

더블유게임즈 (192080/KS)

씨앗 뿌리는 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 62,000 원(유지)

현재주가: 53,000 원

상승여력: 17.0%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,150 만주
시가총액	1,139 십억원
주요주주	
김기람(외6)	44.30%
국민연금공단	7.96%

Stock Data

주가(25/08/13)	53,000 원
KOSPI	3,224.37pt
52주 최고가	62,100 원
52주 최저가	45,200 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Review: 영업이익 543 억원으로 컨센서스 하회

매출액 1,719 억원(+5.4% YoY, +6.2% QoQ), 영업이익 543 억원(-19.0% YoY, -0.8% QoQ), 지배주주순이익 227 억원(-53.6% YoY, -33.6% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회했다. 소셜카지노 매출은 전분기대비 감소(더블다운카지노 -4.6%, 더블유카지노 +1.2%), 수퍼네이션 매출은 218 억원으로 전분기대비 +13.4% 성장했다. 금번 분기부터 팍시게임즈가 연결 편입(매출 120 억원)되었다. 수퍼네이션과 팍시게임즈 중심으로 마케팅비 투자가 집중되고 있다. 마케팅비는 319 억원(+34.2%)으로 머지 장르 유저층 확보, 수퍼네이션 추가 성장을 위한 마케팅비가 투입되고 있다. DTC 비중은 12.8%(+2.4%p QoQ)로 중장기 플랫폼 수수료 절감을 위한 노력도 이어졌다. 영업외에서는 환율 하락에 따른 외화평가손실이 반영되었다.

WHOW 인수로 소셜카지노 시너지 기대

7/14 WHOW games 의 인수가 완료되었고, 3 분기에는 관련 실적 일부가 반영된다. WHOW games 는 독일을 중심으로 한 유럽 소셜 카지노 회사로 월 매출은 약 50 억원 수준, 영업이익률은 20% 중후반대로 파악된다. 동사의 소셜 카지노 사업이 북미 지역에 집중되었는데, WHOW games 인수를 계기로 유럽 시장까지 확장하게 된다. 또한 플랫폼 수수료 절감, WHOW games 에 동사 슬롯 제공을 통한 시너지 효과도 기대된다.

성장과 환원의 밸런스

동사가 최근 인수한 수퍼네이션, 팍시게임즈 모두 마케팅비 투자 효과를 보이며 매출 고성장세가 나타나고 있다. 하반기에도 수퍼네이션은 추가 브랜드 및 모바일 앱 출시, 팍시게임즈는 신규 머지 게임 출시로 플레이타임을 늘리며 높은 매출 성장세를 보일 것으로 예상된다. 게임사 중 가장 적극적인 주주환원 정책을 펼치고 있다. 올해 배당, 자사주매입에 더해 4 분기 자사주 소각도 계획하고 있다. 또한 팍시게임즈, WHOW games 인수를 통해 그 동안 동사에게 부족했던 탑라인 성장을 보완했다. 현재의 마케팅비 투자가 이익으로 전환되는 시점에는 높은 이익 성장세가 나타날 것이다. 인수자회사 운영 전략을 팔로우하며 관심을 가질 필요가 있다.

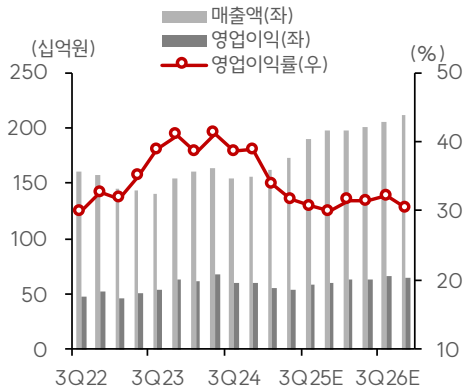
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	617	582	633	721	815	848
영업이익	십억원	184	213	249	226	255	268
순이익(지배주주)	십억원	-132	149	187	127	153	160
EPS	원	-6,090	6,935	8,708	5,913	7,105	7,440
PER	배	-6.6	5.8	6.2	9.0	7.5	7.1
PBR	배	1.1	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	3.5	3.3	3.0	3.3	2.4	1.8
ROE	%	-16.8	18.6	18.7	10.7	11.7	11.1

