EARNINGS PREVIEW

21 Jan. 2026

김혜영
인터넷·게임·레저 I hyyy@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

더블유게임즈 (192080)

4Q25 Preview: 갈 길 가는 중

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	70,000	70,000	유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (1/20)	50,400원
예상 주가상승률	38.9%
시가총액	10,834억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	21,496천주
52주 최저가 / 최고가	45,950 - 62,100원
3개월 일평균거래대금	19억원
외국인 지분율	18.3%
주요주주지분율(%)	
김가람 (외 7인)	44.3
자사주 (외 1인)	10.3
국민연금공단 (외 1인)	6.9

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	6.2	7.6	6.5
PBR(배)	2.8	3.5	2.3
EV/EBITDA(배)	1.4	1.5	0.6
배당수익률(%)	2.2	2.4	2.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.4)	(12.8)	(0.4)	(6.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(28.9)	(66.1)	(94.3)	(21.9)

Issue

4Q25E 실적 Preview

Pitch

4Q25E 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망. 적정주가 및 투자의견 유지

Rationale

- 4Q25E 연결 매출액은 1,925억원(+23.6% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익은 604억원(-0.1% YoY, +2.1% QoQ)으로 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망
- **[더블다운카지노 & 더블유카지노]** 더블다운카지노의 미국 앱스토어 매출 순위는 42위로 3Q25 38위 대비 소폭 하락하였으며 991억원(-1.2% YoY, +3.0% QoQ) 전망. 더블유카지노의 4Q25 매출 순위는 93위로 3Q25 94위와 비슷한 수준. 387억원(-1.8% YoY, -0.2% QoQ) 예상. 4Q25 평균 원달러 환율은 1,449원으로 3Q25 1,387원 대비 4% 상승하며 매출액 증가 효과가 일부 반영될 전망
- **[팍시게임즈]** 138억원(+11.2% QoQ)으로 추정. 마케팅비 비중을 70~80%로 유지하며 외형 성장 지속
- **[와우게임즈]** 144억원(+12.3% QoQ) 예상. 2025년 7월 14일에 연결 편입되어 13일분의 매출액이 빠졌던 3Q25와 달리 4Q25에는 매출이 온기로 반영되며 규모가 커질 전망
- **[영업비용]** DTC(Direct-to-Consumer) 결제 비중은 점진적으로 증가 중이며 4Q25 기준 10% 후반대 예상. 매출액 대비 플랫폼 비용은 22.6%인 435억원(+5.9% YoY, +2.3% QoQ)으로 추정. 마케팅비는 팍시게임즈의 공격적인 집행으로 366억원(+126.2% YoY, +9.4% QoQ) 전망
- 소셜카지노의 하향 안정화 기조 속에서 캐주얼 게임의 외형 성장은 지속 중. 이에 따른 이익률 감소는 디스카운트를 해소하는 과도기라고 판단. 주가 상승을 위해서는 M&A를 통한 구조적인 성장을 증명하는 게 필요

4Q25 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(E)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	192.5	200.9	(4.2)	195.5	(1.5)	155.8	23.6	186.2	3.4
영업이익	60.4	66.1	(8.6)	61.5	(1.8)	60.5	(0.1)	59.2	2.1
당기순이익	43.8	42.7	2.6	44.8	(2.2)	61.1	(28.3)	41.7	4.9
OPM	31.4	32.9	-1.5%p	31.5	-0.1%p	38.8	-7.5%p	31.8	-0.4%p
NIM	22.8	21.3	1.5%p	22.9	-0.2%p	39.2	-16.5%p	22.4	0.3%p

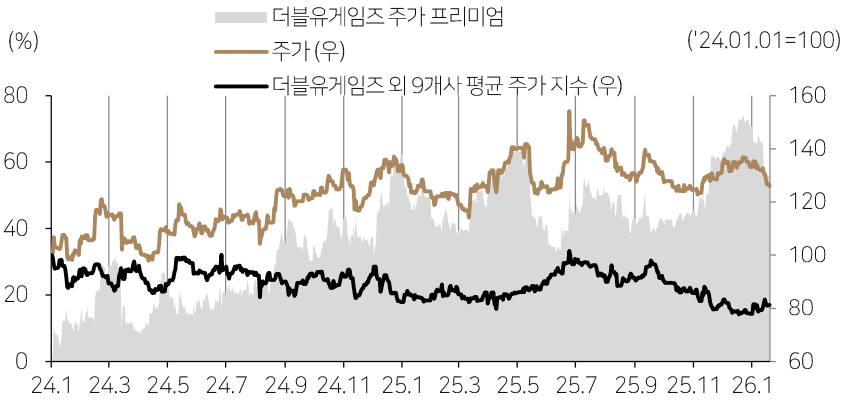
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 더블유게임즈 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	167.2	1Q26~4Q26
보통주	(천 주)	21,496	
EPS	(원)	7,780	1Q26~4Q26
적정 P/E	(배)	9.0	향후 iGaming과 캐주얼 게임의 성장 기대감 반영
적정 주가	(원)	70,000	반올림 적용
현재 주가 (1/20)	(원)	50,400	
상승 여력	(%)	38.9%	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 더블유게임즈 주가 프리미엄/디스카운트



