

더블유게임즈 (192080)

극도의 비용 절감

2024년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	65,000 원 (하향)
✓ 상승여력	37.9%	✓ 현재주가 (11월 12일)	47,150 원

신한생각 실적 안정성과 주주환원 긍정적이나 본업 성장은 아직...

밸류업 정책으로 주주환원 중요도 높아지며 주가 상승. 다만 멀티플 확대 통한 추가 주가 상승 위해서는 i-Gaming 및 캐주얼 신작 성과 필요

3Q24 Review: 극도의 비용 절감 지속

더블유게임즈는 영업수익 1,541억원(YoY +10.3%, QoQ -5.6%), 영업이익 595억원(YoY +9.9%, QoQ -11.3%, 영업이익률 38.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 642억원 하회. 비수기 지나며 전분기 대비 매출은 소폭 하락했지만, 전년 대비로는 거래액 증가로 10.3% 성장. 마케팅비는 소셜카지노 부문 효율화로 매출액 대비 9% 수준을 유지 중. i-Gaming 매출은 큰 변동 없으며 11월부터는 마케팅 투자 확대 예정. 해외 피어들의 움직임과 함께 동사도 D2C 결제 비중을 높이며 플랫폼 수수료 절감 중. D2C 결제 비중은 2022년 1%에서 23년 6%, 24년 8%로 증가

보유 현금이 많고 현금흐름이 안정적임에 따라 개발사 중 가장 공격적인 주주환원정책 제시. 발행주식 수의 1~2% 소각 계획이며, 추가로 연내 M&A 및 투자 공시가 없다면 1Q25에 자사주(현재 7.8% 보유) 50% 특별 소각 예정. 전년 대비 연결 EBITDA도 성장함에 따라 배당도 확대될 전망. 본업 성장을 위해서는 해외 캐주얼 게임사 인수가 긍정적이겠지만, 주주환원 및 밸류업 정책 관점에서는 매력적

Valuation & Risk: 본업 성장은 아직...

투자이건 '매수'를 유지하고, 목표주가는 실적추정치 조정에 따라 65,000원으로 하향. 목표주가는 12개월 선행 주당순이익에 목표배수 8.5배 적용. 비용 통제를 통한 이익 성장과 주주환원정책 확대로 올해 주가 수익률은 높지만, 멀티플 확대 위해서는 온라인 카지노 및 캐주얼 신작 성과 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	617.3	183.9	(132.2)	-	(16.8)	1.2	3.5	1.3
2023	582.3	213.3	149.1	5.8	18.6	1.0	3.3	2.1
2024F	637.5	249.6	156.3	6.9	16.3	1.0	3.1	1.6
2025F	642.2	240.9	151.0	7.1	13.6	0.9	2.7	1.6
2026F	646.0	236.3	152.8	7.0	12.4	0.8	2.2	1.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

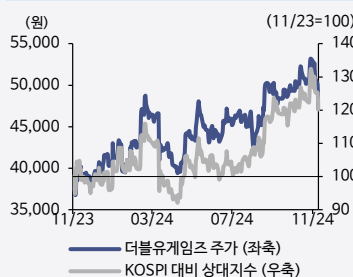
시가총액	1,013.5십억원
발행주식수(유동비율)	21.5백만주(47.7%)
52주 최고가/최저가	53,200 원/38,065 원
일평균 거래액 (60일)	3,150백만원
외국인 지분율	17.8%

주요주주 (%)

김가람 외 6인	44.5
국민연금공단	6.1

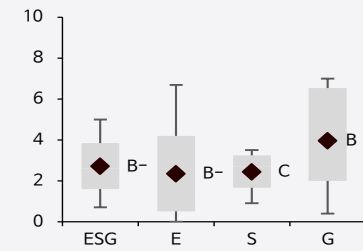
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(5.2)	4.9	22.4	15.8
상대	(0.9)	10.6	18.8	24.5

