더블유게임즈 (192080) : Live-ops 역량이 IP다

Buy 유지
TP 63,000원 유지

Company Data	
현재가(01/15)	49,800원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	55,200원
52주 최저가(보통주)	39,400원
KOSPI(01/15)	2,496.81p
KOSDAQ(01/15)	711.61p
자본금	92억원
시가총액	10,705억원
발행주식수(보통주)	2,150만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	4.8만주
평균거래대금(60일)	25억원
외국인지분(보통주)	17.43%
주요주주	김가람 외 6인 44.49%

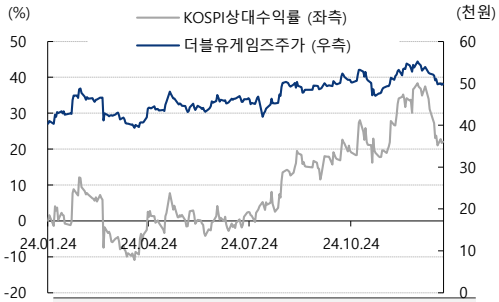
▶ i-Gaming과 Merge-2 장르로 확장되는 라이브서비스 역량

- 동사는 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유카지노)의 장기간 라이브서비스를 통해 소셜카지노 시장 성숙기에도 Organic 매출 성장(3Q24 누적 기준 YoY +4%)를 이끌어내고 있으며, 마케팅 효율화로 동 기간 매출 대비 마케팅비 비율은 10.7%로 YoY -5.9%p 감소. 소셜카지노 영역에서의 라이브서비스 역량은 검증되었다고 판단하며, 4Q23부터 이와 같은 운영 역량을 i-Gaming(온라인 카지노) 영역으로 확장. 2025년 마케팅 본격 집행을 통해 i-Gaming 매출은 YoY +67% 성장 전망.
- 25년 또 하나의 확장은 Merge-2 장르에 강점을 가진 팍시게임즈를 인수를 통해 이루어질 전망. 팍시게임즈가 개발한 머지 스튜디오는 최근 고성장중인 Merge-2(24년 IAP 기준 장르 매출 YoY +62%) 장르 내 다운로드 4위 기록하고 있으며, 패션과 메이크오버 테마를 가미. 22년 3월 출시 이후 24년 11월 기준 누적 매출액 2,800만 달러를 돌파하였으며, 24년에도 MoM으로 꾸준한 매출 성장을 보여 24년 11월에는 2백만 달러 매출을 기록. 팍시게임즈는 더블유게임즈와 마찬가지로 데이터 기반 라이브 서비스 역량이 뛰어나고 주 타겟 유저도 미국 지역 여성으로 크로스마케팅 등 마케팅 시너지가 가능할 것으로 전망.

▶ 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망

- 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망. 소셜카지노 라인업이 5,954억원(YoY +3.2%)으로 유지되는 가운데 i-Gaming 매출 811억원(YoY +67%), 팍시게임즈 매출 284억원 기록 예상. 비용 단에서는 DTC 도입 확대에 따라 매출 대비 플랫폼 수수료율이 26.4%(YoY -0.6%p) 감소할 것으로 전망하며, 마케팅비는 24년과 마찬가지로 효율적 집행 기조를 이어가면서 매출 대비 11.4%를 집행, OPM은 39.7%로 YoY +0.4%p 상승 전망.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	6.1	16.2
상대주가	-9.0	21.5	17.6

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액 (십억원)	617	582	644	722	791
YoY(%)	-1.1	-5.7	10.5	12.1	9.7
영업이익(십억원)	184	213	253	286	316
OP마진(%)	29.8	36.6	39.3	39.6	39.9
순이익(십억원)	-221	193	221	251	274
EPS(원)	-7,196	8,171	7,807	8,800	9,614
YoY(%)	적전	흑전	-4.5	12.7	9.3
PER(배)	-6.6	5.8	6.9	5.7	5.2
PCR(배)	3.4	5.3	5.4	4.9	4.6
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.5	3.2	3.4	2.2	1.8
ROE(%)	-16.8	18.6	17.7	17.1	16.1

