



BUY(Maintain)

목표주가: 73,000원

주가(11/22): 46,300원

시가총액: 8,422억원



스몰캡 Analyst 김학준
dilog10@kiwoom.com

RA 조재원
kjc0724@kiwoom.com

StockData

KOSPI (11/22)	2,511.70pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	50,900원	38,700원
등락률	-9.0%	19.6%
수익률	절대	상대
1M	17.2%	10.8%
6M	-1.5%	0.3%
1Y	-1.4%	-5.6%

Company Data

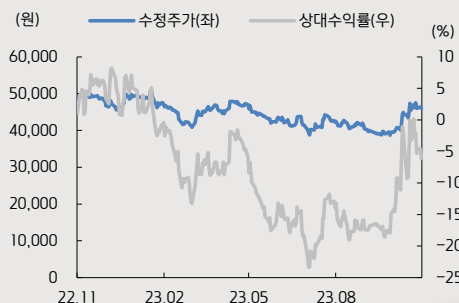
발행주식수	18,191 천주
일평균거래량(3M)	38천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(2023E)	1.5%
BPS(2023E)	51,416원
주요 주주	김가람 외 6인 43.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	624.1	617.3	582.0	655.1
영업이익	190.4	183.9	206.9	241.2
EBITDA	218.0	196.2	211.9	245.8
세전이익	197.9	-292.4	231.2	269.5
순이익	156.3	-221.1	182.6	207.5
지배주주지분순이익	125.5	-132.2	146.7	166.6
EPS(원)	6,828	-7,196	8,039	9,159
증감률(% YoY)	11.4	적전	후전	13.9
PER(배)	8.5	-6.6	5.7	5.0
PBR(배)	1.26	1.19	0.89	0.72
EV/EBITDA(배)	4.8	3.5	2.7	1.4
영업이익률(%)	30.5	29.8	35.5	36.8
ROE(%)	16.5	-16.8	17.6	15.9
순차입금비율(%)	-30.4	-44.8	-46.6	-55.9

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업브리프

더블유게임즈 (192080)

새로운 성장이 열렸다



더블유게임즈는 3Q 호실적을 기록하며 영업이익 성장세가 유지되고 있음. 비용통제를 통한 이익성장성이 지속적으로 나타나고 있으며 이러한 기조는 당분간 이어질 것으로 판단. 내년 슈퍼네이션의 인수를 통한 성장성이 나타날 것으로 기대됨에 따라 내년에는 Top Line의 성장과 더불어 견조한 이익성장세가 이어질 것으로 전망

>>> 내실 성장의 진수를 보여줘

더블유게임즈는 3Q실적 매출액 1,396억원(YoY -12.7%), 영업이익 541억원(YoY +13.0%), 영업이익률 39%를 기록하며 컨센서스(476억원)을 크게 상회하였다. 매출에서는 더블유카지노의 매출이 부진하였지만 더블다운카지노의 매출이 감소세가 상대적으로 적었으며 마케팅비용 감소에 따라 기타 게임의 매출이 크게 감소하였다. 매출의 감소 요인은 마케팅비용이 감소함에 따라 신규 유저 유입이 일부 제한되었지만 기존 결제자들의 비용적인 측면에서는 마케팅비용 최적화 작업을 고도화 하면서 신규결제유저당 마케팅비용 효율을 최대한으로 끌어올렸다. 결국 Top Line 성장성이 둔화되었지만 뛰어난 자기관리를 통해 이익 성장이 이루어지는 모습이 나타나는 것으로 판단되며 Supernation의 인수 성과가 나타나는 내년에는 성장성이 다시 나타날 것으로 기대된다. 4Q에는 더블유카지노와 더블다운카지노의 매출이 상승세를 보이고 있고 Supernation이 11월부터 편입됨에 따라 매출액 1,532억원(YoY -2.9%), 영업이익 565억원(YoY +9.5%), 영업이익률 37%로 전망된다.