Note: 9개사는 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 카카오게임즈, 위메이드, 네오위즈, 컴투스, 데브시스터즈
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 더블유게임즈 M&A 내용

투자 시기	투자 회사	투자 금액	지분율	내용
2Q17	DoubleDown Interactive	9,262 억원	100.0%	미국의 대표적인 소셜 카지노 기업
4Q23	SuprNation	436 억원	67.1%	유럽 기반의 iGaming 업체
1Q25	Paxie Games	413 억원	60.0%	튀르키예의 캐주얼 게임 개발사
3Q25	WHOW Games	874 억원	100.0%	독일의 소셜 카지노 게임 개발사

Source: 다올투자증권

Fig. 4: 더블유게임즈 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	162.0	171.9	186.2	192.5	187.3	194.2	201.3	214.5	633.5	712.6	797.4
더블다운인터액티브(DDI)	121.3	97.3	97.5	123.5	118.6	122.9	127.5	138.8	465.6	439.6	507.7
더블다운카지노	100.3	95.6	96.1	99.1	94.0	97.0	100.0	110.0	412.3	391.0	401.0
기타	1.8	1.7	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	8.2	6.4	5.7
더블유게임즈(DUG)	40.7	40.9	40.8	40.8	39.5	39.8	40.2	40.1	167.9	163.3	159.6
더블유카지노	38.9	39.4	38.8	38.7	37.5	37.8	38.2	38.1	159.4	155.8	151.6
기타	1.8	1.6	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	8.5	7.5	8.0
슈퍼네이션	19.2	21.8	22.5	22.9	23.1	24.5	26.1	27.4	45.1	86.4	101.1
팍시 게임즈	10.7	12.0	12.4	13.8	14.4	15.4	16.5	17.5	-	48.9	63.7
와우게임즈	-	-	12.8	14.4	15.0	16.0	17.2	18.2	-	27.3	66.4
매출 y/y growth	*0.9%*	*5.4%*	*20.8%*	*23.6%*	*15.7%*	*12.9%*	*8.1%*	*11.4%*	*8.8%*	*12.5%*	*11.9%*
더블다운인터액티브(DDI)	*3.6%*	*-19.6%*	*-13.6%*	*7.7%*	*-2.3%*	*26.4%*	*30.7%*	*12.4%*	*15.5%*	*-5.6%*	*15.5%*
더블다운카지노	*-3.4%*	*-11.4%*	*-4.2%*	*-1.2%*	*-6.2%*	*1.4%*	*4.1%*	*11.0%*	*6.1%*	*-5.2%*	*2.5%*
기타	*-18.7%*	*-22.5%*	*-25.0%*	*-21.7%*	*-23.1%*	*-15.0%*	*-0.9%*	*-2.0%*	*-10.8%*	*-21.9%*	*-11.2%*
더블유게임즈(DUG)	*-6.2%*	*-3.0%*	*-0.9%*	*-0.8%*	*-3.0%*	*-2.7%*	*-1.7%*	*-1.7%*	*-6.3%*	*-2.8%*	*-2.3%*
더블유카지노	*-6.0%*	*-2.3%*	*1.4%*	*-1.8%*	*-3.6%*	*-3.9%*	*-1.6%*	*-1.6%*	*-6.6%*	*-2.3%*	*-2.7%*
기타	*-10.8%*	*-17.1%*	*-30.4%*	*22.9%*	*10.6%*	*26.3%*	*-2.9%*	*-3.9%*	*1.1%*	*-12.4%*	*6.2%*
슈퍼네이션	*73.7%*	*100.8%*	*111.8%*	*82.6%*	*20.5%*	*12.7%*	*15.8%*	*19.2%*	*710.3%*	*91.7%*	*17.0%*
팍시 게임즈	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*34.1%*	*28.6%*	*32.5%*	*26.2%*	-	-	*30.1%*
와우게임즈	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*33.8%*	*26.2%*	-	-	-
영업비용	107.2	117.6	127.0	132.1	129.1	133.2	137.3	144.9	384.7	483.9	544.5
플랫폼(앱 수수료)	41.0	41.1	42.5	43.5	46.8	48.5	50.3	53.6	169.9	168.1	199.3
마케팅	23.8	31.9	33.4	36.6	33.7	35.0	36.2	38.6	67.1	125.7	143.5
인건비	23.7	22.4	23.5	23.8	24.0	24.2	24.5	24.7	86.5	93.4	97.4
로열티	3.6	3.7	6.8	7.0	3.9	4.1	4.2	4.5	11.6	21.1	16.7
기타운영비	12.1	14.3	14.6	15.1	14.7	15.2	15.8	16.8	37.2	56.0	62.4
유무형상각비	3.1	4.3	6.2	6.2	6.0	6.2	6.2	6.7	12.4	19.7	25.1
% of Revenue (%)	*66.2%*	*68.4%*	*68.2%*	*68.6%*	*68.9%*	*68.6%*	*68.2%*	*67.6%*	*60.7%*	*67.9%*	*68.3%*
y/y growth (%)	*8.5%*	*22.4%*	*34.3%*	*38.6%*	*20.4%*	*13.3%*	*8.1%*	*9.7%*	*4.3%*	*25.8%*	*12.5%*
영업이익	54.8	54.3	59.2	60.4	58.2	61.0	64.0	69.6	248.7	228.6	252.8
OPM (%)	*33.8%*	*31.6%*	*31.8%*	*31.4%*	*31.1%*	*31.4%*	*31.8%*	*32.4%*	*39.3%*	*32.1%*	*31.7%*
y/y growth (%)	*-11.2%*	*-19.0%*	*-0.5%*	*-0.1%*	*6.3%*	*12.2%*	*8.3%*	*15.2%*	*16.6%*	*-8.1%*	*10.6%*
영업외손익	6	-10	13	18	12	8	10	9	66	27	39
세전이익	61	44	72	78	70	69	74	79	309	256	292
당기순이익	46	33	56	59	54	53	57	61	238	194	225
NIM (%)	*28.3%*	*19.2%*	*30.3%*	*30.4%*	*28.8%*	*27.3%*	*28.4%*	*28.3%*	*37.5%*	*27.2%*	*28.2%*
지배주주순이익	34.2	22.7	41.8	43.8	39.9	39.0	42.7	45.6	187.2	142.5	167.2
NIM (지배주주, %)	*21.1%*	*13.2%*	*22.4%*	*22.8%*	*21.3%*	*20.1%*	*21.2%*	*21.2%*	*29.5%*	*20.0%*	*21.0%*

