

(192080)

더블유게임즈

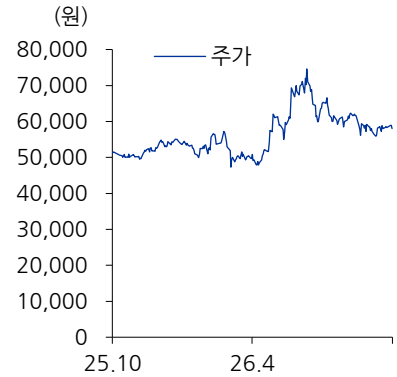
성장세를 멈춰 세운 환율 하락 영향

- “ 3분기 매출액 1,997억원(-5.2%qoq, +7.3%yoy), 영업이익 656억원(-6.4%qoq, +10.9%yoy)으로 영업이익 컨센서스(716억원)를 하회할 전망. 3분기 원/달러 환율이 전분기 대비 하락하면서 영업이익과 순이익 모두 부정적인 영향을 미침
- “ 소셜카지노 매출은 여름 비수기와 환율 하락의 부정적 영향이 겹치겠으나, 달러 기준 매출 감소폭은 제한적일 전망. 아이게이밍 매출은 영국 세율 인상에 대응한 마케팅 축소 기조가 이어져 전분기와 매출액은 유사할 것으로 예상됨. 또한 고성장세를 기록했던 자회사 팍시게임즈 매출 또한 마케팅 투자 회수가 지연되며 매출액은 전분기 대비 소폭 감소한 것으로 추정됨. 다만 이는 100개 이상의 신작을 소프트웨어 런칭하며 마케팅을 선집행한 영향으로, 투자 회수가 4분기로 이연된 것으로 판단
- “ 주춤한 매출 성장과는 별개로 영업비용 감소 추세는 3분기에도 이어질 전망. 플랫폼비는 DTC 비중이 50%를 상회(2Q 47.5%)하고 구글플레이 수수료 인하 효과가 온기 반영되며 매출 대비 15.7%까지 하락할 것. 마케팅비도 전분기 대비 감소할 전망이다. 이는 아이게이밍 축소와 캐주얼 부문의 효율 중심 집행 효과가 드러날 전망이다. 인건비도 1월 인력 감축 효과에 따른 일회성 비용 반영이 2분기로 종료되며 3분기에는 감소할 전망
- “ 4분기는 qoq 성장 재개가 예상됨. 원/달러 환율이 현 수준(10/1 기준 1,363원)에 머물 경우, 소셜카지노 성수기 진입과 팍시게임즈의 선투자 회수 효과가 드러날 전망이다. DTC 확대에 따른 플랫폼비 절감과 낮아진 인건비 수준이 유지되며 비용 효율화 기조도 지속될 것
- “ DDI 완전 자회사화는 당초 3분기 내 목표였던 SEC 파일링과 공개매수 가격 확정이 지연됐으나, 독립위원회와의 가격 협의가 11월까지 마무리될 것으로 예상되며 연내 거래 종결 목표는 유효함. 공개매수로 지분 약 90%를 확보하면 잔여 지분 강제매수를 통한 완전 자회사화가 가능함. 또한 올해로 기존 주주환원 정책이 종료되는 만큼 거래 종결 이후 신규 주주환원 정책 발표와 M&A 재개가 기대됨
- “ 환율 가정 변경에 따른 실적 추정치 하향은 불가피하나, 3분기 부진은 환율 영향이 대부분으로 사업 체력의 훼손은 제한적이라는 판단. DTC 확대에 따른 구조적 수익성 개선이 유효하며, 특히 연말 DDI 완전 자회사화가 완료된다고 가정한 2027년 기준 PER은 5.0배에 머물러 있음. 이는 올해 연말 혹은 내년초 발표될 확대된 주주환원 모멘텀이 작용할 경우 부각받을 수 있기 때문에 투자이견 BUY와 목표주가 78,000원을 유지함

인터넷게임/우주 정의훈
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
78,000 원(유지)
58,200 원(10/1)



