

(192080)

# 더블유게임즈

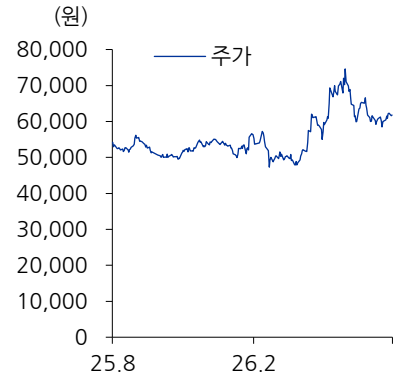
인터넷게임/우주 정의훈  
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

## 분기 영업이익 700 억원 달성

- “ 2분기 매출액 2,106억원(+2.8%qoq, +22.5%yoy), 영업이익 701억원 (+2.3%qoq, +29.0%yoy)으로 컨센서스에 부합하며 7개 분기 연속 성장세 지속. 매출, EBITDA, 영업이익 모두 2개 분기 연속 사상 최대치를 경신
- “ 소셜카지노 매출은 1,580억원(+1.9%qoq, +14.3%yoy)으로 계절적 비수 기에도 불구하고 북미/유럽으로 이원화된 포트폴리오 기반의 안정적인 운영 을 지속함. 아이게이밍 매출은 255억원(+1.5%qoq, +17.3%yoy)으로 슈퍼 네이션의 qoq성장률은 다소 둔화된 모습. 파시게임즈 매출은 271억원 (+9.4%qoq, +126.3%yoy)으로 인수 이후 5개 분기 연속 성장 달성. 2분기 기준 캐주얼+아이게이밍 매출 비중은 25%까지 확대됨
- “ 영업비용 측면에서는 DTC 비중이 추가로 확대(4Q 26.6% → 1Q 38.7% → 2Q 47.5%)되며 플랫폼비 비중이 매출액 대비 16.5%까지 하락함. 유저 데 이터를 세분화해 타겟한 결과 연초 목표였던 DTC 비중 40%를 조기 달성 했으며, 글로벌 소셜카지노 평균(30%)을 상회하게 됐음. 한번 전환된 DTC 결제는 유지 비율이 높아 안정적으로 누적되는 특성이 있으며, 회사는 연내 50% 중반까지 확대를 목표로함. 다만 기타변동비는 206억원(+35.5%qoq, +111.6%yoy)으로 증가했는데, 이는 지난 4월부 영국 아이게이밍 시장의 세율 인상에 따른 관련 비용 증가에 기인함. 한편 마케팅비는 453억원(- 2.0%qoq)으로 캐주얼 부문 마케팅 확대에도 매출 대비 비중이 전분기 대 비 하락하며 비용 효율화 지속
- “ 특히 캐주얼 부문은 AI 기반 신규 게임 매출 비중이 81%(1Q 70%)까지 확 대되며 부문 성장에 크게 기여함. 캐주얼 누적 다운로드는 상반기말 기준 6 천만건을 돌파(7월말 6,147만건, 7개월간 +21.5%)하며 유저 기반도 견조 함. 머지 장르 내 점유율 확대와 함께 라이징 장르를 조기 발굴하는 전략(눅 피버 등)으로 장르 포트폴리오 확장 지속. 2분기 캐주얼 부문에서 약 10% 의 OPM이 발생했으며 장기적으로 15~20% 수준을 목표로함
- “ DDI 완전 자회사화는 DDI 사외이사로 구성된 독립위원회가 외부 평가기관 을 선임하여 공정가치 평가를 진행 중이며, 3분기 내 SEC 파일링 예정으로 연내 거래 종결이 전망됨. 거래 종결 시 DDI 보유 현금(약 6,800억원)에 대 한 그룹 차원의 전략적 활용 여력이 확보되고, 비지배지분 귀속 이익 내재화 를 통한 지배주주순이익 확대 효과가 예상됨. 회사는 인수 완료 후 주주환원 정책 변화도 예고함
- “ 소셜카지노의 안정적인 수익 기반 위에 캐주얼 부문의 AI 기반 성장이 본격 화되고 있으며, DTC 확대와 6월 말부터 적용된 북미/유럽 구글플레이 수수 료 인하 효과로 하반기에도 수익성 개선 흐름이 지속될 전망. DDI 완전 자회 사화에 따른 EPS 개선 모멘텀도 유효함. 투자의견 BUY 및 목표주가 78,000원을 유지함

