

Better than yesterday



20210135@iprovest.com

인터넷/게임 김동우 책임연구원

CONTENTS

- 3 Summary
- 4 Key Chart
- 6 1. 소셜카지노 시장 동향 및 전망
 - 1) 유저들의 충성도 및 인당 결제액은 높으나 신규 유저 유입은 정체
 - 2) 마케팅비 경쟁 완화
- 9 2. 포트폴리오의 확장: 게임 & 미디어 사업
 - 1) 더블유게임즈: 스킬게임과 iGaming 에 베팅
 - 2) 미투젠: 종합 엔터테인먼트사로 전환중
- 17 기업분석
 - 더블유게임즈(192080)
 - 미투젠(950190)

Summary

Better Than Yesterday: 이익 체력을 바탕으로 새로운 베팅에 나서는 소셜카지노 업체들

소셜카지노 시장은 2020년 급격한 규모 성장을 보인 후 성장 정체 구간이 지속되고 있다. 타 장르에 비해 우호적인 인당 결제액과 게임 라이프사이클으로 높은 OPM(2Q23 더블유게임즈 35%, 미투젠 28%)을 유지하고 있으나, 신규 유저 진입이 제한되어 DAU의 정체가 이어지고 있다. 코로나19 팬데믹 이후 3Q22에 이르기까지 주요 소셜카지노 게임사들은 유저 확보를 위한 마케팅을 대거 집행해 왔으나, 1H23 들어 각 사들은 트래픽 정상화 과정에서 신규 유저 모객보다는 채널별 마케팅 효율화를 선택했다. 시장 전반적인 신규 유저 유입이 제한된 상황 하에서 출혈 마케팅 경쟁이 재개될 가능성은 낮아 보인다.

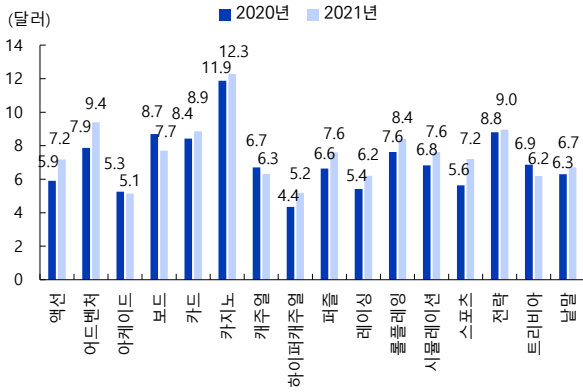
국내 소셜카지노 게임사(더블유게임즈, 미투젠)은 안정적인 이익과 축적된 현금을 바탕으로 포트폴리오 확장을 시도하고 있다. 더블유게임즈는 2H23 소셜카지노 시장에서의 경쟁우위(슬롯 IP 및 메타컨텐츠 역량)를 활용해 규모가 크고 성장률이 높은 인접 타겟 시장(스킬게이밍, 온라인 갬블링)에 진출하고 있어 성장 구간 재진입을 전망하며, 이에 그치지 않고 1H23말 기준 4천억원 규모의 현금 및 현금성자산을 바탕으로 추가적인 M&A를 준비하고 있다. 미투젠은 게임 및 웹툰/웹소설 영역에서 신작 출시 통해 기존 사업 매출이 지속 성장할 것으로 전망하며, 연예 매니지먼트 및 드라마 제작 사업을 영위하는 '고스트스튜디오' 인수를 통해 종합 엔터테인먼트 기업으로의 전환이 기대된다.

더블유게임즈를 투자 의견 Buy, 목표주가 65,000원, 국내 소셜카지노 업종 중 Top Pick으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 1)국내 주요 게임사 중 우수한 이익 창출력을 보여주고 있으며, 2)소셜카지노 신작(Funtastic Slots) 출시 및 신사업(스킬게임, iGaming) 진출에 따라 2024년 매출 반등이 예상되어 주된 주가 디스카운트 요인이 해소될 것으로 전망한다. 또한 3)우량한 현금을 기반으로 한 배당 및 자사주 매입/소각 뿐 아니라 게임/비게임 영역에서의 추가 M&A도 고려하고 있어 현 주가(12MF 지배순이익 기준 PER 5.1배)는 저평가 되었다고 판단한다.



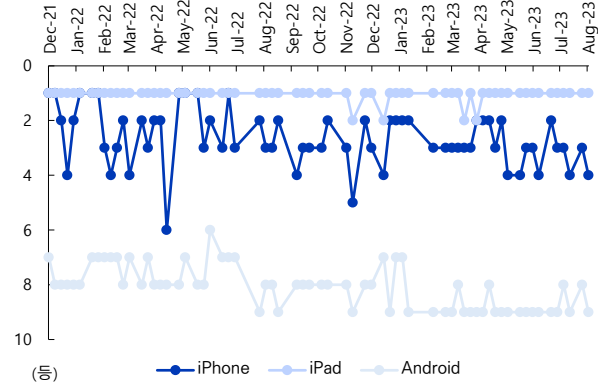
Key Charts

[도표 1] 글로벌 모바일 게임 장르별 인당 인앱결제액



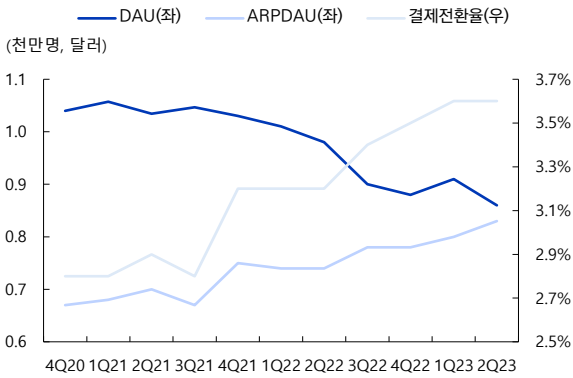
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 더블다운카지노 마켓별 카지노게임 매출 순위 추이



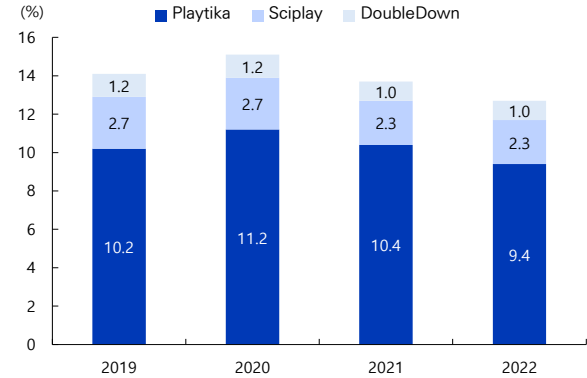
자료: 더블유게임즈, Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Playtika DAU & ARPPDAU 및 결제전환율 추이



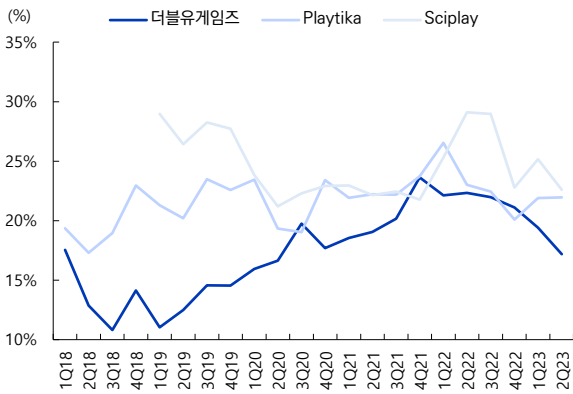
자료: Playtika, 교보증권 리서치센터. 주: DAU는 천만명, ARPPDAU는 달러 단위

[도표 4] 주요 상장 소셜카지노 게임사 DAU 추이



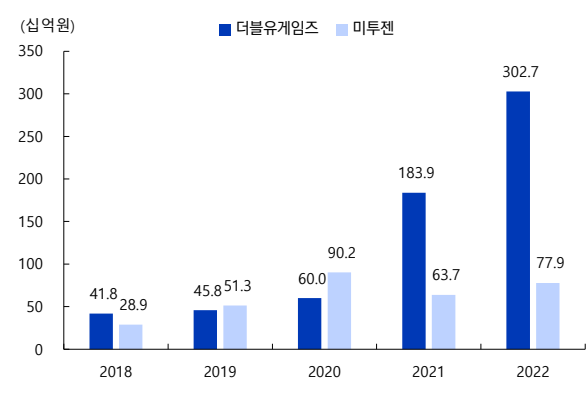
자료: Playtika, Sciplay, DoubleDown Interactive, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 주요 소셜카지노 게임사 매출 대비 마케팅비 비중 추이



자료: 더블유게임즈, Sciplay, Playtika, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 더블유게임즈 & 미투젠 현금 및 현금성자산 추이



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 미투젠 교보증권 리서치센터

게임

소셜카지노 - Better Than Yesterday

[도표 7] 더블유게임즈 포트폴리오 및 성장 전략



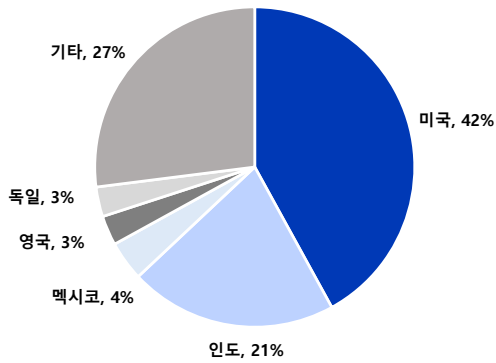
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 미투젠의 고스트스튜디오 인수



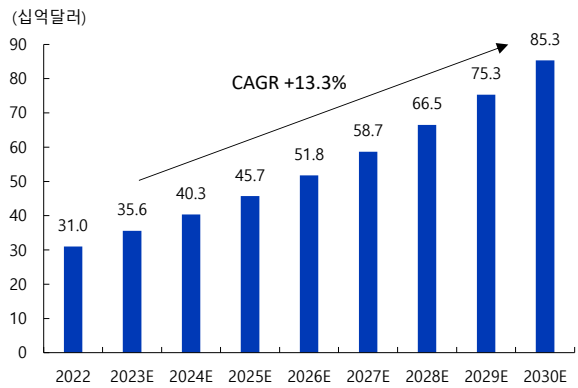
자료: 미투젠, 고스트스튜디오, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 스킬게임 국가별 시장 규모 비중



