

더블유게임즈 (192080)

드러나는 성장성

투자의견

BUY(유지)

목표주가

69,000 원(상향)

현재주가

47,600 원(03/12)

시가총액

1,023(십억원)

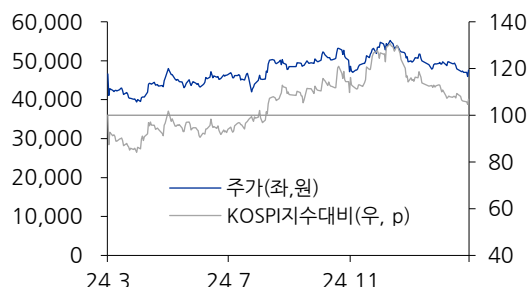
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 더블유게임즈의 연간 매출액은 2023년 -6%yoy, 2024년 +10%yoy(슈퍼네이션 인수 효과 제외 시 +1%yoy) 성장하는 데 그쳤는데, 소셜카지노의 시장 성장률이 둔화되었기 때문. 반면, 영업이익 성장률은 마케팅 비용 효율화 효과로 2023년과 2024년 각각 +16%yoy, +17%yoy를 기록함. 2022년 20%를 상회했던 매출액 대비 마케팅비 비중은 2023년과 2024년 각각 15%, 10%까지 축소됨
- 올해도 소셜카지노의 정체된 시장 성장률은 여전하고, 지난해까지 이익 성장의 바탕이 됐던 마케팅 비용의 추가적인 축소도 힘들어짐. 신규 자회사(슈퍼네이션, 팍시게임즈)의 매출 성장을 위한 마케팅비 확대가 불가피하기 때문
- 그럼에도 불구하고 당사는 신사업 매출 성장에 따른 이익 기여 확대를 통해 올해 +7%yoy의 이익 성장을 전망함. 슈퍼네이션(4Q23 편입)은 지난해 매출 +56%yoy 고성장에 이어 올해 1분기도 분기 최대 매출을 달성할 것으로 전망. 팍시게임즈(3월 내 편입) 또한 2월 월 매출 최고치를 갱신, 2분기부터 분기 100억원 이상의 매출 기여 예상
- 올해는 DTC(Direct-to-Consumer) 매출 비중이 확대되면서 매출액 대비 플랫폼비 비중이 줄어듦 전망. DTC는 지난해 상반기 6%대에서 하반기 10%에 가깝게 성장. 올해는 DDC뿐만 아니라 DUC까지 DTC 매출 확대에 집중할 계획인데, 경쟁기업의 DTC 비중이 20% 중반을 넘는 것을 감안하면 유의미한 이익률 상승도 기대 가능
- 연초부터 고공행진 중인 원달러도 매출 대부분이 달러로 인식되는 동사에게는 긍정적으로 작용. 보유 현금(24년 말 기준 약 8,200억원) 또한 상당 부분 달러로 보유하고 있어 1분기에 영업외이익 크게 반영될 것
- 목표주가를 기존 67,000원에서 69,000원으로 상향함. 신규 사업의 외형 성장과 이에 따른 수익성 증가, 영업외이익 효과를 반영해 2025년 실적 추정치를 상향한 데 기인함. 연초 이후 주가 하락으로 동사의 2025년 기준 PER은 5.5배까지 하락했는데, 성장성과 수익성 모두를 고려할 때 낮은 수준으로 사료돼 매수를 추천

주가(원, 03/12)	47,600		
시가총액(십억원)	1,023		
발행주식수	21,496천주		
52주 최고가	55,800원		
최저가	39,000원		
52주 일간 Beta	0.36		
60일 일평균거래대금	23억원		
외국인 지분율	0.0%		
배당수익률(2024P)	2.5%		
주주구성			
김가람 (외 7인)	44.5%		
자사주 (외 1인)	7.8%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.2	-1.9	6.1
절대기준	-3.2	-1.8	2.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	67,000	▲
영업이익(24)	249	249	-
영업이익(25)	265	253	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E
매출액	617	582	633	699
영업이익	184	213	249	265
세전손익	-292	244	309	332
당기순이익	-221	193	238	258
EPS(원)	-6,090	6,935	8,450	8,654
증감률(%)	적전	흑전	21.9	2.4
PER(배)	na	5.8	5.6	5.5
ROE(%)	-16.8	18.6	20.0	18.2
PBR(배)	1.0	0.8	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	2.7	2.4	2.2	1.6