수익 추정 표											
(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	171.9	189.1	198.0	633.5	721.1	815.5
DDI	106.1	110.1	102.2	102.1	102.1	97.3	100.1	101.9	415.7	414.8	397.6
DUG	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.9	41.5	41.0	208.4	202.5	179.1
수퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	24.5	28.0	45.1	93.4	133.2
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.0	13.1	14.1	-	39.1	65.6
WHOW games	-	-	-	-	-	-	10.0	13.0	-	23.0	50.8
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	131.3	138.8	384.7	495.0	560.0
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	25.8	27.6	86.5	99.4	109.5
마케팅비	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	36.7	41.0	67.1	133.5	171.0
플랫폼 수수료	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	41.1	43.4	44.4	169.9	169.8	173.9
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.7	4.5	4.6	11.6	16.3	18.3
기타운영비	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	14.3	15.3	15.4	37.2	57.0	63.0
유무형상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	4.3	5.6	5.9	12.4	18.9	24.3
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	57.8	59.2	248.7	226.1	255.5
영업이익률	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	30.6%	29.9%	39.3%	31.4%	31.3%
순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	45.8	33.0	46.8	48.0	243.3	173.5	206.2
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	34.6	35.5	187.2	127.1	152.7
YoY growth rate											
매출액	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	22.8%	27.1%	8.8%	13.8%	13.1%
DDI	7.2%	11.3%	6.8%	-1.9%	-3.7%	-11.6%	-2.1%	-0.2%	5.8%	-4.5%	0.0%
DUG	-6.3%	-6.4%	-6.1%	-6.3%	-6.2%	-3.0%	0.7%	-0.2%	-6.3%	-2.3%	0.2%
수퍼네이션	-	-	-	125.9%	73.7%	100.8%	130.3%	122.9%	710.3%	107.3%	42.5%
팍시게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	67.5%
WHOW games	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	121.0%
영업비용	-0.4%	2.5%	10.6%	5.1%	8.5%	22.4%	38.8%	45.7%	4.3%	28.6%	13.1%
인건비	5.3%	22.7%	24.8%	4.7%	23.4%	2.6%	14.6%	20.2%	13.8%	15.0%	10.2%
마케팅비	-25.5%	-35.9%	-23.6%	5.8%	13.2%	101.2%	161.5%	153.7%	-22.5%	98.9%	28.1%
플랫폼 수수료	4.9%	7.4%	1.8%	-4.4%	-6.1%	-7.5%	6.3%	8.0%	2.4%	-0.1%	2.4%
로열티	25.7%	9.2%	33.1%	385.2%	10.7%	36.0%	68.4%	53.7%	51.1%	41.0%	12.1%
기타운영비	25.4%	51.2%	128.9%	31.1%	43.8%	75.4%	31.9%	69.2%	54.5%	53.2%	10.5%
유무형상각비	71.2%	61.5%	54.7%	3.2%	-6.5%	36.9%	88.1%	95.2%	42.6%	51.9%	28.7%
영업이익	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-19.0%	-2.7%	-2.1%	16.6%	-9.1%	13.0%
영업이익률	6.7%	6.2%	-0.2%	-2.1%	-4.6%	-9.5%	-8.0%	-8.9%	9.8%	0.9%	1.5%
순이익	21.3%	44.5%	-20.4%	66.9%	-24.2%	-48.6%	14.5%	-38.4%	26.6%	-28.7%	18.9%

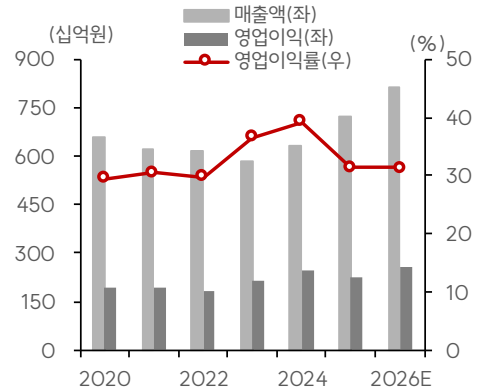
자료: 더블유게임즈, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



