

더블유게임즈 (192080)

매출액 추정치 상향

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 65,000원

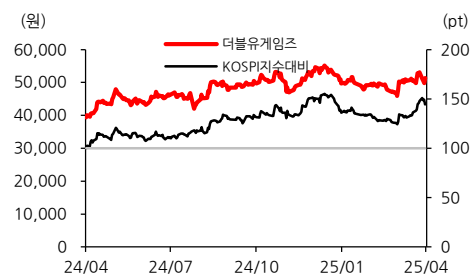
현재 주가(4/10)	51,400 원
상승여력	▲26.5%
시가총액	11,049 억원
발행주식수	21,496 천주
52 주 최고가 / 최저가	55,200 / 39,400 원
90 일 일평균 거래대금	22.14 억원
외국인 지분율	17.7%
주주 구성	
김가람 (외 7 인)	44.5%
자사주 (외 1 인)	7.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.4	3.3	3.0	27.9
상대수익률(KOSPI)	14.2	6.1	8.9	37.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	582	633	711	781
영업이익	213	249	277	315
EBITDA	222	261	282	317
지배주주순이익	149	187	186	209
EPS	6,935	9,439	9,387	10,538
순차입금	-463	-793	-862	-1,043
PER	5.8	5.7	5.5	4.9
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	1.8	1.4	0.9	0.2
배당수익률	2.1	2.2	2.3	2.3
ROE	18.6	18.7	15.9	16.1

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 영업이익의 컨센서스에 부합한 것으로 추정합니다. 이번 M&A 완료 후에도 약 8 천 억 원 수준의 순현금을 보유하고 있습니다. 팍시게임즈의 실적 기여와 추가적으로 진행될 비유기적 성장세가 지속되면서 점진적인 밸류에이션 상승 추세를 예상합니다.

1Q25 실적은 컨센서스 부합 추정

동사의 1Q25 실적으로 매출액 1,678억 원, 영업이익 647억 원을 추정한다. 매출액은 계절적 성수기와 환율 효과가 우호적이었고, 아이게이밍 성장세가 지속되면서 QoQ 7.7% 증가할 것으로 예상한다. 더블유카지노와 더블다운카지노 매출액은 QoQ 각각 3.3%, 3.4% 성장한 것으로 추정한다. 아이게이밍 매출액은 공격적으로 집행한 마케팅 효과로 인해 QoQ 50.1% 증가한 189억 원을 예상한다. 타이트한 마케팅 회수 정책 하에 효율적인 집행이 일어난 것으로 파악된다. 인건비는 QoQ 1.2% 증가, 마케팅비는 슈퍼네이션 관련 집행으로 QoQ 11% 늘어난 것으로 추정한다.

안정적인 본업에 성장 동력 2개 장착

우리는 동사의 2025년 실적으로 매출액 7,109억 원(YoY +12.2%), 영업이익 2,774억 원(YoY +11.5%)을 전망한다. 매출액 전망치를 아이게이밍 성장세와 인수완료한 팍시게임즈 실적 기여(2Q25부터)를 반영해 기존 대비 상향했다. 인건비는 팍시게임즈 관련 인력 약 40명 수준의 증가 분이 2Q25부터 반영되었지만, ROI를 증대시키는 효율적인 마케팅 집행 정책은 지속되기에 매출 증가가 이익 기여까지 이어질 것으로 예상한다. 아이게이밍 성장세도 긍정적이다. 올해 아이게이밍 매출액은 YoY 83.7% 증가한 829억 원을 예상하며, 전사 매출 비중 11%까지 확대될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 6만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 매출액 추정치는 상향했고, 여러 비용 변동으로 영업이익 추정치는 거의 변동 없다. 밸류에이션은 25E P/E 5배로 업종 내 저평가는 물론 역사적 P/E 8배보다도 낮다. 자사주를 활용한 M&A 완료 후에도 약 8천 억 원 수준의 순현금을 보유하고 있다. 비유기적 성장세가 붙으면서 점진적인 밸류에이션 상승 추세를 예상한다.

[표1] 더블유게임즈의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	167.8	179.3	180.1	183.7	617.2	582.3	633.5	710.9
YoY (%)	10.4	13.3	10.3	1.5	4.5	9.9	16.9	17.9	(1.1)	(5.7)	8.8	12.2
더블유카지노	41.4	40.3	38.3	39.4	40.7	40.3	39.8	39.9	192.6	170.7	159.3	160.7
Double Down	103.8	107.9	100.3	100.3	103.7	105.5	105.5	107.5	400.9	388.4	412.3	422.1
아이게이밍	11.1	10.8	10.6	12.6	18.9	20.0	21.2	22.7			45.1	82.9
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	103.0	106.8	109.9	113.7	433	369	385	433
YoY (%)	(0.4)	2.5	10.6	5.1	4.3	11.2	16.2	19.4	(0.1)	(14.9)	4.3	12.7
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	64.7	72.5	70.2	70.0	184	213	249	277
YoY (%)	33.9	33.4	9.9	(3.7)	5.0	8.1	18.0	15.6	(3.4)	16.0	16.6	11.5
영업이익률 (%)	38.4	41.1	38.6	38.8	38.6	40.4	39.0	38.1	29.8	36.6	39.3	39.0
당기순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	57.4	63.0	61.1	60.2	(234)	193	243	242
YoY (%)	21.3	44.6	(20.3)	64.3	(5.0)	(1.8)	49.3	(22.6)	적전	흑전	26.1	(0.6)
순이익률 (%)	37.7	39.4	26.5	50.0	34.2	35.1	33.9	32.8	(37.9)	33.1	38.4	34.0
게임별 YoY(%) 성장률												
더블유카지노	(6.3)	(6.3)	(8.6)	(5.5)	(1.7)	0.0	4.0	1.2	(2.1)	(11.4)	(6.7)	0.8
Double Down	8.0	11.8	7.0	(1.7)	(0.1)	(2.3)	5.2	7.2	(0.9)	(3.1)	6.1	2.4
아이게이밍					71.0	84.8	100.0	80.3				83.7

