



BUY(Reinitiate)

목표주가: 61,000원
주가(6/21): 42,300원
시가총액: 7,695억원



스몰캡 Analyst 김학준
dilog10@kiwoom.com

RA 조재원
kjc0724@kiwoom.com

StockData

KOSPI (6/21)	2,582.63pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	50,900원	36,600원
등락률	-16.9%	15.6%
수익률	절대	상대
1M	-10.6%	-12.1%
6M	-12.1%	-20.7%
1Y	10.2%	2.7%

Company Data

발행주식수	18,191 천주
일평균거래량(3M)	38천주
외국인 지분율	12.3%
배당수익률(2023E)	1.7%
BPS(2023E)	50,405원
주요 주주	김가람 외 6인 43.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	624.1	617.3	614.5	626.3
영업이익	190.4	183.9	188.8	196.8
EBITDA	218.0	196.2	193.8	201.4
세전이익	197.9	-292.4	206.1	222.1
순이익	156.3	-221.1	159.7	172.1
지배주주지분순이익	125.5	-132.2	128.3	138.2
EPS(원)	6,828	-7,196	7,031	7,598
증감률(% YoY)	11.4	적전	흑전	8.1
PER(배)	8.5	-6.6	6.0	5.6
PBR(배)	1.26	1.19	0.84	0.69
EV/EBITDA(배)	4.8	3.5	2.7	1.6
영업이익률(%)	30.5	29.8	30.7	31.4
ROE(%)	16.5	-16.8	15.6	13.6
순차입금비율(%)	-30.4	-44.8	-46.0	-54.9

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



더블유게임즈 (192080)

신규 엔진을 통한 성장성 확보 준비 중



더블유게임즈는 소셜카지노 서비스를 영위하는 업체로 북미 지역을 중심으로 한 매출이 대다수를 차지하고 있다. 기존 두 종의 소셜카지노 게임이 높은 실적 안정성을 보여주고 있으며 올해 하반기 실제 재화 게임 시장으로 진입할 예정. 향후 성장성이 나타나게 된다면 둔화되었던 성장성이 나타나면서 Valuation Re-rating이 이루어질 것으로 기대

>>> 안정성이 돋보이는 소셜카지노

더블유게임즈는 소셜카지노 서비스를 영위, 북미 지역을 중심으로 매출 비중이 높은 회사이다. 소셜카지노는 40대 이상의 중장년층을 중심으로 유저 연령층이 집중되어 있어 국내의 웹보드처럼 높은 실적 안정성을 보여주는 장르이다. 코로나19로 야외활동이 제한되면서 20년도 이후에 성장률이 크게 성장하였으나 최근 사람들의 활동성이 높아지면서 성장성이 둔화되었다. 동사도 그러한 흐름에 영향을 받아 DAU가 감소하였고 현재 충성 고객들 중심으로 ARPU 상승, 환율효과 등으로 실적 둔화를 최대한 방어하는 모습을 보이고 있다.

>>> 가상의 재화에서 벗어나 실제 재화로 확장

동사의 신규 성장 포인트는 크게 2가지이다. 우선 빙고캐시아웃(빙고 스킬게임)을 통한 스킬게임 시장 진입이다. 현재 베타 테스트가 진행 중인 이 게임은 빙고게임을 기반으로 사용자 능력에 따른 실제 재화 획득이 가능한 시스템이 설정되어 있다. 기존 소셜카지노와는 달리 재화 획득에 대한 수요가 높아 유저 유입, 이탈이 빠르게 이루어진다. 고착화된 소셜카지노와는 달리 최상위 순위를 기록하는 게임은 1종밖에 없어 시장진입이 용이할 것으로 판단된다. 더불어 유럽지역에서의 인기도 높아 지역 확장에 긍정적이다. 향후 빙고를 시작으로 버블, 솔리테르까지 장르를 넓힐 계획이다.

