

# 더블유게임즈 (192080/KS)

성장성만 확보된다면 최고

SK증권 리서치센터

## 매수(신규편입)

목표주가: 63,000 원(신규편입)  
 현재주가: 45,500 원  
 상승여력: 38.5%



Analyst  
**남효지**

hjn@sk.com  
 3773-9288

### Company Data

발행주식수	1,819 만주
시가총액	828 십억원
주요주주	
김기람(외6)	43.86%
자사주	9.15%

### Stock Data

주가(23/11/29)	45,500 원
KOSPI	2,519.81pt
52주 최고가	50,900 원
52주 최저가	38,700 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 안정적 캐쉬카우 + 비용 통제로 분기 최대 실적 기록 중

더블유게임즈는 더블다운카지노, 더블유카지노 등의 소셜카지노 게임을 웹과 모바일에서 제공하는 업체이다. 3Q23 기준 게임별 매출 비중은 더블다운카지노 67.2%, 더블유카지노 30.0%, 기타 2.9%고, 모바일 플랫폼에서 약 83%의 매출이 발생하고 있다. 메인 시장은 미국으로 시장 점유율은 6% 수준이다. 작년 연간 매출 중 약 90%가 기존 유저에서 발생, 유저 락인과 신규 유저 유입을 위한 마케팅 활동이 중요하게 작용한다. 22년 매출대비 마케팅비 비중 21.9%에서 3Q23 누적 16.6%로 하락, 최근 마케팅 채널을 효율적으로 배분하며 비용을 통제하고 있다. 내년에도 마케팅비 비중은 14.9%로 최적화 작업을 통한 마케팅비 감소 추세는 지속될 것으로 전망한다.

## SuperNation 인수를 통한 iGaming 사업 진출

10 월 말 온라인 카지노 사업자 SuperNation 인수를 완료했다. 현재 영국, 스웨덴, 몰타에서 라이선스를 보유하고 있고 당분간은 기존 시장에서의 입지를 높일 계획이다. SuperNation 의 작년 매출은 327 억원, 인수 후 더블유게임즈와 마케팅 확대, 모바일 서비스 제공으로 향후 2~3 년간 매출은 두 배 이상 성장할 것으로 예상하고, 더블유게임즈는 B2B 사업 확장을 통한 로열티 수익 증가가 예상된다.

## 목표주가 6.3 만원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

10 월 유저 리텐션이 상승했고 추수감사절, 크리스마스 등 이벤트 프로모션과 함께 연말 성수기에 진입하며 4 분기는 매출 반등이 예상된다. SuperNation 인수 효과 약 50 억원이 더해져 4Q23 매출액은 1,537 억원(-2.6% YoY), 영업이익은 마케팅 증가, 인수 관련 자문료 발생 등에도 불구하고 전분기대비 성장한 549 억원으로 전망한다. 24 년 영업이익은 2,243 억원(+9.3%), OPM 36.0%로 성장 지속한다. 인수 후에도 현금 약 4 천억원을 보유하고 있어 추가적인 M&A 를 통한 성장이 기대된다. Target multiple 6.9 배를 적용해 목표주가 63,000 원으로 산출, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 안정적인 실적, 12mf P/E 5.1배로 peer 대비 낮은 밸류에이션이 매력적이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	658	624	617	583	623	656
영업이익	십억원	194	190	184	205	224	235
순이익(지배주주)	십억원	112	125	-132	154	166	175
EPS	원	6,112	6,828	-7,196	8,447	9,147	9,604
PER	배	9.8	8.5	-6.6	5.5	5.0	4.8
PBR	배	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	5.1	4.8	3.5	2.5	1.7	0.9
ROE	%	16.9	16.5	-16.8	18.8	17.0	15.4

목표주가 산출

구분	내용
2024년 지배주주지분 순이익(십억원)	166.4
Target P/E	6.9x
목표 시총(십억원)	1,148.2
주식 수(천 주)	18,190.8
적정 주가(원)	63,117
목표 주가(원)	63,000
현재 주가(원)	45,500
상승 여력	38.5%

