2025-11-12

EARNINGS REVIEW

더블유게임즈 (192080/KS)

탑라인 성장 회복 중

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 탑라인 성장성 회복 중
Key: DTC 비중 17.6%로 빠르게 상승 중, 중장기 수수료 절감 기대
Step: 내년 인수 회사들의 이익 기여 기대 가능할 것

매수(유지)

목표주가: 62,000 원(유지)
현재주가: 51,400 원
상승여력: 20.6%

STOCK DATA

주가(25/11/11)	51,400 원
KOSPI	4,106.39 pt
52 주 최고가	62,100 원
60 일 평균 거래대금	2 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,150 만주
시가총액	1,105 십억원
주요주주	
김가람(외 6)	44.30%
국민연금공단	7.96%
외국인 지분율	18.21%

주가 및 상대수익률

3Q25 Review

매출액 1,862 억원(+20.8% YoY, +8.3% QoQ), 영업이익 592 억원(-0.5% YoY, +8.9% QoQ), 지배주주순이익 461 억원(+54.2% YoY, +103.0% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 589 억원에 부합하는 실적을 기록했다. 전분기대비 소셜카지노 +9.4%, 아이게이밍 +3.3%, 캐주얼 +4.0% 성장해 전 부문 고루 성장했다. 영업비용은 +8.0% QoQ 증가했는데, 와우게임즈 연결 편입 영향으로 인건비, 로열티, 상각비(PPA 10 억원 후반대 반영)가 증가했다. 영업외에서는 환평가이익이 반영되었다.

빠르게 확대 중인 DTC 비중

3 분기 DTC 비중은 17.6%(+9.4%p YoY)로 유럽 지역 비중이 높은 와우게임즈 연결 효과가 반영되며 상승했다. 최근 미국과 유럽을 중심으로 제 3 자 결제 허용 분위기가 확산되고 있고, 동사는 작년부터 웹 결제를 위한 UI/UX 최적화 작업을 준비해 작년 말부터 본격적으로 적용 중이다. 특히 소셜카지노의 경우 장르 특성상 웹 플레이가 상대적으로 쉬운 게임이기 때문에 웹으로의 결제 전환이 용이하다. 향후 DTC 비중을 30% 수준까지 확대할 목표, 이에 따른 중장기 플랫폼 수수료 절감도 기대된다.

인수회사와의 시너지 나는 중

동사는 올해 두 건의 인수를 완료해 그 동안 부족했던 탑라인 성장성을 빠르게 회복하고 있다. 소셜카지노는 와우게임즈 인수를 통해 지역 확장, 더블유카지노 자체 슬랏을 와우게임즈에도 탑재해 로열티 절감을 꾀하고 있다. 캐주얼 게임도 머지 중심으로 전 브랜드 고루 성장 중, 4 분기에는 신규 브랜드 출시를 통해 추가 성장 동력 확보에 나선다. 내년부터는 마케팅비 조절을 통해 인수회사들의 이익 기여도 기대해 볼 만 하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25 년 3 분기					25 년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	186	189	-1.6	187	-0.5	715	721	-0.8	718	-0.4
영업이익(십억원)	59	58	1.7	59	0.0	230	226	1.8	229	0.4
지배주주순이익(십억원)	46	35	31.4	37	24.3	140	127	10.2	138	1.4
영업이익률(%)	31.7	30.7	1.0%p	31.6	0.1%p	32.2	31.3	0.9%p	31.9	0.3%p
지배주주순이익률(%)	24.7	18.5	6.2%p	19.8	4.9%p	19.6	17.6	2.0%p	19.2	0.4%p