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



더블유게임즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	154.1	159.8	582.3	637.5	642.2
(% YoY)	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(2.7)	10.4	13.3	10.3	4.1	(5.7)	9.5	0.7
(% QoQ)	(7.9)	(0.9)	(3.0)	9.9	4.6	1.7	(5.6)	3.7			
[매출구성]											
DDI	99.0	98.9	95.7	109.6	117.1	120.9	112.9	116.3	403.2	467.1	457.7
DUG	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	42.2	41.2	43.5	179.1	170.3	175.2
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	94.6	98.4	369.0	387.8	401.3
(% YoY)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(14.7)	(0.4)	2.5	10.6	8.6	(14.9)	5.1	3.5
(% QoQ)	(6.6)	(5.6)	(8.7)	6.0	9.0	(2.8)	(1.5)	4.0			
[비용구성]											
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	40.8	43.5	166.0	172.3	174.0
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	14.0	17.9	86.6	68.8	71.6
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.5	22.9	76.0	86.5	95.3
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.7	2.7	7.7	11.3	11.5
D&A	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.0	3.1	8.7	12.4	12.8
기타	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	11.6	8.3	24.1	36.5	36.2
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	59.5	61.4	213.3	249.6	240.9
(% YoY)	8.0	20.3	13.0	21.9	33.9	33.4	9.9	(2.3)	16.0	17.0	(3.5)
(% QoQ)	(10.6)	9.1	7.7	16.1	(1.8)	8.7	(11.3)	3.2			
(% OPM)	31.7	34.9	38.8	40.9	38.4	41.1	38.6	38.4	36.6	39.2	37.5
당기순이익	49.8	44.4	51.3	47.4	60.4	64.2	40.9	38.8	192.9	204.2	188.8
(% YoY)	50.1	흑전	흑전	흑전	21.3	44.5	(20.4)	(18.2)	흑전	5.9	(7.5)
(% QoQ)	흑전	(10.9)	15.5	(7.6)	27.5	6.2	(36.3)	(5.1)			
(% NPM)	34.3	30.8	36.7	30.9	37.7	39.3	26.5	24.3	33.1	32.0	29.4
자배기업순이익	39.3	33.9	39.6	36.2	47.1	49.0	29.9	30.2	149.1	156.3	151.0
(% YoY)	51.3	흑전	9,724.7	흑전	19.8	44.3	(24.5)	(16.4)	흑전	4.8	(3.4)
(% QoQ)	흑전	(13.7)	16.7	(8.7)	30.3	3.9	(38.9)	1.0			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
자배기업 순이익	156.3	151.0	
주식 수 (만주)	1,983	1,983	자기주식수 차감
EPS	7,883	7,618	
12M Fwd EPS (A)		7,654	
목표 PER (B)		8.5	
(A) * (B)		65,056	
목표 주가		65,000	시가총액 기준 1.4조원
현재 주가 (11/12)		47,150	
상승여력 (%)		37.9	

자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 3Q24P 실적 Review

(십억원, %)	3Q24P	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	154.1	163.1	(5.6)	139.6	10.3	161.5	(4.6)
영업이익	59.5	67.1	(11.3)	54.1	9.9	64.2	(7.4)
순이익	29.9	49.0	(38.9)	39.6	(24.5)	45.3	(33.9)
영업이익률	38.6	41.1		38.8		397.6	
순이익률	19.4	30.0		28.4		28.0	

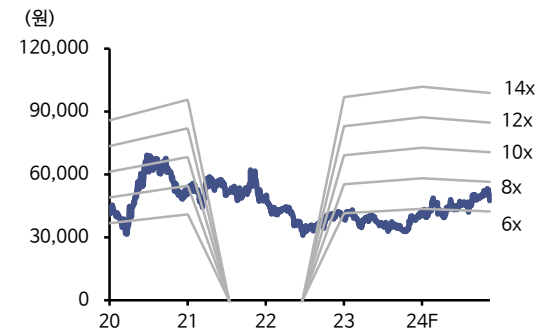
자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	655.5	637.5	(2.8)	696.5	642.2	(7.8)
영업이익	259.4	249.6	(3.8)	273.6	240.9	(12.0)
순이익	184.9	156.3	(15.5)	190.8	151.0	(20.8)

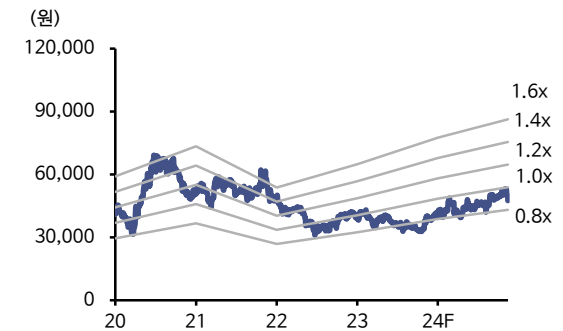
자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 12개월 선행 PER 밴드



