

더블유게임즈 (192080)

영업이익률 40% 달성

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	61,000 원(유지)
현재주가	42,700 원(02/14)
시가총액	918 (십억원)

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

- 4분기 매출액 1,535억원(-2.7%yoy), 영업이익 628억원(+21.9%yoy) 기록. 시장 컨센서스(553억원) 상회
- 매출은 슈퍼네이션 매출 일부 반영과 소셜카지노의 성수기 효과로 전분기 대비 반등. 동분기 역성장한 전체 소셜카지노 시장과는 대조적인 모습
- 영업비용에서는 슈퍼네이션 연결 편입에도 불구하고 마케팅 비용이 크게 줄어들면서 전체 OPM 40% 상회
- 올해 상반기 슈퍼네이션의 아이게이밍 모바일 앱이 출시될 예정. 슈퍼네이션 24년 추정 매출액은 약 400억원으로 동사 외형성장에 기여할 것. 이외 두 개의 캐주얼 신작 게임도 상반기 중으로 출시 준비에 있음
- 금번 실적 발표에서 배당 정책에 변경이 있었음. 배당 지급 기준이 기존 연결 영업이익에서 연결 EBITDA로 변경
- 연간 2,000억원 이상의 M&A도 검토 중. 인수 기업에 대해 발표된 구체적인 사항은 현재까지 없음
- 동사 소셜카지노 매출액은 시장 성장률을 상회하고 있으며 아이게이밍 및 캐주얼 게임 등으로 매출 다변화 시도를 이어가는 중. 슈퍼네이션은 동사의 슬롯 게임 개발력과의 시너지로 올해 매출 성장에 상당부분 기여할 것으로 전망

주가(원, 2/14)	42,700
시가총액(십억원)	918
발행주식수	21,496천주
52주 최고가	52,000원
최저가	38,000원
52주 일간 Beta	0.73
3개월 일평균거래대금	20억원
외국인 지분율	13.2%
배당수익률(2024F)	2.3%

주주구성	
김가람 (외 7인)	44.5%
자사주 (외 1인)	7.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5.3%	12.8%	0.7%
절대기준	-1.5%	14.7%	6.9%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	61,000	61,000	-
영업이익(23)	213	205	▲
영업이익(24)	230	210	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E
매출액	624	617	582	598
영업이익	190	184	213	230
세전손익	198	-292	244	253
당기순이익	156	-221	192	198
EPS(원)	5,778	-6,090	6,912	7,200
증감률(%)	11.7	적전	흑전	4.2
PER(배)	8.5	na	6.2	5.9
ROE(%)	16.5	-16.8	19.7	18.3
PBR(배)	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	4.6	2.7	2.8	2.0

자료: 유진투자증권



4Q23 Review: 영업이익률 40% 달성

더블유게임즈 4 분기 실적은 매출액 1,535 억원(-2.7%yoy), 영업이익 628 억원(+21.9%yoy, OPM +40.9%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(541 억원) 및 시장 컨센서스(553 억원)를 상회했다.

10 월 말 인수 완료된 '슈퍼네이션'의 매출이 2 개월치 반영됐고, 기존 소셜카지노 매출 또한 크리스마스 등 이벤트 효과로 전분기 대비 매출이 반등했다. 이는 지난해 4 분기 전체 소셜카지노 시장이 역성장했던 모습과 대비됐다. 비용에서는 슈퍼네이션 연결 편입에도 불구하고 마케팅 비용이 크게 줄어들면서(매출액 대비 10% 수준) 전체 영업이익률은 40%를 상회했다.

3종의 신작과 주당 1,000 원 배당 결정

올해 상반기 슈퍼네이션의 신작 아이게이밍 앱이 출시될 예정이다. 슈퍼네이션이 출시하는 네번째 게임이지만, 더블유게임즈 인수 이후 모바일로 출시되는 첫 아이게이밍 신작이기 때문에 매출 상승 효과를 기대해볼 수 있다. 현재 슈퍼네이션 매출액 대비 30~40% 수준을 마케팅에 집중하고 있고, 올해 1 월 매출액은 지난해 9 월 대비 50% 성장하는 등 외형성장을 이어나가고 있다. 당사의 2024 년 슈퍼네이션 추정 매출액은 약 400 억원 수준이다. 이외에도 동사는 두 개의 캐주얼 신작 게임(3 매치 장르의 '슈퍼매치', 빙고 장르의 '빙고헤븐')을 상반기 중으로 출시 준비에 있다.

