 중국 시장 내에서 높은 인지도와 성공 경험을 보유하고 있다. 또한, '뮤 오리진', '뮤 아크 엔젤' 등 모바일 MMORPG 흥행 경험을 보유, PC온라인 위주에서 모바일 중심 비즈니스 구조로 전환했다. 현재 당사는 1) IP제휴 사업 및 국내/글로벌 퍼블리싱 사업 확대, 2) 자체 개발 게임 확대 및 3) MMORPG, Casual, Indie 등 게임 장르 다양화를 위해 노력하고 있다.

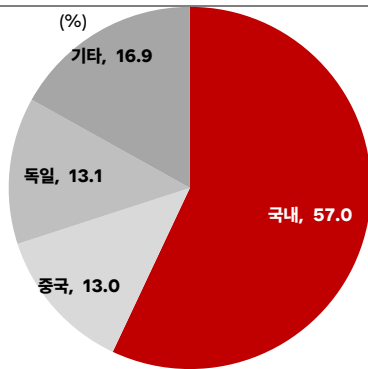
당사의 매출액은 사업 부문별로 인터넷 매출(26.2%, 2025년 1분기 기준), 로열티 매출(33.1%), 모바일 매출(40.4%)과 기타매출(0.3%)로 구성되어 있다. 지역별로는 국내(57.0%), 중국(13.0%), 독일(13.1%)와 기타(16.9%)로 구분된다. 게임별로 세부적으로 구분해 보면, MU(71.5%), R2(8.4%), 메틴2(13.1%), 샷온라인(2.2%)와 기타(4.8%)로 나뉜다.

웹젠의 매출 구성



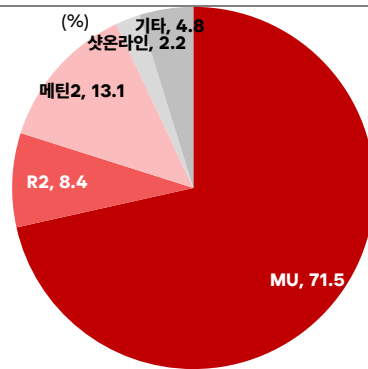
주: 2025년 1분기 기준, 자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠의 지역별 매출 구성



주: 2025년 1분기 기준, 자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠의 게임별 매출 구성



주: 2025년 1분기 기준, 자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁: 2000년 설립, 2003년 코스닥 시장 상장

웹젠은 2000년 4월 설립되었으며, 2003년 5월 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 2003년 12월에 미국 나스닥 시장에도 상장되었으나, 2010년 7월 상장폐지되었다.

설립 직후인 2001년 3D RPG 온라인 게임 ‘뮤 온라인(MU Online)’의 국내 서비스를 시작했다. 2008년 적대적 M&A에서 경영권 방어를 위해 최대주주가 NHN게임즈로 변경되면서, 웹젠은 NHN 계열회사로 편입된다. NHN게임즈는 2006년 정통 하드코어 MMORPG게임인 ‘R2’를 출시한 게임사로, 2010년 웹젠에 흡수 합병되었다.

2014년 6월 중국 37게임즈의 국광 스튜디오는 ‘뮤 온라인’ IP 기반의 액션 RPG게임(웹기반)인 ‘대천사지검’을, 12월 천마시공 네트워크 테크놀로지 유한공사는 ‘뮤 온라인’ IP 기반의 3D 모바일 MMORPG게임인 ‘전민기적’을 출시했다. 이 중 ‘전민기적’은 3일만에 앱스토어(iOS, Android) 매출 1위를 기록했고, 출시 첫 달 매출액 약 2.4억 위안(약 425억원)을 기록했다. 웹젠은 매출에 따라 로열티 수익을 받았으며, ‘전민기적’의 흥행 성공과 ‘뮤 오리진’ 출시로 인해 2015년 매출이 급증했다. 2015년에는 ‘뮤 오리진’(‘전민기적’의 한국명)의 국내 서비스가 시작되었으며, 2016년에는 북미/유럽 서비스가 시작되었다.

2018년 웹젠의 협업 아래 천마시공이 개발을 주도한 ‘기적MU:각성’이 중국에서 출시되었다. 중국 현지에서 ‘기적MU:각성’의 퍼블리싱은 텐센트가 담당하였다. 같은 해 ‘기적MU:각성’은 ‘뮤 오리진2(한국명)’로 국내에서 서비스가 시작되었으며, 2019년에는 북미/유럽에도 서비스를 시작했다. 한국과 글로벌에서는 웹젠이 퍼블리셔 역할을 맡았다. 2020년에는 웹젠이 모바일 MMORPG게임인 ‘뮤 아크엔젤’과 ‘R2M’을 개발, 출시했다. ‘뮤 아크엔젤’과 ‘R2M’의 원작 IP는 각각 ‘MU 온라인’과 ‘R2’이다. 특히, ‘R2M’은 출시 후 국내외에서 주목을 받으며 구글 플레이 최고 3위권을 기록하기도 했다.

2022년에는 ‘뮤 오리진3’를 2023년에는 ‘뮤 모나크’를 국내에서 출시했다. 웹젠은 2024년부터는 개발사 지분 취득을 통해 퍼블리싱 우선권을 확보하고 게임 장르 및 플랫폼을 다양화하고자 했다. 이에 (주)하운드13, (주)파나나스튜디오, (주)던라이크 지분을 취득했다.

2022년과 2025년은 주주환원 차원에서 각각 36만주(총발행주식 대비 1%), 35만주를 이익 소각했다.

웹젠의 주요 연혁

2000~2010	2011~2020	2021~
2000.04 회사설립 2001.11 MMF 국내서비스 2003.05 코스닥 상장 2003.12 나스닥 상장(2010.07 상장폐지) 2006.01 R2' 국내서비스 2008.12 NHN 계열회사로 편입 2009.04 Global Portal Service(webzen.com) 2009.09 C9 국내서비스 2010.07 NHN게임을 흡수합병	2014.06 대천사지검(P) 중국 서비스 2014.12 전만각적(P) 중국 서비스 2015.04 유 오리진3' 국내서비스 2015.09 (주)네트 지분 취득(86.2%) 2016.07 유 오리진 북미유럽 서비스 2017.09 대천사지검4(P) 중국 서비스 2017.12 유 템페스트 국내서비스 2018.01 기적각적(P) 중국 서비스 2018.06 유 오리진2' 국내서비스 2019.05 유 오리진2 북미유럽 서비스 2020.03 유 이그니션2 국내서비스 2020.05 유 이크엔젤 국내서비스 2020.08 R2M 국내서비스	2021.05 유 이크엔젤 동남아 서비스 2021.09 유 이크엔젤2 국내서비스 2022.02 유 오리진3' 국내서비스 2022.04 유 이크엔젤2 대만 서비스 2022.07 R2M 대만 서비스 2023.02 이익소각(36만주)총발행주식대비(1%) 2023.03 현금배당(주당370원사기배당률 2.5%) 2023.10 유 모나크 국내서비스 2024.01 (주)하운드13 지분 취득(25.6%) 2024.03 (주)페나스튜디오 지분 취득(12.2%) 2024.03 현금배당(주당300원사기배당률 1.7%) 2024.08 (주)드라이크 지분 취득(19.8%) 2024.08 유 모나크2' 국내서비스 2025.02 이익소각(36만주)총발행주식대비(1%) 2025.03 현금배당(주당300원사기배당률 2.1%)

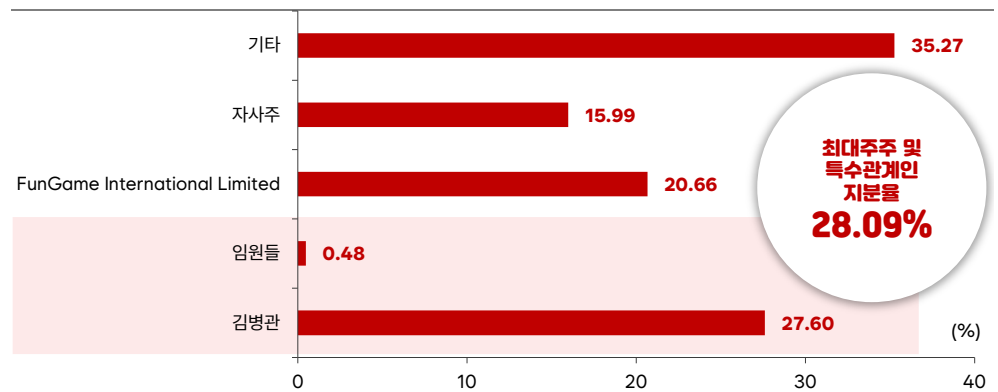
자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성과 종속회사

2025년 3월말 기준 최대주주는
김병관 前대표이사로 지분을
27.60% 보유

2025년 3월말 기준으로 웹젠의 최대주주는 김병관 前대표이사(2010.7~2016.5)로 지분을 27.60%를 보유 중이다. 이외에 임원들이 보유하고 있는 지분은 0.48%로, 최대주주와 특수관계인의 지분을 합계는 28.09%이다. 이 외에 FunGame International Limited가 지분을 20.66%를 보유하고 있다. FunGame International Limited는 중국 게임사 아이웍팜의 자회사로, 웹젠과 개발 및 서비스 협업 관계를 유지하고 있다. 당사는 5월 15일 기준 자사주로 5,534,069주를 보유하고 있으며, 이는 지분을 15.99%에 해당한다.