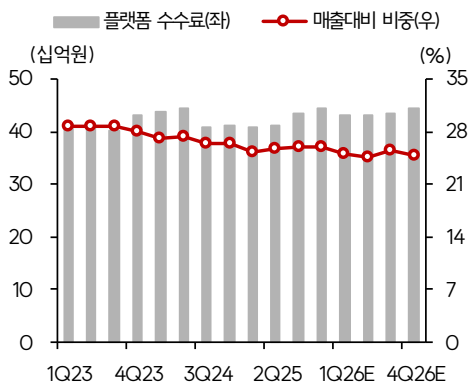
자료: 더블유게임즈, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



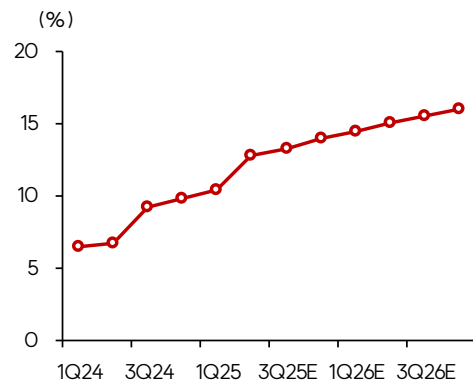
자료: 더블유게임즈, SK 증권

플랫폼 수수료 절감



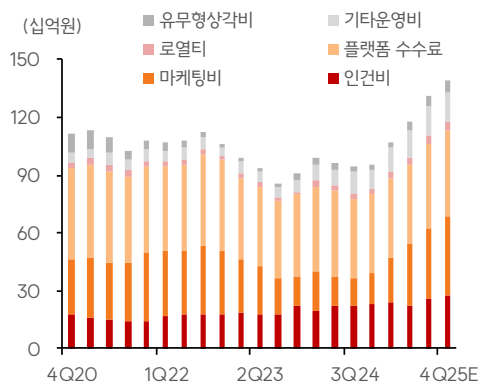
자료: 더블유게임즈, SK 증권

2Q25DTC 비중 12.8%



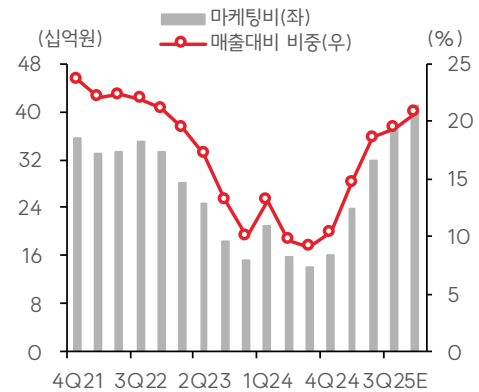
자료: 더블유게임즈, SK 증권

영업비용 항목별 추이



자료: 더블유게임즈, SK 증권

마케팅비 투자 지속



자료: 더블유게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	893	1,011	1,208	1,409
현금및현금성자산	298	546	560	728	916
매출채권 및 기타채권	59	66	84	89	92
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	705	753	832	828	823
장기금융자산	9	7	9	10	10
유형자산	2	3	1	0	0
무형자산	636	717	796	792	787
자산총계	1,289	1,646	1,843	2,036	2,233
유동부채	63	57	75	79	81
단기금융부채	29	7	9	10	10
매입채무 및 기타채무	2	3	36	39	40
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	33	57	58	59
장기금융부채	21	18	17	17	17
장기매입채무 및 기타채무	2	5	1	1	1
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	92	90	133	137	139
지배주주지분	872	1,131	1,239	1,374	1,513
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	97	97	97
기타자본구성요소	-62	-62	-55	-55	-55
자기주식	-64	-64	-57	-57	-57
이익잉여금	531	702	1,005	1,140	1,279
비지배주주지분	325	425	471	524	580
자본총계	1,197	1,556	1,710	1,898	2,094
부채외자본총계	1,289	1,646	1,843	2,036	2,233