올해 1월 인수가 결정된 슈퍼네이션(22년 매출액 300억원)을 통해 영국 iGaming사업에 진출할 예정이다. iGaming시장(시장규모 약 5조원 추정)은 웹을 기반으로 한 온라인 카지노 게임으로 동사의 슬롯 알고리즘들을 활용, B2C 및 B2B시장으로 진출할 수 있는 최적의 시장이다. 하반기 사업 전개를 목표로 하고 있으며 이에 따른 성과는 하반기에 본격적으로 반영될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 61,000원 제시

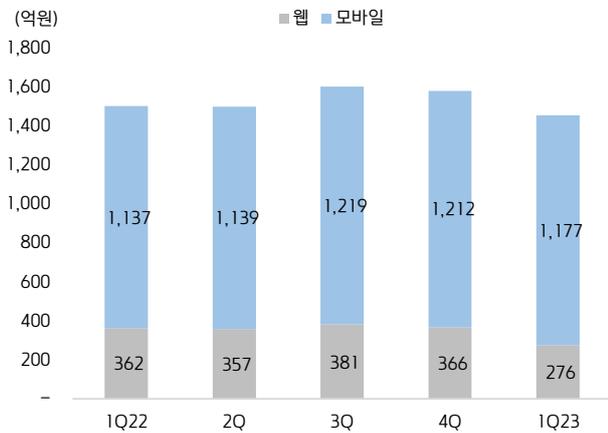
더블유게임즈에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 61,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 예상 EPS에 Target PER 8.6배를 적용하여 산출하였다. 동사가 보유한 5,000억원 수준의 순현금성 자산과 매년 1,400억원 이상의 현금유입을 감안하면 저평가 된 것으로 판단된다. 기존 게임들의 성장성이 둔화되었지만 신규 시장 진출에 맞는 준비들이 3Q에 이루어질 예정이기 때문에 해당 게임들의 성과가 나타나게 되면 Valuation Re-rating이 발생할 것으로 기대된다. 모멘텀이 다가오고 있다.

뛰어난 안정성을 보이고 있는 더블다운카지노와 더블유카지노

더블유게임즈의 주력 게임은 더블다운카지노와 더블유카지노이다. 두 게임은 전체 매출의 96.5%를 차지하면서 오랫동안 Cash Cow 역할을 잘 수행하고 있다. IGT의 IP를 일부 사용하는 더블다운카지노는 1Q기준 매출액의 66.1%를 차지, 미국 내 iOS 및 Google 순위 20~30위권 내외를 유지하고 있다. 더블유카지노는 1Q기준 매출액의 30.4%를 차지, 미국 내 iOS 70~90위를 유지하고 있다.

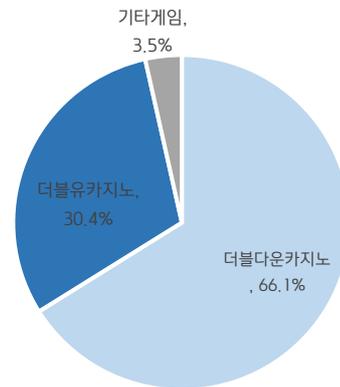
북미 지역 소셜카지노 장르는 지난 몇 년간 순위가 고착화되어 있다. 유저 층이 40대 이상의 중장년 층이 다수를 차지하고 있어 게임에서의 이탈 및 변동이 크지 않은 특징을 보여주고 있다. 동사도 이에 대한 부분을 타파하기 위해 더블유카지노 2.0버전인 '펀타스틱슬롯'을 준비중에 있다. 캐주얼적 요소와 캐릭터 수집 요소가 포함됨에 따라 30대 이하의 유저 층까지 유저Pool을 확대할 수 있다. 현재 3Q에 소프트런칭을 계획하고 있다.

