



더블유게임즈

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

2024년 4월 12일

[게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

☎ 02-3772-1539

✉ jhko0330@shinhan.com

효율적 비용 집행 기조 유지



매수
(유지)



현재주가 (4월 11일)

39,400 원



목표주가

64,000 원 (하향)



상승여력

62.4%

- ◆ 매출 대비 마케팅비 비중 축소 이어져 영업이익 컨센서스 부합 예상
- ◆ 소셜카지노 시장 정체된 가운데 신사업 성과에는 시간이 걸릴 것
- ◆ 캐주얼 신작과 i-Gaming 성과 증명해야 리레이팅 가능할 전망



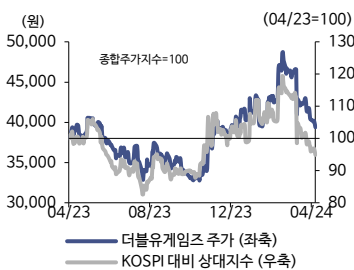
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

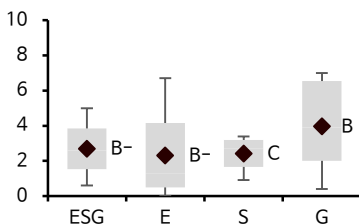
시가총액	846.9십억원
발행주식수	21.5백만주
유동주식수	10.3백만주(47.7%)
52 주 최고가/최저가	48,750 원/32,773 원
일평균 거래량 (60 일)	73,680 주
일평균 거래액 (60 일)	3,264 백만원
외국인 지분율	14.65%
주요주주	
김가람 외 6 인	44.54%
국민연금공단	6.10%
절대수익률	
3개월	-6.9%
6개월	17.0%
12개월	1.4%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-12.6%
6개월	5.9%
12개월	-4.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1Q24 Preview: 효율적 비용 집행 기조 유지

더블유게임즈는 1Q24 영업수익 1,572억원(YoY +8.2%, QoQ +2.4%), 영업이익 593억원(YoY +28.8%, QoQ -5.5%, OPM 37.7%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 591억원에 부합할 전망이다. 계절적 성수기에 진입하며 매출에 긍정적이면서 효율적 마케팅 집행을 더해 높은 이익률을 유지할 것으로 보인다. 시장 점유율에 변동이 적은 상황에서 구글과 애플의 개인정보보호 정책은 소셜카지노 게임사들이 아예 마케팅비를 축소하도록 만들었고 이러한 기조는 지속될 것으로 예상된다. 동사의 경우 2022년 매출액 대비 마케팅비는 약 22% 규모였지만, 4Q23엔 10% 수준까지 줄여 이익률을 높이고 있다.

새로운 성장 동력은 여전히 '준비 중'

기존 소셜카지노 사업은 시장 성장이 멈춰 콘텐츠 및 BM의 고도화로 점유율 유지에 집중할 것으로 보인다. 신규 모객이 쉽지 않기 때문에 이전보다 퀄리티 높아진 유저 경쟁 콘텐츠를 도입해 객단가를 높이는 것이 효율적이다. 다만 성장률을 높여줄 것으로 보였던 i-Gaming과 스킬 게임, 캐주얼 신작은 유의미한 기여가 있기까진 시간이 필요할 전망이다. 신사업으로 발표한 엔터테인먼트도 투자 금액이 부담스럽거나 리스크가 크진 않지만 초기 단계인 만큼 큰 성과를 바라긴 어렵다. 올해는 슈퍼네이션의 연결효과 외에 큰 폭의 외형성장은 부재할 것이지만 여전히 추가 M&A에 대한 기대감은 존재해 투자자들은 여유 현금의 활용에 초점을 둘 것으로 보인다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 64,000원 하향