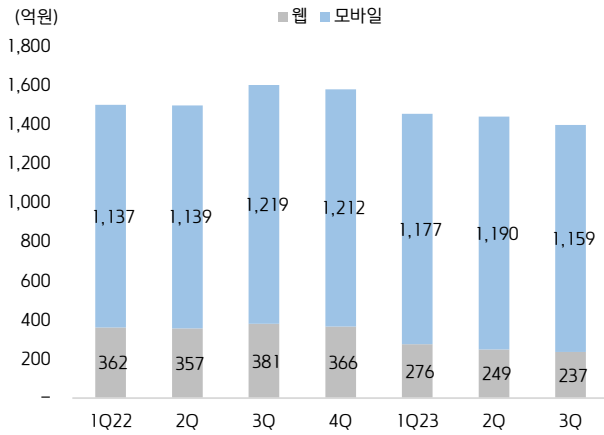
>>> 내년 Supernation을 통한 성장성 확보

3Q실적 발표에서 특징적인 점은 신규 성장에 대한 부분이다. 현재 인수한 Supernation은 영국과 스웨덴 지역의 라이선스를 보유, 온라인 카지노 사업을 영위하는 업체이다. 온라인 카지노 시장은 성장성이 둔화된 소셜카지노 시장과는 다르게 빠른 성장성을 보여주고 있다. 현재 영국 시장이 6조원(글로벌 전체 19조원 시장) 시장 이상으로 추정되는 가운데 미국시장이 빠른 성장성을 보여주고 있다. 더불어 대부분의 온라인 카지노 게임들이 웹기반의 HTML5를 통해 서비스 중에 있어 당사는 Supernation을 통한 앱 어플리케이션을 통한 출시를 준비하고 있다. 이에 대한 성과는 내년 하반기부터 볼 수 있을 것으로 추정되는 가운데 모바일로의 빠른 확장을 기반으로 내년 하반기에 관련 마케팅을 공격적으로 확대할 것으로 전망된다. 이후 유럽지역의 라이선스 확장과 장기적으로 북미지역 진출을 계획하고 있어 성장성 확대가 지속될 것으로 전망된다.

>>> 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 73,000원 상향

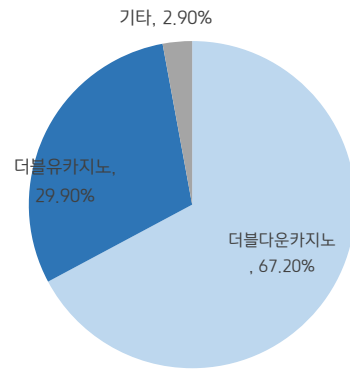
더블유게임즈에 대한 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가는 73,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 Target PER 8배를 적용하였다. 글로벌 온라인 카지노 업체들의 PER이 10배가 넘는다는 점을 감안하면 상승여력이 높다고 판단된다.

더블유게임즈 실적 추이 및 전망



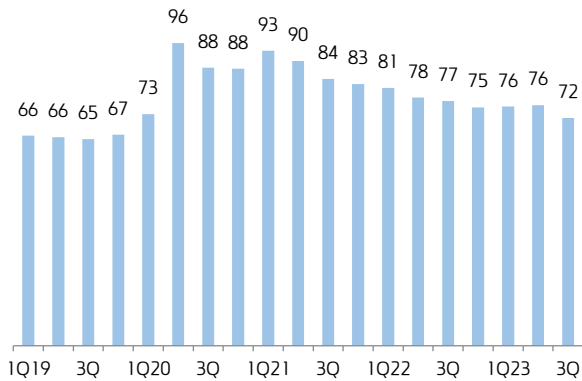
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 게임별 매출 비중(3Q23기준)



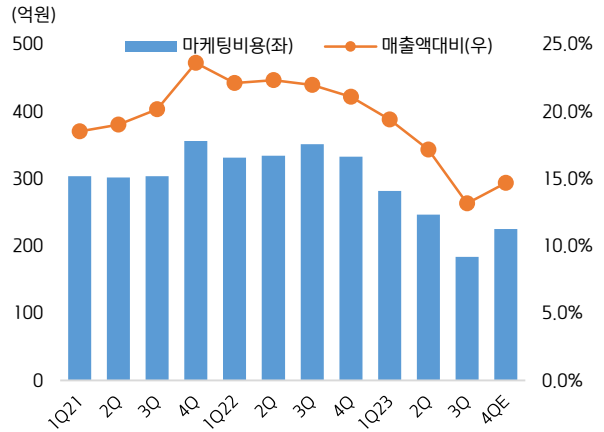
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블다운카지노 결제액 추이(단위: 백만달러)