웹젠의 주요 주주 현황



주: 2025년 3월말 기준, 자사주는 2025년 5월 15일 기준, 자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속회사:

1) 해외법인들

2) 게임 개발사들

3) 웹젠캠프(부동산 임대업)

4) 웹젠애플트리(도소매 사업)

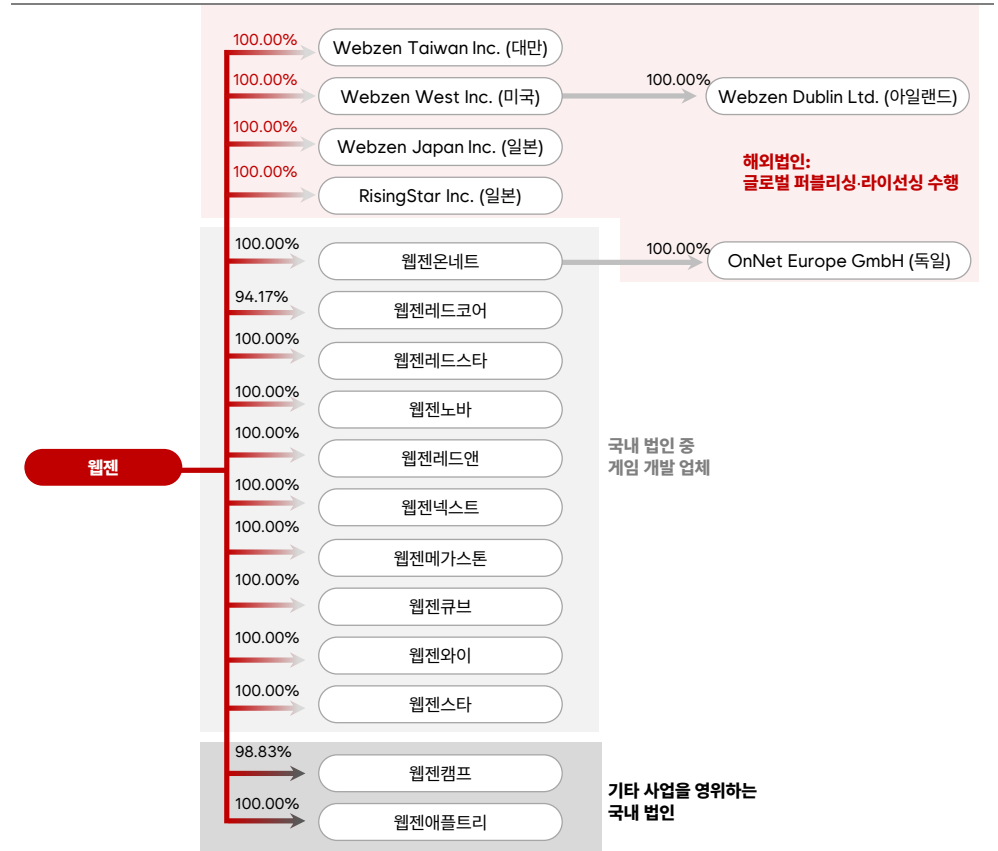
웹젠의 종속회사는 크게 해외 법인과 게임 개발사로 구분된다.

해외 법인은 글로벌 퍼블리싱과 라이선싱 사업을 수행하며, 1) Webzen Taiwan Inc.(대만), 2) Webzen West Inc.(미국), 3) Webzen Dublin Ltd.(아일랜드, Webzen West, Inc의 종속회사), 4) OnNet Europe GmbH(독일, 웹젠온네트의 종속회사), 5) Webzen Japan Inc.(일본)과 6) RisingStar Inc.(일본)이 있다. 웹젠은 모든 해외법인 지분을 100% 보유하고 있다.

국내 게임 개발 자회사로는 1) 웹젠레드코어(지분율 94.17%, 2025년 3월말 기준), 2) 웹젠레드스타, 3) 웹젠노바, 4) 웹젠온네트, 5) 웹젠레드앤, 6) 웹젠넥스트, 7) 웹젠메가스톤, 8) 웹젠큐브, 9) 웹젠와이, 10) 웹젠스타가 있다. 웹젠은 웹젠레드코어를 제외한 게임 개발 자회사의 지분의 100%를 보유하고 있다. 웹젠은 기존 'MU' IP를 모바일로 확장하거나, 신규 게임장으로 진입하기 위해 내부 개발 스튜디오 체제를 강화했다. 웹젠레드코어와 웹젠레드스타는 언리얼엔진5 기반의 MMORPG 신작을 개발 중이다. 웹젠레드코어는 'R2M' 후속작을, 웹젠레드스타는 MU 기반의 프로젝트를 개발하고 있다.

이외 부동산 임대업을 영위하는 웹젠캠프(지분율 98.83%)와 기타 가공식품 도소매 사업을 하는 웹젠애플트리(지분율 100.00%)가 있다.

웹젠의 지배구조



주: 2025년 3월말 기준, 자료: 웹젠 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 게임

주요 게임: 뮤(MU), R2, 메틴2

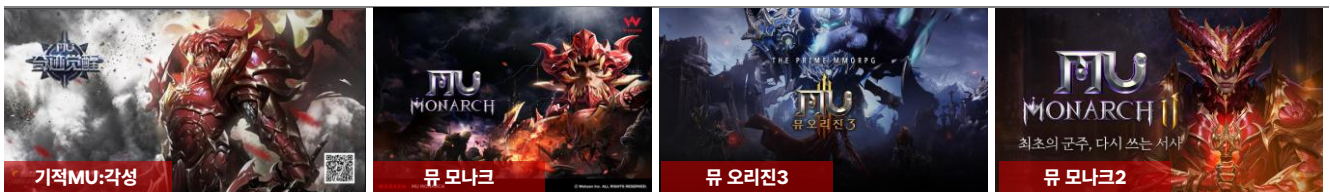
웹젠의 주요 게임으로는 뮤(MU), R2와 메틴2가 있다. 2025년 1분기 매출액 기준으로 MU, R2와 메틴2의 비중은 각각 71.5%, 8.4%, 13.1%이다.

동사의 대표적인 게임은 뮤(MU)이다. 2001년 PC에서 출시한 '뮤 온라인(MU Online)'을 지금까지 정기업데이트 하며 서비스 중이다. 또한, 모바일로 서비스되는 주요 게임으로는 '기적MU:각성', '뮤 오리진3', '뮤 모나크'와 '뮤 모나크2'가 있다. '기적MU:각성'은 2018년 중국에서 뮤(MU) IP를 활용해서 개발한 게임이다. '뮤 오리진3'는 2021년 중국의 천마 시공이 개발한 '전민기적2'의 한국명이며, 웹젠은 '뮤 오리진3'의 글로벌P 사용 권한을 확보하여 2022년 국내 출시했다. '뮤 모나크'는 웹젠이 자체 개발해서 2023년 출시한 레트로 감성 모바일 MMORPG게임이며, '뮤 모나크2'는 2024년 출시된 게임으로 모바일과 PC 크로스 플레이가 지원되었다. '뮤 모나크2'는 2024년 웹젠 매출액 증가에 기여했다.

R2 (Reign of Revolution)은 웹젠에 흡수합병된 NHN게임즈가 2006년 출시한 정통 하드코어 MMORPG게임으로, 현재까지 서비스되는 PC게임이다. 'R2M'은 웹젠 자회사인 웹젠레드코어가 개발해 2020년 출시한 게임으로, 웹젠이 퍼블리싱한 모바일 MMORPG게임이다.

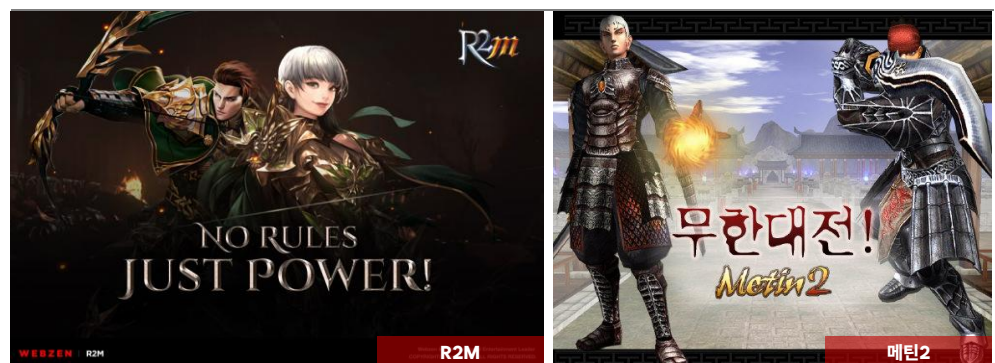
메틴2(Metin2)는 Ymir Entertainment에서 개발해 2005년 국내 출시한 3D MMORPG게임이다. 웹젠이 2011년 개발사 지분을 인수하면서 웹젠의 주요 게임이 되었으며, 미국과 유럽에서 서비스되고 있다.

웹젠의 주요 게임: 뮤(MU)



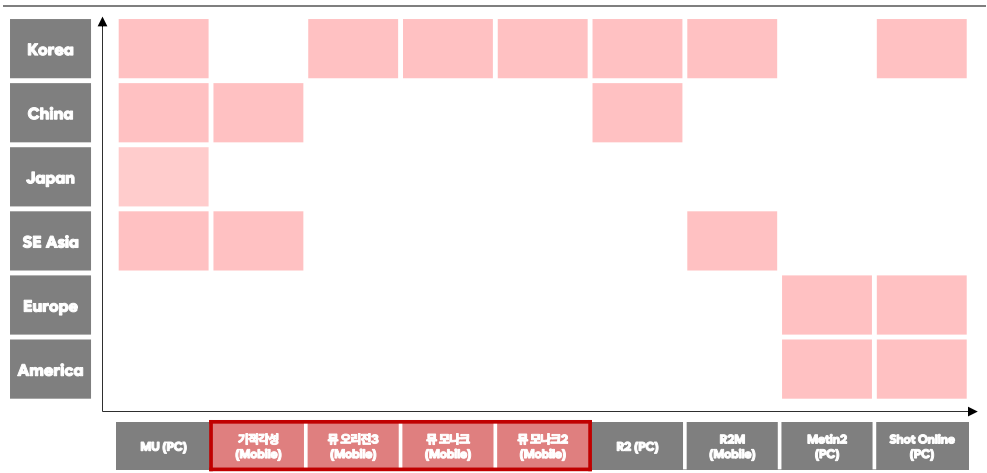
자료: 언론, 한국R협의회 기업리서치센터

웹젠의 주요 게임: R2와 메틴2



자료: 언론, 한국R협의회 기업리서치센터

웹젠의 Product Pipeline



자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

1 게임산업

2024년 전세계 게임 시장 매출은 4,435억 달러, 2028년까지 5년간 연평균 8.1% 성장할 전망

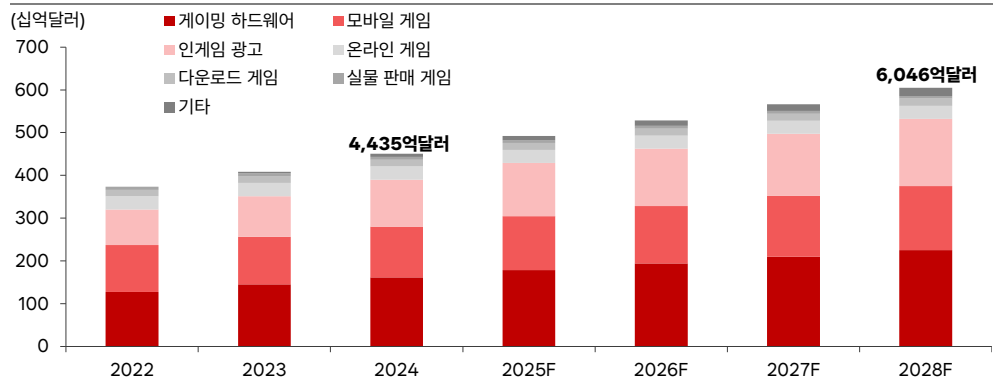
조사업체인 Statista에 따르면, 전세계 게임 시장 매출은 2019년 약 2,764억 달러에서 2024년 4,435억 달러로 꾸준히 성장했다. 또한 2028년까지 6,046억 달러로 5년간 연평균 8.1% 성장할 전망이다. 성장의 주요인은 1) 모바일 게임의 대중화, 2) 멀티플랫폼 게임의 확산, 3) 클라우드 게임 및 스트리밍 플랫폼의 성장과 4) 인게임 수익 모델과 광고 기술 진화 등에 기인한다. 세부적으로는 게이밍 하드웨어, 인게임 광고, 모바일 게임이 글로벌 게임시장 성장을 견인할 전망이다. 게이밍 하드웨어 시장은 2024년 1,617억 달러에서 2028년 2,256억 달러로 연평균 8.6% 성장할 것으로 예상된다. PS5(PayStation5, 소니 인터랙티브 엔터테인먼트 개발), Xbox Series X/S(마이크로소프트 개발)와 같은 차세대 콘솔 출시와 고성능 게이밍 PC수요가 게이밍 하드웨어 시장 성장을 견인하고 있다. 인게임 광고의 경우, 모바일 및 온라인 플랫폼에서 광고 수익 모델의 활성화와 광고 기술 발전으로 2019년 378억 달러에서 2023년 945억 달러로 가파르게 증가했으며, 2028년도에는 1,575억 달러로 확대 예상된다.

