



BUY (유지)

목표주가(12M) 64,000원
현재주가(11.18) 47,600원

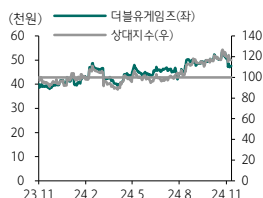
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,469.07
52주 최고/최저(원)	53,200/38,065
시가총액(십억원)	1,023.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	21,495.9
60일 평균 거래량(천주)	60.8
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
외국인지분율(%)	17.44
주요주주 지분율(%)	
김기남 외 6 인	44.49
국민연금공단	6.10

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	647.7	690.8
영업이익(십억원)	254.7	270.3
순이익(십억원)	223.4	242.1
EPS(원)	7,954	8,621
BPS(원)	52,397	60,454

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	617.3	582.3	646.7	672.5
영업이익	183.9	213.3	257.6	271.7
세전이익	(292.4)	244.3	289.9	303.7
순이익	(132.2)	149.1	169.6	173.8
EPS	(6,090)	6,915	7,891	8,084
증감률	적전	폭전	14.11	2.45
PER	(6.57)	5.82	6.03	5.89
PBR	1.09	0.93	0.90	0.80
EV/EBITDA	3.54	3.27	2.65	2.01
ROE	(16.82)	18.62	17.46	15.17
BPS	36,653	43,526	52,798	59,744
DPS	508	846	1,234	1,309



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 19일 | 기업분석_Earnings Review

더블유게임즈 (192080)

여전히 편안한 투자처

3Q24 Re: 컨센서스 하회했으나 준수한 실적

더블유게임즈는 3분기 연결 기준 매출액 1,541억원(+10.4%YoY, -5.5%QoQ), 영업이익 595억원(+10.0%YoY, -11.3%QoQ, OPM 38.6%)으로 컨센서스를 하회했다. 3분기 더블다운 카지노 매출액은 1,003억원(+6.9%YoY, -7.1%QoQ), 더블유카지노 매출액은 383억원(-8.4%YoY, -5.0%QoQ)이다. 소셜카지노 업황 부진에도 안정적인 결제액 수준 유지하고 있어 긍정적이나 상대적으로 고정 유제가 적은 더블유카지노에서 전년 대비 역성장이 이어지고 있어 반등이 필요하다. 슈퍼네이션 매출액은 106억원(-1.9%QoQ)로 예상 대비 부진했다. 3분기 마케팅 비용 집행이 계획되어 있었으나 지연된 영향이다. 11월부터 본격적인 마케팅 집행 시작되었기에 4분기부터 성장성 회복 기대한다. 영업비용은 946억원(+10.6%YoY, -1.5%QoQ)을 기록했다. 3분기 엔터 사업 비용 약 30억원이 반영되었음에도 비용 효율화 기조 유지되며 전분기 대비 감소했다. 특히 플랫폼 비용은 408억원(+1.8%YoY, -8.1%QoQ)으로 수수료를 감소가 눈에 띈다. 이는 자체 웹사이트 통한 DTC 플랫폼 활성화에 기인한다. DTC 결제액은 2022년 1%에서 2023년 6%, 2024년 3분기 8%까지 올라왔으며 비중 확대 유인하여 수익성을 지속 개선할 계획이다.

2025년에도 안정적 이익 창출. 미국 수수료 인하 움직임에 주목

더블유게임즈는 2025년 영업수익 6,725억원(+4.0%YoY), 영업이익 2,717억원(+5.5%YoY, OPM 40.4%)을 기록할 전망이다. 슈퍼네이션 인수 효과가 사라져 외형 성장은 둔화되나 안정적인 이익 창출이라는 강점은 여전하다. 슈퍼네이션 매출액은 538억원(+18.2%YoY)으로 전망한다. 올해 ROI를 체크하는 시기를 가졌지만, 내년부터 전체 매출의 10%까지 비중 확대를 단기 목표로 잡고 마케팅을 집행할 계획으로 이를 반영했다. 더블유게임즈는 매출의 약 80%가 북미 기반이다. 올해 초 유럽에서 앱 스토어 수수료가 인하되었고 (30%>17%), 지난 10월 미국에서 구글 스토어 외부 결제 허용 명령이 내려졌다. 구글/애플의 앱 수수료 인하 움직임이 유럽을 시작으로 미국까지 이어질 것으로 기대한다. 만약 미국 내 수수료가 유럽 수준으로 적용된다면 40%대 후반의 영업이익률도 가능하다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원을 유지한다. 더블유게임즈의 투자 포인트는 글로벌 대상으로 높은 생산성을 바탕으로 한 이익 성장, 보유 현금 활용한 중장기 주주환원과 M&A다. 글로벌 소셜카지노 시장 둔화로 이익 체력 대비 합리적인 멀티플을 적용받지 못하고 있다. 미국 내 수수료 인하가 가시화될 경우 밸류에이션 매력도는 더욱 높아진다. 캐주얼 게임에서 성과 확인 혹은 슈퍼네이션의 고성장이 확인된다면 멀티플 리레이팅도 충분히 가능하다.

