Initiation Report

더블유게임즈 (192080)

현금이 가치를 증명할 때

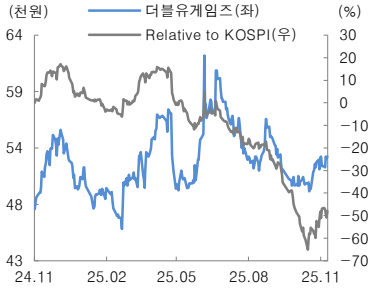
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수 신규
6개월 목표주가	70,000 신규
현재주가 (25.11.28)	52,700
	디지털컨텐츠업종

KOSPI	3926.59
시가총액	1,133십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	62,100원 / 45,950원
120일 평균거래대금	33억원
외국인지분율	18.13%
주요주주	김가람 외 6 인 44.30% 국민연금공단 7.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	0.0	4.2	5.6
상대수익률	6.0	-18.6	-29.2	-32.6



- 더블유게임즈, 투자의견 매수, 목표주가 7만원으로 커버리지 개시
- DTC 확대, M&A 성과 기반, 26E 매출 15%, OP 22% 성장 전망
- 현 주가 저평가 상황. '26 실적/주주환원 반영 시 밸류 정상화 가능, 매수 추천

투자의견 매수, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

12MF EPS 8,699원에 Target PER 8배 적용. 2025년 실적 부진 요인이었던 자회사들의 매출 기반이 현재는 충분히 확대되면서, 2026년에는 외형 성장과 함께 이익 기여 가능할 것으로 판단. Target PER은 더블유게임즈가 2017~2018년 더블다운인터액티브 인수에 따른 실적 성장을 경험하던 시기의 PER 8~12배의 하단

풍부한 현금 기반, 2026년 M&A 성과, 주주환원 강화 모두 기대 가능

더블유게임즈 2026년 연결 매출 8,161억원(YoY 14.7%), 영업이익 2,757억원(YoY 21.9%)으로 추정. 2025년 부진했던 수익성, 2026년 반등 전망

1) 실적이 바로 붙는 M&A

동사는 2023년부터 M&A 적극 진행. 2025년 인수한 회사들의 매출 성장 목표에 따라 수익성 다소 부진. 2026년에는 자회사들의 매출 성장 기반, 흑자 전환 예상하며, 전사 이익 기여 가능 판단. 2025년 편입된 팍시게임즈와 와우게임즈는 3Q25 기준 전사 매출 대비 약 15% 비중 차지. 2026년에도 매출 성장 기여 전망. 동사는 7,500억원의 순현금을 바탕으로 2026년 추가 M&A 예정

2) 지속되는 주주 환원

동사는 자사주를 적극적으로 매입하고 있어 2025년 말 기준 자사주 비중 약 10% 예상. 향후 자사주 소각 의무화가 포함된 상법 개정안 통과 시 보유 자사주의 소각 전환 가능성이 열리며, 동사의 주주환원 정책 강화될 것으로 기대. 배당 규모 또한 매년 확대 중. 2025년 결산 배당부터는 감액배당 가능

3) DTC 매출 비중 지속 상승 → 수수료 인하 효과

앱마켓의 외부 결제 허용 확대 추세. 소셜카지노는 앱마켓의 매출 순위 노출이 갖는 마케팅 효과가 낮은 장르. 적극적인 DTC 확대 전략을 통해 수수료 인하 및 수익성 개선 효과가 클 수 있음. 더블유게임즈는 DTC 비중(3Q25 17.6%) 빠르게 증가 중. 당사는 2026년 말 DTC 비중 28% 추정. OPM 개선 효과는 약 3%p 수준

2026년 실적 개선이 예상됨에도 현 주가는 12MF PER 6배로, DDI 인수효과가 반영되던 시기 PER 하단(8배)에도 못 미치는 저평가 상황으로 판단. 구조적 성장과 강화될 주주환원 반영 시, 2026년 밸류 정상화 여지 크다고 판단하며, 매수 추천

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	582	633	711	816	862
영업이익	213	249	226	276	292
세전순이익	244	315	252	306	323
총당기순이익	193	243	194	240	253
지배지분순이익	149	187	147	181	191
EPS	6,915	8,708	6,843	8,410	8,867
PER	5.8	6.2	7.6	6.1	5.8
BPS	40,431	52,632	58,454	65,872	73,746
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	18.6	18.7	12.3	13.5	12.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

I. 투자의견 매수, TP 7만원으로 커버리지 개시

국내 게임 시장 모멘텀 공백 속 안정적 성장과 주주환원 기대 가능한 종목

투자의견 매수, 목표주가 7만원으로 더블유게임즈 커버리지를 개시한다. 목표주가는 연결 기준 12MF 지배주주지분 순이익 1,870억원에 Target PER 8배를 적용하여 산출했다. Targer PER 8배는 더블유게임즈가 2017년 더블다운인터액비트 인수에 따른 실적 성장을 경험하던 시기 PER 8~12배의 하단 수준이다.

참고로 더블유게임즈와 같이 소셜카지노 및 캐주얼 장르를 주력으로 하는 글로벌 게임사는 Playtica, Pixel United, Sciplay 등이 있으며, 이 중 Playtica만이 현재 유일한 상장사다. 이스라엘에 본사를 둔 Playtica는 나스닥 시장에 상장되어 있으며, 12MF PER은 약 8배에 거래되고 있다. Playtica의 2025년, 2026년 매출 성장률이 각각 7%, 3%에 불과하고, 영업이익률 또한 10%대 중반으로 낮음에도 불구하고, 더블유게임즈 대비 더 높은 밸류에이션을 받고 있어, 더블유게임즈가 글로벌 동종대비 저평가되어 있다고 판단한다.

