유진투자증권

Korea | 게임 | 2025.06.23

# 더블유게임즈
# (192080)

## 팍시게임즈 on

투자의견
**BUY**(유지)

목표주가
**69,000** 원(유지)

현재주가
**54,400** 원(06/20)

시가총액
**1,169**(십억원)

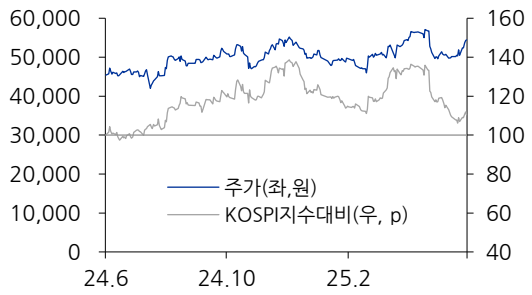
인터넷/게임/우주 정의훈_ 02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 1,769억원(+8%yoy), 영업이익 566억원(-16%yoy)으로 컨센서스(629억원)를 하회할 전망
- 소셜카지노 매출은 시장 침체로 인해 전분기와 유사하겠으나, 연결 매출은 자회사 실적에 힘입어 역대 최대 매출을 기록할 전망. 지난 3월 인수 완료된 자회사 팍시게임즈는 2분기부터 연결 실적으로 반영됨. 팍시게임즈의 대표 게임인 '머지스튜디오'는 1분기에 이어 2분기에도 최대 매출을 경신할 것으로 예상됨. 또한 1분기 큰 폭으로 성장한 슈퍼네이션 매출은 2분기 qoq로 소폭 증가할 것으로 전망
- 다만 매출뿐만 아니라 전반적인 비용 상승도 예정됨. 특히 자회사 매출 확대를 위한 마케팅 비용이 큰 폭으로 확대될 것. 플랫폼 비용도 증가하겠으나 매출액 대비 비중은 감소할 예정. 이는 DTC 비중 확대, 플랫폼 수수료가 없는 슈퍼네이션과 광고 매출 비중이 높은 팍시게임즈 매출 확대에 기인함. 이 중 슈퍼네이션 매출로 인해 발생되는 gambling taxes는 기타운영비용으로 반영될 예정
- 하반기도 2분기와 같이 자회사 성장에 따른 매출과 비용 모두 확대되는 흐름은 이어질 것. 주춤한 수익성에도 유의미한 매출 성장과 매출 비중 다변화로 밸류에이션 회복도 기대 가능하며, 추가적으로 지난해 발표된 자사주 매입 정책(직전 사업연도 배당금의 1~3배 규모)에 따라 올해 약 238억~714억 규모의 자사주 매입도 예정돼 있음

| | | | |
|---|---|---|---|
| 주가(원, 06/20) | | | 54,400 |
| 시가총액(십억원) | | | 1,169 |
| 발행주식수 | | | 21,496천주 |
| 52주 최고가 | | | 57,400원 |
| 최저가 | | | 40,500원 |
| 52주 일간 Beta | | | 0.24 |
| 60일 일평균거래대금 | | | 30억원 |
| 외국인 지분율 | | | 0.0% |
| 배당수익률(2025F) | | | 2.0% |
| 주주구성 | | | |
| 김가람 (외 7인) | | | 44.3% |
| 자사주 (외 1인) | | | 7.2% |
| 주가상승(%) | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | -7.6 | -24.6 | 11.4 |
| 절대기준 | 8.6 | 1.1 | 19.0 |
| (원, 십억원) | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 69,000 | 69,000 | - |
| 영업이익(25) | 228 | 236 | ▼ |
| 영업이익(26) | 238 | 246 | ▼ |

| 12 월 결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 582 | 633 | 701 | 742 |
| 영업이익 | 213 | 249 | 228 | 238 |
| 세전손익 | 244 | 315 | 268 | 270 |
| 당기순이익 | 193 | 243 | 207 | 210 |
| EPS(원) | 6,935 | 8,708 | 7,195 | 7,295 |
| 증감률(%) | 흑전 | 25.6 | -17.4 | 1.4 |
| PER(배) | 5.8 | 6.2 | 7.6 | 7.5 |
| ROE(%) | 18.6 | 18.7 | 12.9 | 11.8 |
| PBR(배) | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 1.8 | 1.4 | 1.1 | 0.5 |

