

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유승민 Research Associate
seungmin.you@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	74,000원	36.5%
현재주가	54,200원	
시가총액	1.2조원	
주식수 (유동주식 비중)	21,495,906주 (48.0%)	
52주 최저/최고	44,950원/62,100원	
60일-평균거래대금	42.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
더블유게임즈 (%)	-9.5	10.3	20.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.9	-11.9	-1.0

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	74,000	78,000	-5.1%
2025E EPS	6,759	7,037	-3.9%
2026E EPS	7,837	7,958	-1.5%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	12
목표주가	69,667
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

더블유게임즈 (192080)

M&A 효과는 '26년부터

- 인수 기업 관련 비용 증가로 2Q25 영업이익은 YoY 19% 감소
- 공격적 마케팅과 M&A 상각비 증가로 하반기 이익 성장은 제한적이나, 인수 자회사 실적 개선 예상되는 '26년부터는 수익성 개선을 통한 밸류에이션 상승 전망
- 밸류에이션 부담은 낮은 만큼 하반기 최적의 매수 가격을 찾을 것을 추천

WHAT'S THE STORY?

M&A로 단기 수익성 하락: 소셜카지노 매출 성장 둔화에도 팍시게임즈 연결 편입으로 2Q25 매출은 YoY 5.4% 증가. 더블유카지노와 더블다운카지노의 달러 결재액은 YoY 각각 4.8%, 12.5% 감소하며 부진한 시장 상황을 반영. 그러나 팍시게임즈 매출 120억원이 연결되고, 슈퍼네이션 매출이 YoY 101% 증가하며 전체 성장을 견인. 매출 증가에도 불구하고, 인수 자회사의 공격적 마케팅과 PPA 상각비 증가로 영업이익은 YoY 19% 감소하여 컨센서스를 8.4% 하회함.

수익성 개선은 내년부터: 슈퍼네이션과 팍시게임즈는 매출 대비 마케팅비를 각각 40%, 80% 수준으로 집행하며 공격적으로 외형을 확대 중. 단기적으로는 전사 이익에 부담이 되고 있으나, '26년부터는 영업 레버리지 효과로 흑자 전환을 기대. 3분기부터 연결 편입될 와우게임즈는 영업이익을 내고 있는 만큼 전사 이익에도 기여할 전망.

M&A 성장 전략 지속: 회사는 M&A를 통한 성장 전략을 유지하며 이후로도 캐주얼, 소셜카지노, 게이밍 등 관련 분야에 대한 인수를 진행할 예정. DDI 인수로 증명한 글로벌 기업의 인수 후 통합(PMI) 역량을 바탕으로 피인수 기업의 수익성을 개선하고 모회사와 시너지를 창출할 전망.

최적 가격 기회 찾기: M&A 이후 단기 수익성 하락을 반영하여 더블유게임즈의 목표 주가를 기존 78,000원에서 74,000원(12개월 예상 EPS에 목표 P/E 10.1배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 및 소셜카지노 기업 P/E 평균에 성장률 차이 감안한 할인율 20% 적용)으로 5.1% 하향. 제한적인 단기 실적 모멘텀으로 하반기 주가는 약세를 보일 수 있으나, 자회사 수익성 개선이 예상되는 '26년부터는 밸류에이션 디스카운트가 빠르게 해소될 전망. 하반기 최적의 매수 가격을 찾을 것을 추천함.