더블유게임즈 실적 추이 및 전망



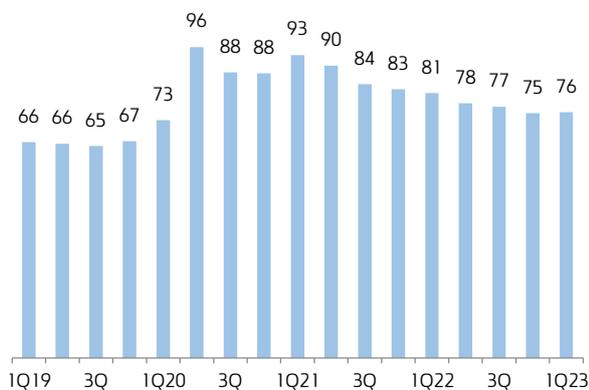
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 게임별 매출 비중(1Q23기준)



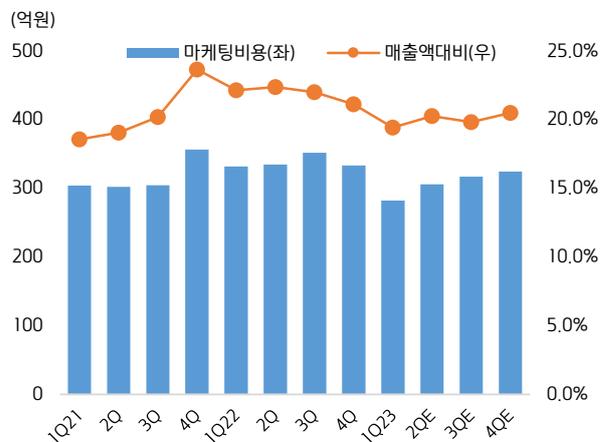
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블다운카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

마케팅비용 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

올해도 안정적인 실적 구현 전망

2Q실적은 매출액 1,511억원(YoY +1.0%), 영업이익 453억원(YoY +8.5%)로 전망된다. 1Q대비 영업일수 확대가 이루어졌으며 평균 환율도 소폭 증가함에 따라 실적이 개선될 것으로 전망되지만 마케팅비용이 일부 상승함에 따라 이익은 전분기대비 소폭 감소할 것으로 전망된다.

올해 전체 실적은 매출액 6,145억원(YoY -0.4%), 영업이익 1,888억원(YoY +2.7%)로 전망된다. 작년 하반기 환율이 높게 형성됨에 따라 현재 환율에서 유지된다면 높은 기저에 따른 매출액 감소가 있겠지만 올해 내년에 이르기까지 마케팅비용 등 비용 효율화 작업이 예상되며 신작에 대해 초기 마케팅비용을 크게 지출하지 않는 동사의 특성상 이익은 전년대비 개선될 것으로 전망된다. 다만, Suprnation 인수 이후 공격적인 사업 확대가 나타날 경우 비용이 상승할 가능성은 존재한다.

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,499	1,496	1,600	1,578	1,453	1,511	1,599	1,582	6,173	6,145	6,263
DUC+DDC	1,437	1,437	1,539	1,523	1,403	1,460	1,547	1,526	5,936	5,935	5,806
더블유카지노	443	455	515	513	442	465	506	502	1,926	1,915	1,764
더블다운카지노	994	981	1,024	1,010	961	995	1,041	1,023	4,010	4,019	4,042
더블유빙고	19	19	19	17	15	16	17	17	73	65	182
TAKE5	25	23	24	24	21	21	20	21	95	82	167
기타	18	18	17	14	14	15	16	19	68	64	109
영업비용	1,072	1,079	1,121	1,062	992	1,058	1,104	1,103	4,334	4,257	4,295
지급수수료	444	446	475	468	416	453	480	475	1,833	1,823	1,879
광고선전비	332	334	351	333	282	306	317	324	1,351	1,229	1,177
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티	22	22	25	22	26	26	28	27	91	107	108
감가상각비	45	37	21	20	19	19	19	19	123	77	78
인건비 및 기타	231	239	248	219	250	254	261	258	937	1,021	1,052
영업이익	426	418	479	516	461	453	495	479	1,839	1,888	1,968
영업이익률	28%	28%	30%	33%	32%	30%	31%	30%	30%	31%	31%
QoQ											
매출액	-1%	0%	7%	-1%	-8%	4%	6%	-1%	-1%	0%	2%
영업비용	-1%	1%	4%	-5%	-7%	7%	4%	0%	0%	-2%	1%
영업이익	-1%	-2%	15%	8%	-11%	-2%	9%	-3%	-3%	3%	4%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 Valuation