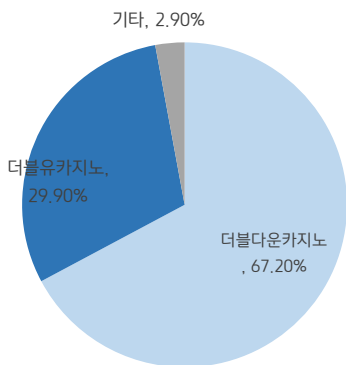
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

마케팅비용 추이 및 전망



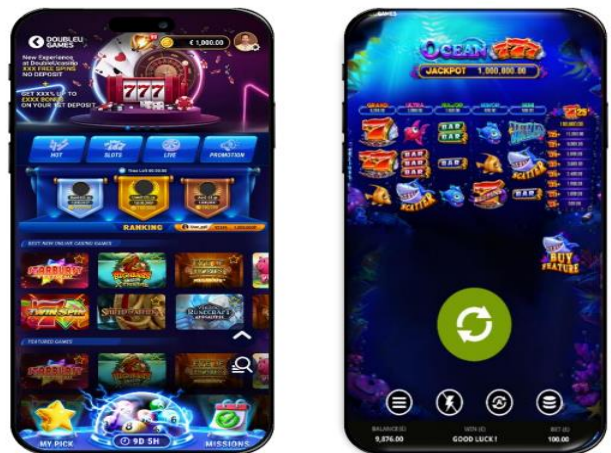
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

Supernation 지역별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

Supernation이 준비 중인 모바일 어플리케이션



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

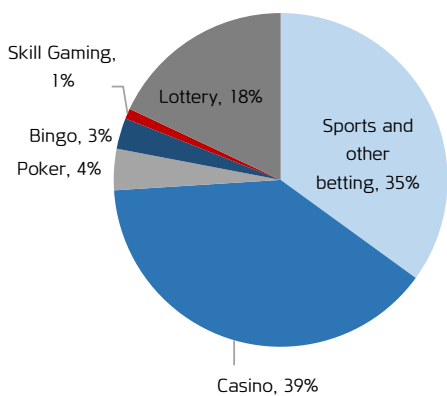
성장성이 기대되는
온라인 카지노 시장

온라인 카지노 시장은 유럽 및 북미지역에서 지속적인 성장세를 나타내고 있다. 특히 동사가 인수한 수퍼네이션은 유럽 내에서 시장규모가 가장 큰 영국과 스웨덴 지역에서 서비스를 진행하고 있어 성장성이 매우 크다. 현재 글로벌 온라인 gambling 시장은 스포츠배팅, 카지노, 포커 빙고 및 스킬게임들이 차지하고 있으며 최근 카지노 시장의 급격한 성장으로 2019년 32%였던 시장 비중이 현재 39%로 스포츠배팅을 넘어섰다. 추가적으로 동사가 확장을 진행하고 있는 빙고 및 스킬게임도 꾸준히 2.5조원 수준의 시장을 유지하고 있는 것으로 추정된다.

수퍼네이션의 인수를 통해 Top Line의 성장을 이끌 것으로 기대된다. 현재 대다수의 온라인 카지노게임들은 HTML5를 통해 PC 및 모바일 서비스를 진행하고 있다. 그만큼 모바일 디바이스에 최적화된 서비스가 없는 상황이며 동사는 소셜카지노 시장에서 모바일을 통해 성장해왔던 노하우를 바탕으로 모바일에 대한 집중 공략을 이룰것으로 전망된다. 현재 전체 gambling 시장에서 모바일 비중이 53% 수준으로 향후 60%대까지 확장할 것으로 전망되기 때문에 동사의 전략은 매우 유효할 것으로 판단된다. 모바일 어플리케이션 개발은 현재 프로토타입이 완성된 것으로 추정되며 고도화를 통해 내년에 선보일 수 있을 것으로 판단된다. 당사는 수퍼네이션의 모바일부문 성장이 하반기에 가파르게 나타날 것으로 기대하여 반영하였으며 수퍼네이션의 2024년 매출을 450억원으로 추정하였다.