2024년 기준 글로벌 게임시장은 미국과 중국이 1,281억 달러와 1,236억 달러로 압도적인 규모로 글로벌 게임 시장을 주도하고 있다. 미국과 중국은 대규모 소비층과 활발한 콘텐츠 생태계를 보유하고 있다는 점이 특징이다. 3위는 480억 달러 규모의 일본으로, 콘솔 중심의 게임 환경과 양질의 IP보유가 시장의 주요 동력으로 작용하고 있다. 한국은 134억 달러로 5위이다.

GaaS(Game as a Service)이 이미 주류로 자리잡은 상황에서, 유저의 장기적인 유입과 과금 유도가 핵심 전략이 되고 있다. GaaS 게임은 게임을 제품이 아닌 유저 지속 유입이 가능한 서비스로 운영하는 방식으로, 지속적인 업데이트와 콘텐츠 공급을 통해 유저들을 장기적으로 유지하며 수익을 창출한다. 따라서 정기적인 신규 캐릭터, 맵, 이벤트, 스토리 업데이트와 타 미디어 인기 IP와의 콜라베이션 등이 유저 확보의 주요 키(key)이다.

또한, 크로스플레이 게이밍이 보편화되면서 플랫폼 간 경계가 허물어지고 있으며, 이는 게임의 접근성과 시장 확장성에 큰 영향을 주고 있다. 크로스플레이 게임이란, 서로 다른 플랫폼(PC, 모바일, 콘솔)에서 동일한 게임을 함께 플레이할 수 있는 기능으로 유저 풀 확장, 유저 간 장벽 제거, 콘텐츠 접근성 등의 효과를 기대할 수 있다. 다만 크로스플레이 게임 개발 시 플랫폼 최적화 작업으로 인해 개발 기간이 늘어나고, 플랫폼 별 플레이 환경을 동일하게 만들어야 한다는 점에서 게임사들에게 경제적·기술적 부담이 되고 있다.

글로벌 게임 산업 현황 및 전망



자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 및 국내 게임사 크로스플레이 게임 출시 현황

개발사 (국가)	출시일	지원 플랫폼	주요 특징
Tencent / Level Infinite (중국)	2024년 06월 21일	PC, iOS, Android	MMORPG, 크로스플레이 및 크로스프로그래션 지원
NetEase Games (중국)	2024년 12월 06일	PS5, Xbox Series X/S, PC	3인칭 하이퍼 슈터, F2P, 39명 이상의 마블 캐릭터, 전면 크로스플레이 지원
Capcom (일본)	2025년 02월 28일	PS5, Xbox Series X/S, PC	오픈월드 헌팅 액션, 시리즈 최초 전면 크로스플레이, 3일 내 800만 장 판매
Hazelight Studios (스웨덴)	2025년 03월 06일	PS5, Xbox Series X, PC	2인 협동 액션 어드벤처, Friend's Pass 제공, 크로스플레이 지원
네오플 / 넥슨 (대한민국)	2025년 03월 28일	PC (Steam), PlayStation 5, Xbox Series X/S	던전앤파이터' 세계관 기반 액션 RPG
Gearbox Software (미국)	2025년 09월 12일	PS5, Xbox Series X/S, PC	시리즈 최대 규모의 오픈월드, 크로스플레이 지원, Switch 2 버전 예정
Amazing Seasun Games (중국)	2025년 봄 예정	Xbox Series X/S, PC	메가 슈터, Xbox-PC 간 크로스플레이 지원
넥슨 (대한민국)	2025년 예정	PS4/5, Xbox One/Series X/S, PC	루트 슈터, 전면 크로스플레이 예정
호요버스 (중국)	2025년 예정	PS5, PC, 모바일	액션 RPG, 크로스플레이 및 크로스세이브 지원

자료: 각 사, 한국IR협회의

2024년 국내 게임산업 25.2조원

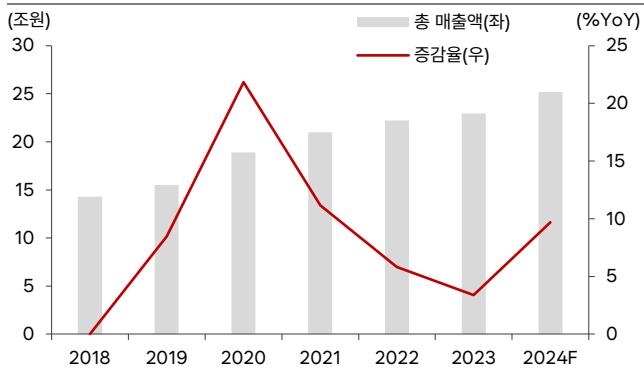
추정, 전년대비 9.7% 증가

한국콘텐츠진흥원에 따르면 2023년 국내 게임시장 규모는 22조 9,642억원으로 전년대비 3.4% 성장하였다. 최근 10년간 국내 게임산업은 지속적으로 성장하고 있으나, 2020년 이후 성장률은 둔화 추세이다. 2020년 이후 국내 게임 시장 성장이 둔화된 이유는 1) 코로나 팬데믹 특수 종료, 2) MMORPG 및 수집형 RPG위주의 IP반복과 과도한 과금 유도에 따른 피로감 증가, 3) 중국 판호 발급 중단에 따른 중국 시장 진출 제한과 4) 글로벌 메가히트 IP부족 등 이었다. 플랫폼별 매출 비중은 약 모바일 59.3%(13.6조), PC 25.6%(5.9조), 콘솔 4.9%(1.1조), 아케이드 1.2%(0.3조)이다.

2024년 국내 게임산업 시장이 25조 1,899억원에 달할 것으로 전망했으며, 이는 전년대비 9.7% 증가한 수치이다. 이는 1) 전략 및 캐주얼로의 모바일 게임 장르 다양화와 RPG장르의 매출 증가, 2) 콘솔 및 PC신작과 크로스 플랫폼 확대, 3) '던전앤파이터(넥슨)', '배틀그라운드(크래프톤)' 등 주요 게임사들의 대형작 수출에 기인한다. 1Q25 주요 게임사들의 매출액(2.9조원)이 작년 분기별 평균치(2.8조원)를 상회하는 만큼, 올해 또한 견조한 성장성을 전망한다.

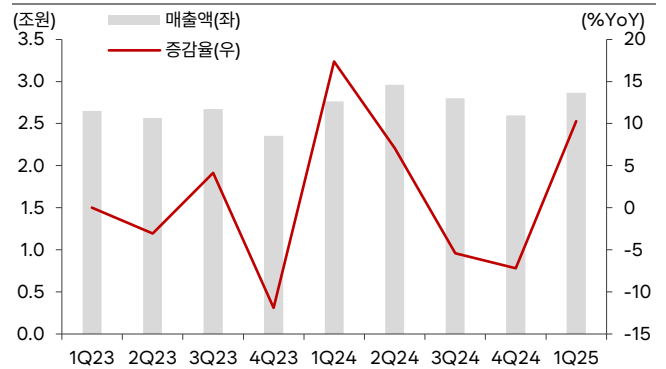
2023년 국내 게임 산업 수출액은 전년대비 6.5% 감소한 83.9억 달러로 집계된다. 이는 전년대비 6.5% 감소한 수치이다. 수출국 중 비중이 가장 높은 중국향 수출액이 전년대비 8.4% 감소한 것이 수출액 감소의 가장 큰 원인으로 꼽힌다. 이는 '한한령'으로 인한 '판호(중국 정부가 허가한 현지 서비스 권한)' 발급 감소 및 중국 게임사들의 개발 경쟁력 향상 때문인 것으로 분석된다. 참고로, 국내 게임의 주요 수출 국가는 중국(25.5%), 동남아(19.2%), 북미(14.8%), 일본(13.6%), 대만(10.4%), 유럽(6.7%)순이다.

국내 게임 시장 규모



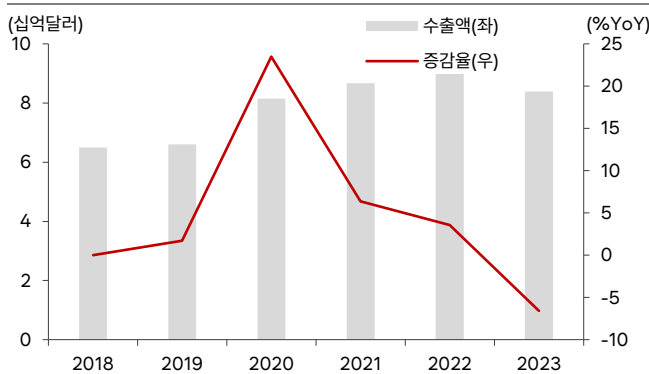
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 주요 19개 상장 게임사 분기별 매출액과 증감율 추이



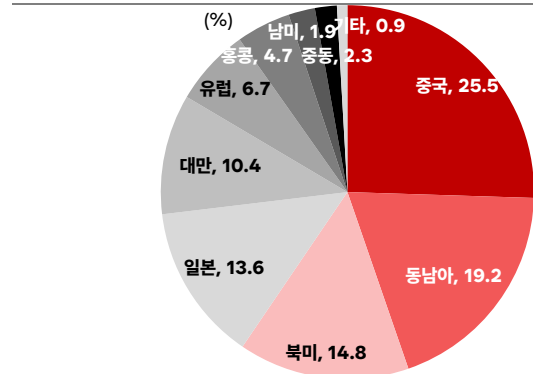
주: 네오위즈, 넥슨게임즈, 넷마블, 더블유게임즈, 데브시스터즈, 미투온, 넥서스, 엔씨소프트, 웹젠, 위메이드, 위메이드맥스, 위메이드플레이, 조이시티, 카카오게임즈, 컴투스, 컴투스홀딩스, 크래프톤, 펠어비스, 넷톤
합산 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 게임 수출액과 증감율 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 게임 수출 국가별 비중(2023)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임개발과 퍼블리싱

주요 게임사, 자체개발과 퍼블리싱 투트랙(two-track) 전략을 구사

게임사들의 사업부는 크게 게임개발과 퍼블리싱으로 나누어진다. 자체개발(in-house development)이란 게임 회사가 직접 게임의 기획, 디자인, 프로그래밍 등 개발 전 과정을 내부 인력을 통해 수행하는 것을 말한다. 반면, 퍼블리싱(publishing)은 외부 개발사가 제작한 게임을 유통, 마케팅, 운영 등의 방식으로 시장에 내놓는 활동을 의미한다. 즉, 퍼블리싱은 게임 산업의 밸류체인에서 유통 및 배급을 담당한다.