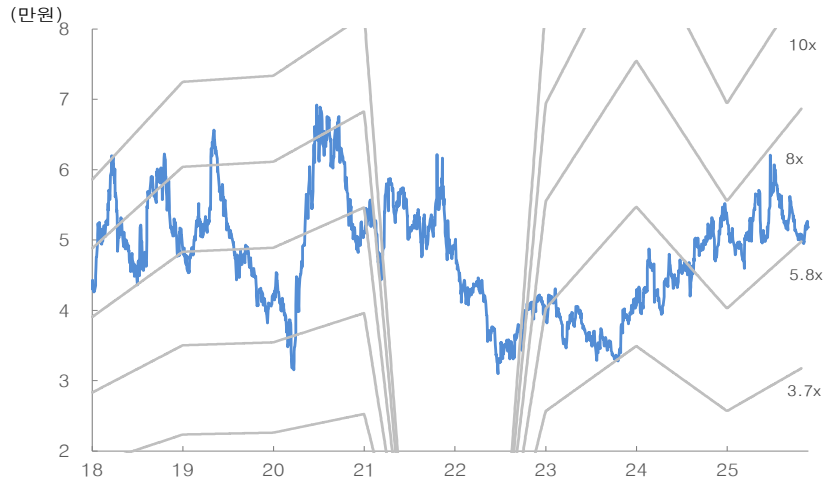
2026년 상반기는 국내 대형 게임사들의 핵심 라인업 공백이 이어지며 전반적으로 신작 모멘텀이 제한적일 전망이다. 일부 기업이 신작을 준비하고 있다 하더라도, 현재 주가의 밸류에이션 부담이 높아 적극적인 비중 확대는 다소 어려운 시점으로 판단한다. 대작 출시 일정이 2026년 하반기 이후로 밀려 있는 가운데, 기존작 매출 역시 안정화 구간에 진입하면서 업종 전반의 이익 개선 속도는 제한적일 가능성이 높다. 이러한 환경에서 더블유게임즈는 M&A 성과 반영과 모바일 게임의 수수료 인하에 따른 수익성 개선 요인이 본격화되며 2026년 실적 체력이 한 단계 상승할 수 있을 것으로 기대된다. 여기에 배당, 자사주 매입 등 주주환원 정책 강화가 더해지며 주주가치 제고 또한 가시화될 것으로 기대되는 만큼, 보수적 업황에서도 안정적인 성장과 확실한 주주환원을 동시에 기대할 수 있는 종목으로 추천한다.

표 1. 더블유게임즈 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	187.0	
Target PER(x)	8.0x	DDI 인수 시기의 12MF PER 밴드 하단 적용
목표 시총(십억원)	1,496.0	
주식 수(천주)	21,495.9	
적정 주가(원)	69,595	
목표 주가(원)	**70,000**	반올림 적용
현재 주가(원)	52,700	
상승 여력	32.8%	

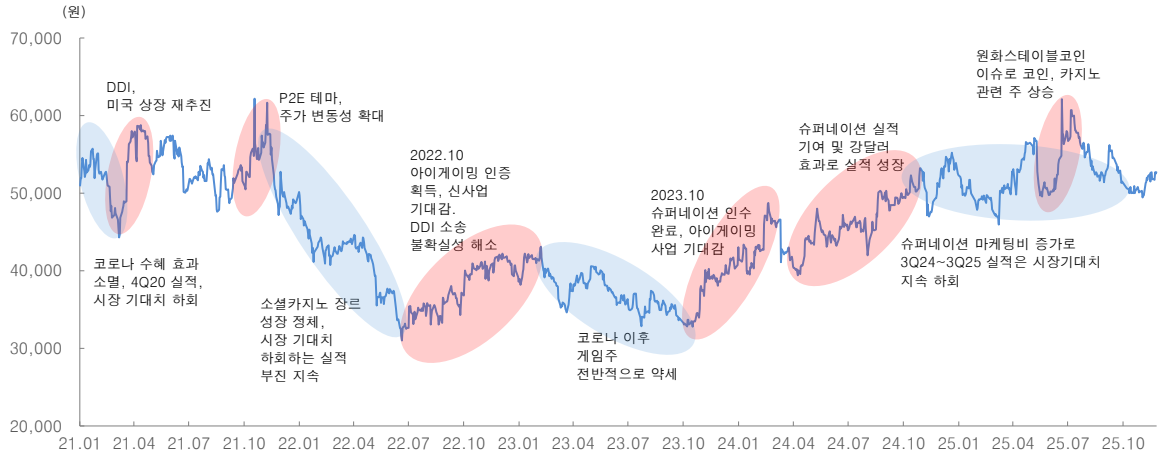
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 더블유게임즈 12MF PER 밴드 차트



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 더블유게임즈 과거 주가 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

II. 더블유게임즈 기업 개요

국내 대표 소셜카지노 게임 기업

2012년 페이스북 기반 소셜카지노 게임 개발사로 설립된 동사의 전신 ㈜어퓨굿소프트는 2013년 현재의 ㈜더블유게임즈로 사명 변경 후, 구글, 애플 등의 모바일 앱을 출시하며 동사의 게임 서비스 확장하였으며, 2015년 코스닥에 신규 상장하였다. 이후 2017년 (주)더블다운인터액티브를 인수, 2019년 코스피로 이전 상장하였고, 자회사 ㈜더블다운인터액티브는 2021년 나스닥에 상장하였다.

회사 설립 시부터 2020년 초까지 소셜카지노 장르에 집중하던 더블유게임즈는 장르 및 글로벌 지역 확장을 위해 2023년부터 적극적인 M&A를 통하여 신규 성장 동력을 확보하며, 글로벌 경쟁력을 강화하고 있다. 2023년 아이게이밍 장르 진출을 위한 스웨덴의 아이게이밍 업체 슈퍼네이션(SuprNation AB)를 인수하였고, 2025년 튀르키예 캐주얼 게임사 팍시게임즈(Paxie Games)와 독일 소셜카지노 게임사 와우게임즈(Whow Games)를 인수하였다.