구분	적용값	비고
EPS		
① 더블유게임즈 EPS (원)	7,031	2023년 예상
③ Target PER (배)	8.6	
적정시가총액 (억원)	60,607	(①x③)
목표주가 (원)	61,000	백원 단위 절상
현재주가 (원)	42,300	
상승여력 (%)	44.2%	

자료: 키움증권 리서치센터

최근 베타 테스트 중인 빙고캐시아웃



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

Suprnation 슬롯 스크린샷



자료: iGaming news, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	624.1	617.3	614.5	626.3	645.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	624.1	617.3	614.5	626.3	645.3
판관비	433.7	433.4	425.7	429.5	442.9
영업이익	190.4	183.9	188.8	196.8	202.4
EBITDA	218.0	196.2	193.8	201.4	206.6
영업외손익	7.5	-476.2	17.3	25.3	33.6
이자수익	1.7	12.2	21.2	29.2	37.5
이자비용	1.6	3.6	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	6.9	17.3	3.0	3.0	3.0
외환관련손실	0.7	7.4	2.6	2.6	2.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	-494.7	-1.3	-1.3	-1.3
법인세차감전이익	197.9	-292.4	206.1	222.1	236.0
법인세비용	41.6	-71.3	46.4	50.0	53.1
계속사업순손익	156.3	-221.1	159.7	172.1	182.9
당기순이익	156.3	-221.1	159.7	172.1	182.9
지배주주순이익	125.5	-132.2	128.3	138.2	146.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.2	-1.1	-0.5	1.9	3.0
영업이익 증감율	-1.9	-3.4	2.7	4.2	2.8
EBITDA 증감율	-8.7	-10.0	-1.2	3.9	2.6
지배주주순이익 증감율	11.8	-205.3	-197.0	7.7	6.3
EPS 증감율	11.4	적전	흑전	8.1	6.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	30.5	29.8	30.7	31.4	31.4
EBITDA Margin(%)	34.9	31.8	31.5	32.2	32.0
지배주주순이익율(%)	20.1	-21.4	20.9	22.1	22.8

현금흐름표

(단위:십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	189.5	118.8	31.9	155.8	167.3
당기순이익	156.3	-221.1	159.7	172.1	182.9
비현금항목의 가감	68.7	434.0	13.2	8.4	2.8
유형자산감가상각비	7.3	7.6	0.3	0.2	0.2
무형자산감가상각비	20.4	4.8	4.8	4.4	4.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	41.0	421.6	8.1	3.8	-1.5
영업활동자산부채증감	1.8	-64.2	-112.8	-1.0	0.2
매출채권및기타채권의감소	6.1	-5.3	0.2	-1.0	-1.6
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.5	-65.1	-110.8	2.4	2.5
기타	-4.8	6.2	-2.2	-2.4	-0.7
기타현금흐름	-37.3	-29.9	-28.2	-23.7	-18.6
투자활동 현금흐름	-184.0	86.1	59.3	-37.1	-46.3
유형자산의 취득	-0.6	-1.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.6	3.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-185.7	83.1	59.3	-37.1	-46.3
기타	5.0	1.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	118.3	-85.5	-410.1	-11.6	-13.2
차입금의 증가(감소)	98.4	-50.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-16.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.9	-11.9	-10.0	-11.6	-13.2
기타	25.8	-7.2	-400.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.1	-0.6	490.9	90.9	90.9
현금 및 현금성자산의 순증가	123.9	118.8	172.1	198.1	198.7
기초현금 및 현금성자산	60.0	183.9	302.7	474.8	672.8
기말현금 및 현금성자산	183.9	302.7	474.8	672.8	871.5

