



더블유게임즈

| Bloomberg Code (192080 KS) | Reuters Code (192080.KS)

2023년 11월 20일

[게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

시작되는 i-Gaming



매수
(유지)



현재주가 (11월 17일)
46,000 원



목표주가
79,000 원 (상향)



상승여력
71.7%

- ◆ 3Q23 Review: 마케팅 효율화로 분기 최대 영업이익 달성
- ◆ 시작되는 i-Gaming(슈퍼네이션 연결 인식), 소셜카지노 성장 부재
- ◆ 비용 통제 기조 긍정적이나 기존 소셜카지노 성장 둔화는 지속 전망



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	836.8십억원
발행주식수	18.2백만주
유동주식수	8.5백만주(47.0%)
52 주 최고가/최저가	50,900 원/38,700 원
일평균 거래량 (60 일)	36,851 주
일평균 거래액 (60 일)	1,577 백만원
외국인 지분율	12.52%

주요주주	
김가람 외 6 인	43.86%
국민연금공단	6.01%

절대수익률	
3개월	7.7%
6개월	-1.6%
12개월	-3.8%

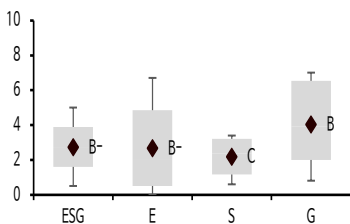
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	9.9%
6개월	-0.6%
12개월	-4.8%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	624.1	190.4	125.5	6,828	45,860	8.5	4.8	1.3	16.5	(30.4)
2022	617.3	183.9	(132.2)	(7,196)	39,699	(6.6)	3.5	1.2	(16.8)	(44.8)
2023F	577.2	204.0	138.0	7,567	47,221	6.1	2.6	1.0	17.4	(52.7)
2024F	618.3	214.4	129.3	7,109	53,603	6.5	1.9	0.9	14.1	(58.7)
2025F	637.3	216.3	127.0	6,984	59,860	6.6	1.4	0.8	12.3	(63.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

3Q23 Review: 마케팅 효율화로 분기 최대 영업이익 달성

더블유게임즈는 3Q23 영업수익 1,396억원(YoY -12.7%, QoQ -3%), 영업이익 541억원(YoY +13%, QoQ +7.7%, OPM 38.8%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 476억원을 상회했다. 소셜카지노 게임 시장이 정체를 이어가는 가운데 효율화를 통해 마케팅비를 전분기 대비 약 60억원 축소했다. 외형 성장은 둔화되었지만 향후 슈퍼네이션을 통해 새로운 수익을 기대할 수 있고, 효율적인 마케팅 시스템으로 비용 축소의 여력이 충분히 있음을 증명했다는 점도 긍정적이다. 슈퍼네이션은 11월 인수가 완료되어 4Q23부터 연결인식될 예정이다.

시작되는 i-Gaming, 소셜카지노는 성장 부재

동사가 인수한 슈퍼네이션은 영국, 스웨덴 등 지역에서 i-Gaming 라이선스를 보유한 게임사로 4Q23부터 실적 기여가 시작된다. 이미 보유한 동사의 콘텐츠를 i-Gaming으로 이식하기 위한 작업이 상반기부터 진행되었으며, B2C뿐만 아니라 B2B까지 콘텐츠 공급을 준비하고 있다. 물론 유럽 i-Gaming 시장의 경쟁 강도가 낮지 않아 대규모 유저를 기 확보하지 않은 슈퍼네이션을 인수한 것은 모험적으로 볼 수 있다. 그러나 동사의 비용 통제 기조를 고려했을 때 당장 수익성에 큰 무리가 있진 않을 것으로 전망한다.

소셜카지노 신작 <판타스틱 슬롯>은 3Q23에 미국/캐나다/영국 소프트웨어를 진행했으나 지표의 목표치 미달로 4Q23 중 2차 소프트웨어를 계획하고 있다. 산업 대부분의 점유율을 동사를 포함한 소수 기업이 차지하고 있을 정도로 성숙되어, 신규 앱이 진입하기 쉽지 않은 환경이라는 판단이다. 새로운 킬러 콘텐츠가 등장해 유저 ARPPU가 높아지거나 신규 유저 유입이 되기 전까지 반응은 어려워 보인다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 79,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 조정에 따라 79,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 7,886원에 Target PER 10배를 적용했다. 슈퍼네이션 연결 인식과 예상보다 효율적인 비용 집행은 내년 실적에 긍정적이나, 기존 소셜카지노 산업의 성장 둔화와 신작 출시 지연, 경쟁강도가 높은 i-Gaming 시장에서의 성과를 아직은 보여주지 않았다는 점에서 목표 멀티플은 유지한다.