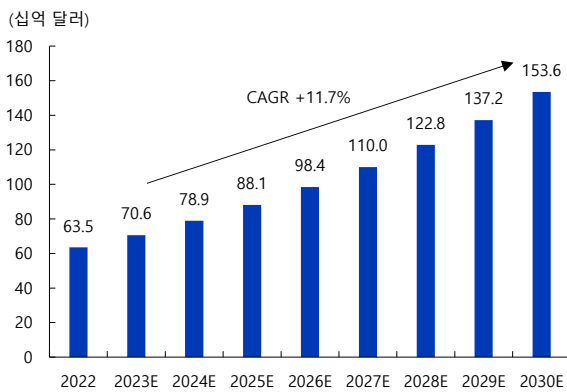
자료: GamesBeat, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 글로벌 스킬게임 시장 규모 및 전망



자료: Fortune Business Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 온라인 댁블링 시장 규모 및 전망



자료: GrandviewResearch, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 더블유게임즈 iGaming 모바일 전용 신규 카지노 앱



자료: 더블유게임즈, SuperNation, 교보증권 리서치센터

1. 소셜카지노 시장 동향 및 전망

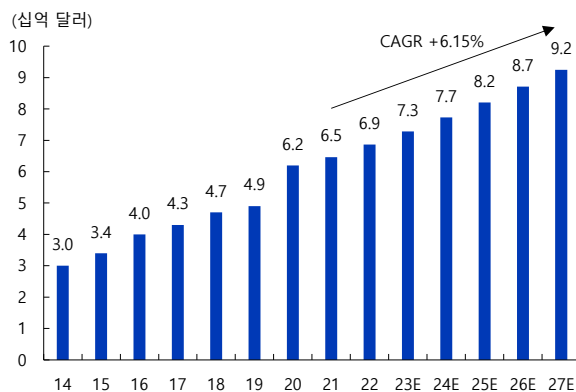
1) 유저들의 충성도 및 인당 결제액은 높으나 신규 유저 유입은 정체

글로벌 소셜카지노 시장은 2020년 YoY +26.5%의 급격한 규모 성장을 보인 후 정상화 과정을 거치고 있다. 2023년 73억 달러 수준을 기록, 2027년까지 CAGR +6.15%의 장기 성장을 기록할 것으로 예상된다([도표13]).

포커, 슬롯, 블랙잭 등 카지노 게임을 모바일 앱 또는 웹사이트에서 플레이 할 수 있는 소셜 카지노 게임은 도박의 3대 요소인 1)베팅, 2)확률, 3)환금성 중 3)환금성이 없어 캐주얼 게임으로 분류되며, 북미/유럽권의 40대 이상 여성을 주요 타겟층으로 타 장르에 비해 인당 평균 결제액이 높게 나타난다([도표14]). 다만 [도표 20]에서 보여지듯 신규 유저 진입이 제한되어 각 사들은 DAU의 역성장을 겪고 있어 시장 전체의 성장성이 제한된다는 점이 디스카운트 요인으로 작용하고 있다.

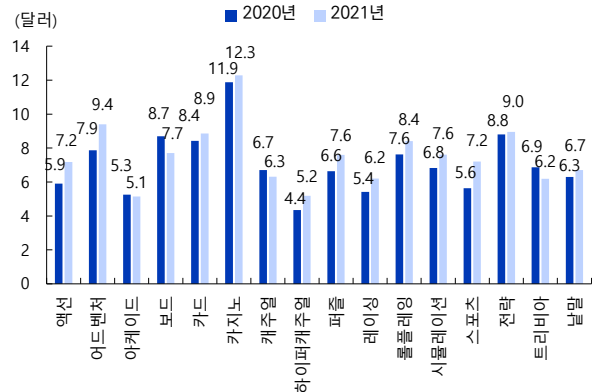
글로벌 소셜카지노 시장의 저성장이 이어지는 가운데 다양한 슬롯과 메타퍼처(슬롯 외 콘텐츠) 경쟁력을 바탕으로 상위권 업체들은 시장지배력을 장기적으로 유지하고 있으며, 국내 게임사 중 더블유게임즈의 ‘더블유카지노’, 더블유게임즈 산하 더블다운인터랙티브가 운영하는 ‘더블다운카지노’가 북미 iPhone 및 iPad 기준 상위권 성적을 유지하고 있다. Anroid 기준으로는 넷마블 산하 스피엑스게임즈의 ‘캐시프렌지’와 ‘랏차슬롯’이 10위권 내 포진해 있다. ([도표 16~18])

[도표 13] 글로벌 소셜카지노 시장 규모 및 전망



자료: Statista, Business Research, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 글로벌 모바일 게임 장르별 인당 인입결제액

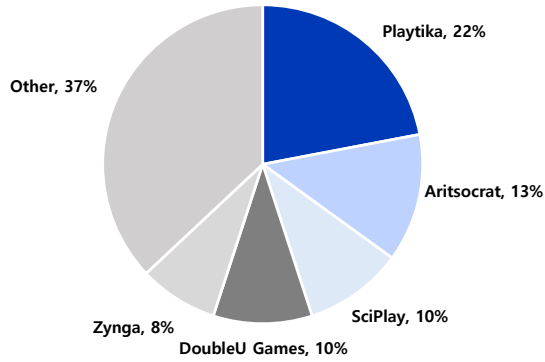


자료: Statista, 교보증권 리서치센터

게임

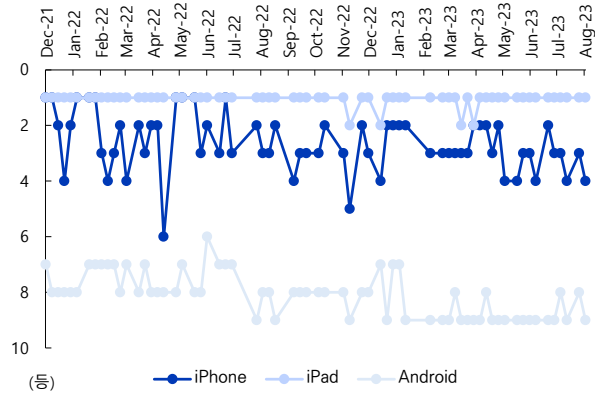
소셜카지노 - Better Than Yesterday

[도표 15] 글로벌 소셜카지노 게임 시장 점유율 (2020년)



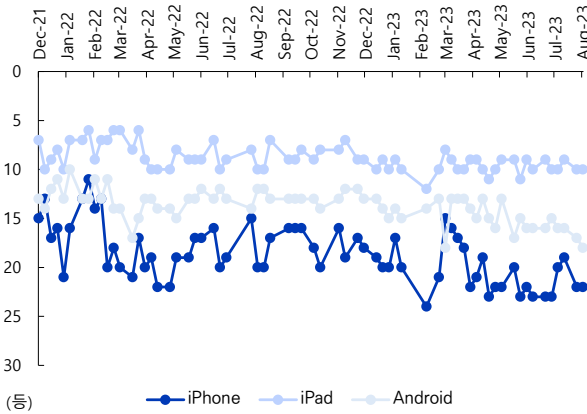
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 더블다운카지노 마켓별 카지노게임 매출 순위 추이



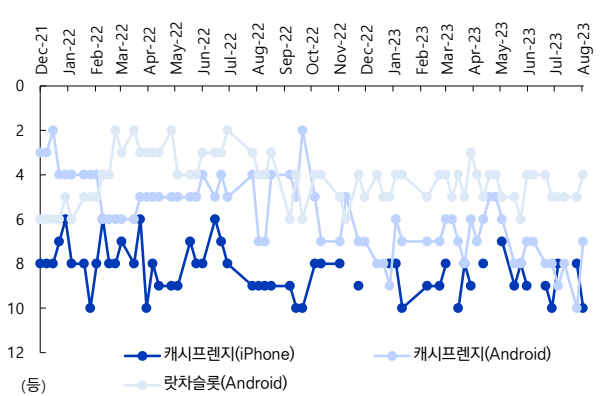
자료: 더블유게임즈, Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 더블유카지노 마켓별 카지노게임 매출 순위 추이



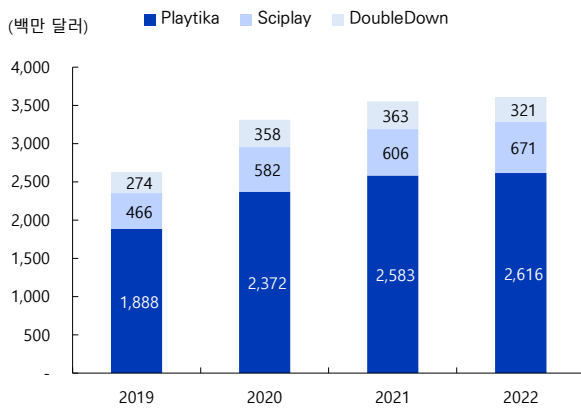
자료: 더블유게임즈, Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 캐시프렌지&랏차슬롯 마켓별 카지노게임 매출순위 추이



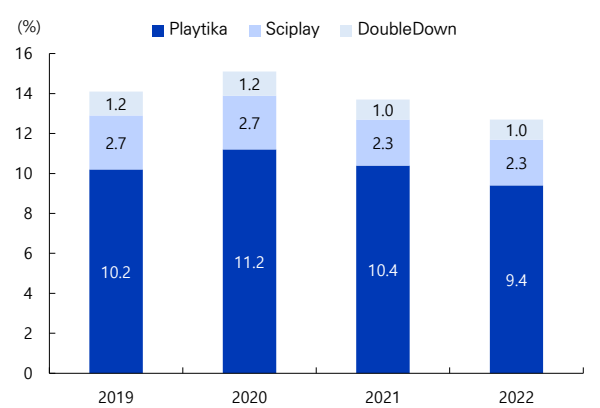
자료: 넷마블, SensorTower, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 주요 상장 소셜카지노 게임사 매출 추이



자료: Playtika, Sciplay, DoubleDown Interactive, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 주요 상장 소셜카지노 게임사 DAU 추이



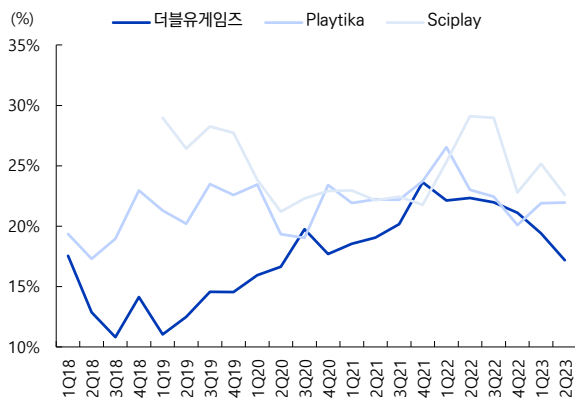
자료: Playtika, Sciplay, DoubleDown Interactive, 교보증권 리서치센터

2) 마케팅비 경쟁 완화

코로나19 팬데믹에 따른 외부활동 제한으로 DAU 및 체류시간 확대가 이루어지면서, 주요 소셜카지노 게임사들은 유저 확보를 위한 마케팅을 대거 집행했다. 이는 엔데믹으로 인한 트래픽 정상화 과정중에도 3Q22 정점에 이르기까지 지속되어([도표 21]), DAU 감소에도 불구하고 결제전환율 및 ARPDau의 상승을 통한 매출 성장이 가능했으나 수익성에는 걸림돌로 작용했다. 그러나 1H23 각 사들은 트래픽 정상화 과정에서 신규 유저 모객보다는 채널별 마케팅 효율화를 꾀했으며, 이는 전반적인 마케팅비 비중 감소로 나타나고 있다. 시장 전반적인 신규 유저 유입이 제한된 상황 하 마케팅 지출 경쟁이 다시 고도화될 개연성은 낮은 것으로 판단한다.

