

# 더블유게임즈 (192080/KS)

## 수익성 관리는 이렇게 하는 것

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 62,000 원(유지)

현재주가: 46,300 원

상승여력: 33.9%

### 2Q24 Review: OPM 41.1%

매출액 1,631 억원(+13.3% YoY, 이하 동일), 영업이익 671 억원(+33.4%), OPM 41.1%, 지배주주순이익 490 억원(+44.3%)으로 분기 최대 이익을 달성했다. 소셜 카지노 매출은 앱 퍼포먼스 개선 효과로 지속 성장을 이어나갔고, 슈퍼네이션(QoQ -1.9%)은 마케팅 투자를 낮췄음에도 불구하고 전분기와 유사한 매출을 기록했다. 마케팅비는 159 억원으로 전분기대비 24.5% 감소, 소셜 카지노, 신규 캐주얼 게임, 아이게이밍 모두에 집행되는 마케팅비 전반을 효율화했다.

### 이렇게 마케팅비 줄여도 성장 가능한 이유

동사는 작년부터 본격적으로 마케팅비를 효율화하고 있다. 매출대비 마케팅비 비중은 4Q21 23.6%(356 억원)→ 1Q23 19.4%(282 억원)→ 2Q24 9.7%(159 억원)까지 감소했다. 소셜 카지노 게임 특성상 마케팅비 수반은 필수적인데, 마케팅비를 줄였음에도 불구하고 유저 리텐션이 높은 채널에 집중하며 매출 성장이 지속되고 있다. 특히 신규 사업인 아이게이밍은 마케팅 투자대비 매출액 전환율이 높음을 확인해 성수기인 하반기에 재차 집행해 높은 매출액 성장을 보일 것으로 전망한다. 앞으로도 마케팅비는 매출액대비 비중 10% 중반 수준을 유지할 것으로 예상된다.



Analyst  
남효지

hynam@sk.com.kr  
3773-9288

### Company Data

발행주식수	2,150 만주
시가총액	995 십억원
주요주주	
김기람(외6)	44.49%
자사주	7.75%

### Stock Data

주가(24/08/13)	46,300 원
KOSPI	2,621.50 pt
52주 최고가	48,750 원
52주 최저가	32,773 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 신사업과 M&A 에 대한 적극적인 의지

연내 M&A 를 성사시키겠다는 의지가 높다. 동사는 현금 약 6,400 억원을 보유해 다양한 회사들을 적극적으로 검토 중이다. 게임 사업에서는 매치 3, 퍼즐 장르 등 캐주얼 개발사, 비게임 영역에서는 수익화 가능한 구독 기반의 B2C 앱 운영사 등을 고려하고 있다. 3분기부터 더블유 C&C 실적이 더해지는데, 동사의 강점인 데이터 분석과 효율적인 수익성 관리 능력을 확인할 수 있다. 업종 내 안정적인 pick 으로 추천한다.

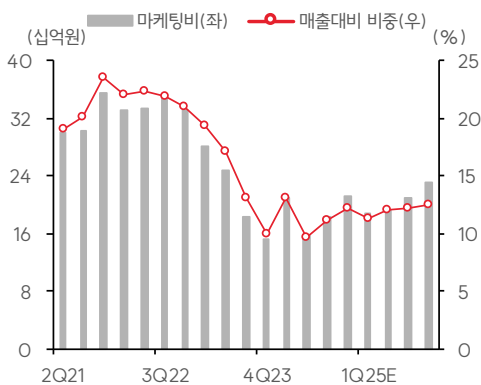
### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	624	617	582	662	684	719
영업이익	십억원	190	184	213	263	270	276
순이익(지배주주)	십억원	125	-132	149	194	197	202
EPS	원	5,778	-6,090	6,935	9,036	9,168	9,413
PER	배	8.5	-6.6	5.8	5.1	5.1	4.9
PBR	배	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	4.8	3.5	3.3	2.4	1.8	1.1
ROE	%	16.5	-16.8	18.6	20.0	17.0	15.3