자료: 유진투자증권



# 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. **더블유게임즈 실적 추이**

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **160.5** | **163.1** | **154.1** | **155.8** | **162.0** | **178.1** | **180.0** | **181.3** | **633.5** | **701.4** |
| (%yoy) | 10.4% | 13.3% | 10.3% | 1.5% | 0.9% | 9.2% | 16.8% | 16.4% | 8.8% | 10.7% |
| 더블다운인터렉티브 | 106.0 | 110.1 | 102.2 | 102.1 | 102.1 | 103.5 | 102.5 | 101.0 | 420.5 | 409.1 |
| 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 | 121.3 | 123.6 | 384.7 | 473.3 |
| (%yoy) | -0.4% | 2.5% | 10.6% | 5.1% | 8.5% | 26.2% | 28.2% | 29.7% | 4.3% | 23.0% |
| 플랫폼 | 43.6 | 44.4 | 40.8 | 41.1 | 41.0 | 44.7 | 45.0 | 45.0 | 169.9 | 175.6 |
| 마케팅 | 21.0 | 15.9 | 14.0 | 16.2 | 23.8 | 29.6 | 29.7 | 29.8 | 67.1 | 112.9 |
| 인건비 | 19.2 | 21.8 | 22.5 | 22.9 | 23.7 | 24.6 | 24.8 | 25.6 | 86.5 | 98.7 |
| 로열티 | 3.2 | 2.7 | 2.7 | 3.0 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 11.6 | 14.8 |
| 기타운영비용 | 8.4 | 8.1 | 11.6 | 9.1 | 12.1 | 15.1 | 14.7 | 16.0 | 37.2 | 57.9 |
| 유무형자산상각비 | 3.3 | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 3.1 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 12.4 | 13.4 |
| **영업이익** | **61.7** | **67.1** | **59.5** | **60.5** | **54.8** | **56.9** | **58.7** | **57.7** | **248.7** | **228.1** |
| (%yoy) | 33.9% | 33.4% | 9.9% | -3.7% | -11.2% | -15.2% | -1.3% | -4.6% | 16.6% | -8.3% |
| OPM(%) | 38.4% | 41.1% | 38.6% | 38.8% | 33.8% | 31.9% | 32.6% | 31.8% | 39.3% | 32.5% |
| 영업외손익 | 14.5 | 15.1 | -4.0 | 34.7 | 6.3 | 10.2 | 11.2 | 12.1 | 60.2 | 39.8 |
| 세전이익 | 76.2 | 82.1 | 55.4 | 95.2 | 61.1 | 67.1 | 69.9 | 69.8 | 309.0 | 267.9 |
| **지배순이익** | **47.1** | **49.0** | **29.9** | **55.6** | **34.2** | **39.2** | **40.6** | **40.6** | **181.6** | **154.7** |
| (%yoy) | 19.8% | 44.3% | -24.5% | 55.8% | -27.4% | -19.9% | 35.8% | -27.0% | 22.2% | -14.9% |

자료: 유진투자증권

도표 2. **연간 실적 추정 및 밸류에이션**

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 582.3 | 633.5 | 701.4 | 741.8 |
| 영업이익 | 213.3 | 248.7 | 228.1 | 238.0 |
| 세전이익 | 244.3 | 309.0 | 267.9 | 269.9 |
| 지배순이익 | 148.6 | 181.6 | 154.7 | 156.8 |
| EPS(원) | 6,935 | 8,708 | 7,195 | 7,295 |
| PER(배) | 5.8 | 6.2 | 7.6 | 7.5 |
| OPM(%) | 36.6% | 39.3% | 32.5% | 32.1% |
| NPM(%) | 25.5% | 28.7% | 22.1% | 21.1% |