동사에 대한 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 실적 추정치 조정에 따라 64,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 6,442원에 목표 PER 10배를 적용했다. 동사가 해외 피어들만큼 리레이팅 되기 위해선 1) 캐주얼 게임이 외형 성장의 가능성을 보여주거나 2) i-Gaming이나 스킬 게임에서 성과를 증명해야할 것이다. 아직 캐주얼 게임의 매출이 미미하고 i-Gaming 및 스킬 게임은 추가 M&A 없이 마케팅만으로 단기에 신규 유저를 확보하는 것은 쉽지 않다. 캐주얼 신작과 i-Gaming의 신규 콘텐츠 추가가 성과로 이어지기까지는 꽤 기다림이 필요할 것으로 전망한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2022	617.3	183.9	(132.2)	(6,090)	33,595	-	3.5	1.2	(16.8)	(44.8)
2023	582.3	213.3	149.1	6,915	40,547	5.8	3.3	1.0	18.6	(38.7)
2024F	617.8	218.2	129.6	6,030	45,838	6.5	2.7	0.9	14.0	(46.1)
2025F	629.1	208.2	122.9	5,718	50,818	6.9	2.3	0.8	11.8	(51.4)
2026F	642.0	202.4	120.7	5,613	54,956	7.0	2.0	0.7	10.6	(55.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	145.3	143.9	139.6	153.5	157.2	152.7	151.8	156.1	582.3	617.8	629.1
(% YoY)	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(2.7)	8.2	6.1	8.7	1.7	(5.7)	6.1	1.8
(% QoQ)	(7.9)	(0.9)	(3.0)	9.9	2.4	(2.9)	(0.6)	2.8			
[매출구성]											
DDI	96.1	96.6	93.8	102.0	102.9	99.8	98.9	100.9	388.4	402.5	404.8
DUG	46.3	45.1	43.9	43.8	44.2	42.9	42.5	43.8	179.1	173.4	176.0
기타	2.9	2.3	2.0	7.6	10.1	10.0	10.4	11.4	14.8	41.9	48.3
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	97.9	98.1	99.7	103.9	369.0	399.6	420.9
(% YoY)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(14.7)	(1.3)	4.7	16.6	14.6	(14.9)	8.3	5.3
(% QoQ)	(6.6)	(5.6)	(8.7)	6.0	8.0	0.2	1.6	4.1			
[비용구성]											
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	44.8	43.5	43.3	44.5	166.0	176.1	179.3
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	17.3	18.3	19.7	21.1	86.6	76.4	80.0
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	22.8	23.5	24.2	24.9	76.0	95.3	107.3
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	2.5	2.5	2.6	2.7	7.7	10.2	11.2
D&A	1.9	1.9	1.9	2.0	3.5	3.5	3.6	3.7	8.7	14.3	15.5
기타	6.7	5.4	5.1	6.9	7.1	6.7	6.4	7.1	24.1	27.2	27.7
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	59.3	54.6	52.1	52.2	213.3	218.2	208.2
(% YoY)	8.0	20.3	13.0	21.9	28.8	8.6	(3.8)	(16.9)	16.0	2.3	(4.6)
(% QoQ)	(10.6)	9.1	7.7	16.1	(5.6)	(7.9)	(4.7)	0.3			
(% OPM)	31.7	34.9	38.8	40.9	37.7	35.8	34.3	33.5	36.6	35.3	33.1
당기순이익	49.8	44.4	51.3	46.7	50.1	49.4	47.7	28.0	192.2	175.2	166.1
(% YoY)	50.1	흑전	흑전	흑전	0.6	11.2	(7.1)	(40.1)	흑전	(8.9)	(5.2)
(% QoQ)	흑전	(10.9)	15.5	(9.0)	7.4	(1.5)	(3.5)	(41.3)	0.0	0.0	0.0
(% NPM)	34.3	30.8	36.7	30.4	31.9	32.3	31.4	17.9	33.0	28.3	26.4
지배기업순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	37.1	36.5	35.3	20.7	149.1	129.6	122.9
(% YoY)	51.3	흑전	흑전	흑전	(5.7)	7.7	(11.0)	(42.0)	흑전	(12.8)	(5.2)
(% QoQ)	흑전	(13.7)	16.7	(10.0)	4.0	(1.5)	(3.5)	(41.3)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	129.6	122.9	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	1,983	1,983	
EPS	6,536	6,198	
12M Fwd EPS (A)		6,442	시가총액 기준 1.4조원
목표 PER (B)		10.0	
(A) * (B)		64,424	
목표 주가		64,000	
현재 주가 (4/11)		39,400	
상승여력 (%)		62.4	