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
영업수익	149.9	149.6	160.0	157.8	145.3	143.9	139.6	148.4	617.3	577.2	618.3
(% YoY)	(8.5)	(5.6)	6.1	4.6	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(6.0)	(1.1)	(6.5)	7.1
(% QoQ)	(0.6)	(0.2)	6.9	(1.4)	(7.9)	(0.9)	(3.0)	6.3			
[매출구성]											
DDI	99.4	98.1	102.4	101.0	96.1	96.6	93.8	94.7	401.0	381.1	382.0
DUG	46.9	47.9	54.0	53.7	46.3	45.1	43.9	45.2	202.5	180.5	182.3
기타	3.6	3.6	3.6	3.0	2.9	2.3	2.0	8.5	13.8	15.6	54.0
영업비용	107.2	107.9	112.1	106.2	99.2	93.7	85.5	94.8	433.4	373.2	403.9
(% YoY)	(5.6)	(1.5)	9.2	(1.6)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(10.7)	(0.1)	(13.9)	8.2
(% QoQ)	(0.7)	0.6	3.9	(5.2)	(6.6)	(5.6)	(8.7)	10.9			
[비용구성]											
플랫폼	44.4	44.6	47.5	46.8	41.6	41.4	40.1	43.5	183.3	166.5	176.2
마케팅	33.2	33.4	35.1	33.3	28.2	24.7	18.4	23.0	135.1	94.3	101.7
인건비	17.2	17.5	18.1	17.8	18.2	17.8	18.0	18.7	70.7	72.8	79.4
로열티	2.2	2.2	2.5	2.2	2.6	2.5	2.0	2.2	9.1	9.3	9.4
D&A	4.5	3.7	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	12.3	7.8	10.3
기타	5.9	6.4	6.7	4.0	6.7	5.4	5.1	5.4	23.0	22.6	26.9
영업이익	42.6	41.8	47.9	51.6	46.1	50.3	54.1	53.5	183.9	204.0	214.4
(% YoY)	(15.3)	(14.8)	(0.5)	20.2	8.0	20.3	13.0	3.8	(3.4)	10.9	5.1
(% QoQ)	(0.6)	(2.1)	14.6	7.7	(10.6)	9.1	7.7	(1.1)			
(% OPM)	28.5	27.9	29.9	32.7	31.7	34.9	38.8	36.1	29.8	35.3	34.7
당기순이익	33.2	(39.1)	(6.5)	(208.6)	49.8	44.4	51.3	33.5	(221.1)	179.0	172.4
(% YoY)	(16.5)	적전	적전	적전	50.1	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	(3.7)
(% QoQ)	(3.3)	적전	적지	적지	흑전	(10.9)	15.5	(34.7)			
(% NPM)	22.1	(26.1)	(4.1)	(132.2)	34.3	30.8	36.7	22.6	(35.8)	31.0	27.9
자배기업순이익	26.0	(23.4)	0.4	(135.2)	39.3	33.9	39.6	25.1	(132.2)	138.0	129.3
(% YoY)	(20.3)	적전	(98.8)	적전	51.3	흑전	9,724.7	흑전	적전	흑전	(6.3)
(% QoQ)	(2.8)	적전	흑전	적전	흑전	(13.7)	16.7	(36.6)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
자배기업 순이익	138.0	129.3	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	1,653	1,653	
EPS	8,353	7,825	
12M Fwd EPS (A)		7,886	시가총액 기준 1.4조원
목표 PER (B)		10.0	
(A) * (B)		78,862	
목표 주가		79,000	
현재 주가 (11/17)		46,000	
상승여력 (%)		71.7	

자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 3Q23P 실적 Review

(십억원)	3Q23P	2Q23	%QoQ	3Q22	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	139.6	143.9	(3.0)	160.0	(12.7)	147.6	(5.4)
영업이익	54.1	50.3	7.7	47.9	13.0	47.6	13.7
순이익	39.6	33.9	16.7	0.4	9,724.7	31.2	27.0
영업이익률	38.8	34.9		29.9		32.2	
순이익률	28.4	23.6		0.3		21.1	

