

## Tech팀

## 오동환

Senior Analyst  
dh1.oh@samsung.com

## 유승민

Research Associate  
seungmin.you@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	60,000원	46.0%
현재주가	41,100원	
시가총액	8,834.8억원	
Shares (float)	21,495,906주 (47.7%)	
52주 최저/최고	32,773원/48,750원	
60일-평균거래대금	32.1억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
더블유게임즈 (%)	-3.7	15.1	16.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-7.2	9.0	0.8

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	60,000	60,000	0.0%
2023E EPS	6,684	6,684	0.0%
2024E EPS	7,735	7,735	0.0%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	63,900
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 더블유게임즈 (192080)

## C&amp;C 설립으로 사업 확장, 리스크는 제한적

- 더블유C&C 설립에 따른 비용 증가 우려로 14일 주가가 12% 하락하였으나, 상대적으로 안정적인 공연 기획 사업의 속성을 감안하면 관련 리스크는 제한적이라고 판단
- 기존 투자 포인트 유효한 가운데, 단기 주가 조정으로 매수 기회 발생

## WHAT'S THE STORY?

**공연 기획사 더블유C&C 설립:** 더블유게임즈는 14일 공연 기획 및 팬덤 플랫폼 사업을 영위하는 더블유씨앤씨(DoubleU Content & Culture)를 설립한다고 발표. 신규 법인은 한국매니지먼트 연합과 제휴로 국내 중소 기획사의 아티스트를 확보하여 일본에서 콘서트를 개최하고, 온라인 팬덤 플랫폼도 제공할 계획. 그러나 게임사의 엔터테인먼트 시장 진출 소식에 더블유게임즈의 주가는 11.8% 하락.

**제한적일 신사업 리스크:** 더블유게임즈는 씨앤씨에 향후 2년간 최대 100억원의 자본을 투자할 예정. 관련 비용은 아티스트 계약금과 플랫폼 개발 및 운영 등에 활용될 예정. 공연 기획 사업은 수요 예측만 실패하지 않으면 적자 가능성이 낮은 안정적인 사업인 만큼 빠른 시일 내 흑자 전환이 가능할 전망. 팬덤 플랫폼 사업 역시 현재 개발 인력을 활용하여 개발비를 낮출 수 있고, 아직 국내 대형 엔터사가 진출하지 않은 일본을 타겟하고 있는 만큼 틈새 시장 공략이 가능하다고 판단됨. 기존 게임 사업에서 연간 2천억원 이상의 영업이익이 안정적으로 발생하고 있는 만큼 사업 확장에 따른 리스크는 제한적이라고 판단됨.

**M&A와 주주 환원 강화 계획 유지:** 5천억원의 보유 순현금과 9% 수준의 자사주를 활용한 M&A 및 주주 환원 강화 계획은 신사업과 별개로 진행 중. 회사는 현재 게임, 데이터 분석, 디지털 광고 등 기존 서비스와 시너지가 날 수 있는 IT 산업을 중심으로 M&A를 검토하고 있다고 밝힘. 더블유게임즈의 과거 인수 사례를 보면 과도한 영업권을 지급하는 무리한 인수보다는 재무 건전성이 높은 기업을 적정 가격에 인수하여 유기적 성장을 이끌었던 만큼 검토 중인 M&A 역시 현재의 재무 건전성을 크게 훼손시키지 않을 것으로 예상됨.

**기존 성장 포인트 유효:** 더블유게임즈에 대해 기존 BUY 투자의견과 목표주가 60,000원(24년 예상 EPS에 목표 P/E 7.7 배 적용. 목표 P/E는 국내외 소셜카지노 기업 24년 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 할인율 30% 적용)을 유지함. 신사업 진출 우려로 주가가 하락하였으나, 예상되는 비용 부담이 크지 않고, 소셜카지노 거래액 반등과 슈퍼네이션의 고성장, 높은 자산가치 및 밸류에이션 매력 등 기존 투자 포인트가 여전히 유효하다고 판단됨.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	617	582	647	679
영업이익 (십억원)	184	213	243	254
순이익 (십억원)	-221	192	225	250
EPS (adj) (원)	1,038	6,684	7,735	8,940
EPS (adj) growth (%)	-81.3	544.2	15.7	15.6
EBITDA margin (%)	31.8	38.1	39.6	39.5
ROE (%)	-16.8	18.3	17.8	16.9
P/E (adj) (배)	38.6	6.0	5.3	4.6
P/B (배)	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.1	3.1	2.2	1.4
Dividend yield (%)	1.3	2.5	2.7	2.9