표 1. 더블유게임즈 주요 연혁

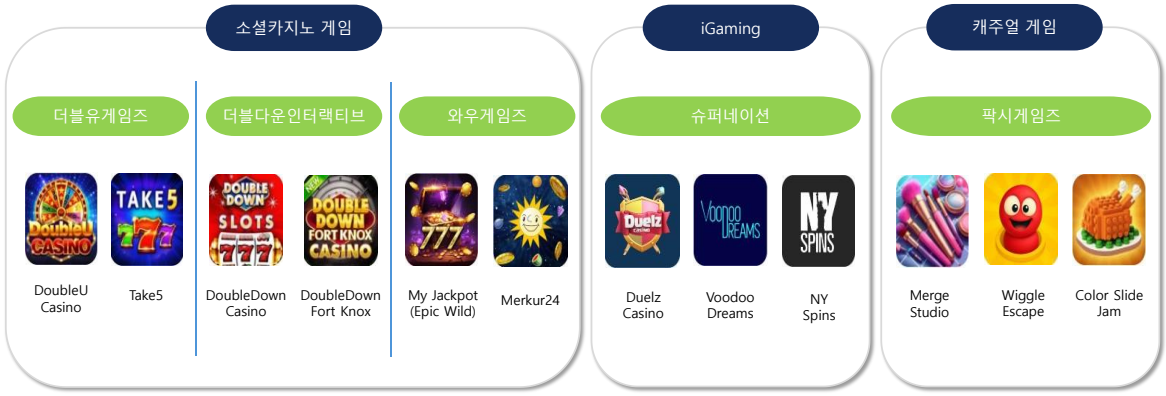
시기	내용
2012.04	회사 설립: ㈜어퓨굿소프트
2012.05	더블유카지노 페이스북 출시
2013.08	사명 변경: ㈜어퓨굿소프트 → ㈜더블유게임즈
2013.09	더블유카지노 iOS 모바일 앱 출시
2014.02	더블유카지노 Android 모바일 앱 출시
2014.06	더블유빙고 페이스북 글로벌 서비스 개시
2015.11	더블유게임즈, 코스닥 시장 상장
2015.11	테이크5 페이스북 출시
2016.08	자회사 설립: ㈜디드래곤게임즈 [現 ㈜더블에이트게임즈]
2017.06	DoubleDown Interactive LLC 인수
2019.03	더블유게임즈, 코스닥 상장 폐지 및 유가증권시장 상장
2020.02	㈜더블에이트게임즈 지분 전량 양도
2020.06	㈜더블다운인터액티브, ADR 발행 및 미국 NASDAQ 상장 추진 결정
2021.06	언데드월드 Android, iOS 모바일 앱 출시
2021.08	㈜더블다운인터액티브, 미국 나스닥 ADR 상장 완료 및 거래 개시
2023.10	㈜더블다운인터액티브, SuprNation AB 인수
2025.03	Paxie Games Oyun ve Yazilim A.S. 인수
2025.07	㈜더블다운인터액티브, WHOW Games GmbH 인수

자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 더블유게임즈 주요 종속기업 현황

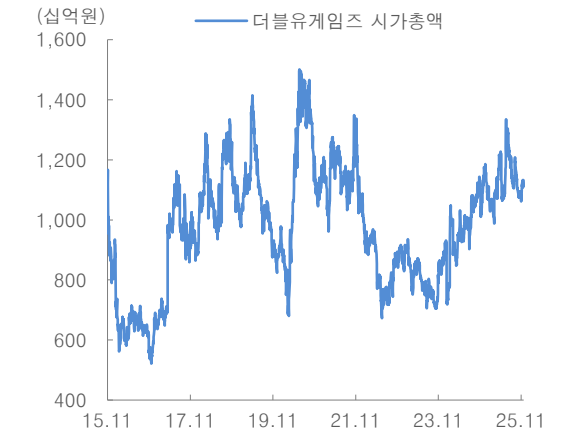
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 더블유게임즈 장르별 주요 게임



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 5. 더블유게임즈 상장 이후 시가 총액 추이



자료: 더블유게임즈, Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 6. 외인 지분율 추이

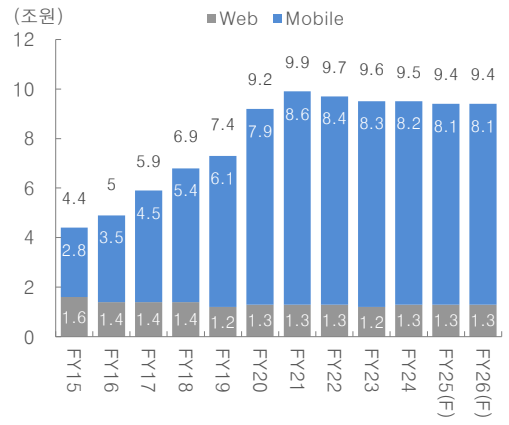
자료: 더블유게임즈, Quantiwise, 대신증권 Research Center

주요 게임 1. 소셜카지노

소셜카지노는 더블유게임즈 전사 매출의 약 80%를 차지하는 핵심 장르로, 동사는 '더블유카지노', '더블다운카지노' 등을 서비스 중이며, 2025년 7월에는 독일 소재 소셜카지노 개발사 와우게임즈를 인수하여 포트폴리오를 확대하였다. 글로벌 소셜카지노 시장 규모는 2024년 기준 약 9.5조원으로 추정되며, 지역별로는 북미(40% 이상)가 가장 큰 비중을 차지하고 이후 유럽, 아시아 순으로 시장 규모가 형성되어 있다. 소셜카지노 시장은 상위 5개 업체가 약 60%를 점유하는 과점 구조로, 더블유게임즈는 Playtica, Pixel United, Sciplay, Netmatble 등과 함께 글로벌 Top5 사업자다.

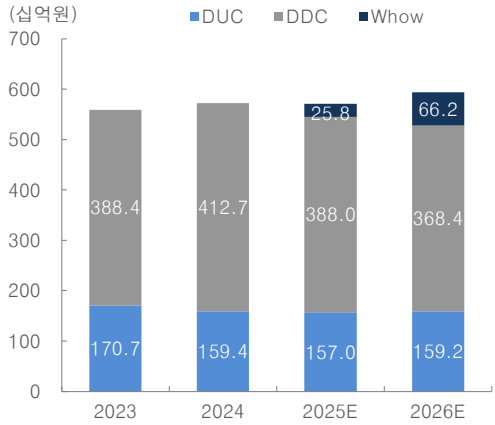
미국이 가장 큰 시장인 만큼, '더블유카지노'와 '더블다운카지노'의 미국 발생 비중은 약 80%에 달하며, 특히 '더블다운카지노'는 미국 소셜카지노 시장 내 Top3 타이틀로 자리하고 있다. 두 게임 모두 출시 후 10년 이상이 지났음에도 꾸준한 매출을 유지하고 있으나, 이는 동시에 글로벌 소셜카지노 시장의 성장 정체를 시사하는 측면도 있다. 이에 동사는 북미 중심의 매출 구조를 다변화하기 위해 지역 확장 전략을 추진 중이며, 최근 인수한 와우게임즈는 독일 매출 비중이 약 75%에 달해 유럽 지역에서의 매출 확대에 기여할 전망이다.

