

# 더블유게임즈

## 192080

Aug 14, 2024

**Buy**

유지

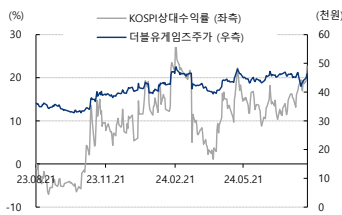
**TP 63,000 원**

상향

**Company Data**

현재가(08/13)	46,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	48,750 원
52 주 최저가(보통주)	32,773 원
KOSPI (08/13)	2,621.50p
KOSDAQ (08/13)	764.86p
자본금	92 억원
시가총액	9,953 억원
발행주식수(보통주)	2,150 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	55 만주
평균거래대금(60 일)	25 억원
외국인지분(보통주)	15.68%
주요주주	
김가람 외 6 인	44.49%
국민연금공단	6.10%

**Price & Relative Performance**



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	8.2	23.7
상대주가	8.6	9.3	22.3

## 2H24 아이게이밍 기여 확대 전망

### 2Q24 Review: 영업이익 컨센서스 상회

더블유게임즈 2Q24 매출은 1,631억원(YoY +13.3%, QoQ +1.6%)로 시장 예상치(1,627억원) 부합, 영업이익은 671억원(YoY +33.4%, QoQ +8.8%)으로 컨센서스(622억원) 상회. 매출은 기존 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유카지노)가 수집형 및 경쟁형 콘텐츠를 통해 기존 가입자의 플레이 타임 증대 및 매출 성장을 유도함으로써 YoY +6.2%, QoQ +2.1% 성장하고, 슈퍼네이션(iGaming)은 매출(108억원)이 반영되며 시장 기대치에 부합.

영업비용 중 마케팅비는 소셜카지노, 신규 게이밍 및 아이게이밍 모두에서 마케팅채널 최적화, 효율 관리 개선 이루어지며 159억원(YoY -35.6%, QoQ -24.3%, 매출 대비 9.7%) 수준을 기록하였으며, 인건비는 임원퇴직금 규정에 따른 일회성 비용 감소 효과 정상화되며 218억원(YoY +13.5%, QoQ +22.5%) 기록. 플랫폼비는 매출 동향에 따라 444억원(YoY +7.2%, QoQ +1.8%)기록.

### 투자의견 Buy & 목표주가 63,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 63,000원(중전 56,000원)으로 +12.5% 상향. 목표주가 상향은 12MF 지배순이익 추정치 1,861억원, target PER은 6.7배를 적용함에 따름. 소셜카지노 부문에서는 기존/복귀 유저 대상 마케팅비의 최적화가 강하게 이루어지고 있어 비용 감소와 소셜카지노 매출 증가가 동시에 이루어지고 있어 시장 기대치 이상의 이익 성장이 나타남. 한편 2H24는 영국 시장을 중심으로 여름 휴가 기간 이후 아이게이밍 매출 증가를 위한 마케팅 투자 규모 확대가 예상되어, 이에 따른 아이게이밍 매출 성장 기여 커질 것으로 전망. 아이게이밍은 소셜카지노 대비 마케팅 투자에 대한 매출 전환율이 높고 Payback Period가 짧은 것이 장점. 특히 2Q24 아이게이밍 마케팅을 절감했음에도 매출이 유지되었다는 점에서 동사의 운영 노하우가 증대된 것으로 판단.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	617	582	655	713	763
YoY(%)	-1.1	-5.7	12.5	8.8	7.0
영업이익(십억원)	184	213	259	288	309
OP 마진(%)	29.8	36.6	39.5	40.4	40.5
순이익(십억원)	-221	193	230	253	270
EPS(원)	-7,196	8,171	8,246	9,070	9,671
YoY(%)	적전	흑전	0.9	10.0	6.6
PER(배)	-6.6	5.8	5.6	5.1	4.8
PCR(배)	3.4	5.3	5.2	5.0	4.8
PBR(배)	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.5	3.2	2.7	1.9	1.5
ROE(%)	-16.8	18.6	18.6	17.4	16.0



