

인터넷/게임

더블유게임즈 192080

M&A 장인에게 수익성도 배송중

Aug 14 2025

Buy

유지

2Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회

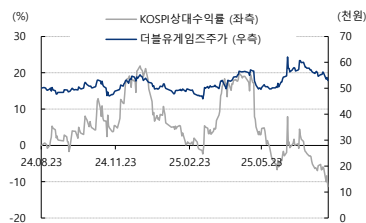
TP 70,000 원

유지

Company Data

현재가(08/13)	53,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	62,100 원
52 주 최저가(보통주)	45,200 원
KOSPI (08/13)	3,224.37p
KOSDAQ (08/13)	814.10p
자본금	108 억원
시가총액	11,393 억원
발행주식수(보통주)	2,150 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.8 만주
평균거래대금(60 일)	27 억원
외국인지분(보통주)	18.18%
주요주주	
김기람 외 6인	44.30%
국민연금공단	7.96%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.5	7.8	14.5
상대주가	-12.9	-13.6	-6.9

더블유게임즈 2Q25 매출은 1,719억원(YoY +5.4%, QoQ +6.2%), 영업이익은 543억원(YoY -19.0%, QoQ -0.8%)로 시장 예상치(매출 1,764억원, 이익 593억원)을 하회. 매출은 기존 미국 중심 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유카지노) 매출이 미국 시장 정책과 환율 하락 영향으로 YoY -9.2%, QoQ -3.2%를 기록한 반면, 슈퍼네이션(iGaming)은 영국 시장 내 마케팅 효율성 개선과 소셜카지노 부문과의 시너지를 통한 3개 브랜드의 균형있는 성장으로 218억원의 매출(YoY +100.8%, QoQ +13.4%)을 기록, 신규 연결 편입된 팍시게임즈는 주력 타이틀 머지 스튜디오 중심으로 120억원의 매출 기여.

영업비용 중 마케팅비는 슈퍼네이션 및 팍시게임즈 성장을 위한 마케팅비 반영으로 319억원(YoY +101.2%, QoQ +34.2%, 매출 대비 18.6%), 인건비는 팍시게임즈 연결 편입에도 효율적 인력 관리로 224억원(YoY +2.6%, QoQ -5.3%) 기록. 플랫폼비는 소셜카지노 매출 동향과 DTC 비중 증가(2Q25 12.8%, QoQ +2.4%p)에 따라 411억원(YoY -7.5%, 매출 대비 23.9%)기록. 유무형상각비는 팍시게임즈 PPA 상각 반영으로 43억원(YoY +38.6%, QoQ +36.9%)

투자 의견 Buy & 목표주가 70,000원 유지

투자 의견 Buy 및 목표주가 70,000원 유지. 동사는 4Q23 연결편입된 슈퍼네이션, 2Q25부터 연결편입되는 팍시게임즈('Merge Studio' 등 머지2 장르 강점)의 성장을 위한 마케팅 투입 영향으로 OPM이 전년대 낮아진 상태이지만, 인수 후 자회사 성장 추이 고무적([도표 2~3]). 슈퍼네이션(4Q23 연결 편입)의 경우 1H25 기준 영국 등 유럽 시장에서 마케팅비 회수기간과 결제 리텐션 개선되며 전년동기비 YoY +87.6% 성장. 현재 3개의 i-gaming(온라인 카지노) 메인 브랜드 외 추가 브랜드 출시, 자체 슬롯 콘텐츠 확대 등을 통한 비용 절감, 공통 비용 절감을 위한 소규모 M&A를 통해 2026년에는 슈퍼네이션 연간 매출 1,112억원 기여와 흑자 전환 전망. 2Q25 연결 편입된 팍시게임즈를 통해서 머지-2 하이브리드 캐주얼 역량 확보가 이루어졌으며, 성장중인 머지-2 시장에서 유저 플레이타임의 확보와 AI 기반의 마케팅 최적화를 통해 빠른 성장 진행중. 25년 377억원, 26년 597억원의 매출 기여 예상. 3Q25 연결 편입 예정인 와우게임즈는 월 매출 50억원, OPM 25~30%를 기록하고 있으며, 2H25는 DTC 비중의 추가 확대가 이루어져 이익 반등 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	582	633	716	789	867
YoY(%)	-5.7	8.8	12.9	10.3	9.8
영업이익(십억원)	213	249	230	260	296
OP 마진(%)	36.6	39.3	32.1	33.0	34.1
순이익(십억원)	193	243	200	242	270
EPS(원)	8,171	8,708	6,830	8,216	9,167
YoY(%)	흑전	6.6	-21.6	20.3	11.6
PER(배)	5.8	6.2	7.8	6.5	5.8
PCR(배)	5.3	5.4	7.0	5.9	5.3
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.2	3.0	2.8	2.0	1.3
ROE(%)	18.6	18.7	12.3	13.3	13.2