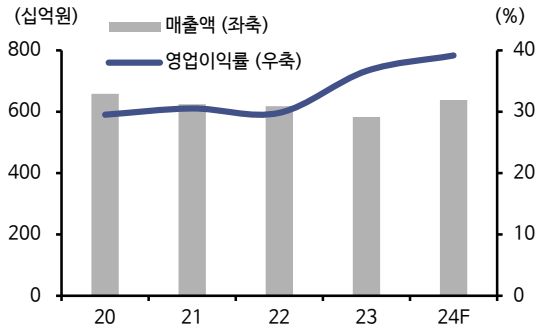
자료: QuantiWise, 신한투자증권

더블유게임즈 12개월 선행 PBR 밴드



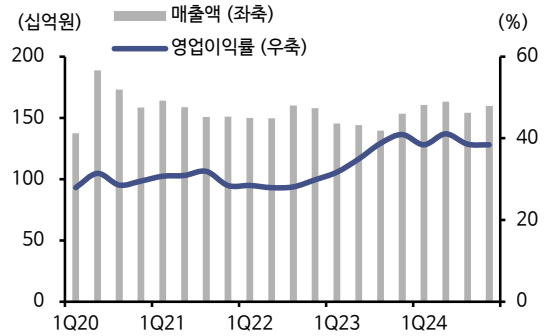
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



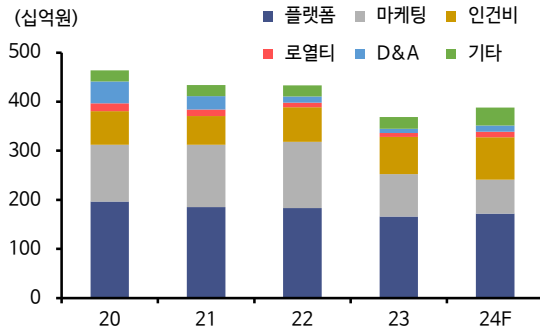
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



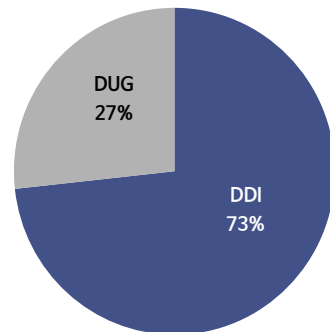
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



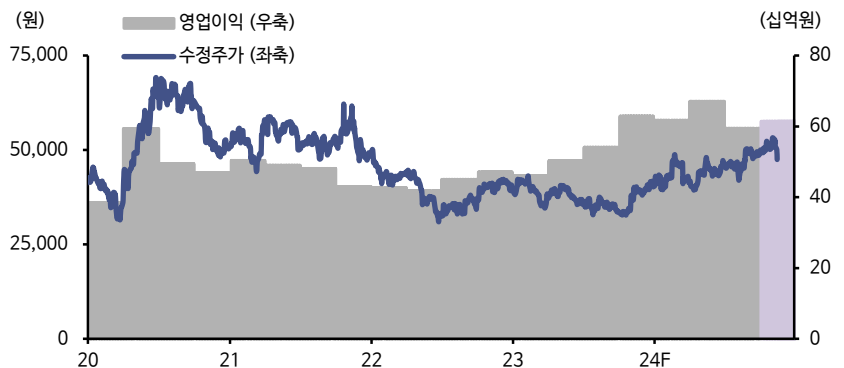
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

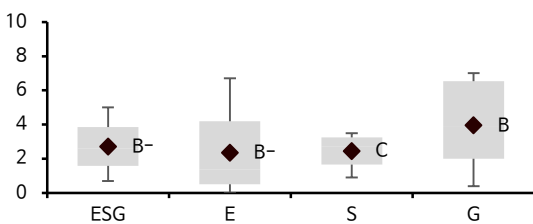
ESG Insight 더블유게임즈

Analyst Comment

- ◆ 25년~26년 매년 일정 규모의 자기주식을 매입하고 소각할 계획, 주가 안정화를 도모하고 기업가치 높이려는 목표
- ◆ 주가 연계 보상제를 도입하여, 주요 임원진을 대상으로 경영진과 주주 간의 가치 증진 및 책임 경영 실천
- ◆ 특별소각 정책(25년 기준): 24년말까지 자기주식을 활용한 M&A 또는 투자가 없는 경우, 자기주식 50% 특별소각

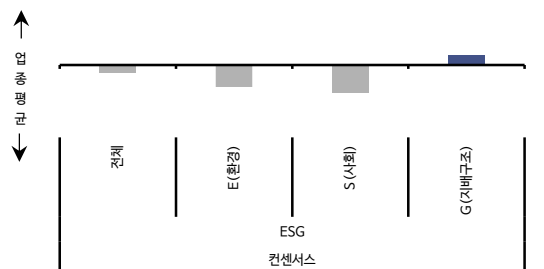
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