자료: SK 증권

더블유게임즈 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**160.5**	**163.1**	**154.1**	**155.8**	**162.0**	**171.9**	**186.2**	**195.0**	**633.5**	**715.1**	**789.7**
DDI	106.1	110.1	102.2	102.1	102.1	97.3	97.5	101.6	415.7	414.8	397.6
DUG	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.9	40.8	41.0	208.4	202.5	179.1
수퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	22.5	25.5	45.1	88.9	117.4
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.0	12.4	13.5	-	37.9	62.4
WHOW games	-	-	-	-	-	-	12.8	13.5	-	26.4	53.0
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	127.0	133.3	384.7	485.1	544.2
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	23.5	24.6	86.5	94.2	106.1
마케팅비	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	33.4	36.4	67.1	125.6	155.4
플랫폼 수수료	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	41.1	42.5	43.6	169.9	168.2	168.8
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.7	6.8	7.0	11.6	21.0	27.1
기타운영비	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	14.3	14.6	15.1	37.2	56.1	60.8
유무형상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	4.3	6.2	6.5	12.4	20.0	26.2
영업이익	**61.7**	**67.1**	**59.5**	**60.5**	**54.8**	**54.3**	**59.2**	**61.8**	**248.7**	**230.0**	**245.5**
영업이익률	*38.4%*	*41.1%*	*38.6%*	*38.8%*	*33.8%*	*31.6%*	*31.8%*	*31.7%*	*39.3%*	*32.2%*	*31.1%*
순이익	**60.4**	**64.2**	**40.9**	**77.9**	**45.8**	**33.0**	**56.4**	**48.1**	**243.3**	**183.3**	**191.3**
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	46.1	36.6	187.2	139.7	145.4
YoY growth rate											
매출액	*10.4%*	*13.3%*	*10.3%*	*1.5%*	*0.9%*	*5.4%*	*20.8%*	*25.2%*	*8.8%*	*12.9%*	*10.4%*
DDI	*7.2%*	*11.3%*	*6.8%*	*-1.9%*	*-3.7%*	*-11.6%*	*-4.6%*	*-0.6%*	*5.8%*	*-5.2%*	*-0.5%*
DUG	*-6.3%*	*-6.4%*	*-6.1%*	*-6.3%*	*-6.2%*	*-3.0%*	*-0.9%*	*-0.2%*	*-6.3%*	*-2.6%*	*-1.8%*
수퍼네이션	-	-	-	*125.9%*	*73.7%*	*100.8%*	*111.8%*	*102.6%*	*710.3%*	*97.2%*	*32.0%*
팍시게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*64.9%*
WHOW games	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*100.7%*
영업비용	*-0.4%*	*2.5%*	*10.6%*	*5.1%*	*8.5%*	*22.4%*	*34.3%*	*39.8%*	*4.3%*	*26.1%*	*12.2%*
인건비	*5.3%*	*22.7%*	*24.8%*	*4.7%*	*23.4%*	*2.6%*	*4.6%*	*7.3%*	*13.8%*	*9.0%*	*12.6%*
마케팅비	*-25.5%*	*-35.9%*	*-23.6%*	*5.8%*	*13.2%*	*101.2%*	*138.0%*	*125.4%*	*-22.5%*	*87.2%*	*23.7%*
플랫폼 수수료	*4.9%*	*7.4%*	*1.8%*	*-4.4%*	*-6.1%*	*-7.5%*	*4.2%*	*6.1%*	*2.4%*	*-1.0%*	*0.4%*
로열티	*25.7%*	*9.2%*	*33.1%*	*385.2%*	*10.7%*	*36.0%*	*153.4%*	*134.6%*	*51.1%*	*81.4%*	*28.6%*
기타운영비	*25.4%*	*51.2%*	*128.9%*	*31.1%*	*43.8%*	*75.4%*	*26.0%*	*66.6%*	*54.5%*	*50.7%*	*8.3%*
유무형상각비	*71.2%*	*61.5%*	*54.7%*	*3.2%*	*-6.5%*	*36.9%*	*106.5%*	*114.3%*	*42.6%*	*61.0%*	*31.1%*
영업이익	*33.9%*	*33.4%*	*9.9%*	*-3.7%*	*-11.2%*	*-19.0%*	*-0.5%*	*2.1%*	*16.6%*	*-7.5%*	*6.7%*
영업이익률	*6.7%*	*6.2%*	*-0.2%*	*-2.1%*	*-4.6%*	*-9.5%*	*-6.8%*	*-7.2%*	*9.8%*	*1.7%*	*1.3%*
순이익	21.3%	44.5%	-20.4%	66.9%	-24.2%	-48.6%	38.1%	-38.2%	26.6%	-24.7%	4.4%

