



BUY (유지)

목표주가(12M) **64,000원**
현재주가(5.14) **52,800원**

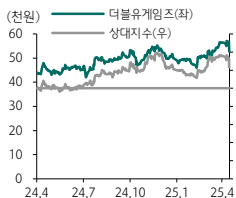
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,640.57
52주 최고/최저(원)	57,100/42,000
시가총액(십억원)	1,135.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	21,495.9
60일 평균 거래량(천주)	49.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
외국인지분율(%)	18.13
주요주주 지분율(%)	
김기람 외 6 인	44.46
국민연금공단	6.95

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	698.9	750.2
영업이익(십억원)	267.3	290.5
순이익(십억원)	238.0	255.6
EPS(원)	8,559	9,245
BPS(원)	62,689	71,760

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	582.3	633.5	715.8	761.8
영업이익	213.3	248.7	249.5	249.1
세전이익	244.3	314.8	280.1	288.0
순이익	149.1	187.2	161.4	167.9
EPS	6,915	8,708	7,508	7,813
증감률	흑전	25.93	(13.78)	4.06
PER	5.82	6.19	7.03	6.76
PBR	0.93	0.97	0.85	0.77
EV/EBITDA	3.28	3.03	2.62	2.06
ROE	18.62	18.69	13.45	12.52
BPS	43,526	55,622	62,024	68,781
DPS	846	1,200	1,138	1,121



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 15일 | 기업분석_Earnings Review

더블유게임즈 (192080)

예상치 못한 본업 미스

1Q25 Re: 컨센서스 하회

더블유게임즈는 1분기 연결 기준 매출액 1,620억원(+0.9%YoY, +4.0%QoQ), 영업이익 548억원(-11.2%YoY, -9.5%QoQ, OPM 33.8%)으로 컨센서스를 하회했다. 주요 요인은 소셜카지노향 마케팅이 강화되었음에도 더블다운카지노, 더블유키노가 예상 대비 부진한 영향이다. 1분기 더블다운카지노 매출액은 1,003억원(-3.4%YoY, +0.0%QoQ), 더블유키노 매출액은 389억원(-6.0%YoY, -1.4%QoQ)이다. 가파른 결제액 감소가 강달러 효과를 상쇄시키고 있다. 다행히도 슈퍼네이션 매출액은 192억원(+52.7%QoQ)로 가파른 성장을 확인했다. 본격적인 마케팅 집행한 효과가 나타나는 모습이다. 4월 최고 매출을 기록했기에 고성장 기대 가능하다. 영업비용은 1,072억원(+8.5%YoY, +12.5%QoQ)을 기록했다. 플랫폼 수수료는 410억원(-6.1%YoY, -0.3%)을 기록했다. DTC 결제액은 2022년 1%에서 2023년 6%, 2025년 1분기 10%까지 올라왔으며 충성 고객 중심으로 확대하여 수수료를 감소 통한 수익성 개선 지속 예정이다. 마케팅 비는 238억원(+13.2%YoY, +47.0%QoQ)로 크게 증가했다. 슈퍼네이션향 마케팅외에도 소셜카지노향 마케팅비가 전분기 대비 40% 이상 증가한 것으로 추정된다. 소셜카지노향 마케팅 증가했음에도 결제액 반등을 이끌어 내지 못했기에 다음 분기부터 다시 안정화 될 것으로 예상된다. 기타운영비는 121억원(+43.8%YoY, +33.5%QoQ)을 기록했다. 슈퍼네이션 매출 성장에 연동한 Gaming Tax 증가 영향이다.