자료: 유진투자증권



드러나는 성장성

2023 년과 2024 년 더블유게임즈의 연간 매출액 성장률은 각각 -6%yoy 와 +10%yoy 이다. 여기서 지난해 슈퍼네이션 인수 효과를 제외하면 지난해는 +1% 성장하는 데 그쳤다. 소셜카지노의 시장 성장률이 둔화되면서 동사의 외형성장도 같이 둔화된 것이다. 반면, 영업이익 성장률은 2023 년과 2024 년 각각 +16%yoy 와 +17%yoy 를 기록했다. 제한적인 외형성장에도 불구하고 높은 이익성장률을 달성할 수 있었던 가장 큰 요인은 마케팅 비용 효율화다. 2022년 20%를 상회했던 매출액 대비 마케팅비 비중은 23 년과 24 년 각각 15%, 10%까지 떨어졌다.

올해는 어떨까. 먼저, 소셜카지노의 정제된 시장 성장률은 여전하다. 사업의 구조적인 특성이 바뀔 가능성은 적고 시장 성장률을 눈에 띄게 아웃퍼폼할 수 있는 여력도 크지 않다. 반면 지난해까지 이익 성장의 바탕이 됐던 마케팅 비용의 추가적인 감소는 힘들어졌다. 이미 소셜카지노 부문에서 상당부분 마케팅 비용을 감축한 것이 첫째고, 둘째로는 신규 자회사(슈퍼네이션, 팍시게임즈)의 매출 성장을 위해 마케팅비 확대가 필요하기 때문이다.

그럼에도 불구하고 당사는 올해 7%의 이익 성장을 전망한다. 신사업의 매출 성장에 따른 이익 기여가 확대될 것이기 때문이다. 4Q23 에 편입된 슈퍼네이션은 지난해 +56%yoy 의 매출 고성장을 달성했으며 올해 1 분기도 분기 기준 최대 매출을 달성할 것으로 전망된다. 또한 3 월 중으로 연결 편입될 팍시게임즈 또한 현재 월 매출 최고치를 갱신해 2 분기부터 분기 100 억원 이상의 매출 기여가 예상된다. 하반기 신작 출시를 통해 매출 기여도는 더욱 빠르게 증가할 것이다.

또한 올해는 DTC(Direct-to-Consumer) 매출 비중이 확대되면서 매출액 대비 플랫폼 비용 비중이 줄어들 것으로 전망한다. DTC 는 지난해 상반기 6%대에서 하반기 10%에 가깝게 성장했는데, 이는 DDC 중심의 DTC 매출 확대 전략이 통한 것이다. 올해는 DDC 뿐만 아니라 DUC 까지 DTC 매출 확대에 집중할 계획인데, 경쟁기업의 DTC 비중이 20% 중반을 넘는 것을 감안하면 유의미한 이익률 상승도 기대해볼 수 있다.

연초부터 고공행진 중인 원달러도 매출 대부분이 달러로 인식되는 동사에게는 긍정적으로 작용될 것으로 보이며, 보유 현금(24년 말 기준 약 8,200 억원) 또한 상당 부분이 달러로 보유하고 있어 영업외이익 또한 1 분기에 크게 반영될 것으로 예상된다.