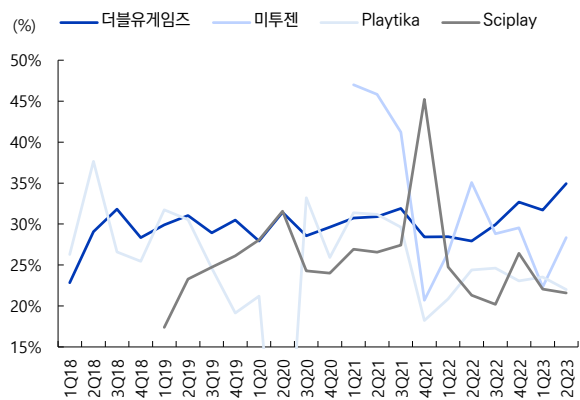
이와 같은 상황 하에서 더블유게임즈의 모바일(iPhone, iPad, Android) 매출은 견조하게 유지되고 있으나, Facebook 중심의 웹 채널 매출은 하락을 지속할 것으로 전망한다.

[도표 21] 주요 소셜카지노 게임사 매출 대비 마케팅비 비중 추이



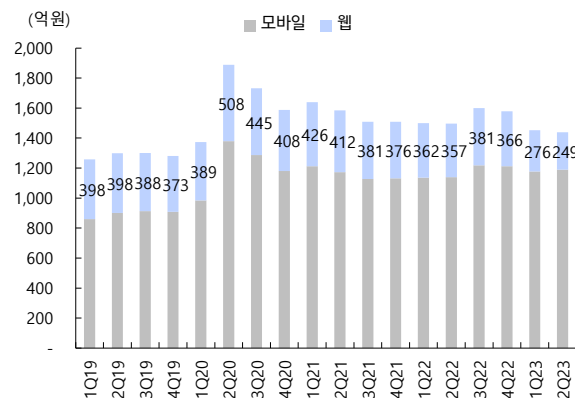
자료: 더블유게임즈, 미투젠, Sciplay, Playtika, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 주요 소셜카지노 게임사 OPM 추이



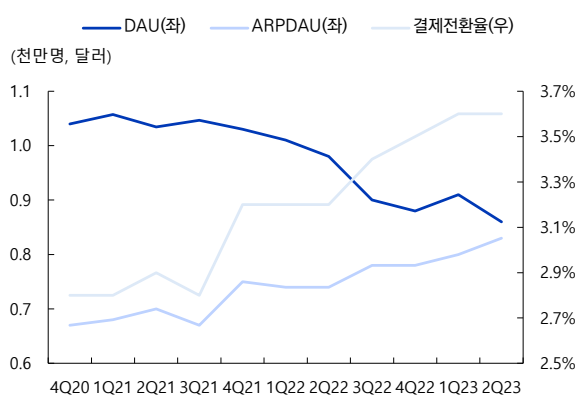
자료: 더블유게임즈, 미투젠, Sciplay, Playtika, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 더블유게임즈 모바일 & 웹 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 24] Playtika DAU & ARPDau 및 결제전환율 추이



자료: Playtika, 교보증권 리서치센터. 주: DAU는 천만명, ARPDau는 달러 단위

2. 포트폴리오의 확장: 게임 & 미디어 산업

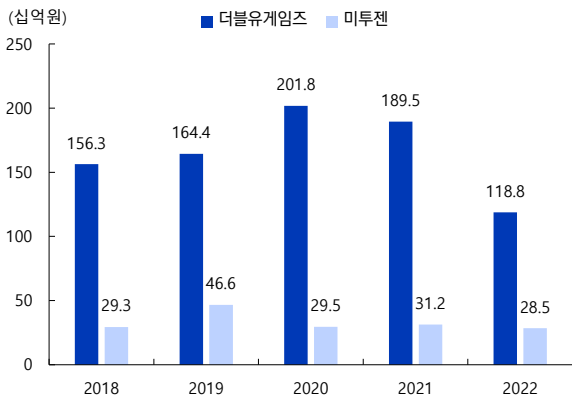
국내사 중 더블유게임즈는 게임 내 영역 확장, 미투젠은 미디어 산업 진출

글로벌 소셜카지노 산업이 정체되어 있는 상황 하, 국내사인 더블유게임즈와 미투젠은 안정적인 현금흐름과 축적된 현금을 토대로 포트폴리오 확장을 시도하고 있다.([도표 25~26]).

더블유게임즈는 2H23 소셜카지노 시장에서의 경쟁우위(슬롯 IP 및 메타컨텐츠 역량)을 바탕으로 인접 타겟 시장(스킬게이밍, 온라인 갬블링)에 진출 예정이며, 1H23 말 기준 4천억원의 현금및현금성자산을 통해 추가적인 M&A를 준비하고 있다. ([도표 27])

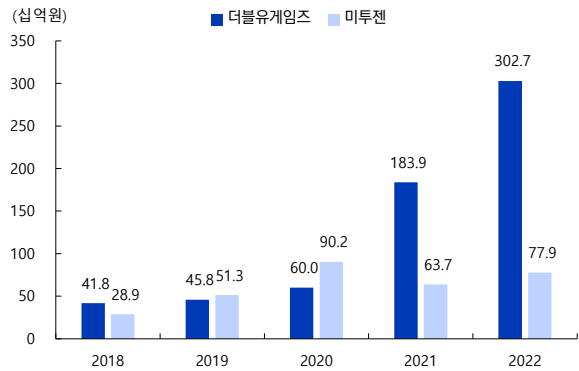
미투젠은 게임 및 웹툰/웹소설 영역에서 신작 출시를 지속하여 기존 사업에서의 지속 성장을 꾀할 뿐 아니라, 연예 매니지먼트 및 드라마 제작 사업을 영위하는 ‘고스트 스튜디오’인수를 통해 종합 엔터테인먼트 기업으로의 도약을 꾀하고 있다. ([도표 28])

[도표 25] 더블유게임즈 & 미투젠 영업활동 현금흐름 추이



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 더블유게임즈 & 미투젠 현금 및 현금성자산 추이



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 더블유게임즈 포트폴리오 및 성장 전략



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 미투젠의 고스트스튜디오 인수



자료: 미투젠, 고스트스튜디오, 교보증권 리서치센터

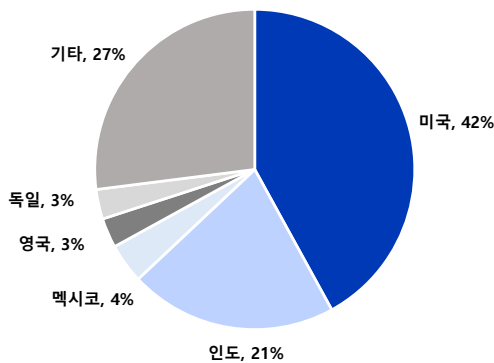
1) 더블유게임즈: 스킬게임과 iGaming에 베팅

더블유게임즈는 2H23부터 1) 기존 소셜카지노 사업의 마케팅 효율화와 앱 퍼포먼스 개선, 2) 유저 성장 경험에 초점을 맞추고 캐주얼 콘텐츠가 가미된 소셜카지노 신작 'Funtastic Slots' 출시(8월 28일 영국 등 소프트런칭, 4Q23 정식 출시 예정) 등을 통해 기존 사업에서의 성장을 꺾이는 동시에, 소셜카지노와 직접적인 시너지가 높은 3) 스킬게임과 4) iGaming(온라인 갬블링) 영역으로의 진출을 통해 매출 및 이익 반등이 가능할 것으로 전망한다.

3) 스킬 게임은 도박의 3요소(베팅, 확률, 환금성) 중 '확률' 요소가 없어 캐주얼 게임으로 취급된다. 미국(42%), 인도(21%), 멕시코(4%), 영국(3%) 등 국가를 중심으로 성장중이며, Fortune Business Insight에 따르면 글로벌 스킬게임 시장 성장은 2023년부터 7년간 CAGR +13.3% 성장할 것으로 추정된다. ([도표 29~30]) 2022년 북미(미국 내 40개 주에서 합법) 스킬 시장 규모가 88억 달러 규모로, 소셜카지노 시장 대비 규모 및 성장성이 우수하다.

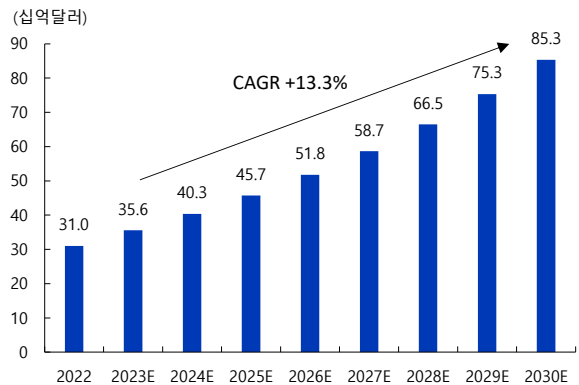
더블유게임즈는 스킬게임 'Bingo Cashout'을 2023년 6월부터 미국에서 테크 베타 테스트 진행중이며,페이팔의 모바일 결제 시스템 'Braintree'를 통해 신용카드 결제를 도입하기 위한 심사를 진행 중이다. 스킬게임 이용자의 주된 지역(미국, 인도 및 유럽 일부 국가) 및 연령/성별(30대 이상 여성)이 소셜카지노게임과 유사하고, 더블유게임즈가 차별화된 메타컨텐츠 제공에 강점을 가진 만큼 게임시장 내 영역 확장은 성공 가능성이 높은 것으로 예상된다. 4Q23 'Bingo Cashout' 런칭을 시작으로 2024년 'Solitaire' 및 'Bubble Shooter'가 출시될 것으로 예상된다.

