

Tech팀

오동환

Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유승민

Research Associate
seungmin.you@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	66,000원	37.5%
현재주가	48,000원	
시가총액	1.0조원	
Shares (float)	21,495,906주 (47.7%)	
52주 최저/최고	32,773원/48,750원	
60일-평균거래대금	38.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
더블유게임즈 (%)	19.9	20.6	20.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	17.9	6.3	9.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	66,000	60,000	10.0%
2024E EPS	7,944	7,355	8.0%
2025E EPS	8,756	7,695	13.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	61,900
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

더블유게임즈 (192080)

성장성 확보에 주주 환원도 강화

- 슈퍼네이션 인수와 달러 강세로 1분기 매출은 YoY 10.4%, 영업이익은 34% 증가.
- 공격적 마케팅 투자와 신규 카지노 앱 출시로 슈퍼네이션 매출 고성장이 이어질 것으로 예상되며, 연내 추가적인 M&A 완료로 장기 성장성을 강화할 예정
- 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 매력을 보유하고 있는 만큼 슈퍼네이션 매출 성장과 M&A 가시화 시 큰 폭의 주가 반등이 가능하다고 판단됨

WHAT'S THE STORY?

슈퍼네이션이 이끈 성장: 1분기 매출액은 슈퍼네이션 인수 효과와 달러 강세에 힘입어 YoY 10.4% 성장. 달러 기준 연결 거래액은 YoY 6.2% 증가. 이 중 더블유게임즈 거래액은 YoY 9.6% 감소하며 감소세가 지속되었으나, 더블다운인터랙티브(DDI)는 슈퍼네이션 인수에 힘입어 YoY 13.6% 성장. 기존 더블다운카지노 거래액도 기존 유저들의 높은 충성도를 기반으로 YoY 4.4% 증가. 슈퍼네이션은 월평균 매출액이 QoQ 32% 증가하며 인수 이후 전체 매출 성장을 견인. 슈퍼네이션 관련 마케팅비 증가에도 일회성 퇴직충당금 감소로 인건비가 줄어들며 전체 영업이익은 YoY 33.9% 증가하며 컨센서스를 4.5% 상회.

슈퍼네이션 공격적 투자로 고성장 지속: 올해 슈퍼네이션은 공격적으로 마케팅을 집행하며 유저 기반과 매출을 빠르게 늘린다는 전략. 인수 이전 매출 대비 40% 수준이었던 마케팅비 비중을 40% 후반까지 늘리며 한 자리대 영업 적자를 감내 중. 슈퍼네이션의 영국 아이 게이밍 시장 내 점유율이 1%도 되지 않는 만큼 공격적인 마케팅은 빠른 점유율 성장으로 이어질 전망. 2분기 4번째 신규 카지노 앱이 출시되면 매출은 한 단계 성장할 것으로 예상된다.

M&A 통한 성장 동력 확보 진행 중: 회사는 보유 중인 자사주와 현금을 활용한 M&A로 신규 성장 동력을 확보할 예정. 현재 인수 검토 단계에 있으며 연내 달이 마무리될 것으로 예상된다. 기존 비즈니스와 시너지를 가지고 재무적으로도 기여할 수 있는 기업을 인수할 경우 현재 밸류에이션 디스카운트를 해소할 수 있을 전망이다.

매력적 밸류에이션 부각: 슈퍼네이션의 빠른 매출 성장을 반영하여 24년 영업이익 추정치를 7.3% 상향하고, 목표주가가 기존 60,000원에서 66,000원 10% 상향 조정함. 현재 더블유게임즈의 P/E는 6.0배로 글로벌 소셜카지노 기업 중 가장 낮은 수준이며, 5천억원의 보유 순현금을 감안 시 밸류에이션 매력은 더욱 높은 상황. 슈퍼네이션 인수와 추가적인 M&A로 장기 성장성이 강화되고 있고, 신규 현금 배당과 자사주 소각 정책 발표로 주주 환원도 강화된 만큼 밸류에이션 디스카운트는 충분히 해소가 가능하다고 판단됨.