자료: 더블유게임즈, SK 증권

분기 실적 변동 표 (단위: 십억원)

	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	189.1	198.0	198.0	201.2	186.2	195.0	194.3	197.0	-1.6%	-1.5%	-1.8%	-2.1%
영업이익	57.8	59.2	62.3	63.1	59.2	61.8	61.5	61.3	2.3%	4.3%	-1.2%	-2.7%
지배주주순이익	34.6	35.5	37.2	37.7	46.1	36.6	36.4	36.3	33.2%	3.0%	-2.1%	-3.7%

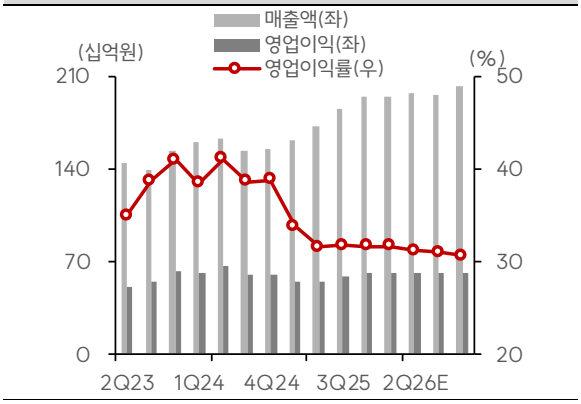
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표 (단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	721.1	815.5	847.8	715.1	789.7	811.3	-0.8%	-3.2%	-4.3%
영업이익	226.1	255.5	267.7	230.0	245.5	248.6	1.7%	-3.9%	-7.1%
지배주주순이익	127.1	152.7	159.9	139.7	145.4	147.2	9.9%	-4.8%	-8.0%

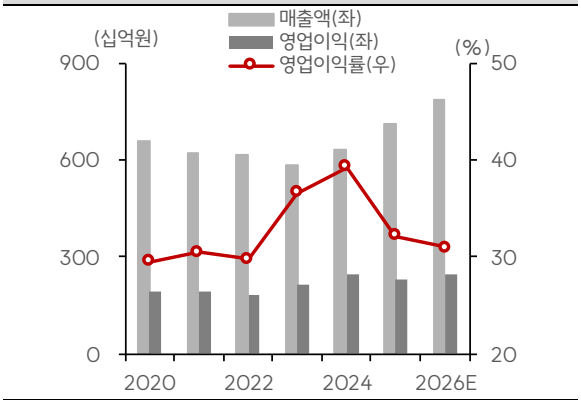
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



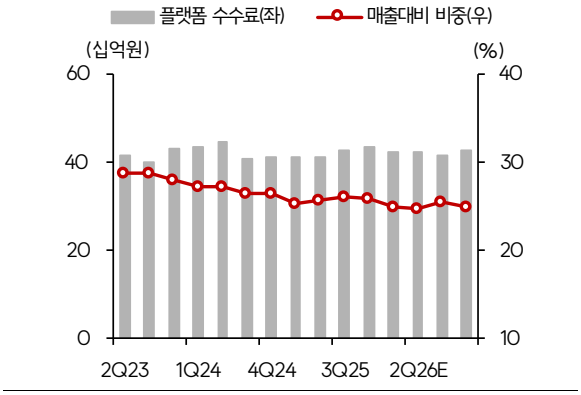
자료: 더블유게임즈, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