자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 1Q24F 실적 Preview

(십억원, %)	1Q24F	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	157.2	153.5	2.4	145.3	8.2	154.2	2.0
영업이익	59.3	62.8	(5.6)	46.1	28.8	59.1	0.4
순이익	37.1	35.7	4.0	39.3	(5.7)	42.3	(12.3)
영업이익률	37.7	40.9		31.7		38.3	
순이익률	23.6	23.2		27.1		27.4	

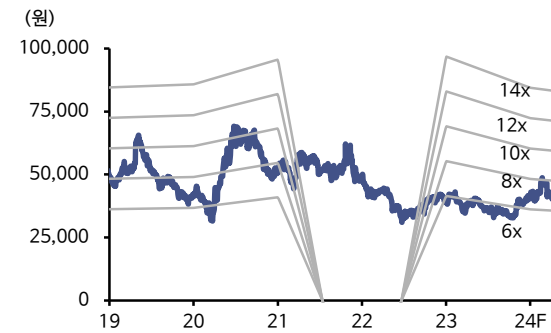
자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	634.3	617.8	(2.6)	670.2	629.1	(6.1)
영업이익	240.3	218.2	(9.2)	253.8	208.2	(18.0)
순이익	162.2	129.6	(20.1)	176.1	122.9	(30.2)

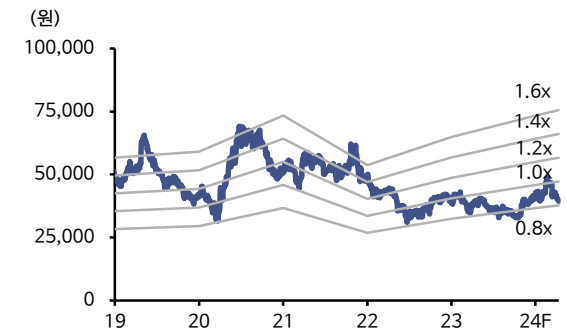
자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 12개월 선행 PER 밴드



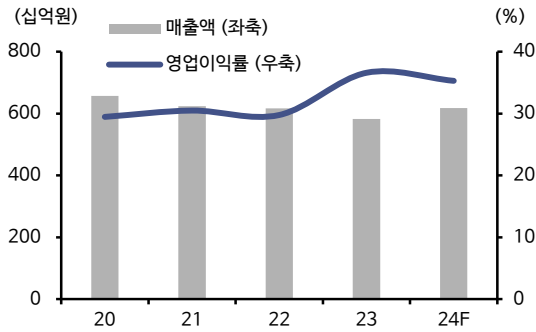
자료: QuantiWise, 신한투자증권

더블유게임즈 12개월 선행 PBR 밴드



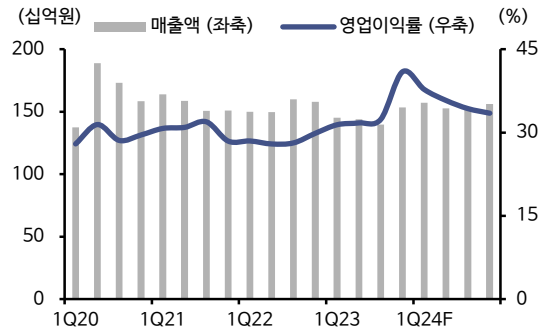
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



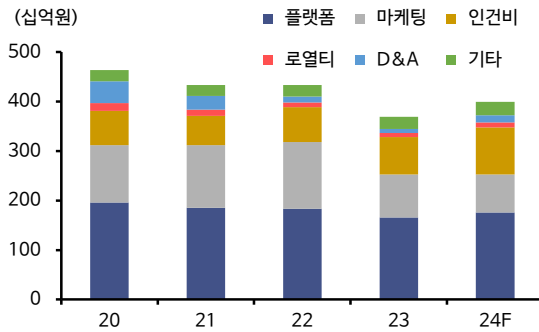
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