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

## 더블유C&amp;C 사업 개요



자료: 더블유게임즈

## 더블유C&amp;C 주요 사업 구성

	사업 부분별 정의	사업 모델
콘서트 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 콘서트 기획, 유치, 운영 사업 <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 한국매니지먼트협회(KMF) Korea Music Festival (KMF) 브랜드 콘서트 기획, 운영 대행 <ul style="list-style-type: none"> <li>→ 2017년부터 KMF 브랜드 콘서트 개최 (2017년, 2018년, 2023년)</li> <li>→ 코로나 팬데믹 기간 온라인, 드라이브인 콘서트 포함 5건 개최</li> </ul> </li> <li>2) 글로벌 K-Pop 콘서트, 다양한 아티스트의 오픈버스 콘서트 기획, 운영</li> <li>3) 북미, 일본, 동남아 중심으로 글로벌 콘서트 플랫폼 구축</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 매출 발생 구조: 티켓 수익 및 MD 상품 판매 등으로 구성</li> <li>■ 사업의 특징: 예측 가능성, 가치성 높은 사업 (티켓 판매 수익 가치성, 비용 예측) <ul style="list-style-type: none"> <li>팬덤 비즈니스를 위한 투자 성격, 팬덤 비즈니스를 단독으로 진행하는 것은 어려움</li> <li>콘서트, 시상식 선순환 사업으로 유입 후 팬덤 비즈니스로 전환 하는 전략 가능</li> </ul> </li> </ul>
팬클럽 플랫폼 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 일본 팬클럽 플랫폼 운영 사업 <ul style="list-style-type: none"> <li>콘서트, 음악 예능, 시상식 등 다양한 활동 기회 통해 확보한 아티스트의 일본 팬클럽 구축</li> <li>일본은 체계적인 팬클럽 문화가 자리 잡고 있음, 일본 내 K-Pop 수요 지속 증가 확인</li> <li>최근 아티스트는 데뷔 이전부터 팬덤이 형성됨</li> <li>팬클럽을 구축하고 팬미팅, 팬콘서트, MD상품 판매 등으로 사업을 확장할 수 있음</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 매출 발생 구조: 팬클럽 가입/연회비 및 팬과의 소통 활동에 따른 수익 발생</li> <li>■ 사업의 특징: 더블유게임즈의 강점을 활용할 수 있음 <ul style="list-style-type: none"> <li>팬클럽 플랫폼 구축에 더블유게임즈의 개발 역량 활용 가능</li> <li>팬 커뮤니티, 라이브 스트리밍/차트, B2C 커머스 플랫폼 가능</li> <li>마케팅, 게임화 요소를 통한 플랫폼 운영 능력을 활용할 수 있음</li> <li>팬덤 커뮤니티, 콘텐츠 개발 가능</li> </ul> </li> </ul>