인터넷게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



더블유게임즈 [192080]

2H24 아이게이밍 기여 확대 전망

[도표 1] 더블유게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	160.8	170.7	617.3	582.3	655.2
성장률(YoY %)	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-2.7%	10.4%	13.3%	15.2%	11.2%	-1.1%	-5.7%	12.5%
더블다운카지노	96.1	96.6	93.8	102.0	103.8	107.9	103.8	108.2	401.0	388.4	423.8
더블유카지노	44.2	43.0	41.8	41.7	41.4	40.3	39.5	40.5	192.6	170.7	161.7
아이게이밍	-	-	-	5.6	11.1	10.8	12.5	15.0	-	5.6	49.3
기타	5.0	4.4	4.0	4.2	4.3	4.1	5.1	7.0	23.6	17.6	20.4
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	97.2	104.6	433.4	369.0	396.6
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	43.4	46.0	183.3	166.0	177.4
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	21.7	22.3	70.7	76.0	85.1
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	18.0	21.7	135.1	86.6	76.6
유무형자산상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.2	3.2	12.3	8.7	12.8
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.6	2.7	9.1	7.7	11.2
기타운영비용	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	8.2	8.6	23.0	24.1	33.4
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	63.6	66.2	183.9	213.3	258.6
성장률(YoY %)	8.0%	20.3%	13.0%	21.9%	33.9%	33.4%	17.6%	5.3%	-3.4%	16.0%	21.2%
OPM(%)	31.7%	34.9%	38.8%	40.9%	38.4%	41.1%	39.6%	38.8%	29.8%	36.6%	39.5%
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	47.1	49.0	43.3	37.9	-	132.2	149.1
지배주주순이익률	27.1%	23.6%	28.4%	23.3%	29.4%	30.0%	26.9%	22.2%	-21.4%	25.6%	27.1%

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 더블유게임즈 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 지배주주순이익 target PER	186.1 6.7	국내외 웹보드 및 주요 소셜카지노 업체 PER 가중평균 30% 할인
적정시가총액	<b>1,246.87</b>	
유통주식수	19,831	
적정주가	<b>62,875</b>	
목표주가	<b>63,000</b>	
현재주가	46,300	
상승여력	<b>36.1%</b>	

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 더블유게임즈 배당 정책 (2024~2026년)

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

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 더블유게임즈 2025~2026년 주주 환원 계획

구분	2025년	2026년
자기주식 매입	매년 자기주식 매입 재원을 설정하여 매입 시행 (회사의 연결기준 매출 성과에 따라 자기주식 매입 예산 설정) *Min: 직전사업연도 총 현금배당금 *Max: 직전사업연도 총 현금배당금의 3배	
자기주식 소각	매년 일정 규모의 자기주식 소각 시행 (회사의 연결기준 매출 성과 따라 자기주식 소각 규모 설정) *Min: 직전사업연도말 발행주식총수의 1% *Max: 직전사업연도말 발행주식총수의 2%	
자기주식 특별소각	2024년말까지 자기주식을 활용한 M&A/투자 관련 공시가 없 을 경우 현재 보유중인 자기주식의 50% 소각	현재 계획 없음
현금배당	연결기준 EBITDA를 토대로 매년 꾸준한 결산배당시행	

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 디바인 매치 (소프트런칭 진행중, 캐주얼 매치3 퍼즐)



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 빙고 헤이븐 (소프트런칭 진행중, 캐주얼 빙고)



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 레츠 브릭! (소프트런칭 진행중, 트리플매치)



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 짹짹 스매쉬 (소프트런칭 진행중, 소셜카지노)



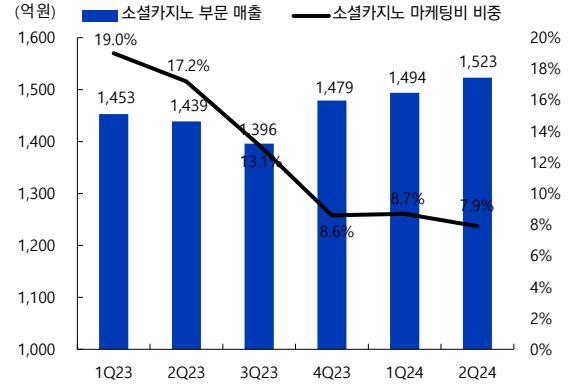
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터.