결국 슈퍼네이션과 팍시게임즈

더블유게임즈는 2025년 영업수익 7,158억원(+13.0%YoY), 영업이익 2,495억원(+4.0%YoY, OPM 34.9%)을 기록할 전망이다. 슈퍼네이션의 고성장으로 매출액 두 자릿수 성장 가시성이 높아졌다. 슈퍼네이션 매출액은 935억원(+107.4%YoY)으로 전망한다. 지난 11월부터 마케팅 확대 이후 매월 최고 실적을 기록하고 있다. 소셜카지노와의 시너지로 성장 지속될 것으로 예상하며, 매출액의 10%라는 목표 초과 달성 전망한다. 팍시게임즈는 2분기 연결 기록할 예정이며 올해 반영되는 매출액은 428억원으로 추정한다. 인수로 인한 PPA 상각비는 향후 확인에 따라 반영할 예정이다. 두 부문의 수익성은 아직까지 낮으나, 탑 라인 성장을 이끈다는 점에서 긍정적이며 2026년부터는 이익에도 기여할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원을 유지한다. 더블유게임즈의 투자 포인트는 안정적인 현금 창출과 보유 현금 활용한 중장기 주주환원 및 M&A다. 글로벌 소셜카지노 시장 둔화 속에서 이러한 흐름을 이어가려면 추가적인 M&A가 필요하다. 본업 소셜카지노의 결제액 역성장을 달러-원 환율 증가로 방어해왔으나, 장기적으로 달러-원 환율이 하향 안정화될 경우 높은 기저로 작용할 위험이 있다. 슈퍼네이션, 팍시 게임즈는 기대 이상의 성장을 보여주고 있기에 추가 M&A와 주주환원이 동반된다면 여전히 밸류에이션 매력은 높다.

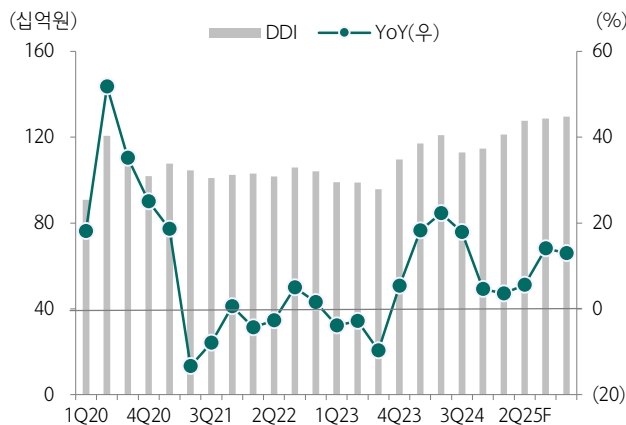
도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	182.7	184.3	186.8	633.5	715.8
YoY(%)	10.4	13.3	10.3	1.5	0.9	12.0	19.6	19.9	8.8	13.0
더블다운인터랙티브(DDI)	117.1	120.9	112.9	114.7	121.3	127.7	128.7	129.6	465.6	507.3
YoY(%)	18.3	22.3	17.9	4.6	3.6	5.6	14.1	13.0	15.5	9.0
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.4	24.0	28.9	45.1	93.5
더블유게임즈(DUG)	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	55.0	55.6	57.2	167.9	208.4
YoY(%)	(6.3)	(6.4)	(6.1)	(6.3)	(6.2)	30.2	34.8	39.2	(6.3)	24.1
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.0	119.2	122.9	384.7	466.3
YoY(%)	(0.4)	2.5	10.6	5.1	8.5	21.7	26.0	28.9	4.3	21.2
플랫폼	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	46.3	45.4	44.5	169.9	177.2
마케팅	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	28.1	30.7	33.6	67.1	116.2
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	24.0	24.1	24.5	86.5	96.3
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.0	3.0	3.3	11.6	12.8
기타운영비	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	12.6	13.3	14.1	37.2	52.1
유무형상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	2.9	2.8	2.8	12.4	11.6
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	65.7	65.1	64.0	248.7	249.5
YoY(%)	33.9	33.4	9.9	(3.7)	(11.2)	(2.1)	9.5	5.7	16.6	4.0
영업이익률(%)	38.4	41.1	38.6	38.8	33.8	36.0	35.3	34.2	39.3	34.9
당기순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	45.8	57.2	57.0	55.9	243.3	215.9
YoY(%)	21.3	44.5	(20.4)	64.3	(24.2)	(10.8)	39.5	(28.2)	26.1	(11.3)
당기순이익률(%)	37.7	39.3	26.5	50.0	28.3	31.3	30.9	29.9	38.4	30.2