[도표 29] 스킬게임 국가별 시장 규모 비중



자료: GamesBeat, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 글로벌 스킬게임 시장 규모 및 전망



자료: Fortune Business Insight, 교보증권 리서치센터

진짜 카지노, iGaming

4)iGaming은 캐주얼게임과 구분되는 온라인 카지노 사업으로, 2023년부터 2030년까지 CAGR +11.7% 수준의 성장이 예상되며 2022년 유럽 시장 규모 260억 달러(전체 시장 내 비중 41% 추산), 2021년 미국 시장 규모는 95억 달러 규모로 추정한다. 영국 내 iGaming 단일 시장 규모만 한화 7조원 규모로 추산되어, 전체 글로벌 소셜카지노 시장 규모와 유사하다.

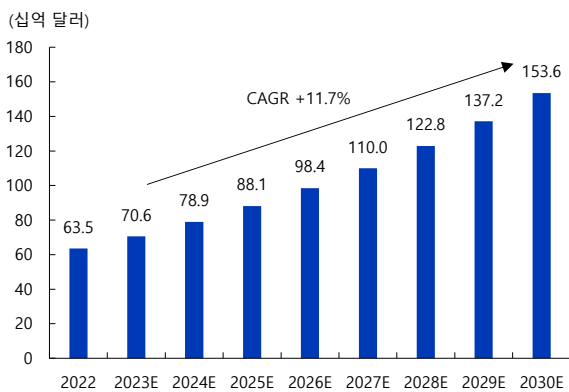
2022년 온라인 갬블링 시장은 매출의 48%가 데스크톱 기반 채널에서 발생한 만큼 아직까지 모바일 침투율이 낮다. 이용자들이 게임의 세부 사항을 큰 화면으로 파악하는 것을 선호했기 때문인데, CricBaba, Sky Bet, bet365 등과 같은 베팅 앱들이 모바일 기기 성능의 향상을 바탕으로 개선된 그래픽, 편리한 이용성을 선보이면서 영국, 유럽 등지에서도 모바일 채널을 선호하는 유저가 늘고 있다. ([도표 34])

더블유게임즈의 완전자회사 더블다운인터랙티브 LLC는 온라인 갬블링 시장 진출을 위해 2023년 1월 스웨덴 iGaming 업체 ‘슈퍼네이션’과 주식 매매 계약을 체결했다. 영국, 스웨덴, 몰타 등 관계당국에서의 지배구조 변경 심사를 거쳐 3,500만 달러 규모의 인수 절차가 완료되면 ‘슈퍼네이션’은 더블다운인터랙티브의 완전자회사로 편입될 예정이다.

슈퍼네이션은 2015년 설립되어 ‘듀엘즈’, ‘부두 드림’, ‘뉴옥스핀’ 등의 온라인카지노 앱을 통해 입지를 구축하였으며, 2022년 한화 기준 300억원 규모의 매출을 창출하였다. 인수 완료 이후 a) ‘듀엘즈’에 더블다운인터랙티브의 소셜카지노 슬롯을 이식하고, b) 슈퍼네이션의 라이선스를 기반으로 iGaming 모바일 전용 신규 카지노 앱 개발을 진행하고 있다. 또한 c) 더블유게임즈의 슬롯 등 IP를 B2B 라이선스 업체와 협업해 제3업체를 통해 서비스하는 사업도 준비하고 있다. 이를 위해 HTML5 기반으로 모바일에 최적화된 슬롯 제작 및 인증작업을 진행 중이다.

iGaming 시장은 운영사의 브랜드 및 지급안정성을 제외하면 서비스 자체에 큰 차별성이 없는 시장이다. 소셜카지노 시장에서 인정받은 더블유게임즈의 캐주얼한 IP와 모바일 기반의 운영 노하우, 그리고 하우스징 및 카드 수집 등 메타컨텐츠를 적용시 흥행이 가능할 것으로 판단한다.

[도표 31] 온라인 갬블링 시장 규모 및 전망



자료: GrandviewResearch, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 더블유게임즈 iGaming 모바일 전용 신규 카지노 앱



자료: 더블유게임즈, SuperNation, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 슈퍼네이션 사의 '듀얼즈 카지노'



자료: 슈퍼네이션, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Bet 365 플레이 영상



자료: Bet 365, 교보증권 리서치센터

캐주얼 장르 및 Non-Game 영역 도전

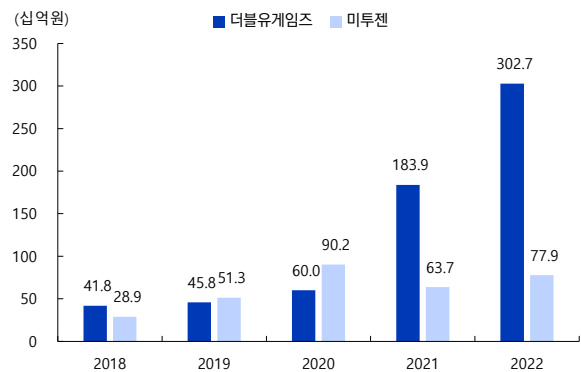
한편 더블유게임즈는 중장기 성장 동력 확보를 위해 내부 스튜디오를 통해 'Casual Bingo'를 비롯한 캐주얼 게임 개발도 지속하고 있으며, 1H23말 기준 4천억원 수준의 현금및현금성자산을 기반으로 캐주얼 게임사 또는 non-game 서비스 기업 인수 기회를 탐색하고 있다. 콘텐츠 선호 환경 변화에 따라 미국 혹은 동남아 시장에서 수익을 창출할 수 있는 B2C 모바일 서비스 투자도 가능할 것으로 예상된다.

[도표 35] 더블유게임즈 내부 개발중인 'Casual Bingo'



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 더블유게임즈 & 미투젠 현금 및 현금성자산 추이



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 미투젠 교보증권 리서치센터

2) 미투젠: 종합 엔터테인먼트사로 전환중

미투젠은 데이터 기반 고객 관리 및 효율적 마케팅 역량을 기반으로 기존 캐시카우인 소셜카지노 및 캐주얼 게임의 라이브서비스를 지속하는 동시에, 1) 2H23부터 신작 출시를 통한 게임 포트폴리오 다변화, 2) 자회사 미툰앤노블 및 블루픽을 통한 웹툰/웹소설 역량 지속 강화를 진행하고 있다. 뿐만 아니라 3) 연예 매니지먼트와 제작 사업을 영위하는 ‘고스트스튜디오’ 인수를 통해 종합 엔터테인먼트사로서 포트폴리오를 확장하고, 미투젠의 게임/웹툰 등 오리지널 IP를 활용하고 미투젠의 보유 자금으로 다른 제작사와 공동 제작 및 작품 투자를 하는 등 사업 시너지를 발휘할 것으로 전망한다.

2Q23 동사의 매출 구성은 소셜카지노(슬롯) 30.3%, 캐주얼게임(Solitaire, Tripeaks) 54.3%, 웹툰/웹소설 15.4% 으로 게임 사업이 주된 매출원이자 캐시카우로 작용하고 있다. 게임 부문에서는 2H23 출시 예정인 TPS ‘Pizza Bandit’을 시작으로 캐주얼 카드, 타임 매니지먼트, 보드 등 게임 포트폴리오를 다변화해 2024년 게임 부문 매출 성장을 이끌 것으로 전망한다.

동사는 게임 부문에서 창출된 현금흐름을 바탕으로 2021년 웹툰/웹소설 플랫폼 미툰앤노블, 2022년 웹툰/웹소설 제작사 블루픽(주요 IP ‘탑의 고인물’, ‘FFF급 관심용사’)을 인수하여 매출원을 다변화했다. 블루픽을 통해 2023년 7월 네이버웹툰에 론칭한 ‘아카데미의 천재 칼잡이’는 일요웹툰 중 순위권 내 연재중이며, 카카오페이지에 연재중인 웹소설 ‘마법학교 마법사로 살아가는 법’, 웹툰 ‘하수도’ 등 다양한 장르의 웹툰/웹소설을 바탕으로 오리지널 IP를 지속 확대해나가고 있다.

[도표 37] 미투젠 신작 게임 출시 일정

시기	게임명	장르	특징
2H23	Pizza Bandit	TPS	- 1-4 인용 협동 3인칭 전략 슈팅 게임 - 절묘한 회피와 정교한 슈팅을 요하는 하드코어 액션 슈터
1Q24	Tripeaks Island Adventure	캐주얼 카드	- 섬 탐험 컨셉의 고퀄리티 버전 신규 트라이픽스 게임 - 새로운 디자인과 다양한 콘텐츠 추가
1H24	Cooking Journey	캐주얼/타임 매니지먼트	- 레스토랑 테마의 경영 시뮬레이션 게임 - 다채로운 아이템과 높은 몰입감
	Dice Battles	캐주얼 보드	- 주사위를 굴러 마법 세계를 모험하고 건설하는 캐주얼 보드 게임

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 미투젠 최근 주요 웹툰 라인업

(단위: 십억원)

시기	작품명	작가	특징
2023-07-30	아카데미의 천재 칼잡이	시치	- 검과 마법, 다양한 종족이 공존하는 판타지 웹툰 - 과거 문피아 웹소설로 연재, 누적조회수 약 380 만회를 기록했던 서관도 작가의 작품
2023-06-07	하수도	갈까막 E	- 거대괴물과 대결하는 현대 판타지 스릴러 장르 웹툰 - 웹툰 제작사 '케나즈'와 공동으로 제작

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 네이버웹툰 연재중인 '아카데미의 천재 칼잡이'



자료: 블루픽, NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 카카오페이지 연재중인 웹툰 '하수도'



자료: 블루픽, 카카오, 교보증권 리서치센터

고스트 스튜디오 인수를 통한 미디어 산업 진출

고스트 스튜디오는 넷플릭스 시리즈 '마이네임' 제작자인 최명규 대표가 설립한 종합 콘텐츠 제작사로, 연예 매니지먼트(주원, 이다희, 김옥빈, 권나라 등 44명 배우 소속) 및 드라마 기획/제작 사업을 영위하고 있다. 계약된 작가 및 감독은 총 13명이며, 현재 기획/개발 진행중인 프로젝트 수는 17작품이다. ([도표 41])

2023년 8월 21일 공시된 바에 따르면 미투젠은 고스트스튜디오 지분 100%를 2023년 10월 6일 320억원(현금 124억원, 자기주식 196억원)에 양수할 예정이다. 해당 보고서에 첨부된 외부평가기관(해성회계법인) 평가의견서에 따르면 고스트스튜디오의 1H23 매출은 50.4억원, 영업손익은 -7.5억원을 기록했다. 2023년 내 매니지먼트 사업 부문 100편 이상 출연 계약, 30편 이상 광고 계약 체결을 목표로 하고 있어, 2H23 매출 143억원, 영업이익 21.5억원을 기록할 것으로 전망된다. 2024년은 콘텐츠 제작 수익 발생으로 매출 245억원, 영업이익 27.3억원의 기여가 가능할 것으로 추정한다.