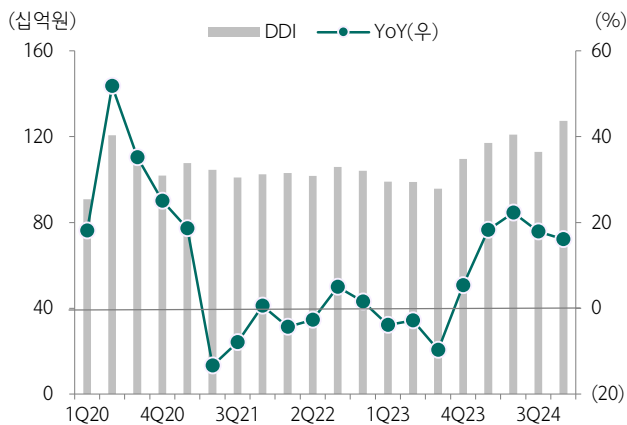
도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	154.1	169.1	582.3	646.7	672.5
YoY(%)	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(2.7)	10.4	13.3	10.3	10.2	(5.7)	11.1	4.0
더블다운인터랙티브(DDI)	99.0	98.9	95.7	109.6	77.3	73.1	71.0	77.8	403.2	478.2	508.7
YoY(%)	(3.9)	(2.8)	(9.7)	5.4	(21.9)	(26.1)	(25.8)	(29.1)	(2.8)	18.6	6.4
슈퍼네이션	0.0	0.0	0.0	5.6	11.1	10.8	10.6	13.0	5.6	45.5	53.8
더블유게임즈(DUG)	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	42.2	41.2	41.8	179.1	168.6	163.8
YoY(%)	(1.2)	(5.9)	(18.7)	(18.4)	(6.3)	(6.4)	(6.1)	(4.8)	(11.5)	(5.9)	(2.8)
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	94.6	99.7	369.0	389.1	400.8
YoY(%)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(14.7)	(0.4)	2.5	10.6	10.0	(14.9)	5.4	3.0
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	40.8	44.2	166.0	173.1	173.6
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	14.0	18.8	86.6	69.7	75.1
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.5	22.6	76.0	86.1	92.3
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.7	2.8	7.7	11.4	11.6
기타운영비	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	11.6	8.3	24.1	36.5	35.4
유무형상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.0	3.0	8.7	12.4	12.8
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	59.5	69.4	213.3	257.6	271.7
YoY(%)	8.0	20.3	13.0	21.9	33.9	33.4	9.9	10.4	16.0	20.8	5.5
영업이익률(%)	31.7	34.9	38.8	40.9	38.4	41.1	38.6	41.0	36.6	39.8	40.4
당기순이익	49.8	44.4	51.3	47.4	60.4	64.2	40.9	59.5	192.9	224.9	237.2
YoY(%)	50.1	(213.7)	(884.5)	(122.7)	21.3	44.5	(20.4)	25.5	흑전	16.6	5.5
당기순이익률(%)	34.3	30.8	36.7	30.9	37.7	39.3	26.5	35.2	33.1	34.8	35.3