실적 발표와 함께 총 165 억원 규모의 배당(주당 1,000 원)도 발표했는데, 이번 부터는 배당 정책이 배당 지급 기준을 기존 연결 영업이익에서 연결 EBITDA 로 변경되었다. 추가적으로 내부적으로 연간 2 천억원 이상의 M&A 도 검토 중이지만, 현재까지 구체적인 인수 기업에 대해서는 발표된 바 없다. 2/14 기준 올해 초 실시한 무상증자의 신주 상장도 완료됐다.

전체 소셜카지노 시장의 정체에도 불구하고 동사의 소셜카지노 매출액은 시장 성장률을 상회하고 있으며, 아이게이밍 및 캐주얼 게임 등으로 매출 다변화 시도를 이어가고 있다. 특히 슈퍼네이션의 경우, 동사의 슬롯 게임 개발력과의 시너지로 올해 매출 성장에 상당부분 기여할 것으로 전망한다. 투자의견 BUY 및 목표주가 61,000 원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	150.0	149.0	147.2	151.5	582.3	597.7
(%yoy)	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-2.7%	3.2%	3.5%	5.4%	-1.3%	-5.7%	2.6%
더블다운인터랙티브	99.0	98.9	95.7	104.1	96.0	95.8	94.5	96.0	397.6	382.3
더블유게임즈	46.3	45.1	43.9	43.8	45.2	44.1	43.2	44.5	179.1	177.0
슈퍼네이션				5.6	8.8	9.1	9.5	11.0	5.6	38.4
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	90.7	93.3	90.9	92.4	369.0	367.3
(%yoy)	-7.5%	-13.2%	-23.7%	-14.7%	-8.6%	-0.4%	6.4%	1.9%	-14.9%	-0.5%
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	42.8	42.5	42.0	43.2	166.0	170.3
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	15.0	17.9	16.5	15.9	86.6	65.3
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	21.0	21.5	21.5	22.5	76.0	86.5
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	2.2	2.3	2.3	1.5	7.7	8.3
기타운영비용	6.7	5.4	5.1	6.9	6.5	6.0	5.5	6.1	24.1	24.1
유무형자산상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	8.7	12.8
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	59.4	55.7	56.3	59.1	213.3	230.4
(%yoy)	8.0%	20.3%	13.0%	21.9%	28.8%	10.7%	4.0%	-5.9%	16.0%	8.0%
OPM(%)	31.7%	34.9%	38.8%	40.9%	39.6%	37.4%	38.2%	39.0%	36.6%	38.5%
영업외손익	14.4	7.4	11.1	-1.9	5.6	5.6	5.6	5.6	31.0	22.4
세전이익	60.4	57.7	65.2	61.0	65.0	61.3	61.9	64.7	244.3	252.8
지배순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	39.8	37.5	37.9	39.6	148.6	154.8
(%yoy)	51.3%	흑자전환	9725%	흑자전환	1.1%	10.5%	-4.4%	11.1%	흑자전환	4.2%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	624.1	617.3	582.3	597.7
영업이익	190.4	183.9	213.3	230.4
세전이익	197.9	-292.4	244.3	252.8
지배순이익	125.5	-132.2	148.6	154.8
EPS(원)	5,778	-6,090	6,912	7,200
PER(배)	8.5	na	6.2	5.9
OPM(%)	30.5%	29.8%	36.6%	38.5%
NPM(%)	20.1%	-21.4%	25.5%	25.9%