시가총액(십억원)	1,232
발행주식수(천주)	21,173
52 주 최고	76,500 원
최저	47,000 원
52 주 일간 Beta	0.02
60 일 평균 거래대금	30 억원
외국인 지분율	21.4%
배당수익률(26E)	2.1%
주주구성	
김가람 (외 6 인)	43.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	0.3	12.1	14.4
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	78,000	78,000	-
영업이익(26E)	279	288	▼
영업이익(27E)	310	327	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	720	829	871
영업이익	232	279	310
세전순이익	241	303	336
당기순이익	180	241	248
EPS(원)	6,106	8,635	11,730
증감률(%)	-29.9	41.4	35.8
PER(배)	8.8	6.7	5.0
ROE(%)	11.3	14.0	16.2
PBR(배)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	1.5	0.6	na

실적전망 및 밸류에이션

더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	162.0	171.9	186.2	199.8	205.0	210.6	199.7	214.1	719.9	829.4
(yoy)	0.9%	5.4%	20.8%	28.3%	26.6%	22.5%	7.3%	7.1%	13.6%	15.2%
더블다운인터랙티브	102.1	97.3	97.5	99.4	98.2	100.8	96.0	98.0	396.3	393.0
더블유게임즈	40.7	40.9	40.8	41.9	42.3	41.9	39.5	41.0	164.4	164.7
슈퍼네이션	19.2	21.8	22.5	23.3	25.2	25.5	24.5	26.1	86.7	101.3
팍시게임즈		12.0	12.4	19.2	24.7	27.1	25.1	32.9	43.6	109.8
와우게임즈			12.8	16.1	14.5	15.3	14.6	16.1	28.9	60.6
영업비용	107.2	117.6	127.0	135.9	136.5	140.6	134.1	138.8	487.8	550.0
(yoy)	8.5%	22.4%	34.3%	42.6%	27.3%	19.5%	5.6%	2.1%	26.8%	12.8%
영업이익	54.8	54.3	59.2	63.9	68.5	70.1	65.6	75.3	232.1	279.4
(yoy)	-11.2%	-19.0%	-0.5%	5.6%	25.1%	29.0%	10.9%	17.8%	-6.7%	20.4%
OPM	33.8%	31.6%	31.8%	32.0%	33.4%	33.3%	32.8%	35.2%	32.2%	33.7%
영업외손익	6.3	-9.8	1.7	-0.3	23.5	11.6	-13.1	1.3	-2.2	23.3
세전이익	61.1	44.5	71.9	63.7	91.9	81.7	52.5	76.6	241.1	302.6
지배순이익	34.2	22.7	41.7	32.5	56.5	48.6	31.1	46.6	131.3	182.8
(yoy)	-27.4%	-53.6%	39.5%	-46.8%	65.1%	113.9%	-25.5%	43.2%	-29.9%	39.3%

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	633.5	719.9	829.4	870.7
영업이익	248.7	232.1	279.4	310.1
세전이익	314.8	241.1	302.6	335.6
지배순이익	187.2	131.3	182.8	248.4
EPS(원)	8,708	6,106	8,635	11,730
PER(배)	6.2	8.8	6.7	5.0
OPM	39.3%	32.2%	33.7%	35.6%
NPM	29.5%	18.2%	22.0%	28.5%

자료: 유진투자증권

더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	829	871	843	889	-1.7%	-2.0%
영업이익	279	310	288	327	-3.1%	-5.2%
세전이익	303	336	336	356	-9.8%	-5.6%
지배순이익	183	248	202	264	-9.4%	-6.1%
% of Sales						
영업이익	33.7%	35.6%	34.2%	36.8%		
세전이익	36.6%	38.6%	39.9%	40.0%		
지배순이익	22.1%	28.5%	24.0%	29.7%		