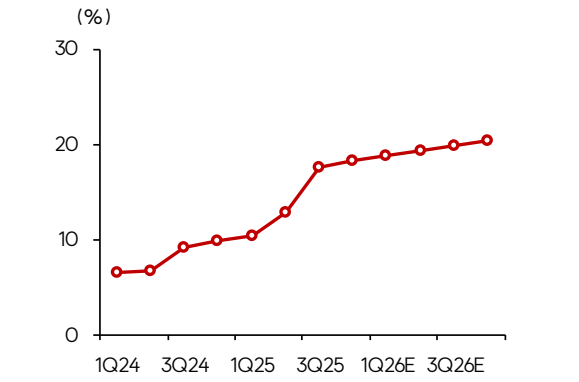
자료: 더블유게임즈, SK 증권

플랫폼 수수료



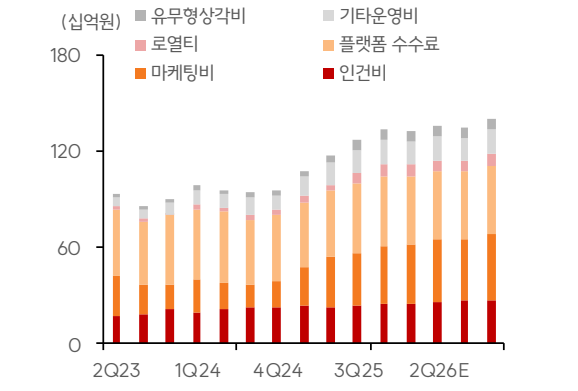
자료: 더블유게임즈, SK 증권

3Q25 DTC 비중 17.6%



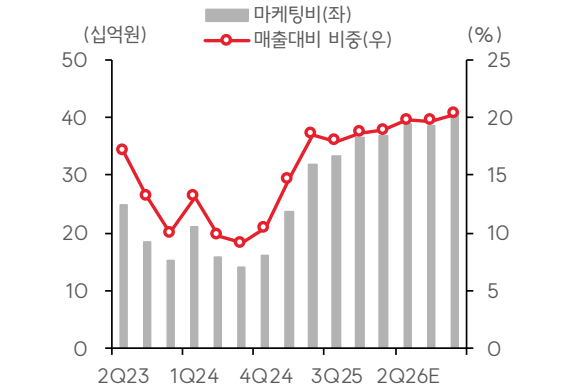
자료: 더블유게임즈, SK 증권

영업비용 항목별 추이



자료: 더블유게임즈, SK 증권

마케팅비 집행 조절 중



자료: 더블유게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	893	957	1,138	1,319
현금및현금성자산	298	546	514	679	851
매출채권 및 기타채권	59	66	83	86	87
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	705	753	801	796	792
장기금융자산	9	7	9	10	10
유형자산	2	3	1	0	0
무형자산	636	717	766	761	757
자산총계	1,289	1,646	1,758	1,934	2,111
유동부채	63	57	73	75	76
단기금융부채	29	7	9	9	10
매입채무 및 기타채무	2	3	36	37	38
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	33	65	66	66
장기금융부채	21	18	53	53	53
장기매입채무 및 기타채무	2	5	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	92	90	138	141	142
지배주주지분	872	1,131	1,181	1,309	1,438
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	1,018	1,146	1,274
비지배주주지분	325	425	438	484	531
자본총계	1,197	1,556	1,620	1,793	1,969
부채와자본총계	1,289	1,646	1,758	1,934	2,111

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582	633	715	790	811
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	715	790	811
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	385	485	544	563
영업이익	213	249	230	245	249
영업이익률(%)	36.6	39.3	32.2	31.1	30.6
비영업손익	31	66	9	-2	-2
순금융손익	22	26	28	33	39
외환관련손익	6	23	-12	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	244	315	239	244	247
세전계속사업이익률(%)	42.0	49.7	33.4	30.9	30.4
계속사업법인세	51	71	55	53	53
계속사업이익	193	243	183	191	194
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	183	191	194
순이익률(%)	33.1	38.4	25.6	24.2	23.9
지배주주	149	187	140	145	147
지배주주귀속 순이익률(%)	25.6	29.5	19.5	18.4	18.1
비지배주주	44	56	44	46	46
총포괄이익	205	377	80	191	194
지배주주	157	277	59	136	138
비지배주주	48	100	22	55	56
EBITDA	222	261	240	251	253

