

# 더블유게임즈 (192080)

## 2분기 실적 저점 확인

투자의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	<b>69,000</b> 원(유지)
현재주가	<b>53,000</b> 원(08/13)
시가총액	<b>1,139</b> (십억원)

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

- 2분기 매출액 1,719억원(+5%yoy), 영업이익 543억원(-19%yoy) 기록, 컨센서스(593억원) 하회. 시장 기대치를 하회한 주요 원인은 기존 북미 소셜카지노 실적이 부진했기 때문. DDI 매출은 973억원(-12%yoy)으로 매출 하락폭이 두드러졌는데, 결제액은 전분기와 유사했지만 환율 하락으로 인해 매출에 부정적인 영향을 미침(기준 환율 1Q 1,467원→2Q 1,356원)
- 반면, 자회사들의 매출 성장세는 2분기에도 이어짐. 슈퍼네이션 매출액은 218억원(+101%yoy)을 기록했고, 2분기 신규 편입된 팍시게임즈 매출액은 120억원(+208%yoy)을 기록함
- 비용에서는 플랫폼 비용이 자체 결제 플랫폼(DTC) 비중 확대 및 팍시게임즈 편입으로 감소했으나, 주요 자회사 매출 확대를 위한 마케팅비용이 증가함. 또한 와우게임즈 인수에 따른 PPA상각비 11억원 반영됨
- 독일 소셜카지노 게임사 '와우게임즈(Whow Games)' 인수가 완료됨. 3분기부터 연결 실적으로 반영될 예정으로 하반기 와우게임즈 매출액은 283억원(3분기 113억원, 4분기 170억원)으로 추정. 추정 영업이익률은 20% 후반
- 이번 팍시게임즈 인수에 따른 일회성 비용과 부정적인 환율 영향 그리고 3분기부터 반영될 와우게임즈 실적을 고려하면 2분기 실적이 저점이라 판단됨. 하반기 영업이익은 분기 600억원 수준으로 반등할 전망

주가(원, 08/13)	53,000
시가총액(십억원)	1,139

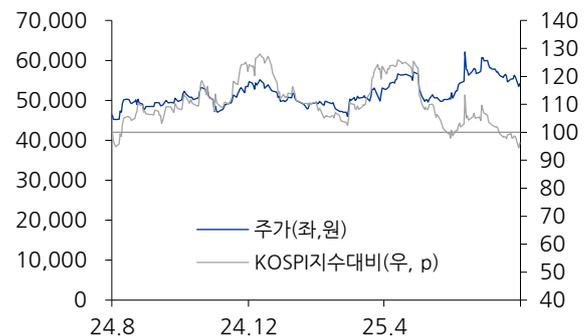
발행주식수	21,496천주
52주 최고가	63,800원
최저가	43,950원
52주 일간 Beta	0.29
60일 일평균거래대금	44억원
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(2025F)	2.1%

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

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.0	-17.0	-8.5
절대기준	-11.5	7.8	14.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	69,000	-
영업이익(25)	231	236	▼
영업이익(26)	255	266	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	582	633	721	819
영업이익	213	249	231	255
세전손익	244	315	251	287
당기순이익	193	243	188	215
EPS(원)	6,935	8,708	6,298	7,216
증감률(%)	흑전	25.6	-27.7	14.6
PER(배)	5.8	6.1	8.4	7.3
ROE(%)	18.6	18.7	11.4	11.8
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	1.8	1.3	1.1	0.5