분기 실적

(십억원)	1Q24	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	160.5	10.4	4.6	-2.1	3.9
영업이익	61.7	33.9	-1.8	-0.9	4.5
세전이익	76.2	26.0	24.9	15.7	13.5
순이익	60.4	21.3	27.5	19.2	17.9
이익률 (%)					
영업이익	38.4				
세전이익	47.5				
순이익	37.6				

자료: 더블유게임즈, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2023	2024E	2025E
Valuation (배)			
P/E	6.1	6.0	5.5
P/B	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	3.2	2.4
Div yield (%)	2.1	1.9	3.8
EPS 증가율 (%)	539.7	19.7	10.2
ROE (%)	18.6	18.2	16.9
주당지표 (원)			
EPS	6,638	7,944	8,756
BVPS	44,632	51,810	60,630
DPS	846	931	1,819

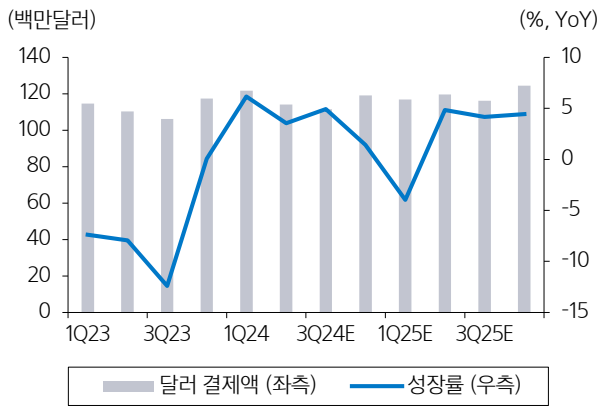
1Q24 Review

(십억원)	1Q24			차이 (%)		1Q23	4Q23	증감 (%)	
	실적	삼성	컨센서스	삼성	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	160.5	164.0	154.4	(2.1)	3.9	145.3	153.5	10.4	4.6
더블유게임즈	43.4	45.4		(4.5)		46.3	43.8	(6.3)	(1.1)
더블다운인터랙티브	117.1	109.8		6.6		99.0	109.6	18.3	6.8
슈퍼네이션	11.1	8.7		26.3		0.0	5.6	n/a	98.6
영업비용	98.8	101.8		(2.9)		99.2	90.6	(0.4)	9.0
인건비 및 복리후생비	19.2	22.7		(15.6)		18.2	21.9	5.3	(12.4)
광고선전비	21.0	17.0		23.8		28.2	15.3	(25.5)	37.5
지급수수료	51.7	56.3		(8.2)		50.1	48.2	3.2	7.2
기타	6.9	5.7		20.9		2.7	5.2	156.7	31.8
영업이익	61.7	62.2	59.0	(0.9)	4.5	46.1	62.8	33.9	(1.8)
세전이익	76.2	65.9	67.1	15.7	13.5	60.4	61.0	26.0	24.9
당기순이익	60.4	50.7	51.3	19.2	17.9	49.8	47.4	21.3	27.5
지배주주순이익	47.1	39.0	40.6	20.7	16.1	39.3	36.2	19.8	30.3
이익률 (%)									
영업이익률	38.4	37.9	38.2			31.7	40.9		
세전이익률	47.5	40.2	43.5			41.6	39.7		
순이익률	37.7	30.9	33.2			34.3	30.9		
지배주주순이익률	29.4	23.8	26.3			27.1	23.6		