분기 실적

(십억원)	2Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	171.9	5.4	6.2	-4.4	-2.5
영업이익	54.3	-19.0	-0.8	-4.1	-8.4
세전이익	44.5	-45.8	-27.1	-32.8	-32.0
순이익	33.0	-48.6	-28.0	-34.4	-37.1
이익률 (%)					
영업이익	31.6				
세전이익	25.9				
순이익	19.2				

자료: 더블유게임즈, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

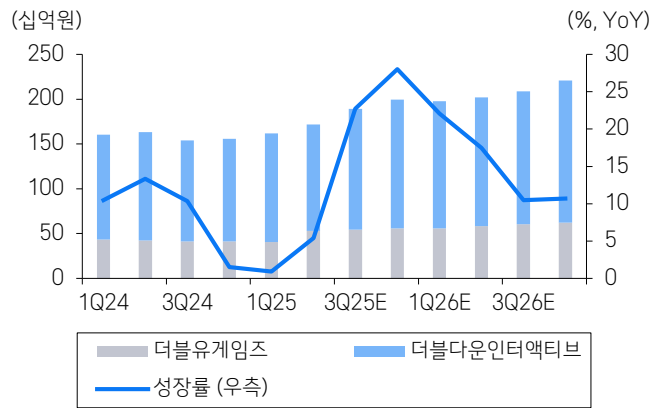
	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	7.1	8.0	6.9
P/B	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.0	3.3	2.6
Div yield (%)	2.2	2.0	2.6
EPS 증가율 (%)	13.7	-10.7	16.0
ROE (%)	18.7	11.4	12.9
주당지표 (원)			
EPS	7,570	6,759	7,837
BVPS	57,067	62,295	70,770
DPS	1,200	1,091	1,419

2Q25 review

(십억원)	2Q25			차이 (%)		2Q24	1Q25	증감 (%)	
	실적	삼성	컨센서스	삼성	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	171.9	179.9	176.4	(4.4)	(2.5)	163.1	162.0	5.4	6.2
더블유게임즈	52.9	55.4		(4.5)		42.2	40.7	25.3	30.0
팍시게임즈	12.0	12.9		(7.1)		0.0	0.0	n/a	n/a
더블다운인터랙티브	119.0	124.5		(4.3)		120.9	121.3	(1.6)	(1.8)
슈퍼네이션	21.8	22.6		(3.7)		10.8	19.2	100.8	13.4
와우게임즈	0.0	0.0		n/a		0.0	0.0	n/a	n/a
영업비용	117.6	123.2		(4.5)		96.1	107.2	22.4	9.7
인건비 및 복리후생비	22.4	24.3		(7.8)		21.8	23.7	2.6	(5.3)
광고선전비	31.9	33.4		(4.4)		15.9	23.8	101.2	34.2
지급수수료	50.4	55.4		(9.1)		51.6	49.8	(2.5)	1.1
기타	12.9	10.1		27.8		6.7	10.0	92.8	30.0
영업이익	54.3	56.6	59.3	(4.1)	(8.4)	67.1	54.8	(19.0)	(0.8)
세전이익	44.5	66.2	65.5	(32.8)	(32.0)	82.1	61.1	(45.8)	(27.1)
당기순이익	33.0	50.3	52.5	(34.4)	(37.1)	64.2	45.8	(48.6)	(28.0)
지배주주순이익	22.7	37.6	38.8	(39.6)	(41.4)	49.0	34.2	(53.6)	(33.6)
이익률 (%)									
영업이익률	31.6	31.5	33.6			41.1	33.8		
세전이익률	25.9	36.8	37.1			50.3	37.7		
순이익률	19.2	28.0	29.7			39.3	28.3		
지배주주순이익률	13.2	20.9	22.0			30.0	21.1		

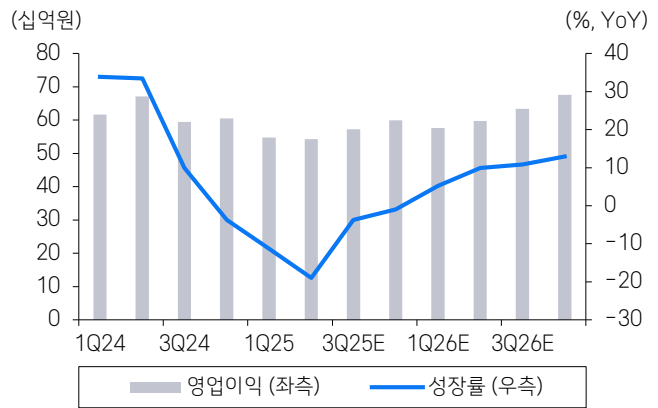
자료: 더블유게임즈, FnGuide, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