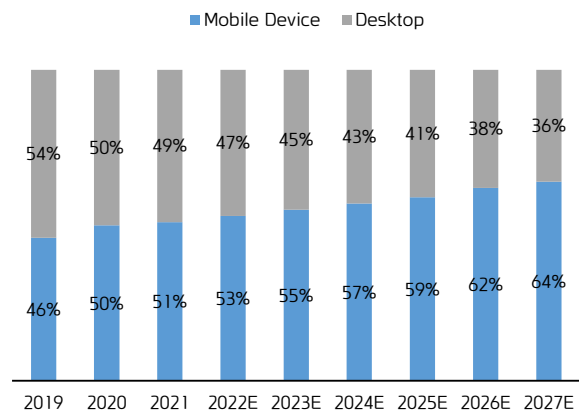
수퍼네이션의 성장 전략은 1. 2024~25년에 걸쳐 모바일 어플리케이션을 기반으로 영국 및 스웨덴 지역의 점유율 확대, 2. 유럽 지역 내 라이선스 확장을 통해 이탈리아, 프랑스, 독일 등 상위권 국가로의 진출, 3. 빠르게 성장하는 북미지역으로의 확장을 통해 중장기적으로 외형과 이익률 성장을 꾀할 것으로 전망된다..

글로벌 gambling시장의 비중(2022)



자료: egba, 키움증권 리서치센터

글로벌 gambling시장의 디바이스 변화 전망



자료: egba, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,499	1,496	1,600	1,578	1,453	1,439	1,396	1,532	6,173	5,820	6,551
DUC+DDC	1,437	1,437	1,539	1,523	1,403	1,396	1,356	1,426	5,936	5,580	5,769
더블유카지노	443	455	515	513	442	430	418	445	1,926	1,734	1,750
더블다운카지노	994	981	1,024	1,010	961	966	938	981	4,010	3,846	4,019
더블유빙고	19	19	19	17	15	13	13	15	73	56	182
슬롯 게임	25	23	24	24	21	16	16	17	95	69	84
iGaming 및 기타	18	18	17	14	14	14	11	74	68	114	516
영업비용	1,072	1,079	1,121	1,062	992	936	855	967	4,334	3,751	4,139
지급수수료	444	446	475	468	416	414	401	440	1,833	1,670	1,826
광고선전비	332	334	351	333	282	247	184	225	1,351	938	1,025
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티	22	22	25	22	26	24	20	26	91	95	118
감가상각비	45	37	21	20	19	19	19	19	123	77	78
인건비 및 기타	231	239	248	219	250	232	231	258	937	970	1,092
영업이익	426	418	479	516	461	503	541	565	1,839	2,069	2,412
영업이익률	28%	28%	30%	33%	32%	35%	39%	37%	30%	36%	37%
QoQ											
매출액	-1%	0%	7%	-1%	-8%	-1%	-3%	10%	-1%	-6%	13%
영업비용	-1%	1%	4%	-5%	-7%	-6%	-9%	13%	0%	-13%	10%
영업이익	-1%	-2%	15%	8%	-11%	9%	8%	4%	-3%	13%	17%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 Valuation

구분	적용값	비고
EPS		
① 더블유게임즈 EPS (원)	9,160	2024년 예상
③ Target PER (배)	8.0	
적정시가총액 (억원)	73,280	(①x②)
목표주가 (원)	72,000	백원 단위 절하
현재주가 (원)	46,300	
상승여력 (%)	55.5%	

자료: 키움증권 리서치센터

Global Peers(온라인카지노)

