



BUY (유지)

목표주가(12M) 64,000원
현재주가(1.07) 51,800원

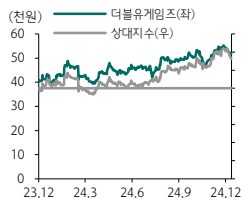
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,492.10
52주 최고/최저(원)	55,200/39,400
시가총액(십억원)	1,113.5
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	21,495.9
60일 평균 거래량(천주)	50.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
외국인지분율(%)	17.40
주요주주 지분율(%)	
김기람 외 6 인	44.49
국민연금공단	6.10

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	645.2	685.6
영업이익(십억원)	253.9	268.9
순이익(십억원)	222.4	238.1
EPS(원)	7,902	8,469
BPS(원)	51,997	59,636

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	617.3	582.3	645.6	721.7
영업이익	183.9	213.3	256.8	265.5
세전이익	(292.4)	244.3	288.9	296.7
순이익	(132.2)	149.1	169.0	169.7
EPS	(6,090)	6,915	7,864	7,895
증감률	적전	폭전	13.72	0.39
PER	(6.57)	5.82	6.85	6.56
PBR	1.09	0.93	1.05	0.89
EV/EBITDA	3.54	3.27	3.18	2.61
ROE	(16.82)	18.62	17.73	15.31
BPS	36,653	43,526	51,161	57,912
DPS	508	846	1,241	1,262



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 1월 8일 | 기업분석_Earnings Preview

더블유게임즈 (192080)

2025년 탑라인 성장 동력 확보

4Q24 Pre: 강달러에 웃는다

더블유게임즈는 4분기 연결 기준 매출액 1,679억원(+9.4%YoY, +9.0%QoQ), 영업이익 686억원(+9.2%YoY, +15.4%QoQ, OPM 40.9%)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 더블유게임즈는 강달러에 유리한 대표적인 기업이다. 매출의 100%가 북미, 유럽에서 발생하는 반면 고정비 대부분은 원화로 지급하기 때문이다. 4분기 달러-원 평균 환율은 1,398원(+5.9%YoY, +3.0%QoQ)으로 실적에 우호적인 환경이다. 4분기 더블유카지노 매출액은 1,111억원(+8.9%YoY, +10.8%QoQ), 더블유카지노 매출액은 402억원(-3.5%YoY, +5.1%QoQ)으로 추정한다. 슈퍼네이션 매출액은 126억원(+18.3%QoQ)로 예상한다. 11월부터 마케팅 확대를 통한 매출 증가 반영했다. 영업비용은 993억원(+9.5%YoY, +4.9%QoQ)을 예상한다. 슈퍼네이션형 마케팅 비용 증분 반영했다. 플랫폼 비용은 440억원(-9.6%YoY, +7.8%QoQ)로 추정하며 자체 DTC 플랫폼 활성화로 수수료율 감소 추세 지속을 예상한다.

2025년. 슈퍼네이션과 팍시 게임즈의 성장 기대

더블유게임즈는 2025년 영업수익 7,217억원(+11.8%YoY), 영업이익 2,655억원(+3.4%YoY, OPM 36.8%)을 기록할 전망이다. 슈퍼네이션 성장에 더해진 팍시 게임즈 인수로 2년 연속 두 자릿수 매출액 성장을 달성할 것으로 예상된다. 2024년 슈퍼네이션 매출액은 544억원(+20.7%YoY)으로 전망한다. 11월부터 본격적으로 마케팅 비용 집행하고 있어 고성장 가능하다. 더블유게임즈는 2025년 2월 터키 게임사인 팍시 게임즈 인수를 완료할 예정이다. 팍시 게임즈는 3가지 라인업 보유한 게임사로 메인 타이틀은 매치 머지2 장르인 [머지 스튜디오: 패션 메이크오버]다. 2022년 3월 출시 이후 누적 매출액 2,780만달러, 누적 다운로드 2,800만건 달성했으며 11월 기준 월매출 2백만달러로 고성장하고 있다. 현재 매출의 65% 이상이 인앱광고에서 발생하고 있어 향후 인앱결제 확대 및 스케일업을 통해 매출 성장 계획 중으로 2025년 하반기 EBITDA 마진을 10% 달성 목표하고 있다. 2025년 팍시 게임즈의 매출 기여 406억원 전망하며, 2026년부터 영업이익 기여 가능할 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원을 유지한다. 더블유게임즈는 이번 M&A로 기존 소셜카지노의 안정적 현금 창출에 슈퍼네이션과 팍시 게임즈라는 신규 성장 동력을 갖췄다. 이번 M&A로 소요한 현금은 약 330억원 수준으로 아직 추가 M&A 및 스케일업을 위한 현금 여력은 충분하다. 여전히 기존 투자포인트인 추가 M&A를 통한 외형 확장 및 주주환원 유효하며 강달러까지 더해진 현재 밸류에이션 매력 높다고 판단한다.