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
78,000 원(유지)  
62,000 원(8/12)



|                |          |
|----------------|----------|
| 시가총액(십억원)      | 1,313    |
| 발행주식수(천주)      | 21,173   |
| 52 주 최고        | 76,500 원 |
| 최저             | 47,000 원 |
| 52 주 일간 Beta   | 0.05     |
| 60 일 평균 거래대금   | 57 억원    |
| 외국인 지분율        | 21.5%    |
| 배당수익률(26E)     | 1.9%     |
| 주주구성           |          |
| 김가람 (외 6 인)    | 43.3%    |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 8.2%     |

| 주가상승률(%)  | 1M     | 6M     | 12M  |
|-----------|--------|--------|------|
|           | 0.3    | 12.1   | 14.4 |
| (원 십억원)   | 현재     | 직전     | 변동   |
| 투자의견      | BUY    | BUY    | -    |
| 목표주가      | 78,000 | 78,000 | -    |
| 영업이익(26E) | 288    | 286    | ▲    |
| 영업이익(27E) | 327    | 319    | ▲    |

| 12월 결산(십억원)  | 2025A | 2026E | 2027E  |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 720   | 843   | 889    |
| 영업이익         | 232   | 288   | 327    |
| 세전손익         | 241   | 336   | 356    |
| 당기순이익        | 180   | 267   | 264    |
| EPS(원)       | 6,106 | 9,418 | 12,260 |
| 증감률(%)       | -29.9 | 54.2  | 30.2   |
| PER(배)       | 10.2  | 6.6   | 5.1    |
| ROE(%)       | 11.3  | 15.9  | 17.8   |
| PBR(배)       | 1.1   | 1.0   | 0.8    |
| EV/EBITDA(배) | 2.2   | 1.2   | na     |

## 실적전망 및 밸류에이션

### 더블유게임즈 실적 추이

| (십억원)        | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26         | 2Q26P        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2025         | 2026E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>162.0</b> | <b>171.9</b> | <b>186.2</b> | <b>199.8</b> | <b>205.0</b> | <b>210.6</b> | <b>211.2</b> | <b>216.2</b> | <b>719.9</b> | <b>843.0</b> |
| (%yoy)       | 0.9%         | 5.4%         | 20.8%        | 28.3%        | 26.6%        | 22.5%        | 13.5%        | 8.2%         | 13.6%        | 17.1%        |
| 더블다운인터랙티브    | 102.1        | 97.3         | 97.5         | 99.4         | 98.2         | 100.8        | 97.0         | 98.0         | 396.3        | 394.0        |
| 더블유게임즈       | 40.7         | 40.9         | 40.8         | 41.9         | 42.3         | 41.9         | 40.0         | 41.0         | 164.4        | 165.2        |
| 슈퍼네이션        | 19.2         | 21.8         | 22.5         | 23.3         | 25.2         | 25.5         | 25.8         | 26.1         | 86.7         | 102.6        |
| 팍시게임즈        |              | 12.0         | 12.4         | 19.2         | 24.7         | 27.1         | 32.9         | 35.0         | 43.6         | 119.7        |
| 와우게임즈        |              |              | 12.8         | 16.1         | 14.5         | 15.3         | 15.5         | 16.1         | 28.9         | 61.5         |
| 영업비용         | 107.2        | 117.6        | 127.0        | 135.9        | 136.5        | 140.6        | 138.7        | 139.0        | 487.8        | 554.8        |
| (%yoy)       | 8.5%         | 22.4%        | 34.3%        | 42.6%        | 27.3%        | 19.5%        | 9.2%         | 2.3%         | 26.8%        | 13.7%        |
| <b>영업이익</b>  | <b>54.8</b>  | <b>54.3</b>  | <b>59.2</b>  | <b>63.9</b>  | <b>68.5</b>  | <b>70.1</b>  | <b>72.5</b>  | <b>77.2</b>  | <b>232.1</b> | <b>288.2</b> |
| (%yoy)       | -11.2%       | -19.0%       | -0.5%        | 5.6%         | 25.1%        | 29.0%        | 22.6%        | 20.8%        | -6.7%        | 24.2%        |
| OPM(%)       | 33.8%        | 31.6%        | 31.8%        | 32.0%        | 33.4%        | 33.3%        | 34.3%        | 35.7%        | 32.2%        | 34.2%        |
| 영업외손익        | 6.3          | -9.8         | 1.7          | -0.3         | 23.5         | 11.6         | 4.9          | 7.3          | -2.2         | 47.3         |
| 세전이익         | 61.1         | 44.5         | 71.9         | 63.7         | 91.9         | 81.7         | 77.4         | 84.5         | 241.1        | 335.4        |
| <b>지배순이익</b> | <b>34.2</b>  | <b>22.7</b>  | <b>41.7</b>  | <b>32.5</b>  | <b>56.5</b>  | <b>48.6</b>  | <b>45.9</b>  | <b>51.4</b>  | <b>131.3</b> | <b>202.4</b> |
| (%yoy)       | -27.4%       | -53.6%       | 39.5%        | -46.8%       | 65.1%        | 114%         | 9.8%         | 58.0%        | -29.9%       | 54.2%        |