[도표 41] 고스트 스튜디오 드라마 제작/기획 라인업

작품명	감독/작가	줄거리
김포	황인호 감독 (오싹한 연애, 몬스터)	- 어린시절 외계인과 우정을 나눴던 세 친구가 김포를 뒤덮은 외계 재난에 맞서는 이야기
미스터볼릿	송자훈 작가 (언더커버)	- 프로야구 최고의 스타에서 영구제명으로 추락했지만, 갓물주로 땀땀거리며 살던 류만수의 위험하고 위대한 이중생활 이야기
배꽃나무 그늘아래	지호진 작가 (살인자의 쇼피몰)	- 미스터리 역관 '서담'과 혁명을 꿈꾸는 공주 '노연'의 핏빛 치정 복수 사극
백의전사	유송이 작가 (안녕 나야, 머느라기 2)	- 어머니의 유언을 잘못 이해해 최강의 일진에서 신입남자 간호사로 변신한 '나다운'의 좌충우돌 청춘 성장기
하얀스캔들	김가은 작가 (사랑이라 말해요)	- 재벌 3세이자 최고의 배우 '이혁'과 추락한 아역스타 '은설'의 아찔한 로맨스릴러
당신이 죽었다	이정림 감독 (악귀)	- 단짝 친구인 두 여성이 가정 폭력을 휘두르는 남편을 살해하고 완벽한 범위를 꿈꾸는 이야기
영웅헬스클럽	김주환 감독 (청년경찰, 사자, 사냥개들)	- 아버지가 남긴 영웅헬스클럽을 지키려는 세 청년의 웃픈 고군분투기

자료: 고스트 스튜디오, 교보증권 리서치센터

게임

소셜카지노 - Bettor Than Yesterday

[도표 42] 고스트스튜디오 매출 추정치 (단위: 백만원)

구분	실적		추정					
	2022	1H23	2H23E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매니지먼트	3,542	5,038	14,283	24,463	25,480	25,744	31,614	38,346
행사	28	95	47	40	40	50	50	70
광고	816	542	2,448	4,640	5,330	5,560	6,580	8,230
드라마	2,562	3,915	11,355	17,365	16,710	16,204	20,689	24,211
영화	12	157	343	2,415	3,400	3,930	4,295	5,835
방송	99	190	90	3	-	-	-	-
기타	25	139	-	-	-	-	-	-
콘텐츠 제작	-	-	-	12,080	25,520	23,025	30,410	36,520
합계	3,542	5,038	14,283	36,543	51,000	48,769	62,024	74,886

자료: 고스트스튜디오, 혜성회계법인, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 고스트스튜디오 영업비용 추정치 (단위: 백만원)

구분	실적		추정					
	2022	1H23	2H23E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
감가비	25	141	175	408	486	560	583	407
인건비	332	921	1,146	2,118	2,234	2,370	2,514	2,666
변동비	3,090	4,572	10,707	31,068	43,882	42,521	54,350	64,743
고정비	125	101	101	218	221	224	227	230
합계	3,572	5,735	12,129	33,812	46,823	45,675	57,674	68,046

자료: 고스트스튜디오, 혜성회계법인, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 고스트스튜디오 소속 배우



자료: 고스트스튜디오, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
더블유게임즈	192080 KR	Buy (TP: 65,000)	두터운 이익 위에서 이루어지는 영역 확장
미투젠	950190 KR	Not Rated	미디어 사업 확장을 통한 성장 예상

Company Analysis

더블유게임즈 192080

Sep 11, 2023

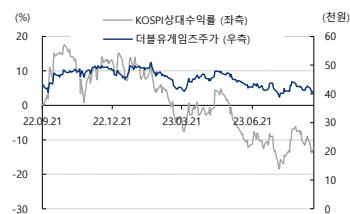
두터운 이익 위에서 이루어지는 영역 확장

Buy 신규
TP 65,000 원 신규

Company Data

현재가(09/08)	40,950 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	50,900 원
52주 최저가(보통주)	38,800 원
KOSPI (09/08)	2,547.68p
KOSDAQ (09/08)	914.18p
자본금	92 억원
시가총액	7,449 억원
발행주식수(보통주)	1,819 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	2.6 만주
평균거래대금(60일)	11 억원
외국인지분(보통주)	12.28%
주요주주	
김가람 외 6인	43.86%
국민연금공단	6.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	-8.8	-6.0
상대주가	1.4	-12.9	-12.0

2H23 및 2024년 실적 전망

더블유게임즈 2H23 매출은 더블다운카지노 및 더블유카지노의 iPhone, iPad 카지노게임 매출 순위 견조하게 유지되고 있어 모바일 매출은 1H23과 유사할 것으로 예상되나, 페이스북 등 웹 거래액 감소로 2,911억원(YoY -8.4%) 기록 전망. 마케팅비는 소셜카지노 시장 내 출혈 경쟁 완화로 신작 마케팅 고려하더라도 매출 대비 19.1% 수준, 인건비도 과도한 인력 충원 없이 372억원(YoY +3.5%) 집행해 2H23 OPM은 32.3% 전망.

신작/신사업의 매출 기여가 기존작(더블다운카지노, 더블유카지노)들의 매출 감소를 상쇄해 2024년 매출은 6,190억원(YoY +6.7%), 효율적인 영업비용 관리기조를 유지하여 영업이익은 1,990억원(YoY +4.5%, OPM 32.1%)을 기록 전망. 스کیل게임 '밍고 캐시아웃'의 성과에 따라 차기 2종의 스کیل게임의 런칭 시점이 2024년 내로 가시화되거나, iGaming에서의 시너지 효과가 나타날 경우 추정치 상향이 가능할 것으로 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 65,000원 제시하며 커버리지 개시

더블유게임즈 12MF 지배주주순이익 1,451억원, Peer 그룹(국내 웹보드 및 글로벌 소셜카지노 업체) 가중평균 12MF EPS 기준 PER를 40% 할인한 7.5배를 적용하여 목표주가를 65,000원으로 제시.

- 1) 국내 주요 게임사 중 우수한 이익 창출력을 보여주고 있으며, 2) 소셜카지노 신작(Funtastic Slots) 출시 및 신사업(스کیل게임, iGaming) 진출에 따라 2024년은 매출 반등이 예상되어 주된 주가 디스카운트 요인이 해소될 것으로 전망. 또한 3) 1H23 말 기준 4천억원에 따른 현금및현금성자산을 기반으로 한 배당 및 자사주 매입/소각 뿐 아니라, 게임 및 비게임 영역에서의 추가 M&A도 고려하고 있어 현 주가(12MF 지배순이익 기준 PER 5.1배)는 저평가 되었다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	624	617	580	619	656
YoY(%)	-5.2	-1.1	-6.0	6.7	6.0
영업이익(십억원)	190	184	191	199	210
OP 마진(%)	30.4	29.8	32.9	32.1	32.0
순이익(십억원)	156	-221	181	191	200
EPS(원)	6,828	-7,196	7,709	8,111	8,483
YoY(%)	11.4	적전	흑전	5.2	4.6
PER(배)	8.5	-6.6	5.3	5.0	4.8
PCR(배)	5.5	2.9	1.1	1.1	1.1
PBR(배)	1.3	1.2	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	4.8	3.5	2.2	1.4	0.8
ROE(%)	16.5	-16.8	17.6	15.9	14.4



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

2H23 및 2024년 실적 전망

더블유게임즈 2H23 매출은 더블다운카지노 및 더블유카지노의 iPhone 및 iPad 매출 순위가 견조하게 유지되고 있어 모바일 거래액 및 매출은 1H23과 유사하게 유지될 것으로 예상되나, 페이스북 등 웹 거래액 감소에 따라 따라 2,911억원(YoY -8.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 2H23 마케팅비는 소셜카지노 시장 내 마케팅비 경쟁 완화로 신작 마케팅을 고려하더라도 매출 대비 19.1% 수준에 그칠 것으로 전망하며, 인건비 역시 과도한 인력 충원 없이 372억원(YoY +3.5%) 집행, 2H23 OPM은 32.3%를 기록할 것으로 전망한다.

4Q23 1)'펀타스틱 슬롯'(소셜카지노), 2)'빙고 캐시아웃'(스킬게임)의 출시와 3) iGaming 업체 '슈퍼네이션'의 연결 편입이 예상되며, 2024년 본격적으로 반영되어 매출 반등을 이끌 것으로 전망한다. 7년만의 신규 소셜카지노 게임 '펀타스틱 슬롯'은 8월 28일 영국 소프트웨어를 출시하였으며, 유저 지표 확인 후 4Q23 글로벌 출시할 것으로 예상된다. 스킬게임 '빙고 캐시아웃'은 Braintree 등 신용카드 결제 시스템 도입을 위한 심사 완료후 4Q23 런칭이 가능할 것으로 추정한다. 한편 지배구조 변경 심사가 진행중인 '슈퍼네이션'의 경우 4Q23내 인수 절차 완료, 2024년 연간 약 300억원의 매출 기여가 가능할 것으로 전망한다.

신작/신사업의 매출 기여가 기존작(더블다운카지노, 더블유카지노)들의 매출 감소를 상쇄해 2024년 매출은 6,190억원(YoY +6.7%), 효율적인 영업비용 관리기조를 유지하여 영업이익은 1,990억원(YoY +4.5%, OPM 32.1%)을 기록할 것으로 전망한다. '빙고 캐시아웃'의 성과에 따라 차기 2종의 스킬게임의 런칭 시점이 2024년 내로 가시화되거나, iGaming에서의 시너지 효과가 나타날 경우 추정치 상향이 가능할 것으로 기대한다.