자체개발의 가장 큰 장점은 독자적인 IP(Intellectual Property, 지적재산권)를 확보할 수 있다는 점이다. 이를 통해 장기적으로 브랜드 자산을 키우고, 시리즈화 또는 2차 콘텐츠 확장 등의 전략적 활용이 가능하다. 하지만 개발비용이 많이 들고, 완성도 있는 게임을 만들기까지 시간이 오래 걸리며 흥행 실패 시 기업 전반에 미치는 타격이 크다는 점에서 높은 리스크를 감수해야 한다.

반면 퍼블리싱은 상대적으로 개발 리스크는 낮은 편이다. 개발비를 직접 투자하지 않기 때문에 실패 시 손실이 제한적이며, 이미 제작이 완료된 게임을 유통하는 구조이기 때문에 출시까지의 시간도 짧다. 퍼블리싱 입장에서는 다양한 외부 개발사와 협업을 통해 장르의 다양성과 포트폴리오의 폭을 넓힐 수 있다는 이점도 있다. 특히 마케팅과 유저 운영에

강점을 가진 대형 게임사들은 이러한 역량을 활용해 성공 가능성이 높은 외부 게임을 발굴하고, 이를 시장에 성공적으로 안착시킬 수 있다.

이러한 특성 때문에 최근 많은 게임사들이 자체개발 못지않게 퍼블리싱 사업을 강화하는 추세다. 게임 하나를 완성도 있게 개발하기 위한 비용과 시간이 증가함에 따라 개발 리스크 또한 커지고 있기 때문이다. 따라서 기업들은 리스크를 분산시키는 방법으로 퍼블리싱 사업에 눈을 돌리고 있다. 최근에는 대형 게임사들이 두 전략을 병행하며, 일정 비율 이상을 퍼블리싱 사업에서 확보하고자 하는 흐름이 뚜렷하다.

국내 게임 개발사 자체개발 및 퍼블리싱 현황

기업명	자체개발	퍼블리싱
넥슨	메이플스토리, 던전앤파이터, FC 온라인, 카트라이더 등 (네오플/넥스코리아/원스튜디오 등 자체 또는 자회사 개발)	블루아카이브, 프로젝트 G 등 (외부 스튜디오 일부 유통)
크래프톤	배틀그라운드, 인조이(inZO), 다크앤다커 모바일 등	딩컴, 라이벌즈 호버 리그
엔씨소프트	리니지 시리즈, 블레이드앤소울, TL, 아이온, LLL 등	브레이커스: 연락 더 월드, 타임 테이커즈 등
넷마블	나 혼자만 레벨업: ARISE, 세븐나이츠, 제2의 나라 등	디즈니 미러가디언즈, 샬롯의 테이블 등
카카오게임즈	오단: 발할라 라이징, 아카데미 워	우마무스메, 가디언 테일즈, 크로니클 등
컴투스	서머너즈워 시리즈, 님시의 신, 컴투스프로야구 시리즈	스타시드: 아스니아트리거, BTS: 쿠키온: 타이탄레스토랑, 더 스타라이트 등
시프트업	니케, 스텔라 블레이드	없음
위메이드	미르M, 나이트 크로우 등 (위메이드맥스 등 자회사 포함)	미르4(글로벌), 일부 블록체인 게임

자료: 각 사, 한국R협의회

3 게임사 생존전략

게임산업, 지역 다변화와

IP(지적재산권) 확장이 핵심

글로벌 게임시장에서 한동안 주목받았던 메타버스와 블록체인 기반 게임들은 과도기를 거치며 실제 유저 확보보다는 기술과 생태계 구축 중심으로 방향을 재정비하는 분위기다. 또한, 중국의 게임 심사 및 수입 규제가 확대되며 글로벌 퍼블리셔들은 지역을 다변화하여 미국, 유럽, 동남아, 인도, 중남미 등으로 진출 전략을 전환하고 있다. 넥슨의 경우 북미 및 유럽을 겨냥하여 'The First Descendant'를 콘솔 및 PC 플랫폼으로 출시하였으며, 크래프톤은 2023년 BGM(배틀그라운드 모바일 인도)를 재출시하며 누적 다운로드 1억건 및 누적 이용자 1억 8,000만건을 돌파하였다. 더 나아가 최근 국내 게임사들은 '글로벌 퍼스트' 전략을 강화하고 있으며, 개발 초기부터 글로벌 시장을 타깃으로 설계하는 사례가 많아지는 추세다. 엔씨소프트는 작년 '쓰른 앤 리버티(TL)'를 아마존게임스를 통해 북미 및 유럽 시장에 퍼블리싱 하였으며, 넷마블 또한 '나 혼자만 레벨업: ARISE'를 한국 및 글로벌에 동시 런칭했다.

지역다변화와 함께 IP(지적재산권) 확장 및 활용 또한 게임사들의 주요 생존 전략이다. 넥슨과 데브시스터즈 등의 게임사들은 단일 IP를 시리즈화 하는 방식으로 사업 영역을 확장하고 있다. 넥슨의 경우 '던전앤파이터' IP의 세계관을 기반으로 제작한 PC-콘솔 하드코어 액션 역할수행게임(RPG) '퍼스트버서커: 카잔(이하 카잔)'을 출시하였다. 또한 메이플스토리의 블록체인 게임 '메이플스토리N'을 출시하는 등 기존 게임에 AI 및 블록체인 등 신기술을 접목시키는 시도 또한 이어지고 있다. 데브시스터즈는 주요 IP인 '쿠키런'을 활용하여 '쿠키런: 오븐브레이크', '쿠키런: 킹덤', '쿠키런: 마녀의성', '쿠키런: 모험의탑' 등 기존 IP 기반에 장르를 변화시킨 게임들을 출시 중이다. 단일 쿠키런 IP만으로 서비스 지역은 243개, 누적 이용자는 2억명에 달한다. 이처럼 이처럼 단일 IP를 시리즈화하면 기존 팬들이 익숙한 세계관과 캐릭터를 지속 접할 수 있게 돼 충성도를 높일 수 있고, 진입장벽이 낮다는 장점이 있다.

반면, 동일 IP 게임을 플랫폼을 다양화하여 출시하는 '멀티플랫폼' 전략 또한 유효하다. 넥슨의 'The First Descendant'는 Windows 기반의 PC 플레이와 PS, Xbox 등 콘솔로도 플레이가 가능하며, 동일 아이디로 여러 플랫폼에서 플레이 가능하다. 또한, 타 미디어 IP와 콜라보레이션을 통해 유저들의 지속적인 유입을 유도하기도 하는데, 인기 일본 애니메이션 IP '진격의 거인'과 콜라보레이션을 진행한 크래프톤의 '배틀그라운드'나 인기 일본 애니메이션 IP '강철의 연금술사'와 콜라보레이션을 진행한 스마일게이트의 '에픽세븐' 등이 대표적인 예시이다. 반대로 기존 게임 IP를 타 미디어 IP로 활용하며 수익을 창출하기도 하는데, 컴투스의 경우 '서머너즈 워' IP를 활용하여 '크로스', '캡틴 이브', '오컬트 탐정 니키' 등 웹툰 6종을 한국·일본에서 연재 중에 있다.

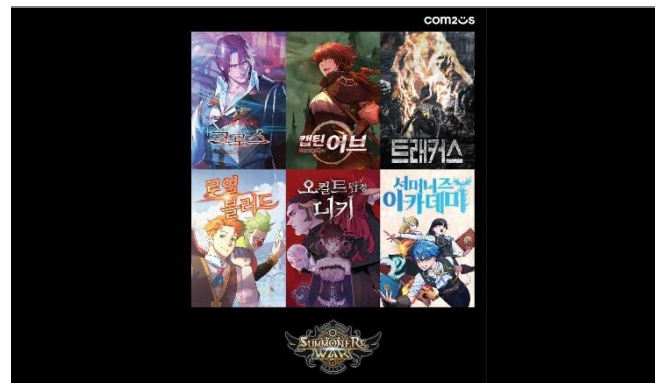
이 외에도 게임사들은 개발단계에서 비용 효율화 등을 위해 AI 기술을 활용하여 자동화, QA(Quality Assurance, 품질 검증) 테스트, 마케팅 등을 활발히 진행하고 있다. 엔씨소프트는 '쓰론 앤 리버티(TL)' 캐릭터 움직임 구현을 위해 AI 기반 모션 캡처 자동화 기술을 활용하였으며, 크래프톤은 '인조이(inZOI)' 개발 시 유저들의 캐릭터 커스터마이징을 위해 AI 음성 합성을 도입하였다. 크래프톤은 QA 테스트 중 하나인 버그 테스트 시 AI 기반으로 자동화 테스트를 진행하였으며, 컴투스는 '서머너즈 워' 글로벌 출시 당시 AI를 기반으로 지역별 캠페인을 최적화하였다.