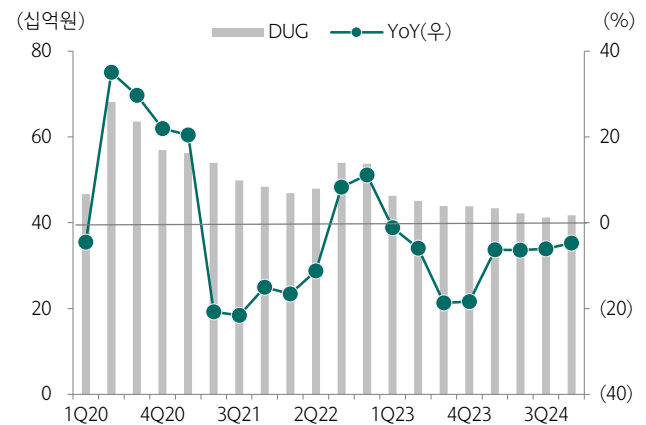
자료: 하나증권

도표 2. 더블다운인터랙티브(DDI) 매출 추이



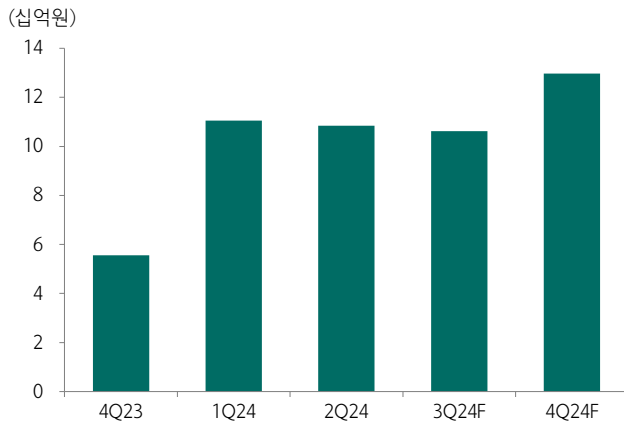
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 3. 더블유게임즈(DUG) 매출 추이



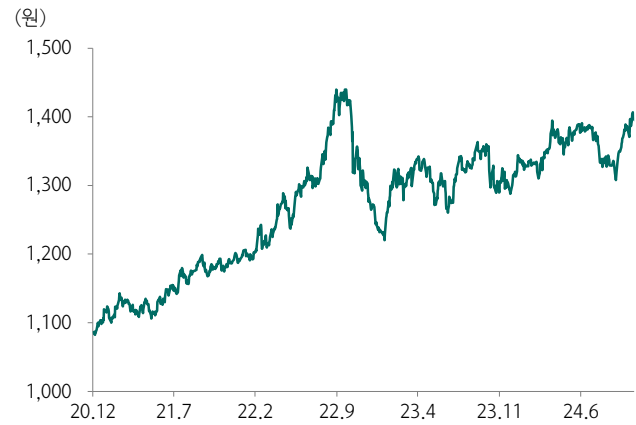
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 4. 슈퍼네이션 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 5. 원/달러 환율 추이



자료: Fnguide, 하나증권

도표 6. 중장기 성장 전략

탑라인 성장,
M&A 추진,
신규사업 추진



자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 7. 중장기 주주환원 정책

주주환원 정책



자료: 더블유게임즈, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	617.3	582.3	646.7	672.5	701.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	617.3	582.3	646.7	672.5	701.7
판매비	433.4	369.0	389.1	400.8	418.7
영업이익	183.9	213.3	257.6	271.7	283.0
금융손익	13.4	31.2	32.1	32.0	40.4
중속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(489.6)	(0.1)	0.2	0.0	0.0
세전이익	(292.4)	244.3	289.9	303.7	323.3
법인세	(71.3)	51.4	65.0	66.5	70.8
계속사업이익	(221.1)	192.9	224.9	237.2	252.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(221.1)	192.9	224.9	237.2	252.6
비지배주주지분 손이익	(88.8)	43.8	55.3	63.5	67.6
지배주주순이익	(132.2)	149.1	169.6	173.8	185.0
지배주주지분포괄이익	(84.9)	156.8	216.1	173.9	185.2
NOPAT	139.0	168.4	199.9	212.2	221.0
EBITDA	196.2	222.0	267.5	276.3	287.2
성장성(%)					
매출액증가율	(1.09)	(5.67)	11.06	3.99	4.34
NOPAT증가율	(7.58)	21.15	18.71	6.15	4.15
EBITDA증가율	(10.00)	13.15	20.50	3.29	3.94
영업이익증가율	(3.41)	15.99	20.77	5.47	4.16
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	13.75	2.48	6.44
EPS증가율	적전	흑전	14.11	2.45	6.46
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	31.78	38.12	41.36	41.09	40.93
영업이익률	29.79	36.63	39.83	40.40	40.33
계속사업이익률	(35.82)	33.13	34.78	35.27	36.00