자료: 유진투자증권

더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
자산총계	1,023	1,382	1,236	1,194	1,332
유동자산	217	528	573	528	670
현금성자산	60	184	406	353	495
매출채권	46	43	52	59	58
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	806	854	663	666	662
투자자산	25	26	79	49	51
유형자산	1	1	2	1	0
기타	779	827	582	616	611
부채총계	95	197	229	92	92
유동부채	55	103	206	68	67
매입채무	29	32	158	25	24
유동성이자부채	7	56	37	33	33
기타	19	15	10	10	10
비유동부채	40	95	24	24	24
비유동이자부채	15	59	22	20	20
기타	25	36	2	4	4
자본총계	928	1,185	1,006	1,102	1,240
지배지분	678	843	729	777	915
자본금	9	9	9	9	11
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	424	543	399	531	667
기타	(53)	(8)	23	(62)	(62)
비지배지분	249	342	277	326	326
자본총계	928	1,185	1,006	1,102	1,240
총차입금	22	115	59	53	53
순차입금	(38)	(69)	(347)	(300)	(442)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업현금	202	189	119	(120)	159
당기순이익	125	156	(221)	192	198
자산상각비	45	28	12	7	6
기타비현금성손익	77	41	422	(132)	(75)
운전자본증감	(6)	2	(64)	(210)	(1)
매출채권감소(증가)	(4)	6	(5)	8	1
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(4)	0	(65)	(124)	(0)
기타	2	(5)	6	(94)	(1)
투자현금	(23)	(184)	86	55	(7)
단기투자자산감소	(22)	(183)	87	58	(5)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	0	1	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(165)	118	(85)	(21)	(15)
차입금증가	(159)	92	(57)	(6)	0
자본증가	(6)	(6)	(28)	(15)	(15)
배당금지급	6	6	12	10	17
현금 증감	14	124	119	(83)	136
기초현금	46	60	184	303	219
기말현금	60	184	303	219	356
Gross Cash flow	247	225	213	86	159
Gross Investment	7	(1)	65	212	3
Free Cash Flow	240	226	148	(126)	157

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	658	624	617	582	598
증가율(%)	0.0	(5.2)	(1.1)	(5.7)	2.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	658	624	617	582	598
판매 및 일반관리비	464	434	433	369	367
기타영업손익	0	(7)	(0)	(15)	(0)
영업이익	194	190	184	213	230
증가율(%)	0.0	(2.0)	(3.4)	16.0	8.0
EBITDA	239	218	196	221	236
증가율(%)	0.0	(8.7)	(10.0)	12.5	7.0
영업외손익	(25)	7	(476)	31	22
이자수익	1	2	12	23	18
이자비용	10	2	4	2	2
지분법손익	(0)	(0)	(0)	0	0
기타영업외손익	(16)	7	(485)	10	6
세전순이익	169	198	(292)	244	253
증가율(%)	0.0	17.0	적전	흑전	3.5
법인세비용	44	42	(71)	52	54
당기순이익	125	156	(221)	192	198
증가율(%)	0.0	25.2	적전	흑전	3.3
지배주주지분	112	125	(132)	149	155
증가율(%)	0.0	11.7	적전	흑전	4.2
비지배지분	12	31	(89)	44	44
EPS(원)	5,172	5,778	(6,090)	6,912	7,200
증가율(%)	0.0	11.7	적전	흑전	4.2
수정EPS(원)	5,172	5,778	(6,090)	6,912	7,200
증가율(%)	0.0	11.7	적전	흑전	4.2

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
주당지표(원)					
EPS	5,172	5,778	(6,090)	6,912	7,200
BPS	36,923	45,860	39,699	42,693	42,560
DPS	296	592	508	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	9.9	8.5	n/a	6.2	5.9
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/ EBITDA	4.5	4.6	2.9	2.8	2.0
배당수익률	0.6	1.2	1.2	2.3	2.3
PCR	4.5	4.7	4.4	10.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	29.5	30.5	29.8	36.6	38.5
EBITDA이익률	36.3	34.9	31.8	37.9	39.5
순이익률	19.0	25.0	(35.8)	33.0	33.2
ROE	16.9	16.5	(16.8)	19.7	18.3
ROIC	16.2	15.0	15.1	23.1	22.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(4.1)	(5.8)	(34.4)	(27.2)	(35.6)
유동비율	395.7	514.9	278.3	781.1	994.6
이자보상배율	18.6	119.6	50.6	103.4	115.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	15.1	13.9	13.0	10.5	10.3
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	26.0	20.5	6.5	6.4	24.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 제3자에게 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: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