그림 7. 글로벌 소셜카지노 시장 규모 추이



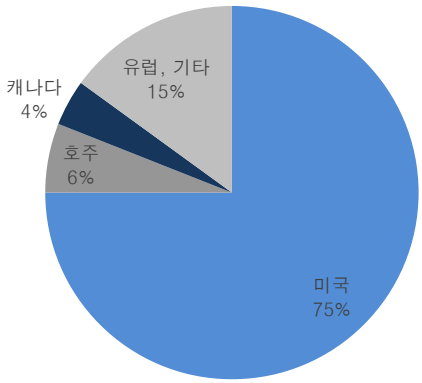
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 8. DUC, DDC, 와우 게임즈 매출 추이



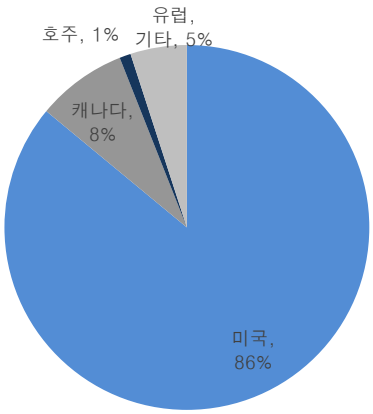
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 9. 더블유카지노 지역별 매출 비중



자료: Appmagic, 대신증권 Research Center

그림 10. 더블다운카지노 지역별 매출 비중



자료: Appmagic, 대신증권 Research Center

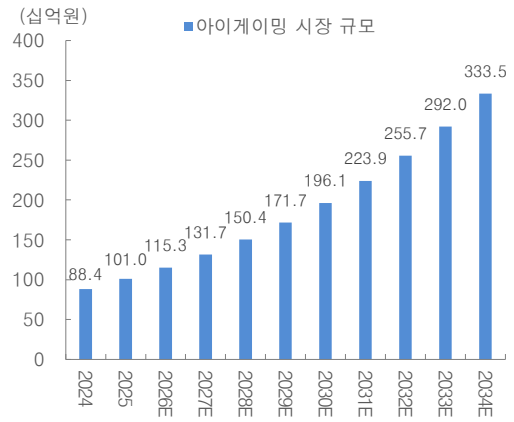
주요 게임 2. 아이게이밍

소셜카지노에 이어 더블유게임즈가 확장을 추진하고 있는 장르는 아이게이밍으로, 이는 소셜카지노와 달리 실제 베팅을 기반으로 하는 Real-Money Gaming 장르다. 온라인 슬롯, 포커, 스포츠베팅 등을 포함하며, 2024년 기준 글로벌 시장 규모는 약 130조원 수준으로 추정된다. 지역별로는 유럽이 최대 시장을 형성하고 있으며, 특히 영국이 핵심 지역으로 자리잡고 있다.

아이게이밍은 국가별 규제 차이가 큰 만큼 라이선스 확보와 현지 운영 인프라가 경쟁력의 핵심이다. 또한 장르 특성상 스포츠베팅, 카지노, 슬롯 간 크로스셀링 구조가 잘 구축되어 있어 운영 레버리지가 큰 편이다. 이에 따라 글로벌 사업자들은 M&A를 통한 라이선스 확대 및 규모의 경제 확보 전략을 적극 활용하고 있다.

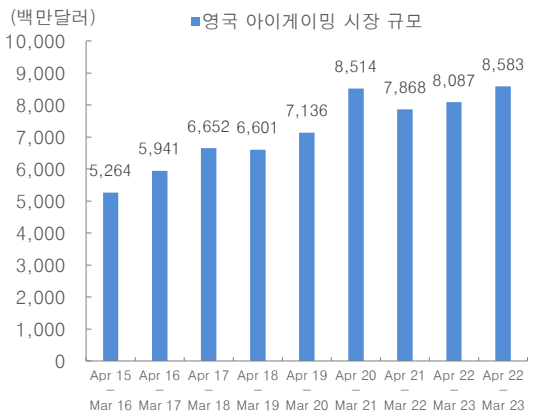
더블유게임즈는 2023년 10월 스웨덴 기반 아이게이밍 업체 슈퍼네이션(SuprNation AB)을 인수했다. 슈퍼네이션은 'Duez Casino', 'Voodoo Dreams', 'NY Spins' 3개 브랜드를 서비스 중이며, 인수 이후 매출이 빠르게 증가하고 있다. 2025년 4분기에는 4번째 브랜드를 출시하여, 이는 2026년 실적에 기여할 전망이다. 현재 동사의 아이게이밍 부문은 BEP 수준이지만, 2026년부터는 흑자 전환이 가능할 것으로 기대한다.

그림 11.글로벌 아이게이밍 시장 규모 추이



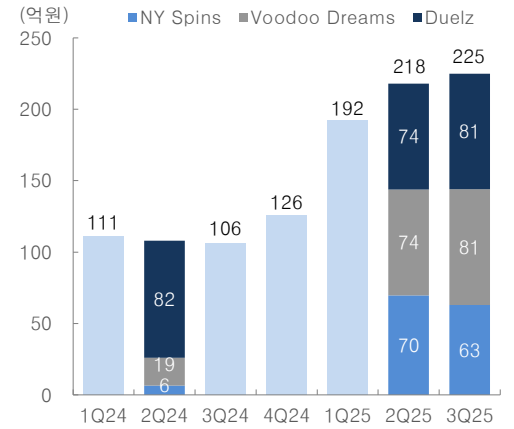
자료: market.us, 대신증권 Research Center

그림 12.영국 아이게이밍 시장 규모 추이



자료: Industry Statistics November 2024, UKGC, 대신증권 Research Center

그림 13.슈퍼네이션 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 14.슈퍼네이션 4 번째 브랜드

자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

주요 게임 3. 캐주얼 게임

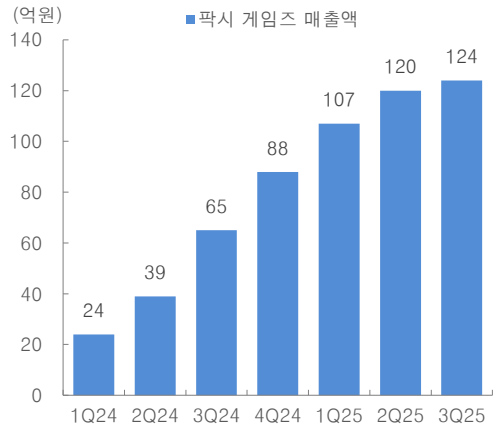
마지막으로 더블유게임즈가 캐주얼 게임 확장을 위해 주목하고 있는 시장은 튀르키예다. 튀르키예는 2015년 이후 글로벌 대형 퍼블리셔들의 주요 인수 대상 지역으로 급부상하며, 캐주얼 게임 개발 거점으로 자리잡았다. Zynga의 Gram Games, Peak Games 인수를 비롯해 Miniclip, SciPlay, Moon Active 등이 잇따라 M&A를 진행하며, 튀르키예는 현지 개발 역량과 시장 신뢰도가 입증된 바 있다.