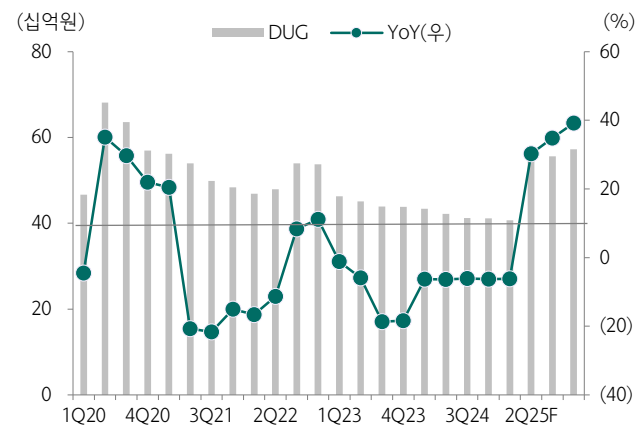
자료: 하나증권

도표 2. 더블다운인터랙티브(DDI) 매출 추이



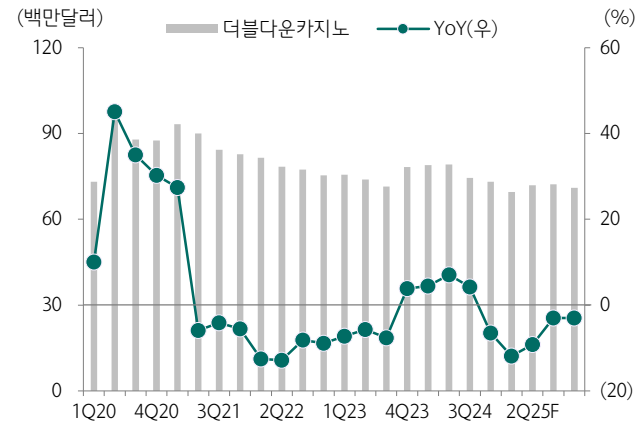
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 3. 더블유게임즈(DUG) 매출 추이



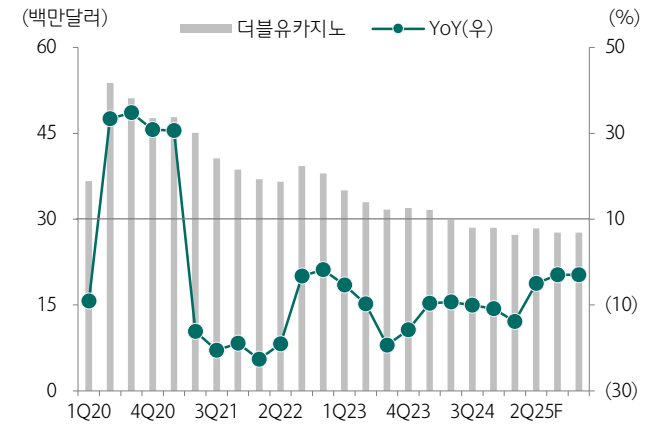
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 4. 더블다운카지노 결제액 추이



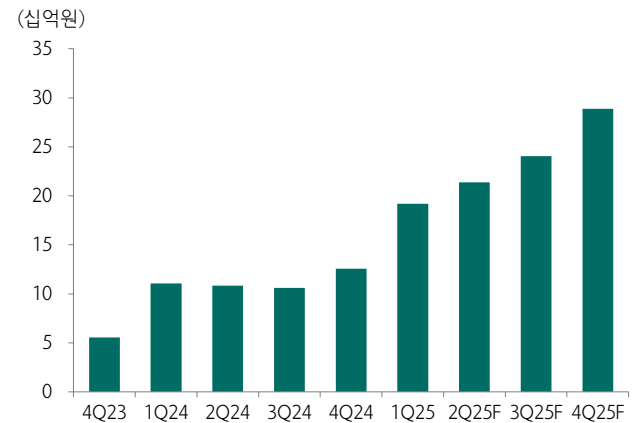
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 5. 더블유카지노 결제액 추이