목표주가를 기존 67,000 원에서 69,000 원으로 상향한다. 이는 신규 사업의 외형 성장과 이에 따른 수익성 증가 그리고 영업외이익 효과까지 반영해 2025년 실적 추정치를 상향한 데 기인한다. 연초 이후 주가 하락으로 동사의 2025년 기준 PER은 5.5 배까지 하락했다. 영업외이익이 다소 반영됐음을 감안해도 성장성과 수익성 모두를 고려할 때 낮은 수준으로 사료돼 매수를 추천한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	166.8	177.1	176.3	178.3	633.5	698.5
(%yoy)	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	3.9%	8.6%	14.4%	14.4%	8.8%	10.3%
더블다운인터랙티브	106.0	110.1	102.2	102.1	107.8	107.0	105.5	103.1	420.5	423.4
더블유게임즈	43.4	42.2	41.2	41.1	42.5	42.1	42.1	41.8	167.9	168.5
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	16.0	17.5	17.7	18.9	45.1	70.1
팍시게임즈	-	-	-	-	0.5	10.5	11.0	14.5	-	36.5
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	101.3	109.9	109.9	112.4	384.7	433.5
(%yoy)	-0.4%	2.5%	10.6%	5.1%	2.5%	14.4%	16.2%	18.0%	4.3%	12.7%
플랫폼	43.6	44.4	40.8	41.1	44.0	46.4	45.8	46.4	169.9	182.6
마케팅	21.0	15.9	14.0	16.2	18.3	21.3	21.2	22.3	67.1	83.0
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.2	23.7	23.9	24.5	86.5	95.3
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.0	3.1	3.1	3.3	11.6	12.5
기타운영비용	8.4	8.1	11.6	9.1	9.5	11.5	12.0	12.0	37.2	45.0
유무형자산상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.2	3.9	3.9	4.0	12.4	15.0
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	65.5	67.2	66.4	65.9	248.7	265.0
(%yoy)	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	6.2%	0.3%	11.7%	8.8%	16.6%	6.5%
OPM(%)	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	39.3%	38.0%	37.7%	36.9%	39.3%	37.9%
영업외손익	14.5	15.1	-4.0	34.7	48.1	7.6	5.1	6.1	60.2	66.9
세전이익	76.2	82.1	55.4	95.2	113.6	74.8	71.5	72.0	309.0	331.9
지배순이익	47.1	49.0	29.9	55.6	63.0	42.4	40.2	40.5	181.6	186.0
(%yoy)	19.8%	44.3%	-24.5%	55.8%	33.6%	-13.5%	34.4%	-27.2%	22.2%	2.4%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E
매출액	617.3	582.3	633.5	698.5
영업이익	183.9	213.3	248.7	265.0
세전이익	-292.4	244.3	309.0	331.9
지배순이익	-132.2	148.6	181.6	186.0
EPS(원)	-6,090	6,935	8,450	8,654
PER(배)	na	5.8	5.6	5.5
OPM(%)	29.8%	36.6%	39.3%	37.9%
NPM(%)	-21.4%	25.5%	28.7%	26.6%

자료: 유진투자증권

도표 3. 더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	699	749	690	738	1.3%	1.5%
영업이익	265	283	253	266	4.7%	6.4%
세전이익	332	303	320	288	3.8%	5.2%
지배순이익	186	171	179	169	3.9%	1.2%
% of Sales						
영업이익	37.9%	37.8%	36.7%	36.0%		
세전이익	47.5%	40.5%	46.4%	39.0%		
지배순이익	26.6%	22.8%	25.9%	22.9%		

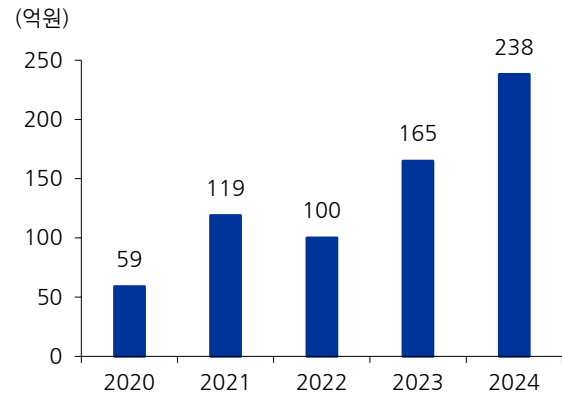
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 4. 더블유게임즈 목표주가 변경

적용 EPS(원)	8,654	12m fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	80	
목표주가(원)	69,000	기존 67,000 원 대비 3.0% 상향