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	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>171.9</b>	<b>188.5</b>	<b>198.3</b>	<b>633.5</b>	<b>720.8</b>
(%yoy)	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	22.4%	27.3%	8.8%	13.8%
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	41.1	41.3	167.9	164.0
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	23.5	25.7	45.1	90.2
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.0	14.0	15.3	-	41.3
와우게임즈	-	-	-	-	-	-	11.3	17.0	-	28.3
<b>영업비용</b>	<b>98.8</b>	<b>96.1</b>	<b>94.6</b>	<b>95.3</b>	<b>107.2</b>	<b>117.6</b>	<b>128.5</b>	<b>136.4</b>	<b>384.7</b>	<b>489.8</b>
(%yoy)	-0.4%	2.5%	10.6%	5.1%	8.5%	22.4%	35.9%	43.2%	4.3%	27.3%
<b>영업이익</b>	<b>61.7</b>	<b>67.1</b>	<b>59.5</b>	<b>60.5</b>	<b>54.8</b>	<b>54.3</b>	<b>60.0</b>	<b>61.9</b>	<b>248.7</b>	<b>231.0</b>
(%yoy)	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-19.0%	0.9%	2.3%	16.6%	-7.1%
OPM(%)	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	31.8%	31.2%	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	71.2	74.0	309.0	250.8
<b>지배순이익</b>	<b>47.1</b>	<b>49.0</b>	<b>29.9</b>	<b>55.6</b>	<b>34.2</b>	<b>22.7</b>	<b>38.5</b>	<b>40.0</b>	<b>181.6</b>	<b>135.4</b>
(%yoy)	19.8%	44.3%	-24.5%	55.8%	-27.4%	-53.6%	28.5%	-28.1%	22.2%	-25.5%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	582.3	633.5	720.8	819.4
영업이익	213.3	248.7	231.0	255.3
세전이익	244.3	309.0	250.8	287.2
지배순이익	148.6	181.6	135.4	155.1
EPS(원)	6,935	8,708	6,298	7,216
PER(배)	5.8	6.1	8.4	7.3
OPM(%)	36.6%	39.3%	32.0%	31.2%
NPM(%)	25.5%	28.7%	18.8%	18.9%

자료: 유진투자증권

도표 3. 더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	721	819	730	816	-1.2%	0.4%
영업이익	231	255	236	266	-2.1%	-4.1%
세전이익	251	287	276	298	-9.1%	-3.7%
지배순이익	135	155	157	167	-14.0%	-7.2%
% of Sales						
영업이익	32.0%	31.1%	32.3%	32.6%		
세전이익	34.8%	35.0%	37.8%	36.5%		
지배순이익	18.7%	18.9%	21.5%	20.5%		

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	
중속회사에 관한 사항 (인수주체)	중속회사명	DoubleDown Interactive LLC
	주요중속회사 여부	해당
	중속회사의 자산총액(원)	1,242,924,587,632
	지배회사의 연결 자산총액(원)	1,646,281,734,989
	지배회사의 연결 자산총액 대비(%)	75.5

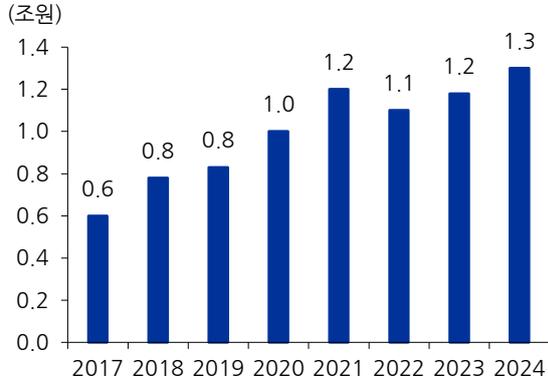
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

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

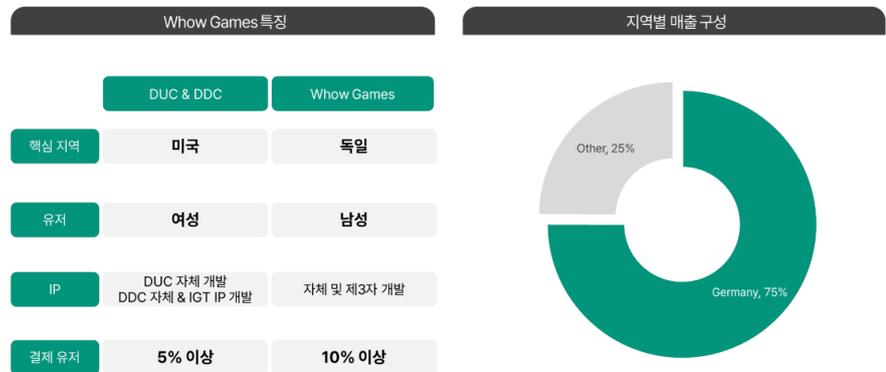
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 9. 와우게임즈 회사 개요 (2)