더블유게임즈는 이러한 개발 생태계를 기반으로 캐주얼 장르를 소셜카지노, 아이게이밍에 이은 세 번째 성장축으로 삼고 있다. 회사는 튀르키예 기반 팍시게임즈(Pzxie Games)를 인수했으며, 이들이 개발한 '머지 스튜디오'는 미국 매출 비중이 약 60%에 달한다. '머지 스튜디오'는 기존 광고 중심의 BM에서 인앱 결제 모델로의 전환을 추진 중이다. 또한 2025년 10월에 출시한 '위글 이스케이프'(AI 기반 1인 개발작)와 'Color Slide Jam'등의 신작을 통해 신규 매출원을 확보할 전망이다. 결과적으로 소셜카지노의 안정적인 현금 창출력에 더해 아이게이밍, 캐주얼 부문의 성장성을 결합하는 구조가 본격화될 것으로 기대한다.

그림 15. '머지 스튜디오' 인게임

자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 16. 팍시게임즈 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

III. 투자포인트

DTC(Direct to Consumer) 도입 → 수수료 인하 효과 뚜렷

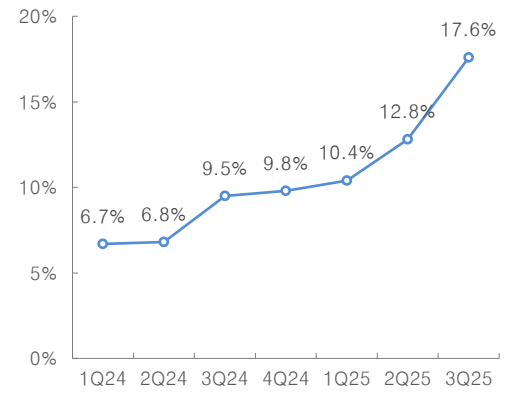
구글과 애플이 인앱 결제에 대해 외부 결제를 점진적으로 허용하면서, 모바일 게임 매출 비중이 높은 국내 게임사들은 수수료 인하를 통한 수익성 개선 효과를 기대할 수 있다. 다만, 구글/애플의 앱마켓의 매출 순위 자체가 마케팅 효과를 갖고 있어, 외부 결제를 통한 수수료 절감이 항상 최선의 전략이라고 보기 어려운 경우가 있다. 이를 테면, MMORPG 장르와 같이, 출시 초기 대규모 트래픽이 필요한 게임의 경우, 무조건적인 PC 혹은 자체 결제 유도보다는 수수료 인하와 앱마켓을 통한 마케팅 효과 사이에서 균형 잡힌 전략이 필요하다.

반면, 대규모 트래픽 유입을 위한 마케팅의 필요성이 낮은 경우, 즉, 모바일 게임 순위 지표의 마케팅 효과가 상대적으로 낮은 경우는 적극적인 수수료 인하 전략이 유의미할 수 있다. 소셜카지노 장르의 경우가 그러하다. 소셜카지노 장르는 성장성이 정체되어 있는 만큼, 신규 유저 모집을 위한 마케팅 효율은 낮은 편이다. 이보다는 기존 유저들에게 자체 결제 유도를 위해 할인 혜택 등을 제공하면서, 과금 전환율을 높이는 동시에 수수료 인하로 인한 수익성 개선을 꾀하는 것이 효율적이다.

더블유게임즈는 그 어떤 게임사보다도 자체 결제 시스템 도입을 통한 수익성 개선 효과가 뚜렷이 나타나고 있다. 동사가 서비스하고 있는 게임들 중 소셜카지노 타이틀들을 중심으로 DTC를 확대 적용 중이며, 2025년 3분기말 기준 동사 매출 중 DTC 매출 비중은 17.6%로 전년동기대비 약 8%p 증가하였다. 이에 따라 결제 수수료 비용이 반영되는 플랫폼 비용 비중 역시 꾸준히 감소 중이다.

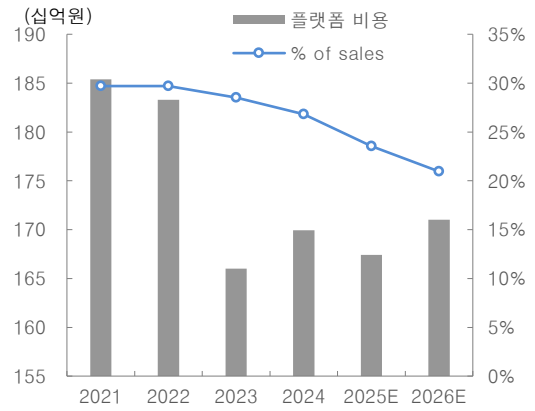
동사는 DTC 매출 비중을 30%까지 올리는 것을 목표하고 있다. 특히, 유럽의 경우, 타 지역 대비 웹 결제 비중이 높아 DTC 확대 여력이 매우 높은 것으로 파악된다. 당사는 2026년 말 DTC 매출 비중을 약 28% 수준으로 추정하며, 이에 따라 2.6%p 수준의 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다.

그림 17.DTC 매출 비중 현황



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 18.플랫폼비 비중 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

실적이 바로 붙는 M&A

풍부한 현금 자산을 보유한 게임사들의 단일 IP 혹은 단일 장르 탈피를 위한 글로벌 M&A 노력은 지속되고 있다. 더블유게임즈는 국내 게임사들 중 M&A를 통한 실적 개선 효과가 가장 뚜렷하게 나타나고 있는 기업이다. 대형 게임사들의 경우, 기존 타이틀의 매출 규모가 크다보니, 인수한 회사들의 실적 기여가 미미한 편이지만, 더블유게임즈의 상황은 다르다.

2023년 말 스웨덴 소재 아이게이밍 게임사 슈퍼네이션(SuprNation AB) 인수를 통해 장르 확장과 실적 개선을 지속하고 있다. 더블다운인터액티브는 슈퍼네이션의 지분 100%를 약 436억원에 취득했으며, 인수 효과가 온기 반영된 2024년 실적은 매출 451억원이었으나, 2025년 3분기 누적 매출은 635억원으로 가파른 매출 성장이 이뤄지고 있다.