[도표 9] 우리는 모두 친구 (가제, 2H24 예정, 수집형 RPG)



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 소셜카지노 부문 매출 및 마케팅비 추이



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 더블유게임즈 중장기 성장 전략

- 1 Social Casino**  
기존 게임의 캐시카우 역할로 현금 창출을 지속하여 신규 비즈니스에 투자할 수 있는 안정적인 토대 마련
- 2 Casual Game**  
매지3, 빙고 등의 게임으로 캐주얼 시장에 진출 계획 중 내부 스튜디오 활용 또는 외부 M&A를 통해 진행
- 3 iGaming** SUPRNATION  
SuprNation 중심으로 사업을 진행할 계획 (B2C 핵심전략) 마케팅 확대 및 신규 앱 개발로 모바일 시장 선점
- 4 Non-Game**  
게임 외 신규 비즈니스를 검토하여 새로운 시장으로의 진출 계획 사업성과 데이터가 확보된 산업 중심으로 M&A 등 검토



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

## 더블유게임즈 [192080]

2H24 아이게이밍 기어 확대 전망

### [더블유게임즈 192080]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	617	582	655	713	763
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	655	713	763
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	433	369	397	425	453
영업이익	184	213	259	288	309
영업이익률 (%)	29.8	36.6	39.5	40.4	40.5
EBITDA	196	222	261	289	310
EBITDA Margin (%)	31.8	38.1	39.8	40.5	40.6
영업외손익	-476	31	34	34	34
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	30	50	50	50	50
금융비용	-16	-18	-16	-16	-16
기타	-490	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-292	244	293	322	343
법인세비용	-71	51	63	69	73
계속사업순이익	-221	193	230	253	270
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-221	193	230	253	270
당기순이익률 (%)	-35.8	33.1	35.1	35.5	35.4
비지배자분순이익	-89	44	53	58	62
지배자분순이익	-132	149	177	195	208
지배순이익률 (%)	-21.4	25.6	27.1	27.4	27.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	71	12	12	12	12
포괄순이익	-150	205	242	265	282
비지배자분포괄이익	-65	48	57	62	66
지배자분포괄이익	-85	157	185	203	216

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119	96	187	210	228
당기순이익	-221	193	230	253	270
비현금항목의 가감	434	43	14	5	0
감가상각비	8	8	1	0	0
외환손익	4	9	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	423	27	24	16	11
자산부채의 증감	-64	-149	-30	-29	-28
기타현금흐름	-30	8	-27	-19	-14
투자활동 현금흐름	86	-46	-23	-25	-27
투자자산	189	-18	0	0	0
유형자산	-1	-1	0	0	0
기타	-102	-27	-23	-25	-27
재무활동 현금흐름	-85	-53	-43	-28	-28
단기차입금	-50	0	0	0	0
사채	0	-30	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	-12	-10	-17	-20	-20
기타	-24	-13	-28	-8	-8
현금의 증감	119	-4	210	228	160
기초 현금	184	303	298	508	736
기말 현금	303	298	508	736	896
NOPLAT	139	168	203	226	243
FCF	86	28	175	199	216