인도 영화 '칼키 2898 AD'와 콜라보레이션 한 'BGM(배틀그라운드 모바일 인도)'



자료: 크래프톤, 한국IR협의회 기업리서치센터

컴투스 IP '서머너즈 워'를 활용한 웹툰



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

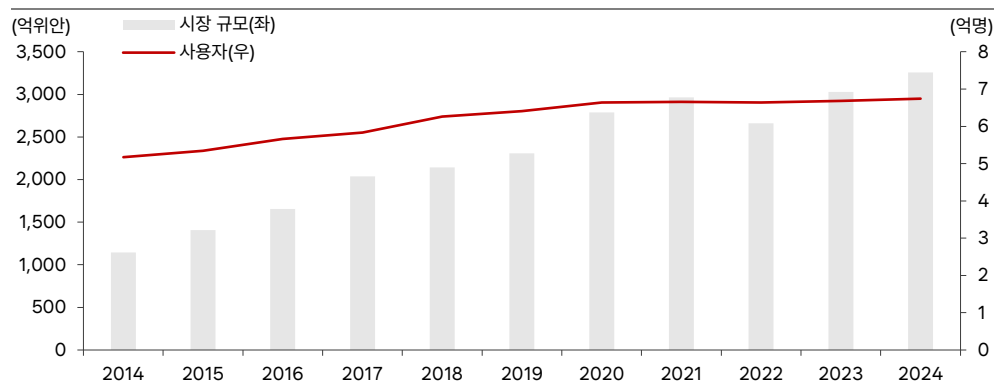
4 중국 게임 시장

**2024년 중국 내 게임 시장
매출액은 3,258억위안으로
전년대비 7.5% 증가**

중국의 게임공위(Game Committee of China Audio-visual and Digital Publishing Association)가 올해 1월 발표한 '중국 게임산업 보고서 2024'에 따르면, 2024년 중국 내 게임시장 매출액은 3,258억위안(62조원)으로 전년대비 7.5% 증가했을 것으로 예상된다. 2014년 1,145억위안을 기록한 이후 지난 10년간 연평균 11.0% 증가한 것이다. 2024년 게임 이용자 수는 6억 7,400만명으로 전년대비 0.9% 증가했다. 2024년 중국 게임 시장의 성장은 1) 중국산 AAA게임인 '검은 신화: 오공'의 성공과 2) 중국의 게임 규제 완화와 판호 재개, 3) 모바일 및 미니게임의 급성장과 4) 멀티플랫폼 전략으로 소비자 접근성 확장에 기인한다. 또한 5) 클라우드 게임과 AI 기술 도입 확대도 중국 게임 시장 성장에 영향을 주었다. '검은 신화: 오공'은 중국산 AAA게임 중 최초의 흥행작으로 서유기 스토리를 기반으로 한다. 이 게임은 텐센트 출신이 창업한 소형 게임사 '게임사이언스'가 6년간 개발한 것으로, 2024년 8월 20일 출시한 PC 및 콘솔 게임이다. 출시 4일만에 1천만장 판매를 돌파했으며, 2024년 스팀에서 가장 많이 판매된 게임으로 기록되었다. 2024년 매출액은 약 11억 달러(약 80억 위안)으로 추정된다.

중국 게임 시장은 2001년 ‘열혈전기’ 출시 이후 온라인 게임 붐이 본격화되며 급격히 성장했다. 그러나 2018년 3월부터 12월까지 판호가 동결되면서 게임 승인이 지연되었고, 이는 중소 개발사의 폐업과 시장 위축을 초래했다. 2019년 후반부터 판호 승인이 재개되었으나, 건수는 과거 대비 크지 않았고 중국 게임사들은 스팀 등 해외 플랫폼을 통해 우회로 출시했다. 판호는 2021년 8월부터 2022년 3월까지 또다시 8개월간 중단되었고, 이 기간 이후 허가 수는 대폭 축소되었다. 이 외에도 2021년에 도입된 청소년 주 3시간 게임 제한 제도와 2023년에 시행된 게임 심사 평가 기준 강화도 중국 게임 시장 성장을 둔화에 영향을 미쳤다. 그러나 작년 중국 정부가 판호 발급 수를 증가시키며 규제 완화에 대한 기대가 고조되고 있다. 중국 정부는 2024년 총 1,306종의 내자판호와 110종의 외자 판호를 승인했다. 참고로, 2023년에는 내자판호 977종과 외자판호 98종이 승인되었고, 2022년에는 468종과 44종이 승인되었다.

중국 게임 시장 규모와 사용자 수 추이



자료: 게임 공위, 한국IR협회의 기업리서치센터

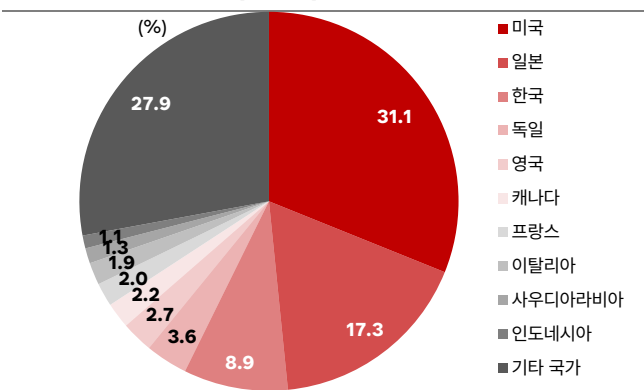
중국 게임 시장은 모바일 게임이 전체 매출의 73%로 가장 높은 비중 차지

2024년 중국 자체 개발 게임의 중국 시장 매출은 2,607억위안(50조원)으로 전년대비 1.7% 증가했으며, 중국 자체 개발 게임의 해외 시장 매출은 186억만 달러로 전년 대비 13.4% 증가했다. 중국 게임의 수출 상위 국가는 미국, 일본, 한국이다.

2024년 기준으로 플랫폼별 매출 비중을 살펴보면, 모바일이 73.1%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이후 PC가 20.9%를, 콘솔/비디오/클라우드 매출액이 4.6%를 차지하고 있다. 특히, 2024년에는 ‘검은 신화: 오공’의 성공으로 콘솔 게임 매출액이 44.8억위안(약 8,500억원) 을 기록, 전년대비 55.1% 성장했다.

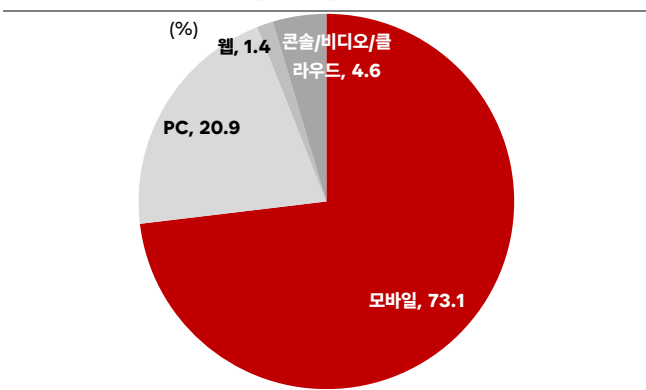
중국 주요 게임사로는 텐센트, 넷이즈, 미호요(비상장기업) 등이 있다. 2024년 중국 모바일 게임 중 지출액 상위 게임으로는 1) 왕자영요, 2) 화평정영, 3) 던전앤파이터:오리진이 있다.

중국 게임의 수출 국가별 비중(2024년)



자료: 게임 공위, 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 게임의 플랫폼별 매출 비중(2024년)



자료: 게임 공위, 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 신작 출시 기대

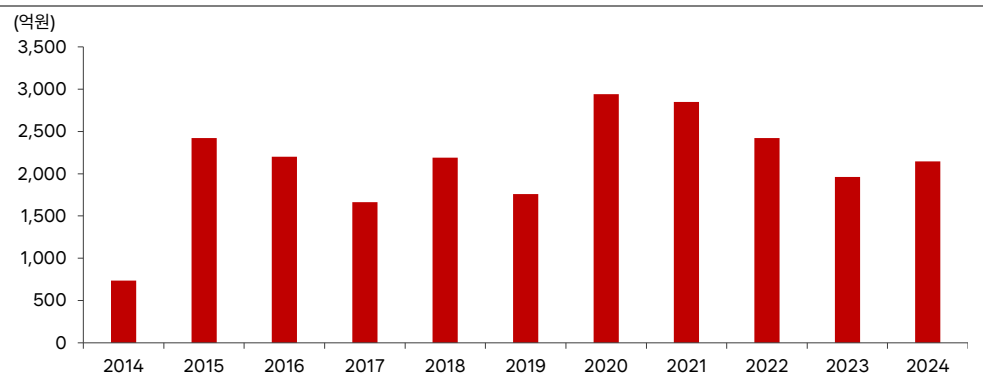
투자포인트1. 신작 출시 기대, 매출 증가 기대와 연결

웹젠의 첫번째 투자 포인트는 신작 출시 기대이다. 이는 동사의 매출 증가 기대와 연결된다.

2024년 웹젠의 매출액은 2,147억원으로 지난 10년간 연평균 11.3% 성장했다. 그러나 시기별로 보면, 2014년 735억 원 불과했던 매출액은 2015년 2,422억원으로 229.7% 급증한 이후 1,761억원(2019년)~2,941억원(2020년) 사이에서 증가와 감소를 반복하며 정체 국면에 놓여있다. 특히, 2020년 이후 동사의 매출액은 2023년까지 추세적으로 감소하다, 2024년 전년도 대비 9.4% 증가한 2,147억원 매출액을 기록하며 반등에 성공한 상황이다. 올해 1분기 매출액은 416억원으로 전년동기 대비 32.4% 감소했다. 국내 'MU' IP 매출이 급감한 것이 주요인이었다.

2014년 이후 웹젠 매출액이 증가한 시기는 2015년, 2018년, 2020년과 2024년이다. 이 시기는 흥행에 성공한 신작을 발표한 시기와 맞물린다. 2015년 4월부터는 중국의 '전민기적' 게임을 한국에서 '뮤 오리진'이라는 이름으로 퍼블리싱하면서 매출이 229.7% 급증했다. 특히, 이 시기 모바일 게임 매출이 15억원에서 1,620억원으로 107배 급증했다. 참고로 중국에서 개발한 게임을 국내에서 퍼블리싱할 경우, 웹젠은 전체 유저 결제액을 총 매출액으로 인식하고 중국 게임 개발사에 개발로열티로 정해진 비율(30~50%)을 지급한다. 2018년 1월 중국에서 'MU' IP를 활용한 '기적MU:각성'이 출시되고, 6월 한국에서 '뮤 오리진2'로 퍼블리싱되었다. 이로 인해 2018년 매출액은 2,189억원으로 전년대비 31.6% 증가했다. 로열티 매출이 626억원으로 84.3% 급증했고, 모바일 매출도 1,002억원으로 34.7% 증가했다. 2020년에는 매출액이 2,941억원으로 전년대비 67% 급증했는데, 이는 코로나 효과 외에도 웹젠이 개발해 출시한 '뮤 아크엔젤'과 'R2M'의 신작 효과도 있었다. 2024년 매출 증가는 8월에 출시한 '뮤 모나크2'의 흥행 역할이 컸다.

웹젠의 매출액 추이



자료: 웹젠, 한국IR협의회 기업리서치센터

올해 2개의 신작 발표 예정. 신작은 1) 테르비스와 2) 드래곤소드 있음

동사는 올해 총 2개의 신작을 발표할 예정이다. 자체 개발한 게임도 있지만, 작년부터 동사가 지분 투자한 게임 개발사들의 게임 퍼블리싱도 본격화될 예정이다. 동사는 작년부터 게임사에 대한 지속적인 투자로 퍼블리싱 권한을 확보해 둔 게임들을 출시해 게임 서비스 장르 다변화와 개발력 확대를 동시에 달성할 계획이다.

올해 발표할 신작으로는 1) ‘테르비스(자체개발)’, 2) ‘드래곤소드(퍼블리싱)’가 있으며, 내년 초 발표할 신작으로는 ‘REMORE(퍼블리싱)’가 있다.