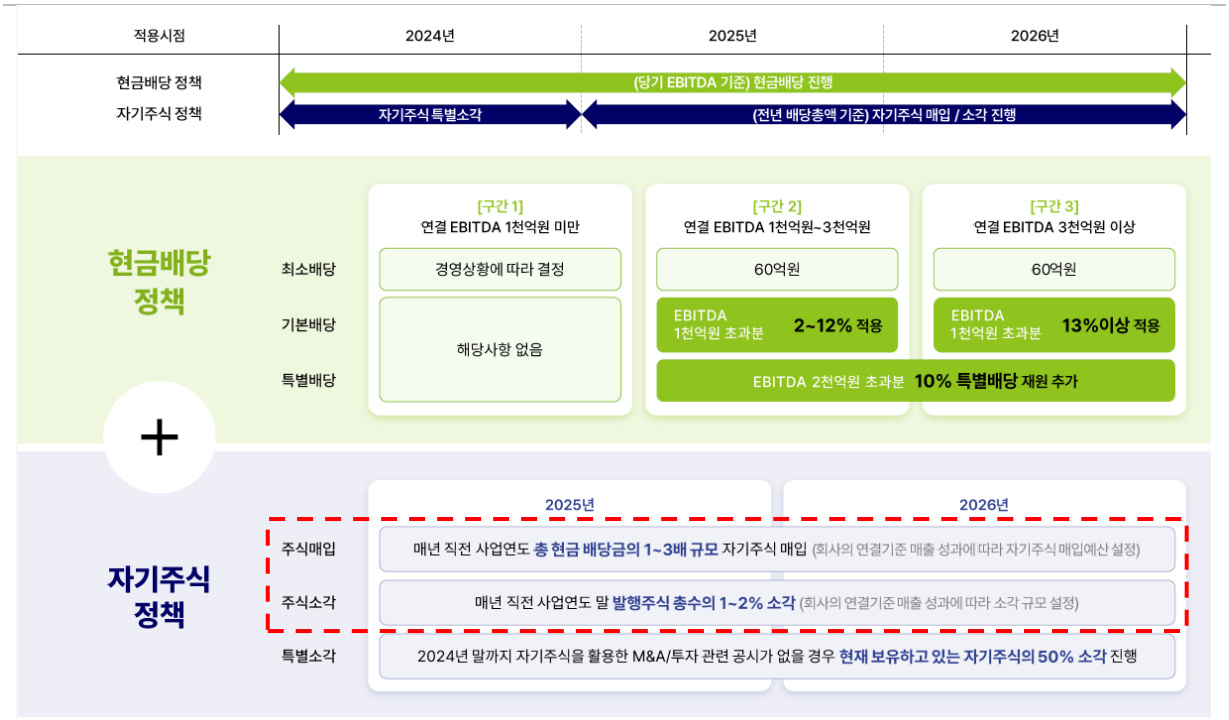
자료: 유진투자증권

도표 3. **더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경**

| (십억원) | 수정후 | | 수정전 | | 변경률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 701 | 742 | 699 | 738 | 0.3% | 0.5% |
| 영업이익 | 228 | 238 | 236 | 246 | -3.4% | -3.3% |
| 세전이익 | 268 | 270 | 261 | 266 | 2.7% | 1.5% |
| 지배순이익 | 155 | 157 | 147 | 150 | 5.4% | 4.7% |
| % of Sales | | | | | | |
| 영업이익 | 32.5% | 32.1% | 33.8% | 33.3% | | |
| 세전이익 | 38.2% | 36.4% | 37.3% | 36.0% | | |
| 지배순이익 | 22.1% | 21.2% | 21.0% | 20.3% | | |

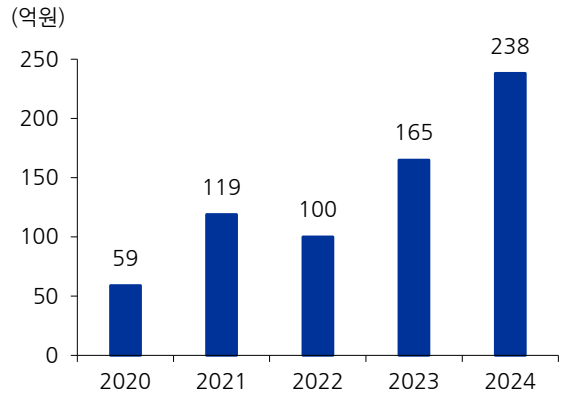
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 4. **더블유게임즈 주주환원 정책**