자료: 더블유게임즈

## 한국매니지먼트 협회가 주최한 K-POP Nation 유럽 공연



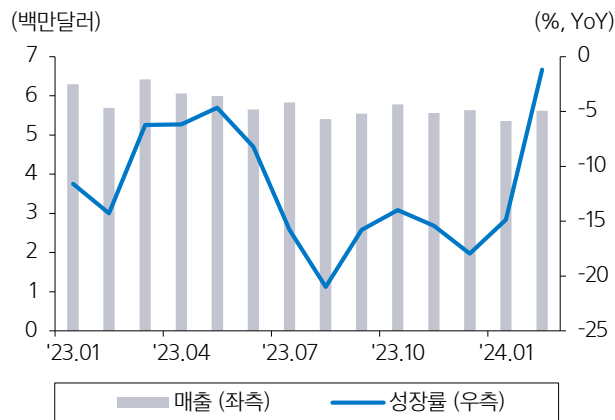
자료: 한국매니지먼트협회

## K-POP Nation 2023 참여 기획사 및 아티스트

기획사	참여 아티스트	미참여 소속 아티스트
C9엔터테인먼트	CIX	윤하, 이석훈 등
FNC엔터테인먼트	SF9	FT아일랜드, 씨앤블루 등
IST엔터테인먼트	더 보이즈	에이핑크, 위클리, ATBO 등
RBW	마마무플러스	브로맨스, 원어스, 퍼플키스 등
스타쉽엔터테인먼트	몬스타엑스	케이윌, 우주소녀, 아이브 등
웨이브	케플러, 체로베이스원	다비치, 로이킴, 임슬옹 등
큐브엔터테인먼트	(여자)아이들	조권, 펜타곤, 라잇썸 등