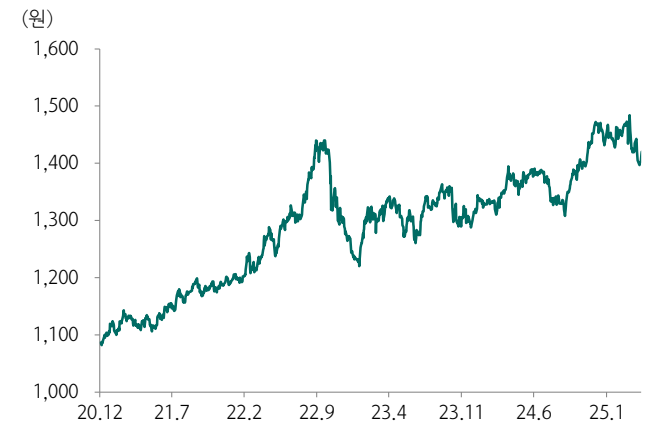
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 6. 슈퍼네이션 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 7. 달러-원 환율 추이



자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 8. M&A 성과 및 방향

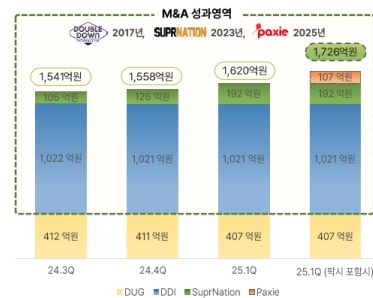
2025년 분기 실적 발표

06 M&A 성과 및 방향

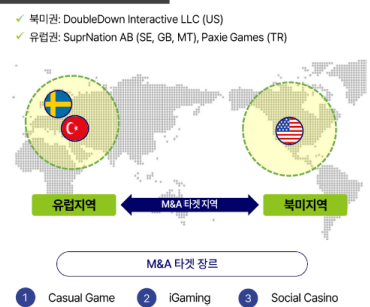
M&A 전략

- 성장 전략: M&A를 통한 성장을 2017년 이후 지속, 해외 3개 게임사 인수 후 성공적인 PMI
- M&A 매출: 25년 1분기 매출 중 M&A를 통해 창출한 매출은 1,213억원 (DDI, SuprNation: 전체 매출대비 75%)
- M&A 목표: 장르 및 지역, 유저 다변화를 통한 Top Line 성장을 목표로 하고 있음

M&A 성과



M&A 현황과 타겟



자료: 더블유 게임즈, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	582.3	633.5	715.8	761.8	840.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	582.3	633.5	715.8	761.8	840.4
판매비	369.0	384.7	466.3	512.8	571.9
영업이익	213.3	248.7	249.5	249.1	268.5
금융손익	31.2	66.7	30.6	39.0	47.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	(0.6)	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	244.3	314.8	280.1	288.0	315.6
법인세	51.4	71.5	64.2	63.4	69.4
계속사업이익	192.9	243.3	215.9	224.7	246.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	192.9	243.3	215.9	224.7	246.2
비지배주주지분 손이익	43.8	56.1	54.5	56.7	62.2
지배주주순이익	149.1	187.2	161.4	167.9	184.0
지배주주지분포괄이익	156.8	276.6	154.7	161.0	176.4
NOPAT	168.4	192.2	192.3	194.3	209.5
EBITDA	222.0	261.1	257.1	255.1	274.1
성장성(%)					
매출액증가율	(5.67)	8.79	12.99	6.43	10.32
NOPAT증가율	21.15	14.13	0.05	1.04	7.82
EBITDA증가율	13.15	17.61	(1.53)	(0.78)	7.45
영업이익증가율	15.99	16.60	0.32	(0.16)	7.79
(지배주주)순이익증가율	흑전	25.55	(13.78)	4.03	9.59
EPS증가율	흑전	25.93	(13.78)	4.06	9.56
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	38.12	41.22	35.92	33.49	32.62
영업이익률	36.63	39.26	34.86	32.70	31.95
계속사업이익률	33.13	38.41	30.16	29.50	29.30

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,915	8,708	7,508	7,813	8,560
BPS	43,526	55,622	62,024	68,781	76,301
CFPS	10,963	12,661	11,774	11,866	12,753
EBITDAPS	10,298	12,148	11,959	11,866	12,753
SPS	27,013	29,470	33,298	35,441	39,096
DPS	846	1,200	1,138	1,121	1,200
주가지표(배)					
PER	5.82	6.19	7.03	6.76	6.17
PBR	0.93	0.97	0.85	0.77	0.69
PCFR	3.67	4.26	4.48	4.45	4.14
EV/EBITDA	3.28	3.03	2.62	2.06	1.32
PSR	1.49	1.83	1.59	1.49	1.35
재무비율(%)					
ROE	18.62	18.69	13.45	12.52	12.31
ROA	11.81	12.76	9.23	8.60	8.46
ROIC	30.75	27.86	26.09	26.03	28.40
부채비율	7.68	5.78	5.80	5.49	5.33
순부채비율	(38.66)	(50.97)	(54.14)	(59.06)	(63.35)
이자보상배율(배)	92.83	106.70	198.52	193.57	202.35