더블유게임즈 (192080) : Live-ops 역량이 IP다

- 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망. 소셜카지노 라인업이 5,954억원(YoY +3.2%)으로 유지되는 가운데 i-Gaming 매출 811억원(YoY +67%), 팍시게임즈 매출 284억원 기록 예상. 비용 단에서는 DTC 도입 확대에 따라 매출 대비 플랫폼 수수료율이 26.4%(YoY -0.6%p) 감소할 것으로 전망하며, 마케팅비는 24년과 마찬가지로 효율적 집행 기조를 이어가면서 매출 대비 11.4%를 집행, OPM은 39.7%로 YoY +0.4%p 상승 전망.
- 25년의 IP 확장은 Merge-2 장르에 강점을 가진 팍시게임즈를 인수를 통해 이루어질 전망. 팍시게임즈가 개발한 머지 스튜디오는 최근 고성장중인 Merge-2(24년 IAP 기준 장르 매출 YoY +62%) 장르 내 다운로드 4위 기록하고 있으며, 패션과 메이크오버 테마를 가미. 22년 3월 출시 이후 24년 11월 기준 누적 매출액 2,800만 달러를 돌파하였으며, 24년에도 MoM으로 꾸준한 매출 성장을 보여 24년 11월에는 2백만 달러 매출을 기록. 팍시게임즈는 더블유게임즈와 마찬가지로 데이터 기반 라이브 서비스 역량이 뛰어나고 주 타겟 유저도 미국 지역 여성으로 크로스마케팅 등 마케팅 시너지가 가능할 것으로 기대.

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	154.1	165.8	167.4	183.7	176.8	193.7	617.3	582.3	643.5	721.5
성장률(YoY %)	*-3.1%*	*-3.8%*	*-12.7%*	*-2.7%*	*10.4%*	*13.3%*	*10.3%*	*8.1%*	*4.3%*	*12.6%*	*14.7%*	*16.8%*	*-1.1%*	*-5.7%*	*10.5%*	*12.1%*
더블다운카지노	96.1	96.6	93.8	102.0	103.8	107.9	100.3	106.3	107.4	110.6	108.1	116.6	401.0	388.4	418.3	442.6
더블유카지노	44.2	43.0	41.8	41.7	41.4	40.3	38.3	38.9	38.8	37.9	37.6	38.4	192.6	170.7	158.8	152.8
슈퍼네이션	-	-	-	5.6	11.1	10.8	10.6	15.9	16.4	22.2	17.7	24.8	-	5.6	48.4	81.1
팍시게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-	2.7	8.1	8.6	9.0	-	-	-	28.4
기타	5.0	4.4	4.0	4.2	4.3	4.1	4.9	4.8	2.1	4.9	4.8	4.9	23.6	17.6	18.0	16.7
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	94.6	101.2	100.7	111.2	105.8	117.5	433.4	369.0	390.6	435.3
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	40.8	44.6	44.6	48.6	46.4	50.5	183.3	166.0	173.5	190.2
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.5	22.3	21.9	23.2	23.9	23.7	70.7	76.0	85.8	92.7
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	14.0	18.4	17.8	21.2	18.3	24.6	135.1	86.6	69.3	82.0
유무형자산상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.0	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	12.3	8.7	12.6	13.1
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	2.9	3.1	9.1	7.7	11.5	11.8
기타운영비용	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	11.6	9.8	10.3	12.0	10.9	12.2	23.0	24.1	38.0	45.4
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	59.5	64.7	66.7	72.4	70.9	76.2	183.9	213.3	252.9	286.2
성장률(YoY %)	*8.0%*	*20.3%*	*13.0%*	*21.9%*	*33.9%*	*33.4%*	*9.9%*	*2.9%*	*8.1%*	*8.0%*	*19.3%*	*17.9%*	*-3.4%*	*16.0%*	*18.6%*	*13.2%*
OPM(%)	31.7%	34.9%	38.8%	40.9%	38.4%	41.1%	38.6%	39.0%	39.8%	39.4%	40.1%	39.4%	29.8%	36.6%	39.3%	39.7%
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	47.1	49.0	29.9	41.8	47.4	50.7	42.0	49.0	- 132.2	149.1	167.9	189.2
지배주주순이익률	27.1%	23.6%	28.4%	23.3%	29.4%	30.0%	19.4%	25.2%	28.3%	27.6%	23.8%	25.3%	-21.4%	25.6%	26.1%	26.2%