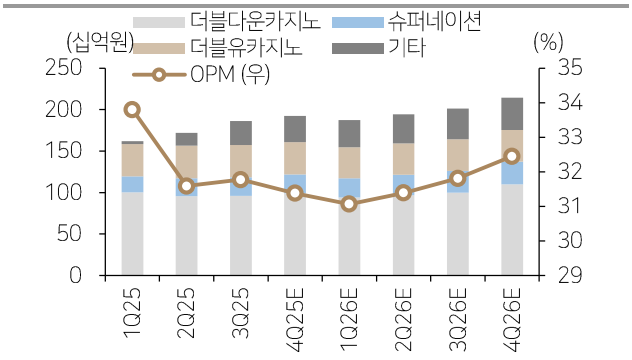
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 더블유게임즈 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12
매출액	195.0	202.0	209.2	223.1	187.3	194.2	201.3	214.5	(3.9)	(3.9)	(3.8)	(3.9)
영업이익	63.6	66.5	69.6	75.6	58.2	61.0	64.0	69.6	(8.5)	(8.4)	(7.9)	(8.0)
OPM(%)	32.6	32.9	33.3	33.9	31.1	31.4	31.8	32.4	(1.6)	(1.5)	(1.4)	(1.5)
지배주주순이익	41.2	43.5	45.5	49.5	39.9	39.0	42.7	45.6	(3.2)	(10.3)	(6.2)	(8.0)
NIM(%)	21.1	21.5	21.8	22.2	21.3	20.1	21.2	21.2	0.2	(1.4)	(0.6)	(1.0)