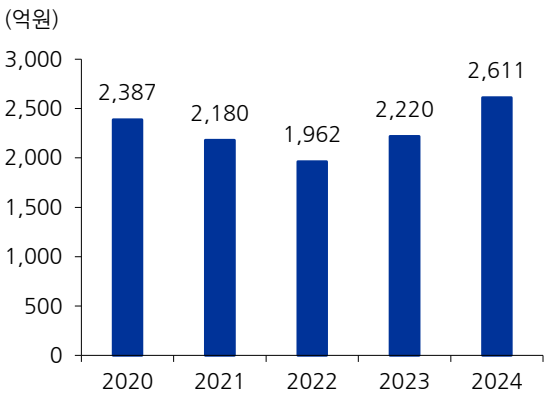

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 5. 최근 5 년간 결산배당 추이



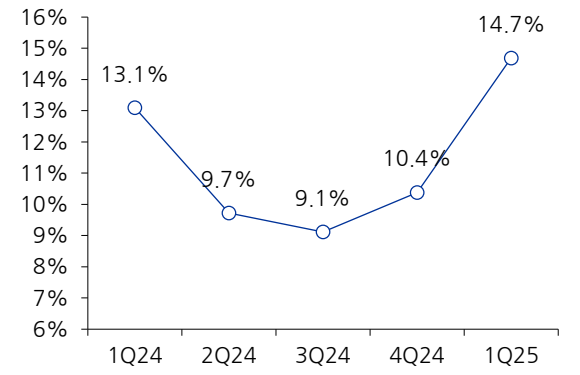

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 6. 최근 5 년간 연결 EBITDA 추이



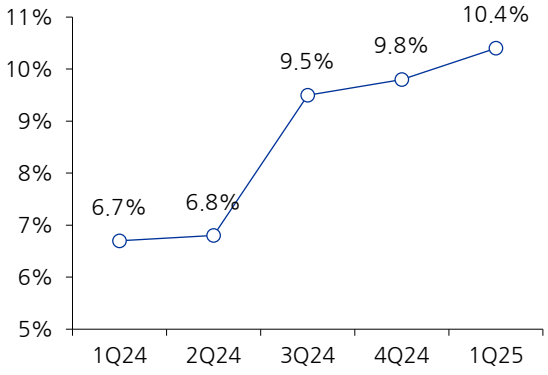

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 7. 마케팅비 비중 추이



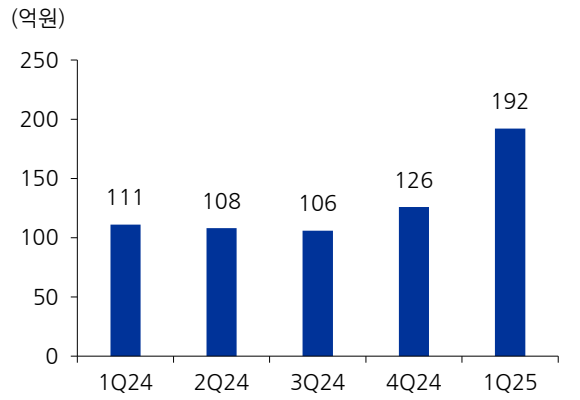

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 8. DTC 매출 비중 추이



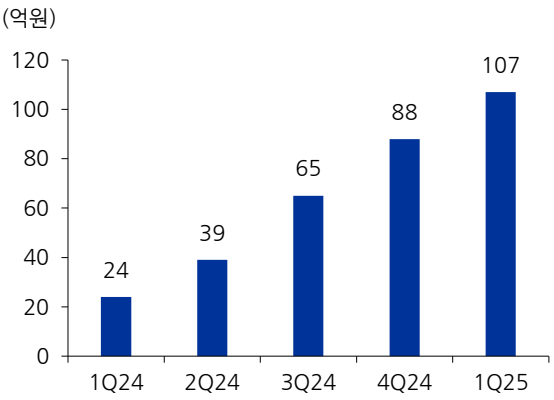

자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 9. 슈퍼네이션 분기 매출액 추이




자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

도표 10. 팍시게임즈 분기 결제액 추이




자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

# 더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | 1,236 | 1,289 | 1,646 | 1,847 | 1,983 |
| 유동자산 | 573 | 583 | 893 | 1,035 | 1,174 |
| 현금성자산 | 406 | 513 | 819 | 951 | 1,087 |
| 매출채권 | 52 | 59 | 66 | 76 | 78 |
| 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 |
| **부채총계** | 229 | 92 | 90 | 144 | 147 |
| 유동부채 | 206 | 63 | 57 | 80 | 82 |
| 매입채무 | 158 | 25 | 29 | 50 | 52 |
| 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 |
| **자본총계** | 1,006 | 1,197 | 1,556 | 1,703 | 1,836 |
| 지배지분 | 729 | 872 | 1,131 | 1,267 | 1,400 |
| 자본금 | 9 | 9 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 298 | 298 | 297 | 97 | 97 |
| 이익잉여금 | 399 | 531 | 702 | 1,033 | 1,166 |
| 기타 | 23 | 33 | 122 | 127 | 127 |
| 비지배지분 | 277 | 325 | 425 | 436 | 436 |
| **자본총계** | 1,006 | 1,197 | 1,556 | 1,703 | 1,836 |
| 총차입금 | 59 | 50 | 26 | 51 | 51 |
| 순차입금 | (347) | (463) | (793) | (899) | (1,036) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 617 | 582 | 633 | 701 | 742 |
| 증가율(%) | (1.1) | (5.7) | 8.8 | 10.7 | 5.8 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 617 | 582 | 633 | 701 | 742 |
| 판매 및 일반관리비 | 433 | 369 | 385 | 473 | 504 |
| 기타영업손익 | (0) | (15) | 4 | 23 | 6 |
| **영업이익** | 184 | 213 | 249 | 228 | 238 |