다만, 인수 초기에는 더블유게임즈의 운영 노하우를 슈퍼네이션에 이식하는 과정에서 성장을 최우선 목표로 삼아 공격적인 마케팅을 집행했다. 이에 따라 매출 확대에는 성공했으나, 현재 이익 기여도는 BEP 수준에 머물러 있다. 그러나 매출 기반이 충분히 확대되면서, 2026년에는 외형 성장과 함께 본격적인 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다. 현대 더블유게임즈는 시장 성장성을 감안해 기존 소셜카지노 장르보다는 아이게이밍에 마케팅 자원을 배분하였고, 소셜카지노 장르는 매출 대비 약 10%, 아이게이밍은 매출 대비 약 40% 수준의 마케팅비를 집행하고 있다.

2025년 3월에는 튀르키예 소재 캐주얼 게임 개발사 '팍시게임즈(Paxie Games)를 인수하였다. 더블유게임즈가 팍시게임즈 지분 60%를 약 394억원에 인수하였으며, 나머지 40%는 향후 3년 성과에 따라 추가 지급 예정이다. 팍시게임즈의 분기 매출은 약 120억원 수준이다. 팍시게임즈의 4분기 신작 '위글이스케이프'는 출시 초기 미국 퍼즐 장르 5위권 진입을 통해, 4분기에 추가 실적 기여 가능할 것으로 전망한다. 2025년 7월에 인수를 완료한 독일 소셜카지노 게임사 '와우게임즈(Whow Games)'는 3분기 실적부터 반영되었으며, 분기 매출은 약 130억원 수준이다. 2025년 3분기 두 회사의 매출 비중은 약 15% 수준이다.

더블유게임즈는 2026년에도 2~3건의 추가 M&A를 추진할 것으로 예상되며, 투자 규모 역시 이전 대비 확대될 전망이다. 3Q25말 기준 동사의 순현금은 약 7,500억원으로, 이 중 별도 기준 더블유게임즈가 30%, 자회사 더블다운인터액티브가 70%를 보유하고 있다. 더블유게임즈의 현금은 배당, 자사주 매입/소각 등의 주주환원 재원으로, 더블다운인터액티브의 현금은 M&A 재원으로 활용될 계획이다. 당사는, 2026년 M&A를 고려하지 않은 더블유게임즈의 2026년 매출 성장률을 15%, 영업이익 성장률을 YoY 22%로 전망한다. 동사의 경우, M&A를 통한 실적 성장이 가파르게 이루어지고 있어, 향후 2026년 M&A를 통한 추정치 상향 여지는 남아있다.

표 2. 더블유게임즈 주요 M&A

M&A 회사	시기	내용
슈퍼네이션	2023년 11월	– 스웨덴의 아이게이밍 업체. 지분 100%, 약 436 억원에 인수 – 2026 년 영업이익 흑자전환 예상
팍시게임즈	2025 년 3 월	– 튀르키예 캐주얼 게임 개발사. '머지 스튜디오' 등 캐주얼 장르 다각화를 위한 인수 – 지분 60% 인수. 인수대금 약 394 억원. 40%는 향후 3 년 성과에 따라 추가 지급 예정
와우게임즈	2025 년 7 월	– 독일 소셜 카지노 게임 개발사. 유럽 시장 내 소셜 카지노 점유율 확대를 위한 인수 – 지분 100%를 약 884 억원에 인수

자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

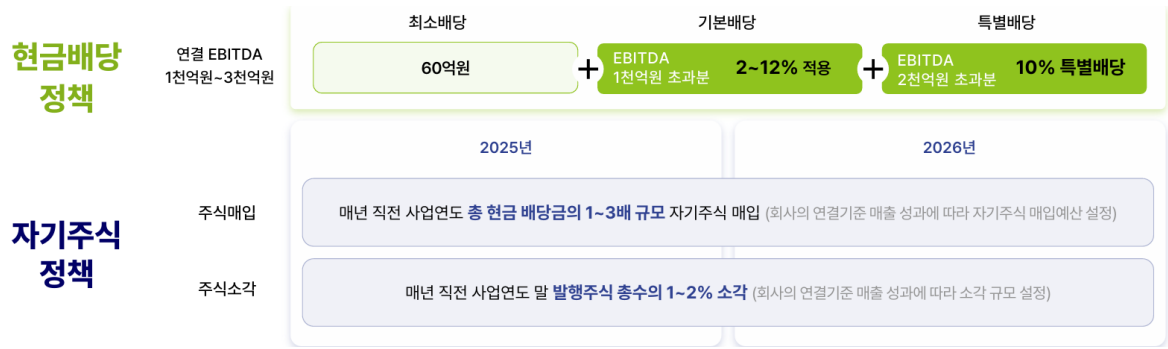
지속되는 주주 환원

더블유게임즈는 주주환원 정책을 지속적으로 강화하고 있다.

배당 측면에서, 매년 최소배당 60억원, 기본배당(EBITDA 1천억원 초과분의 2~12%), 특별배당(EBITDA 2천억원 초과분의 10%라는 3단계 구조를 유지하고 있다. 이에 따른 2024년 배당금 총 규모는 전년대비 44%증가한 238억원이다. 2022년부터 배당 규모는 꾸준히 확대되는 추세다. 이에 더해 2025년 결산 배당부터 주주들이 비과세 혜택을 받을 수 있도록 '감액배당' 제도를 도입했다. 동사는 2,000억원 규모의 자본준비금을 향후 비과세 배당 재원으로 활용할 계획이다.

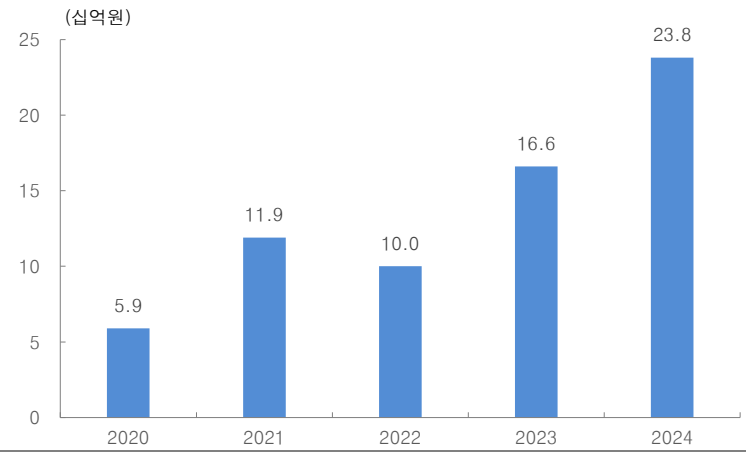
자사주 정책 역시 적극적이다. 2025년 3분기말 기준 동사가 보유한 자사주는 발행주식수의 8.9%로, 연초 발표한 350억원 규모의 자사주 매입 계획을 연말까지 모두 마무리하면, 보유 자사주 비중은 10%를 상회할 전망이다. 아울러, 지난 11월 말 발의된 자사주 소각 의무화 조항을 포함한 제 3차 상법 개정안이 12월 정기국회 회기 내 통과 가능성이 거론되고 있다. 법안이 12월 중 국회를 통과할 경우, 이르면 2026년 중에 시행될 것으로 기대된다. 즉, 동사는 보유 자사주 증가가 곧바로 소각 여력 확대로 이어져 주주환원 정책의 가시성이 한층 높아지는 효과가 기대된다.