‘테르비스’는 웹젠이 서브컬처 시장에서도 뮤(MU)와 같은 스테디셀러 IP를 확보하기 위해 선보이는 신작이다. 2025년 3분기 출시를 목표로 하고 있으며 2D 애니메이션 스타일 서브컬처 수집형 RPG게임이다. 2D 캐릭터와 3D배경이 혼합된 전투 화면이 특징이며, 2024년 지스타 이후 올해 3월 티저 사이트를 오픈했고, 5월 공식 사이트를 오픈했다. 또한, 국내와 일본 공식 SNS계정을 통해 주기적으로 캐릭터 일러스트와 네컷 만화 등 서브컬처 팬들의 취향에 맞는 콘텐츠를 선보이며 마케팅을 진행 중이다. 6월 10일부터 6월 16일까지 한국과 일본 동시 비공개 베타테스트(CBT)를 진행했으며, 안드로이드 및 애플 운영체제 기반 모바일 기기와 PC크로스플랫폼을 지원한다. 웹젠의 자회사인 웹젠노바가 직접 개발했다.

‘드래곤소드’는 웹젠이 2024년 지분 투자한 하운드13이 개발한 게임으로, 웹젠이 올해 4분기 퍼블리싱할 예정이다. 장르는 언리얼 엔진5 기반 오픈월드 액션 RPG이다. 2024년 지스타에서 게임성에 대해 호평을 받았고, 2025년 5월 28일부터 6월 2일까지 모바일과 PC크로스 플랫폼에서 한정 인원을 대상으로 비공개 베타테스트(CBT)가 진행되었다. CBT 설문 결과에 따르면 체험단은 드래곤소드의 게임성에 대해 전반적으로 높게 평가했다. 특히, 드래곤소드의 콤보 기반의 화려한 전투 방식에 대해 전체 참여자의 82%가 흥미롭다고 평가했다.

PC게임이면서 블랙앵커스튜디오가 개발하고 웹젠이 퍼블리싱하는 ‘REMORE’가 내년 초에 출시될 예정이다. ‘REMORE’는 2023년 10월 스팀 얼리엑세스 출시되었다. 자체개발하는 MMORPG 신작도 내년 1분기에 출시 예정이다.

이와 같은 신작 발표로 하반기로 갈수록 동사의 매출은 성장할 전망이다.

웹젠의 신작 발표 로드맵

		3Q25			4Q25			1Q26			2Q26		
		7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
테르비스 (자체개발)	Mobile												
드래곤소드 (퍼블리싱)	Mobile PC												
REMORE (퍼블리싱)	PC												
자체개발 2종	Mobile												

(*) TBD : To be determined

자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

☑️ 풍부한 보유 현금

투자포인트2. 풍부한 보유 현금

웹젠의 두번째 투자포인트는 풍부한 보유 현금이다. 이는 동사의 1) 적극적인 주주환원 기대와 2) M&A기대로 연결된다.

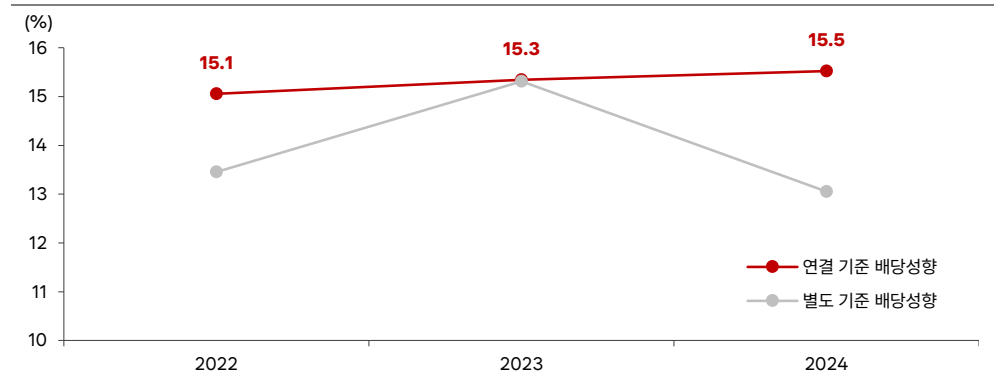
2025년 3월말 기준으로 웹젠이 보유하고 있는 현금 및 금융자산 가치는 4,716억원이다. 현금 및 현금성 자산은 1,878억원이 있다. 유동자산으로 분류된 금융자산으로는 당기손익-공정가치측정금융자산과 상각후 원가측정금융자산이 있으며, 각각 147억원, 2,691억원이다. 또한 웹젠이 보유하고 있는 판교 사옥은 장부가치로 약 500억원이나, 시장 가치는 1,000억원 수준일 것으로 추정된다.

웹젠의 기타유동금융부채 및 기타비유동금융부채는 각각 124억원과 3억원이 있다.

적극적인 주주환원 기대로 연결

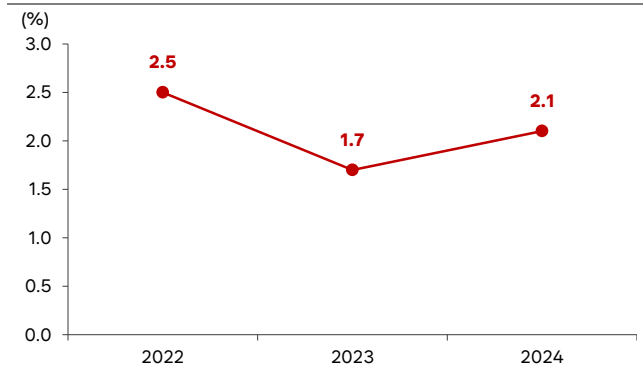
동사의 풍부한 보유 현금은 적극적인 주주환원 기대로 연결된다. 2021년까지 배당을 지급하지 않았던 웹젠은 2022년부터 작년까지 배당을 지급했다. 배당에 소극적인 게임업계 내에서 동사의 지속적인 배당 지급은 투자자에게 매력적으로 비춰질 수 있다. 2022년~2024년까지 평균적인 배당성향은 15.3%였으며, 배당수익률은 1.7%~2.5%였다. 또한 2023년 2월과 2025년 2월에는 총 발행주식대비 1%에 해당하는 36만주와, 35만주를 이익 소각했다. 올해 3월 17일 자사주 40만주 취득을 결정한 웹젠은 3월 19일부터 4월 7일까지 총 54억원 규모의 자사주를 취득했다. 취득 후 동사의 자사주는 5,534,069주로, 발행주식 총수 대비 15.99%이다.

웹젠의 배당성향 추이



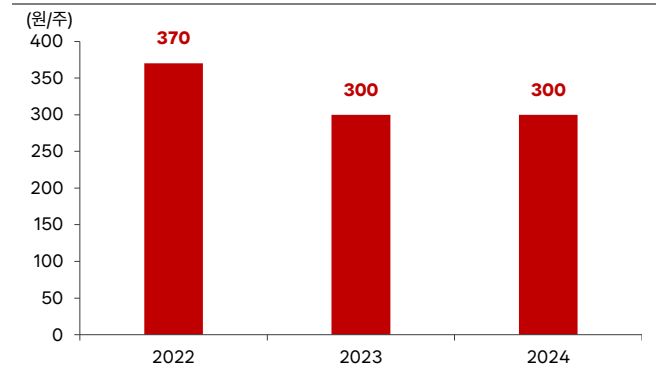
자료: 웹젠, 한국IR협의회 기업리서치센터

웹젠의 배당 수익률 추이



자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠의 주당 배당금 추이



자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

M&A 기대로 연결

또한, 동사의 4천억원을 상회하는 동사의 순현금 및 금융자산 가치는 M&A기대를 불러일으킨다. 웹젠은 현금을 활용하여 외부IP 투자와 M&A기회를 적극적으로 모색하고 있다. 동사는 2024년부터 게임개발사에 적극적인 지분투자를 통해 서비스 판관을 확보하고 게임 서비스 라인업 확장을 도모했다. 주요 투자로는 하운드13(2024.1월, 300억원, 지분율 25.64%), 파나나스튜디오(2024.3월, 50억원, 지분율 12.2%), 블랙앵커(2024.7월, 10억원, 지분율 16.7%) 등이 있다. 또한, 외부 IP투자자 M&A 전담 조직인 유니콘TF를 운영하고 있다.

웹젠의 게임개발사 지분 투자 현황

법인명	최초취득일자	주식수(주)	지분율(%)	취득금액(억원)
(주)하운드 13	2024.01.04	221,161	25.6	300
(주)파나나스튜디오	2024.03.18	2,286	12.2	50
(주)블랙앵커	2024.07.05	3,200	16.7	10
(주)던라이크	2024.08.09	2,286	19.8	60
(주)리트레일	2024.10.22	4,283	30.0	127
(주)게임투게더	2024.11.18	12,325	37.7	34

자료: 웹젠, 한국IR협회의 리서치센터

실적 추이 및 전망

2024년 실적 Review

2024년 매출액
2,147억원(+9.4%YoY),
영업이익 546억원(+9.3%YoY)
기록

웹젠의 2024년 매출액은 2,147억원으로 전년 대비 9.4% 증가했다.

모바일 게임이 1,149억원으로 전년대비 21.8% 급증하며 총 매출액 증가를 견인했고, 인터넷 매출(402억원)과 로열티 매출(590억원)은 각각 전년대비 4.1%, 1.1% 감소했다. 게임별로 보면, MU와 메틴2가 1,509억원과 261억원으로 각각 전년대비 22.5%, 39.9% 증가했고, R2와 샷 온라인은 210억원과 52억원으로 전년대비 43.0%, 12.4% 감소했다. MU 게임 및 모바일 매출 증가는 2024년 8월 '뮤 모나크2' 신작이 출시된 영향이 크다.

지역별로 보면, 국내와 독일 매출은 1,396억원과 260억원으로 전년대비 21.8%, 40.3% 증가했고, 중국과 기타 지역은 232억원과 261억원으로 29.2%, 14.5% 감소했다.

동사의 2024년 영업이익은 546억원으로 전년대비 9.3% 증가했으며, 영업이익률은 25.4%로 전년과 유사한 수준을 기록했다. 영업이익 증가는 매출액 증가에 기인한다.

지배주주순이익은 569억원으로 전년대비 1.2% 감소했다.

2025년 1분기 실적 Review

2025년 1분기 매출액 416억원(-32.4%YoY), 영업이익 89억원(-50.5%YoY) 기록

웹젠의 2025년 1분기 매출액은 416억원으로 전년대비 32.4% 감소했다.

신작 출시가 지연되는 가운데, MU를 중심으로 기존게임의 매출이 전반적으로 부진했다. MU, R2, 메틴2, 샷 온라인 게임은 각각 전년동기 대비 32.8%, 43.0%, 15.0%, 34.0% 감소했다. 모바일 매출이 168억원으로 전년대비 53.0% 급감한 가운데, 로열티 매출도 138억원으로 전년대비 7.3% 감소했다.

웹젠의 영업이익은 89억원으로 전년동기 대비 50.5% 급감했으며, 영업이익률은 21.4%로 2024년 1분기 대비 7.8%p 하락했다. 영업이익 감소 및 영업이익률 하락은 매출액 감소와 매출 대비 인건비 증가에 기인한다.