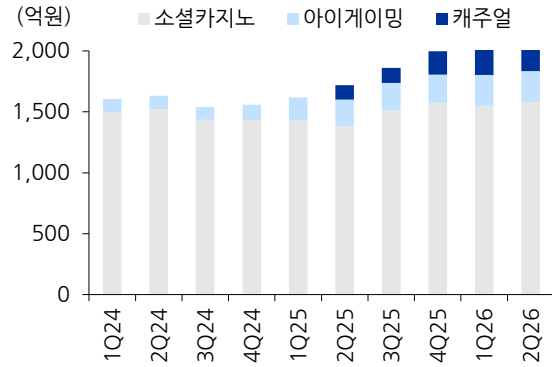
자료: 유진투자증권

더블다운인터랙티브 완전자회사화 검토(2026.04.28)

더블다운인터랙티브 완전자회사화를 위한 비구속적 제안서 주요 내용	
취득방식	공개매수
취득대상	(주)더블다운인터랙티브 소수주주 보유 16,329,620 ADS
취득단가	1 ADS 당 USD 11.25 (현금 지급)
예상거래규모	약 USD 183.7M (한화 약 2,724 억원)
관련 내용	■ 이사회 결의 사항: 종속회사 더블다운인터랙티브(DDI, 자본 67.1%)의 비지배지분 약 32.9%를 전량 현금으로 취득하여 100% 자회사 편입 ■ 보유현금 현황 - 더블유게임즈 1,479억원(17%) - 더블다운인터랙티브 6,804억원(80%) - 기타 226억원(3%) ■ 1 ADS = (주)더블다운인터랙티브 보통주 1/20주

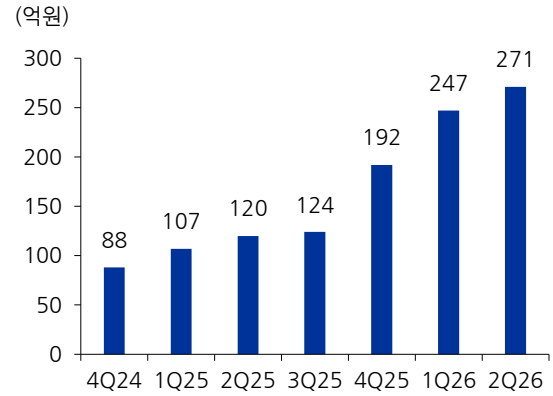
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

사업부문별 매출



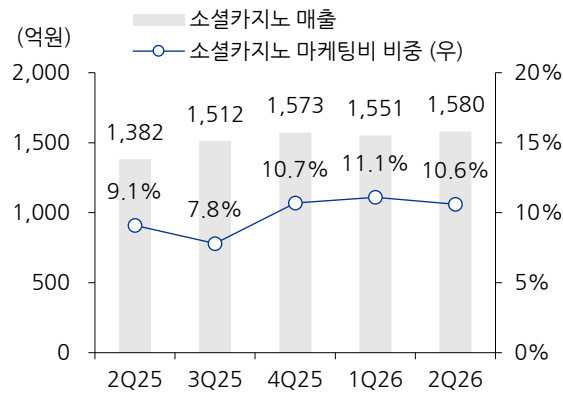
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

팩시게임즈 분기 매출액 추이



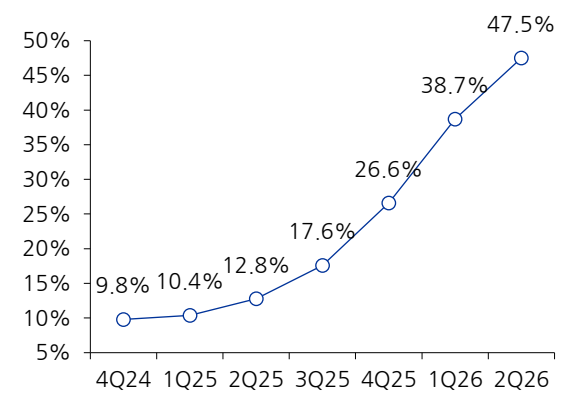
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