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	573	583	791	1,037	1,302
현금및현금성자산	303	298	508	736	896
매출채권 및 기타채권	52	58	70	100	214
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	218	226	213	201	192
비유동자산	663	705	703	702	701
유형자산	2	2	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	4	7	7	7	7
기타비유동자산	657	697	696	695	695
자산총계	1,236	1,288	1,495	1,740	2,003
유동부채	206	62	44	46	48
매입채무 및 기타채무	158	25	25	25	25
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	30	20	0	0	0
기타유동부채	17	17	19	20	22
비유동부채	24	29	31	34	37
차입금	0	0	0	0	0
사채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	4	29	31	34	37
부채총계	229	91	75	79	85
지배자분	729	872	1,034	1,209	1,397
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	399	531	692	867	1,055
기타자본변동	-64	-62	-62	-62	-62
비지배자분	277	325	386	451	521
자본총계	1,006	1,197	1,420	1,660	1,918
총차입금	52	41	23	25	28

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-7,196	8,171	8,246	9,070	9,671
PER	-6.6	5.8	5.6	5.1	4.8
BPS	39,699	47,914	48,100	56,248	64,996
PBR	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7
EBITDAPS	10,678	12,169	12,132	13,438	14,419
EV/EBITDA	3.5	3.2	2.7	1.9	1.5
SPS	28,428	27,013	30,480	33,150	35,473
PSR	1.7	1.8	1.5	1.4	1.3
CFPS	4,683	1,521	8,151	9,235	10,038
DPS	600	1,000	1,000	1,000	1,000

#### 재무비율

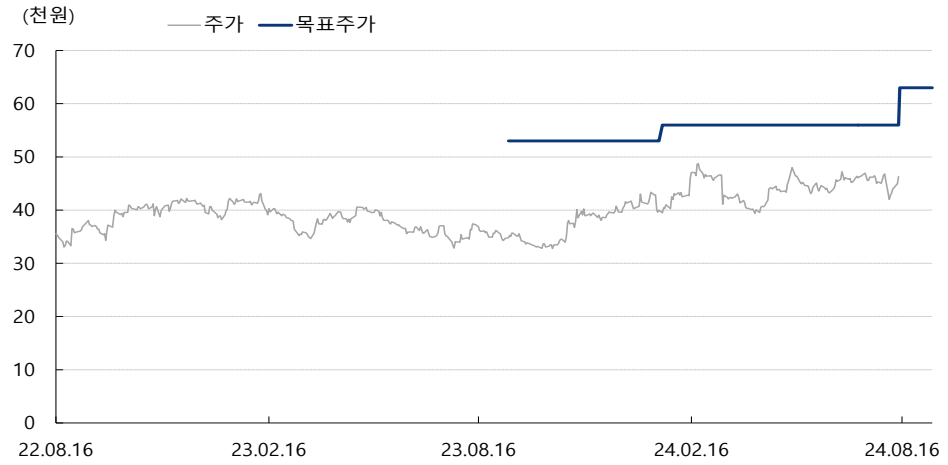
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-1.1	-5.7	12.5	8.8	7.0
영업이익 증가율	-3.4	16.0	21.2	11.3	7.4
순이익 증가율	적전	흑전	19.2	10.0	6.6
수익성					
ROIC	21.2	29.2	29.9	32.4	31.6
ROA	-10.1	11.8	12.7	12.1	11.1
ROE	-16.8	18.6	18.6	17.4	16.0
안정성					
부채비율	22.8	7.6	5.3	4.8	4.4
순차입금비율	4.2	3.2	1.5	1.4	1.4
이자보상배율	50.6	92.8	220.5	245.5	263.7

**더블유게임즈 [192080]**

2H24 아이게이밍 기여 확대 전망

더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.09.11	매수	53,000	(61.08)	(54.21)					
2023.10.18	매수	53,000	(54.25)	(37.28)					
2023.11.10	매수	53,000	(34.79)	(24.93)					
2024.01.22	매수	56,000	(33.68)	(29.33)					
2024.02.14	매수	56,000	(27.39)	(14.87)					
2024.05.28	매수	56,000	(24.11)	(18.64)					
2024.08.14	매수	63,000							

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 수정주가 기준

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2%	3.2%	0.6%	0.0%

#### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하