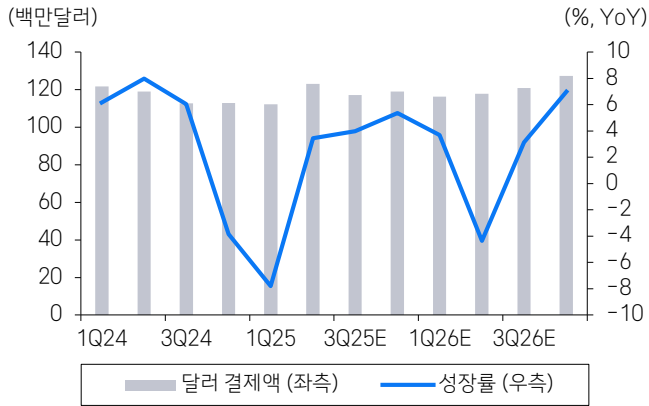
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



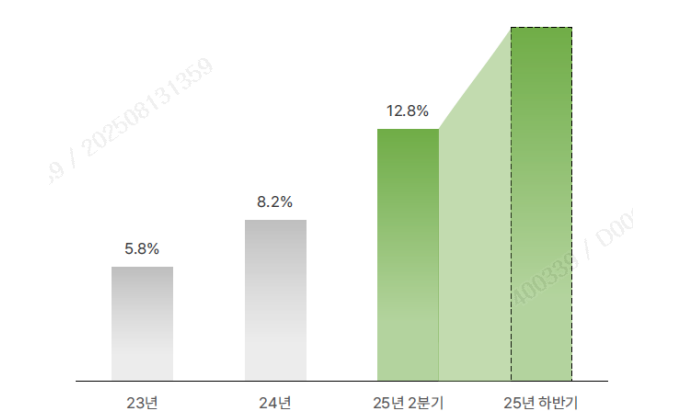
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

연결 달러 결제액 추이



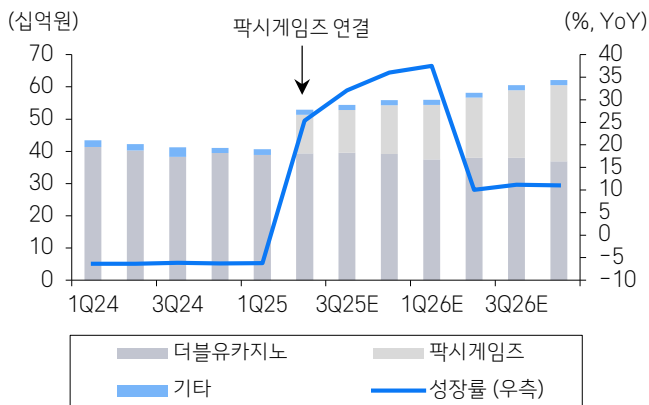
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