소셜카지노 매출 및 마케팅 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

DTC 매출 비중 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	1,289	1,646	1,848	2,155	2,388
유동자산	583	893	941	1,215	1,460
현금성자산	513	819	841	1,103	1,337
매출채권	59	66	74	85	95
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	705	753	907	940	929
투자자산	67	33	31	29	30
유형자산	2	3	3	0	0
기타	636	717	873	911	898
부채총계	92	90	195	204	214
유동부채	63	57	91	111	119
매입채무	25	29	58	64	72
유동성이자부채	29	7	18	32	32
기타	9	21	15	16	16
비유동부채	29	33	104	93	95
비유동이자부채	21	18	53	31	31
기타	8	14	51	62	64
자본총계	1,197	1,556	1,652	1,951	2,174
지배지분	872	1,131	1,186	1,419	1,642
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	98	98	98
이익잉여금	531	702	1,009	1,155	1,378
기타	33	122	68	155	155
비지배지분	325	425	467	532	532
자본총계	1,197	1,556	1,652	1,951	2,174
총차입금	50	26	71	63	63
순차입금	(463)	(793)	(769)	(1,041)	(1,275)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	96	275	237	224	262
당기순이익	193	243	180	241	248
자산상각비	9	12	20	23	13
기타비현금성손익	35	16	52	(71)	(56)
운전자본증감	(149)	10	8	(23)	(3)
매출채권감소(증가)	(2)	1	(4)	(14)	(10)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(123)	1	11	5	8
기타	(23)	8	1	(14)	(0)
투자현금	(46)	(33)	(133)	12	(14)
단기투자자산감소	(9)	(38)	(19)	13	(12)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	1	2	1	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(53)	(43)	(66)	(27)	(25)
차입금증가	(38)	(26)	(7)	(4)	0
자본증가	(15)	(17)	(59)	(23)	(25)
배당금지급	10	17	24	23	25
현금 증감	(4)	247	24	248	222
기초현금	303	298	546	570	818
기말현금	298	546	570	818	1,041
Gross Cash flow	236	272	252	245	264
Gross Investment	186	(15)	106	24	5
Free Cash Flow	51	287	147	221	259

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	582	633	720	829	871
증가율(%)	(5.7)	8.8	13.6	15.2	5.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	720	829	871
판매 및 일반관리비	369	385	488	550	561
기타영업손익	(15)	4	27	13	2
영업이익	213	249	232	279	310
증가율(%)	16.0	16.6	(6.7)	20.4	11.0
EBITDA	222	261	252	302	323
증가율(%)	13.1	17.6	(3.4)	19.7	7.1
영업외손익	31	66	9	23	26
이자수익	25	28	30	25	19
이자비용	2	2	2	2	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	9	40	(19)	0	10
세전순이익	244	315	241	303	336
증가율(%)	흑전	28.8	(23.4)	25.5	10.9
법인세비용	51	71	61	62	87
당기순이익	193	243	180	241	248
증가율(%)	흑전	26.1	(26.1)	33.8	3.2
지배주주지분	149	187	131	183	248
증가율(%)	흑전	25.6	(29.9)	39.3	35.8
비지배지분	44	56	49	58	0
EPS(원)	6,935	8,708	6,106	8,635	11,730
증가율(%)	흑전	25.6	(29.9)	41.4	35.8
수정EPS(원)	6,935	8,708	6,106	8,635	11,730
증가율(%)	흑전	25.6	(29.9)	41.4	35.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	6,935	8,708	6,106	8,635	11,730
BPS	47,914	52,632	55,167	67,007	77,537
DPS	846	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	5.8	6.2	8.8	6.7	5.0
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	1.8	1.4	1.5	0.6	n/a
배당수익율	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1
PCR	3.7	4.3	4.6	5.0	4.7
수익성(%)					
영업이익율	36.6	39.3	32.2	33.7	35.6
EBITDA이익율	38.1	41.2	35.0	36.4	37.2
순이익율	33.1	38.4	25.0	29.0	28.5
ROE	18.6	18.7	11.3	14.0	16.2
ROIC	24.3	25.8	21.1	24.8	25.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(38.7)	(51.0)	(46.5)	(53.4)	(58.6)
유동비율	922.5	1,561.0	1,030.2	1,090.6	1,224.7
이자보상배율	92.8	106.7	139.7	148.6	124.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	10.5	10.2	10.3	10.4	9.6
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	6.3	23.6	16.7	13.6	12.8

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 기관투자가 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	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