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(6,090)	6,915	7,891	8,084	8,606
BPS	36,653	43,526	52,798	59,744	67,141
CFPS	9,808	10,963	12,887	12,852	13,361
EBITDAPS	9,036	10,298	12,442	12,852	13,361
SPS	28,428	27,013	30,087	31,285	32,641
DPS	508	846	1,234	1,309	1,403
주가지표(배)					
PER	(6.57)	5.82	6.03	5.89	5.53
PBR	1.09	0.93	0.90	0.80	0.71
PCR	4.08	3.67	3.69	3.70	3.56
EV/EBITDA	3.54	3.27	2.65	2.01	1.37
PSR	1.41	1.49	1.58	1.52	1.46
재무비율(%)					
ROE	(16.82)	18.62	17.46	15.17	14.23
ROA	(10.10)	11.81	11.84	10.31	9.70
ROIC	22.16	30.78	30.38	32.23	33.81
부채비율	22.79	7.61	7.05	6.24	5.63
순부채비율	(44.82)	(38.74)	(51.52)	(57.84)	(62.96)
이자보상배율(배)	50.61	92.83	106.45	128.85	133.41

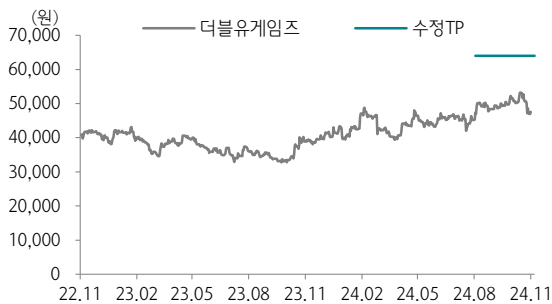
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	572.6	582.5	885.4	1,104.0	1,337.1
금융자산	510.4	513.0	809.9	1,026.5	1,255.9
현금성자산	302.7	298.5	549.3	763.2	988.0
매출채권	51.5	56.4	62.2	63.9	66.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	10.7	13.1	13.3	13.6	14.3
비유동자산	663.0	705.3	692.6	688.2	684.1
투자자산	4.4	6.7	6.7	6.8	6.9
금융자산	4.4	6.7	6.7	6.8	6.9
유형자산	1.8	1.8	0.3	0.0	0.0
무형자산	582.4	636.4	674.6	670.3	666.1
기타비유동자산	74.4	60.4	11.0	11.1	11.1
자산총계	1,235.6	1,287.8	1,578.0	1,792.2	2,021.2
유동부채	205.7	62.4	74.2	75.4	77.4
금융부채	37.3	28.5	29.4	29.7	30.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	168.4	33.9	44.8	45.7	47.3
비유동부채	23.6	28.7	29.7	30.0	30.4
금융부채	22.0	20.8	21.1	21.1	21.1
기타비유동부채	1.6	7.9	8.6	8.9	9.3
부채총계	229.3	91.1	104.0	105.3	107.8
지배주주지분	729.4	871.6	1,070.9	1,220.2	1,379.3
자본금	9.2	9.2	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	298.5	298.5	296.8	296.8	296.8
자본조정	(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	684.3	833.6	992.6
비지배주주지분	276.9	325.1	403.2	466.7	534.2
자본총계	1,006.3	1,196.7	1,474.1	1,686.9	1,913.5
순금융부채	(451.1)	(463.6)	(759.5)	(975.7)	(1,204.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	118.8	95.9	262.1	242.6	258.1
당기순이익	(221.1)	192.9	224.9	237.2	252.6
조정	404.1	51.7	35.0	4.6	4.2
감가상각비	12.3	8.7	9.8	4.6	4.2
외환거래손익	3.5	8.9	9.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	388.3	34.1	16.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(64.2)	(148.7)	2.2	0.8	1.3
투자활동 현금흐름	86.1	(45.8)	(1.3)	(2.8)	(4.8)
투자자산감소(증가)	3.1	274.7	(0.0)	(0.1)	(0.2)
자본증가(감소)	(1.1)	(0.6)	(0.2)	0.0	0.0
기타	84.1	(319.9)	(1.1)	(2.7)	(4.6)
재무활동 현금흐름	(85.5)	(17.6)	(17.6)	(24.2)	(25.5)
금융부채증가(감소)	(55.5)	(9.9)	1.1	0.3	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(18.1)	2.3	(2.2)	0.0	0.0
배당지급	(11.9)	(10.0)	(16.5)	(24.5)	(26.0)
현금의 증감	118.8	32.5	251.5	213.9	224.8
Unlevered CFO	213.0	236.3	277.0	276.3	287.2
Free Cash Flow	117.7	95.2	261.9	242.6	258.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

24.8.20 BUY 64,000

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 11월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.75%	5.80%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 11월 16일