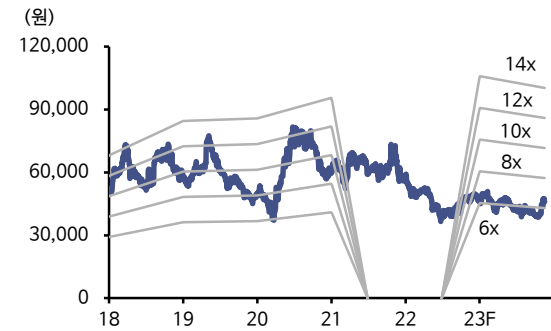
자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 2023, 2024년 실적 추정치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	583.6	577.2	(1.1)	629.3	618.3	(1.8)
영업이익	203.3	204.0	0.3	216.3	214.4	(0.9)
순이익	148.6	138.0	(7.1)	154.2	129.3	(16.1)

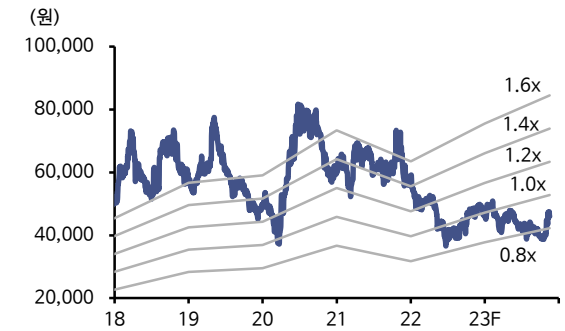
자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 12개월 선행 PER 밴드



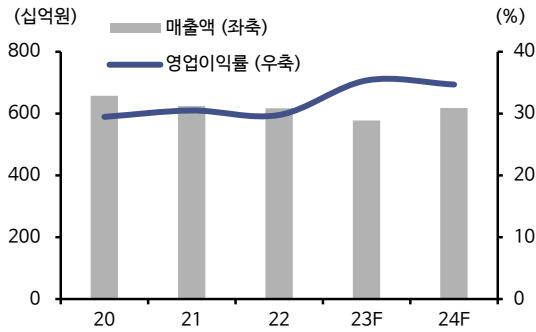
자료: QuantiWise, 신한투자증권

더블유게임즈 12개월 선행 PBR 밴드



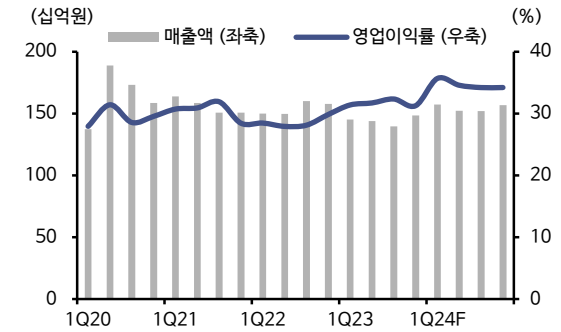
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



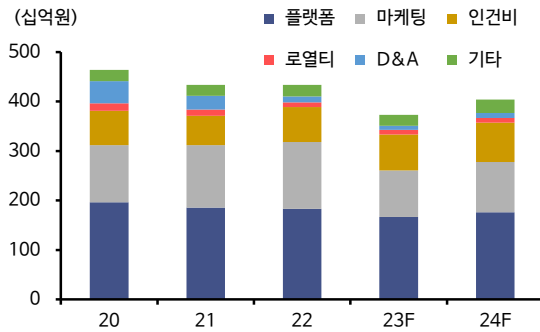
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



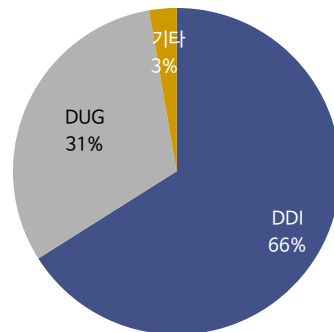
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