| 증가율(%) | (3.4) | 16.0 | 16.6 | (8.3) | 4.3 |
| **EBITDA** | 196 | 222 | 261 | 239 | 245 |
| 증가율(%) | (10.0) | 13.1 | 17.6 | (8.5) | 2.3 |
| **영업외손익** | (476) | 31 | 66 | 40 | 32 |
| 이자수익 | 12 | 25 | 28 | 21 | 18 |
| 이자비용 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 지분법손익 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업손익 | (485) | 9 | 40 | 21 | 16 |
| **세전순이익** | (292) | 244 | 315 | 268 | 270 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 28.8 | (14.9) | 0.7 |
| 법인세비용 | (71) | 51 | 71 | 60 | 59 |
| **당기순이익** | (221) | 193 | 243 | 207 | 210 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 26.1 | (14.7) | 1.5 |
| 지배주주지분 | (132) | 149 | 187 | 155 | 157 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 25.6 | (17.4) | 1.4 |
| 비지배지분 | (89) | 44 | 56 | 53 | 54 |
| **EPS(원)** | (6,090) | 6,935 | 8,708 | 7,195 | 7,295 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 25.6 | (17.4) | 1.4 |
| 수정EPS(원) | (6,090) | 6,935 | 8,708 | 7,195 | 7,295 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 25.6 | (17.4) | 1.4 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | 119 | 96 | 275 | 180 | 163 |
| 당기순이익 | (221) | 193 | 243 | 207 | 210 |
| 자산상각비 | 12 | 9 | 12 | 11 | 7 |
| 기타비현금성손익 | 422 | 35 | 16 | (87) | (98) |
| 운전자본증감 | (64) | (149) | 10 | (12) | (1) |
| 매출채권감소(증가) | (5) | (2) | 1 | (7) | (3) |
| 재고자산감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무증가(감소) | (65) | (123) | 1 | (11) | 2 |
| 기타 | 6 | (23) | 8 | 6 | 0 |
| **투자현금** | 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) |
| **재무현금** | (85) | (53) | (43) | (1) | (24) |
| 차입금증가 | (57) | (38) | (26) | (1) | 0 |
| 자본증가 | (28) | (15) | (17) | (24) | (24) |
| 배당금지급 | 12 | 10 | 17 | 24 | 24 |
| **현금 증감** | 119 | (4) | 247 | 167 | 127 |
| 기초현금 | 184 | 303 | 298 | 546 | 713 |
| 기말현금 | 303 | 298 | 546 | 713 | 839 |
| Gross Cash flow | 213 | 236 | 272 | 187 | 164 |
| Gross Investment | 65 | 186 | (15) | 44 | 4 |
| **Free Cash Flow** | 148 | 51 | 287 | 143 | 160 |