현금흐름표

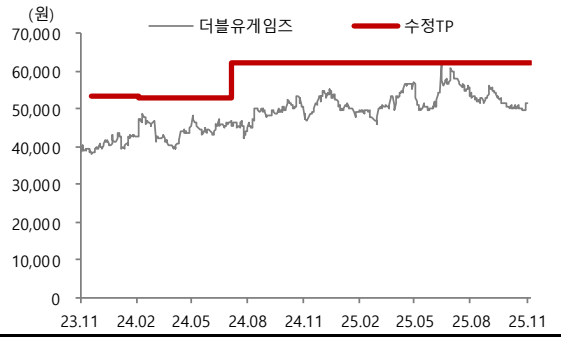
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	96	275	174	196	198
당기순이익(손실)	193	243	183	191	194
비현금성항목등	43	29	54	25	19
유형자산감가상각비	8	8	6	1	0
무형자산상각비	1	4	5	5	5
기타	35	16	43	20	14
운전자본감소(증가)	-149	10	-31	-1	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	1	-13	-3	-2
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-123	1	-2	1	1
기타	-2	-37	-94	-73	-67
법인세납부	-10	-30	-62	-53	-53
투자활동현금흐름	-46	-33	-137	-13	-7
금융자산의감소(증가)	-9	-38	-88	-13	-7
유형자산의감소(증가)	-1	-2	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-1	-53	0	0
기타	-36	7	4	-0	-0
재무활동현금흐름	-53	-43	-25	-17	-18
단기금융부채의증가(감소)	0	0	2	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-38	-26	-3	0	0
자본의증가(감소)	0	-0	-200	0	0
배당금지급	-10	-17	-24	-17	-18
기타	-5	-0	200	0	0
현금의 증가(감소)	-4	247	-32	165	172
기초현금	303	298	546	514	679
기말현금	298	546	514	679	851
FCF	95	273	175	196	198

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-5.7	8.8	12.9	10.4	2.7
영업이익	16.0	16.6	-7.5	6.7	1.3
세전계속사업이익	흑전	28.8	-24.2	2.1	1.3
EBITDA	13.1	17.6	-7.9	4.3	1.0
EPS	흑전	25.6	-25.4	4.1	1.3
수익성 (%)					
ROA	15.3	16.6	10.8	10.4	9.6
ROE	18.6	18.7	12.1	11.7	10.7
EBITDA마진	38.1	41.2	33.6	31.8	31.2
안정성 (%)					
유동비율	922.5	1,561.0	1,310.0	1,515.3	1,729.7
부채비율	7.7	5.8	8.5	7.9	7.2
순차입금/자기자본	-38.7	-51.0	-48.6	-53.8	-58.1
EBITDA/이자비용(배)	96.6	112.0	123.4	115.9	116.4
배당성향	11.1	12.7	12.5	12.7	12.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,935	8,708	6,498	6,763	6,848
BPS	43,526	55,622	57,628	63,579	69,570
CFPS	7,339	9,285	6,984	7,011	7,064
주당 현금배당금	846	1,200	900	950	970
Valuation지표 (배)					
PER	5.8	6.2	7.9	7.6	7.5
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	5.5	5.8	7.3	7.3	7.3
EV/EBITDA	3.3	3.0	3.1	2.5	1.9
배당수익률	2.1	2.2	1.8	1.9	1.9

자료 : 더블유게임즈, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 12 일 기준)	매수	92.64%	중립	7.36%	매도	0.00%