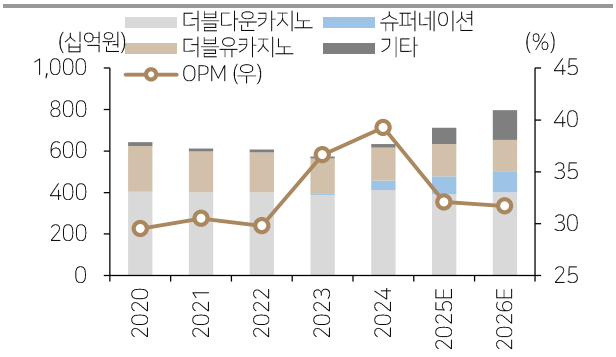
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 더블유게임즈 분기 매출액 추이



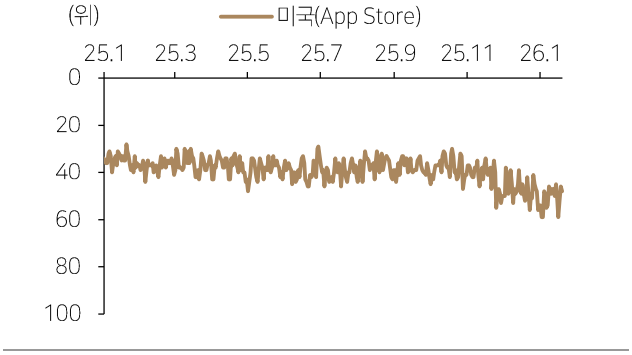
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 더블유게임즈 연간 매출액 추이



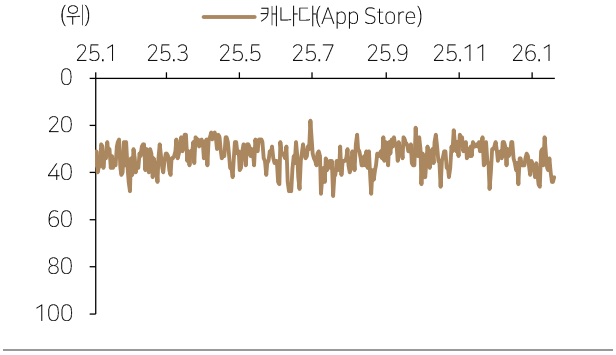
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 더블다운카지노 미국 매출 순위



Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 9: 더블다운카지노 캐나다 매출 순위



Source: Mobile Index, 다올투자증권

더블유게임즈 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583.3	893.3	867.2	1,091.2	1,291.2
현금성자산	512.9	819.0	770.6	986.8	1,175.8
매출채권	58.8	65.9	75.9	82.8	92.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	705.3	753.0	964.8	1,001.7	1,040.0
투자자산	67.1	33.3	81.5	82.8	84.1
유형자산	1.8	2.8	3.2	3.1	2.9
무형자산	636.4	716.9	880.1	915.8	953.0
자산총계	1,288.6	1,646.3	1,832.0	2,092.9	2,331.2
유동부채	63.2	57.2	89.7	153.4	164.7
매입채무	25.2	28.6	50.1	56.4	62.9
유동성이자부채	29.4	7.3	18.0	22.0	26.0
비유동부채	28.7	32.7	107.6	113.6	119.8
비유동이자부채	20.8	18.5	56.5	60.5	64.5
부채총계	91.9	89.9	197.3	267.1	284.5
자본금	9.2	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	298.5	296.8	96.8	96.8	96.8
이익잉여금	531.2	701.8	1,020.6	1,211.6	1,432.5
자본조정	32.7	121.9	62.3	62.3	62.3
자기주식	(64.0)	(64.3)	(84.9)	(84.9)	(84.9)
자본총계	1,196.7	1,556.4	1,634.7	1,825.8	2,046.7
투하자본	730.6	761.3	887.3	870.1	910.0
순차입금	(474.3)	(801.6)	(716.8)	(925.9)	(1,107.8)
ROA	15.3	16.6	11.1	11.5	11.7
ROE	24.1	24.3	16.7	17.5	17.4
ROIC	24.3	25.8	21.0	22.2	25.5