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

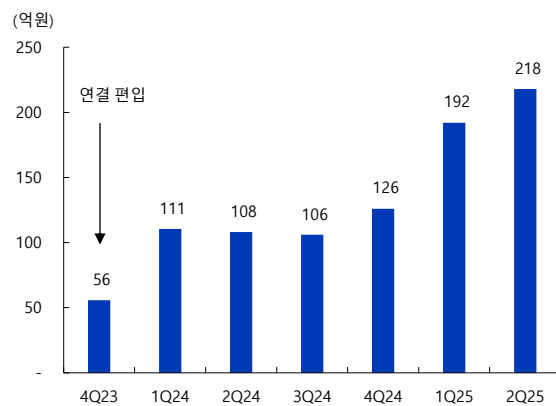
[도표 1] 더블유게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	171.9	183.4	198.2	617.3	582.3	633.5	715.5	789.4
성장률(YoY %)	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-2.7%	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	19.0%	27.2%	-1.1%	-5.7%	8.8%	12.9%	10.3%
더블다운카지노	96.1	96.6	93.8	102.0	103.8	107.9	100.3	100.3	100.3	95.6	95.7	100.3	401.0	388.4	412.3	391.9	391.6
더블유카지노	44.2	43.0	41.8	41.7	41.4	40.3	38.3	39.4	38.9	39.4	39.5	40.1	192.6	170.7	159.4	157.8	153.8
슈퍼네이션	-	-	-	5.6	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	22.4	26.5	-	5.6	45.1	89.8	111.2
팍시게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	12.6	13.2	-	-	-	37.7	59.7
와우게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	15.0	-	-	-	25.0	61.5
기타	5.0	4.4	4.0	4.2	4.3	4.1	4.9	3.5	3.6	3.3	3.2	3.1	23.6	17.6	16.7	13.1	11.5
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	125.5	134.9	433.4	369.0	384.7	485.3	529.4
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	41.1	42.7	45.0	183.3	166.0	169.9	169.8	167.3
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	25.3	26.5	70.7	76.0	86.5	97.9	108.6
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	33.3	36.6	135.1	86.6	67.1	125.6	148.1
유무형자산상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	4.3	5.3	5.6	12.3	8.7	12.4	18.2	23.0
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.7	4.5	5.1	9.1	7.7	11.6	16.8	18.8
기타운영비용	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	14.3	14.5	16.0	23.0	24.1	37.2	56.9	63.7
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	57.8	63.3	183.9	213.3	248.7	230.2	259.9
성장률(YoY %)	8.0%	20.3%	13.0%	21.9%	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-19.0%	-2.8%	4.6%	-3.4%	16.0%	16.6%	-7.5%	12.9%
OPM(%)	31.7%	34.9%	38.8%	40.9%	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	31.5%	31.9%	29.8%	36.6%	39.3%	32.2%	32.9%
지배주주순이익	39.3	33.9	39.6	35.7	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	33.9	55.8	132.2	149.1	187.2	146.7	176.6
지배주주순이익률	27.1%	23.6%	28.4%	23.3%	29.4%	30.0%	19.4%	39.2%	21.1%	13.2%	18.5%	28.2%	-21.4%	25.6%	29.5%	20.5%	22.4%

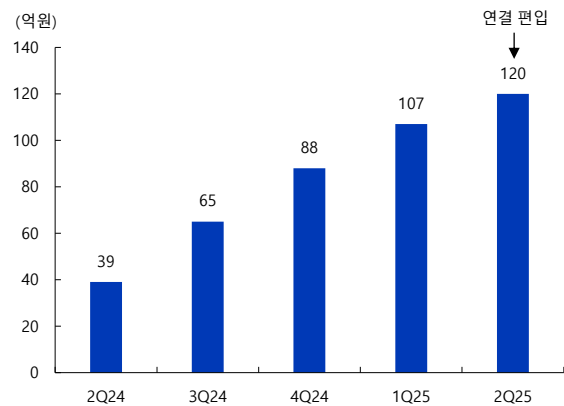
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q23 슈퍼네이션 연결 편입, 2Q25 팍시게임즈 연결 편입, 3Q25 와우게임즈 연결 편입 반영

[도표 2] 슈퍼네이션 매출 추이



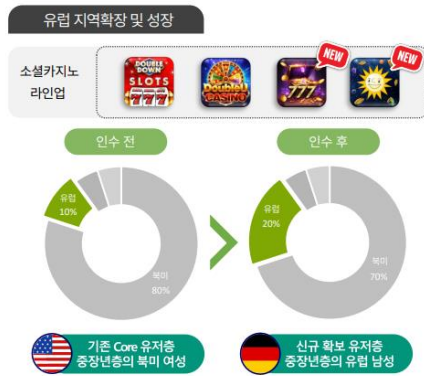
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 팍시게임즈 매출 추이



