

더블유게임즈 (192080)

M&A를 통한 성장 가속

2Q25 Review

매출액 1,719억원 YoY+5.4%, 영업이익 543억원 YoY -19.0%, 지배순이익 227억원 YoY -53.6%. 시장 컨센서스 하회

소셜카지노 게임 1,381억원 YoY-9.2%, 캐주얼 게임(팍시게임즈, 25년 3월 인수) 120억원 YoY +208%, 아이게이밍(슈퍼네이션, 23년 11월 인수) 218억원 YoY +100.8%으로 기존 소셜카지노 게임 성장 둔화를 신규 인수한 게임들로 전체 성장을 이어 가고 있음. 신규 인수한 게임들의 성장을 위한 마케팅비 증가로 영업이익률 전년 동기 대비 9.5%pt 하락

하반기 전망

지난 7월 인수한 '와우게임즈(유럽 소셜카지노)' 8월부터 연결 편입되어 월매출 약 50억원, 영업이익률 25~30%에 해당하는 영업이익 추가 예정. 신규 사업인 아이게이밍, 팍시게임즈 매출이 고성장 중이어서, 하반기 매출은 상반기 대비 12.8%의 두자릿수 성장 전망.

신규 사업(게임) 마케팅비 증가로 영업이익률 하락하였으나, 구글/애플(30% 플랫폼 수수료)이 아닌 낮은 결제수수료(10%미만)의 제3 결제자 (Direct To Consumer)비중 증가(23년 5.8%, 2Q25 12.8%, 동종 기업 Playtika 30%)로 영업이익률은 지속 개선될 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 78,000원으로 상향

소셜카지노 게임 시장 성장둔화로 동사는 게임주중 가장 낮은 밸류에이션 상태였으나, M&A를 통한 신규사업(게임)으로 성장률이 회복되고 있고, DTC 비중 증가에 의한 영업이익률 개선으로 성장성과 수익성 개선이 동시에 진행될 수 있다는 의견임.

2026년 개선된 실적과 성장성, 수익성 회복을 감안한 Target PER 10배를 적용, 목표주가를 78,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지함. 참고로 동사는 현 시가총액의 60%인 약 7천억원의 순현금을 보유하고 있으며, 4분기중 발행주식 총수의 1~2% 자사주 소각 예정임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **78,000원 (U)**

직전 목표주가 **64,000원**

현재주가 (8/13) **53,000원**

상승여력 **47%**

시가총액	11,393억원
총발행주식수	21,495,906주
60일 평균 거래대금	42억원
60일 평균 거래량	75,833주
52주 고/저	62,100원 / 45,200원
외인지분율	18.15%
배당수익률	2.23%
주요주주	김가람 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	(6.5)	14.5
상대	(12.9)	(24.4)	(6.9)
절대 (달러환산)	(11.9)	(4.2)	13.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	172	5.4	6.2	176	-2.5
영업이익	54	-19.0	-0.8	59	-8.4
세전계속사업이익	44	-45.8	-27.1	65	-32.0
지배순이익	23	-53.6	-33.6	39	-41.4
영업이익률 (%)	31.6	-9.5 %pt	-2.2 %pt	33.6	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	13.2	-16.8 %pt	-7.9 %pt	22.0	-8.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	582	633	710	804
영업이익	213	249	233	294
지배순이익	149	187	129	167
PER	5.4	5.3	8.8	6.8
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.0	2.4	3.2	2.4
ROE	18.6	18.7	11.4	14.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