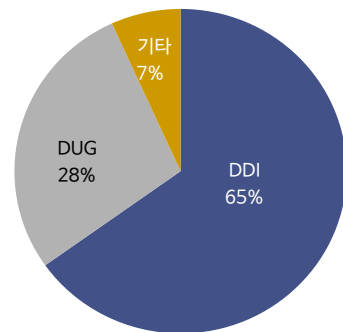
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



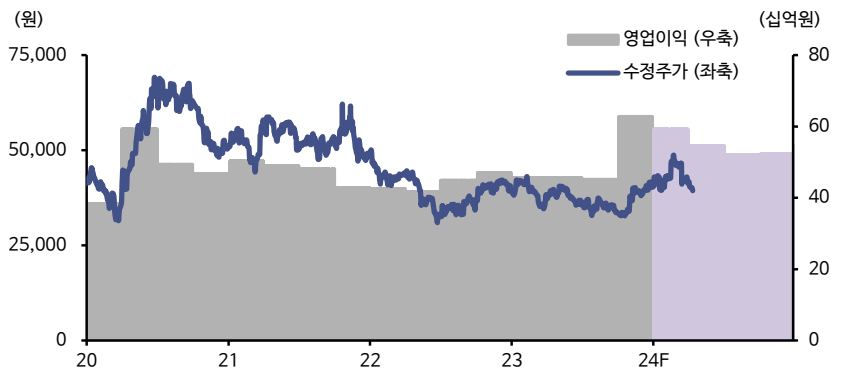
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

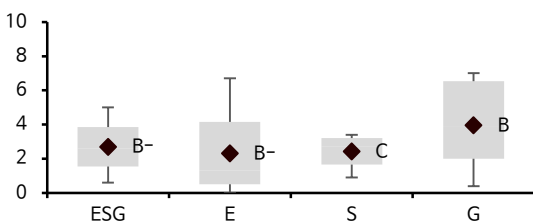
ESG Insight 더블유게임즈

Analyst Comment

- ◆ ‘원팀 원드림’ 슬로건 아래 임직원 체육대회를 통한 건강한 조직문화 형성 노력
- ◆ 71억 규모 자사주 소각 등 주주환원 정책 지속
- ◆ 2021년, 2022년 ‘청년친화 강소기업’ 2년 연속 선정

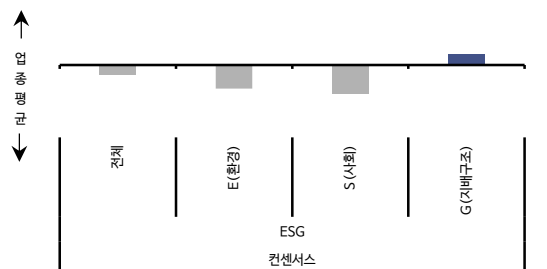
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

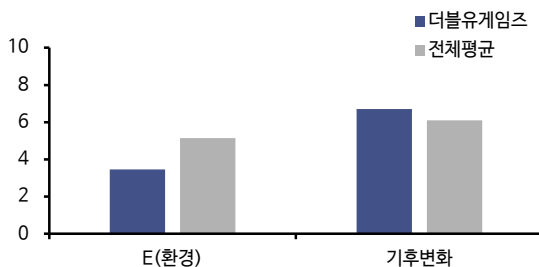
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

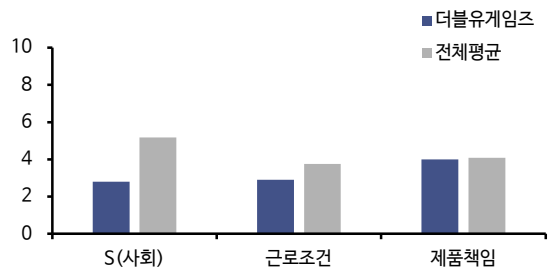
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



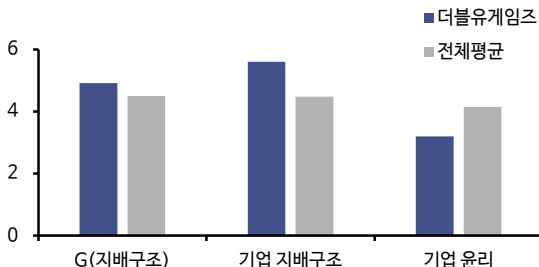
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