자료: 유진투자증권

### 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E  |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액    | 633.5 | 719.9 | 843.0 | 889.0  |
| 영업이익   | 248.7 | 232.1 | 288.2 | 327.1  |
| 세전이익   | 314.8 | 241.1 | 335.4 | 356.1  |
| 지배순이익  | 187.2 | 131.3 | 202.4 | 263.5  |
| EPS(원) | 8,708 | 6,106 | 9,418 | 12,260 |
| PER(배) | 6.2   | 10.2  | 6.6   | 5.1    |
| OPM(%) | 39.3% | 32.2% | 34.2% | 36.8%  |
| NPM(%) | 29.5% | 18.2% | 24.0% | 29.6%  |

자료: 유진투자증권

## 더블유게임즈 연간 실적 추정치 변경

| (십억원)      | 수정후   |       | 수정전   |       | 변경률   |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| 매출액        | 843   | 889   | 843   | 897   | 0.0%  | -0.9% |
| 영업이익       | 288   | 327   | 286   | 319   | 0.7%  | 2.5%  |
| 세전이익       | 336   | 356   | 330   | 348   | 1.8%  | 2.3%  |
| 지배순이익      | 202   | 264   | 188   | 257   | 7.4%  | 2.7%  |
| % of Sales |       |       |       |       |       |       |
| 영업이익       | 34.2% | 36.8% | 33.9% | 35.6% |       |       |
| 세전이익       | 39.9% | 40.0% | 39.1% | 38.8% |       |       |
| 지배순이익      | 24.0% | 29.7% | 22.3% | 28.7% |       |       |

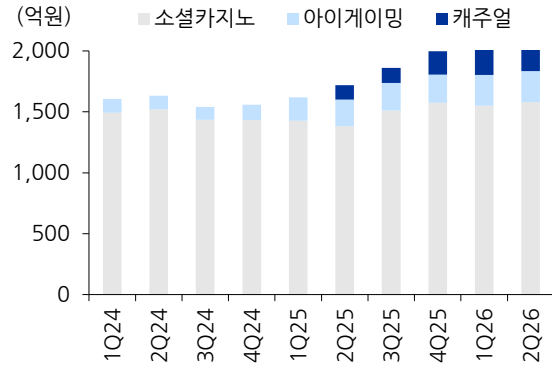
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 더블다운인터랙티브 완전자회사화 검토(2026.04.28)