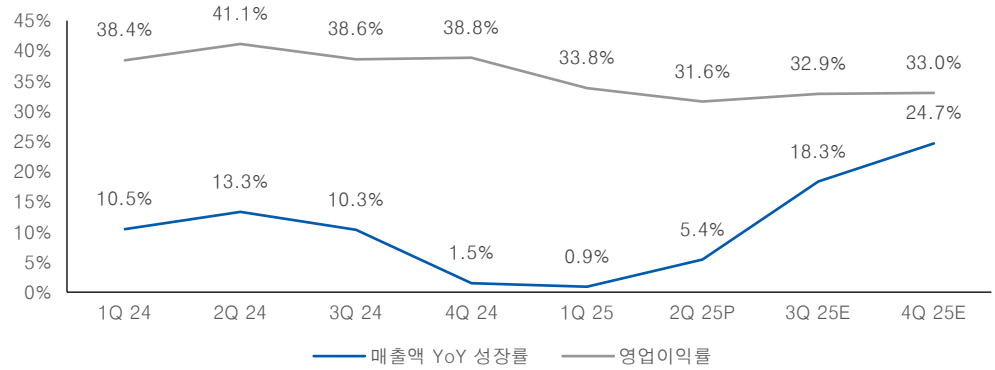
더블유게임즈 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25P	3Q 25E	4Q 25E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	1,605	1,631	1,541	1,558	1,620	1,719	1,823	1,942	5,768	5,909	7,104	8,044
yoy	10.5%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	18.3%	24.7%	-6.6%	2.4%	20.2%	13.2%
소셜카지노	1,495	1,523	1,434	1,432	1,428	1,382	1,355	1,392	5,768	5,909	5,557	5,446
yoy	3%	6%	3%	-3%	-4%	-9%	-6%	-3%	-7%	2%	-6%	-2%
DDI	1,061	1,101	1,022	1,021	1,021	973	965	990	3,976	4,209	3,949	3,885
yoy	7%	11%	7%	-2%	-4%	-12%	-6%	-3%	-4%	6%	-6%	-2%
DUG	434	422	412	411	407	409	390	402	1,791	1,700	1,609	1,561
yoy	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-3%	-5%	-2%	-12%	-5%	-5%	-3%
i-Gaming 전망 (슈퍼네이션)	110	108	106	126	192	218	239	263	56	451	913	1,369
yoy	-	-	-	-	74%	101%	125%	110%	-	-	103%	50%
캐주얼게임 (팍시게임즈)	-	-	-	-	-	120	128	137	-	-	385	654
yoy	-	-	-	-	-	208%	97%	56%	-	-	-	70%
와우게임즈 (유럽 소셜카지노)	-	-	-	-	-	-	100	150	-	-	250	575
영업비용	988	961	946	953	1,072	1,176	1,224	1,300	3,690	3,848	4,773	5,101
플랫폼	436	444	408	411	410	411	425	453	1,660	1,699	1,698	1,718
매출액대비	27%	27%	26%	26%	25%	24%	23%	23%	29%	29%	24%	21%
마케팅	210	159	140	162	238	319	335	365	866	671	1,257	1,413
매출액대비	13%	10%	9%	10%	15%	19%	18%	19%	15%	11%	18%	18%
인건비	192	218	225	229	237	224	230	234	760	865	924	1,000
로열티	32	27	27	30	36	37	36	37	77	116	145	131
기타 운영비	84	81	116	91	121	143	153	165	241	372	582	640
유무형상각비	33	31	30	30	31	43	45	47	87	124	165	199
연결영업이익	617	671	595	605	548	543	599	642	2,077	2,061	2,332	2,943
영업이익률	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	32.9%	33.0%	36.0%	34.9%	32.8%	36.6%
YoY	34%	33%	10%	-4%	-11%	-19%	1%	6%	13.0%	-0.8%	13.1%	26.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

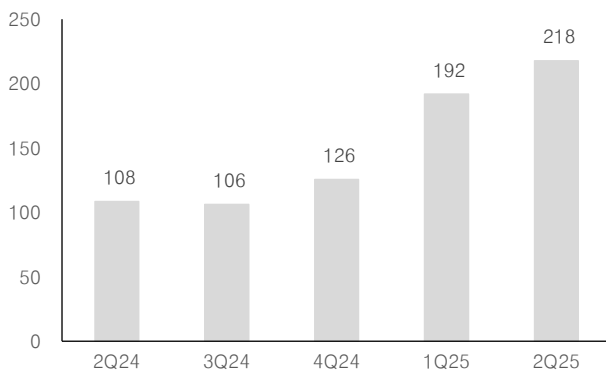
매출액 YoY 성장률 & 영업이익률 (1Q24~4Q25E)



자료: 더블유게임즈

iGaming(슈퍼네이션) 매출액 추이 (2Q24~2Q25)

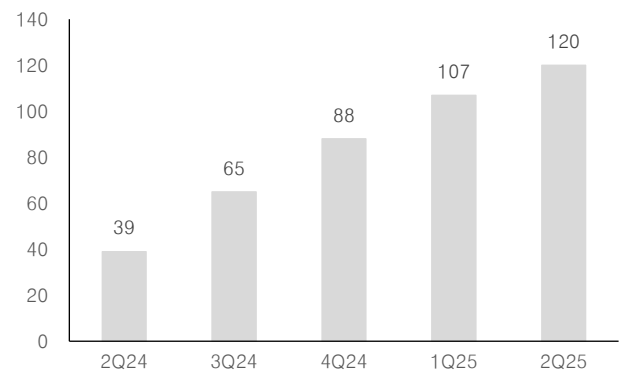
(단위 : 억 원)