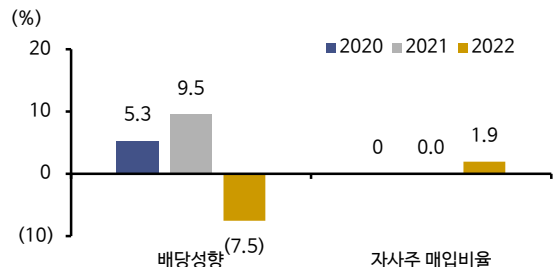
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

배당성향 및 자사주 매입비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,235.6	1,287.8	1,448.0	1,599.1	1,731.8
유동자산	572.6	582.5	744.8	896.2	1,029.2
현금및현금성자산	302.7	298.5	458.1	606.6	735.4
매출채권	51.5	56.4	57.4	58.4	59.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	663.0	705.3	703.2	702.9	702.6
유형자산	1.8	1.8	(0.0)	(0.0)	(0.0)
무형자산	582.4	636.4	636.0	635.6	635.2
투자자산	4.4	6.7	6.7	6.8	6.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	229.3	91.1	91.9	92.9	94.2
유동부채	205.7	62.4	63.1	63.9	65.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	30.0	20.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	23.6	28.7	28.8	28.9	29.2
사채	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2.1	20.8	20.8	20.8	20.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,006.3	1,196.7	1,356.0	1,506.3	1,637.6
자본금	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
자본잉여금	298.5	298.5	298.5	298.5	298.5
기타자본	(64.1)	(61.7)	(61.7)	(61.7)	(61.7)
기타포괄이익누계액	86.7	94.5	94.5	94.5	94.5
이익잉여금	399.1	531.2	644.9	752.0	840.9
지배주주지분	729.4	871.6	985.3	1,092.4	1,181.3
비지배주주지분	276.9	325.1	370.7	413.9	456.3
*충차입금	59.3	49.3	49.5	49.6	49.9
*순차입금(순현금)	(451.1)	(463.6)	(624.6)	(774.5)	(905.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	118.8	95.9	178.3	165.9	162.7
당기순이익	(221.1)	192.9	175.2	166.1	163.1
유형자산상각비	7.6	7.9	2.6	(0.0)	(0.0)
무형자산상각비	4.8	0.8	0.4	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	3.5	8.9	0.0	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
운전자본변동	(64.2)	(148.7)	0.2	(0.5)	(0.7)
(법인세납부)	(30.9)	(10.3)	(55.3)	(52.5)	(51.5)
기타	419.1	44.4	55.2	52.4	51.4
투자활동으로인한현금흐름	86.1	(45.8)	(2.3)	(1.7)	(2.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.1)	(0.6)	(0.8)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	189.1	(18.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타	(101.9)	(26.8)	(1.4)	(1.6)	(2.3)
FCF	263.3	34.6	167.4	157.9	153.2
재무활동으로인한현금흐름	(85.5)	(52.7)	(16.4)	(15.7)	(31.5)
차입금의 증가(감소)	(50.0)	(30.0)	0.1	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	16.4	4.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(11.9)	(10.0)	(16.5)	(15.9)	(31.7)
기타	(40.0)	(17.4)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.6)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	118.8	(4.2)	159.6	148.6	128.8
기초현금	183.9	302.7	298.5	458.1	606.6
기말현금	302.7	298.5	458.1	606.6	735.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	617.3	582.3	617.8	629.1	642.0
증감률 (%)	(1.1)	(5.7)	6.1	1.8	2.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	617.3	582.3	617.8	629.1	642.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	433.4	369.0	399.6	420.9	439.7
영업이익	183.9	213.3	218.2	208.2	202.4
증감률 (%)	(3.4)	16.0	2.3	(4.6)	(2.8)
영업이익률 (%)	29.8	36.6	35.3	33.1	31.5
영업외손익	(476.2)	31.0	12.2	10.3	12.2
금융손익	13.4	31.2	23.1	30.3	36.2
기타영업외손익	(489.6)	(0.1)	(10.9)	(19.9)	(24.0)
중속 및 관계기업관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(292.4)	244.3	230.5	218.6	214.6
법인세비용	(71.3)	51.4	55.3	52.5	51.5
계속사업이익	(221.1)	192.9	175.2	166.1	163.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(221.1)	192.9	175.2	166.1	163.1
증감률 (%)	적전	흑전	(9.2)	(5.2)	(1.8)
순이익률 (%)	(35.8)	33.1	28.3	26.4	25.4
(지배주주)당기순이익	(132.2)	149.1	129.6	122.9	120.7
(비지배주주)당기순이익	(88.8)	43.8	45.5	43.2	42.4
총포괄이익	(150.2)	205.0	175.2	166.1	163.1
(지배주주)총포괄이익	(84.9)	156.8	185.5	175.9	172.7
(비지배주주)총포괄이익	(65.3)	48.1	(10.4)	(9.8)	(9.6)
EBITDA	196.2	222.0	221.2	208.6	202.7
증감률 (%)	(10.0)	13.1	(0.4)	(5.7)	(2.8)
EBITDA 이익률 (%)	31.8	38.1	35.8	33.2	31.6