참고: KIFRS 연결기준

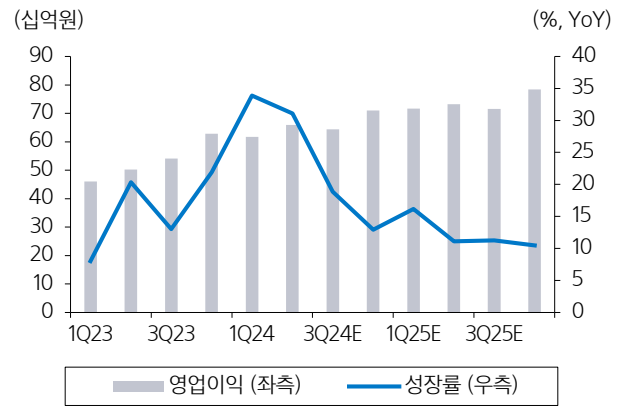
자료: 더블유게임즈, 와이즈에프엔, 삼성증권 추정

연결 기준 달러 결제액 추이



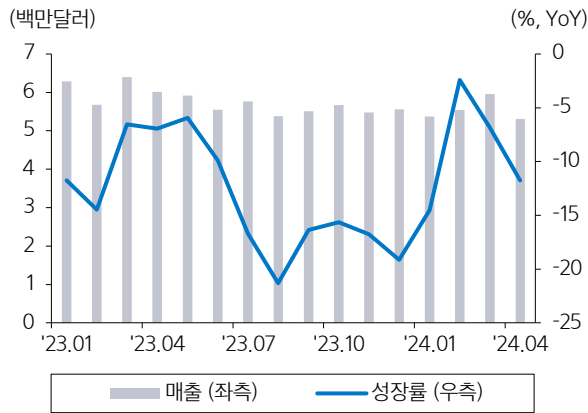
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



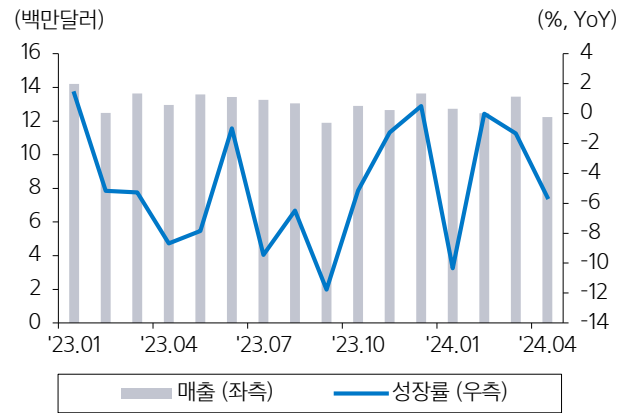
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

더블유게임즈 별도 월매출 추정액



자료: 센서타워, 삼성증권

더블다운인터랙티브 월매출 추정액



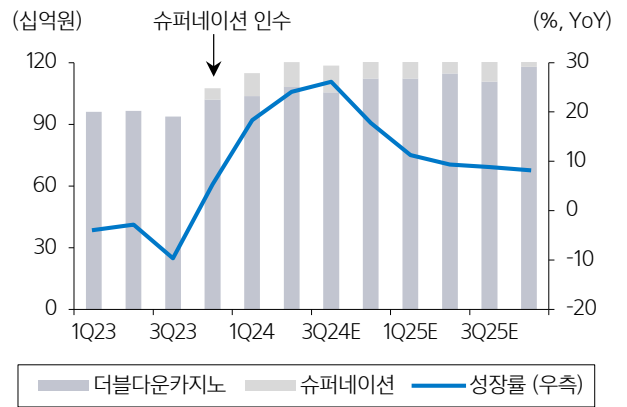
자료: 센서타워, 삼성증권

더블유게임즈 게임별 매출 추이



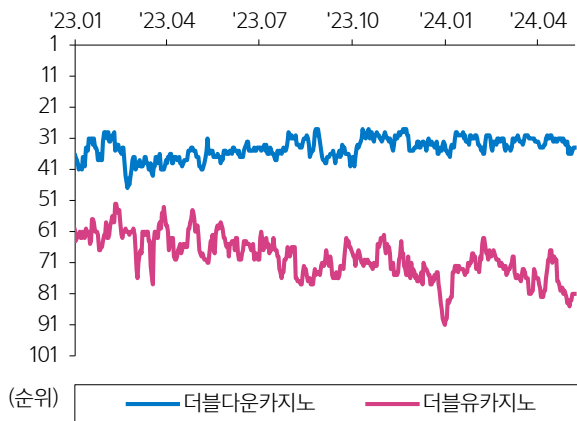
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