[도표 45] 더블유게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

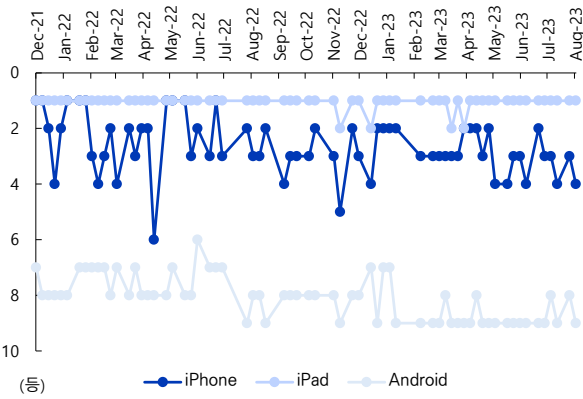
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	163.9	158.6	150.8	150.8	149.9	149.6	160.0	157.8	145.3	143.9	142.9	148.1	624.1	617.3	580.3	619.0
성장률(YoY%)	19.2%	-16.0%	-12.9%	-5.0%	-8.5%	-5.6%	6.1%	4.6%	-3.1%	-3.8%	-10.6%	-6.1%	28.1%	-1.1%	-6.0%	6.7%
더블다운카지노	104.0	101.4	98.0	97.6	99.4	98.1	102.4	101.0	96.1	96.6	95.2	95.1	401.0	401.0	382.9	381.9
더블유카지노	52.9	51.1	47.1	45.7	44.3	45.5	51.5	51.3	44.2	43.0	42.0	40.5	196.8	192.6	169.7	155.4
기타	7.0	6.0	5.7	7.5	6.2	6.0	6.0	5.5	5.0	4.4	5.7	12.6	26.2	23.6	27.7	81.7
영업비용	113.5	109.5	102.7	108.0	107.2	107.9	112.1	106.2	99.2	93.7	95.8	101.2	433.7	433.4	386.5	420.0
플랫폼	48.9	47.1	44.7	44.8	44.4	44.6	47.5	46.8	41.6	41.4	41.0	42.2	185.4	183.3	166.1	174.4
인건비	16.3	14.6	14.1	14.1	17.2	17.5	18.1	17.8	18.2	17.8	18.2	19.0	59.1	70.7	73.2	79.7
마케팅	30.4	30.2	30.4	35.6	33.2	33.4	35.1	33.3	28.2	24.7	26.1	29.6	126.6	135.1	105.4	117.8
유무형상각비	10.1	8.4	4.6	4.5	4.5	3.7	2.1	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	27.7	12.3	7.8	13.1
로열티	3.4	3.4	3.1	2.9	2.2	2.2	2.5	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5	12.7	9.1	10.0	9.9
기타운영비용	4.5	6.0	5.7	6.1	5.9	6.4	6.7	4.0	6.7	5.4	6.0	5.9	22.2	23.0	24.0	25.0
영업이익	50.3	49.0	48.1	42.9	42.6	41.8	47.9	51.6	46.1	50.3	47.2	47.0	190.4	183.9	190.5	199.0
성장률(YoY%)	31.2%	-17.4%	-2.7%	-8.8%	-15.3%	-14.8%	-0.5%	20.2%	8.0%	20.3%	-1.5%	-8.9%	-2.0%	-3.4%	3.6%	4.5%
OPM(%)	30.7%	30.9%	31.9%	28.4%	28.5%	27.9%	29.9%	32.7%	31.7%	34.9%	33.0%	31.7%	29.5%	29.8%	32.8%	32.1%
지배순이익	32.6	32.5	33.7	26.6	26.0	-23.4	0.4	-135.2	39.3	33.9	33.8	33.1	125.5	-132.2	140.2	147.5
지배순이익률(%)	19.9%	20.5%	22.4%	17.6%	17.4%	-15.6%	0.3%	-85.7%	27.1%	23.6%	23.6%	22.4%	19.0%	-21.4%	24.2%	23.8%

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

게임

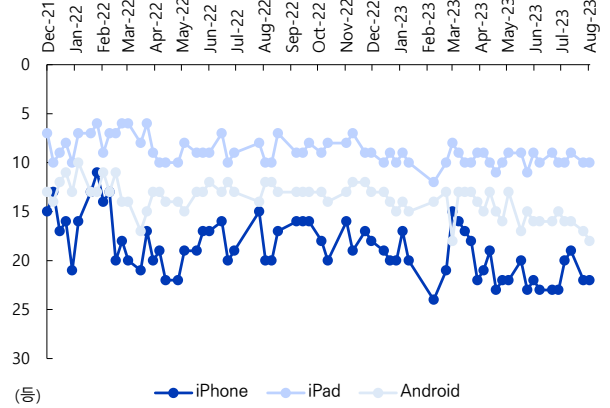
소셜카지노 - Better Than Yesterday

[도표 46] 더블다운카지노 마켓별 카지노게임 매출 순위 추이



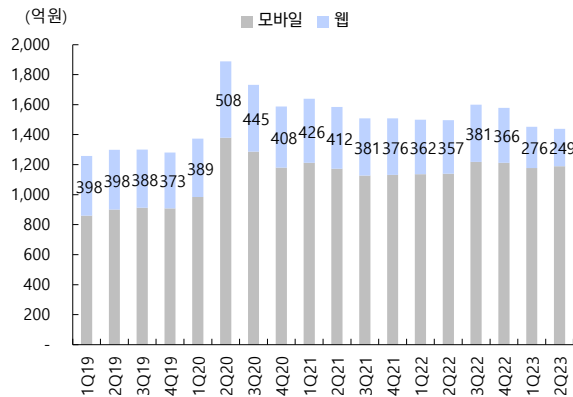
자료: 더블유게임즈, Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 더블유카지노 마켓별 카지노게임 매출 순위 추이



자료: 더블유게임즈, Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 더블유게임즈 모바일 & 웹 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 더블유게임즈 iGaming 모바일 전용 신규 카지노 앱



자료: 더블유게임즈, SuperNation, 교보증권 리서치센터

[도표 50] Bingo Cash out (스킬 게임)



자료: 더블유게임즈, 앱스토어, 교보증권 리서치센터

[도표 51] Funtastic Slots (소셜카지노)



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

Valuation

더블유게임즈 12MF 지배주주순이익 1,451억원, Peer 그룹(국내 웹보드 및 글로벌 소셜카지노 업체) 가중평균 12MF EPS 기준 PER를 40% 할인한 7.5배를 적용하여 목표주가를 65,000원으로 제시한다.

1) 국내 주요 게임사 중 우수한 이익 창출력을 보여주고 있으며, 2) 소셜카지노 신작(Funtastic Slots) 출시 및 신사업(스킬게임, iGaming) 진출에 따라 2024년은 매출 반등이 예상되어 주된 주가 디스카운트 요인이 해소될 것으로 전망한다. 또한 3) 1H23 말 기준 4천억원에 따른 현금및현금성자산을 기반으로 한 배당 및 자사주매입 뿐 아니라, 게임 및 비게임 영역에서의 추가 M&A도 고려하고 있어 현 주가(12MF 지배순이익 기준 PER 5.1배)는 저평가 되었다고 판단한다.

[도표 52] 더블유게임즈 Valuation Table (단위: 십억원, 천주)

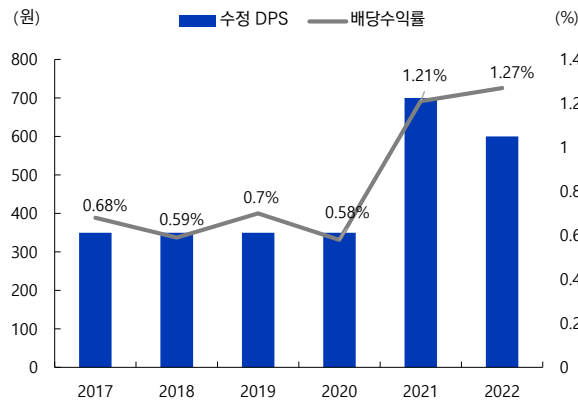
항목	가치산정	비교
12MF 지배주주순이익	145.1	
target PER	7.5	국내 웹보드 및 주요 소셜카지노 업체 PER 가중평균 40% 할인
적정시가총액	1,088.25	
발행주식수	16,624	
적정주가	65,462	
목표주가	65,000	
현재주가	40,950	
상승여력	58.7%	

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

주가 하방을 받쳐줄 주주환원정책

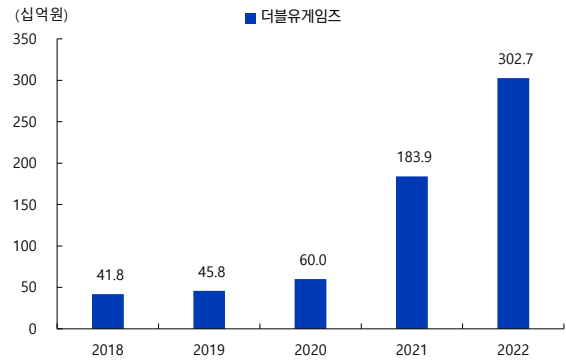
더블유게임즈의 적극적인 주주환원정책은 주가의 하방 지지 요인이 될 것으로 판단한다. 동사는 1)연결영업이익 규모에 연동된 배당을 계획하고 있어 현 주가 대비 약 1.3% 이상의 배당 수익률을 기록할 것으로 예상하며, 2)2025년 상반기 말까지 자사주를 활용한 구체적인 전략적 제휴나 M&A가 이루어지지 않는 경우 보유 자기주식 물량의 50% 소각과 3)2023년말까지의 주가가 공모가(65,000원)에 미달할 경우 무상증자를 검토하고 있다. 시총의 신성장 동력 확보 또는 주주환원정책을 통한 주주가치 제고 의지가 높은 것으로 판단한다.

[도표 53] 더블유게임즈 연도별 DPS & 배당수익률



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 더블유게임즈 현금 및 현금성자산 추이



자료: Quantwise, 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 더블유게임즈 중장기 주주환원 계획 (~1H25)

- ▶ 71억원 규모 자기주식 소각 완료 및 적극적인 중장기 주주환원 정책 추진 예정
- ▶ 장기배당정책: 연결영업이익 규모에 따라 더욱 확대되는 배당 자원 설정 가능



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[더블유게임즈 192080]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	624	617	580	619	656
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	624	617	580	619	656
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	434	433	390	420	446
영업이익	190	184	191	199	210
영업이익률 (%)	30.5	29.8	32.8	32.1	32.0
EBITDA	218	196	196	203	214
EBITDA Margin (%)	34.9	31.8	33.8	32.8	32.6
영업외손익	7	-476	37	43	43
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	30	45	45	45
금융비용	-2	-16	-8	-1	-1
기타	7	-490	0	0	0
법인세비용차감전순손익	198	-292	228	242	253
법인세비용	42	-71	47	51	54
계속사업순손익	156	-221	181	191	200
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	156	-221	181	191	200
당기순이익률 (%)	25.0	-35.8	31.1	30.8	30.4
비지배지분순이익	31	-89	40	43	45
지배지분순이익	125	-132	140	148	154
지배순이익률 (%)	20.1	-21.4	24.2	23.8	23.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	71	71	71	71
포괄순이익	231	-150	252	262	270
비지배지분포괄이익	56	-65	56	59	61
지배지분포괄이익	175	-85	195	202	209

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	189	119	680	683	691
당기순이익	156	-221	181	191	200
비현금항목의 가감	69	434	520	515	510
감가상각비	7	8	1	0	0
외환손익	-3	4	-13	-13	-13
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	65	423	532	528	523
자산부채의 증감	2	-64	9	3	3
기타현금흐름	-37	-30	-30	-26	-22
투자활동 현금흐름	-184	86	0	0	0
투자자산	-183	189	0	0	0
유형자산	-1	-1	0	0	0
기타	0	-102	0	0	0
재무활동 현금흐름	118	-85	-97	-67	-67
단기차입금	49	-50	-50	-50	-50
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-12	-10	-10	-10
기타	26	-24	-37	-7	-7
현금의 증감	124	119	106	134	120
기초 현금	60	184	303	408	543
기말 현금	184	303	408	543	663
NOPLAT	150	139	151	157	166
FCF	179	86	166	164	172

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	528	573	676	820	973
현금및현금성자산	184	303	408	543	663
매출채권 및 기타채권	43	52	50	59	92
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	301	218	218	218	218
비유동자산	854	663	657	653	649
유형자산	1	2	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융투자자산	7	4	4	4	4
기타비유동자산	845	657	653	649	645
자산총계	1,382	1,236	1,334	1,473	1,622
유동부채	103	206	126	76	26
매입채무 및 기타채무	32	158	158	158	158
차입금	49	0	-50	-100	-150
유동상채무	0	30	0	0	0
기타유동부채	22	17	18	18	18
비유동부채	95	24	22	22	22
차입금	0	0	0	0	0
사채	50	20	20	20	20
기타비유동부채	45	4	2	2	2
부채총계	197	229	148	98	48
지배지분	843	729	860	997	1,142
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	543	399	529	667	811
기타자본변동	-48	-64	-64	-64	-64
비지배지분	342	277	326	378	433
자본총계	1,185	1,006	1,186	1,376	1,575
총차입금	107	52	-30	-80	-130

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	6,828	-7,196	7,709	8,111	8,483
PER	8.5	-6.6	5.3	5.0	4.8
BPS	45,860	39,699	47,255	54,821	62,759
PBR	1.3	1.2	0.9	0.7	0.7
EBITDAPS	11,865	10,678	10,786	11,173	11,757
EV/EBITDA	4.8	3.5	2.2	1.4	0.8
SPS	33,963	33,593	31,901	34,028	36,071
PSR	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
CFPS	9,752	4,683	9,143	9,020	9,482
DPS	700	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	-1.1	-6.0	6.7	6.0
영업이익 증가율	-2.0	-3.4	3.6	4.5	5.6
순이익 증가율	25.2	적전	흑전	5.6	4.6
수익성					
ROIC	18.6	21.2	31.9	33.1	33.8
ROA	10.4	-10.1	10.9	10.5	10.0
ROE	16.5	-16.8	17.6	15.9	14.4
안정성					
부채비율	16.6	22.8	12.5	7.1	3.0
순차입금비율	7.8	4.2	-2.2	-5.4	-8.0
이자보상배율	119.6	50.6	-97.4	-36.5	-23.5

미투젠 950190

Sep 11, 2023

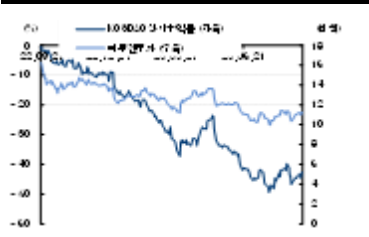
미디어 사업 확장을 통한 성장 예상

Not Rated

Company Data

현재가(09/08)	11,270 원
액면가(원)	0 원
52 주 최고가(보통주)	17,950 원
52 주 최저가(보통주)	9,950 원
KOSPI (09/08)	2,547.68p
KOSDAQ (09/08)	914.18p
자본금	652 억원
시가총액	1,530 억원
발행주식수(보통주)	1,358 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3.6 만주
평균거래대금(60 일)	4 억원
외국인지분(보통주)	15.30%
주요주주	
미투온 외 5 인	44.56%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6	-9.2	-37.0
상대주가	0.2	-19.1	-46.4

균형잡힌 게임 포트폴리오와 차별화된 마케팅 역량 보유

미투젠은 2Q23 기준 소셜카지노(슬롯) 30.3%, 캐주얼게임(Solitaire, Tripeaks) 54.3%, 웹툰/웹소설 15.4%의 매출 비중을 보여 게임 사업이 주된 매출원이자 캐시카우. 소셜카지노와 캐주얼게임이 균형잡힌 포트폴리오를 이루고 있으며, 지역별로 미국(72.9%), 영국(4.0%), 독일(3.8%) 등에서 충성이용자를 확보하고 있음.

자체 AI 시스템을 활용, 유저 행동을 예측한 마케팅 수익률 극대화가 장점이며 2022년 기준 OPM 30%으로, 동기간 Playtika(18%), Scisplay(23%), Aristocrat(23%) 대비 높은 수익성을 달성. 사용자 특성을 분석하여 이용자의 미래 행동을 예측, 차별화된 구매 패키지를 제시하여 수익성을 극대화하는 것이 핵심 역량. 유저의 특성에 따라 난이도 및 Math Model을 다르게 적용, 유저별로 상이한 게임 환경을 제시해 게이머들의 참여를 장기간 유지하고 있음.

고스트스튜디오 인수를 통한 미디어 산업 진출

장기 라이브서비스 역량 기반의 캐시카우를 유지하는 동시에, 1)2H23부터 신작 출시를 통한 게임 포트폴리오 다변화, 2)자회사(미툰앤노블, 블루픽)를 통한 웹툰/웹소설 역량 지속 강화 예상. 또한 3)연예 매니지먼트와 콘텐츠 제작 사업을 영위하는 '고스트스튜디오' 인수로 미디어 포트폴리오를 확장하고 시너지 창출할 것으로 전망.

미투젠은 고스트스튜디오 지분 100%를 2023년 10월 6일 320억원(현금 124억원, 자기주식 196억원)에 양수 예정. 고스트스튜디오는 1H23 매출 50.4억원, 영업손익 -7.5억원을 기록. 2H23 매니지먼트 출연/광고 계약 확대를 통해 매출 143억원, 이익 21.5억원 기록 전망. 2024년은 콘텐츠 제작 수익 발생으로 본격적인 이익 기여 가능할 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12
12 결산(억원)					
매출액(억원)	81	97	113	94	98
YoY(%)	NA	19.9	16.6	-16.4	3.9
영업이익(억원)	33	43	47	37	29
OP 마진(%)	40.7	44.3	41.6	39.4	29.6
순이익(억원)	27	35	39	30	25
EPS(원)	246,149	3,163	3,268	2,242	1,905
YoY(%)	0.0	-98.7	3.3	-31.4	-15.1
PER(배)	0.0	0.0	8.1	10.5	6.6
PCR(배)	0.0	0.0	6.3	8.0	5.2
PBR(배)	0.0	0.0	3.3	2.7	1.5
EV/EBITDA(배)	-0.9	-1.1	5.0	5.6	2.9
ROE(%)	186.1	95.8	50.8	26.6	22.3



인터넷/게임 김동우

3771-9249,

20210135@iprovest.com

균형잡힌 게임 포트폴리오 기반, 미디어 사업 확장

미투젠은 2Q23 기준 소셜카지노(슬롯) 30.3%, 캐주얼게임(Solitaire, Tripeaks) 54.3%, 웹툰/웹소설 15.4%의 매출 비중을 보여 게임 사업이 주된 매출원이자 캐시카우로 작용하고 있다. 소셜카지노와 캐주얼게임이 균형잡힌 포트폴리오를 이루고 있으며, 지역별로 미국(72.9%), 영국(4.0%), 독일(3.8%) 등에서 충성이용자를 확보하고 있다.

자체 AI 시스템을 활용, 유저 행동을 예측한 마케팅 수익률 극대화가 장점으로 2022년 기준 OPM 30%으로, 동기간 Playtika(18%), Scipaly(23%), Aristocrat(23%) 대비 높은 수익성을 달성하였다. 동사는 사용자 특성을 분석하여 이용자의 미래 행동을 예측, 차별화된 구매 패키지를 제시하여 수익성을 극대화하고 있다. 유저의 특성에 따라 난이도 및 Math Model을 다르게 적용, 유저별로 상이한 게임 환경을 제시해 장기간 흥미를 유지할 수 있는 것이 특징이다.

이와 같은 뛰어난 장기 라이브서비스 역량을 기반한 캐시카우를 유지하는 동시에, 1)2H23부터 신작 출시를 통한 게임 포트폴리오 다변화([도표 57]), 2)자회사 미툰앤노블 및 블루픽을 통한 웹툰/웹소설 역량 지속 강화([도표 58])를 진행하고 있다. 또한 3)연예 매니지먼트와 콘텐츠 제작 사업을 영위하는 ‘고스트스튜디오’ 인수를 통해 종합 엔터테인먼트사로서 포트폴리오를 확장하고, 미투젠의 게임/웹툰 등 오리지널 IP를 활용하고 미투젠의 보유 자금으로 다른 제작사와 공동 제작 및 작품 투자를 하는 등 시너지를 발휘할 것으로 전망한다.

2023년 8월 21일 공시에 따르면 미투젠은 고스트스튜디오 지분 100%를 2023년 10월 6일 320억원(현금 124억원, 자기주식 196억원)에 양수 예정이다. 외부평가기관(해성회계법인) 평가의견서에 따르면 고스트스튜디오의 1H23 매출은 50.4억원, 영업손익은 -7.5억원을 기록했다. 2023년 내 매니지먼트 사업 부문 100편 이상 출연 계약, 30편 이상 광고 계약 체결을 목표로 하고 있어, 2H23 매출 143억원, 영익 21.5억원을 기록할 것으로 전망된다. 2024년은 콘텐츠 제작 수익 발생으로 매출 245억원, 영익 27.3억원의 기여가 가능할 것으로 추정한다.

[도표 56] 미투젠 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2020	2021	2022
매출액	249	238	226	232	252	234	250	245	236	263	1130	944	981
성장률(YoY %)					1.4%	-1.4%	10.5%	5.5%	-6.3%	12.0%	16.5%	-16.4%	3.9%
소셜 슬롯	9.6	9.4	9.0	8.8	8.9	9.0	9.1	8.9	8.2	8.0	47.9	36.8	36.0
솔리테어	6.4	6.6	6.3	6.3	6.1	5.4	5.9	5.4	4.4	5.5	30.6	25.7	22.8
트라이픽스	8.5	7.9	7.2	7.4	8.9	7.7	8.8	8.6	8.5	8.7	33.3	31.0	34.0
기타	0.4	-0.2	0.0	0.7	1.4	1.3	1.2	1.5	2.6	4.0	1.2	1.0	5.4
영업비용	13.2	12.9	13.3	18.4	18.5	15.2	17.8	17.3	18.4	18.8	65.6	57.7	68.8
영업이익	11.7	10.9	9.3	4.8	6.7	8.2	7.2	7.2	5.3	7.4	47.4	36.7	29.3
성장률(YoY %)					-42.8%	-24.5%	-22.8%	50.6%	-21.1%	-9.5%	91.6%	-22.6%	-20.1%
OPM(%)	47.0%	45.8%	41.2%	20.7%	26.5%	35.1%	28.8%	29.5%	22.3%	28.3%	42.0%	38.9%	29.9%
순이익	9.7	8.9	7.6	4.3	6.0	6.6	5.8	6.5	4.9	6.9	38.7	30.4	24.9
NPM(%)	38.8%	37.3%	33.5%	18.4%	23.8%	28.2%	23.0%	26.6%	20.6%	26.3%	34.3%	32.2%	25.3%

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

게임

소셜카지노 - Bettor Than Yesterday

[도표 57] 미투젠 신작 게임 출시 일정

시기	게임명	장르	특징
2H23	Pizza Bandit	TPS	- 1-4 인용 협동 3 인칭 전략 슈팅 게임 - 절묘한 회피와 정교한 슈팅을 요하는 하드코어 액션 슈터
1Q24	Tripeaks Island Adventure	캐주얼 카드	- 섬 탐험 컨셉의 고퀄리티 버전 신규 트라이픽스 게임 - 새로운 디자인과 다양한 콘텐츠 추가
1H24	Cooking Journey	캐주얼/타임 매니지먼트	- 레스토랑 테마의 경영 시뮬레이션 게임 - 다채로운 아이템과 높은 몰입감
	Dice Battles	캐주얼 보드	- 주사위를 굴러 마법 세계를 모험하고 건설하는 캐주얼 보드 게임

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 미투젠 최근 주요 웹툰 라인업

(단위: 십억원)

시기	작품명	작가	특징
2023-07-30	아카데미의 천재 칼잡이	시치	- 검과 마법, 다양한 종족이 공존하는 판타지 웹툰 - 과거 문피아 웹소설로 연재, 누적조회수 약 380 만회를 기록했던 서관도 작가의 작품
2023-06-07	하수도	갈까막 E	- 거대괴물과 대결하는 현대 판타지 스릴러 장르 웹툰 - 웹툰 제작사 '케나즈'와 공동으로 제작

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 고스트 스튜디오 드라마 제작/기획 라인업

작품명	감독/작가	줄거리
김포	황인호 감독 (오싹한 연애, 몬스터)	- 어린시절 외계인과 우정을 나눴던 세 친구가 김포를 뒤덮은 외계 재난에 맞서는 이야기
미스터볼릿	송자훈 작가 (언더커버)	- 프로야구 최고의 스타에서 영구제명으로 추락했지만, 갓물주로 땀땀거리며 살던 류만수의 위험하고 위대한 이중생활 이야기
배꽃나무 그늘아래	지호진 작가 (살인자의 쇼핑몰)	- 미스터리 역관 '서담'과 혁명을 꿈꾸는 공주 '노연'의 핏빛 치정 복수 사극
백의전사	유송이 작가 (안녕 나야, 며느라기 2)	- 어머니의 유언을 잘못 이해해 최강의 일진에서 신입남자 간호사로 변신한 '나다운'의 좌충우돌 청춘 성장기
하얀스캔들	김가은 작가 (사랑이라 말해요)	- 재벌 3 세이자 최고의 배우 '이혁'과 추락한 아역스타 '은설'의 아찔한 로맨스릴러
당신이 죽었다	이정림 감독 (악귀)	- 단짝 친구인 두 여성이 가정 폭력을 휘두르는 남편을 살해하고 완벽한 범주를 꿈꾸는 이야기
영웅헬스클럽	김주환 감독 (청년경찰, 사자, 사냥개들)	- 아버지가 남긴 영웅헬스클럽을 지키려는 세 청년의 웃픈 고군분투기

자료: 고스트 스튜디오, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 고스트스튜디오 매출 추정치

(단위: 백만원)

구분	실적		추정					
	2022	1H23	2H23E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매니지먼트	3,542	5,038	14,283	24,463	25,480	25,744	31,614	38,346
행사	28	95	47	40	40	50	50	70
광고	816	542	2,448	4,640	5,330	5,560	6,580	8,230
드라마	2,562	3,915	11,355	17,365	16,710	16,204	20,689	24,211
영화	12	157	343	2,415	3,400	3,930	4,295	5,835
방송	99	190	90	3	-	-	-	-
기타	25	139	-	-	-	-	-	-
콘텐츠 제작	-	-	-	12,080	25,520	23,025	30,410	36,520
합계	3,542	5,038	14,283	36,543	51,000	48,769	62,024	74,886

자료: 고스트스튜디오, 혜성회계법인, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 고스트스튜디오 영업비용 추정치

(단위: 백만원)

구분	실적		추정					
	2022	1H23	2H23E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
감가비	25	141	175	408	486	560	583	407
인건비	332	921	1,146	2,118	2,234	2,370	2,514	2,666
변동비	3,090	4,572	10,707	31,068	43,882	42,521	54,350	64,743
고정비	125	101	101	218	221	224	227	230
합계	3,572	5,735	12,129	33,812	46,823	45,675	57,674	68,046

자료: 고스트스튜디오, 혜성회계법인, 교보증권 리서치센터

[미투젠 950190]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	81	97	113	94	98
매출원가	18	22	28	28	33
매출총이익	63	74	85	66	65
매출총이익률 (%)	77.4	76.8	75.3	70.3	66.6
판매비와관리비	29	31	38	30	36
영업이익	33	43	47	37	29
영업이익률 (%)	40.9	44.8	42.0	38.9	29.9
EBITDA	33	45	49	39	32
EBITDA Margin (%)	41.0	46.4	43.4	41.6	32.2
영업외손익	0	0	0	0	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	1	1
금융비용	0	-1	0	-1	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	33	43	47	37	30
법인세비용	6	8	8	6	5
계속사업순손익	27	35	39	30	25
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	35	39	30	25
당기순이익률 (%)	33.9	36.4	34.3	32.2	25.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	-1
지배지분순이익	27	35	39	30	26
지배순이익률 (%)	33.9	36.4	34.3	32.1	26.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	1	-2
포괄순이익	27	35	39	31	23
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	-1
지배지분포괄이익	27	35	39	31	24

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	29	47	30	31	29
당기순이익	27	35	36	31	24
비현금항목의 가감	7	11	11	9	7
감가상각비	0	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	1	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	10	9	6	5
자산부채의 증감	-5	1	1	1	0
기타현금흐름	0	0	-18	-10	-3
투자활동 현금흐름	-1	0	-8	-42	23
투자자산	0	0	0	5	11
유형자산	1	0	0	0	0
기타	-3	-1	-9	-48	11
재무활동 현금흐름	-3	-25	21	-23	-40
단기차입금	-3	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-23	-20	-15	-28
기타	0	-1	40	-8	-12
현금의 증감	24	21	42	-35	10
기초 현금	4	30	48	98	68
기말 현금	29	51	90	64	78
NOPLAT	27	36	39	30	24
FCF	24	38	42	34	27

자료: 미투젠, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	38	61	119	112	91
현금및현금성자산	29	51	90	64	78
매출채권 및 기타채권	8	9	20	9	7
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	1	9	40	6
비유동자산	1	5	4	20	32
유형자산	1	5	4	4	3
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	0	0	7	9
기타비유동자산	0	0	0	9	21
자산총계	39	67	123	132	123
유동부채	10	20	13	10	8
매입채무 및 기타채무	4	5	9	7	5
차입금	0	0	0	1	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	15	4	2	2
비유동부채	0	3	2	2	1
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	3	2	2	1
부채총계	10	23	15	12	9
지배지분	29	44	108	120	113
자본금	6	6	57	65	70
자본잉여금	0	0	0	0	-1
이익잉여금	29	42	55	76	78
기타자본변동	-5	-3	-4	-21	-33
비지배지분	0	0	0	1	2
자본총계	29	44	108	121	115
총차입금	0	3	2	2	1

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EPS	246,149	3,163	3,268	2,242	1,905
PER	0.0	0.0	8.1	10.5	6.6
BPS	264,560	3,959	8,051	8,825	8,293
PBR	0.0	0.0	3.3	2.7	1.5
EBITDAPS	296,905	3,897	4,000	2,711	2,161
EV/EBITDA	-0.9	-1.1	5.0	5.6	2.9
SPS	7,258	8,701	9,531	6,976	7,225
PSR	0.0	0.0	2.8	3.4	1.7
CFPS	215,272	3,400	3,528	2,517	1,968
DPS	0	0	1,152	945	1,307

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
성장성					
매출액 증가율	NA	19.9	16.6	-16.4	3.9
영업이익 증가율	NA	31.3	9.2	-22.6	-20.0
순이익 증가율	NA	28.5	10.0	-21.6	-18.1
수익성					
ROIC	187.1	92.0	51.4	33.1	26.2
ROA	139.0	66.4	40.9	23.8	20.2
ROE	186.1	95.8	50.8	26.6	22.3
안정성					
부채비율	33.9	51.1	13.5	9.6	7.6
순차입금비율	0.0	3.8	1.3	1.5	0.5
이자보상배율	3,872.9	147.4	194.8	251.8	215.1

더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



미투젠 최근 2년간 목표주가 변동추이



게임

소셜카지노 - Bettor Than Yesterday

더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.09.11	매수	65,000							

자료: 교보증권 리서치센터

미투젠 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.09.11	Not Rated	Not Rated							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.6%	3.9%	1.6%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하