수익 추정 표 <span style="float: right;">(단위: 십억원)</span>											
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	164.6	173.4	582.3	661.6	684.4
DUG	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	42.2	43.4	45.7	235.3	208.4	202.5
DDI	99.0	98.9	95.7	109.6	117.1	120.9	121.2	127.7	422.9	415.7	414.8
수퍼네이션	-	-	-	5.6	11.1	10.8	12.6	14.7	5.6	49.2	63.9
<b>영업비용</b>	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	99.2	104.2	369.0	398.2	414.4
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.3	23.6	76.0	86.9	93.5
마케팅비	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	18.3	21.3	86.6	76.5	82.4
플랫폼 수수료	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	44.7	45.5	166.0	178.3	181.1
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	3.0	3.1	7.7	12.0	12.3
기타운영비	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	7.7	7.4	24.1	31.7	32.0
유무형상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.1	3.3	8.7	12.8	13.1
<b>영업이익</b>	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	65.4	69.2	213.3	263.4	270.0
영업이익률	31.7%	34.9%	38.8%	40.9%	38.4%	41.1%	39.8%	39.9%	36.6%	39.8%	39.4%
<b>순이익</b>	49.8	44.4	51.3	46.7	60.4	64.2	62.5	66.0	192.2	253.1	258.1
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	47.1	49.0	47.7	50.4	148.6	194.2	197.1
<b>YoY growth rate</b>											
매출액	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-2.7%	10.4%	13.3%	17.9%	13.0%	-5.7%	13.6%	3.4%
DUG	-1.2%	-5.9%	-18.7%	-18.4%	-6.3%	-6.4%	-1.1%	4.2%	-11.5%	-2.5%	4.6%
DDI	-3.9%	-2.8%	-9.7%	5.4%	18.3%	22.3%	26.6%	16.5%	-2.8%	20.8%	3.0%
수퍼네이션	-	-	-	-	-	-	-	165.0%	-	785.0%	29.8%
영업비용	-7.5%	-13.2%	23.7%	-14.7%	-0.4%	2.5%	16.0%	15.0%	-14.9%	7.9%	4.1%
인건비	5.9%	1.5%	-0.4%	22.9%	5.3%	22.7%	23.7%	7.7%	7.5%	14.4%	7.5%
마케팅비	-15.0%	-26.0%	-47.7%	-54.1%	-25.5%	-35.9%	-0.4%	39.4%	-35.9%	-11.7%	7.8%
플랫폼 수수료	-6.3%	-7.3%	-15.6%	-8.2%	4.9%	7.4%	11.6%	5.9%	-9.4%	7.4%	1.6%
로열티	19.5%	14.5%	-20.4%	-72.2%	25.7%	9.2%	48.3%	408.8%	-15.2%	57.0%	2.5%
기타운영비	14.9%	-15.7%	-24.7%	71.9%	25.4%	51.2%	52.7%	6.1%	4.9%	31.3%	1.1%
유무형상각비	-57.2%	-48.5%	-6.6%	43.4%	71.2%	61.5%	62.5%	13.2%	-29.5%	47.6%	1.6%
영업이익	8.0%	20.3%	13.0%	21.9%	33.9%	33.4%	20.9%	10.1%	16.0%	23.5%	2.5%
영업이익률	3.3%	7.0%	8.8%	8.3%	6.7%	6.2%	1.0%	-1.0%	6.5%	10.3%	8.9%
순이익	50.1%	-213.7%	-884.5%	-122.4%	21.3%	44.5%	21.8%	41.4%	-186.9%	31.7%	2.0%

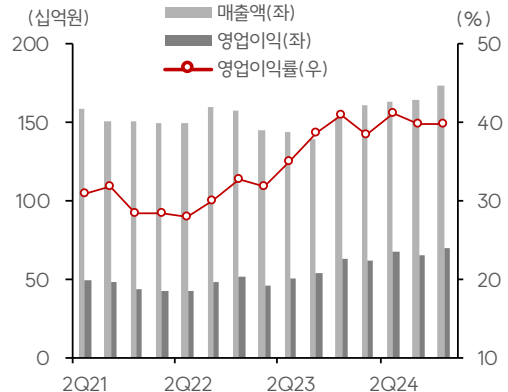
자료: 더블유게임즈, SK 증권

마케팅비 효율화 지속



자료: 더블유게임즈, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	573	583	842	1,062	1,303
현금및현금성자산	303	298	538	747	977
매출채권 및 기타채권	52	58	65	70	74
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	663	705	735	748	744
장기금융자산	8	9	10	10	11
유형자산	2	2	0	0	0
무형자산	582	636	674	687	683
<b>자산총계</b>	1,236	1,288	1,577	1,810	2,047
<b>유동부채</b>	206	62	77	81	85
단기금융부채	37	29	32	34	36
매입채무 및 기타채무	122	2	28	30	32
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	24	29	29	29	30
장기금융부채	22	21	20	20	20
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	229	91	106	110	115
<b>지배주주지분</b>	729	872	1,075	1,242	1,412
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	297	297
기타자본구성요소	-64	-62	-62	-62	-62
자기주식	-66	-64	-64	-64	-64
이익잉여금	399	531	709	876	1,045
비지배주주지분	277	325	397	458	520
<b>자본총계</b>	1,006	1,197	1,472	1,700	1,932
<b>부채와자본총계</b>	1,236	1,288	1,577	1,810	2,047