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	582	633	711	781
매출총이익	617	582	633	711	781
영업이익	184	213	249	277	315
EBITDA	196	222	261	282	317
순이자손익	9	22	26	32	34
외화관련손익	10	6	23	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-292	244	315	309	348
당기순이익	-221	193	243	242	271
지배주주순이익	-132	149	187	186	209
증가율(%)					
매출액	n/a	-5.7	8.8	12.2	9.9
영업이익	n/a	16.0	16.6	11.5	13.6
EBITDA	n/a	13.1	17.6	7.9	12.4
순이익	n/a	흑전	26.1	-0.6	12.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	29.8	36.6	39.3	39.0	40.3
EBITDA 이익률	31.8	38.1	41.2	39.6	40.6
세전이익률	-47.4	42.0	49.7	43.5	44.6
순이익률	-35.8	33.1	38.4	34.0	34.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	119	96	275	94	208
당기순이익	-221	193	243	242	271
자산상각비	12	9	12	4	2
운전자본증감	-64	-149	10	-7	-3
매출채권 감소(증가)	-5	-2	1	-9	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-65	-123	1	1	2
투자현금흐름	86	-46	-33	-13	-14
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	87	-149	-38	-11	-12
재무현금흐름	-85	-53	-43	-24	-24
차입금의 증가(감소)	-57	-38	-26	0	0
자본의 증가(감소)	-28	-15	-17	-24	-24
배당금의 지급	-12	-10	-17	-24	-24
총현금흐름	213	236	272	102	211
(-)운전자본증감(감소)	-299	38	-12	7	3
(-)설비투자	1	1	2	1	1
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	511	197	282	93	207
(-)기타투자	363	7	-5	1	1
잉여현금	148	190	287	92	206
NOPLAT	133	168	192	217	246
(+) Dep	12	9	12	4	2
(-)운전자본투자	-299	38	-12	7	3
(-)Capex	1	1	2	1	1
OpFCF	444	138	215	213	243

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	573	583	893	971	1,159
현금성자산	406	513	819	887	1,069
매출채권	52	59	66	75	81
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	753	751	751
투자자산	79	67	33	35	36
유형자산	2	2	3	0	0
무형자산	582	636	717	716	715
자산총계	1,236	1,289	1,646	1,722	1,911
유동부채	206	63	57	59	62
매입채무	158	25	29	30	32
유동성이자부채	37	29	7	7	7
비유동부채	24	29	33	33	33
비유동이자부채	22	21	18	18	18
부채총계	229	92	90	92	96
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	297	297
이익잉여금	399	531	702	864	1,049
자본조정	23	33	122	33	33
자기주식	-66	-64	-64	-64	-64
자본총계	1,006	1,197	1,556	1,629	1,815

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-6,090	6,935	9,439	9,387	10,538
BPS	39,699	47,914	52,632	56,026	64,642
DPS	508	846	1,200	1,200	1,200
CFPS	9,808	10,994	12,661	4,725	9,820
ROA(%)	-10.1	11.8	12.8	11.1	11.5
ROE(%)	-16.8	18.6	18.7	15.9	16.1
ROIC(%)	15.1	24.3	25.8	28.4	32.0
Multiples(x, %)					
PER	-6.6	5.8	5.7	5.5	4.9
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
PSR	1.4	1.5	1.8	1.6	1.4
PCR	4.1	3.7	4.3	10.9	5.2
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.4	0.9	0.2
배당수익률	1.3	2.1	2.2	2.3	2.3
안정성(%)					
부채비율	22.8	7.7	5.8	5.7	5.3
Net debt/Equity	-34.4	-38.7	-51.0	-52.9	-57.5
Net debt/EBITDA	-176.6	-208.4	-303.8	-305.7	-329.5
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,642.2	1,855.2
이자보상배율(배)	50.6	92.8	106.7	226.1	256.8
자산구조(%)					
투자자본	57.5	55.7	47.2	45.4	41.0
현금+투자자산	42.5	44.3	52.8	54.6	59.0
자본구조(%)					
차입금	5.6	4.0	1.6	1.6	1.4
자기자본	94.4	96.0	98.4	98.4	98.6

[Compliance Notice]

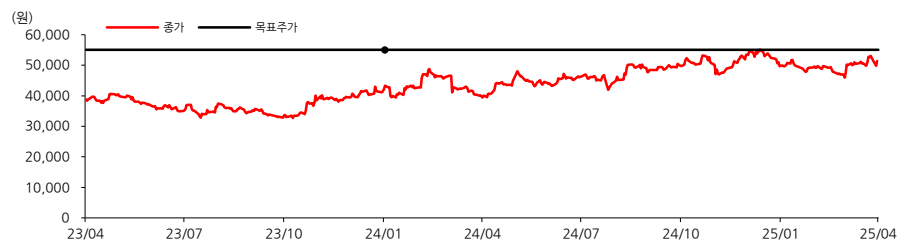
(공표일: 2025년 4월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[더블유게임즈 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.12	2023.05.23	2023.07.07	2024.01.02	2024.07.11	2024.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,044	55,044	55,044	55,044	55,044	55,044
일 시	2024.11.28	2025.01.10	2025.04.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	55,044	55,044	55,044			

주: 무상증자 반영하여 목표주가 산정

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	55,044	-15.79	0.28
2025.01.10	Buy	55,044		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%