그림 19. **더블유게임즈 장르별 주요 게임**



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 20. **더블유게임즈 배당 규모 추이**



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

IV. 2026년 외형 확대, 수익성 모두 달성 가능

2026 년 매출 8,161 억원(YoY 14.7%) 영업이익 2,757 억원(YoY 21.9%) 전망

2026년 연결 매출액 8,161억원(YoY 14.7%), 영업이익 2,757억원(YoY 21.9%)으로 추정한다.

더블유게임즈, 더블다운인터액티브의 합산 매출은 2025년 대비 소폭 감소할 것으로 전망한다. 두 회사의 카지노 게임은 모두 10년 이상 서비스되고 있음에도 안정적인 매출을 유지하고 있으나, 글로벌 소셜카지노 시장의 성장 정체를 고려하여 자연 감소를 반영하였다. 다만, 와우게임즈의 연결 편입 효과로 동사의 전체 소셜카지노 장르 매출은 2025년 대비 4% 증가할 것으로 추정한다.

소셜카지노 장르의 견조한 매출이 예상되는 가운데, 자회사 슈퍼네이션과 팍시게임즈의 실적 기여가 기대된다. 2025년 약 100%의 매출 성장이 예상되는 슈퍼네이션은 지난 1년 동안 분기별 매출 성장이 지속적으로 확인되고 있다. 2026년에는 YoY 34%의 매출 성장이 가능할 것으로 추정한다. 뿐만 아니라, 현재 슈퍼네이션의 영업이익은 BEP수준이지만, 2026년부터는 흑자 전환이 가능할 것으로 기대한다. 한편, 2025년 중 인수 완료한 팍시게임즈의 실적이 2026년 온기 반영될 예정이다. 슈퍼네이션과 팍시게임즈의 2026년 매출 비중은 전사대비 각각 약 15%, 약 11%로 추정한다.

자회사들의 실적 개선으로 2026년 실적 성장이 예상되는 가운데, DTC 비중이 확대 역시 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다. 앱마켓의 외부 결제 허용에 따른 수수료 인하 분위기가 빠르게 형성되어가는 가운데, 더블유게임즈도 DTC 매출 비중을 빠르게 증가시키고 있다. 3Q25 기준, DTC 매출 비중은 17.6%로 전년대비 8%p 증가했으며, 회사는 2026년 DTC 매출 비중을 30%로 목표하고 있다. 당사는 2026년 말 DTC 매출 비중을 약 28% 수준으로 추정하며, 이에 따라 2.6%p 수준의 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다.

2025년에는 자회사들의 매출 성장을 최우선 목표로 삼으면서 마케팅비가 확대되어, 수익성은 다소 부진한 흐름을 보여왔다. 2025년 영업이익은 전년 대비 약 -9% 감소할 것으로 예상한다. 다만, 2026년에는 자회사들의 매출 기반이 충분히 확장되면서 수익성도 동반 개선될 전망이다. 마케팅비 비중은 현 수준을 유지하겠으나, 매출 성장과 마케팅비 외 다른 비용 효율화 효과가 이를 상쇄하며, 2026년 영업이익은 전년 대비 약 22% 성장이 가능할 것으로 판단한다.

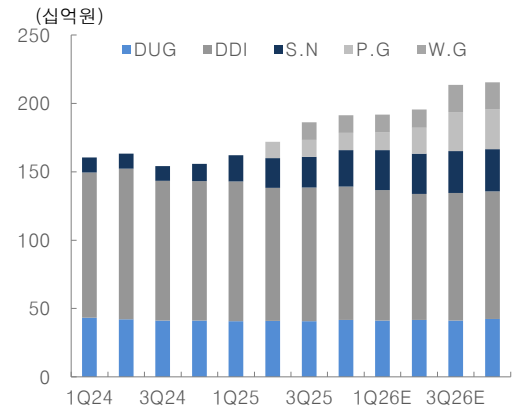
더불어 회사는 2026년 1~2건의 추가 M&A를 계획하고 있어, 이에 따른 실적 추정치 상향 조정 여지도 충분하다고 판단한다. 특히 더블유게임즈는 M&A 이후, 적자 기업의 경우에도 단기간 내 수익 구조를 정상화하는 역량을 보유하고 있어, 이러한 편입 효과가 즉각적으로 실적에 반영되는 특성을 갖고 있다는 점이 추가적인 실적 성장 가능성을 높인다.

표 1. 더블유게임즈 실적 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	191.4	633.5	711.4	816.1
더블유게임즈	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.9	40.8	41.8	167.9	164.2	166.5
더블다운인터액티브	106.0	110.1	102.2	102.1	102.1	97.3	97.5	97.4	420.5	394.3	374.0
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	22.5	26.6	45.1	90.1	120.3
팍시게임즈						12.0	12.4	12.6		37.0	89.2
와우게임즈							12.8	13.0		25.8	66.2
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	127.0	133.4	384.7	485.2	540.4
플랫폼비	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	41.1	42.5	42.8	169.9	167.4	171.0
마케팅비	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	33.4	38.3	67.1	127.4	152.2
로열티비	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.7	6.8	6.8	11.6	20.8	26.0
감가상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	4.3	6.2	6.3	12.4	19.9	27.1
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	23.5	24.6	86.5	94.2	105.8
기타 영업비용	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	14.3	14.6	14.6	37.2	55.5	58.3
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	59.2	58.0	248.7	226.2	275.7
영업이익률	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	31.8%	30.3%	39.3%	31.8%	33.8%
지배주주 순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	46.1	43.9	187.2	147.0	194.3
지배순이익률	29.4%	30.0%	19.4%	39.2%	21.1%	13.2%	24.8%	22.9%	29.5%	20.7%	23.8%