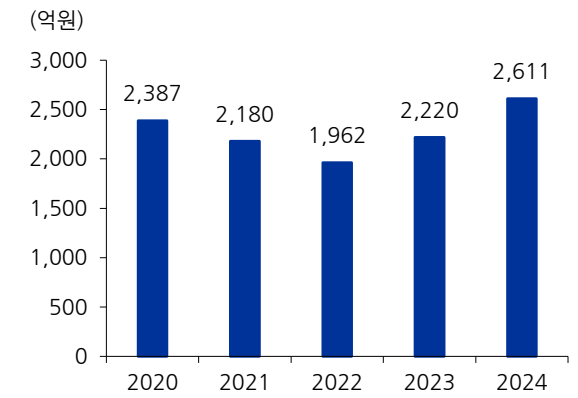
자료: 유진투자증권

도표 5. 최근 5년간 결산배당 추이



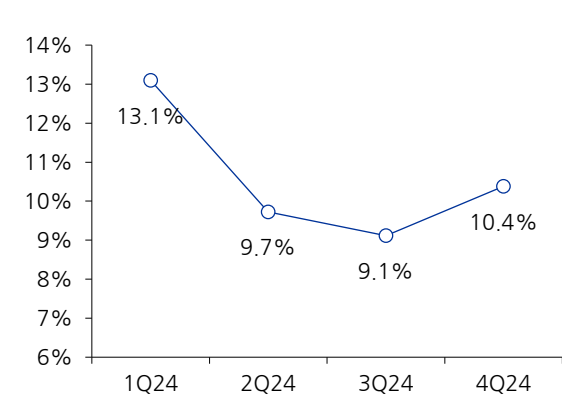
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 6. 최근 5년간 연결 EBITDA 추이



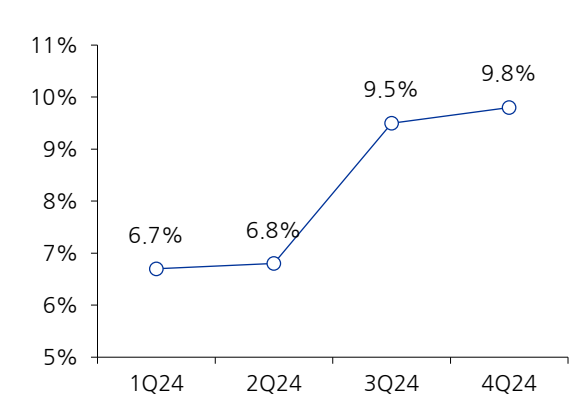
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 7. 마케팅비 비중 현황



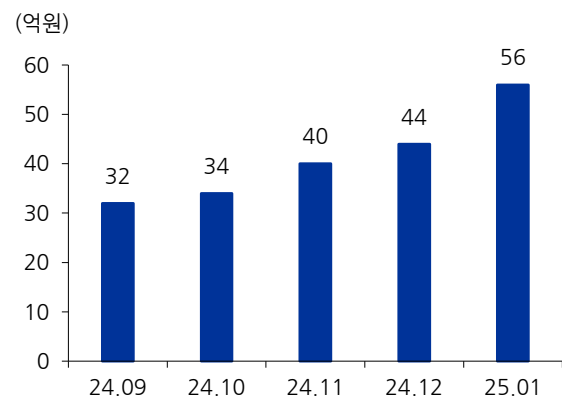
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 8. DTC 매출 비중 현황



