

# 더블유게임즈 (192080)

## 와우게임즈 인수 코멘트

투자의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	<b>69,000</b> 원(유지)
현재주가	<b>60,700</b> 원(07/09)
시가총액	<b>1,305</b> (십억원)

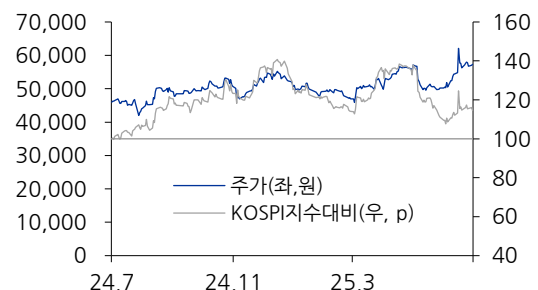
인터넷게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 전일(7/9) 동사는 독일 소셜카지노 게임사 '와우게임즈(Whow Games)'를 5,500만유로(약 884억원)에 지분 100%를 인수했다고 공시함. 와우게임즈는 유럽내 소셜카지노 10위 기업으로 매출의 대부분이 독일에서 발생되며, 주요 게임으로는 모바일 슬롯게임인 'My Jackpot'과 'Merkur24'가 있음. 지난해 기준 연간 매출액은 672억원, 당기순이익은 82억원이며, 영업이익률은 약 25%~30% 수준으로 추정됨
- 와우게임즈의 투자포인트는 크게 세 가지. 1) 독일은 2021년 온라인카지노(아이게이밍) 규제 도입 이후 일부 유저들이 상대적으로 규제로부터 자유로운 소셜카지노 시장으로 유입됨. 이에 10% 수준의 높은 구매 전환율을 달성함. 또한 성장이 정체된 북미 소셜카지노 시장 대비 유럽 시장의 성장률이 더 높음
- 2) 올해부터는 유럽 내 애플 인앱결제수수료 인하(기존 30%) 효과가 본격화될 전망. 현재 구체적인 수수료율은 밝혀진 바 없지만 최소 10%pt 이상의 마진을 개선효과(와우게임즈 기준)가 있을 것
- 3) 와우게임즈의 외부 슬롯IP 매출 비중은 약 80%. 이로 인해 로열티 수수료 비중이 적지 않음. 향후 더블유게임즈의 자체 개발 슬롯IP 공급으로 로열티 수수료 비중 하락에 따른 마진을 개선 효과 기대
- 이를 고려한 와우게임즈의 내년도 추정 영업이익은 약 260억원 수준으로 이익기여도가 높다고 고려돼 합리적인 인수라 판단함
- 추가적으로 전일 350억원 규모의 자사주 매입을 공시함. 이는 전년도 결산배당의 1.5배 수준으로 연말에는 보유 중인 자사주 일부 소각 또한 예정됨(주주환원정책)

주가(원, 07/09)	60,700		
시가총액(십억원)	1,305		
발행주식수	21,496천주		
52주 최고가	63,800원		
최저가	40,500원		
52주 일간 Beta	0.25		
60일 일평균거래대금	44억원		
외국인 지분율	18.0%		
배당수익률(2025F)	1.8%		
주주구성			
김가람 (외 7인)	44.3%		
국민연금공단 (외 1인)	8.0%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	11.2	-5.2	22.5
절대기준	20.9	19.0	31.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	69,000	-
영업이익(25)	236	228	▲
영업이익(26)	266	238	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	582	633	730	816
영업이익	213	249	236	266
세전손익	244	315	276	298
당기순이익	193	243	214	232
EPS(원)	6,935	8,708	7,288	7,776
증감률(%)	흑전	25.6	-16.3	6.7
PER(배)	5.8	7.0	8.3	7.8
ROE(%)	18.6	18.7	13.1	12.5
PBR(배)	0.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	1.8	2.0	1.6	1.0