| 더블다운인터랙티브 완전자회사화를 위한 비구속적 제안서 주요 내용 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 취득방식                                | 공개매수                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 취득대상                                | (주)더블다운인터랙티브 소수주주 보유 16,329,620 ADS                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 취득단가                                | 1 ADS 당 USD 11.25 (현금 지급)                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 예상거래규모                              | 약 USD 183.7M (한화 약 2,724 억원)                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 관련 내용                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이사회 결의 사항: 종속회사 더블다운인터랙티브(DDI, 자본 67.1%)의 비지배지분 약 32.9%를 전량 현금으로 취득하여 100% 자회사 편입</li> <li>■ 보유현금 현황 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 더블유게임즈 1,479억원(17%)</li> <li>- 더블다운인터랙티브 6,804억원(80%)</li> <li>- 기타 226억원(3%)</li> </ul> </li> <li>■ 1 ADS = (주)더블다운인터랙티브 보통주 1/20주</li> </ul> |

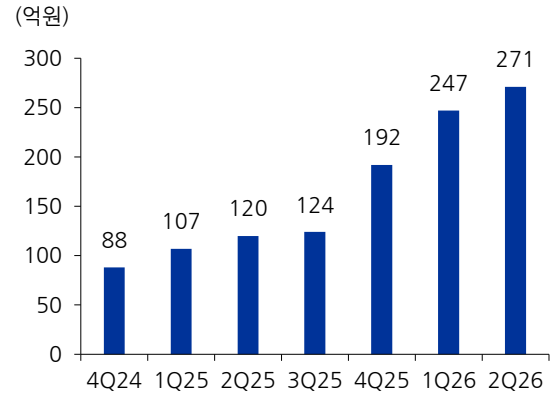
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 사업부문별 매출



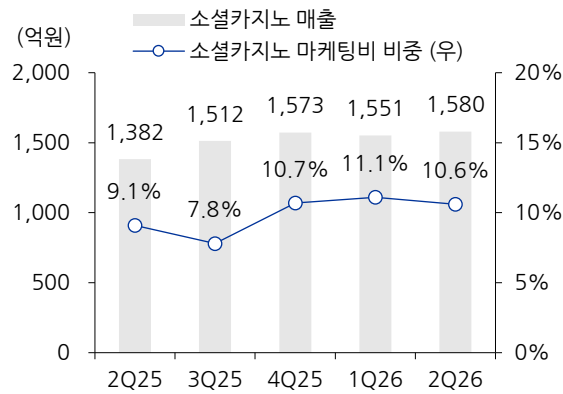
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 팩시게임즈 분기 매출액 추이