D2C 결제 비중 확대



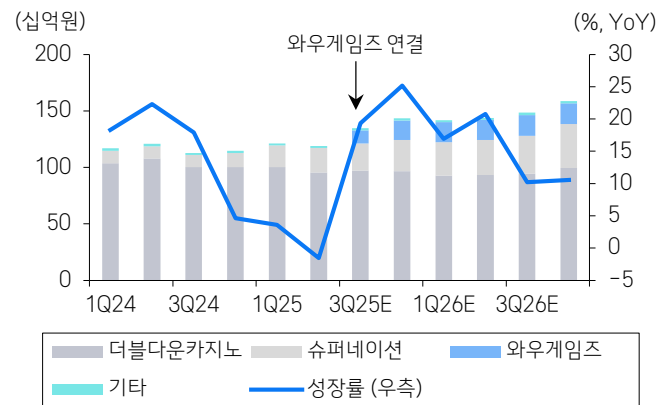
자료: 더블유게임즈

더블유게임즈 게임별 매출 추이



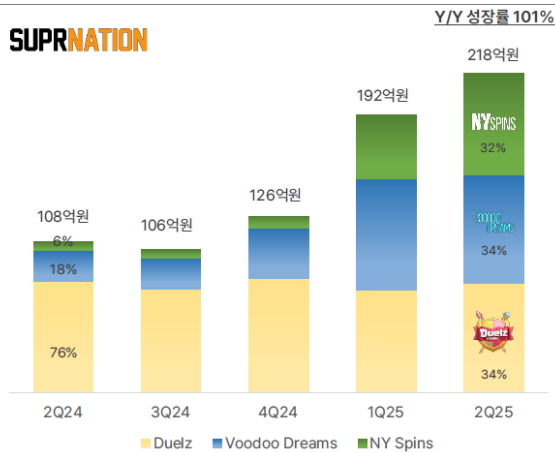
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

더블다운인터랙티브 게임별 매출 추이



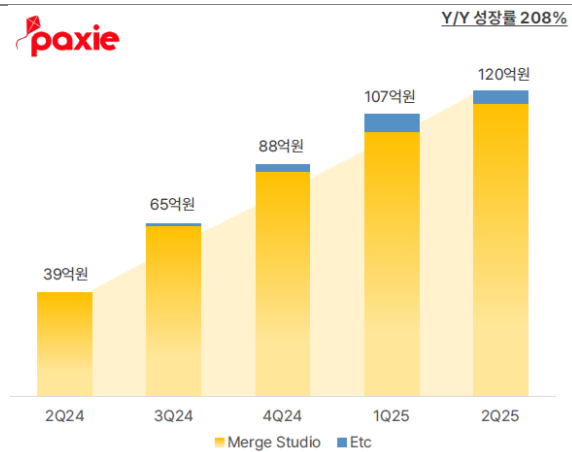
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

슈퍼네이션 매출 고성장



자료: 더블유게임즈

팍시게임즈 매출 고성장



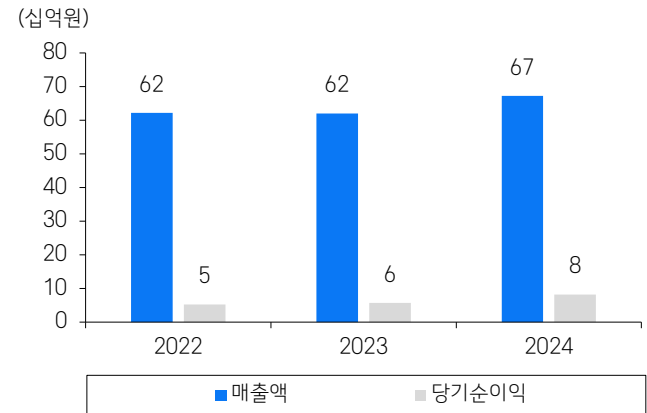
자료: 더블유게임즈

와우게임즈(Whow Games) 인수 개요

구분	내용
인수 회사	Whow Games (독일 함부르크 소재)
취득 주체	더블다운 인터랙티브
취득 주식 수 및 자본율	274,034주 (100%)
취득 금액	5,500만 유로 (884억원) + Earn Out 조건에 따라 2년 간 최대 1,000만 유로 (160억원) 지급 가능
취득 방법	현금 취득
취득 목적	유럽 소셜카지노 시장에서의 사업 경쟁력 제고