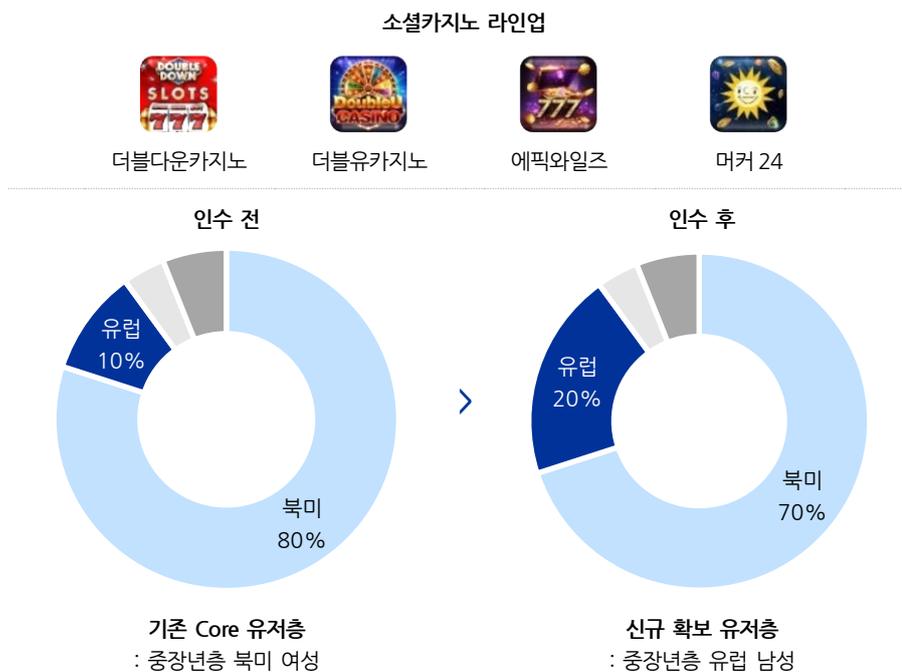
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 10. 와우게임즈 서비스 특징



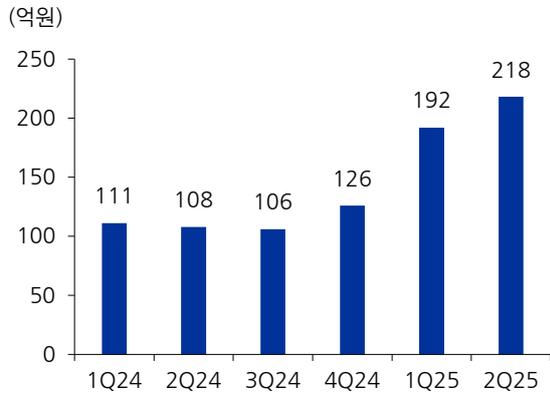
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 11. 유럽 지역확장 및 성장 전략



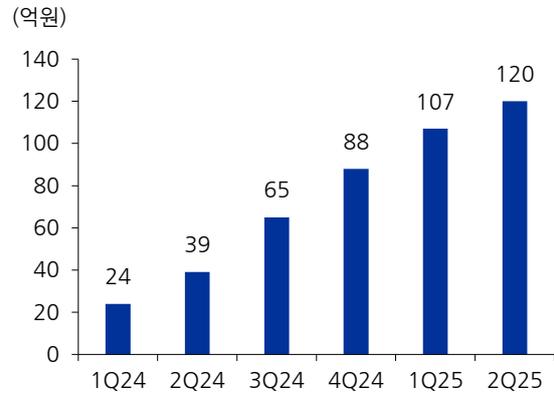
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 12. 슈퍼네이션 분기 매출액 추이



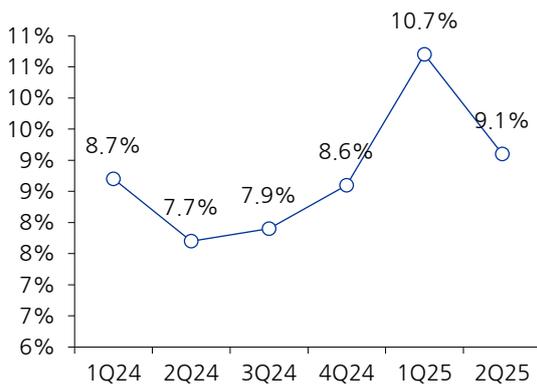
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 13. 팍시게임즈 분기 매출액 추이



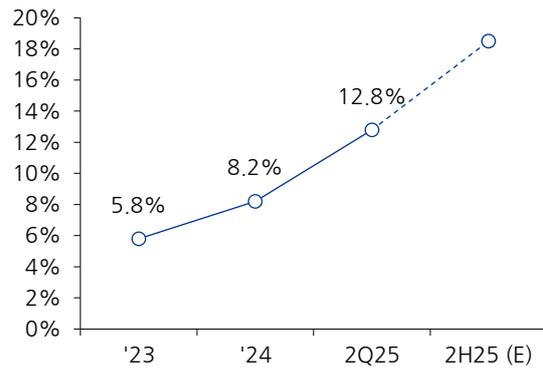
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 14. 소셜카지노 마케팅비 비중 추이