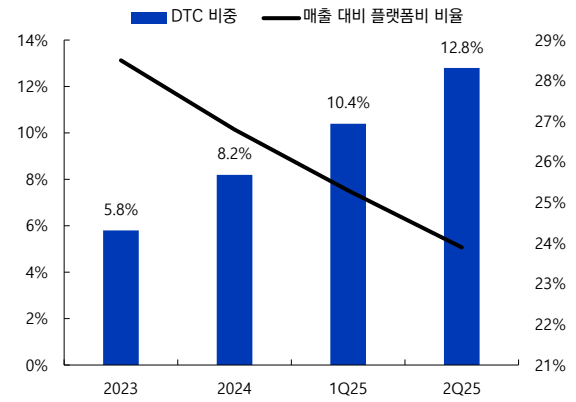
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 와우게임즈 인수 전/후 비교



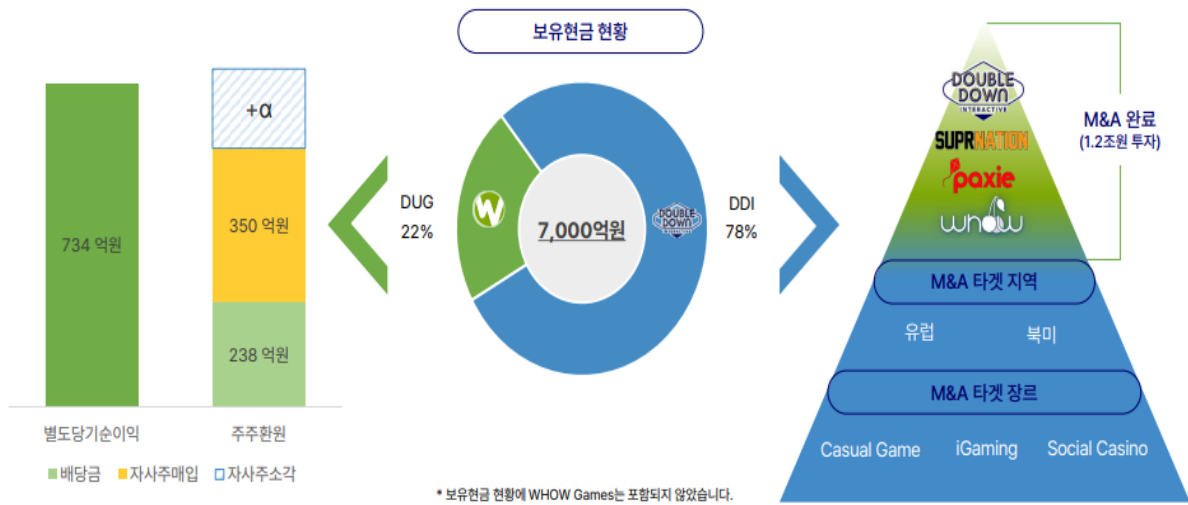
자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 더블유게임즈 DTC 비중 & 매출 대비 플랫폼비 비율



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 더블유게임즈 주주가치 제고 방안



자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

[더블유게임즈 192080]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	582	633	716	789	867
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	716	789	867
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	369	385	485	529	571
영업이익	213	249	230	260	296
영업이익률 (%)	36.6	39.3	32.2	32.9	34.1
EBITDA	222	261	236	264	300
EBITDA Margin (%)	38.1	41.2	33.0	33.5	34.6
영업외손익	31	66	33	50	50
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	73	59	59	59
금융비용	-15	-7	-25	-8	-8
기타	0	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	244	315	263	310	346
법인세비용	51	71	63	68	76
계속사업순이익	193	243	200	242	270
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	200	242	270
당기순이익률 (%)	33.1	38.4	28.0	30.7	31.2
비지배지분순이익	44	56	53	65	73
지배지분순이익	149	187	147	177	197
지배순이익률 (%)	25.6	29.5	20.5	22.4	22.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	134	134	134	134
포괄순이익	205	377	334	376	404
비지배지분포괄이익	48	100	89	100	107
지배지분포괄이익	157	277	245	276	296

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	96	275	183	224	251
당기순이익	193	243	200	242	270
비현금항목의 가감	43	29	17	16	19
감가상각비	8	8	2	0	0
외환손익	4	-14	-8	-8	-8
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	31	35	23	24	27
자산부채의 증감	-149	10	0	1	0
기타현금흐름	8	-7	-34	-34	-38
투자활동 현금흐름	-46	-33	-68	-89	-115
투자자산	108	0	0	0	0
유형자산	-1	-2	0	0	0
기타	-153	-31	-68	-89	-115
재무활동 현금흐름	-53	-43	-30	-50	-50
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-30	-20	-20	-20	-20
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-17	-24	-24	-24
기타	-13	-6	14	-6	-6
현금의 증감	-4	247	81	72	51
기초 현금	303	298	546	627	698
기말 현금	298	546	627	698	749
NOPLAT	168	192	175	203	231
FCF	28	213	181	208	235