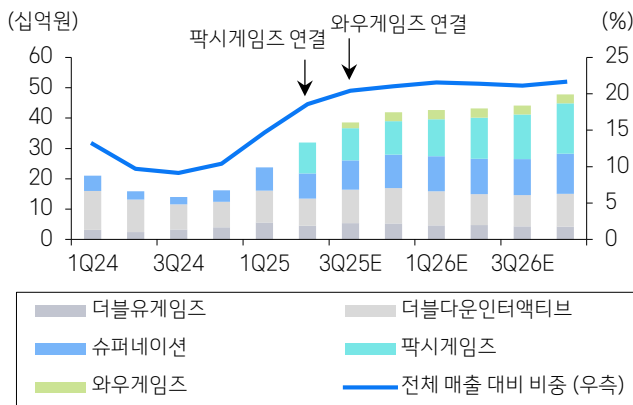
자료: Dart, 삼성증권 정리

와우게임즈 주요 실적



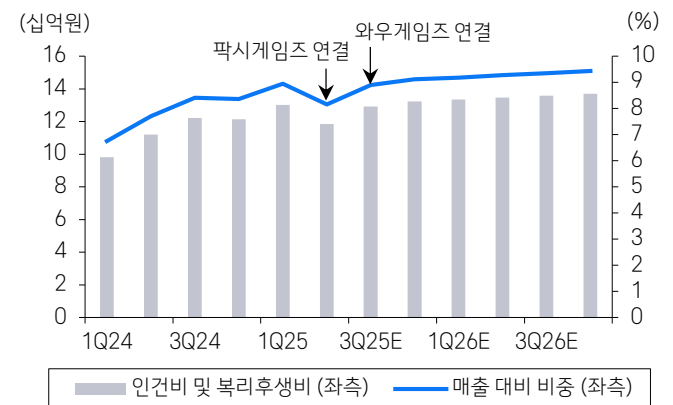
자료: Dart, 삼성증권

외형 확대 전략으로 마케팅비 증가



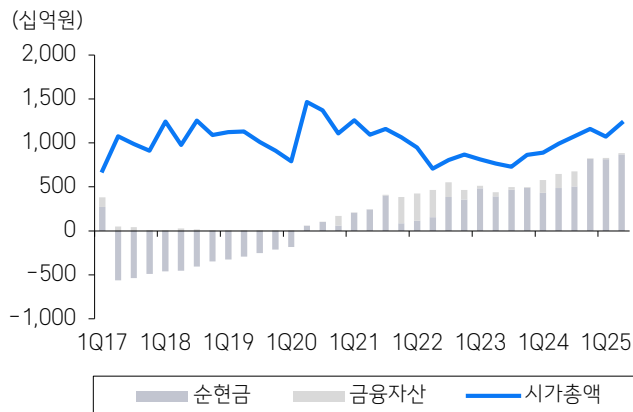
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

인건비 및 복리후생비 추이



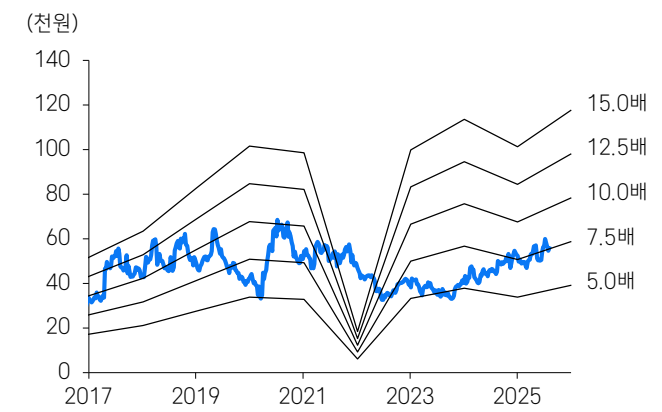
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

순현금 및 금융 자산 vs 시가총액 추이



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

더블유게임즈 P/E 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

더블유게임즈 밸류에이션

	(원)
12개월 예상 EPS	7,333
목표 P/E (배) *	10.1
적정 주가	74,410
목표주가	74,000
현재 주가	54,200
상승 여력 (%)	36.5