동사의 지배주주순이익은 13억원으로 전년동기 대비 93.5% 급감했다. 이는 1분기 엔씨소프트와 진행한 저작권 소송 등 법률 비용이 영업외 비용으로 반영되었기 때문이다.

2025년 실적 전망

2025년 매출액

2,043억원(-4.8%YoY),

영업이익 450억원(-17.6%YoY)

예상

웹젠의 2025년 매출액을 2,043억원(-4.8%YoY), 영업이익을 450억원(-17.6%YoY)로 추정한다. 영업이익률은 22.0%로 전년대비 3.4%p 하락이 예상된다.

매출액 감소는 신작 출시가 지연되면서 상반기 매출이 저조할 것으로 예상하고 있기 때문이다. 1분기 매출액은 416억 원으로 전년동기 대비 32.4%로 감소했다. 그러나 하반기 신작 출시로 매출이 상반기 대비 증가할 것으로 예상된다. 현재 비공개 베타테스트가 마무리된 '테르비스'와 '드래곤소드'가 출시될 예정이다. 2024년 지스타에서 게임성을 인정 받았다는 점에서 매출에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

다만 영업이익률은 전년대비 3.4%p 하락이 예상되는데, 이는 1) 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가와 2) 광고비 증가가 예상되기 때문이다.

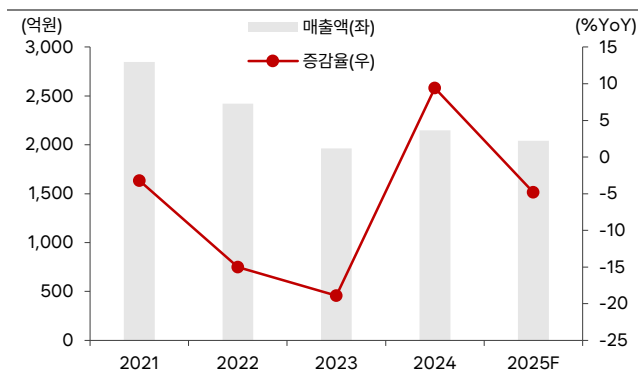
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	2,848	2,421	1,963	2,147	2,043
인터넷매출	454	463	420	402	405
로열티매출	687	647	596	590	583
모바일매출	1,701	1,308	944	1,149	1,051
기타매출	7	3	3	6	5
영업이익	1,030	830	499	546	450
당기순이익	869	724	576	569	409
%YoY					
매출액	-3.2	-15.0	-18.9	9.4	-4.8
영업이익	-4.9	-19.4	-39.9	9.3	-17.6
당기순이익	30.5	-16.7	-20.4	-1.2	-28.1
영업이익률	36.2	34.3	25.4	25.4	22.0
당기순이익률	30.5	29.9	29.3	26.5	20.0

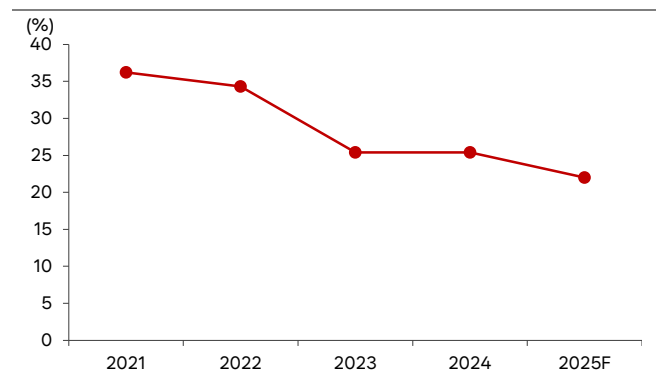
자료: 한국IR협회의 리서치센터

웹젠의 매출액과 증감율 추이



자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠의 영업이익률 추이



자료: 웹젠, 한국IR협회의 기업리서치센터

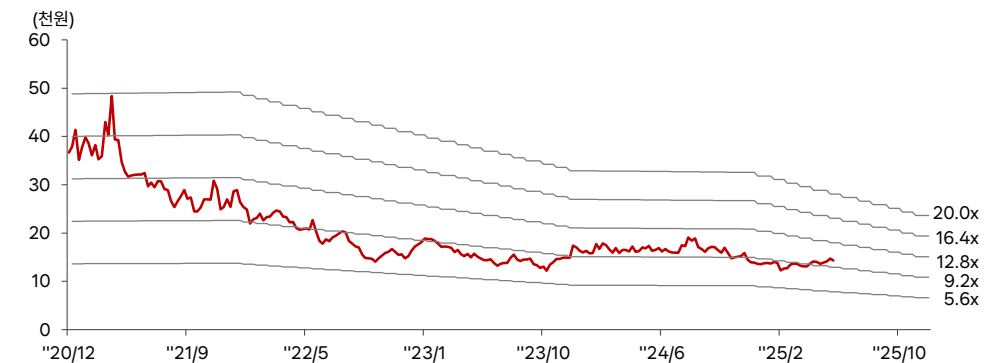
Valuation

웹젠의 2025년 예상 PER은 12.6배로 역사적 밸류에이션상 중하단 수준

현재 웹젠의 2025년 예상 PER은 12.6배이다. 2020년 이후 동사의 주가는 PER Band 6.5배에서 20.4배 사이에서 움직였다. 이를 감안 시 동사의 주가는 PER Band에서 중하단 수준에 있다. 또한 웹젠의 2025년 예상 PBR은 0.7배이고, 2020년 이후 동사의 주가는 PBR Band 0.7배에서 3.5배 사이에서 움직였음을 감안 시, PBR 측면의 밸류에이션으로는 하단 수준에 있다. 다만 이와 같이 PBR이 추세적으로 낮아진 이유는 ROE가 지속적으로 하락했기 때문이다. 2021년 18.5%를 기록했던 동사의 ROE는 올해 6.0%로 낮아질 것으로 추정한다.

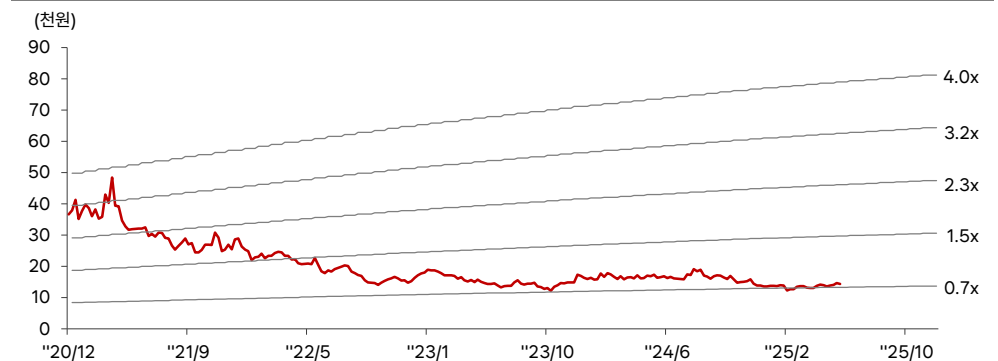
2021년부터 부진한 실적으로 지속적으로 하락했던 웹젠의 주가는 2023년 8월에 출시한 신작 '뮤 모나크'가 구글 플레이 매출 10위권 범위 내에서 안정적인 매출을 기록하며 반등했다. 그러나, 2024년 하반기 발표한 신작이 시장 기대에 미치지 못하고, 실적이 둔화되면서 다시 하락했다. 2025년 올해 들어 웹젠의 주가는 현재(2025년 6월 20일)까지 8.2% 상승했다. 동기간, 코스닥 지수와 KRX 게임 TOP10지수는 각각 16.7%, 13.4% 상승했다. KRX 게임 TOP10지수는 한국거래소가 발표한 게임 산업 대표 지수로, 국내 증시에 상장된 주요 게임 기업 10개 종목으로 구성된다.

웹젠의 PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

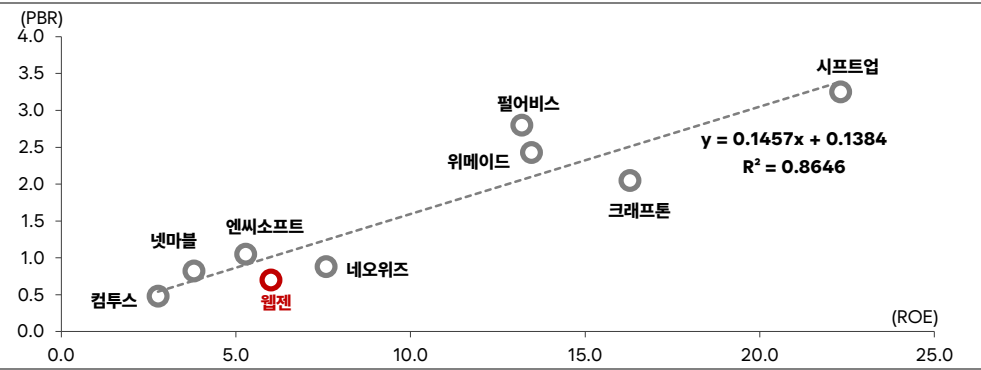
웹젠의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠과 같은 국내 게임 개발사로는 크래프톤, 넷마블, 시프트업, 엔씨소프트, 펠어비스, 넥슨게임즈, 카카오게임즈, 위메이드, 네오위즈, 컴투스 등이 있다. 2025년 적자가 예상되는 넥슨게임즈와 카카오게임즈를 제외한 게임사들과의 2025년 시장 추정 기준 ROE-PBR 관계를 비교 시, 동사 주가는 할인되어 평가되고 있다.