더블다운인터랙티브 게임별 매출 추이



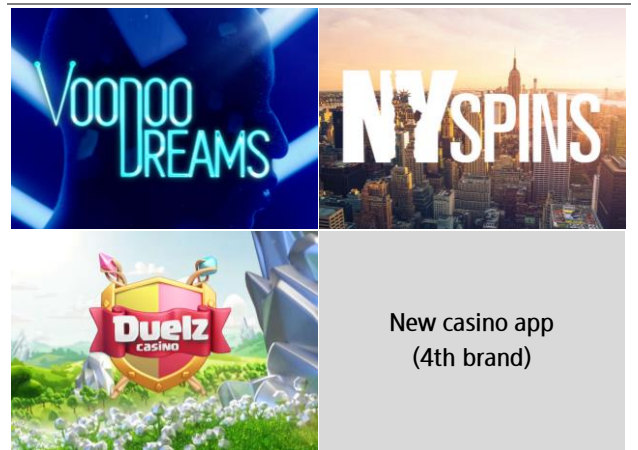
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

더블유카지노 및 더블다운카지노 미국 게임 매출 순위



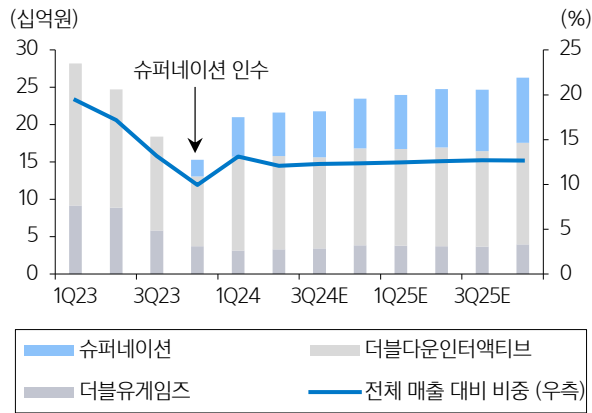
자료: 센서타워, 삼성증권

SuprNation 2Q24 신규 카지노 앱 출시 예정



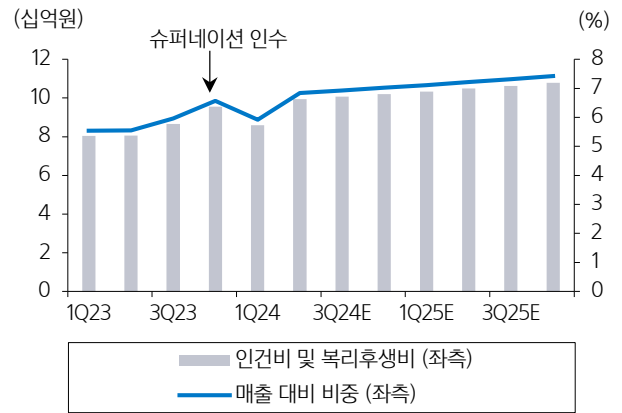
자료: 슈퍼네이션, 삼성증권

매출 대비 마케팅비용 추이



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

신사업 진출에도 인건비 유지



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% 특별배당 재원 추가	

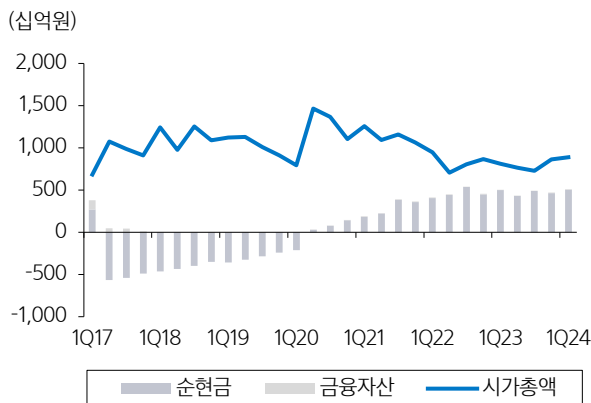
자료: 더블유게임즈, 삼성증권

신규 자기주식 정책 (2025년, 2026년)

구분	내용
자기주식 매입	매년 직전사업연도 총 현금배당금의 1~3배 규모 자기주식 매입 (회사의 연결 기준 매출 성과에 따라 자기주식 매입 예산 설정)
자기주식 소각	매년 직전사업연도 발행주식총수의 1~2% 소각 (회사의 연결 기준 매출 성과에 따라 소각 규모 설정)
자기주식 특별소각	2024년 말까지 자기주식을 활용한 M&A/투자 관련 공시가 없을 경우 현재 보유하고 있는 자기주식의 50% 소각 진행