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
<b>매출액</b>	<b>160.5</b>	<b>163.1</b>	<b>154.1</b>	<b>155.8</b>	<b>162.0</b>	<b>178.1</b>	<b>191.3</b>	<b>198.3</b>	<b>633.5</b>	<b>729.7</b>
(%yoy)	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	9.2%	24.2%	27.3%	8.8%	15.2%
더블다운인터랙티브	106.0	110.1	102.2	102.1	102.1	103.5	113.8	118.0	420.5	437.4
더블유게임즈	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.9	42.1	41.3	167.9	165.0
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.5	21.6	23.7	45.1	86.0
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.2	13.8	15.3	-	41.3
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	121.2	129.2	135.6	384.7	493.2
(%yoy)	-0.4%	2.5%	10.6%	5.1%	8.5%	26.2%	36.6%	42.3%	4.3%	28.2%
<b>영업이익</b>	<b>61.7</b>	<b>67.1</b>	<b>59.5</b>	<b>60.5</b>	<b>54.8</b>	<b>56.9</b>	<b>62.1</b>	<b>62.7</b>	<b>248.7</b>	<b>236.5</b>
(%yoy)	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-15.2%	4.5%	3.6%	16.6%	-4.9%
OPM(%)	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.9%	32.5%	31.6%	39.3%	32.4%
영업외손익	14.5	15.1	-4.0	40.6	6.3	10.2	11.2	12.1	66.1	39.8
세전이익	76.2	82.1	55.4	101.1	61.1	67.1	73.3	74.8	314.8	276.3
<b>지배순이익</b>	<b>47.1</b>	<b>49.0</b>	<b>29.9</b>	<b>61.1</b>	<b>34.2</b>	<b>39.2</b>	<b>41.2</b>	<b>42.0</b>	<b>187.2</b>	<b>156.7</b>
(%yoy)	19.8%	44.3%	-24.5%	71.4%	-27.4%	-19.9%	37.6%	-31.3%	26.0%	-16.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	582.3	633.5	729.7	815.8
영업이익	213.3	248.7	236.5	265.7
세전이익	244.3	314.8	276.3	297.6
지배순이익	148.6	187.2	156.7	167.1
EPS(원)	6,935	8,708	7,288	7,776
PER(배)	5.8	7.0	8.3	7.8
OPM(%)	36.6%	39.3%	32.4%	32.6%
NPM(%)	25.5%	29.5%	21.5%	20.5%

자료: 유진투자증권

도표 3. 더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	730	816	701	742	4.1%	10.0%
영업이익	236	266	228	238	3.5%	11.8%
세전이익	276	298	268	270	3.0%	10.4%
지배순이익	157	167	155	157	1.3%	6.4%
% of Sales						
영업이익	32.3%	32.6%	32.5%	32.1%		
세전이익	37.8%	36.5%	38.2%	36.4%		
지배순이익	21.5%	20.5%	22.1%	21.2%		

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 4. 더블다운인터랙티브 와우게임즈 인수 공시 (7/9)

발행 회사	회사명	WHOW Games GmbH
	자본금 (원)	440,400,041
	발행주식총수 (주)	274,034
취득내역	취득주식수 (주)	274,034
	취득금액 (원)	88,390,500,000
	자산총액 (원)	1,646,281,734,989
	자산총액대비 (%)	5.37
취득 후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수 (주)	274,034
	지분비율 (%)	100
취득방법	현금취득	
취득목적	유럽 소셜카지노 시장에서의 사업 경쟁력 제고	
종속회사에 관한 사항 (인수주체)	종속회사명	DoubleDown Interactive LLC
	주요종속회사 여부	해당
	종속회사의 자산총액(원)	1,242,924,587,632
	지배회사의 연결 자산총액(원)	1,646,281,734,989
	지배회사의 연결 자산총액 대비(%)	75.5

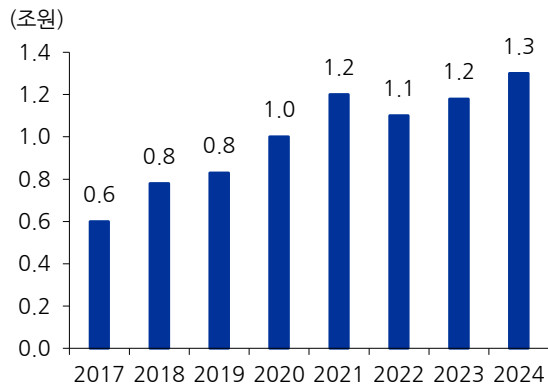
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 5. 와우게임즈 요약 재무상황