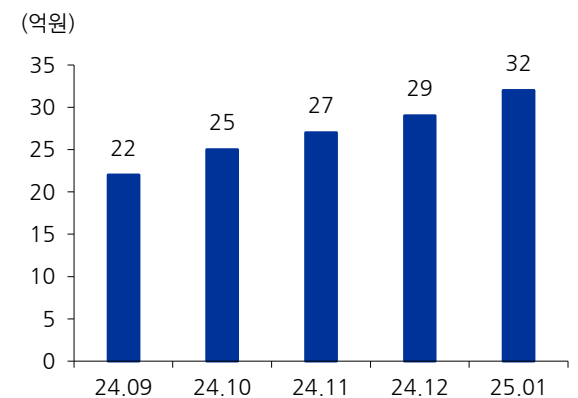
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 9. 슈퍼네이션 월간 결제액 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 10. 팩시게임즈 월간 결제액 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
자산총계	1,236	1,288	1,397	1,561	1,704
유동자산	573	583	706	867	1,006
현금성자산	406	386	502	653	786
매출채권	52	58	63	72	77
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	692	695	698
투자자산	79	67	41	43	44
유형자산	2	2	1	0	0
기타	582	636	650	652	654
부채총계	229	91	85	89	91
유동부채	206	62	58	61	63
매입채무	158	25	22	26	27
유동성이자부채	37	29	27	27	27
기타	10	9	9	9	9
비유동부채	24	29	27	28	28
비유동이자부채	22	21	20	20	20
기타	2	8	8	8	8
자본총계	1,006	1,197	1,312	1,472	1,613
지배지분	729	872	942	1,102	1,243
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	297	297
이익잉여금	399	531	696	857	998
기타	23	33	(62)	(62)	(62)
비지배지분	277	325	370	370	370
자본총계	1,006	1,197	1,312	1,472	1,613
총차입금	59	49	46	46	46
순차입금	(347)	(336)	(456)	(607)	(740)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업현금	119	96	180	181	168
당기순이익	(221)	193	238	258	236
자산상각비	12	9	10	2	1
기타비현금성손익	422	35	(148)	(191)	(89)
운전자본증감	(64)	(149)	29	(7)	(4)
매출채권감소(증가)	(5)	(2)	(4)	(9)	(5)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(65)	(123)	1	3	2
기타	6	(23)	31	(1)	(1)
투자현금	86	(46)	(62)	(9)	(9)
단기투자자산감소	87	(9)	(59)	(4)	(5)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	1	1	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(2)	(3)	(3)
재무현금	(85)	(53)	(22)	(26)	(29)
차입금증가	(57)	(38)	(5)	0	0
자본증가	(28)	(15)	(17)	(26)	(29)
배당금지급	12	10	17	26	29
현금 증감	119	(4)	97	146	129
기초현금	184	303	298	396	542
기말현금	303	298	396	542	671
Gross Cash flow	213	236	158	188	172
Gross Investment	65	186	(26)	12	9
Free Cash Flow	148	51	184	176	163

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	617	582	633	699	749
증가율(%)	(1.1)	(5.7)	8.8	10.3	7.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	633	699	749
판매 및 일반관리비	433	369	385	433	466
기타영업손익	(0)	(15)	4	13	8
영업이익	184	213	249	265	283
증가율(%)	(3.4)	16.0	16.6	6.5	6.7
EBITDA	196	222	259	267	284
증가율(%)	(10.0)	13.1	16.6	3.1	6.4
영업외손익	(476)	31	60	67	20
이자수익	12	24	26	18	18
이자비용	4	2	2	2	2
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(485)	10	37	51	5
세전순이익	(292)	244	309	332	303
증가율(%)	적전	흑전	26.4	7.4	(8.7)
법인세비용	(71)	51	71	74	67
당기순이익	(221)	193	238	258	236
증가율(%)	적전	흑전	23.2	8.6	(8.4)
지배주주지분	(132)	149	182	186	171
증가율(%)	적전	흑전	21.9	2.4	(8.3)
비지배지분	(89)	44	56	72	66
EPS(원)	(6,090)	6,935	8,450	8,654	7,932
증가율(%)	적전	흑전	21.9	2.4	(8.3)
수정EPS(원)	(6,090)	6,935	8,450	8,654	7,932
증가율(%)	적전	흑전	21.9	2.4	(8.3)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(6,090)	6,935	8,450	8,654	7,932
BPS	39,699	47,914	43,821	51,275	57,837
DPS	508	846	1,200	1,370	1,370
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	5.8	5.6	5.5	6.0
PBR	1.0	0.8	1.1	0.9	0.8
EV/ EBITDA	2.7	2.4	2.2	1.6	1.0
배당수익율	1.3	2.1	2.5	2.9	2.9
PCR	4.1	3.7	6.5	5.4	6.0
수익성(%)					
영업이익율	29.8	36.6	39.3	37.9	37.8
EBITDA이익율	31.8	38.1	40.9	38.2	37.9
순이익율	(35.8)	33.1	37.5	37.0	31.6
ROE	(16.8)	18.6	20.0	18.2	14.5
ROIC	15.1	22.3	22.4	24.0	25.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(34.4)	(28.1)	(34.7)	(41.2)	(45.9)
유동비율	278.3	933.4	1,214.8	1,411.2	1,593.5
이자보상배율	50.6	92.8	103.6	132.5	134.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	13.0	10.6	10.5	10.3	10.1
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	20,022	19,489
매입채무회전율	6.5	6.3	26.6	29.0	28.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