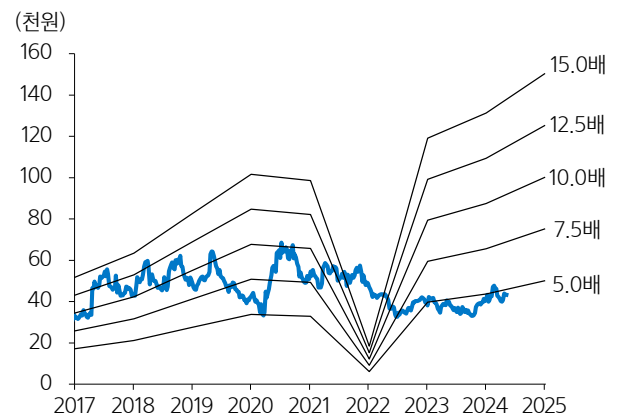
자료: 더블유게임즈, 삼성증권

순현금 및 시가총액 추이



자료: Qunatiwise, 삼성증권

더블유게임즈 P/E 밴드



자료: Qunatiwise, 삼성증권 추정

더블유게임즈 밸류에이션

	(원)
2024년 예상 EPS	7,944
목표 P/E *	8.3
적정 주가	66,218
목표주가	66,000
현재 주가	48,000
상승 여력 (%)	37.5

참고: 5월 13일 종가 기준; * 국내의 소셜카지노 기업들의 24년 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 35% 할인 적용
자료: 삼성증권 추정

국내외 소셜카지노 게임 기업 P/E valuation

(배)	2024E	2025E
NHN	12.0	10.0
네오위즈	14.7	9.4
Playtika	11.8	11.1
평균	12.8	10.2
할인율 (%)	-35%	-35%
목표 P/E	8.3	6.6

참고: 5월 13일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	178.8	177.1	190.3	192.5	196.6	194.5	207.7
더블유게임즈	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	44.0	43.3	46.7	46.6	45.6	44.7	48.7
더블다운인터랙티브	99.0	98.9	95.7	109.6	117.1	122.7	120.7	129.1	130.3	134.1	131.4	139.7
슈퍼네이션				5.6	11.1	12.1	13.1	14.5	15.7	17.0	18.3	19.3
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	112.9	112.8	119.3	120.9	123.4	122.9	129.4
인건비 및 복리후생비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	22.1	22.4	22.6	22.9	23.2	23.4	23.7
광고선전비	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	21.6	21.8	23.5	24.0	24.8	24.7	26.3
지급수수료	50.1	48.6	46.4	48.2	51.7	62.2	61.6	66.1	66.8	68.2	67.4	71.8
기타	2.7	2.6	2.7	5.2	6.9	7.0	7.0	7.1	7.2	7.3	7.4	7.5
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	65.9	64.3	71.0	71.6	73.2	71.5	78.4
세전이익	60.4	57.7	65.2	61.0	76.2	69.7	66.7	74.8	76.8	77.8	75.8	83.1
당기순이익	49.8	44.4	51.3	47.4	60.4	53.0	50.7	56.9	59.0	59.3	57.8	63.4
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	36.2	47.1	41.3	39.5	44.4	46.0	46.3	45.1	49.5
수정 EPS (원)*	1,399	1,685	1,684	1,860	1,918	1,962	1,933	2,130	2,140	2,152	2,096	2,373
이익률 (%)												
영업이익률	31.7	34.9	38.8	40.9	38.4	36.9	36.3	37.3	37.2	37.2	36.8	37.7
세전이익률	41.6	40.1	46.7	39.7	47.5	39.0	37.7	39.3	39.9	39.6	39.0	40.0
순이익률	34.3	30.8	36.7	30.9	37.7	29.6	28.6	29.9	30.6	30.2	29.7	30.5
지배주주순이익률	27.1	23.6	28.4	23.6	29.4	23.1	22.3	23.3	23.9	23.5	23.2	23.8