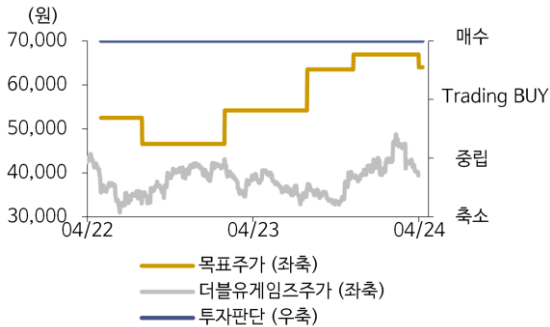
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,181)	8,948	8,148	7,727	7,586
EPS (지배순이익, 원)	(6,090)	6,915	6,030	5,718	5,613
BPS (자본총계, 원)	46,345	55,672	63,082	70,071	76,181
BPS (지배지분, 원)	33,595	40,547	45,838	50,818	54,956
DPS (원)	508	846	800	800	800
PER (당기순이익, 배)	(3.9)	4.5	4.8	5.1	5.2
PER (지배순이익, 배)	(6.6)	5.8	6.5	6.9	7.0
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	3.5	3.3	2.7	2.3	2.0
배당성향 (%)	(7.5)	11.1	12.2	12.9	13.1
배당수익률 (%)	1.3	2.1	2.0	2.0	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.8	38.1	35.8	33.2	31.6
영업이익률 (%)	29.8	36.6	35.3	33.1	31.5
순이익률 (%)	(35.8)	33.1	28.3	26.4	25.4
ROA (%)	(16.9)	15.3	12.8	10.9	9.8
ROE (지배순이익, %)	(16.8)	18.6	14.0	11.8	10.6
ROIC (%)	6.5	36.4	24.7	23.5	22.9
안정성					
부채비율 (%)	22.8	7.6	6.8	6.2	5.8
순차입금비율 (%)	(44.8)	(38.7)	(46.1)	(51.4)	(55.3)
현금비율 (%)	147.1	478.2	725.7	949.1	1,130.5
이자보상배율 (배)	50.6	92.8	81.5	77.6	75.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(12.4)	(16.5)	17.2	17.2	17.2
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	28.1	33.8	33.6	33.6	33.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

더블유게임즈(192080)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 05월 12일	매수	52,504	(33.4)	(28.2)
2022년 08월 11일	매수	46,576	(15.6)	(7.8)
2023년 02월 09일	매수	54,198	(31.0)	(23.0)
2023년 08월 10일		6개월경과	-	-
2023년 08월 10일	매수	63,513	(44.1)	(36.7)
2023년 11월 20일	매수	66,900	(39.7)	(35.2)
2024년 01월 22일	매수	66,900	(34.9)	(27.1)
2024년 04월 12일	매수	64,000	-	-

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, 고준혁)
- ◆ 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 (2024년 04월 10일 기준)

매수 (매수)	92.34%	Trading BUY (중립)	5.53%	중립 (중립)	2.13%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------