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	527.9	572.6	685.8	922.6	1,169.9
현금 및 현금성자산	183.9	302.7	474.8	672.8	871.5
단기금융자산	290.7	207.6	148.3	185.4	231.7
매출채권 및 기타채권	43.5	51.8	51.6	52.6	54.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.8	10.5	11.1	11.8	12.5
비유동자산	854.0	663.0	658.0	653.4	649.1
투자자산	7.4	4.4	4.4	4.4	4.3
유형자산	1.4	1.8	1.6	1.3	1.1
무형자산	826.9	582.4	577.7	573.3	569.2
기타비유동자산	18.3	74.4	74.3	74.4	74.5
자산총계	1,381.9	1,235.6	1,343.8	1,575.9	1,819.0
유동부채	102.5	205.7	94.9	97.3	99.8
매입채무 및 기타채무	31.7	158.3	47.5	49.9	52.4
단기금융부채	56.1	37.3	37.3	37.3	37.3
기타유동부채	14.7	10.1	10.1	10.1	10.1
비유동부채	94.6	23.6	23.6	23.6	23.6
장기금융부채	58.6	22.0	22.0	22.0	22.0
기타비유동부채	36.0	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	197.1	229.3	118.5	120.9	123.4
지배자본	842.7	729.4	916.9	1,112.8	1,317.3
자본금	9.2	9.2	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	298.5	298.5	298.5	298.5	298.5
기타자본	-47.6	-64.1	-64.1	-64.1	-64.1
기타포괄손익누계액	39.4	86.7	157.6	228.4	299.3
이익잉여금	543.2	399.1	515.8	640.8	774.5
비지배지분	342.2	276.9	308.3	342.2	378.3
자본총계	1,184.8	1,006.3	1,225.2	1,455.0	1,695.5
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	6,828	-7,196	7,031	7,598	8,074
BPS	45,860	39,699	50,405	61,172	72,414
CFPS	12,246	11,590	9,479	9,924	10,210
DPS	700	600	700	800	800
주가배수(배)					
PER	8.5	-6.6	6.0	5.6	5.2
PER(최고)	12.7	-8.3	7.3		
PER(최저)	7.6	-5.1	5.7		
PBR	1.26	1.19	0.84	0.69	0.58
PBR(최고)	1.88	1.51	1.02		
PBR(최저)	1.13	0.92	0.79		
PSR	1.70	1.41	1.26	1.23	1.19
PCFR	4.7	4.1	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	4.8	3.5	2.7	1.6	0.5
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	7.6	-4.5	7.2	7.7	7.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.2	1.3	1.7	1.9	1.9
ROA	13.0	-16.9	12.4	11.8	10.8
ROE	16.5	-16.8	15.6	13.6	12.1
ROIC	19.5	6.4	27.0	25.7	26.7
매출채권회전율	13.9	13.0	11.9	12.0	12.1
재고자산회전율					
부채비율	16.6	22.8	9.7	8.3	7.3
순차입금비율	-30.4	-44.8	-46.0	-54.9	-61.6
이자보상배율	119.6	50.6	63.7	66.4	68.3
총차입금	114.7	59.3	59.3	59.3	59.3
순차입금	-359.8	-451.1	-563.8	-798.9	-1,044.0
NOPLAT	218.0	196.2	193.8	201.4	206.6
FCF	190.1	-10.2	38.5	156.2	161.3

Compliance Notice

- 당사는 6월 21일 현재 '더블유게임즈' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

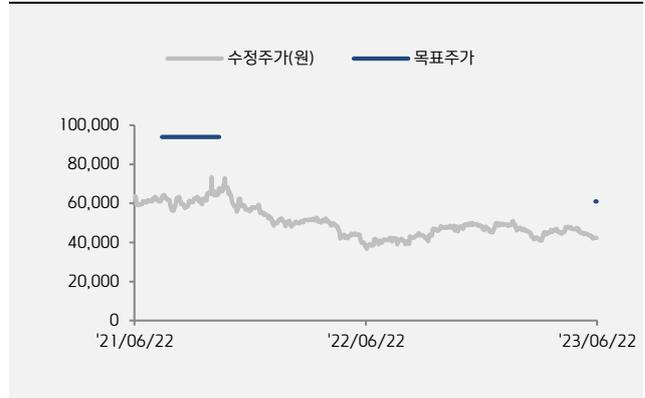
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2021/08/04	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-47.11	-21.91
	2023/06/22	BUY(Reinitiate)	61,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음..

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%