		888	ENTAIN	FLUTTER ENTER	DOUBLEGAMES
시가총액(십억원)		587	8,623	36,653	829
주가수익률(%)	5D	(4.4)	(5.6)	0.0	(4.0)
	1M	(5.5)	(10.9)	2.6	15.4
	3M	(30.7)	(28.4)	(4.4)	7.9
	6M	4.7	(43.6)	(22.1)	(3.0)
	12M	(17.5)	(35.8)	12.1	(2.9)
매출액(십억원)	2022	1,973	6,843	12,252	617
	2023E	2,737	7,600	15,486	582
	2024E	2,913	8,128	17,221	632
영업이익(십억원)	2022	(8)	832	(125)	184
	2023E	328	1,049	1,788	203
	2024E	423	1,240	2,452	215
EPS(원)	2022	(451)	65	(2,720)	(7,815)
	2023E	97	741	6,841	8,151
	2024E	308	990	8,644	8,068
EPS Growth(%)	2022	(313.5)	(90.3)	(27.0)	(205.7)
	2023E	(121.6)	1,034.5	(351.5)	(204.3)
	2024E	216.1	33.7	26.3	(1.0)
P/E(배)	2022	N/A	206.5	N/A	N/A
	2023E	13.4	18.1	30.1	5.6
	2024E	4.2	13.5	23.8	5.7
P/B(배)	2022	2.0	2.5	1.9	1.1
	2023E	3.1	1.5	2.1	0.9
	2024E	3.1	1.5	2.1	0.8
ROE(%)	2022	(85.0)	0.8	(3.0)	(16.8)
	2023E	28.9	8.1	7.4	18.4
	2024E	82.6	10.5	8.9	15.6
EV/EBITDA(배)	2022	15.6	12.2	86.1	3.1
	2023E	6.7	9.0	16.9	2.9
	2024E	5.3	8.2	13.0	2.0
EBITDA(십억원)	2022	184	1,398	462	196
	2023E	503	1,578	2,606	210
	2024E	611	1,705	3,262	219
EBITDA Growth(%)	2022	30.3	0.2	41.4	(10.0)
	2023E	173.6	12.9	463.6	7.0
	2024E	21.5	8.1	25.2	4.4

자료: Bloomberg(11/21기준), 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	624.1	617.3	582.0	655.1	688.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	624.1	617.3	582.0	655.1	688.6
판관비	433.7	433.4	375.1	413.9	425.2
영업이익	190.4	183.9	206.9	241.2	263.4
EBITDA	218.0	196.2	211.9	245.8	267.7
영업외손익	7.5	-476.2	24.3	28.3	38.2
이자수익	1.7	12.2	21.0	30.0	39.9
이자비용	1.6	3.6	1.8	1.8	1.8
외환관련이익	6.9	17.3	8.0	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	-0.3	-0.3	-0.3
법인세차감전이익	197.9	-292.4	231.2	269.5	301.6
법인세비용	41.6	-71.3	48.6	62.0	69.4
계속사업순손익	156.3	-221.1	182.6	207.5	232.2
당기순이익	156.3	-221.1	182.6	207.5	232.2
지배주주순이익	125.5	-132.2	146.7	166.6	186.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.2	-1.1	-5.7	12.6	5.1
영업이익 증감율	-1.9	-3.4	12.5	16.6	9.2
EBITDA 증감율	-8.7	-10.0	8.0	16.0	8.9
지배주주순이익 증감율	11.8	-205.3	-211.0	13.6	11.9
EPS 증감율	11.4	적전	흑전	13.9	11.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	30.5	29.8	35.5	36.8	38.3
EBITDA Margin(%)	34.9	31.8	36.4	37.5	38.9
지배주주순이익률(%)	20.1	-21.4	25.2	25.4	27.1

현금흐름표

(단위:십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	189.5	118.8	49.7	184.8	215.0
당기순이익	156.3	-221.1	182.6	207.5	232.2
비현금항목의 가감	68.7	434.0	14.4	18.4	15.5
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	9.3	13.8	11.2
영업활동자산부채증감	1.8	-64.2	-118.0	-7.3	-1.5
매출채권및기타채권의감소	6.1	-5.3	3.0	-6.1	-2.8
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.5	-65.1	-118.7	2.0	2.1
기타	-4.8	6.2	-2.3	-3.2	-0.8
기타현금흐름	-37.3	-29.9	-29.3	-33.8	-31.2
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	-434.0	-11.6	-14.0
차입금의 증가(감소)	98.4	-50.0	-24.0	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	-14.0
기타	25.8	-7.2	-399.9	0.0	0.0
기타현금흐름	0.1	-0.6	490.9	90.9	90.9
현금 및 현금성자산의 순증가	123.9	118.8	165.8	227.1	245.5
기초현금 및 현금성자산	60.0	183.9	302.7	468.6	695.6
기말현금 및 현금성자산	183.9	302.7	468.6	695.6	941.1