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

더블유게임즈 연간 수익 추정 변경

(십억원)	2024E			2025E			2026E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	654.5	706.7	8.0	690.6	791.4	14.6	731.2	868.1	18.7
더블유게임즈	182.8	177.3	(3.0)	188.6	185.6	(1.6)	196.2	193.5	(1.4)
더블다운인터랙티브	432.6	489.6	13.2	452.6	535.5	18.3	473.5	584.5	23.4
슈퍼네이션	39.1	50.8	29.8	49.4	70.3	42.4	61.5	90.2	46.7
영업비용	409.5	443.8	8.4	431.3	496.6	15.1	455.6	539.4	18.4
인건비 및 복리후생비	92.6	86.3	(6.8)	97.0	93.2	(3.9)	101.7	97.7	(3.9)
광고선전비	69.6	87.9	26.3	75.5	99.8	32.1	82.2	111.1	35.1
지급수수료	224.1	241.6	7.8	234.4	274.1	16.9	246.1	299.4	21.7
기타	23.2	28.0	20.9	24.4	29.5	21.1	25.7	31.2	21.3
영업이익	245.0	262.9	7.3	259.2	294.8	13.7	260.6	328.7	26.1
세전이익	259.8	287.5	10.6	279.0	313.5	12.4	288.4	355.4	23.3
당기순이익	200.1	221.0	10.5	214.8	239.5	11.5	222.1	271.4	22.2
지배주주순이익	154.1	172.4	11.9	165.4	186.8	12.9	171.0	211.6	23.8
수정 EPS (원)*	7,355	7,944	8.0	7,695	8,756	13.8	7,954	10,020	26.0
이익률 (%)									
영업이익률	37.4	37.2		37.5	37.2		35.6	37.9	
세전이익률	39.7	40.7		40.4	39.6		39.4	40.9	
순이익률	30.6	31.3		31.1	30.3		30.4	31.3	
지배주주순이익률	23.5	24.4		24.0	23.6		23.4	24.4	

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

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	617	582	707	791	868
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	707	791	868
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	433	369	444	497	539
영업이익	184	213	263	295	329
(영업이익률, %)	29.8	36.6	37.2	37.2	37.9
영업외손익	-476	31	25	19	27
금융수익	30	50	58	61	71
금융비용	16	18	33	42	44
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-490	-0	-0	-0	-0
세전이익	-292	244	287	313	355
법인세	-71	51	66	74	84
(법인세율, %)	24.4	21.1	23.1	23.6	23.7
계속사업이익	-221	193	221	240	271
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-221	193	221	240	271
(순이익률, %)	-35.8	33.1	31.3	30.3	31.3
지배주주순이익	-132	149	172	187	212
비지배주주순이익	-89	44	49	53	60
EBITDA	196	222	276	308	342
(EBITDA 이익률, %)	31.8	38.1	39.1	39.0	39.4
EPS (지배주주)	-6,090	6,915	8,019	8,756	10,020
EPS (연결기준)	-10,181	8,948	10,282	11,227	12,848
수정 EPS (원)*	1,038	6,638	7,944	8,756	10,020

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	119	96	223	257	289
당기순이익	-221	193	221	240	271
현금유출이없는 비용 및 수익	434	43	65	66	68
유형자산 감가상각비	8	8	9	9	9
무형자산 상각비	5	1	5	5	5
기타	422	35	51	52	55
영업활동 자산부채 변동	-64	-149	-18	-4	-5
투자활동에서의 현금흐름	86	-46	-36	-32	-36
유형자산 증감	-1	-1	-9	-9	-9
장단기금융자산의 증감	-100	13	-15	-10	-13
기타	187	-58	-12	-13	-14
재무활동에서의 현금흐름	-85	-53	-14	-34	-53
차입금의 증가(감소)	-55	-10	2	1	1
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-12	-10	-17	-18	-35
기타	-18	-33	0	-17	-18
현금증감	119	-4	173	191	200
기초현금	184	303	298	472	663
기말현금	303	298	472	663	863
Gross cash flow	213	236	286	305	340
Free cash flow	118	95	214	248	279

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	573	583	784	992	1,214
현금 및 현금등가물	303	298	472	663	863
매출채권	51	56	67	74	82
재고자산	0	0	0	0	0
기타	218	228	245	255	269
비유동자산	663	705	707	708	709
투자자산	4	7	7	8	8
유형자산	2	2	2	3	3
무형자산	582	636	637	637	637
기타	74	60	60	60	60
자산총계	1,236	1,288	1,491	1,700	1,923
유동부채	206	62	59	62	67
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	206	62	59	62	67
비유동부채	24	29	31	31	33
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	4	29	31	31	33
부채총계	229	91	89	94	100
지배주주지분	729	872	1,027	1,179	1,337
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	399	531	687	846	1,013
기타	23	33	33	26	16
비지배주주지분	277	325	374	427	486
자본총계	1,006	1,197	1,401	1,606	1,823
순부채	-347	-336	-522	-721	-932