자료: 더블유게임즈

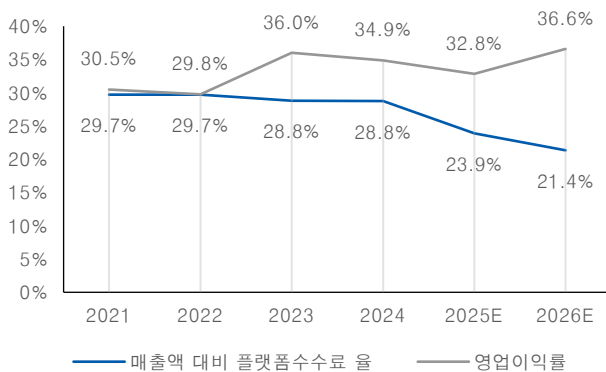
캐주얼 게임(팍시게임즈) 매출액 추이 (2Q24~2Q25)

(단위 : 억 원)



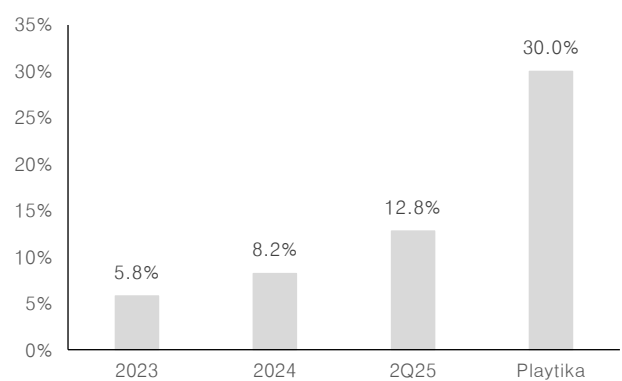
자료: 더블유게임즈

매출액 대비 플랫폼수수료율 & 영업이익률 (2021~2026E)



자료: 더블유게임즈

DTC 비중



자료: 더블유게임즈

더블유게임즈 목표주가 산정 내역		(단위: 억원)
2026년 예상 지배순이익		1,674
Target PER		10.0
목표 시가총액		16,740
발행주식수		21,495,906
새로운 목표주가		77,875

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 peer 기업 밸류에이션 비교 (단위: 배, %)

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
SCIPLAY	13.0	N/A	N/A	22.4	N/A	N/A	21.6	40.1	113.3	0.6	N/A	N/A
ARISTOCRAT	28.6	28.6	25.2	5.9	6.1	5.8	20.0	22.3	23.2	5.6	7.0	6.6
PLAYTIKA HOLDING	10.7	7.6	6.1	N/A	N/A	8.0	N/A	N/A	N/A	1.0	0.5	0.5
SKILLZ	N/A	N/A	N/A	0.5	1.0	1.3	N/A	N/A	N/A	0.9	1.2	1.0
평균	17.4	18.1	15.6	14.1	6.1	5.8	20.8	31.2	68.3	0.8	0.8	0.8
DOUBLEUGAMES	5.7	7.3	6.6	0.9	0.9	0.8	18.7	13.1	12.9	1.7	1.6	1.5

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	582	633	710	804	851
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	710	804	851
판매비	369	385	477	510	531
영업이익	213	249	233	294	320
EBITDA	222	261	242	308	334
영업외손익	31	66	9	13	16
외환관련손익	6	23	-23	-21	-21
이자손익	22	26	28	30	33
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	17	4	4	4
법인세비용차감전순이익	244	315	242	307	336
법인세비용	51	71	58	69	78
계속사업순이익	193	243	184	238	258
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	184	238	258
지배지분순이익	149	187	129	167	182
포괄순이익	205	377	81	115	111
지배지분포괄이익	157	277	61	86	83

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	96	275	227	273	299
당기순이익	193	243	184	238	258
감가상각비	8	8	4	9	10
외환손익	5	-14	23	21	21
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-149	10	7	9	14
기타현금흐름	39	28	9	-4	-4
투자활동 현금흐름	-46	-33	-181	187	-154
투자자산	108	0	-1	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-2	0	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-153	-31	-180	199	-142
재무활동 현금흐름	-53	-43	4	194	195
단기차입금	1	-1	0	1	0
사채 및 장기차입금	-11	-22	5	17	19
자본	0	0	-200	0	0
현금배당	-10	-17	0	-24	-24
기타현금흐름	-33	-3	199	199	199
연결범위변동 등 기타	-2	49	-37	-204	-233
현금의 증감	-4	247	13	450	107
기초 현금	303	298	546	559	1,009
기말 현금	298	546	559	1,009	1,116
NOPLAT	213	249	233	294	320
FCF	95	273	227	263	289