자료: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	893	1,065	1,256	1,476
현금및현금성자산	298	546	627	698	749
매출채권 및 기타채권	59	66	81	105	151
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	226	282	357	453	576
비유동자산	705	753	747	743	739
유형자산	2	3	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	7	5	5	5	5
기타비유동자산	697	745	741	737	733
자산총계	1,289	1,646	1,812	2,000	2,215
유동부채	63	57	76	75	74
매입채무 및 기타채무	25	29	29	29	29
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	20	0	20	20	20
기타유동부채	18	29	28	27	26
비유동부채	29	33	11	-11	-33
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-20	-40	-60
기타비유동부채	29	33	31	29	27
부채총계	92	90	87	64	42
지배지분	872	1,131	1,254	1,407	1,580
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	297	297	297
이익잉여금	531	702	825	978	1,151
기타자본변동	-62	-62	-62	-62	-62
비지배지분	325	425	471	529	594
자본총계	1,197	1,556	1,726	1,936	2,174
총차입금	42	18	16	-5	-27

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

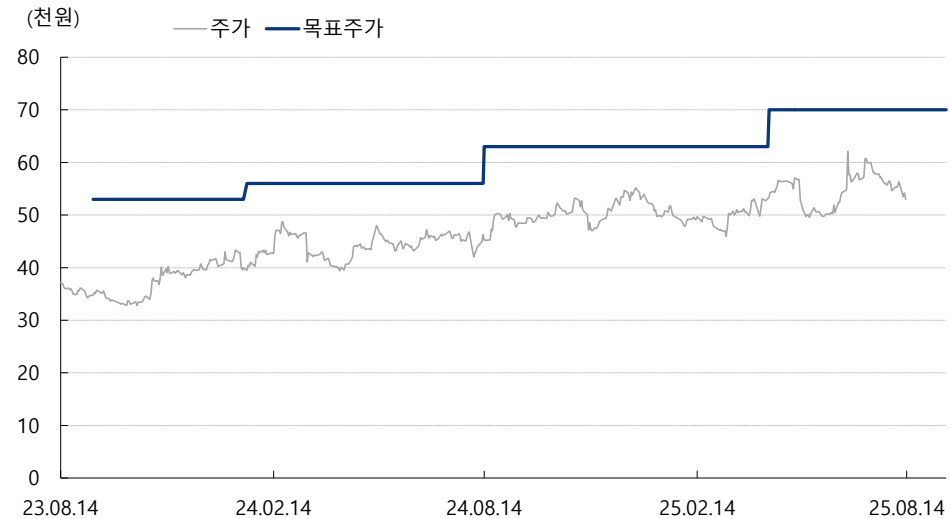
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,171	8,708	6,830	8,216	9,167
PER	5.8	6.2	7.8	6.5	5.8
BPS	47,914	52,632	58,355	65,459	73,512
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	12,169	12,148	10,972	12,289	13,939
EV/EBITDA	3.2	3.0	2.8	2.0	1.3
SPS	27,013	29,470	33,285	36,723	40,327
PSR	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
CFPS	1,521	9,900	8,407	9,659	10,925
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-5.7	8.8	12.9	10.3	9.8
영업이익 증가율	16.0	16.6	-7.5	12.9	13.8
순이익 증가율	흑전	26.1	-17.7	20.9	11.6
수익성					
ROIC	29.2	27.1	23.4	26.6	29.1
ROA	11.8	12.8	8.5	9.3	9.3
ROE	18.6	18.7	12.3	13.3	13.2
안정성					
부채비율	7.7	5.8	5.0	3.3	1.9
순차입금비율	3.2	1.1	0.9	-0.3	-1.2
이자보상배율	92.8	106.7	98.8	-1,363.9	-109.1

더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



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	53,000	(61.08)	(54.21)	2025.08.14	70,000			
2023.10.18	매수	53,000	(54.25)	(37.28)					
2023.11.10	매수	53,000	(34.79)	(24.93)					
2024.01.22	매수	56,000	(33.68)	(29.33)					
2024.02.14	매수	56,000	(27.39)	(14.87)					
2024.05.28	매수	56,000	(24.11)	(18.64)					
2024.08.14	매수	63,000	(26.62)	(18.42)					
2024.11.13	매수	63,000	(22.60)	(14.13)					
2025.01.16	매수	63,000	(40.19)	(31.83)					
2025.04.17	매수	70,000	(28.79)	(12.72)					
2025.07.15	매수	70,000	(24.63)	(18.64)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

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

당사 리서치센터 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.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 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