(십억원)	자산총계	부채총계	자본총계	자본금	매출액	당기순이익
2022년	33.5	12.1	21.4	0.4	62.2	5.2
2023년	47.5	20.4	27.1	0.4	62.0	5.7
2024년	31.0	17.1	13.9	0.4	67.2	8.2

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 6. 유럽 소셜카지노 시장 규모



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 7. 유럽 소셜카지노 시장 경쟁 상황

Publisher	2022	2023	2024
Playtika	1위	1위	1위
Netmarble	2위	2위	2위
Take-Two Interactive	4위	3위	3위
Funstage	5위	5위	4위
Huuuge Games	3위	4위	5위
AppLovin	8위	6위	6위
Product Madness	6위	7위	7위
KamaGames	9위	9위	8위
Artrix	7위	8위	9위
<b>Whow Games</b>	<b>10위</b>	<b>11위</b>	<b>10위</b>
Light and Wonder	11위	10위	11위
VERTEX GAMES	15위	15위	12위
DoubleU Games Group	13위	12위	13위
Bagelcode	14위	14위	14위
Murka	12위	13위	15위

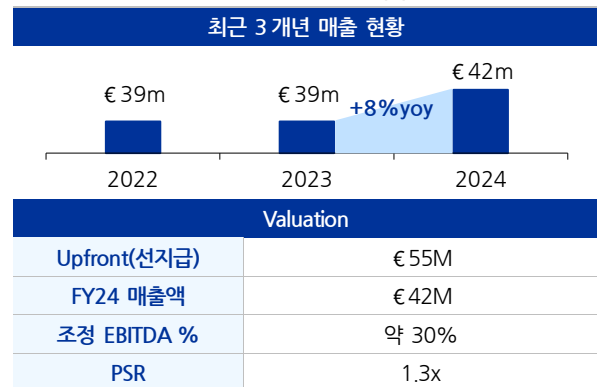
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 8. 와우게임즈 회사 개요 (1)

구분	내용
회사명	WHOW Games GmbH (지분 100%)
설립일	2013년 4월
본사 소재지	독일 함부르크
직원 수	48명 (1Q25 기준)
주요사업	소셜카지노 게임 개발 및 운영
인수주체	Doubledown Interactive LLC
총 인수금액	€65M (현금 지급)
딜 구조	선지급 €55M & Earn-Out €10M(2년)
밸류에이션	(FY24) PSR 1.3x

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 9. 와우게임즈 회사 개요 (2)



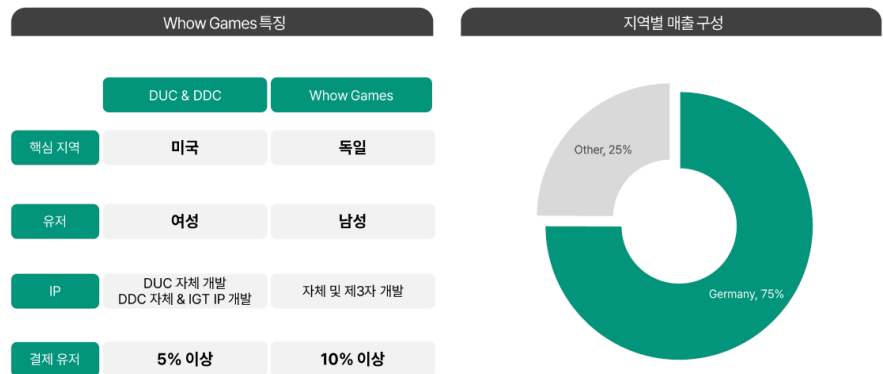
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 10. 와우게임즈 주요 게임