출처: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	617	582	644	722	791
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	644	722	791
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	433	369	391	435	475
영업이익	184	213	253	286	316
영업이익률 (%)	29.8	36.6	39.3	39.7	40.0
EBITDA	196	222	255	287	317
EBITDA Margin (%)	31.8	38.1	39.6	39.8	40.1
영업외손익	-476	31	34	39	39
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	30	50	49	49	49
금융비용	-16	-18	-16	-10	-10
기타	-490	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-292	244	286	326	356
법인세비용	-71	51	66	75	82
계속사업순손익	-221	193	221	251	274
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-221	193	221	251	274
당기순이익률 (%)	-35.8	33.1	34.3	34.7	34.6
비지배지분순이익	-89	44	53	61	67
지배지분순이익	-132	149	168	189	207
지배순이익률 (%)	-21.4	25.6	26.1	26.2	26.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	71	12	12	12	12
포괄순이익	-150	205	233	263	286
비지배지분포괄이익	-65	48	55	62	67
지배지분포괄이익	-85	157	178	201	219

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

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	573	583	779	1,017	1,279
현금및현금성자산	303	298	497	714	871
매출채권 및 기타채권	52	58	69	101	217
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	218	226	213	201	192
비유동자산	663	705	703	702	701
유형자산	2	2	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	4	7	7	7	7
기타비유동자산	657	697	696	695	695
자산총계	1,236	1,288	1,482	1,719	1,980
유동부채	206	62	44	46	48
매입채무 및 기타채무	158	25	25	25	25
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	30	20	0	0	0
기타유동부채	17	17	19	20	22
비유동부채	24	29	31	34	37
차입금	0	0	0	0	0
사채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	4	29	31	34	37
부채총계	229	91	75	79	85
지배지분	729	872	1,025	1,194	1,381
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	399	531	682	852	1,039
기타자본변동	-64	-62	-62	-62	-62
비지배지분	277	325	382	445	515
자본총계	1,006	1,197	1,407	1,639	1,896
총차입금	52	41	23	25	28

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119	96	179	206	230
당기순이익	-221	193	221	251	274
비현금항목의 가감	434	43	18	13	10
감가상각비	8	8	1	0	0
외환손익	4	9	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	423	27	28	23	21
자산부채의 증감	-64	-149	-29	-31	-30
기타현금흐름	-30	8	-31	-27	-24
투자활동 현금흐름	86	-46	-23	-25	-27
투자자산	189	-18	0	0	0
유형자산	-1	-1	0	0	0
기타	-102	-27	-23	-25	-27
재무활동 현금흐름	-85	-53	-43	-28	-28
단기차입금	-50	0	0	0	0
사채	0	-30	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	-12	-10	-17	-20	-20
기타	-24	-13	-28	-8	-8
현금의 증감	119	-4	198	218	156
기초 현금	184	303	298	497	714
기말 현금	303	298	497	714	871
NOPLAT	139	168	195	220	244
FCF	86	28	168	191	214

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-7,196	8,171	7,807	8,800	9,614
PER	-6.6	5.8	6.9	5.7	5.2
BPS	39,699	47,914	47,662	55,539	64,230
PBR	1.2	1.0	1.1	0.9	0.8
EBITDAPS	10,678	12,169	11,867	13,361	14,751
EV/EBITDA	3.5	3.2	3.4	2.2	1.8
SPS	28,428	27,013	29,936	33,565	36,819
PSR	1.7	1.8	1.8	1.5	1.4
CFPS	4,683	1,521	7,807	8,869	9,974
DPS	600	1,000	1,000	1,000	1,000

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-1.1	-5.7	10.5	12.1	9.7
영업이익 증가율	-3.4	16.0	18.6	13.2	10.5
순이익 증가율	적전	흑전	14.3	13.7	9.3
수익성					
ROIC	21.2	29.2	28.7	31.6	31.6
ROA	-10.1	11.8	12.1	11.8	11.2
ROE	-16.8	18.6	17.7	17.1	16.1
안정성					
부채비율	22.8	7.6	5.3	4.8	4.5
순차입금비율	4.2	3.2	1.5	1.5	1.4
이자보상배율	50.6	92.8	215.7	244.1	269.8

KYOBO research center

KYOBO research center 63