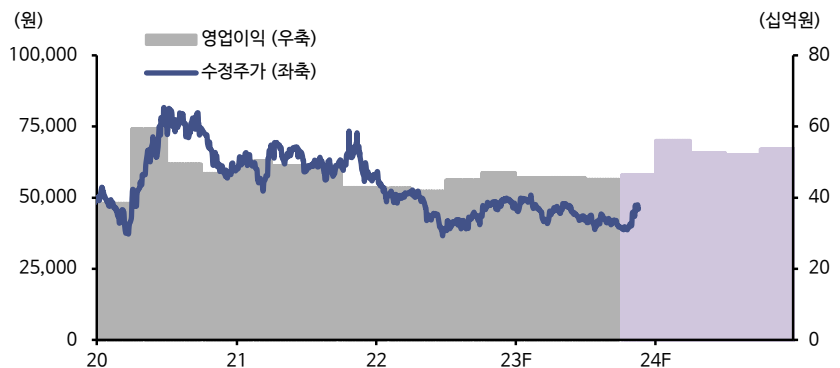
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,381.9	1,235.6	1,403.6	1,572.4	1,734.4
유동자산	527.9	572.6	740.9	909.7	1,071.8
현금및현금성자산	183.9	302.7	542.4	702.4	858.9
매출채권	43.4	51.5	48.4	51.2	52.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	854.0	663.0	662.8	662.7	662.6
유형자산	1.4	1.8	(0.0)	(0.0)	(0.0)
무형자산	826.9	582.4	602.8	602.8	602.7
투자자산	7.4	4.4	4.1	4.1	4.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	197.1	229.3	217.6	227.1	233.0
유동부채	102.5	205.7	195.3	204.7	210.6
단기차입금	48.8	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0
비유동부채	94.6	23.6	22.3	22.4	22.5
사채	49.8	20.0	20.0	20.0	20.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	8.8	2.1	0.9	0.9	0.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,184.8	1,006.3	1,186.0	1,345.2	1,501.4
자본금	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
자본잉여금	298.5	298.5	298.5	298.5	298.5
기타자본	(47.6)	(64.1)	(61.7)	(61.7)	(61.7)
기타포괄이익누계액	39.4	86.7	105.3	105.3	105.3
이익잉여금	543.2	399.1	507.7	623.8	737.7
지배주주지분	842.6	729.4	859.0	975.1	1,088.9
비지배주주지분	342.2	276.9	327.0	370.1	412.5
*총차입금	114.7	59.3	57.7	58.1	58.3
*순차입금(순현금)	(359.8)	(451.1)	(624.6)	(789.7)	(949.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	189.5	118.8	185.8	178.3	173.1
당기순이익	156.3	(221.1)	179.0	172.4	169.4
유형자산상각비	7.3	7.6	6.0	0.8	(0.0)
무형자산상각비	20.4	4.8	0.1	0.1	0.1
외환환산손실(이익)	(3.4)	3.5	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	1.8	(64.2)	(14.6)	4.9	3.6
(법인세납부)	(36.5)	(30.9)	(30.0)	(54.5)	(53.5)
기타	43.6	419.1	45.1	54.6	53.5
투자활동으로인한현금흐름	(184.0)	86.1	70.0	(6.3)	(3.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.6)	(1.1)	(0.7)	(0.8)	0.0
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(183.3)	189.1	64.8	(0.0)	(0.0)
기타	0.0	(101.9)	5.9	(5.5)	(3.5)
FCF	174.7	263.3	158.7	168.7	168.0
재무활동으로인한현금흐름	118.3	(85.5)	(16.5)	(12.0)	(13.0)
차입금의 증가(감소)	98.4	(50.0)	2.2	0.4	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	16.4	(4.7)	0.0	0.0
배당금	(5.9)	(11.9)	(10.0)	(12.4)	(13.2)
기타	25.8	(40.0)	(4.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(0.6)	0.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	123.9	118.8	239.7	159.9	156.6
기초현금	60.0	183.9	302.7	542.4	702.3
기말현금	183.9	302.7	542.4	702.3	859.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	624.1	617.3	577.2	618.3	637.3
증감률 (%)	(5.2)	(1.1)	(6.5)	7.1	3.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	624.1	617.3	577.2	618.3	637.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	433.7	433.4	373.2	403.9	421.0
영업이익	190.4	183.9	204.0	214.4	216.3
증감률 (%)	(2.0)	(3.4)	10.9	5.1	0.9
영업이익률 (%)	30.5	29.8	35.3	34.7	33.9
영업외손익	7.5	(476.2)	24.7	12.5	6.6
금융손익	0.2	13.4	49.3	68.5	84.6
기타영업외손익	7.3	(489.6)	(24.6)	(56.0)	(78.0)
종속 및 관계기업관련손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	197.9	(292.4)	228.7	226.9	222.9
법인세비용	41.6	(71.3)	49.6	54.5	53.5
계속사업이익	156.3	(221.1)	179.0	172.4	169.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	156.3	(221.1)	179.0	172.4	169.4
증감률 (%)	25.2	적전	흑전	(3.7)	(1.8)
순이익률 (%)	25.0	(35.8)	31.0	27.9	26.6
(지배주주)당기순이익	125.5	(132.2)	138.0	129.3	127.0
(비지배주주)당기순이익	30.8	(88.8)	41.0	43.1	42.3
총포괄이익	230.7	(150.2)	206.8	172.4	169.4
(지배주주)총포괄이익	174.9	(84.9)	155.9	130.3	128.0
(비지배주주)총포괄이익	55.8	(65.3)	50.9	42.2	41.4
EBITDA	218.0	196.2	210.0	215.3	216.3
증감률 (%)	(8.7)	(10.0)	7.1	2.5	0.5
EBITDA 이익률 (%)	34.9	31.8	36.4	34.8	33.9