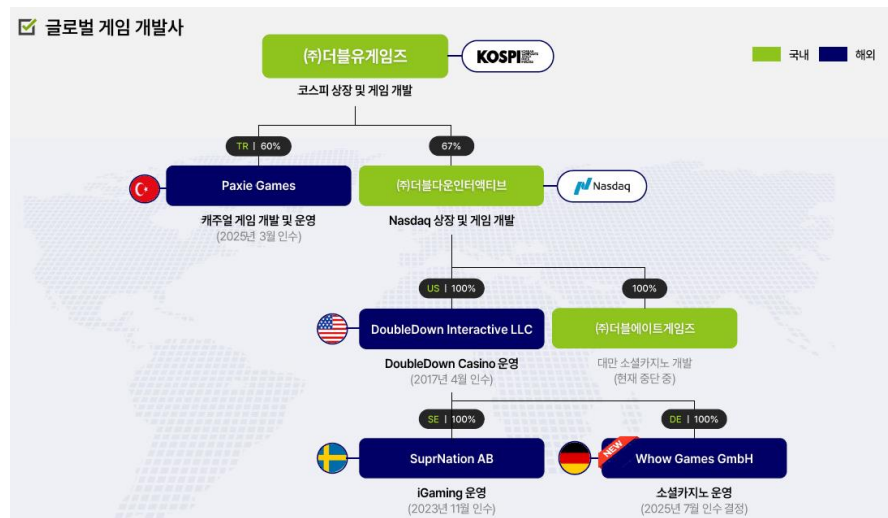
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 11. 와우게임즈 서비스 특징



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 12. 더블유게임즈 지배구조



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 13. 더블유게임즈 자사주 매입 공시 (7/9)

계약 금액		35,000,000,000			
계약 기간		시작일	2025년 7월 9일		
		종료일	2026년 1월 9일		
계약 전 자기주식 보유 현황	배당가능범위 내 취득 (주)	보통주식	1,546,971	비율	7.2%
	기타취득 (주)	보통주식	5,338	비율	0.0%
취득예정주식 (주)		보통주식	610,820		
취득하고자 하는 주식의 가격 (원)		보통주식	57,300		
취득 후 보유예상기간		보통주식	-		

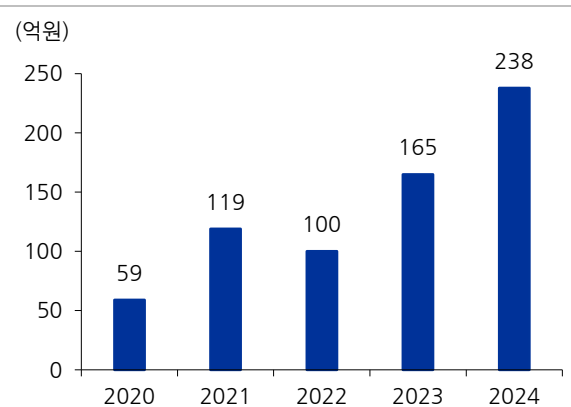
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 14. 더블유게임즈 주주환원 정책



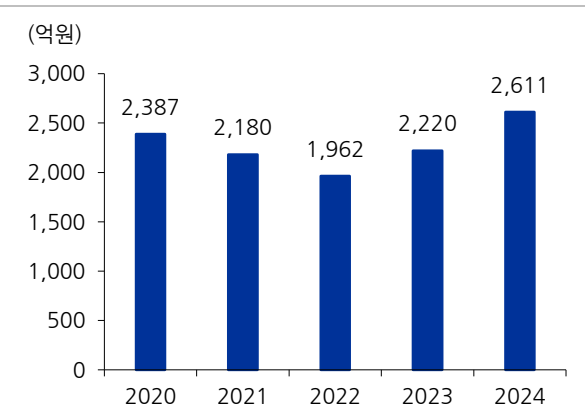
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 15. 최근 5년간 결산배당 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 16. 최근 5년간 연결 EBITDA 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	1,236	1,289	1,646	1,853	2,000
유동자산	573	583	893	1,041	1,192
현금성자산	406	513	819	950	1,097
매출채권	52	59	66	83	86
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	753	812	808
투자자산	79	67	33	33	34
유형자산	2	2	3	0	0
기타	582	636	717	779	774
<b>부채총계</b>	229	92	90	148	152
유동부채	206	63	57	84	87
매입채무	158	25	29	55	58
유동성이자부채	37	29	7	8	8
기타	10	9	21	22	22
비유동부채	24	29	33	64	65
비유동이자부채	22	21	18	44	44
기타	2	8	14	20	21
<b>자본총계</b>	1,006	1,197	1,556	1,705	1,848
지배지분	729	872	1,131	1,269	1,413
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	97	97
이익잉여금	399	531	702	1,035	1,178
기타	23	33	122	127	127
비지배지분	277	325	425	436	436
<b>자본총계</b>	1,006	1,197	1,556	1,705	1,848
총차입금	59	50	26	51	51
순차입금	(347)	(463)	(793)	(899)	(1,045)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	119	96	275	179	174
당기순이익	(221)	193	243	214	232
자산상각비	12	9	12	11	7
기타비현금성손익	422	35	16	(92)	(109)
운전자본증감	(64)	(149)	10	(14)	(1)
매출채권감소(증가)	(5)	(2)	1	(14)	(4)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(65)	(123)	1	(6)	2
기타	6	(23)	8	6	0
<b>투자현금</b>	86	(46)	(33)	(10)	(13)
단기투자자산감소	87	(9)	(38)	22	(10)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	1	1	2	2	2
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	(85)	(53)	(43)	(1)	(24)
차입금증가	(57)	(38)	(26)	(1)	0
자본증가	(28)	(15)	(17)	(24)	(24)
배당금지급	12	10	17	24	24
<b>현금 증감</b>	119	(4)	247	167	137
기초현금	184	303	298	546	712
기말현금	303	298	546	712	849
Gross Cash flow	213	236	272	189	175
Gross Investment	65	186	(15)	46	5
<b>Free Cash Flow</b>	148	51	287	143	170

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>매출액</b>	617	582	633	730	816
증가율(%)	(1.1)	(5.7)	8.8	15.2	11.8
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	617	582	633	730	816
판매 및 일반관리비	433	369	385	493	550
기타영업손익	(0)	(15)	4	28	12
<b>영업이익</b>	184	213	249	236	266
증가율(%)	(3.4)	16.0	16.6	(4.9)	12.4
<b>EBITDA</b>	196	222	261	247	273
증가율(%)	(10.0)	13.1	17.6	(5.2)	10.1
<b>영업외손익</b>	(476)	31	66	40	32
이자수익	12	25	28	21	18
이자비용	4	2	2	2	2
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(485)	9	40	21	16
<b>세전순이익</b>	(292)	244	315	276	298
증가율(%)	적전	흑전	28.8	(12.2)	7.7
법인세비용	(71)	51	71	62	65
<b>당기순이익</b>	(221)	193	243	214	232
증가율(%)	적전	흑전	26.1	(12.0)	8.5
지배주주지분	(132)	149	187	157	167
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(16.3)	6.7
비지배지분	(89)	44	56	57	65
<b>EPS(원)</b>	(6,090)	6,935	8,708	7,288	7,776
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(16.3)	6.7
수정EPS(원)	(6,090)	6,935	8,708	7,288	7,776
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(16.3)	6.7

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(6,090)	6,935	8,708	7,288	7,776
BPS	39,699	47,914	52,632	59,036	65,712
DPS	508	846	1,200	1,100	1,200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	5.8	7.0	8.3	7.8
PBR	1.0	0.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.7	1.8	2.0	1.6	1.0
배당수익률	1.3	2.1	2.0	1.8	2.0
PCR	4.1	3.7	4.8	6.9	7.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	29.8	36.6	39.3	32.4	32.6
EBITDA이익률	31.8	38.1	41.2	33.9	33.4
순이익률	(35.8)	33.1	38.4	29.3	28.5
ROE	(16.8)	18.6	18.7	13.1	12.5
ROIC	15.1	24.3	25.8	23.4	25.8
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(34.4)	(38.7)	(51.0)	(52.7)	(56.6)
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,235.3	1,370.6
이자보상배율	50.6	92.8	106.7	125.6	126.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	13.0	10.5	10.2	9.8	9.6
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	6.5	6.3	23.6	17.4	14.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