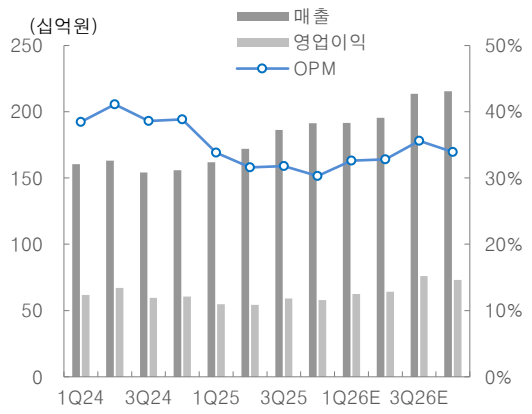
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 21. 사업부별 매출 추이



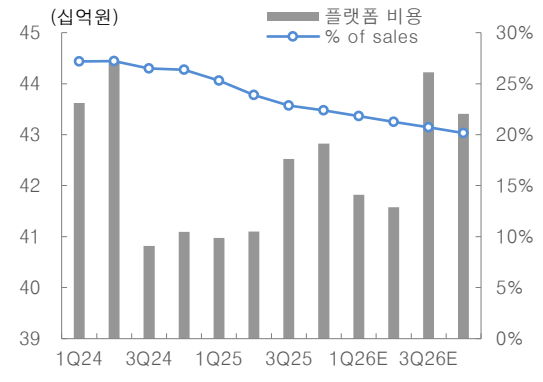
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 22. 매출, 영업이익 전망 추이



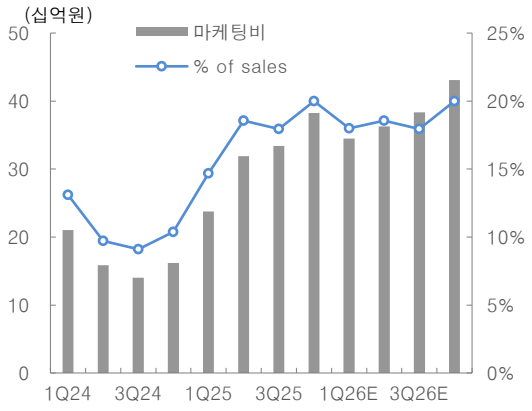
자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 23. 플랫폼비 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

그림 24. 마케팅비 추이



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	582	633	711	816	862
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	711	816	862
판매비와관리비	369	385	485	540	569
영업이익	213	249	226	276	292
영업이익률	36.6	39.3	31.8	33.8	33.9
EBITDA	222	261	232	281	298
영업외손익	31	66	25	31	31
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	73	39	35	35
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-15	-7	-14	-5	-5
외환관련손실	12	2	2	2	2
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	244	315	252	306	323
법인세비용	-51	-71	-58	-66	-69
계속사업순손익	193	243	194	240	253
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	194	240	253
당기순이익률	33.1	38.4	27.2	29.5	29.4
비지배지분순이익	44	56	46	60	63
지배지분순이익	149	187	147	181	191
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	13	12	12	12
포괄순이익	205	377	314	362	376
비지배지분포괄이익	48	100	75	90	93
지배지분포괄이익	157	277	238	272	283

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	893	1,053	1,349	1,768
현금및현금성자산	298	546	689	967	1,373
매출채권 및 기타채권	59	66	73	83	88
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	226	282	290	298	307
비유동자산	705	753	744	736	729
유형자산	2	3	3	2	2
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	704	750	741	734	727
자산총계	1,289	1,646	1,797	2,085	2,497
유동부채	63	57	89	166	354
매입채무 및 기타채무	25	29	29	29	29
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	20	0	1	1	1
기타유동부채	18	29	60	136	324
비유동부채	29	33	32	31	30
차입금	0	0	-1	-2	-3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	33	33	33	33
부채총계	92	90	121	197	384
지배지분	872	1,131	1,257	1,416	1,585
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	297	297	297
이익잉여금	531	702	825	983	1,150
기타자본변동	33	122	124	126	127
비지배지분	325	425	419	472	528
자본총계	1,197	1,556	1,675	1,888	2,114
순차입금	-463	-793	-945	-1,232	-1,648

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,915	8,708	6,843	8,410	8,867
PER	5.8	6.2	7.6	6.1	5.8
BPS	40,431	52,632	58,454	65,872	73,746
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	10,298	12,148	10,797	13,087	13,850
EV/EBITDA	3.3	3.0	2.6	1.3	0.0
SPS	27,013	29,470	33,096	37,965	40,084
PSR	1.5	1.8	1.6	1.4	1.3
CFPS	10,963	12,661	10,912	13,437	14,200
DPS	846	1,200	1,200	1,200	1,200

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	96	275	177	221	239
당기순이익	193	243	194	240	253
비현금항목의 가감	43	29	41	48	52
감가상각비	9	12	6	6	5
외환손익	4	-14	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	30	31	43	51	55
자산부채의 증감	-149	10	0	-2	3
기타현금흐름	8	-7	-58	-66	-69
투자활동 현금흐름	-46	-33	-11	-11	-11
투자자산	108	8	0	0	0
유형자산	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-153	-39	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름	-53	-43	-30	-30	-30
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-30	-20	-1	-1	-1
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-17	-24	-23	-23
기타	-13	-6	-5	-6	-6
현금의 증감	-4	247	144	278	406
기초 현금	303	298	546	689	967
기말 현금	298	546	689	967	1,373
NOPLAT	168	192	174	216	229
FCF	176	202	178	220	233

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-5.7	8.8	12.3	14.7	5.6
영업이익 증가율	16.0	16.6	-9.1	21.9	6.0
순이익 증가율	흑전	26.1	-20.5	24.2	5.4
수익성					
ROIC	25.3	26.3	23.1	30.8	39.9
ROA	16.9	17.0	13.1	14.2	12.8
ROE	18.6	18.7	12.3	13.5	12.7
안정성					
부채비율	7.7	5.8	7.2	10.4	18.2
순차입금비율	-38.7	-51.0	-56.4	-65.3	-78.0
이자보상배율	92.8	106.7	0.0	0.0	0.0

자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

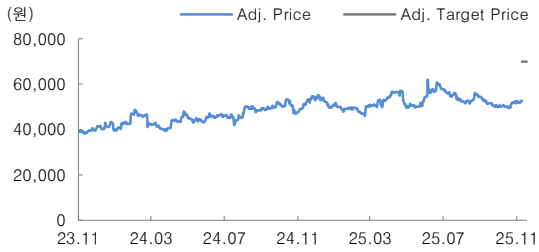
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

더블유게임즈(192080) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.12.01
투자의견	Buy
목표주가	70,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251126)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상