참고: * 피어 그룹의 25년, 26년 P/E 평균에 성장성 차이 감안하여 할인율 20% 적용; 8월 12일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025E	2026E	평균
크래프톤	13.8	12.6	13.2
컴투스	19.9	12.6	16.3
네오위즈	13.5	13.1	13.3
Playtika	9.1	6.9	8.0
평균	14.1	11.3	12.7
할인율 (%)	-20%	-20%	-20%
목표 P/E	11.3	9.0	10.1

참고: 8월 12일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	171.9	189.1	199.5	197.8	202.0	208.9	220.8
더블유게임즈	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	52.9	54.4	55.9	56.0	58.2	60.5	62.1
팍시게임즈						12.0	13.2	15.1	16.9	18.7	21.0	23.7
더블다운인터랙티브	117.1	120.9	112.9	114.7	121.3	119.0	134.7	143.6	141.8	143.8	148.4	158.7
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	24.1	27.8	29.6	30.9	33.7	38.9
와우게임즈							11.4	17.4	17.6	17.9	18.3	18.4
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	131.9	139.6	140.2	142.3	145.5	153.2
인건비 및 복리후생비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	23.6	24.1	24.3	24.5	24.6	24.8
광고선전비	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	38.6	41.9	42.6	43.2	44.1	47.8
지급수수료	51.4	51.6	50.9	49.0	49.8	50.4	56.5	60.1	59.7	60.9	62.8	66.5
기타	7.2	6.7	7.1	7.2	10.0	12.9	13.2	13.4	13.6	13.8	14.0	14.2
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	57.2	59.9	57.6	59.7	63.4	67.6
세전이익	76.2	82.1	55.4	101.1	61.1	44.5	67.6	70.5	68.6	71.2	75.7	80.5
당기순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	45.8	33.0	50.7	53.1	51.3	53.2	56.7	60.4
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	38.0	39.8	38.5	39.9	42.5	45.3
수정 EPS (원)	1,903	2,113	1,645	1,875	1,611	1,514	1,779	1,856	1,815	1,884	2,005	2,133
이익률 (%)												
영업이익률	38.4	41.1	38.6	38.8	33.8	31.6	30.3	30.0	29.1	29.6	30.4	30.6
세전이익률	47.5	50.3	36.0	64.9	37.7	25.9	35.7	35.3	34.7	35.2	36.2	36.4
순이익률	37.7	39.3	26.5	50.0	28.3	19.2	26.8	26.6	26.0	26.4	27.2	27.3
지배주주순이익률	29.4	30.0	19.4	39.2	21.1	13.2	20.1	19.9	19.5	19.8	20.4	20.5

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2025E			2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	737.1	722.5	(2.0)	859.9	829.5	(3.5)	978.4	936.1	(4.3)
더블유게임즈	210.2	203.9	(3.0)	249.0	236.8	(4.9)	290.8	272.3	(6.4)
팍시게임즈	45.8	40.2	(12.2)	92.3	80.3	(13.0)	140.2	121.9	(13.0)
더블다운인터랙티브	526.9	518.5	(1.6)	610.9	592.8	(3.0)	687.6	663.8	(3.5)
슈퍼네이션	96.3	92.8	(3.7)	147.7	133.1	(9.9)	204.1	183.9	(9.9)
와우게임즈	29.0	28.8	(0.9)	72.8	72.2	(0.9)	77.4	76.7	(0.9)
영업비용	509.1	496.3	(2.5)	609.4	581.1	(4.6)	693.7	655.6	(5.5)
인건비 및 복리후생비	99.9	93.8	(6.1)	106.8	98.2	(8.1)	110.0	101.1	(8.2)
광고선전비	140.9	136.2	(3.4)	191.9	177.6	(7.4)	234.0	214.5	(8.3)
지급수수료	229.4	216.8	(5.5)	271.5	249.8	(8.0)	308.4	281.3	(8.8)
기타	38.9	49.5	27.4	39.2	55.5	41.8	41.4	58.8	42.0
영업이익	228.0	226.2	(0.8)	250.6	248.4	(0.9)	284.7	280.5	(1.5)
세전이익	256.9	243.6	(5.2)	285.8	295.9	3.5	342.4	338.1	(1.2)
당기순이익	194.2	182.5	(6.0)	216.2	221.7	2.5	259.0	253.4	(2.2)
지배주주순이익	145.1	134.8	(7.1)	161.6	166.2	2.9	193.6	190.0	(1.9)
수정 EPS (원)	7,037	6,759	(3.9)	7,958	7,837	(1.5)	9,231	9,047	(2.0)
이익률 (%)									
영업이익률	30.9	31.3		29.1	29.9		29.1	30.0	
세전이익률	34.9	33.7		33.2	35.7		35.0	36.1	
순이익률	26.3	25.3		25.1	26.7		26.5	27.1	
지배주주순이익률	19.7	18.7		18.8	20.0		19.8	20.3	