웹젠과 경쟁사들의 ROE-PBR



자료: Fnguide 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠 경쟁사들의 대표 게임과 장르

게임사	대표 게임	장르
크래프톤	PUBG: BATTLEGROUNDS, PUBG Mobile	배틀로얄/슈팅
넷마블	Cash Frenzy, Jackpot World	캐주얼(슬롯-퍼즐 등)
시프트업	Goddess of Victory: NIKKE	수집형 슈터 RPG
엔씨소프트	Lineage M, Lineage W	모바일 MMORPG
펠어비스	Black Desert	MMORPG
넥슨게임즈	Blue Archive	애나가차 RPG
카카오게임즈	ODIN: Valhalla Rising	모바일 MMORPG
위메이드	MIR 4-MIR M-Night Crows	MMORPG & IP 라이선스
네오위즈	Lies of P	액션 RPG(소울라이크)
컴투스	Summoners War IP	MMORPG

자료: 언론, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹젠과 주요 경쟁사의 재무지표 및 밸류에이션 지표 비교

		웹젠	크래프톤	넷마블	시프트업	엔씨소프트	펄어비스	넥슨게임즈	카카오게임즈	위메이드	네오위즈	컴투스
주가(원)		14,840	358,000	60,500	51,200	190,400	42,550	14,790	18,530	33,700	24,150	42,350
시가총액 (억원)		5,135	169,651	52,002	30,096	41,020	27,337	9,741	15,380	11,441	5,278	5,394
자산총계 (억원)	2022	6,469	60,378	89,356	741	44,376	12,226	3,255	38,739	14,298	5,601	18,988
	2023	7,031	64,405	79,159	2,039	43,938	12,129	3,669	34,710	14,177	6,714	17,160
	2024	7,509	79,195	81,771	8,038	39,539	11,428	4,872	31,732	18,757	6,200	16,460
	2025E	7,951	91,436	83,085	9,567	40,857	14,096	5,143	33,636	19,692	6,588	17,057
자본총계 (억원)	2022	5,744	51,112	54,609	658	31,962	6,993	2,370	16,816	3,782	4,491	11,390
	2023	6,239	55,544	49,795	1,811	32,497	7,250	2,628	13,984	2,488	4,894	11,147
	2024	6,726	68,278	54,160	7,644	30,585	8,060	3,127	13,381	4,294	4,873	9,645
	2025E	7,047	79,888	56,618	9,132	31,756	9,122	3,003	13,130	4,470	5,226	9,700
매출액 (억원)	2022	2,421	18,540	26,734	653	25,718	3,857	1,324	11,477	4,635	2,946	6,773
	2023	1,963	19,106	25,021	1,686	17,798	3,335	1,933	7,258	6,053	3,656	7,396
	2024	2,147	27,098	26,638	2,241	15,781	3,424	2,561	6,272	7,119	3,668	6,939
	2025E	2,043	32,159	27,709	2,880	15,523	5,400	2,165	5,864	6,975	3,830	7,651
영업이익(억원)	2022	830	7,516	-1,087	222	5,590	164	52	1,758	-849	196	-151
	2023	499	7,680	-685	1,111	1,373	-164	120	754	-1,104	316	-332
	2024	546	11,825	2,156	1,527	-1,092	-123	387	191	71	329	61
	2025E	450	14,371	2,629	2,091	560	1,148	-79	-52	797	468	336
영업이익률(%)	2022	34.3	40.5	-4.1	34.0	21.7	4.3	3.9	15.3	-18.3	6.6	-2.2
	2023	25.4	40.2	-2.7	65.9	7.7	-4.9	6.2	10.4	-18.3	8.6	-4.5
	2024	25.4	43.6	8.1	68.1	-6.9	-3.6	15.1	3.1	1.0	9.0	0.9
	2025E	22.0	44.7	9.5	72.6	3.6	21.3	-3.7	-0.9	11.4	12.2	4.4
지배당기순이익(억원)	2022	724	5,002	-8,192	204	4,357	-430	60	-2,336	-1,854	131	334
	2023	576	5,954	-2,557	1,067	2,121	152	113	-2,287	-2,005	487	398
	2024	569	13,061	256	1,480	942	603	314	-1,089	1,884	24	-1,078
	2025E	409	11,973	2,120	1,863	1,649	1,133	-121	-242	590	383	267
ROE(%)	2022	13.5	10.3	-14.6	36.7	13.7	-6.1	0.0	-12.4	-37.1	2.9	2.9
	2023	9.7	11.2	-4.9	86.4	6.6	2.1	4.5	-14.9	-63.9	10.4	3.5
	2024	8.8	21.1	0.5	31.3	3.0	7.9	10.9	-8.0	55.6	0.5	-10.4
	2025E	6.0	16.2	3.8	22.2	5.3	13.2	-4.0	-1.8	13.5	7.6	2.8
PER(배)	2022	7.4	16.5	N/A	0.0	22.6	N/A	121.3	N/A	N/A	62.3	23.0
	2023	9.9	15.8	N/A	0.0	24.9	163.7	87.2	N/A	N/A	12.1	15.9
	2024	8.4	11.5	173.3	23.3	42.7	29.5	28.0	N/A	6.3	173.6	N/A
	2025E	12.6	14.2	24.5	16.1	25.0	24.1	N/A	N/A	19.4	13.8	20.2
PBR(배)	2022	0.8	1.5	0.9	0.0	2.9	3.7	3.5	2.2	2.8	1.7	0.6
	2023	0.8	1.6	1.0	0.0	1.5	3.3	3.6	1.5	8.2	1.1	0.5
	2024	0.6	2.1	0.8	4.8	1.2	2.1	2.7	1.0	2.8	0.8	0.6
	2025E	0.7	2.0	0.9	3.3	1.2	2.9	3.1	1.2	2.5	0.9	0.5
PSR(배)	2022	2.2	4.5	1.9	0.0	3.8	7.1	5.5	3.1	2.3	2.8	1.1
	2023	2.9	4.9	2.0	0.0	3.0	7.5	5.1	2.9	3.4	1.6	0.9
	2024	2.2	5.6	1.7	15.4	2.6	5.2	3.4	2.2	1.7	1.1	0.9
	2025E	2.5	5.3	1.9	10.4	2.7	5.1	4.5	2.6	1.6	1.4	0.7
배당수익률(%)	2022	2.4	-	-	-	1.5	-	-	-	2.4	-	2.2
	2023	1.8	-	-	-	1.3	-	-	-	-	0.9	5.3
	2024	2.2	-	0.8	-	0.8	-	-	-	-	-	2.8

주: 주가, 시가총액은 2025년 6월 20일 기준, 웹젠의 2025년 실적은 당사 추정치 기준, 경쟁사들은 시장 컨센서스 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

리스크 요인
**웹젠의 리스크 요인은 단일 IP에
대한 높은 매출 의존도**

웹젠의 리스크 요인은 단일 IP에 대한 매출 의존도가 높다라는 것이다.

웹젠은 'MU' IP 기반의 게임에 대한 의존도가 높다. 동사의 대표작은 '뮤 온라인', '뮤 오리진', '뮤 아크엔젤', '뮤 오리진 3' '뮤 모나크' 등이며, 2025년 1분기 매출의 71.5%가 MU IP 게임이다. 이로 인해 게임 포트폴리오 다변화가 부족하며, 신작 실패 시 포트폴리오가 다각화되어 있는 경쟁사들 대비 충격이 크다는 단점이 있다. 또한, 최근에는 신작 출시 시점도 지연되고 있어, 매출 반등의 시기가 늦춰질 개연성도 있다.

동사는 이를 극복하기 위해 게임사 지분 투자 등을 통해 판권을 확보 퍼블리싱 업무를 본격화할 예정에 있으며, 올해 하반기(테르비스)와 내년 초에 자체 개발 게임을 출시할 예정이다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	2,848	2,421	1,963	2,147	2,043
증가율(%)	-3.2	-15.0	-18.9	9.4	-4.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,848	2,421	1,963	2,147	2,043
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	1,818	1,591	1,464	1,602	1,594
판매비율(%)	63.8	65.7	74.6	74.6	78.0
EBITDA	1,076	879	565	614	521
EBITDA 이익률(%)	37.8	36.3	28.8	28.6	25.5
증가율(%)	-5.3	-18.3	-35.7	8.7	-15.3
영업이익	1,030	830	499	546	450
영업이익률(%)	36.2	34.3	25.4	25.4	22.0
증가율(%)	-4.9	-19.4	-39.9	9.3	-17.6
영업외손익	180	223	220	168	80
금융수익	182	255	236	238	258
금융비용	15	47	21	31	29
기타영업외손익	14	15	5	-38	-149
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,210	1,053	719	714	530
증가율(%)	4.3	-13.0	-31.7	-0.7	-25.8
법인세비용	342	329	144	147	122
계속사업이익	869	724	576	568	408
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	869	724	576	568	408
당기순이익률(%)	30.5	29.9	29.3	26.4	20.0
증가율(%)	0.7	-16.6	-20.5	-1.4	-28.1
지배주주지분 순이익	869	724	576	569	409

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	882	394	600	724	582
당기순이익	869	724	576	568	408
유형자산 상각비	44	45	52	54	63
무형자산 상각비	3	4	15	15	8
외환손익	1	13	2	8	0
운전자본의감소(증가)	7	-289	-32	49	103
기타	-42	-103	-13	30	0
투자활동으로인한현금흐름	-821	-484	-154	1,149	-160
투자자산의 감소(증가)	288	16	37	0	-9
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-16	-211	-116	-110
기타	-1,082	-484	20	1,265	-41
재무활동으로인한현금흐름	-210	-116	-129	-107	-83
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	5
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-109	-88	-88
기타	-210	-116	-20	-19	0
기타현금흐름	3	-5	5	4	-871
현금의증가(감소)	-147	-211	322	1,770	-533
기초현금	875	729	518	840	2,610
기말현금	729	518	840	2,610	2,077

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	3,552	3,661	3,824	4,823	5,202
현금성자산	729	518	840	2,610	2,077
단기투자자산	2,488	2,821	2,577	1,942	2,840
매출채권	270	236	343	216	226
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	66	85	64	55	58
비유동자산	2,600	2,808	3,207	2,686	2,749
유형자산	443	449	555	660	707
무형자산	314	348	318	301	293
투자자산	1,569	1,770	1,971	1,355	1,364
기타비유동자산	274	241	363	370	385
자산총계	6,153	6,469	7,031	7,509	7,951
유동부채	967	627	727	686	784
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	967	627	727	686	784
비유동부채	126	98	65	97	120
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	126	98	65	97	120
부채총계	1,094	725	792	783	903
자배주주지분	5,041	5,721	6,217	6,705	7,028
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금	1,499	1,498	1,498	1,498	1,498
자본조정 등	-726	-791	-706	-698	-698
기타포괄이익누계액	3	4	12	18	18
이익잉여금	4,088	4,833	5,236	5,710	6,033
자본총계	5,059	5,744	6,239	6,726	7,047

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	11.7	7.4	9.9	8.4	12.6
P/B(배)	2.0	0.9	0.9	0.7	0.7
P/S(배)	3.6	2.2	2.9	2.2	2.5
EV/EBITDA(배)	6.6	2.4	4.2	0.5	0.6
배당수익률(%)	0.0	2.4	1.8	2.2	2.0
EPS(원)	2,460	2,050	1,646	1,629	1,182
BPS(원)	14,275	16,202	17,788	19,185	20,311
SPS(원)	8,065	6,857	5,607	6,144	5,896
DPS(원)	0	370	300	300	300
수익성(%)					
ROE	18.5	13.5	9.7	8.8	6.0
ROA	15.0	11.5	8.5	7.8	5.3
ROIC	449.7	191.1	75.3	68.5	56.4
안정성(%)					
유동비율	367.2	583.6	526.1	703.1	663.8
부채비율	21.6	12.6	12.7	11.6	12.8
순차입금비율	-62.7	-57.3	-54.3	-66.8	-68.9
이자보상배율	1,177.3	675.1	485.9	324.0	194.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	9.1	9.6	6.8	7.7	9.2
재고자산회전율	5,550.1	6,026.5	6,657.7	6,939.9	6,236.1

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
웹젠	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.06.24	웹젠-신작 출시 기대

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양 질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.