도표 1. 4Q24 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	4Q24F	4Q23	3Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	167.9	153.5	154.1	9.4	9.0	166.8	0.6
영업이익	68.6	62.8	59.5	9.2	15.4	65.0	5.6
당기순이익	58.7	47.4	40.9	23.9	43.7	54.4	7.9
영업이익률(%)	40.9	40.9	38.6			39.0	
당기순이익률(%)	35.0	30.9	26.5			32.6	

자료: 하나증권

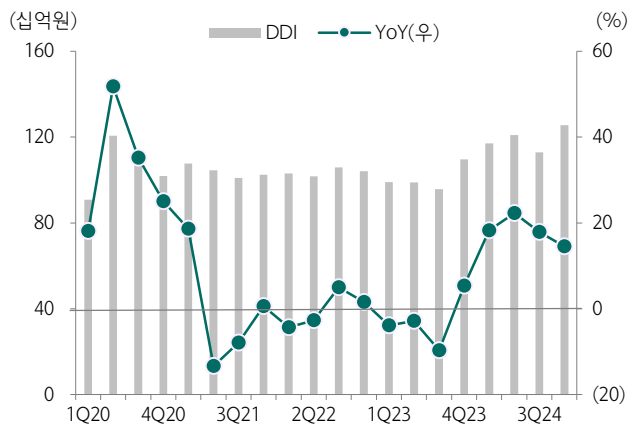
도표 2. 더블유게임즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	154.1	167.9	582.3	645.6	721.7
YoY(%)	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(2.7)	10.4	13.3	10.3	9.4	(5.7)	10.9	11.8
더블다운인터랙티브(DDI)	99.0	98.9	95.7	109.6	117.1	120.9	112.9	125.5	403.2	476.4	512.9
YoY(%)	(3.9)	(2.8)	(9.7)	5.4	18.3	22.3	17.9	14.5	(2.8)	18.2	7.7
슈퍼네이션	0.0	0.0	0.0	5.6	11.1	10.8	10.6	12.6	5.6	45.1	54.4
더블유게임즈(DUG)	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	42.2	41.2	42.3	179.1	169.1	208.8
YoY(%)	(1.2)	(5.9)	(18.7)	(18.4)	(6.3)	(6.4)	(6.1)	(3.5)	(11.5)	(5.6)	23.5
영업비용	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	94.6	99.3	369.0	388.7	456.2
YoY(%)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(14.7)	(0.4)	2.5	10.6	9.5	(14.9)	5.3	17.4
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	40.8	44.0	166.0	172.9	187.2
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	14.0	18.6	86.6	69.5	115.3
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.5	22.6	76.0	86.1	93.9
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.7	2.8	7.7	11.4	11.6
기타운영비	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	11.6	8.3	24.1	36.5	35.4
유무형상각비	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.0	3.0	8.7	12.4	12.8
영업이익	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	59.5	68.6	213.3	256.8	265.5
YoY(%)	8.0	20.3	13.0	21.9	33.9	33.4	9.9	9.2	16.0	20.4	3.4
영업이익률(%)	31.7	34.9	38.8	40.9	38.4	41.1	38.6	40.9	36.6	39.8	36.8
당기순이익	49.8	44.4	51.3	47.4	60.4	64.2	40.9	58.7	192.9	224.2	231.7
YoY(%)	50.1	(213.7)	(884.5)	(122.7)	21.3	44.5	(20.4)	23.9	흑전	16.2	3.4
당기순이익률(%)	34.3	30.8	36.7	30.9	37.7	39.3	26.5	35.0	33.1	34.7	32.1