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582	633	722	830	936
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	722	830	936
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	369	385	496	581	656
영업이익	213	249	226	248	280
(영업이익률, %)	36.6	39.3	31.3	29.9	30.0
영업외손익	31	66	17	47	58
금융수익	47	73	49	61	71
금융비용	15	7	31	12	12
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	-1	-1	-1	-1
세전이익	244	315	244	296	338
법인세	51	71	61	74	85
(법인세율, %)	21.1	22.7	25.1	25.1	25.1
계속사업이익	193	243	183	222	253
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	193	243	183	222	253
(순이익률, %)	33.1	38.4	25.3	26.7	27.1
지배주주순이익	149	187	135	166	190
비지배주주순이익	44	56	48	55	63
EBITDA	222	261	238	261	293
(EBITDA 이익률, %)	38.1	41.2	33.0	31.4	31.3
EPS (지배주주)	6,915	8,708	6,269	7,812	9,021
EPS (연결기준)	8,948	11,319	8,490	10,416	12,028
수정 EPS (원)*	6,659	7,570	6,759	7,837	9,047

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	893	976	1,167	1,417
현금 및 현금등가물	298	546	589	740	937
매출채권	56	60	77	85	96
재고자산	0	0	0	0	0
기타	228	287	310	342	384
비유동자산	705	753	916	917	915
투자자산	7	5	6	7	7
유형자산	2	3	21	22	23
무형자산	636	717	862	863	858
기타	60	28	26	26	26
자산총계	1,289	1,646	1,893	2,085	2,332
유동부채	63	57	122	135	152
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	63	57	122	135	152
비유동부채	29	33	68	71	74
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	29	33	68	71	74
부채총계	92	90	190	206	226
지배주주지분	872	1,131	1,231	1,352	1,515
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	97	97	97
이익잉여금	531	702	1,001	1,135	1,297
기타	33	122	122	110	110
비지배주주지분	325	425	472	527	591
자본총계	1,197	1,556	1,703	1,879	2,105
순부채	-464	-793	-847	-1,027	-1,263

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	96	275	223	239	272
당기순이익	193	243	183	222	253
현금유출입이없는 비용 및 수익	43	29	35	38	38
유형자산 감가상각비	8	8	8	8	8
무형자산 상각비	1	4	4	4	4
기타	35	16	23	26	26
영업활동 자산부채 변동	-149	10	15	5	6
투자활동에서의 현금흐름	-46	-33	-162	-44	-49
유형자산 증감	-1	-2	-24	-8	-9
장단기금융자산의 증감	-114	-59	-12	-31	-41
기타	69	28	-126	-5	0
재무활동에서의 현금흐름	-53	-43	-40	-44	-26
차입금의 증가(감소)	-10	-24	1	1	1
자본금의 증가(감소)	0	-0	-200	0	0
배당금	-10	-17	-24	-21	-27
기타	-33	-3	183	-24	-0
현금증감	-4	247	43	151	197
기초현금	303	298	546	589	740
기말현금	298	546	589	740	937
Gross cash flow	236	272	218	260	292
Free cash flow	95	273	199	231	263