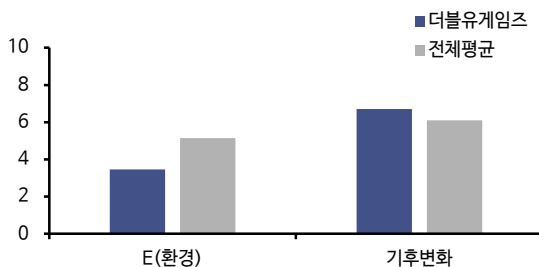
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

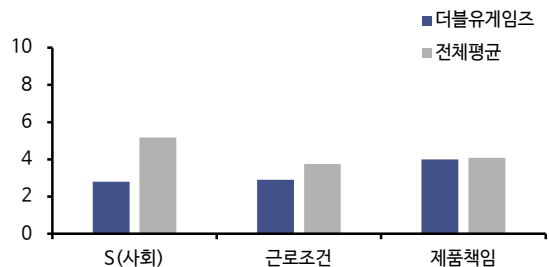
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



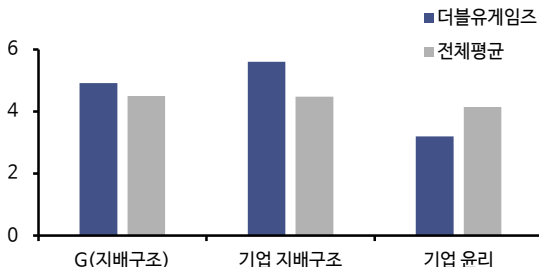
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

더블유게임즈 2024 중장기 주주환원 로드맵

구분	[구간 1] 연결 EBITDA 기준 1천억원 미만 시	[구간 2] 연결 EBITDA 기준 1천억원 ~ 3천억원	[구간 3] 연결 EBITDA 기준 3천억원 초과 시
최소배당	경영상황에 따라 결정		
기분배당	60억원		
특별배당	해당사항 없음		EBITDA 1천억원 초과분 13% 이상 적용
	EBITDA 1천억원 초과분 2~12% 적용		EBITDA 2천억원 초과 분 10% 특별배당 재원 추가

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,235.6	1,287.8	1,530.9	1,704.8	1,859.9
유동자산	572.6	582.5	801.4	979.6	1,139.0
현금및현금성자산	302.7	298.5	485.7	661.0	818.8
매출채권	51.5	56.4	58.7	59.8	60.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	663.0	705.3	729.5	725.2	720.8
유형자산	1.8	1.8	0.0	0.0	0.0
무형자산	582.4	636.4	679.2	674.8	670.4
투자자산	4.4	6.7	6.5	6.5	6.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	229.3	91.1	93.4	94.4	94.9
유동부채	205.7	62.4	64.2	65.0	65.4
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	29.2	29.4	29.5
사채	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2.1	20.8	21.1	21.1	21.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,006.3	1,196.7	1,437.5	1,610.4	1,765.0
자본금	9.2	9.2	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	298.5	298.5	296.8	296.8	296.8
기타자본	(64.1)	(61.7)	(62.0)	(62.0)	(62.0)
기타포괄이익누계액	86.7	94.5	140.9	140.9	140.9
이익잉여금	399.1	531.2	655.1	790.2	907.6
지배주주지분	729.4	871.6	1,041.7	1,176.8	1,294.2
비지배주주지분	276.9	325.1	395.8	433.6	470.8
*총차입금	59.3	49.3	50.0	50.1	50.2
*순차입금(순현금)	(451.1)	(463.6)	(679.0)	(855.8)	(1,014.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	118.8	95.9	209.5	192.7	190.4
당기순이익	(221.1)	192.9	204.2	188.8	186.3
유형자산상각비	7.6	7.9	6.3	0.0	0.0
무형자산상각비	4.8	0.8	4.3	4.4	4.4
외화환산손실(이익)	3.5	8.9	(6.4)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(64.2)	(148.7)	(21.4)	(0.5)	(0.3)
(법인세납부)	(30.9)	(10.3)	(44.2)	(60.4)	(60.6)
기타	419.1	44.4	66.9	60.4	60.6
투자활동으로인한현금흐름	86.1	(45.8)	(24.7)	(1.7)	(0.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.1)	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	189.1	(18.3)	(23.7)	(0.1)	(0.0)
기타	(101.9)	(26.8)	(0.3)	(1.6)	(0.9)
FCF	263.3	34.6	199.6	190.7	187.6
재무활동으로인한현금흐름	(85.5)	(52.7)	(18.1)	(15.7)	(31.6)
차입금의 증가(감소)	(50.0)	(30.0)	2.3	0.2	0.1
자기주식의처분(취득)	16.4	4.7	(0.2)	0.0	0.0
배당금	(11.9)	(10.0)	(16.7)	(15.9)	(31.7)
기타	(40.0)	(17.4)	(3.5)	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)	20.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	118.8	(4.2)	187.2	175.3	157.9
기초현금	183.9	302.7	298.5	485.7	661.0
기말현금	302.7	298.5	485.7	661.0	818.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	617.3	582.3	637.5	642.2	646.0
증감률 (%)	(1.1)	(5.7)	9.5	0.7	0.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	617.3	582.3	637.5	642.2	646.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	433.4	369.0	387.8	401.3	409.7
영업이익	183.9	213.3	249.6	240.9	236.3
증감률 (%)	(3.4)	16.0	17.0	(3.5)	(1.9)
영업이익률 (%)	29.8	36.6	39.2	37.5	36.6
영업외손익	(476.2)	31.0	32.8	28.8	35.2
금융손익	13.4	31.2	48.6	48.7	59.2
기타영업외손익	(489.6)	(0.1)	(15.8)	(19.9)	(24.0)
중속 및 관계기업관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(292.4)	244.3	282.4	269.6	271.5
법인세비용	(71.3)	51.4	66.2	60.4	60.6
계속사업이익	(221.1)	192.9	216.2	209.2	211.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(221.1)	192.9	204.2	188.8	186.3
증감률 (%)	적전	흑전	5.9	(7.5)	(1.3)
순이익률 (%)	(35.8)	33.1	32.0	29.4	28.8
(지배주주)당기순이익	(132.2)	149.1	156.3	151.0	152.8
(비지배주주)당기순이익	(88.8)	43.8	47.9	37.8	33.5
총포괄이익	(150.2)	205.0	273.6	188.8	186.3
(지배주주)총포괄이익	(84.9)	156.8	200.9	138.4	136.6
(비지배주주)총포괄이익	(65.3)	48.1	72.7	50.4	49.7
EBITDA	196.2	222.0	260.2	245.3	240.7
증감률 (%)	(10.0)	13.1	17.2	(5.7)	(1.9)
EBITDA 이익률 (%)	31.8	38.1	40.8	38.2	37.3