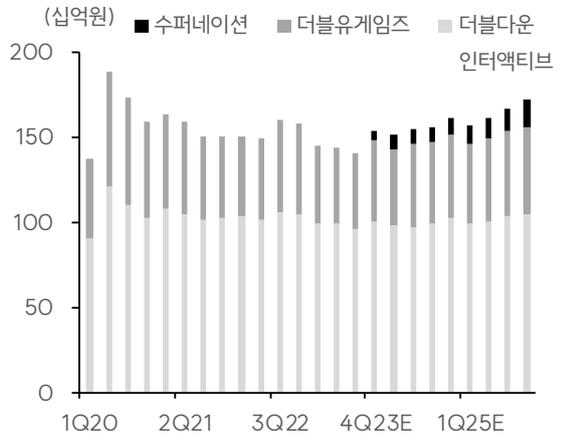
자료: SK증권

수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.7	151.2	154.7	156.0	161.2	617.3	582.5	623.1
DDI	99.0	98.9	95.7	100.7	97.9	97.5	99.4	102.6	414.8	394.3	397.4
DUG	46.3	45.1	44.6	47.4	45.0	48.6	47.9	49.2	202.5	183.4	190.7
슈퍼네이션				5.5	8.3	8.7	8.7	9.4	32.7	5.5	35.0
영업비용	99.2	93.7	85.5	98.8	95.8	99.1	100.0	103.9	433.4	377.2	398.8
인건비	18.2	17.8	18.0	18.9	18.4	19.6	20.1	22.6	70.7	73.0	80.8
마케팅비	28.2	24.7	18.4	22.2	21.8	22.9	23.3	24.8	135.1	93.5	92.8
플랫폼 수수료	41.6	41.4	40.1	45.2	44.0	45.3	45.6	45.2	183.3	168.2	180.1
로열티	2.6	2.5	2.0	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	9.1	9.6	9.7
기타운영비	6.7	5.4	5.1	7.6	6.5	6.2	6.1	6.0	23.0	24.7	24.8
유무형상각비	1.9	1.9	1.9	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8	12.3	8.2	10.7
영업이익	46.1	50.3	54.1	54.9	55.5	55.6	56.0	57.3	183.9	205.3	224.3
영업이익률	31.7%	34.9%	38.8%	35.7%	36.7%	36.0%	35.9%	35.5%	29.8%	35.2%	36.0%
순이익	49.8	44.4	51.3	52.8	53.1	53.4	53.8	55.1	-221.1	198.3	215.4
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	40.8	41.0	41.3	41.5	42.6	-132.2	153.7	166.4
YoY growth rate											
매출액	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-2.6%	4.1%	7.5%	11.7%	4.9%	-1.1%	-5.6%	7.0%
DDI	-3.9%	-2.8%	-9.7%	-3.2%	-1.1%	-1.4%	3.8%	1.8%	-0.2%	-4.9%	0.8%
DUG	-1.2%	-5.9%	-17.4%	-11.7%	-2.9%	7.8%	7.4%	3.8%	-2.8%	-9.4%	4.0%
슈퍼네이션								70.1%	0.0%	-83.2%	537.2%
영업비용	-7.5%	-13.2%	-23.7%	-7.0%	-3.5%	5.8%	17.0%	5.1%	-0.1%	-13.0%	5.7%
인건비	5.9%	1.5%	-0.4%	6.2%	1.1%	10.1%	11.4%	19.6%	19.6%	3.3%	10.6%
마케팅비	-15.0%	-26.0%	-47.7%	-33.5%	-22.6%	-7.4%	26.5%	11.9%	6.7%	-30.8%	-0.7%
플랫폼 수수료	-6.3%	-7.3%	-15.6%	-3.6%	5.9%	9.5%	13.6%	0.1%	-1.1%	-8.2%	7.1%
로열티	19.5%	14.5%	-20.4%	14.6%	-5.7%	-1.1%	17.1%	-3.0%	-28.8%	6.0%	1.0%
기타운영비	14.9%	-15.7%	-24.7%	87.9%	-4.1%	15.1%	20.6%	-20.4%	3.5%	7.7%	0.1%
유무형상각비	-57.2%	-48.5%	-6.6%	20.7%	34.9%	37.6%	38.2%	12.2%	-55.4%	-33.2%	29.5%
영업이익	8.0%	20.3%	13.0%	6.4%	20.4%	10.7%	3.4%	4.4%	-3.4%	11.7%	9.3%
영업이익률	3.3%	7.0%	8.8%	3.0%	5.0%	1.0%	-2.9%	-0.2%	1.7%	5.2%	6.5%
순이익	50.1%	-213.7%	-884.5%	-125.3%	6.6%	20.3%	4.8%	4.5%	-241.5%	-189.7%	8.7%

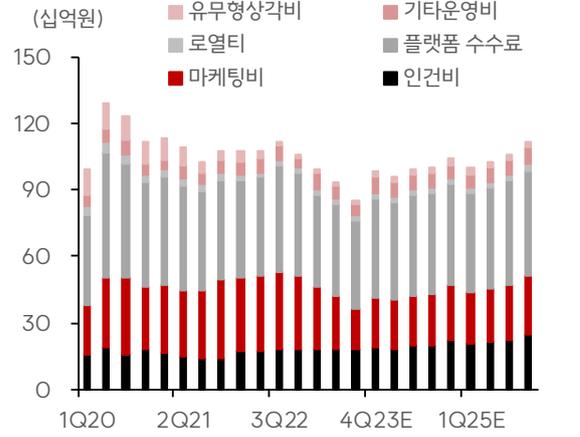
자료: 더블유게임즈, SK증권

매출액 추이



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

영업비용 추이



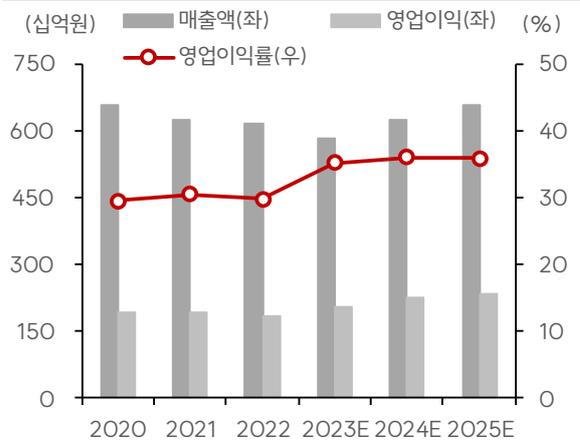
자료 : 더블유게임즈, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	528	573	744	953	1,172
현금및현금성자산	184	303	567	767	976
매출채권 및 기타채권	43	52	50	53	56
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	854	663	718	723	732
장기금융자산	9	8	7	7	8
유형자산	1	2	1	0	0
무형자산	827	582	665	672	680
<b>자산총계</b>	1,382	1,236	1,462	1,676	1,904
<b>유동부채</b>	103	206	202	211	225
단기금융부채	56	37	36	38	41
매입채무 및 기타채무	1	122	154	162	173
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	95	24	22	22	22
장기금융부채	59	22	20	20	20
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	197	229	223	233	247
<b>지배주주지분</b>	843	729	901	1,057	1,219
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	298	298	298	298	298
기타자본구성요소	-48	-64	-62	-62	-62
자기주식	-50	-66	-64	-64	-64
이익잉여금	543	399	536	691	854
비지배주주지분	342	277	338	387	438
<b>자본총계</b>	1,185	1,006	1,239	1,443	1,657
<b>부채외자본총계</b>	1,382	1,236	1,462	1,676	1,904