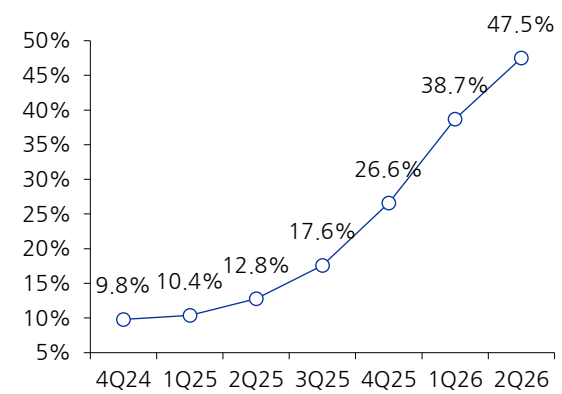
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 소셜카지노 매출 및 마케팅 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## DTC 매출 비중 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| <b>자산총계</b> | 1,289 | 1,646 | 1,848 | 2,027 | 2,274   |
| 유동자산        | 583   | 893   | 941   | 1,133 | 1,389   |
| 현금성자산       | 513   | 819   | 841   | 1,027 | 1,274   |
| 매출채권        | 59    | 66    | 74    | 79    | 89      |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0       |
| 비유동자산       | 705   | 753   | 907   | 895   | 885     |
| 투자자산        | 67    | 33    | 31    | 33    | 34      |
| 유형자산        | 2     | 3     | 3     | 0     | 0       |
| 기타          | 636   | 717   | 873   | 862   | 851     |
| <b>부채총계</b> | 92    | 90    | 195   | 195   | 205     |
| 유동부채        | 63    | 57    | 91    | 89    | 97      |
| 매입채무        | 25    | 29    | 58    | 56    | 63      |
| 유동성이자부채     | 29    | 7     | 18    | 18    | 18      |
| 기타          | 9     | 21    | 15    | 16    | 16      |
| 비유동부채       | 29    | 33    | 104   | 106   | 108     |
| 비유동이자부채     | 21    | 18    | 53    | 53    | 53      |
| 기타          | 8     | 14    | 51    | 53    | 55      |
| <b>자본총계</b> | 1,197 | 1,556 | 1,652 | 1,832 | 2,069   |
| 지배지분        | 872   | 1,131 | 1,186 | 1,365 | 1,603   |
| 자본금         | 9     | 11    | 11    | 11    | 11      |
| 자본잉여금       | 298   | 297   | 98    | 98    | 98      |
| 이익잉여금       | 531   | 702   | 1,009 | 1,189 | 1,426   |
| 기타          | 33    | 122   | 68    | 68    | 68      |
| 비지배지분       | 325   | 425   | 467   | 467   | 467     |
| <b>자본총계</b> | 1,197 | 1,556 | 1,652 | 1,832 | 2,069   |
| 총차입금        | 50    | 26    | 71    | 71    | 71      |
| 순차입금        | (463) | (793) | (769) | (956) | (1,202) |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 96    | 275   | 237   | 213   | 275   |
| 당기순이익                 | 193   | 243   | 180   | 267   | 264   |
| 자산상각비                 | 9     | 12    | 20    | 16    | 12    |
| 기타비현금성손익              | 35    | 16    | 52    | (142) | (57)  |
| 운전자본증감                | (149) | 10    | 8     | (7)   | (3)   |
| 매출채권감소(증가)            | (2)   | 1     | (4)   | (5)   | (10)  |
| 재고자산감소(증가)            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무증가(감소)            | (123) | 1     | 11    | (2)   | 7     |
| 기타                    | (23)  | 8     | 1     | (0)   | (0)   |
| <b>투자현금</b>           | (46)  | (33)  | (133) | (14)  | (14)  |
| 단기투자자산감소              | (9)   | (38)  | (19)  | (11)  | (11)  |
| 장기투자증권감소              | 0     | 0     | 0     | (0)   | (0)   |
| 설비투자                  | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 유형자산처분                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (0)   | (1)   | (0)   | (1)   | (1)   |
| <b>재무현금</b>           | (53)  | (43)  | (66)  | (23)  | (26)  |
| 차입금증가                 | (38)  | (26)  | (7)   | 0     | 0     |
| 자본증가                  | (15)  | (17)  | (59)  | (23)  | (26)  |
| 배당금지급                 | 10    | 17    | 24    | 23    | 26    |
| <b>현금 증감</b>          | (4)   | 247   | 24    | 176   | 235   |
| 기초현금                  | 303   | 298   | 546   | 570   | 746   |
| 기말현금                  | 298   | 546   | 570   | 746   | 981   |
| Gross Cash flow       | 236   | 272   | 252   | 220   | 278   |
| Gross Investment      | 186   | (15)  | 106   | 10    | 6     |
| <b>Free Cash Flow</b> | 51    | 287   | 147   | 210   | 272   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2023A | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E  |
|---------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| <b>매출액</b>    | 582   | 633   | 720    | 843   | 889    |
| 증가율(%)        | (5.7) | 8.8   | 13.6   | 17.1  | 5.5    |
| 매출원가          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      |
| <b>매출총이익</b>  | 582   | 633   | 720    | 843   | 889    |
| 판매 및 일반관리비    | 369   | 385   | 488    | 555   | 562    |
| 기타영업손익        | (15)  | 4     | 27     | 14    | 1      |
| <b>영업이익</b>   | 213   | 249   | 232    | 288   | 327    |
| 증가율(%)        | 16.0  | 16.6  | (6.7)  | 24.2  | 13.5   |
| <b>EBITDA</b> | 222   | 261   | 252    | 304   | 340    |
| 증가율(%)        | 13.1  | 17.6  | (3.4)  | 20.4  | 11.8   |
| <b>영업외손익</b>  | 31    | 66    | 9      | 47    | 29     |
| 이자수익          | 25    | 28    | 30     | 18    | 19     |
| 이자비용          | 2     | 2     | 2      | 2     | 3      |
| 지분법손익         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 기타영업외손익       | 9     | 40    | (19)   | 31    | 13     |
| <b>세전순이익</b>  | 244   | 315   | 241    | 336   | 356    |
| 증가율(%)        | 흑전    | 28.8  | (23.4) | 39.2  | 6.1    |
| 법인세비용         | 51    | 71    | 61     | 69    | 93     |
| <b>당기순이익</b>  | 193   | 243   | 180    | 267   | 264    |
| 증가율(%)        | 흑전    | 26.1  | (26.1) | 48.2  | (1.1)  |
| 지배주주지분        | 149   | 187   | 131    | 202   | 264    |
| 증가율(%)        | 흑전    | 25.6  | (29.9) | 54.2  | 30.2   |
| 비지배지분         | 44    | 56    | 49     | 64    | 0      |
| <b>EPS(원)</b> | 6,935 | 8,708 | 6,106  | 9,418 | 12,260 |
| 증가율(%)        | 흑전    | 25.6  | (29.9) | 54.2  | 30.2   |
| 수정EPS(원)      | 6,935 | 8,708 | 6,106  | 9,418 | 12,260 |
| 증가율(%)        | 흑전    | 25.6  | (29.9) | 54.2  | 30.2   |