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582.3	633.5	712.6	797.4	881.2
증가율 (Y-Y,%)	(5.7)	8.8	12.5	11.9	10.5
영업이익	213.3	248.7	228.6	252.8	294.9
증가율 (Y-Y,%)	16.0	16.6	(8.1)	10.6	16.7
EBITDA	222.0	261.1	246.3	271.8	314.1
영업외손익	31.0	66.1	26.9	39.3	41.5
순이자수익	22.3	26.0	21.0	0.0	0.0
외화관련손익	6.4	22.5	(7.0)	0.0	0.0
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	244.3	314.8	255.5	292.1	336.4
당기순이익	192.9	243.3	193.8	224.9	259.0
지배기업당기순이익	149.1	187.2	142.5	167.2	195.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	26.1	(20.4)	16.1	15.2
NOPLAT	168.4	192.2	173.4	194.7	227.1
(+) Dep	8.7	12.4	17.7	19.0	19.2
(-) 운전자본투자	38.3	(12.3)	0.6	(52.0)	3.7
(-) Capex	0.6	1.7	1.2	1.3	1.4
OpFCF	138.1	215.2	189.2	264.3	241.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.0)	0.5	4.9	11.0	11.6
영업이익증가율(3Yr)	3.2	9.3	7.5	5.8	5.8
EBITDA증가율(3Yr)	(2.4)	6.2	7.9	7.0	6.4
순이익증가율(3Yr)	15.6	15.9	n/a	5.3	2.1
영업이익률(%)	36.6	39.3	32.1	31.7	33.5
EBITDA마진(%)	38.1	41.2	34.6	34.1	35.6
순이익률 (%)	33.1	38.4	27.2	28.2	29.4

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	95.9	274.7	205.9	187.0	158.6
당기순이익	192.9	243.3	193.8	224.9	259.0
자산상각비	8.7	12.4	17.7	19.0	19.2
운전자본증감	(148.7)	9.9	12.6	52.0	(3.7)
매출채권감소(증가)	(2.3)	1.1	(0.9)	(7.0)	(10.1)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	(123.2)	1.1	9.3	6.4	6.5
투자현금	(45.8)	(33.0)	(127.9)	(11.6)	(12.0)
단기투자자산감소	(8.9)	(37.9)	(13.2)	(9.0)	(9.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.6)	(1.7)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
유무형자산감소	(0.0)	(0.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
재무현금	(52.7)	(43.4)	(47.2)	31.8	33.1
차입금증가	(38.0)	(26.2)	(2.8)	8.0	8.0
자본증가	5.3	16.7	3.4	23.8	25.1
배당금지급	(10.0)	(16.9)	(24.0)	(23.8)	(25.1)
현금 증감	(4.2)	247.1	3.8	207.2	179.7
총현금흐름(Gross CF)	236.3	272.2	218.3	135.1	162.4
(-) 운전자본증가(감소)	38.3	(12.3)	0.6	(52.0)	3.7
(-) 설비투자	0.6	1.7	1.2	1.3	1.4
(+) 자산매각	(0.0)	(0.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	41.8	249.0	103.0	175.4	146.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	41.8	249.0	103.0	175.4	146.6

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,935	8,708	6,630	7,780	9,112
BPS	12,929	19,284	14,442	21,667	30,216
DPS	846	1,200	1,200	1,270	1,280
Multiples(x,%)					
PER	5.8	6.2	7.6	6.5	5.5
PBR	3.1	2.8	3.5	2.3	1.7
EV/ EBITDA	1.8	1.4	1.5	0.6	(0.1)
배당수익율	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5
PCR	3.7	4.3	5.0	8.0	6.7
PSR	1.5	1.8	1.5	1.4	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	7.7	5.8	12.1	14.6	13.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	922.5	1,561.0	966.9	711.1	784.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.2	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	55.7	47.2	51.0	44.9	41.9
현금+투자자산(%)	44.3	52.8	49.0	55.1	58.1
자본구조					
차입금(%)	4.0	1.6	4.4	4.3	4.2
자기자본(%)	96.0	98.4	95.6	95.7	95.8

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

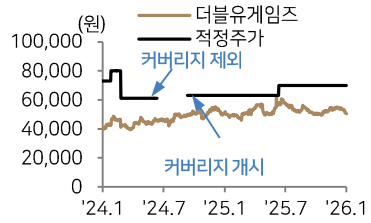
투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

더블유게임즈 (192080)



일자	2024.02.15	2024.03.18	커버리지	커버리지	2024.10.08	2025.07.04
투자의견	BUY	BUY	제외	개시	BUY	BUY
적정주가	80,000원	61,000원			63,000원	70,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.02.15	80,000	46,267	48,750	-42.17%	-39.06%
2024.03.18	61,000	45,260	50,300	-25.8%	-17.54%
2024.10.08	63,000	51,484	62,100	-18.28%	-1.43%
2025.07.04	70,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.