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	96	275	154	210	220
당기순이익(손실)	193	243	174	206	216
비현금성항목등	43	29	39	38	34
유형자산감가상각비	8	8	4	1	0
무형자산상각비	1	4	4	4	4
기타	35	16	30	33	30
운전자본감소(증가)	-149	10	-42	-2	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	1	-15	-6	-3
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-123	1	-25	2	1
기타	-2	-37	-65	-101	-100
법인세납부	-10	-30	-48	-67	-70
투자활동현금흐름	-46	-33	-138	-24	-11
금융자산의감소(증가)	-9	-38	-88	-23	-11
유형자산의감소(증가)	-1	-2	-0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-1	-84	0	0
기타	-36	7	34	-0	-0
재무활동현금흐름	-53	-43	0	-17	-21
단기금융부채의증가(감소)	0	0	2	1	0
장기금융부채의증가(감소)	-38	-26	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	-0	-200	0	0
배당금지급	-10	-17	0	-18	-21
기타	-5	-0	200	0	0
현금의 증가(감소)	-4	247	14	168	188
기초현금	303	298	546	560	728
기말현금	298	546	560	728	916
FCF	95	273	154	210	220

자료 : 더블유게임즈, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582	633	721	815	848
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	721	815	848
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	385	495	560	580
영업이익	213	249	226	255	268
영업이익률(%)	36.6	39.3	31.4	31.3	31.6
비영업손익	31	66	5	18	19
순금융손익	22	26	29	34	41
외환관련손익	6	23	-0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	244	315	231	273	286
세전계속사업이익률(%)	42.0	49.7	32.1	33.5	33.8
계속사업법인세	51	71	58	67	70
계속사업이익	193	243	174	206	216
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	174	206	216
순이익률(%)	33.1	38.4	24.1	25.3	25.5
지배주주	149	187	127	153	160
지배주주귀속 순이익률(%)	25.6	29.5	17.6	18.7	18.9
비지배주주	44	56	46	53	56
총포괄이익	205	377	171	206	216
지배주주	157	277	128	154	161
비지배주주	48	100	43	52	54
EBITDA	222	261	235	260	272

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-5.7	8.8	13.8	13.1	4.0
영업이익	16.0	16.6	-9.1	13.0	4.8
세전계속사업이익	흑전	28.8	-26.6	18.3	4.7
EBITDA	13.1	17.6	-10.1	10.9	4.5
EPS	흑전	25.6	-32.1	20.1	4.7
수익성 (%)					
ROA	15.3	16.6	9.9	10.6	10.1
ROE	18.6	18.7	10.7	11.7	11.1
EBITDA마진	38.1	41.2	32.6	31.9	32.1
안정성 (%)					
유동비율	922.5	1,561.0	1,345.9	1,533.2	1,750.1
부채비율	7.7	5.8	7.7	7.2	6.6
순차입금/자기자본	-38.7	-51.0	-50.7	-55.7	-60.0
EBITDA/이자비용(배)	96.6	112.0	98.9	100.0	103.0
배당성향	11.1	12.7	14.0	13.6	14.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,935	8,708	5,913	7,105	7,440
BPS	43,526	55,622	60,328	66,602	73,073
CFPS	7,339	9,285	6,319	7,336	7,647
주당 현금배당금	846	1,200	900	1,050	1,175
Valuation지표 (배)					
PER	5.8	6.2	9.0	7.5	7.1
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	5.5	5.8	8.4	7.2	6.9
EV/EBITDA	3.3	3.0	3.3	2.4	1.8
배당수익률	2.1	2.2	1.7	1.9	2.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.16	매수	62,000원	6개월		
2024.02.15	매수	53,000원	6개월	-16.38%	-8.02%
2023.11.30	매수	53,351원	6개월	-22.99%	-18.73%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 14일 기준)

매수	94.23%	중립	5.77%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------