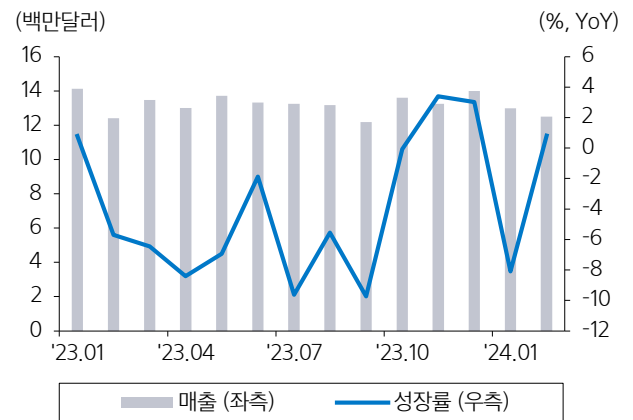
자료: 한국매니지먼트협회, 각 사, 삼성증권 정리

## 더블유게임즈 별도 월별 매출 추이



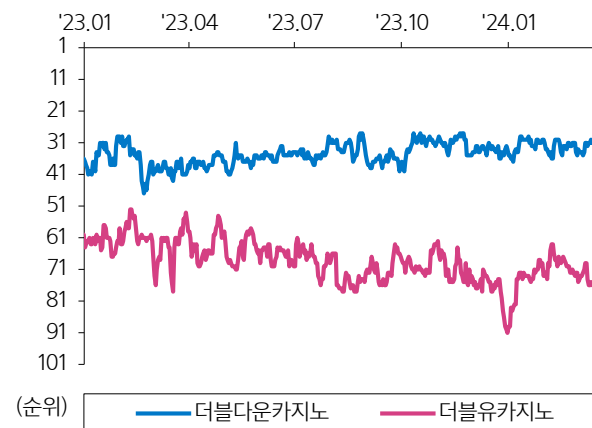
자료: 센서타워

## 더블다운인터랙티브 월별 매출 추이



자료: 센서타워

## 더블유카지노 및 더블다운카지노 미국 게임 매출 순위



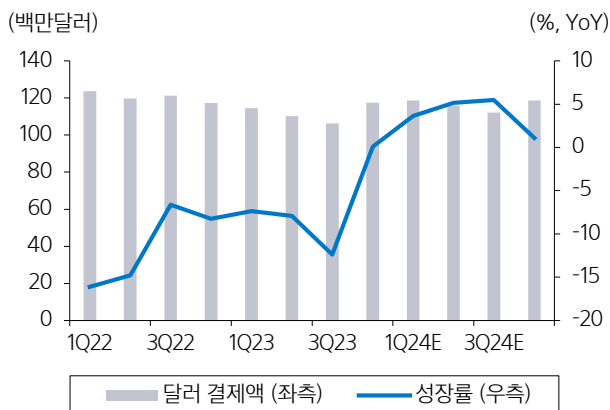
자료: 센서타워

## SuprNation 2Q24 신규 앱 출시 예정



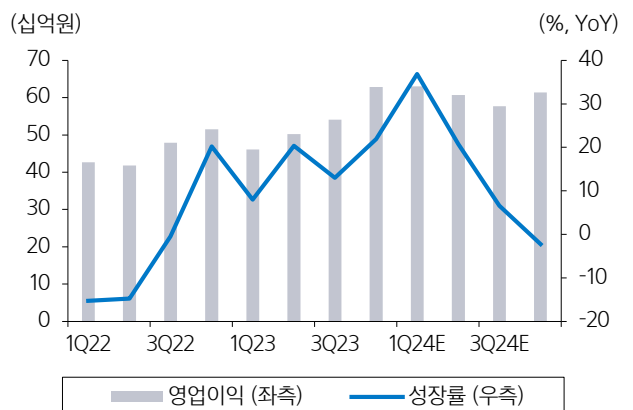
자료: 더블유게임즈

## 연결 기준 달러 결제액 추이



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

## 분기별 영업이익 추이



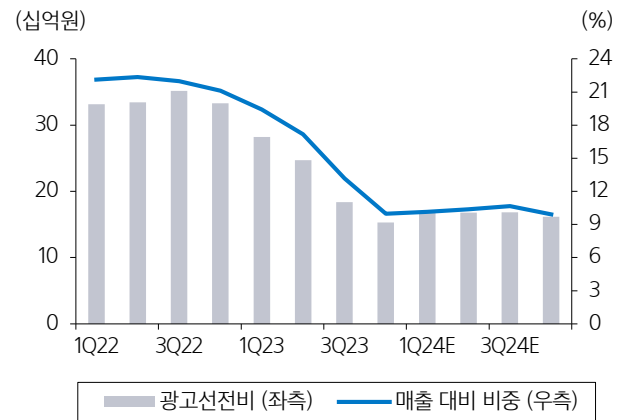
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

## 신규 배당 정책

구분	[구간1] 연결 EBITDA 1천억원 미만	[구간2] 연결 EBITDA 1천억원~3천억원	[구간3] 연결 EBITDA 3천억원 초과
최소 배당	경영상황에 따라 결정	60억원	
기본 배당	해당사항 없음	EBITDA 1천억원 초과분 2~12% 적용	EBITDA 1천억원 초과분 13% 이상 적용
특별 배당	해당사항 없음	EBITDA 2천억원 초과분 10% 특별 배당 재원 추가	

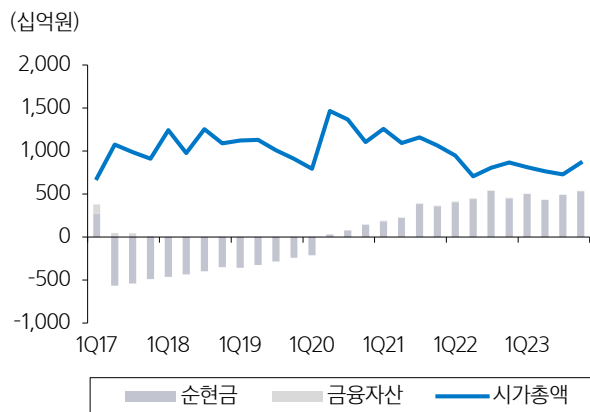
자료: 더블유게임즈, 삼성증권

## 매출 대비 마케팅비용 추이



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

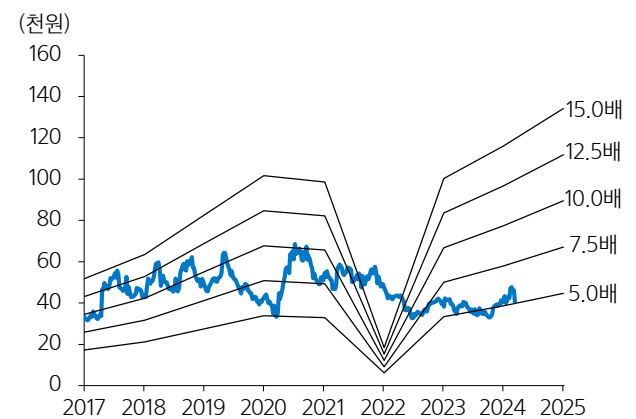
## 순현금 및 시가총액 추이



참고: 4Q23 순현금, 금융자산은 삼성 추정치

자료: Qunatiwise, 삼성증권

## 더블유게임즈 P/E 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

## 더블유게임즈 밸류에이션

	(원)
2024년 예상 EPS	7,735
목표 P/E (배) *	7.7
적정 주가	59,738
목표주가	60,000
현재 주가	41,100
상승 여력 (%)	46.0