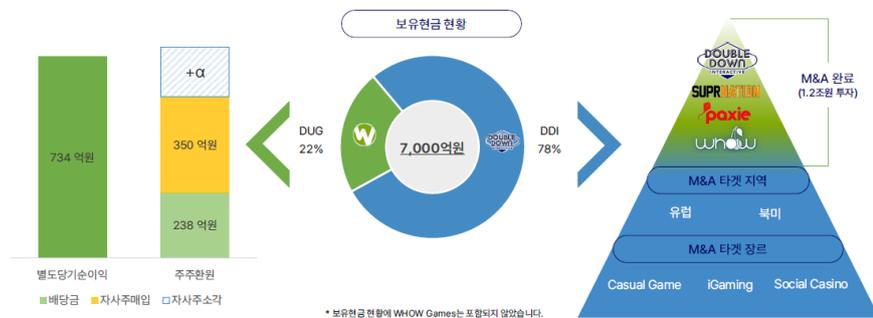
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

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
<b>자산총계</b>	1,236	1,289	1,646	1,832	1,967
유동자산	573	583	893	1,020	1,159
현금성자산	406	513	819	929	1,063
매출채권	52	59	66	83	87
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	1,684	1,815
지배지분	729	872	1,131	1,248	1,379
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	97	97
이익잉여금	399	531	702	1,013	1,145
기타	23	33	122	127	127
비지배지분	277	325	425	436	436
<b>자본총계</b>	1,006	1,197	1,556	1,684	1,815
총차입금	59	50	26	51	51
순차입금	(347)	(463)	(793)	(878)	(1,012)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	119	96	275	158	161
당기순이익	(221)	193	243	188	215
자산상각비	12	9	12	11	7
기타비현금성손익	422	35	16	(84)	(105)
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)	3
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	145	125
기초현금	184	303	298	546	691
기말현금	303	298	546	691	816
Gross Cash flow	213	236	272	168	163
Gross Investment	65	186	(15)	46	5
<b>Free Cash Flow</b>	148	51	287	122	158

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>매출액</b>	617	582	633	721	819
증가율(%)	(1.1)	(5.7)	8.8	13.8	13.7
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	617	582	633	721	819
판매 및 일반관리비	433	369	385	490	564
기타영업손익	(0)	(15)	4	27	15
<b>영업이익</b>	184	213	249	231	255
증가율(%)	(3.4)	16.0	16.6	(7.1)	10.5
<b>EBITDA</b>	196	222	261	242	262
증가율(%)	(10.0)	13.1	17.6	(7.3)	8.4
<b>영업외손익</b>	(476)	31	66	20	32
이자수익	12	25	28	21	18
이자비용	4	2	2	2	2
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(485)	9	40	1	16
<b>세전순이익</b>	(292)	244	315	251	287
증가율(%)	적전	흑전	28.8	(20.3)	14.5
법인세비용	(71)	51	71	63	72
<b>당기순이익</b>	(221)	193	243	188	215
증가율(%)	적전	흑전	26.1	(22.9)	14.8
지배주주지분	(132)	149	187	135	155
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.7)	14.6
비지배지분	(89)	44	56	52	60
<b>EPS(원)</b>	(6,090)	6,935	8,708	6,298	7,216
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.7)	14.6
수정EPS(원)	(6,090)	6,935	8,708	6,298	7,216
증가율(%)	적전	흑전	25.6	(27.7)	14.6

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(6,090)	6,935	8,708	6,298	7,216
BPS	39,699	47,914	52,632	58,046	64,162
DPS	508	846	1,200	1,100	1,200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	5.8	6.1	8.4	7.3
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.3	1.1	0.5
배당수익률	1.3	2.1	2.3	2.1	2.3
PCR	4.1	3.7	4.2	6.8	7.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	29.8	36.6	39.3	32.0	31.2
EBITDA이익률	31.8	38.1	41.2	33.6	32.0
순이익률	(35.8)	33.1	38.4	26.0	26.3
ROE	(16.8)	18.6	18.7	11.4	11.8
ROIC	15.1	24.3	25.8	22.1	23.9
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(34.4)	(38.7)	(51.0)	(52.1)	(55.8)
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,210.1	1,326.8
이자보상배율	50.6	92.8	106.7	122.7	121.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	13.0	10.5	10.2	9.7	9.7
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	6.5	6.3	23.6	17.2	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 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 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)

