



더블유게임즈 (192080)

시장 확대와 실적이 바로 붙는 M&A

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 72,000원

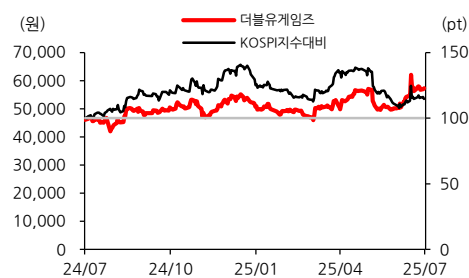
현재 주가(7/9)	60,700 원
상승여력	▲18.6%
시가총액	13,048 억원
발행주식수	21,496 천주
52 주 최고가 / 최저가	62,100 / 42,000 원
90 일 일평균 거래대금	43.3 억원
외국인 지분율	18.0%
주주 구성	
김가람 (외 7 인)	44.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
자사주 (외 1 인)	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.9	21.9	19.0	31.8
상대수익률(KOSPI)	11.2	-14.7	-5.2	22.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	582	633	700	751
영업이익	213	249	240	272
EBITDA	222	261	248	274
지배주주순이익	149	187	157	178
EPS	6,935	9,439	7,929	8,993
순차입금	-463	-793	-811	-965
PER	5.8	5.7	7.7	6.7
PBR	0.8	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	1.8	1.4	2.0	1.2
배당수익률	2.1	2.2	2.0	2.0
ROE	18.6	18.7	13.6	14.2

주가 추이



동사는 전일 유럽 소셜카지노 시장 내 약 10위권인 와우게임즈 인수를 발표했습니다. 1)본업을 통한 안정적인 현금 창출능력, 2) 시너지가 극대화 될 수 있는 기업을 좋은 가격에 인수하는 M&A 역량, 3) 인수 후에도 약 7천억원의 순현금을 보유하고 있는 점에 주목합니다.

와우게임즈 인수, 유럽 시장 진출을 위한 가장 최선의 방법

전일 동사는 독일 소셜카지노 기업 와우게임즈(Whow Games)의 지분 100%를 전액 현금 884억 원으로 인수한다고 공시했다. 와우게임즈는 유럽 소셜카지노 시장 내 10위권을 차지하고 있는 탑텐 사업자로 매출 약 75% 비중이 독일, 나머지 기타 유럽 각국에서 사업을 영위 중이다. 인수가격은 24년 매출 기준 P/S 1.3배, EBITDA 기준 4배 수준인데, 시장 내 높은 포지션과 조정 EBITDA 마진 약 30% 수준을 창출하는 좋은 기업임을 고려하면 매력적인 가격의 인수 결정이라고 판단한다. 와우게임즈의 24년 매출액은 약 670억 원, 영업이익률은 약 25~30% 수준으로 추정된다.

안정적인 본업에 성장 동력 2→3개 장착

지난해 12월 팍시게임즈 인수에 이어 이번 인수도 1)지역과 유저풀이 다변화되고, 2) 재무 효과가 즉시 기여되며, 3) 양사의 시너지를 숫자로 확인시킬 수 있는 결정이었다고 판단한다. 특히 최근 유럽 내 애플 등 중요 플랫폼의 인앱결제 수수료 인하 효과도 본격화될 것으로 예상하며, 외부 슬롯IP를 주로 이용하는 와우게임즈에 동사의 자체 슬롯을 대체하는 방식으로 비용 절감과 수익 구조 개선이 동시에 가능할 것으로 본다. 2분기 실적은 매출액 1,784억 원, 영업이익 565억 원을 추정한다. 소셜카지노 매출은 안정적인 수준을 이어가지만 아이게이밍과 팍시게임즈 관련 마케팅 집행 기조가 지속되고 있는 것으로 파악된다.

목표주가 7만 2천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 7만 2천 원으로 상향한다. 목표주가 산정 기준 실적을 26년으로 변경, P/E 목표배수 8배를 적용했다. 이번 인수와 자사주 매입(350억 원) 완료 후에도 순현금 약 7천 억 원 수준이 남아 있어 추가 성장 동력 확대를 위한 자금은 충분하다. 비유기적 성장세가 붙으면서 점진적인 밸류에이션 상승 추세를 예상한다.

[표1] 더블유게임즈의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	178.4	179.1	180.4	582.3	633.5	699.8	751.0
YoY (%)	10.4	13.3	10.3	1.5	0.9	9.3	16.3	15.8	(5.7)	8.8	10.5	7.3
더블유카지노	41.4	40.3	38.3	39.4	38.9	40.5	40.2	40.3	170.7	159.4	159.9	162.1
더블다운카지노	103.8	107.9	100.3	100.3	100.3	104.3	104.6	104.8	388.4	412.3	413.9	422.0
아이게이밍	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	20.0	20.8	21.8		45.1	81.7	101.2
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	121.8	116.3	114.1	369	385	460	479
YoY (%)	(0.4)	2.5	10.6	5.1	8.5	26.8	23.0	19.8	(14.9)	4.3	19.4	4.2
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	56.5	62.8	66.3	213	249	240	272
YoY(%)	33.9	33.4	9.9	(3.7)	(11.2)	(15.8)	5.6	9.5	16.0	16.6	(3.4)	13.2
영업이익률(%)	38.4	41.1	38.6	38.8	33.8	31.7	35.0	36.7	36.6	39.3	34.3	36.2
당기순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	45.8	49.4	54.1	56.2	193	243	206	232
YoY(%)	21.3	44.6	(20.3)	64.3	(24.2)	(23.0)	32.3	(27.8)	흑전	26.1	(15.5)	12.7
순이익률 (%)	37.7	39.4	26.5	50.0	28.3	27.7	30.2	31.2	33.1	38.4	29.4	30.8
게임별 YoY(%) 성장률												
더블유카지노	(6.3)	(6.3)	(8.6)	(5.4)	(6.0)	0.6	5.0	2.1	(11.4)	(6.6)	0.3	1.4
Double Down	8.0	11.8	7.0	(1.7)	(3.4)	(3.3)	4.3	4.5	(3.1)	6.1	0.4	1.9
아이게이밍					73.7	84.1	95.5	73.6			81.3	23.8