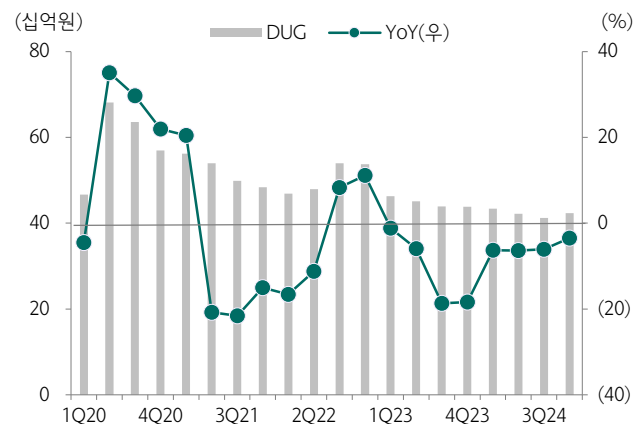
자료: 하나증권

도표 3. 더블다운인터랙티브(DDI) 매출 추이



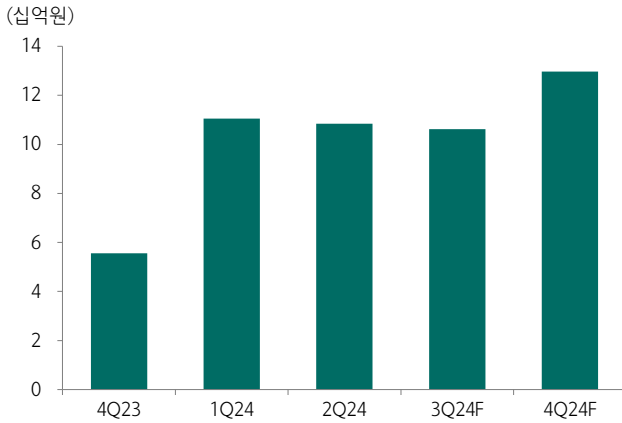
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 4. 더블유게임즈(DUG) 매출 추이



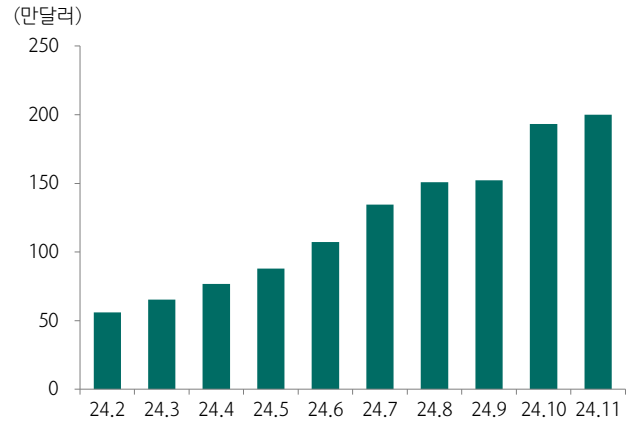
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 5. 슈퍼네이션 매출 추이



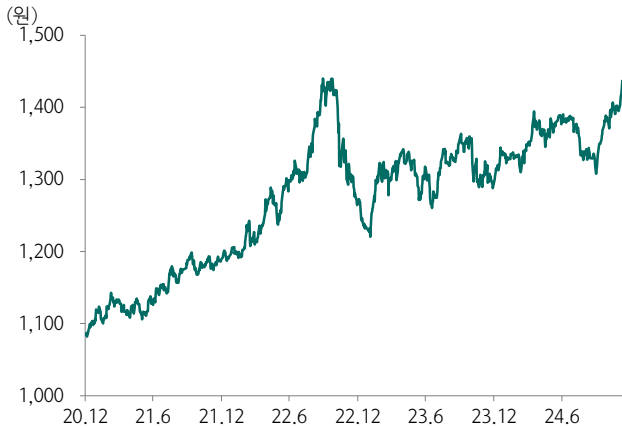
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 6. 머지 스튜디오 인수 전 매출 추이