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	527.9	572.6	676.8	947.7	1,243.2
현금 및 현금성자산	183.9	302.7	468.6	695.6	941.1
단기금융자산	290.7	207.6	148.3	185.4	231.7
매출채권 및 기타채권	43.5	51.8	48.9	55.0	57.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.8	10.5	11.0	11.7	12.6
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	1,334.8	1,601.1	1,892.2
유동부채	102.5	205.7	63.1	65.0	67.1
매입채무 및 기타채무	31.7	158.3	39.6	41.6	43.6
단기금융부채	56.1	37.3	13.3	13.3	13.3
기타유동부채	14.7	10.1	10.2	10.1	10.2
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	86.7	88.6	90.7
지배자본	842.7	729.4	935.3	1,158.7	1,402.0
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	534.2	686.8	859.2
비지배지분	342.2	276.9	312.8	353.7	399.5
자본총계	1,184.8	1,006.3	1,248.1	1,512.4	1,801.5
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	6,828	-7,196	8,039	9,159	10,251
BPS	45,860	39,699	51,416	63,699	77,073
CFPS	12,246	11,590	10,800	12,420	13,620
DPS	700	600	700	850	850
주기배수(배)					
PER	8.5	-6.6	5.7	5.0	4.5
PER(최고)	12.7	-8.3	6.4		
PER(최저)	7.6	-5.1	4.7		
PBR	1.26	1.19	0.89	0.72	0.60
PBR(최고)	1.88	1.51	1.00		
PBR(최저)	1.13	0.92	0.74		
PSR	1.70	1.41	1.44	1.28	1.22
PCFR	4.7	4.1	4.3	3.7	3.4
EV/EBITDA	4.8	3.5	2.7	1.4	0.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	7.6	-4.5	6.3	6.8	6.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8
ROA	13.0	-16.9	14.2	14.1	13.3
ROE	16.5	-16.8	17.6	15.9	14.6
ROIC	19.5	6.4	30.0	30.9	33.9
매출채권회전율	13.9	13.0	11.6	12.6	12.2
재고자산회전율					
부채비율	16.6	22.8	6.9	5.9	5.0
순차입금비율	-30.4	-44.8	-46.6	-55.9	-63.1
이자보상배율	119.6	50.6	117.1	136.5	149.1
총차입금	114.7	59.3	35.3	35.3	35.3
순차입금	-359.8	-451.1	-581.5	-845.6	-1,137.5
NOPLAT	218.0	196.2	211.9	245.8	267.7
FCF	190.1	-10.2	50.5	183.0	205.6

Compliance Notice

- 당사는 11월 22일 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

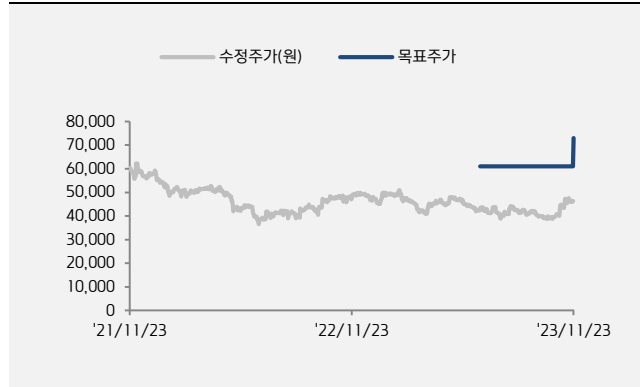
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
더블유	2023/06/22	BUY(Reinitiate)	61,000 원	6개월	-29.71	-28.61
게임즈	2023/07/05	BUY(Maintain)	61,000 원	6개월	-31.56	-28.28
(192080)	2023/08/10	BUY(Maintain)	61,000 원	6개월	-32.30	-27.13
	2023/11/02	BUY(Maintain)	61,000 원	6개월	-31.34	-22.13
	2023/11/23	BUY(Maintain)	73,000 원	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 (2022/10/01~2023/09/30)

매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%