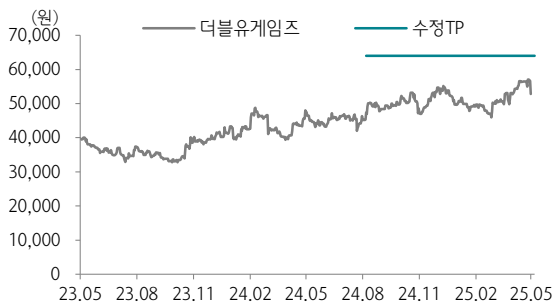
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	583.3	893.3	1,062.7	1,275.9	1,513.5
금융자산	512.9	819.0	973.8	1,179.9	1,406.5
현금성자산	298.5	545.6	645.8	825.3	1,010.8
매출채권	56.4	60.4	72.4	78.3	87.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.0	13.9	16.5	17.7	19.6
비유동자산	705.3	753.0	787.3	781.7	776.7
투자자산	6.7	5.4	6.1	6.4	7.0
금융자산	6.7	5.4	6.1	6.4	7.0
유형자산	1.8	2.8	0.9	0.7	0.7
무형자산	636.4	716.9	752.4	746.6	741.0
기타비유동자산	60.4	27.9	27.9	28.0	28.0
자산총계	1,288.6	1,646.3	1,850.0	2,057.6	2,290.2
유동부채	63.2	57.2	66.0	70.3	76.9
금융부채	29.4	7.3	8.7	9.4	10.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	33.8	49.9	57.3	60.9	66.4
비유동부채	28.7	32.7	35.5	36.9	39.0
금융부채	20.8	18.5	18.5	18.5	18.5
기타비유동부채	7.9	14.2	17.0	18.4	20.5
부채총계	91.9	89.9	101.5	107.2	115.9
지배주주지분	871.6	1,131.4	1,269.0	1,414.2	1,575.9
자본금	9.2	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	298.5	296.8	296.8	296.8	296.8
자본조정	(61.7)	(62.0)	(62.0)	(62.0)	(62.0)
기타포괄이익누계액	94.5	183.9	183.9	183.9	183.9
이익잉여금	531.2	701.8	839.4	984.7	1,146.3
비지배주주지분	325.1	425.0	479.5	536.3	598.4
자본총계	1,196.7	1,556.4	1,748.5	1,950.5	2,174.3
순금융부채	(462.7)	(793.3)	(946.6)	(1,152.0)	(1,377.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	95.9	274.7	228.3	234.3	257.4
당기순이익	192.9	243.3	215.9	224.7	246.2
조정	51.7	21.5	4.9	5.9	5.5
감가상각비	8.7	12.4	7.6	6.0	5.6
외환거래손익	4.4	(14.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	38.6	23.2	(2.7)	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(148.7)	9.9	7.5	3.7	5.7
투자활동 현금흐름	(45.8)	(33.0)	(93.7)	(27.0)	(41.6)
투자자산감소(증가)	274.7	1.3	(0.7)	(0.4)	(0.5)
자본증가(감소)	(0.6)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(319.9)	(32.6)	(93.0)	(26.6)	(41.1)
재무활동 현금흐름	(17.6)	(43.4)	(22.3)	(22.0)	(21.3)
금융부채증가(감소)	(9.9)	(23.6)	1.4	0.7	1.1
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.3	(2.9)	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(10.0)	(16.9)	(23.8)	(22.7)	(22.4)
현금의 증감	32.5	247.1	149.7	179.5	185.5
Unlevered CFO	236.3	272.2	253.1	255.1	274.1
Free Cash Flow	95.2	273.0	228.3	234.3	257.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY	64,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 12일