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

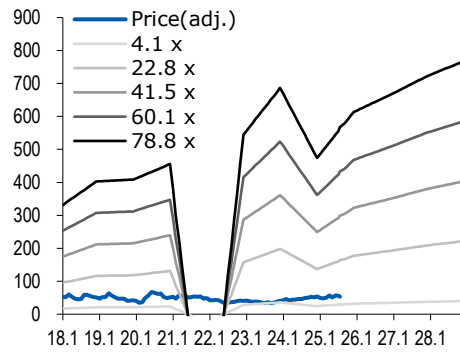
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	893	1,004	1,127	1,242
현금및현금성자산	298	546	559	1,009	1,116
매출채권 및 기타채권	59	66	82	92	98
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	705	753	782	783	783
유형자산	2	3	1	1	1
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	5	6	8	9
자산총계	1,289	1,646	1,786	1,909	2,024
유동부채	63	57	79	99	115
매입채무 및 기타채무	25	29	54	61	65
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	20	0	0	10	20
비유동부채	29	33	86	98	110
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	92	90	166	198	225
지배지분	872	1,131	1,142	1,163	1,174
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	97	97	97
이익잉여금	531	702	1,007	1,151	1,309
비지배지분	325	425	479	549	625
자본총계	1,197	1,556	1,620	1,712	1,800
순차입금	-463	-793	-854	-947	-1,037
총차입금	50	26	57	75	95

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,915	8,708	6,014	7,787	8,451
BPS	44,632	57,954	57,541	58,596	59,162
EBITDAPS	10,298	12,148	11,246	14,321	15,528
SPS	27,013	29,470	33,050	37,419	39,588
DPS	846	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	5.4	5.3	8.8	6.8	6.3
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.0	2.4	3.2	2.4	2.2
PSR	1.4	1.6	1.6	1.4	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-5.7	8.8	12.2	13.2	5.8
영업이익 증가율 (%)	16.0	16.6	-6.3	26.2	8.6
지배순이익 증가율 (%)	흑전	25.6	-30.9	29.5	8.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	36.6	39.3	32.8	36.6	37.6
지배순이익률 (%)	25.6	29.5	18.2	20.8	21.3
EBITDA 마진 (%)	38.1	41.2	34.0	38.3	39.2
ROIC	29.2	27.1	24.8	29.9	32.2
ROA	11.8	12.8	7.5	9.1	9.2
ROE	18.6	18.7	11.4	14.5	15.5
부채비율 (%)	7.7	5.8	10.2	11.5	12.5
순차입금/자기자본 (%)	-53.1	-70.1	-74.8	-81.5	-88.3
영업이익/금융비용 (배)	92.8	106.7	117.0	92.6	78.4

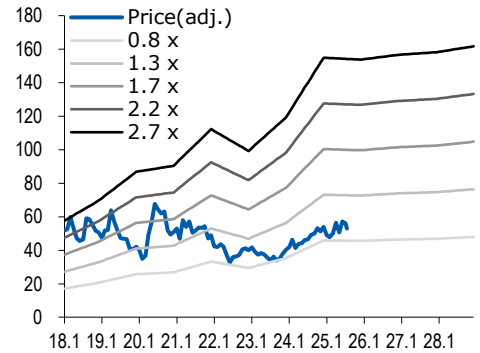
P/E band chart

(천원)



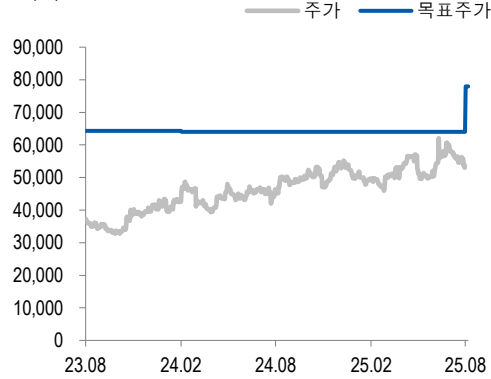
P/B band chart

(천원)



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-14	BUY	78,000	1년		
2025-02-15	1년 경과 이후		1년	-16.89	-2.97
2024-02-15	BUY	64,000	1년	-25.98	-13.75
2024-01-23	BUY	64,360	1년	-34.49	-32.72
2023-09-02	1년 경과 이후		1년	-41.54	-32.63
2022-09-02	BUY	64,360	1년	-40.32	-33.03

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.