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

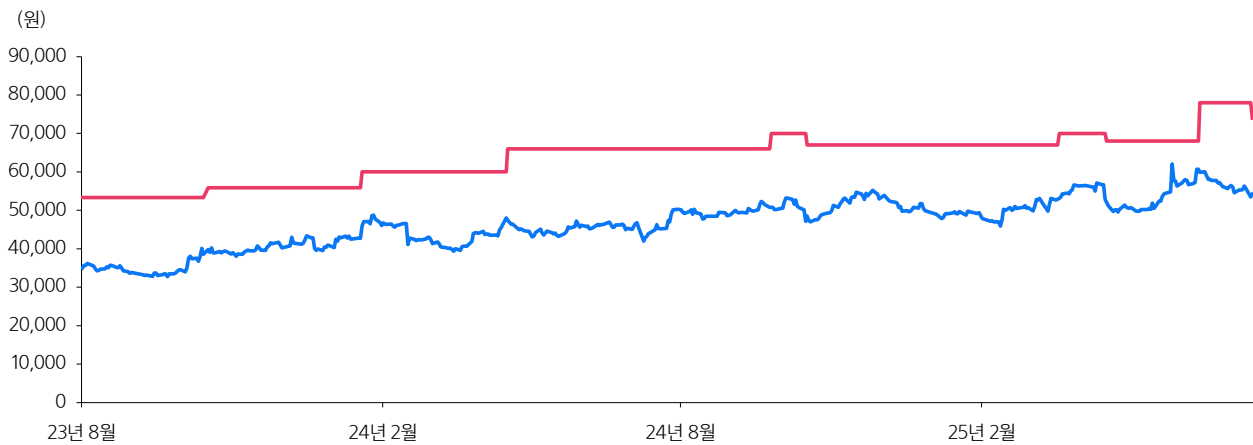
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-5.7	8.8	14.1	14.8	12.8
영업이익	16.0	16.6	-9.1	9.8	12.9
순이익	흑전	26.1	-25.0	21.4	14.3
수정 EPS**	541.7	13.7	-10.7	16.0	15.4
주당지표					
EPS (지배주주)	6,915	8,708	6,269	7,812	9,021
EPS (연결기준)	8,948	11,319	8,490	10,416	12,028
수정 EPS**	6,659	7,570	6,759	7,837	9,047
BPS	44,632	57,067	62,295	70,770	79,301
DPS (보통주)	846	1,200	1,091	1,419	1,419
Valuations (배)					
P/E***	6.0	7.1	8.0	6.9	6.0
P/B***	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	3.0	3.3	2.6	1.7
비율					
ROE (%)	18.6	18.7	11.4	12.9	13.3
ROA (%)	15.3	16.6	10.3	11.1	11.5
ROIC (%)	28.1	26.0	20.4	21.0	23.8
배당성향 (%)	11.1	12.7	15.8	16.3	14.3
배당수익률 (보통주, %)	2.1	2.2	2.0	2.6	2.6
순부채비율 (%)	-38.7	-51.0	-49.7	-54.7	-60.0
이자보상배율 (배)	92.8	106.7	116.8	117.4	129.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 8월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 8월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/8/10	11/13	2024/1/19	2/15	5/14	10/22	11/13	2025/4/16	5/15	7/11	8/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP(원)	53351	55891	55891	60000	66000	70000	67000	70000	68000	78000	74000
과리율 (평균)	-34.11	-28.01	-25.05	-27.16	-29.12	-26.96	-24.57	-20.71	-21.18	-27.58	
과리율 (최대or최소)	-24.84	-22.42	-22.53	-18.75	-20.76	-24.00	-17.61	-18.43	-8.68	-23.08	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025. 6. 30 기준

매수(81.8%)·중립(18.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA