

더블유게임즈 (192080)

와우게임즈 on

투자의견

BUY(유지)

목표주가

69,000 원(유지)

현재주가

50,400 원(10/15)

시가총액

1,083(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 1,911억원(+24%yoy), 영업이익 607억원(+2%yoy)으로 컨센서스(587억원)에 부합할 전망
- 기존 소셜카지노 매출은 시장 성장률 정체 영향으로 전분기와 유사하겠으나, 연결 매출은 자회사 편입 효과(2분기 팍시게임즈, 3분기 와우게임즈)에 힘입어 전분기에 이어 역대 최대 매출을 경신할 전망.
- 동사가 지분 100% 인수한 독일 소셜카지노 게임사 '와우게임즈'는 7/15일부터 자회사로 편입돼 3분기 약 120억 원의 매출을 기여할 전망. 영업이익률은 약 25~30%수준으로 파악되나, PPA상각비용(분기 약 10억원)을 감안하면 3분기 약 20억원의 영업이익 기여 예상. 이외에 슈퍼네이션과 팍시게임즈도 전분기 대비 매출 성장 지속
- 지난해 감소했던 원달러 환율도 하반기 이후 다시 상승하고 있어 연말까지 동사 실적에 긍정적으로 작용할 전망
- 영업비용에서는 매출액 대비 플랫폼비 비중 감소 추세가 이어질 전망(1Q 25.3%, 2Q 23.9%, 3Q 23.5%). 이는 유럽지역을 중심으로 DTC 비중 확대가 이어지고 있기 때문. 반면 마케팅 비용은 자회사 매출확대로 인해 상승 추세를 이어갈 것
- 23년 이후 적극적인 M&A(슈퍼네이션, 팍시게임즈, 와우게임즈)를 통해 내년도까지 유의미한 외형성장이 지속될 것으로 기대되고 있으며 자체 개발 슬롯IP 공급, DTC 비중 확대 등으로 내년에는 영업이익 또한 두자릿수 성장이 예상됨. 또한 지난 7월 발표한 350억원 규모의 자사주 매입이 현재 진행 중. 추가적으로 연말에는 자사주 소각(발행주식 총수의 1~2% 규모)도 기대할 수 있음

주가(원, 10/15)	50,400
시가총액(십억원)	1,083

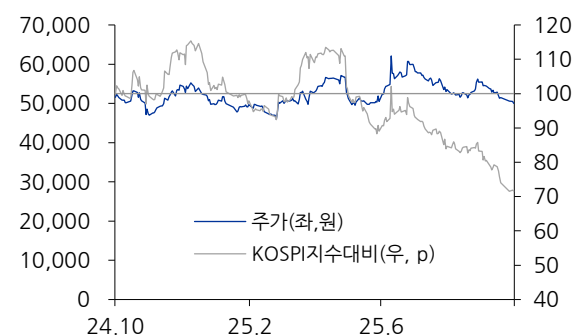
발행주식수	21,496천주
52주 최고가	63,800원
최저가	45,550원
52주 일간 Beta	0.38
60일 일평균거래대금	24억원
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(2025F)	2.4%

주주구성	
김가람 (외 7인)	44.3%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-16.5	-52.4	-41.2
절대기준	-9.2	-4.7	-2.3
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	69,000	-
영업이익(25)	232	231	▲
영업이익(26)	260	255	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	582	633	724	834
영업이익	213	249	232	260
세전순익	244	315	251	292
당기순이익	193	243	188	219
EPS(원)	6,935	8,708	6,313	7,338
증감률(%)	흑전	25.6	-27.5	16.2
PER(배)	5.8	5.8	8.0	6.9
ROE(%)	18.6	18.7	11.8	12.7
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	1.8	1.1	1.0	0.4

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	171.9	191.1	199.0	633.5	724.0
(%yoy)	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	24.0%	27.7%	8.8%	14.3%
더블다운인터랙티브	106.0	110.1	102.2	102.1	102.1	97.3	98.6	99.0	420.5	397.0
더블유게임즈	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.9	42.0	41.3	167.9	164.9
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	23.5	25.7	45.1	90.2
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.0	15.0	17.0	-	44.0
와우게임즈	-	-	-	-	-	-	12.0	16.0	-	28.0
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	130.4	137.1	384.7	492.4
(%yoy)	-0.4%	2.5%	10.6%	5.1%	8.5%	22.4%	37.9%	43.9%	4.3%	28.0%
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	60.7	61.9	248.7	231.6
(%yoy)	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-19.0%	2.0%	2.2%	16.6%	-6.9%
OPM(%)	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	31.7%	31.1%	39.3%	32.0%
영업외손익	14.5	15.1	-4.0	34.7	6.3	-9.8	11.2	12.1	60.2	19.8
세전이익	76.2	82.1	55.4	95.2	61.1	44.5	71.9	74.0	309.0	251.4
지배순이익	47.1	49.0	29.9	55.6	34.2	22.7	38.8	39.9	181.6	135.7
(%yoy)	19.8%	44.3%	-24.5%	55.8%	-27.4%	-53.6%	29.7%	-28.2%	22.2%	-25.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	582.3	633.5	724.0	834.1
영업이익	213.3	248.7	231.6	260.2
세전이익	244.3	309.0	251.4	292.1
지배순이익	148.6	181.6	135.7	157.7
EPS(원)	6,935	8,708	6,313	7,338
PER(배)	5.8	5.8	8.0	6.9
OPM(%)	36.6%	39.3%	32.0%	31.2%
NPM(%)	25.5%	28.7%	18.7%	18.9%

자료: 유진투자증권

도표 3. 더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	724	834	721	819	0.4%	1.8%
영업이익	232	260	231	255	0.4%	2.0%
세전이익	251	292	251	287	0.0%	1.7%
지배순이익	136	158	135	155	0.7%	1.9%
% of Sales						
영업이익	32.0%	31.2%	32.0%	31.1%		
세전이익	34.7%	35.0%	34.8%	35.0%		
지배순이익	18.8%	18.9%	18.7%	18.9%		

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

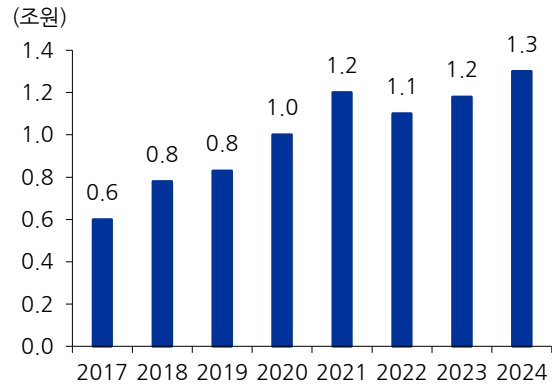
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 5. 와우게임즈 요약 재무상황

(십억원)	자산총계	부채총계	자본총계	자본금	매출액	당기순이익
2022 년	33.5	12.1	21.4	0.4	62.2	5.2
2023 년	47.5	20.4	27.1	0.4	62.0	5.7
2024 년	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
Whow Games	10위	11위	10위
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

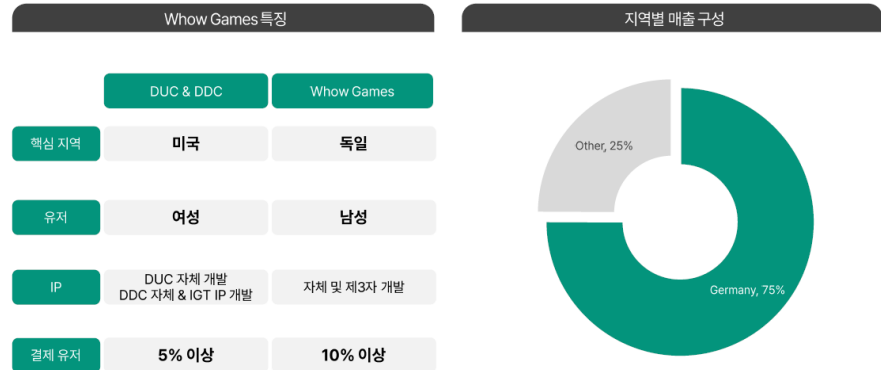
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 9. 와우게임즈 회사 개요 (2)

최근 3개년 매출 현황		
2022	2023	2024
€39m	€39m	€42m
	+8%yoy	
Valuation		
Upfront(선지급)	€55M	
FY24 매출액	€42M	
조정 EBITDA %	약 30%	
PSR	1.3x	

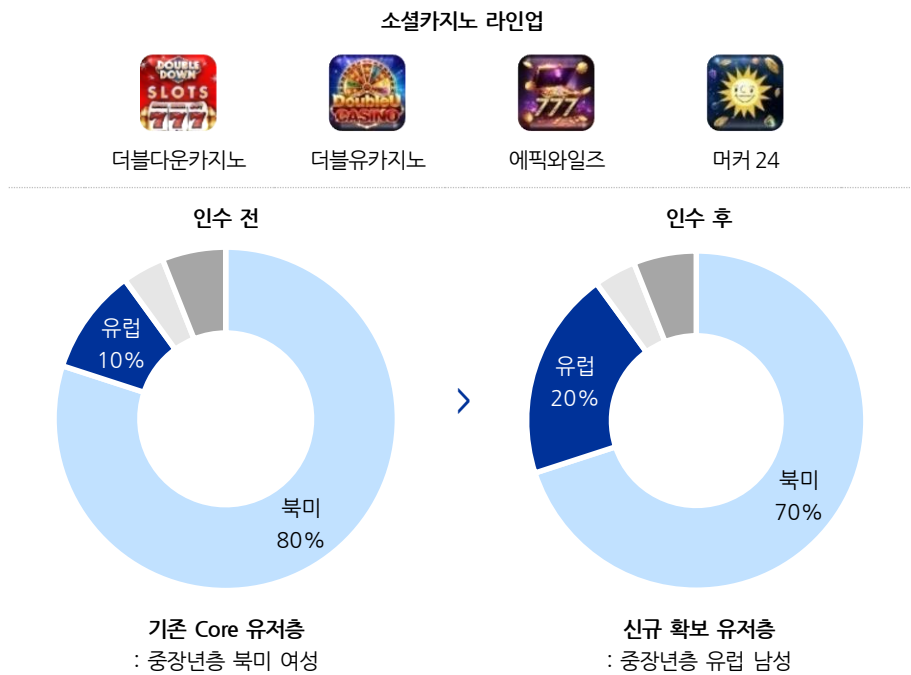
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 10. 와우게임즈 서비스 특징



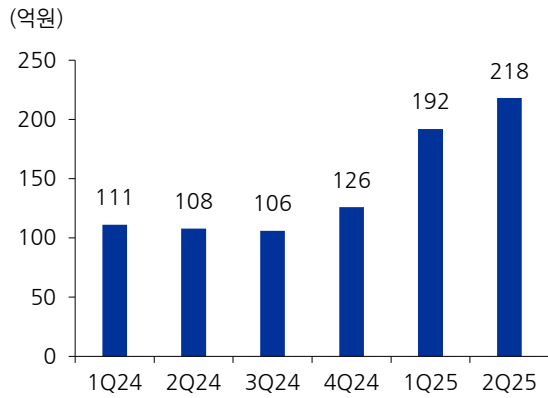
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 11. 유럽 지역확장 및 성장 전략



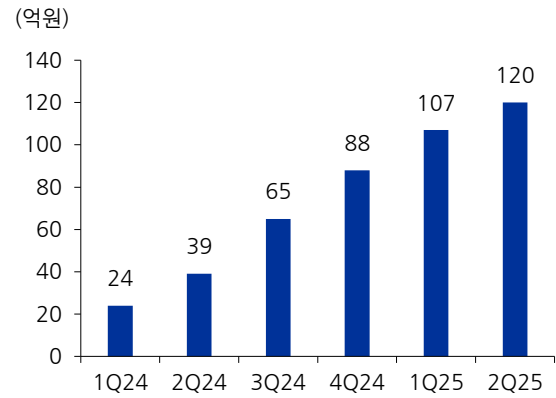
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 12. 슈퍼네이션 분기 매출액 추이



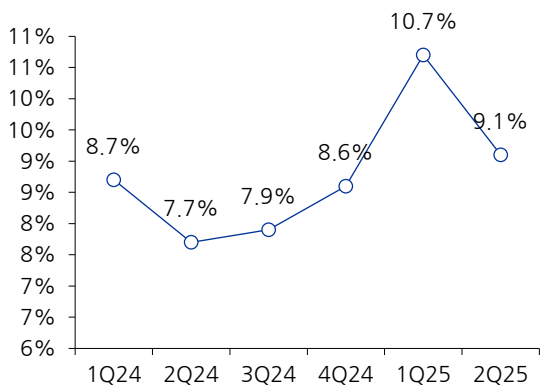
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 13. 팍시게임즈 분기 매출액 추이



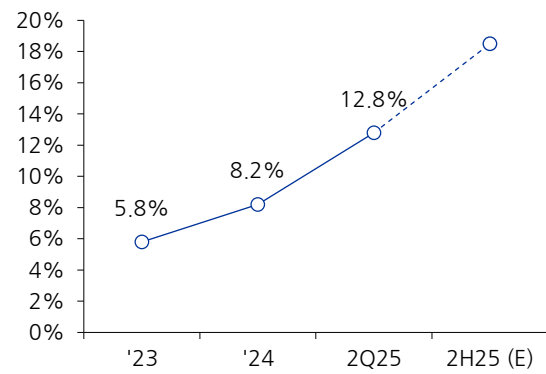
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 14. 소셜카지노 마케팅비 비중 추이



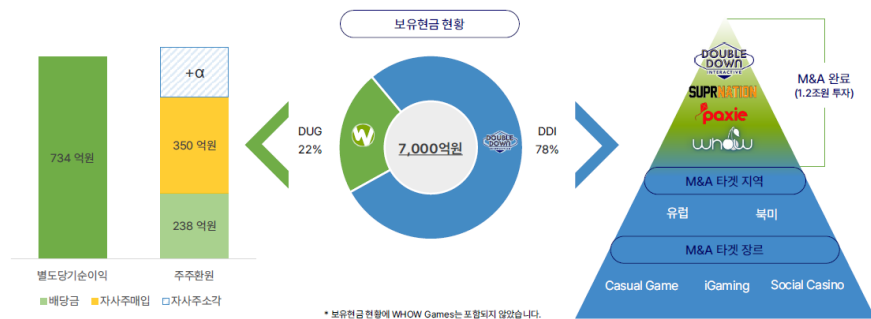
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 15. DTC 매출 비중 추이 전망



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 16. 주주가치 제고



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	1,236	1,289	1,646	1,780	1,918
유동자산	573	583	893	999	1,141
현금성자산	406	513	819	914	1,049
매출채권	52	59	66	77	83
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	753	781	778
투자자산	79	67	33	32	33
유형자산	2	2	3	0	0
기타	582	636	717	749	744
부채총계	229	92	90	186	193
유동부채	206	63	57	100	105
매입채무	158	25	29	59	64
유동성이자부채	37	29	7	19	19
기타	10	9	21	22	22
비유동부채	24	29	33	86	88
비유동이자부채	22	21	18	53	53
기타	2	8	14	33	34
자본총계	1,006	1,197	1,556	1,594	1,726
지배지분	729	872	1,131	1,177	1,309
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	97	97
이익잉여금	399	531	702	1,014	1,146
기타	23	33	122	56	56
비지배지분	277	325	425	416	416
자본총계	1,006	1,197	1,556	1,594	1,726
총차입금	59	50	26	72	72
순차입금	(347)	(463)	(793)	(841)	(977)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	119	96	275	215	164
당기순이익	(221)	193	243	188	219
자산상각비	12	9	12	12	7
기타비현금성손익	422	35	16	(41)	(105)
운전자본증감	(64)	(149)	10	33	(1)
매출채권감소(증가)	(5)	(2)	1	(7)	(6)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(65)	(123)	1	22	5
기타	6	(23)	8	19	0
투자현금	86	(46)	(33)	(24)	(14)
단기투자자산감소	87	(9)	(38)	6	(10)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	1	1	2	1	2
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
재무현금	(85)	(53)	(43)	(27)	(26)
차입금증가	(57)	(38)	(26)	(3)	0
자본증가	(28)	(15)	(17)	(24)	(26)
배당금지급	12	10	17	24	26
현금 증감	119	(4)	247	121	125
기초현금	184	303	298	546	666
기말현금	303	298	546	666	791
Gross Cash flow	213	236	272	199	166
Gross Investment	65	186	(15)	(3)	5
Free Cash Flow	148	51	287	202	161

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	617	582	633	724	834
증가율(%)	(1.1)	(5.7)	8.8	14.3	15.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	633	724	834
판매 및 일반관리비	433	369	385	492	574
기타영업손익	(0)	(15)	4	28	17
영업이익	184	213	249	232	260
증가율(%)	(3.4)	16.0	16.6	(6.9)	12.4
EBITDA	196	222	261	244	267
증가율(%)	(10.0)	13.1	17.6	(6.7)	9.5
영업외손익	(476)	31	66	20	32
이자수익	12	25	28	24	18
이자비용	4	2	2	2	2
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(485)	9	40	(2)	16
세전순이익	(292)	244	315	251	292
증가율(%)	적전	흑전	28.8	(20.2)	16.2
법인세비용	(71)	51	71	63	73
당기순이익	(221)	193	243	188	219
증가율(%)	적전	흑전	26.1	(22.7)	16.4
지배주주지분	(132)	149	187	136	158
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.5)	16.2
비지배지분	(89)	44	56	52	61
EPS(원)	(6,090)	6,935	8,708	6,313	7,338
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.5)	16.2
수정EPS(원)	(6,090)	6,935	8,708	6,313	7,338
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.5)	16.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(6,090)	6,935	8,708	6,313	7,338
BPS	39,699	47,914	52,632	54,776	60,914
DPS	508	846	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	5.8	5.8	8.0	6.9
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.1	1.0	0.4
배당수익율	1.3	2.1	2.4	2.4	2.4
PCR	4.1	3.7	4.0	5.5	6.5
수익성(%)					
영업이익율	29.8	36.6	39.3	32.0	31.2
EBITDA이익율	31.8	38.1	41.2	33.7	32.0
순이익율	(35.8)	33.1	38.4	26.0	26.3
ROE	(16.8)	18.6	18.7	11.8	12.7
ROIC	15.1	24.3	25.8	22.9	26.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(34.4)	(38.7)	(51.0)	(52.8)	(56.6)
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,001.6	1,087.0
이자보상배율	50.6	92.8	106.7	128.8	123.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	13.0	10.5	10.2	10.1	10.4
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	6.5	6.3	23.6	16.5	13.6

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 제 3자에게 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/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

