2024-02-15

더블유게임즈 (192080/KS)

마케팅비를 이렇게까지 줄여도 성장한다고…?

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 53,000 원(유지)
현재주가: 42,700 원
상승여력: 24.1%

4Q23 Review: 600 억대 영업이익 첫 진입

매출액 1,535 억원(-2.7% YoY, 이하 동일), 영업이익 628 억원(+21.9%), 지배주주순이익 357 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 553 억원을 상회했다. 금번 실적에는 신규 인수한 수퍼네이션의 실적 2 개월치(매출 56 억원, 이익 BEP)가 반영되었다.

소셜 카지노 매출은 1,437 억원으로 시장 성장이 둔화되고 있어 전년대비 역성장(-5.7%)은 불가피했지만 성수기 효과와 효율적인 운영에 힘입어 전분기대비로는 +6.0% 성장하며 시장 성장률(-1.1%)을 상회했다. 심지어 마케팅비(153 억원)는 54.1% 감소, 소셜 카지노 관련 비용은 전년동기대비 절반 수준에도 못 미치는 129 억원을 집행했음에도 전분기대비 성장했다.

더 성장할 수 있다

최근 5 개분기 동안 지속 마케팅비를 줄이고 있음에도 충분한 매출 효율이 나오고 있고, 현 수준의 비용 집행으로 안정적 성장이 가능함을 확인했다. 올해도 마케팅 채널 최적화를 통한 마케팅비 통제 기조가 계속될 것으로 예상하고 이에 따라 전체 매출 성장은 +5.9% 수준으로 예상하나 영업이익은 +12.5% 성장한 2,400 억원으로 전망한다. 올해 수퍼네이션은 마케팅 확대, 상반기 신규 모바일 앱 론칭을 통해 매출액 352억원을 기록할 것으로 예상한다. 캐주얼 게임 2 종, 소셜 카지노 신작도 대기 중이다.

매출 증대에 진심

사업 확장에도 적극적이다. 현금 약 4 천억원을 보유하고 있어 연내 2 천억원 수준의 투자를 진행할 계획, 인수 성공 시 추가적인 inorganic 이익 성장도 기대할 수 있다.

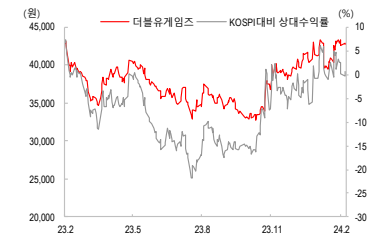
금번에 상장 이후 최대 규모 배당을 진행했고, 신규 배당 정책(영업이익-> EBITDA 기준 산정 + 특별 배당)을 수립함으로써 향후 배당액도 증가할 것으로 예상한다. 현 주가 기준 12MF P/E 5.1 배로 성장성만 확인된다면 부족한 것이 없다. 1/3 무상증자(1:0.2)를 반영한 목표주가는 53,351 원으로 천원 단위를 절사해 동사에 대한 목표주가를 53,000 원으로 수정 제시한다.

Analyst
남효지
hjnam@sks.co.kr
3773-9288

Company Data	
발행주식수	2,150 만주
시가총액	918 십억원
주요주주	
김가람(외6)	44.54%
자사주	7.75%

Stock Data	
주가(24/02/14)	42,700 원
KOSPI	2,620.42 pt
52주 최고가	43,358 원
52주 최저가	32,773 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

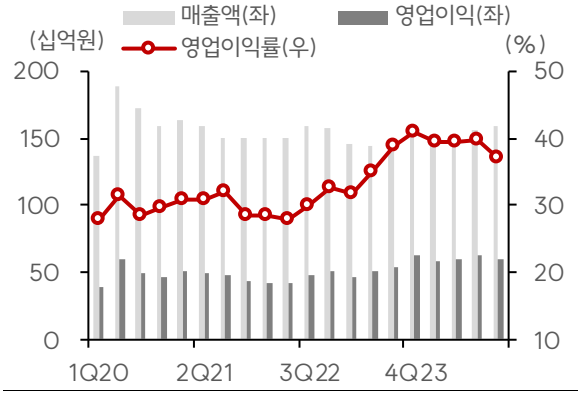
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	658	624	617	582	617	646
영업이익	십억원	194	190	184	213	240	253
순이익(지배주주)	십억원	112	125	-132	149	163	172
EPS	원	5,172	5,778	-6,090	6,912	7,575	7,984
PER	배	9.9	8.5	-6.6	5.8	5.6	5.3
PBR	배	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.1	4.8	3.5	2.6	1.4	0.8
ROE	%	16.9	16.5	-16.8	18.3	16.8	15.4

더블유게임즈 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	149.5	151.6	156.1	159.5	617.3	582.3	616.7
DDC	96.1	96.6	93.8	102.0	96.8	97.8	97.5	103.1	307.1	404.2	401.0
DUC	44.2	43.0	41.8	41.7	40.5	41.2	43.8	40.4	178.4	220.7	196.8
수퍼네이션	-	-	-	5.6	8.3	8.7	8.7	9.5	32.7	5.6	35.2
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	90.7	91.8	93.9	100.3	433.4	369.0	376.7
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.0	19.6	20.2	23.4	70.7	76.0	82.2
마케팅비	28.2	24.7	18.4	15.3	17.1	17.4	18.6	21.0	135.1	86.6	74.0
플랫폼 수수료	41.6	41.4	40.1	43.0	43.1	43.5	43.3	43.7	183.3	166.0	173.6
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	2.2	2.2	2.4	2.5	9.1	7.7	9.3
기타운영비	6.7	5.4	5.1	6.9	6.1	5.8	6.1	6.2	23.0	24.1	24.1
유무형상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.3	3.4	3.5	12.3	8.7	13.5
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	58.8	59.8	62.1	59.2	183.9	213.3	240.0
영업이익률	*31.7%*	*34.9%*	*38.8%*	*40.9%*	*39.4%*	*39.5%*	*39.8%*	*37.1%*	*29.8%*	*36.6%*	*38.9%*
순이익	49.8	44.4	51.3	46.7	51.6	52.4	54.4	52.3	-221.1	192.2	210.7
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	39.9	40.5	42.0	40.4	-132.2	148.6	162.8
YoY growth rate											
매출액	*-3.1%*	*-3.8%*	*-12.7%*	*-2.7%*	*2.9%*	*5.3%*	*11.8%*	*3.9%*	*-1.1%*	*-5.7%*	*5.9%*
DDC	*-3.3%*	*-1.6%*	*-8.4%*	*0.9%*	*0.8%*	*1.2%*	*3.9%*	*1.1%*	*8.0%*	*31.6%*	*-0.8%*
DUC	*-0.3%*	*-5.6%*	*-18.8%*	*-18.7%*	*-8.3%*	*-4.1%*	*4.7%*	*-3.2%*	*3.0%*	*23.7%*	*-10.8%*
수퍼네이션	-	-	-	-	-	-	-	*71.4%*	-	-	*533.1%*
영업비용	*-7.5%*	*-13.2%*	*-23.7%*	*-14.7%*	*-8.6%*	*-2.0%*	*9.9%*	*10.7%*	*-0.1%*	*-14.9%*	*2.1%*
인건비	*5.9%*	*1.5%*	*-0.4%*	*22.9%*	*4.5%*	*10.1%*	*11.9%*	*6.8%*	*19.6%*	*7.5%*	*8.2%*
마케팅비	*-15.0%*	*-26.0%*	*-47.7%*	*-54.1%*	*-39.5%*	*-29.8%*	*1.1%*	*37.6%*	*6.7%*	*-35.9%*	*-14.5%*
플랫폼 수수료	*-6.3%*	*-7.3%*	*-15.6%*	*-8.2%*	*3.6%*	*5.1%*	*8.0%*	*1.7%*	*-1.1%*	*-9.4%*	*4.6%*
로열티	*19.5%*	*14.5%*	*-20.4%*	*-72.2%*	*-16.1%*	*-9.9%*	*17.2%*	*309.6%*	*-28.8%*	*-15.2%*	*20.7%*
기타운영비	*14.9%*	*-15.7%*	*-24.7%*	*71.9%*	*-9.9%*	*7.1%*	*20.7%*	*-10.5%*	*3.5%*	*4.9%*	*0.1%*
유무형상각비	*-57.2%*	*-48.5%*	*-6.6%*	*43.4%*	*70.6%*	*72.4%*	*76.8%*	*19.5%*	*-55.4%*	*-29.5%*	*55.2%*
영업이익	*8.0%*	*20.3%*	*13.0%*	*21.9%*	*27.7%*	*19.0%*	*14.8%*	*-5.8%*	*-3.4%*	*16.0%*	*12.5%*
영업이익률	*3.3%*	*7.0%*	*8.8%*	*8.3%*	*7.6%*	*4.5%*	*1.1%*	*-3.8%*	*1.7%*	*6.5%*	*9.4%*
순이익	50.1%	*-213.7%*	*-884.5%*	*-122.4%*	3.6%	18.1%	6.0%	12.0%	*-241.5%*	*-186.9%*	9.6%

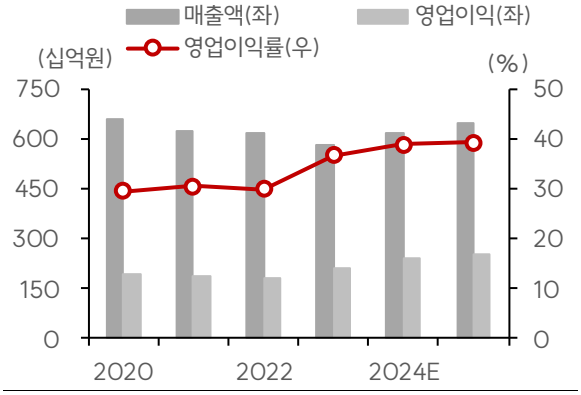
자료: 더블유게임즈, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



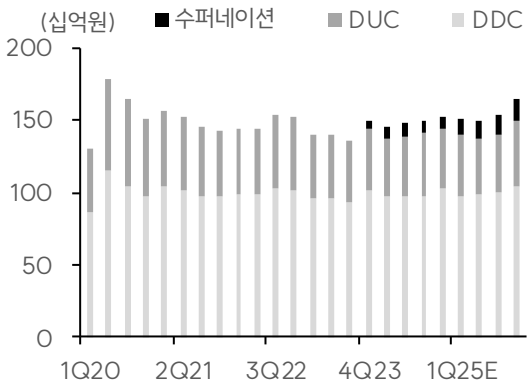
자료: 더블유게임즈, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK 증권

서비스별 매출 추이



자료: 더블유게임즈, SK 증권

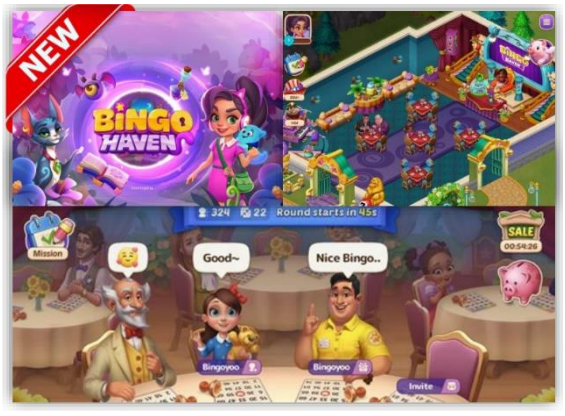
신규 아이게이밍 앱 상반기 론칭 목표

자료: 더블유게임즈, SK 증권

슈퍼브매치(캐주얼 매치 3 퍼즐/ 상반기 예정)

자료: 더블유게임즈, SK 증권

빙고헤이븐(캐주얼 빙고/상반기 예정)



자료: 더블유게임즈, SK 증권

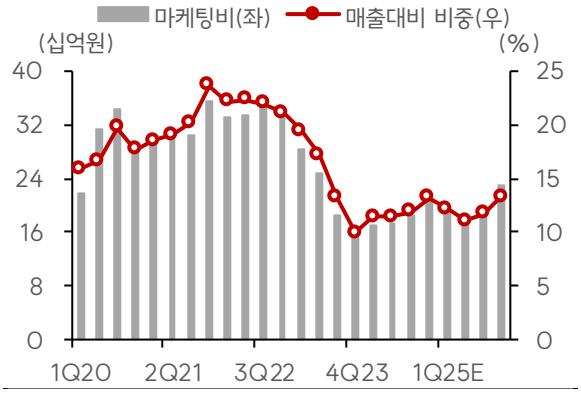
분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	153.7	151.2	154.7	156.0	153.5	149.5	151.6	156.1	-0.1%	-1.1%	-2.0%	0.1%
영업이익	54.9	55.5	55.6	56.0	62.8	58.8	59.8	62.1	14.5%	6.1%	7.6%	11.0%
지배주주순이익	40.8	41.0	41.3	41.5	35.7	39.9	40.5	42.0	-12.5%	-2.8%	-1.8%	1.2%

연간 실적 추정 변동 표

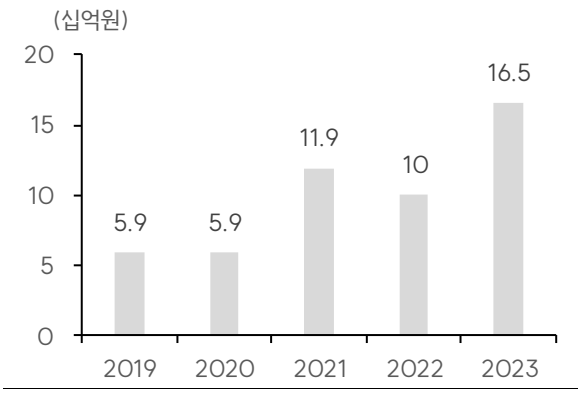
	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
매출액	582.5	623.1	656.4	582.3	616.7	646.4	0.0%	-1.0%	-1.5%
영업이익	205.3	224.3	235.4	213.3	240.0	253.2	3.9%	7.0%	7.6%
지배주주순이익	153.7	166.4	174.7	148.6	162.8	171.6	-3.3%	-2.1%	-1.8%

마케팅비 효율화



자료: 더블유게임즈, SK 증권

배당 총액 증가



자료: 더블유게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	528	573	738	934	1,138
현금및현금성자산	184	303	561	751	942
매출채권 및 기타채권	43	52	50	52	56
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	854	663	718	723	732
장기금융자산	9	8	7	7	8
유형자산	1	2	1	0	0
무형자산	827	582	665	672	680
자산총계	1,382	1,236	1,456	1,658	1,870
유동부채	103	206	201	209	225
단기금융부채	56	37	36	38	41
매입채무 및 기타채무	1	122	154	160	172
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	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
부채총계	197	229	223	231	247
지배주주지분	843	729	896	1,042	1,188
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	531	677	823
비지배주주지분	342	277	337	384	435
자본총계	1,185	1,006	1,233	1,427	1,623
부채와자본총계	1,382	1,236	1,456	1,658	1,870

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	624	617	582	617	646
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	624	617	582	617	646
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	434	433	369	377	393
영업이익	190	184	213	240	253
영업이익률(%)	30.5	29.8	36.6	38.9	39.2
비영업손익	7	-476	31	34	35
순금융손익	0	9	23	30	39
외환관련손익	6	10	13	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	198	-292	244	274	288
세전계속사업이익률(%)	31.7	-47.4	42.0	44.4	44.6
계속사업법인세	42	-71	52	63	66
계속사업이익	156	-221	192	211	222
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	156	-221	192	211	222
순이익률(%)	25.0	-35.8	33.0	34.2	34.4
지배주주	125	-132	149	163	172
지배주주귀속 순이익률(%)	20.1	-21.4	25.5	26.4	26.6
비지배주주	31	-89	44	48	50
총포괄이익	231	-150	241	211	222
지배주주	175	-85	180	157	165
비지배주주	56	-65	61	54	57
EBITDA	218	196	222	249	262

현금흐름표

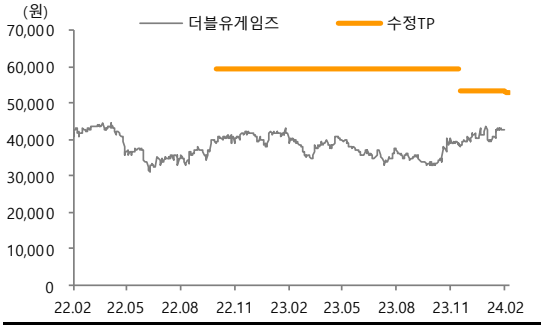
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	190	118	221	224	239
당기순이익(손실)	156	-221	192	211	222
비현금성항목등	69	434	33	42	36
유형자산감가상각비	7	8	7	1	0
무형자산상각비	20	5	2	9	8
기타	41	422	24	33	27
운전자본감소(증가)	2	-64	11	4	9
매출채권및기타채권의감소(증가)	6	-5	17	-2	-4
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-65	5	6	12
기타	-5	6	-11	0	1
법인세납부	-36	-31	-22	-63	-66
투자활동현금흐름	-184	89	49	-19	-25
금융자산의감소(증가)	-183	87	89	-4	-8
유형자산의감소(증가)	-1	-1	-0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-85	-15	-17
기타	0	3	45	-0	-0
재무활동현금흐름	85	-71	-14	-15	-23
단기금융부채의증가(감소)	49	-50	4	1	3
장기금융부채의증가(감소)	43	-7	-6	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-12	-10	-17	-26
기타	-1	-2	-1	0	-0
현금의 증가(감소)	124	119	258	190	191
기초현금	60	184	303	561	751
기말현금	184	303	561	751	942
FCF	190	117	221	224	239

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-5.2	-1.1	-5.7	5.9	4.8
영업이익	-2.0	-3.4	16.0	12.5	5.5
세전계속사업이익	17.0	적전	흑전	12.0	5.4
EBITDA	-8.7	-10.0	13.2	12.2	4.9
EPS	11.7	적전	흑전	9.6	5.4
수익성 (%)					
ROA	13.0	-16.9	14.3	13.5	12.6
ROE	16.5	-16.8	18.3	16.8	15.4
EBITDA마진	34.9	31.8	38.1	40.4	40.5
안정성 (%)					
유동비율	514.9	278.3	366.7	447.1	506.2
부채비율	16.6	22.8	18.1	16.2	15.2
순차입금/자기자본	-30.4	-44.8	-50.9	-57.5	-62.6
EBITDA/이자비용(배)	137.0	54.0	108.1	121.6	124.1
배당성향	9.5	-7.5	11.1	15.7	16.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,778	-6,090	6,912	7,575	7,984
BPS	41,109	36,653	44,670	51,475	58,267
CFPS	7,052	-5,521	7,324	8,010	8,379
주당 현금배당금	592	508	1,000	1,293	1,449
Valuation지표 (배)					
PER	8.5	-6.6	5.8	5.6	5.3
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	7.0	-7.2	5.5	5.3	5.1
EV/EBITDA	4.8	3.5	2.6	1.4	0.8
배당수익률	1.2	1.3	2.5	3.0	3.4

자료 : 더블유게임즈, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.15	매수	53,000원	6개월		
2023.11.30	매수	53,351원	6개월	-22.99%	-18.73%
2022.10.14	매수	59,279원	6개월	-35.92%	-27.29%
2021.05.11	매수	71,981원	6개월	-37.06%	-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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 02 월 15 일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%