## 주요투자지표

|                    | 2023A  | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |         |         |         |         |
| EPS                | 6,935  | 8,708   | 6,106   | 9,418   | 12,260  |
| BPS                | 47,914 | 52,632  | 55,167  | 63,508  | 74,568  |
| DPS                | 846    | 1,200   | 1,200   | 1,200   | 1,200   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |         |         |         |         |
| PER                | 5.8    | 6.2     | 10.2    | 6.6     | 5.1     |
| PBR                | 0.8    | 1.0     | 1.1     | 1.0     | 0.8     |
| EV/ EBITDA         | 1.8    | 1.4     | 2.2     | 1.2     | n/a     |
| 배당수익율              | 2.1    | 2.2     | 1.9     | 1.9     | 1.9     |
| PCR                | 3.7    | 4.3     | 5.3     | 6.1     | 4.8     |
| <b>수익성(%)</b>      |        |         |         |         |         |
| 영업이익율              | 36.6   | 39.3    | 32.2    | 34.2    | 36.8    |
| EBITDA이익율          | 38.1   | 41.2    | 35.0    | 36.0    | 38.2    |
| 순이익율               | 33.1   | 38.4    | 25.0    | 31.6    | 29.6    |
| ROE                | 18.6   | 18.7    | 11.3    | 15.9    | 17.8    |
| ROIC               | 24.3   | 25.8    | 21.1    | 26.1    | 27.8    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |        |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (38.7) | (51.0)  | (46.5)  | (52.2)  | (58.1)  |
| 유동비율               | 922.5  | 1,561.0 | 1,030.2 | 1,268.3 | 1,436.5 |
| 이자보상배율             | 92.8   | 106.7   | 139.7   | 137.3   | 130.9   |
| <b>활동성 (회)</b>     |        |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.5    | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권회전율            | 10.5   | 10.2    | 10.3    | 11.0    | 10.6    |
| 재고자산회전율            | n/a    | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| 매입채무회전율            | 6.3    | 23.6    | 16.7    | 14.9    | 15.0    |

## 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 기관투자자 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          | 3%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2026.06.30 기준)