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	119	96	260	261	268
당기순이익(손실)	-221	193	253	258	265
비현금성항목등	434	43	48	49	43
유형자산감가상각비	8	8	4	0	0
무형자산상각비	5	1	4	4	4
기타	422	35	40	45	39
운전자본감소(증가)	-64	-149	-5	-2	-2
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-2	0	-4	-4
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-65	-123	-9	2	2
기타	-61	-2	-90	-117	-114
법인세납부	-31	-10	-54	-73	-75
<b>투자활동현금흐름</b>	86	-46	-32	-24	-7
금융자산의감소(증가)	87	-9	-13	-6	-7
유형자산의감소(증가)	-1	-1	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-42	-17	0
기타	-0	-36	23	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	-85	-53	2	-28	-30
단기금융부채의증가(감소)	-50	0	4	2	2
장기금융부채의증가(감소)	-7	-38	-2	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-0	0	0
배당금지급	-12	-10	0	-30	-33
기타	-16	-5	-0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	119	-4	240	209	230
기초현금	184	303	298	538	747
기말현금	303	298	538	747	977
FCF	118	95	260	261	268

자료 : 더블유게임즈, SK증권

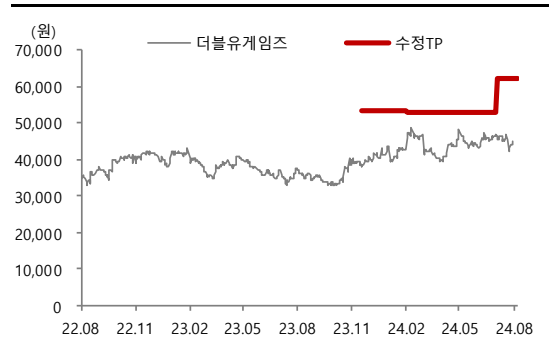
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	617	582	662	684	719
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	617	582	662	684	719
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	433	369	398	414	443
<b>영업이익</b>	184	213	263	270	276
영업이익률(%)	29.8	36.6	39.8	39.4	38.3
<b>비영업손익</b>	-476	31	60	61	64
순금융손익	9	22	20	28	36
외환관련손익	10	2	8	0	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-292	244	323	331	340
세전계속사업이익률(%)	-47.4	42.0	48.8	48.4	47.2
<b>계속사업법인세</b>	-71	51	70	73	75
<b>계속사업이익</b>	-221	193	253	258	265
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-221	193	253	258	265
순이익률(%)	-35.8	33.1	38.3	37.7	36.8
지배주주	-132	149	194	197	202
지배주주귀속 순이익률(%)	-21.4	25.6	29.4	28.8	28.1
비지배주주	-89	44	59	61	63
총포괄이익	-150	205	292	258	265
지배주주	-85	157	215	190	195
비지배주주	-65	48	77	68	70
<b>EBITDA</b>	196	222	271	274	280

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.1	-5.7	13.6	3.4	5.1
영업이익	-3.4	16.0	23.5	2.5	2.1
세전계속사업이익	적전	흑전	32.2	2.4	2.7
EBITDA	-10.0	13.1	22.2	1.1	2.0
EPS	적전	흑전	30.3	1.5	2.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-16.9	15.3	17.7	15.2	13.7
ROE	-16.8	18.6	20.0	17.0	15.3
EBITDA마진	31.8	38.1	41.0	40.1	38.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	278.3	933.4	1,097.6	1,312.1	1,528.2
부채비율	22.8	7.6	7.2	6.5	6.0
순차입금/자기자본	-44.8	-38.7	-48.9	-54.9	-60.4
EBITDA/이자비용(배)	54.0	96.6	87.6	86.3	85.3
배당성향	-7.5	11.1	15.6	16.5	16.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-6,090	6,935	9,036	9,168	9,413
BPS	36,653	43,526	52,988	60,747	68,643
CFPS	-5,521	7,339	9,407	9,368	9,606
주당 현금배당금	508	846	1,527	1,644	1,703
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-6.6	5.8	5.1	5.1	4.9
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR	-7.2	5.5	4.9	4.9	4.8
EV/EBITDA	3.5	3.3	2.4	1.8	1.1
배당수익률	1.3	2.1	3.4	3.7	3.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.16	매수	62,000원	6개월		
2024.02.15	매수	53,000원	6개월	-16.38%	-8.02%
2023.11.30	매수	53,351원	6개월	-22.99%	-18.73%
2022.10.14	매수	59,279원	6개월	-35.92%	-27.29%



**Compliance Notice**

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 14일 기준)**

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------