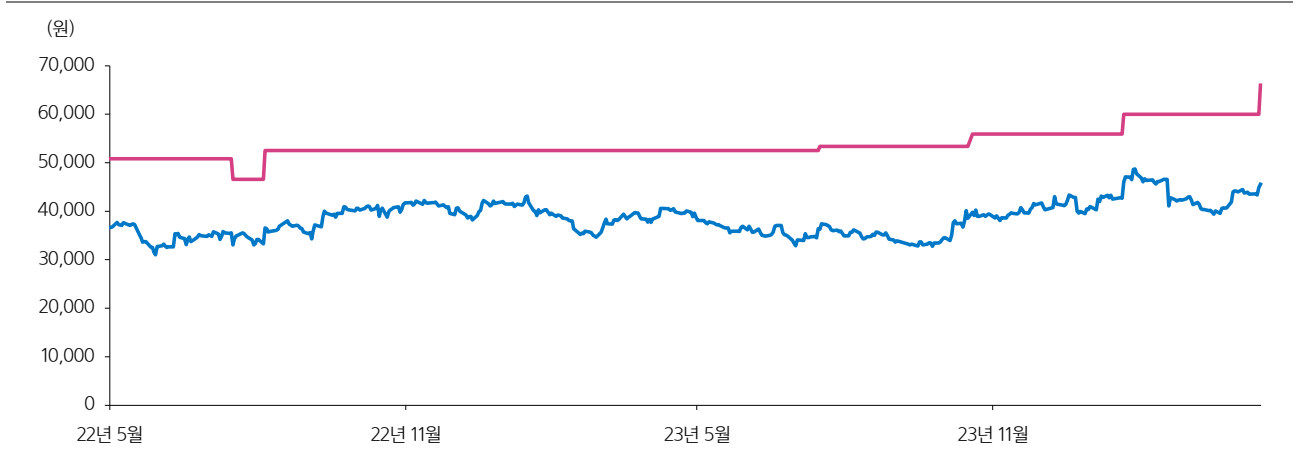
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	-1.1	-5.7	21.4	12.0	9.7
영업이익	-3.4	16.0	23.2	12.1	11.5
순이익	적전	흑전	14.6	8.4	13.3
수정 EPS**	-81.3	539.7	19.7	10.2	14.4
주당지표					
EPS (지배주주)	-6,090	6,915	8,019	8,756	10,020
EPS (연결기준)	-10,181	8,948	10,282	11,227	12,848
수정 EPS**	1,038	6,638	7,944	8,756	10,020
BPS	37,132	44,632	51,810	60,630	70,281
DPS (보통주)	508	846	931	1,819	2,216
Valuations (배)					
P/E***	38.6	6.1	6.0	5.5	4.8
P/B***	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.8	3.2	2.4	1.7
비율					
ROE (%)	-16.8	18.6	18.2	16.9	16.8
ROA (%)	-16.9	15.3	15.9	15.0	15.0
ROIC (%)	20.8	28.1	28.1	30.8	34.0
배당성향 (%)	-7.5	11.1	10.7	18.9	19.9
배당수익률 (보통주, %)	1.3	2.1	1.9	3.8	4.6
순부채비율 (%)	-34.4	-28.1	-37.2	-44.9	-51.1
이자보상배율 (배)	50.6	92.8	90.7	99.1	108.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 5월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 5월 13일 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 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/5/11	8/10	8/30	2023/8/10	11/13	2024/1/19	2/15	5/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	50810	46576	52504	53351	55891	55891	60000	66000
과리율 (평균)	-31.07	-26.32	-26.59	-34.11	-28.01	-25.05	-27.29	
과리율 (최대/최소)	-25.83	-23.64	-17.90	-24.84	-22.42	-22.53	-18.75	

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / 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