참고: 3월 14일 종가 기준; \* 국내외 소셜카지노 기업들의 24년 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 30% 할인 적용  
자료: 삼성증권 추정

## 국내외 소셜카지노 게임 기업 P/E valuation

(배)	2024E	2025E
NHN	12.0	9.1
네오위즈	12.9	10.7
Playtika	8.2	7.8
평균	11.0	9.2
할인율 (%)	-30%	-30%
목표 P/E	7.7	6.4

참고: 3월 14일 종가 기준  
자료: Bloomberg

## 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	165.0	161.8	157.5	162.7	174.4	167.8	166.1	170.5
더블유게임즈	46.3	45.1	43.9	43.8	43.3	45.3	44.8	45.0	43.8	45.9	45.9	46.8
더블다운인터랙티브	99.0	98.9	95.7	109.6	113.1	107.2	102.8	111.4	120.0	110.7	108.0	115.9
슈퍼네이션				5.6	8.6	9.2	9.9	6.4	10.6	11.2	12.2	7.8
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	102.0	101.1	99.9	101.3	107.9	105.5	105.3	106.1
인건비 및 복리후생비	18.2	17.8	18.0	21.9	22.8	23.1	23.4	23.6	23.9	24.2	24.5	24.8
광고선전비	28.2	24.7	18.4	15.3	16.8	16.8	16.8	16.1	18.5	18.1	18.3	17.3
지급수수료	50.1	48.6	46.4	48.2	56.7	55.4	53.8	55.6	59.4	57.0	56.3	57.7
기타	2.7	2.6	2.7	5.3	5.7	5.8	5.9	6.0	6.0	6.1	6.2	6.3
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	63.0	60.7	57.7	61.4	66.5	62.4	60.8	64.4
세전이익	60.4	57.7	65.2	61.0	74.4	73.0	69.0	75.7	83.2	78.9	80.3	81.8
당기순이익	49.8	44.4	51.3	46.7	57.3	56.2	53.1	58.3	64.1	60.7	61.8	63.0
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	44.1	43.3	40.9	44.9	49.3	46.8	47.6	48.5
수정 EPS (원)*	1,399	1,685	1,684	1,919	1,967	1,921	1,861	1,987	2,294	2,175	2,215	2,256
이익률 (%)												
영업이익률	31.7	34.9	38.8	40.9	38.2	37.5	36.6	37.7	38.1	37.2	36.6	37.8
세전이익률	41.6	40.1	46.7	39.7	45.1	45.1	43.8	46.5	47.7	47.0	48.3	48.0
순이익률	34.3	30.8	36.7	30.4	34.7	34.8	33.7	35.8	36.7	36.2	37.2	36.9
지배주주순이익률	27.1	23.6	28.4	23.2	26.7	26.8	26.0	27.6	28.3	27.9	28.7	28.4

참고: \* 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; K-IFRS 연결 기준  
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	624	617	582	647	679
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	624	617	582	647	679
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	434	433	369	404	425
영업이익	190	184	213	243	254
(영업이익률, %)	30.5	29.8	36.6	37.5	37.4
영업외손익	7	-476	31	49	70
금융수익	2	30	50	72	94
금융비용	2	16	18	25	25
지분법손익	-0	-0	0	0	0
기타	7	-490	-0	2	1
세전이익	198	-292	244	292	324
법인세	42	-71	52	67	75
(법인세율, %)	21.0	24.4	21.3	23.0	23.0
계속사업이익	156	-221	192	225	250
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	156	-221	192	225	250
(순이익률, %)	25.0	-35.8	33.0	34.8	36.8
지배주주순이익	125	-132	149	173	192
비지배주주순이익	31	-89	44	52	57
EBITDA	218	196	222	256	268
(EBITDA 이익률, %)	34.9	31.8	38.1	39.6	39.5
EPS (지배주주)	5,778	-6,090	6,892	8,058	8,940
EPS (연결기준)	7,198	-10,181	8,915	10,465	11,611
수정 EPS (원)*	5,561	1,038	6,684	7,735	8,940