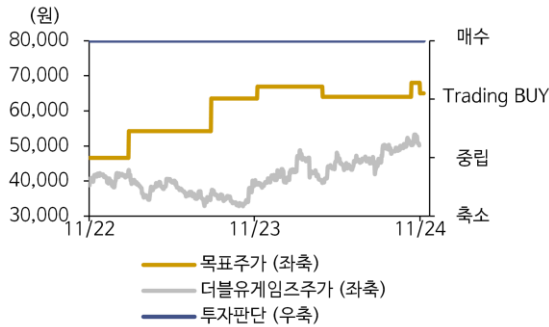
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,181)	8,948	9,500	8,783	8,667
EPS (지배순이익, 원)	(6,090)	6,915	7,270	7,026	7,107
BPS (자본총계, 원)	46,345	55,672	66,873	74,918	82,109
BPS (지배지분, 원)	33,595	40,547	48,460	54,748	60,206
DPS (원)	508	846	800	800	800
PER (당기순이익, 배)	(3.9)	4.5	5.3	5.7	5.8
PER (지배순이익, 배)	(6.6)	5.8	6.9	7.1	7.0
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	3.5	3.3	3.1	2.7	2.2
배당성향 (%)	(7.5)	11.1	10.1	10.5	10.4
배당수익률 (%)	1.3	2.1	1.6	1.6	1.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.8	38.1	40.8	38.2	37.3
영업이익률 (%)	29.8	36.6	39.2	37.5	36.6
순이익률 (%)	(35.8)	33.1	32.0	29.4	28.8
ROA (%)	(16.9)	15.3	14.5	11.7	10.5
ROE (지배순이익, %)	(16.8)	18.6	16.3	13.6	12.4
ROIC (%)	6.5	36.4	29.5	26.2	25.8
안정성					
부채비율 (%)	22.8	7.6	6.5	5.9	5.4
순차입금비율 (%)	(44.8)	(38.7)	(47.2)	(53.1)	(57.5)
현금비율 (%)	147.1	478.2	756.8	1,017.4	1,252.4
이자보상배율 (배)	50.6	92.8	90.7	86.7	85.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(12.4)	(16.5)	17.5	17.1	17.0
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	28.1	33.8	33.0	33.7	33.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

더블유게임즈(192080)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(28.1)	(21.1)
2024년 10월 13일	6개월경과		(20.1)	(18.3)
2024년 10월 25일	매수	68,000	(24.0)	(21.8)
2024년 11월 13일	매수	65,000	-	-

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 11월 11일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------