## 주요투자지표

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | (6,090) | 6,935 | 8,708 | 7,195 | 7,295 |
| BPS | 39,699 | 47,914 | 52,632 | 58,943 | 65,138 |
| DPS | 508 | 846 | 1,200 | 1,100 | 1,200 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | n/a | 5.8 | 6.2 | 7.6 | 7.5 |
| PBR | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/ EBITDA | 2.7 | 1.8 | 1.4 | 1.1 | 0.5 |
| 배당수익율 | 1.3 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 2.2 |
| PCR | 4.1 | 3.7 | 4.3 | 6.2 | 7.1 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 29.8 | 36.6 | 39.3 | 32.5 | 32.1 |
| EBITDA이익율 | 31.8 | 38.1 | 41.2 | 34.1 | 33.0 |
| 순이익율 | (35.8) | 33.1 | 38.4 | 29.6 | 28.4 |
| ROE | (16.8) | 18.6 | 18.7 | 12.9 | 11.8 |
| ROIC | 15.1 | 24.3 | 25.8 | 22.6 | 23.2 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (34.4) | (38.7) | (51.0) | (52.8) | (56.4) |
| 유동비율 | 278.3 | 922.5 | 1,561.0 | 1,300.3 | 1,437.8 |
| 이자보상배율 | 50.6 | 92.8 | 106.7 | 121.2 | 113.3 |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 13.0 | 10.5 | 10.2 | 9.9 | 9.6 |
| 재고자산회전율 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 매입채무회전율 | 6.5 | 6.3 | 23.6 | 17.7 | 14.4 |

자료: 유진투자증권

## Compliance Notice

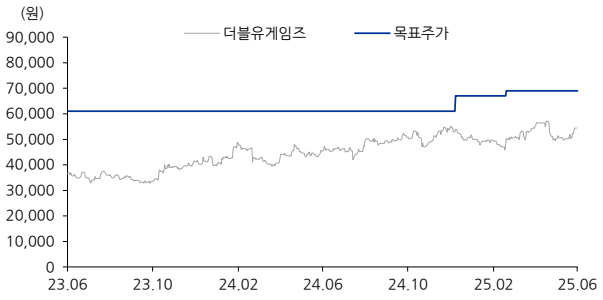
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
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: 12 개월 (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 | 96% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 4% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2025.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가대비 | 괴리율(%) 최고(최저)주가 대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2023-07-11 | Buy | 61,000 | 1년 | -16.5 | 6.9 |
| 2023-08-10 | Buy | 61,000 | 1년 | -15.5 | 6.9 |
| 2023-11-10 | Buy | 61,000 | 1년 | -11.9 | 6.9 |
| 2023-11-22 | Buy | 61,000 | 1년 | -11.5 | 6.9 |
| 2024-01-04 | Buy | 61,000 | 1년 | -10.2 | 6.9 |
| 2024-02-15 | Buy | 61,000 | 1년 | -23.0 | -9.5 |
| 2024-04-24 | Buy | 61,000 | 1년 | -21.4 | -9.5 |
| 2024-05-10 | Buy | 61,000 | 1년 | -21.0 | -9.5 |
| 2024-05-30 | Buy | 61,000 | 1년 | -20.5 | -9.5 |
| 2024-08-14 | Buy | 61,000 | 1년 | -17.4 | -9.5 |
| 2024-09-10 | Buy | 61,000 | 1년 | -16.7 | -9.5 |
| 2024-11-13 | Buy | 61,000 | 1년 | -15.5 | -9.5 |
| 2024-12-30 | Buy | 67,000 | 1년 | -26.2 | -21.6 |
| 2025-02-13 | Buy | 67,000 | 1년 | -27.8 | -25.7 |
| 2025-03-13 | Buy | 69,000 | 1년 | -24.2 | -17.2 |
| 2025-05-27 | Buy | 69,000 | 1년 | -25.5 | -21.2 |
| 2025-06-23 | Buy | 69,000 | 1년 | | |

더블유게임즈(192080.KS) 주가 및 목표주가 추이
**담당 애널리스트: 정의훈**