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	190	118	228	230	242
당기순이익(손실)	156	-221	198	215	226
비현금성항목등	69	434	33	37	30
유형자산감가상각비	7	8	7	1	0
무형자산상각비	20	5	2	9	8
기타	41	422	24	28	21
운전자본감소(증가)	2	-64	11	5	8
매출채권및기타채권의감소(증가)	6	-5	17	-2	-4
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-65	6	8	11
기타	-5	6	-11	0	0
법인세납부	-36	-31	-22	-59	-61
<b>투자활동현금흐름</b>	-184	89	49	-20	-24
금융자산의감소(증가)	-183	87	89	-5	-7
유형자산의감소(증가)	-1	-1	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-85	-15	-17
기타	0	3	45	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	85	-71	-14	-9	-9
단기금융부채의증가(감소)	49	-50	4	2	3
장기금융부채의증가(감소)	43	-7	-6	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-12	-10	-11	-12
기타	-1	-2	-1	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	124	119	264	201	209
기초현금	60	184	303	567	767
기말현금	184	303	567	767	976
FCF	190	117	227	230	242

자료 : 더블유게임즈, SK증권

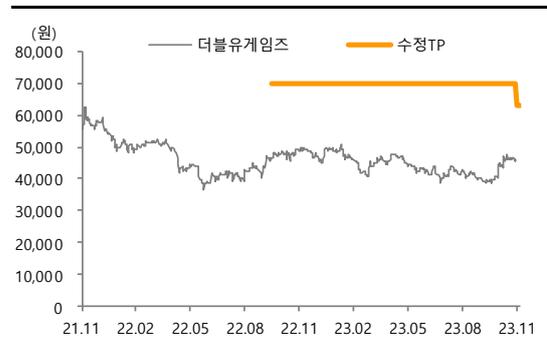
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	624	617	583	623	656
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	624	617	583	623	656
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	434	433	377	399	421
<b>영업이익</b>	190	184	205	224	235
영업이익률(%)	30.5	29.8	35.2	36.0	35.9
<b>비영업손익</b>	7	-476	45	50	52
순금융손익	0	9	23	31	40
외환관련손익	6	10	13	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	198	-292	250	274	288
세전계속사업이익률(%)	31.7	-47.4	43.0	44.0	43.8
<b>계속사업법인세</b>	42	-71	52	59	61
<b>계속사업이익</b>	156	-221	198	215	226
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세외과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	156	-221	198	215	226
순이익률(%)	25.0	-35.8	34.0	34.6	34.5
지배주주	125	-132	154	166	175
지배주주귀속 순이익률(%)	20.1	-21.4	26.4	26.7	26.6
비지배주주	31	-89	45	49	51
총포괄이익	231	-150	247	215	226
지배주주	175	-85	185	160	168
비지배주주	56	-65	62	55	58
<b>EBITDA</b>	218	196	214	234	244

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-5.2	-1.1	-5.6	7.0	5.3
영업이익	-2.0	-3.4	11.7	9.3	4.9
세전계속사업이익	17.0	적전	흑전	9.4	5.0
EBITDA	-8.7	-10.0	9.2	9.1	4.3
EPS	11.7	적전	흑전	8.3	5.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	13.0	-16.9	14.7	13.7	12.6
ROE	16.5	-16.8	18.8	17.0	15.4
EBITDA마진	34.9	31.8	36.8	37.5	37.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	514.9	278.3	369.4	451.3	521.3
부채비율	16.6	22.8	18.0	16.1	14.9
순차입금/자기자본	-30.4	-44.8	-51.2	-58.1	-63.4
EBITDA/이자비용(배)	137.0	54.0	104.2	113.3	114.4
배당성향	9.5	-7.5	7.2	7.2	7.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,828	-7,196	8,447	9,147	9,604
BPS	48,579	43,312	53,065	61,604	70,553
CFPS	8,333	-6,524	8,934	9,662	10,070
주당 현금배당금	700	600	670	720	750
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	8.5	-6.6	5.5	5.0	4.8
PBR	1.2	1.1	0.9	0.7	0.7
PCR	6.9	-7.2	5.2	4.8	4.6
EV/EBITDA	4.8	3.5	2.5	1.7	0.9
배당수익률	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.30	매수	63,000원	6개월		
2022.10.14	매수	70,000원	6개월	-35.92%	-27.29%
2021.02.02	매수	85,000원	6개월	-35.38%	-13.65%



### 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 (2023년 11월 30일 기준)

매수	93.85%	중립	6.15%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------