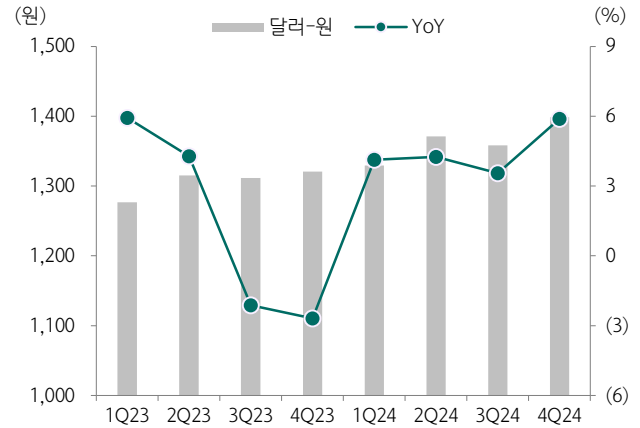
자료: 더블유게임즈, 하나증권

도표 7. 달러-원 환율 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 달러-원 분기 평균 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 9. 팍시 게임즈 소개

3 What & Who
회사소개

DOUBLEU GAMES

— 대표게임 <Merge Studio>를 통해 성장을 지속하고 있는 튀르키예 게임 개발 스튜디오

■ 회사 개요



● 회사 개요

회사명	Paxie Games
설립일	2021년 8월 설립
소재지	튀르키예
임직원수	40명 (2024년 3분기 말 현재 기준)
● 회사 연혁	
2021. 08	Paxie Games 설립
2021. 10	Pre-seed 투자 유치
2022. 03	<Merge Studio> 신규 앱 출시
2023. 04	Seed 투자 유치
2023. 04	<Tile Star> 신규 앱 출시
2023. 10	<Merge Studio> 앱 개선 작업 개시
2024. 10	<Mahjong Infinity> 신규 앱 출시
2024. 12	더블유게임즈로부터 파인수 (지분 60%)

■ 대표 게임



타이틀	Merge Studio: Fashion Makeover
특징	Makeup Style & Match 3D Games
장르	매지 미지2 (퍼즐)
BM	IAP + IAA



타이틀	Tile Star: Match Puzzle Game
특징	Makeover & Relaxing 3D Mahjong
장르	매지 페어 (퍼즐)
BM	IAP + IAA



타이틀	Mahjong Infinity: Tile Match
특징	Relaxing Mahjong puzzle!
장르	매지 페어 (퍼즐)
BM	IAP + IAA

자료: 더블유게임즈, 하나증권

8

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	617.3	582.3	645.6	721.7	747.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	617.3	582.3	645.6	721.7	747.8
판매비	433.4	369.0	388.7	456.2	484.4
영업이익	183.9	213.3	256.8	265.5	263.4
금융손익	13.4	31.2	31.8	31.1	39.3
중속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(489.6)	(0.1)	0.2	0.0	0.0
세전이익	(292.4)	244.3	288.9	296.7	302.7
법인세	(71.3)	51.4	64.8	64.9	66.3
계속사업이익	(221.1)	192.9	224.2	231.7	236.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(221.1)	192.9	224.2	231.7	236.4
비지배주주지분 손이익	(88.8)	43.8	55.1	62.0	63.3
지배주주순이익	(132.2)	149.1	169.0	169.7	173.2
지배주주지분포괄이익	(84.9)	156.8	163.6	101.6	103.7
NOPAT	139.0	168.4	199.3	207.4	205.7
EBITDA	196.2	222.0	268.3	270.7	267.7
성장성(%)					
매출액증가율	(1.09)	(5.67)	10.87	11.79	3.62
NOPAT증가율	(7.58)	21.15	18.35	4.06	(0.82)
EBITDA증가율	(10.00)	13.15	20.86	0.89	(1.11)
영업이익증가율	(3.41)	15.99	20.39	3.39	(0.79)
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	13.35	0.41	2.06
EPS증가율	적전	흑전	13.72	0.39	2.04
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	31.78	38.12	41.56	37.51	35.80
영업이익률	29.79	36.63	39.78	36.79	35.22
계속사업이익률	(35.82)	33.13	34.73	32.10	31.61