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	582	633	700	751
매출총이익	617	582	633	700	751
영업이익	184	213	249	240	272
EBITDA	196	222	261	248	274
순이자손익	9	22	26	27	28
외화관련손익	10	6	23	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-292	244	315	266	299
당기순이익	-221	193	243	206	232
지배주주순이익	-132	149	187	157	178
증가율(%)					
매출액	n/a	-5.7	8.8	10.5	7.3
영업이익	n/a	16.0	16.6	-3.4	13.2
EBITDA	n/a	13.1	17.6	-5.2	10.5
순이익	n/a	흑전	26.1	-15.5	12.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	29.8	36.6	39.3	34.3	36.2
EBITDA 이익률	31.8	38.1	41.2	35.4	36.5
세전이익률	-47.4	42.0	49.7	38.0	39.8
순이익률	-35.8	33.1	38.4	29.4	30.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	119	96	275	268	181
당기순이익	-221	193	243	206	232
자산상각비	12	9	12	7	2
운전자본증감	-64	-149	10	-17	0
매출채권 감소(증가)	-5	-2	1	-7	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-65	-123	1	-11	2
투자현금흐름	86	-46	-33	22	-12
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	87	-149	-38	22	-10
재무현금흐름	-85	-53	-43	-211	-24
차입금의 증가(감소)	-57	-38	-26	-1	0
자본의 증가(감소)	-28	-15	-17	-210	-24
배당금의 지급	-12	-10	-17	-24	-24
총현금흐름	213	236	272	285	181
(-)운전자본증감(감소)	-299	38	-12	-11	0
(-)설비투자	1	1	2	1	1
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	511	197	282	295	180
(-)기타투자	363	7	-5	28	1
잉여현금	148	190	287	268	178
NOPLAT	133	168	192	186	211
(+) Dep	12	9	12	7	2
(-)운전자본투자	-299	38	-12	-11	0
(-)Capex	1	1	2	1	1
OpFCF	444	138	215	203	211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	573	583	893	956	1,114
현금성자산	406	513	819	862	1,017
매출채권	52	59	66	75	78
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	753	814	815
투자자산	79	67	33	33	34
유형자산	2	2	3	0	0
무형자산	582	636	717	782	781
자산총계	1,236	1,289	1,646	1,771	1,929
유동부채	206	63	57	88	91
매입채무	158	25	29	50	52
유동성이자부채	37	29	7	8	8
비유동부채	24	29	33	64	65
비유동이자부채	22	21	18	44	44
부채총계	229	92	90	153	156
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	97	97
이익잉여금	399	531	702	1,035	1,190
자본조정	23	33	122	39	39
자기주식	-66	-64	-64	-57	-57
자본총계	1,006	1,197	1,556	1,618	1,773

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-6,090	6,935	9,439	7,929	8,993
BPS	39,699	47,914	52,632	55,005	62,195
DPS	508	846	1,200	1,200	1,200
CFPS	9,808	10,994	12,661	13,269	8,413
ROA(%)	-10.1	11.8	12.8	9.2	9.6
ROE(%)	-16.8	18.6	18.7	13.6	14.2
ROIC(%)	15.1	24.3	25.8	23.7	26.2
Multiples(x, %)					
PER	-6.6	5.8	5.7	7.7	6.7
PBR	1.0	0.8	1.0	1.1	1.0
PSR	1.4	1.5	1.8	1.9	1.7
PCR	4.1	3.7	4.3	4.6	7.2
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.4	2.0	1.2
배당수익률	1.3	2.1	2.2	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	22.8	7.7	5.8	9.4	8.8
Net debt/Equity	-34.4	-38.7	-51.0	-50.1	-54.5
Net debt/EBITDA	-176.6	-208.4	-303.8	-327.4	-352.7
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,080.8	1,220.3
이자보상배율(배)	50.6	92.8	106.7	125.8	133.5
자산구조(%)					
투하자본	57.5	55.7	47.2	47.4	43.4
현금+투자자산	42.5	44.3	52.8	52.6	56.6
자본구조(%)					
차입금	5.6	4.0	1.6	3.1	2.8
자기자본	94.4	96.0	98.4	96.9	97.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 7월 10일)

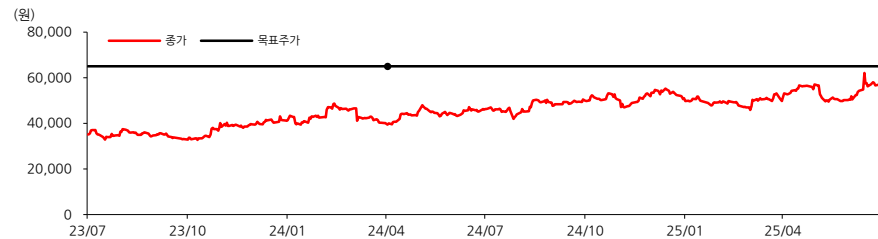
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 자료작성일 현재 더블유게임즈로부터 자기주식 직접취득 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[더블유게임즈 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2024.01.02	2024.07.11	2024.11.19	2024.11.28	2025.01.10	2025.04.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
일 시	2025.06.05	2025.07.10				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	65,000	72,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	65,000	-28.69	-15.08
2025.01.10	Buy	65,000	-20.39	-4.46
2025.07.10	Buy	72,000		

[종목 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%