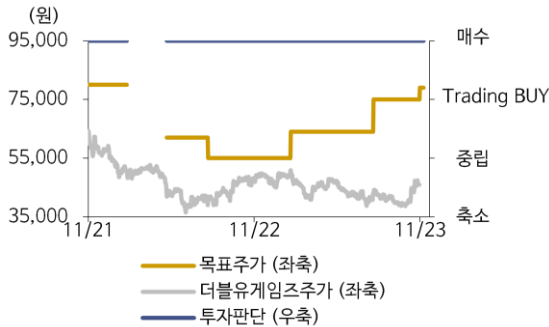
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	8,505	(12,031)	9,813	9,479	9,312
EPS (지배순이익, 원)	6,828	(7,196)	7,567	7,109	6,984
BPS (자본총계, 원)	64,482	54,766	65,199	73,951	82,536
BPS (지배지분, 원)	45,860	39,699	47,221	53,603	59,860
DPS (원)	700	600	750	800	800
PER (당기순이익, 배)	6.8	(3.9)	4.7	4.9	4.9
PER (지배순이익, 배)	8.5	(6.6)	6.1	6.5	6.6
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	4.8	3.5	2.6	1.9	1.4
배당성향 (%)	9.5	(7.5)	9.0	10.2	10.4
배당수익률 (%)	1.2	1.3	1.6	1.7	1.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	34.9	31.8	36.4	34.8	33.9
영업이익률 (%)	30.5	29.8	35.3	34.7	33.9
순이익률 (%)	25.0	(35.8)	31.0	27.9	26.6
ROA (%)	13.0	(16.9)	13.6	11.6	10.2
ROE (지배순이익, %)	16.5	(16.8)	17.4	14.1	12.3
ROIC (%)	19.9	6.5	35.6	32.6	33.2
안정성					
부채비율 (%)	16.6	22.8	18.3	16.9	15.5
순차입금비율 (%)	(30.4)	(44.8)	(52.7)	(58.7)	(63.2)
현금비율 (%)	179.4	147.1	277.8	343.2	407.9
이자보상배율 (배)	119.6	50.6	62.5	49.0	49.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	113.8	(12.4)	(5.6)	(6.0)	(5.9)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	26.2	28.1	31.6	29.4	29.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

더블유게임즈(192080)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 18일	매수	80,000	(23.2)	(8.3)
2022년 02월 14일	매수	커버리지제외	-	-
2022년 05월 12일	매수	62,000	(33.4)	(28.2)
2022년 08월 11일	매수	55,000	(15.6)	(7.8)
2023년 02월 09일	매수	64,000	(31.0)	(23.0)
2023년 08월 10일	매수	6개월경과	-	-
2023년 08월 10일	매수	75,000	(44.1)	(36.7)
2023년 11월 20일	매수	79,000	-	-

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 주관사로 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 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 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 (2023년 11월 17일 기준)

매수 (매수)	93.15%	Trading BUY (중립)	4.84%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------