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(6,090)	6,915	7,864	7,895	8,056
BPS	36,653	43,526	51,161	57,912	64,804
CFPS	9,808	10,963	12,973	12,593	12,455
EBITDAPS	9,036	10,298	12,480	12,593	12,455
SPS	28,428	27,013	30,031	33,573	34,786
DPS	508	846	1,241	1,262	1,236
주가지표(배)					
PER	(6.57)	5.82	6.85	6.56	6.43
PBR	1.09	0.93	1.05	0.89	0.80
PCR	4.08	3.67	4.15	4.11	4.16
EV/EBITDA	3.54	3.27	3.18	2.61	2.07
PSR	1.41	1.49	1.79	1.54	1.49
재무비율(%)					
ROE	(16.82)	18.62	17.73	15.31	13.80
ROA	(10.10)	11.81	12.04	10.44	9.42
ROIC	22.16	30.78	30.44	32.04	32.25
부채비율	22.79	7.61	6.89	6.28	5.72
순부채비율	(44.82)	(38.74)	(49.42)	(55.97)	(61.15)
이자보상배율(배)	50.61	92.83	106.52	129.10	127.11

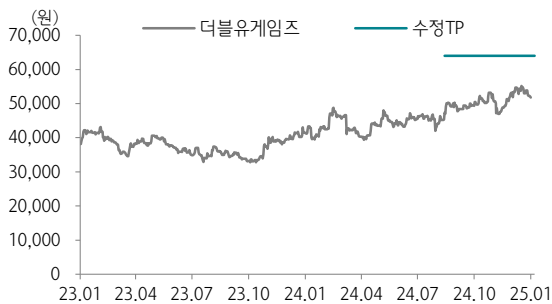
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	572.6	582.5	830.2	1,046.5	1,264.9
금융자산	510.4	513.0	751.6	961.4	1,175.5
현금성자산	302.7	298.5	491.6	693.2	901.8
매출채권	51.5	56.4	61.7	67.0	70.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	10.7	13.1	16.9	18.1	18.8
비유동자산	663.0	705.3	689.4	684.6	680.4
투자자산	4.4	6.7	6.5	6.9	7.1
금융자산	4.4	6.7	6.5	6.9	7.1
유형자산	1.8	1.8	0.9	0.1	0.0
무형자산	582.4	636.4	648.0	643.7	639.4
기타비유동자산	74.4	60.4	34.0	33.9	33.9
자산총계	1,235.6	1,287.8	1,519.6	1,731.0	1,945.3
유동부채	205.7	62.4	69.8	73.4	75.8
금융부채	37.3	28.5	29.3	30.2	30.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	168.4	33.9	40.5	43.2	45.1
비유동부채	23.6	28.7	28.2	28.9	29.4
금융부채	22.0	20.8	19.6	19.6	19.6
기타비유동부채	1.6	7.9	8.6	9.3	9.8
부채총계	229.3	91.1	98.0	102.3	105.2
지배주주지분	729.4	871.6	1,035.7	1,180.8	1,328.9
자본금	9.2	9.2	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	298.5	298.5	296.8	296.8	296.8
자본조정	(64.1)	(61.7)	(62.0)	(62.0)	(62.0)
기타포괄이익누계액	86.7	94.5	106.3	106.3	106.3
이익잉여금	399.1	531.2	683.7	828.8	976.9
비지배주주지분	276.9	325.1	385.9	447.9	511.2
자본총계	1,006.3	1,196.7	1,421.6	1,628.7	1,840.1
순금융부채	(451.1)	(463.6)	(702.6)	(911.7)	(1,125.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	118.8	95.9	266.5	239.3	242.4
당기순이익	(221.1)	192.9	224.2	231.7	236.4
조정	404.1	51.7	37.8	5.2	4.4
감가상각비	12.3	8.7	11.4	5.2	4.3
외환거래손익	3.5	8.9	9.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	388.3	34.1	17.4	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(64.2)	(148.7)	4.5	2.4	1.6
투자활동 현금흐름	86.1	(45.8)	(49.6)	(8.6)	(5.7)
투자자산감소(증가)	3.1	274.7	0.1	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(1.1)	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0
기타	84.1	(319.9)	(49.1)	(8.3)	(5.5)
재무활동 현금흐름	(85.5)	(17.6)	(19.3)	(23.8)	(24.5)
금융부채증가(감소)	(55.5)	(9.9)	(0.4)	0.8	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(18.1)	2.3	(2.4)	0.0	0.0
배당지급	(11.9)	(10.0)	(16.5)	(24.6)	(25.0)
현금의 증감	118.8	32.5	193.8	201.6	208.6
Unlevered CFO	213.0	236.3	278.9	270.7	267.7
Free Cash Flow	117.7	95.2	265.9	239.3	242.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

24.8.20 BUY 64,000

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 1월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 1월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 05일