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	189	119	91	228	261
당기순이익	156	-221	192	225	250
현금유출입이없는 비용 및 수익	69	434	32	42	38
유형자산 감가상각비	7	8	8	9	9
무형자산 상각비	20	5	1	4	4
기타	41	422	23	29	24
영업활동 자산부채 변동	2	-64	-131	-9	-2
투자활동에서의 현금흐름	-184	86	49	-31	-16
유형자산 증감	-1	-1	-3	-9	-9
장단기금융자산의 증감	-0	-100	-35	-22	-8
기타	-183	187	87	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	118	-85	-21	-16	-22
차입금의 증가(감소)	93	-55	-6	0	0
자본금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금	-6	-12	-10	-17	-22
기타	31	-18	-4	0	0
현금증감	124	119	122	182	223
기초현금	60	184	303	424	607
기말현금	184	303	424	607	830
Gross cash flow	225	213	224	267	287
Free cash flow	189	118	88	220	252

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	528	573	653	862	1,096
현금 및 현금등가물	184	303	424	607	830
매출채권	43	51	56	59	62
재고자산	0	0	0	0	0
기타	301	218	174	196	204
비유동자산	854	663	667	662	657
투자자산	7	4	4	4	4
유형자산	1	2	2	1	1
무형자산	827	582	617	612	608
기타	18	74	45	45	45
자산총계	1,382	1,236	1,320	1,524	1,753
유동부채	103	206	63	58	59
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	49	0	0	0	0
기타 유동부채	54	206	63	58	59
비유동부채	95	24	25	25	25
사채 및 장기차입금	50	20	20	20	20
기타 비유동부채	45	4	5	5	5
부채총계	197	229	88	83	84
자배주주지분	843	729	896	1,053	1,223
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	543	399	531	687	858
기타	-8	23	58	58	58
비지배주주지분	342	277	337	388	446
자본총계	1,185	1,006	1,233	1,441	1,669
순부채	-69	-347	-509	-713	-943

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-5.2	-1.1	-5.7	11.1	4.9
영업이익	-2.0	-3.4	16.0	13.9	4.6
순이익	25.2	적전	흑전	17.1	11.0
수정 EPS**	-3.0	-81.3	544.2	15.7	15.6
주당지표					
EPS (지배주주)	5,778	-6,090	6,892	8,058	8,940
EPS (연결기준)	7,198	-10,181	8,915	10,465	11,611
수정 EPS**	5,561	1,038	6,684	7,735	8,940
BPS	42,007	37,132	45,190	53,091	61,682
DPS (보통주)	592	508	1,000	1,100	1,210
Valuations (배)					
P/E***	8.8	38.6	6.0	5.3	4.6
P/B***	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.1	4.1	3.1	2.2	1.4
비율					
ROE (%)	16.5	-16.8	18.3	17.8	16.9
ROA (%)	13.0	-16.9	15.0	15.8	15.2
ROIC (%)	18.2	20.8	29.2	28.1	29.4
배당성향 (%)	9.5	-7.5	11.1	12.6	12.5
배당수익률 (보통주, %)	1.2	1.3	2.5	2.7	2.9
순부채비율 (%)	-5.8	-34.4	-41.3	-49.4	-56.5
이자보상배율 (배)	119.6	50.6	90.4	75.9	79.2

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 3월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 3월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/11/30	2022/5/11	8/10	8/30	2023/8/10	11/13	2024/1/19	2/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	62666	50810	46576	52504	53351	55891	55891	60000
과리율 (평균)	-28.93	-31.07	-26.32	-26.59	-34.11	-28.01	-25.05	
과리율 (최대/최소)	-15.81	-25.83	-23.64	-17.90	-24.84	-22.42	-22.53	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%) 중립(20.1%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA