EARNINGS PREVIEW

4 July. 2025

김혜영
인터넷·게임·레저 I hyyy@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

더블유게임즈 (192080)

2Q25 Preview: 외형 성장 진행 중

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	70,000	63,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (7/3)	57,800원
예상 주가상승률	21.1%
시가총액	12,425억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	21,496천주
52주 최저가 / 최고가	42,000 - 62,100원
3개월 일평균거래대금	42억원
외국인 지분율	18.0%
주요주주지분율(%)	
김가람 (외 7인)	44.3
자사주 (외 1인)	7.2
국민연금공단 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	6.2	8.1	6.9
PBR(배)	2.8	2.8	2.0
EV/EBITDA(배)	1.4	1.1	0.2
배당수익률(%)	2.2	2.4	3.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	16.2	10.5	27.9	7.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.7	(17.1)	16.3	(22.6)

Issue

2Q25E 실적 Preview

Pitch

2Q25E 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망. 적정 P/E를 8.0x에서 9.0x로 변경함에 따라 적정주가를 70,000원으로 상향

Rationale

- 2Q25E 연결 매출액은 1,835억원(+12.5% YoY, +13.3% QoQ), 영업이익은 587억원(-12.4% YoY, +7.3% QoQ) 예상. 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스에 부합할 전망. 팍시 게임즈(Paxie Games)가 연결 편입되며 외형 성장 예상
- **[더블다운카지노 & 더블유카지노]** 더블다운카지노의 미국 앱스토어 매출 순위는 38위로 1Q25 36위 대비 소폭 하락하였으며 1,023억원(-5.3% YoY, +2.0% QoQ) 전망. 더블유카지노의 2Q25 매출 순위는 92위로 1Q25 89위 대비 하락. 388억원(-3.7% YoY, -0.2% QoQ) 예상
- **[슈퍼네이션]** 252억원(+132.0% YoY, +31.1% QoQ)으로 추정. 시장 확대를 목표로 마케팅비를 예상 매출액의 40%로 집행 중. 1분기에는 추운 날씨와 연초 효과로 마케팅 효율이 높았던 시기였기 때문에 전 분기 대비 성장률은 소폭 둔화 예상
- **[팍시게임즈]** 137억원(+27.6% QoQ)으로 추정. 2Q25에도 외형 성장을 위해 마케팅을 공격적으로 진행했기 때문에 전 분기 대비 성장 전망
- 마케팅비는 330억원(+108.3% YoY, +38.9% QoQ)으로 추정. 팍시 게임즈의 연결 편입 효과로 절대적인 금액이 증가할 전망
- 인건비는 244억원(+11.6% YoY, +3.0% QoQ)으로 예상. 팍시 게임즈의 인건비는 분기당 7~8억원이기 때문에 큰 폭의 증가는 없다고 추정
- 2025년은 비카지노 게임에 마케팅비를 투자하며 외형 성장을 하는 시기. 이익보다 매출 성장에 집중해야 할 때라고 판단. **적정 P/E를 8.0x에서 9.0x로 변경함에 따라 적정주가를 70,000원으로 상향**

2Q25 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
매출액	183.5	170.5	7.6	176.1	4.2	163.1	12.5	162.0	13.3
영업이익	58.7	65.8	(10.7)	61.6	(4.6)	67.1	(12.4)	54.8	7.3
당기순이익	36.6	42.4	(13.5)	40.7	(10.0)	49.0	(25.2)	34.2	7.0
OPM	32.0	38.6	-6.6%p	35.0	-3.0%p	41.1	-9.1%p	33.8	-1.8%p
NIM	20.0	24.9	-4.9%p	23.1	-3.1%p	30.0	-10.1%p	21.1	-1.2%p

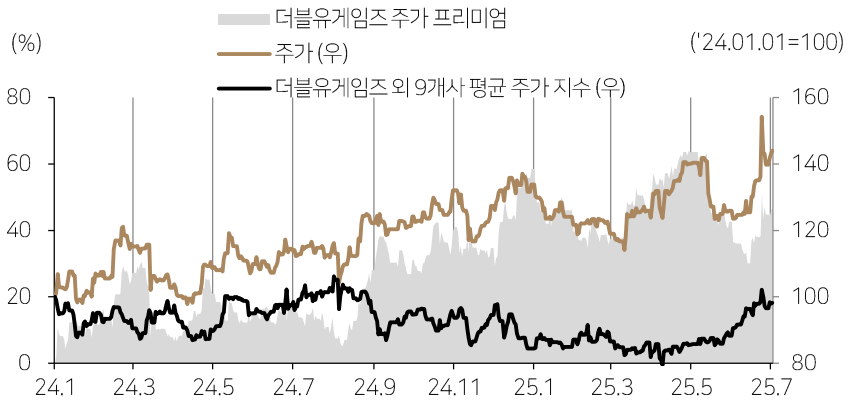
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 더블유게임즈 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	167.3	3Q25~2Q26
보통주	(천 주)	21,496	
EPS	(원)	7,782	3Q25~2Q26
적정 P/E	(배)	9.0	향후 iGaming과 캐주얼 게임의 성장 기대감 반영
적정 주가	(원)	70,000	반올림 적용
현재 주가 (7/3)	(원)	57,800	
상승 여력	(%)	21.1%	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 더블유게임즈 주가 프리미엄/디스카운트



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 더블유게임즈 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	183.5	192.8	200.9	633.5	739.2	829.4
더블다운인터액티브(DDI)	117.1	120.9	112.9	114.7	121.3	129.3	135.3	140.2	465.6	526.0	578.0
더블다운카지노	103.8	107.9	100.3	100.3	100.3	102.3	105.5	107.6	412.3	415.5	435.3
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	25.2	28.0	30.8	45.1	103.1	135.6
기타	2.3	2.2	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	8.2	7.3	7.2
더블유게임즈(DUG)	43.4	42.2	41.2	41.1	40.7	40.6	40.9	40.9	167.9	163.1	159.9
더블유카지노	41.4	40.3	38.3	39.4	38.9	38.8	39.2	39.1	159.4	156.0	153.1
기타	2.0	1.9	3.0	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	8.5	7.1	6.8
팍시 게임즈(Paxie Games)	-	-	-	-	-	13.7	16.6	19.9	0.0	60.8	91.4
매출 y/y growth	*10.4%*	*13.3%*	*10.3%*	*1.5%*	*0.9%*	*12.5%*	*25.1%*	*28.9%*	*8.8%*	*16.7%*	*12.2%*
더블다운인터액티브(DDI)	*18.3%*	*22.3%*	*17.9%*	*4.6%*	*3.6%*	*6.9%*	*19.9%*	*22.2%*	*15.5%*	*13.0%*	*9.9%*
더블다운카지노	*8.0%*	*11.8%*	*7.0%*	*-1.7%*	*-3.4%*	*-5.3%*	*5.1%*	*7.3%*	*6.1%*	*0.8%*	*4.8%*
슈퍼네이션	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*125.9%*	*73.7%*	*132.0%*	*163.4%*	*144.9%*	*n/a*	*128.7%*	*31.5%*
기타	*-21.6%*	*-5.8%*	*-1.4%*	*-10.1%*	*-18.7%*	*-15.2%*	*-4.5%*	*-1.3%*	*-10.8%*	*-10.5%*	*-2.3%*
더블유게임즈(DUG)	*-6.3%*	*-6.4%*	*-6.1%*	*-6.3%*	*-6.2%*	*-3.8%*	*-0.6%*	*-0.6%*	*-6.3%*	*-2.9%*	*-2.0%*
더블유카지노	*-6.3%*	*-6.3%*	*-8.6%*	*-5.4%*	*-6.0%*	*-3.7%*	*2.4%*	*-0.9%*	*-6.6%*	*-2.1%*	*-1.9%*
기타	*-6.2%*	*-8.2%*	*43.2%*	*-22.7%*	*-10.8%*	*-6.4%*	*-39.6%*	*5.5%*	*1.1%*	*-16.6%*	*-4.2%*
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	124.8	130.1	134.8	384.7	496.8	554.0
플랫폼(앱 수수료)	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	46.2	48.6	50.6	169.9	186.4	207.3
마케팅	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	33.0	34.7	36.2	67.1	127.7	149.3
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	24.4	24.6	24.9	86.5	97.6	102.0
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.9	4.0	4.2	11.6	15.7	17.4
기타운영비	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	13.6	14.3	14.9	37.2	54.9	61.4
유무형상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	3.7	3.9	4.0	12.4	14.6	16.6
% of Revenue	*61.6%*	*58.9%*	*61.4%*	*61.2%*	*66.2%*	*68.0%*	*67.5%*	*67.1%*	*60.7%*	*67.2%*	*66.8%*
y/y growth (%)	*-0.4%*	*2.5%*	*10.6%*	*5.1%*	*8.5%*	*29.9%*	*37.5%*	*41.4%*	*4.3%*	*29.1%*	*11.5%*
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	58.7	62.7	66.1	248.7	242.3	275.4
OPM (%)	*38.4%*	*41.1%*	*38.6%*	*38.8%*	*33.8%*	*32.0%*	*32.5%*	*32.9%*	*39.3%*	*32.8%*	*33.2%*
y/y growth (%)	*33.9%*	*33.4%*	*9.9%*	*-3.7%*	*-11.2%*	*-12.4%*	*5.4%*	*9.3%*	*16.6%*	*-2.6%*	*13.6%*
영업외손익	14	15	-4	41	6	5	6	7	66	25	31
세전이익	76	82	55	95	61	64	69	73	309	267	306
당기순이익	60	64	41	72	46	0	0	0	238	46	0
NIM (%)	*37.7%*	*39.3%*	*26.5%*	*46.4%*	*28.3%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*37.5%*	*6.2%*	*n/a*
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	36.6	39.9	42.7	187.2	153.4	179.8
NIM (지배주주, %)	*29.4%*	*30.0%*	*19.4%*	*39.2%*	*21.1%*	*20.0%*	*20.7%*	*21.3%*	*29.5%*	*20.8%*	*21.7%*

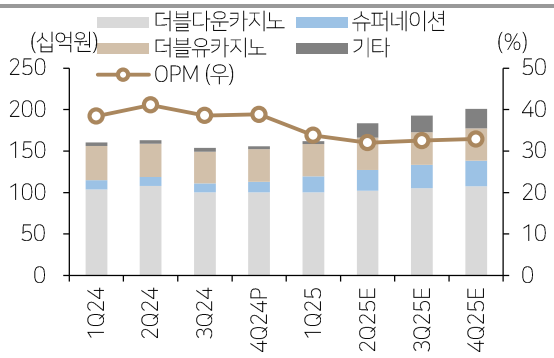
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 더블유게임즈 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2024.12	2025.03	2025.06	2025.09	2024.12	2025.03	2025.06	2025.09
매출액	170.5	177.4	182.8	176.6	183.5	192.8	200.9	195.0	7.6	8.7	9.9	10.5
영업이익	65.8	68.4	70.5	70.8	58.7	62.7	66.1	63.6	(10.7)	(8.4)	(6.2)	(10.1)
OPM(%)	38.6	38.6	38.6	40.1	32.0	32.5	32.9	32.6	(6.6)	(6.1)	(5.7)	(7.5)
지배주주순이익	42.4	42.9	45.5	45.5	36.6	39.9	42.7	41.2	(13.5)	(7.1)	(6.2)	(9.5)
NIM(%)	24.9	24.2	24.9	25.8	20.0	20.7	21.3	21.1	(4.9)	(3.5)	(3.6)	(4.6)

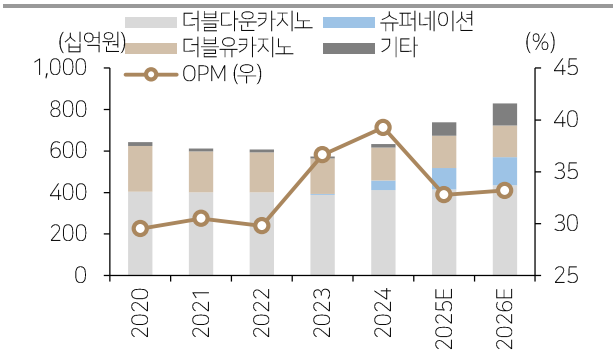
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 더블유게임즈 분기 매출액 추이



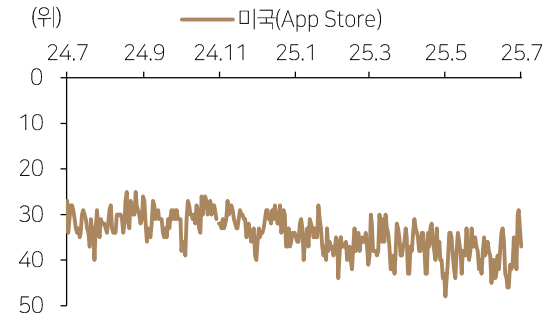
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 더블유게임즈 연간 매출액 추이



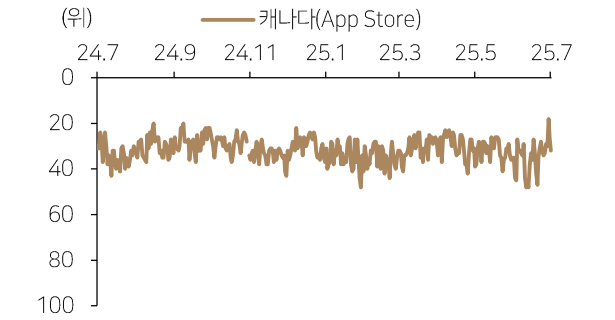
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 더블다운카지노 미국 매출 순위



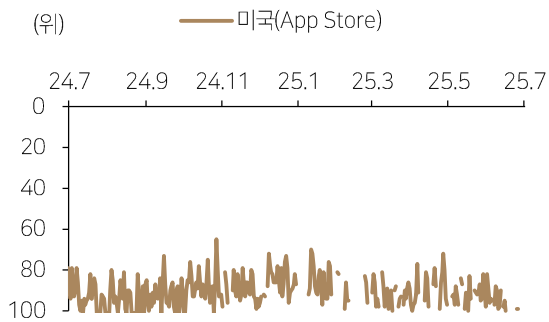
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 8: 더블다운카지노 캐나다 매출 순위



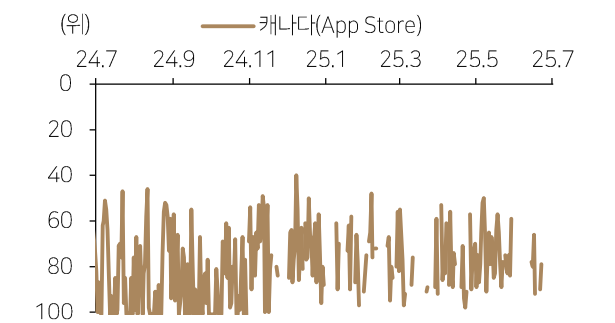
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 9: 더블유카지노 미국 매출 순위



Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 10: 더블유카지노 캐나다 매출 순위



Source: Mobile Index, 다올투자증권

더블유게임즈 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	20234	2025E	2026E	2027E
유동자산	583.3	893.3	1,007.9	1,245.4	1,474.0
현금성자산	512.9	819.0	989.0	1,225.6	1,453.4
매출채권	58.8	65.9	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	705.3	753.0	851.9	886.2	921.9
투자자산	67.1	33.3	32.9	34.2	35.5
유형자산	1.8	2.8	2.9	2.7	2.6
무형자산	636.4	716.9	816.2	849.3	883.8
자산총계	1,288.6	1,646.3	1,859.9	2,131.6	2,395.9
유동부채	63.2	57.2	91.1	150.3	161.9
매입채무	25.2	28.6	59.0	60.8	67.6
유동성이자부채	29.4	7.3	10.5	14.5	18.5
비유동부채	28.7	32.7	67.1	71.9	76.7
비유동이자부채	20.8	18.5	46.8	50.8	54.8
부채총계	91.9	89.9	158.3	222.2	238.6
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	1,031.5	1,239.2	1,487.2
자본조정	32.7	121.9	126.7	126.7	126.7
자기주식	(64.0)	(64.3)	(57.3)	(57.3)	(57.3)
자본총계	1,196.7	1,556.4	1,701.6	1,909.4	2,157.3
투하자본	730.6	761.3	768.1	747.2	775.4
순차입금	(474.3)	(801.6)	(950.6)	(1,180.0)	(1,400.6)
ROA	15.3	16.6	11.5	11.6	11.7
ROE	24.1	24.3	16.8	16.9	16.6
ROIC	24.3	25.8	23.9	27.4	31.3

손익계산서

(십억원)	2023	20234	2025E	2026E	2027E
매출액	582.3	633.5	739.2	829.4	906.3
증가율 (Y-Y,%)	(5.7)	8.8	16.7	12.2	9.3
영업이익	213.3	248.7	242.3	275.4	315.3
증가율 (Y-Y,%)	16.0	16.6	(2.6)	13.6	14.5
EBITDA	222.0	261.1	254.5	287.5	327.4
영업외손익	31.0	66.1	24.8	31.1	35.6
순이자수익	22.3	26.0	7.0	0.0	0.0
외화관련손익	6.4	22.5	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	244.3	314.8	267.1	306.5	350.9
당기순이익	192.9	243.3	201.1	231.4	264.9
지배기업당기순이익	149.1	187.2	153.4	179.8	209.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	26.1	(17.4)	15.1	14.5
NOPLAT	168.4	192.2	182.4	207.9	238.0
(+) Dep	8.7	12.4	12.2	12.2	12.2
(-) 운전자본투자	38.3	(12.3)	(85.9)	(54.4)	(6.7)
(-) Capex	0.6	1.7	1.7	1.9	1.9
OpFCF	138.1	215.2	278.8	272.6	255.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.0)	0.5	6.2	12.5	12.7
영업이익증가율(3Yr)	3.2	9.3	9.6	8.9	8.2
EBITDA증가율(3Yr)	(2.4)	6.2	9.1	9.0	7.8
순이익증가율(3Yr)	15.6	15.9	n/a	6.3	2.9
영업이익률(%)	36.6	39.3	32.8	33.2	34.8
EBITDA마진(%)	38.1	41.2	34.4	34.7	36.1
순이익률 (%)	33.1	38.4	27.2	27.9	29.2

현금흐름표

(십억원)	2023	20234	2025E	2026E	2027E
영업현금	95.9	274.7	212.6	204.5	185.0
당기순이익	192.9	243.3	201.1	231.4	264.9
자산상각비	8.7	12.4	12.2	12.2	12.2
운전자본증감	(148.7)	9.9	61.7	54.4	6.7
매출채권감소(증가)	(2.3)	1.1	68.7	0.0	0.0
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	(123.2)	1.1	(2.7)	1.8	6.8
투자현금	(45.8)	(33.0)	(10.4)	(13.5)	(13.9)
단기투자자산감소	(8.9)	(37.9)	21.8	(9.7)	(10.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.6)	(1.7)	(1.7)	(1.9)	(1.9)
유무형자산감소	(0.0)	(0.8)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
재무현금	(52.7)	(43.4)	4.6	35.9	46.7
차입금증가	(38.0)	(26.2)	4.6	8.0	8.0
자본증가	5.3	16.7	24.0	27.9	38.7
배당금지급	(10.0)	(16.9)	(24.0)	(27.9)	(38.7)
현금 증감	(4.2)	247.1	205.3	227.0	217.7
총현금흐름(Gross CF)	236.3	272.2	146.3	150.1	178.3
(-) 운전자본증가(감소)	38.3	(12.3)	(85.9)	(54.4)	(6.7)
(-) 설비투자	0.6	1.7	1.7	1.9	1.9
(+) 자산매각	(0.0)	(0.8)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
Free Cash Flow	41.8	249.0	197.6	191.1	171.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	41.8	249.0	197.6	191.1	171.0

주요투자지표

(원, 배)	2023	20234	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,935	8,708	7,138	8,365	9,735
BPS	12,929	19,284	20,918	29,041	38,972
DPS	846	1,200	1,410	1,950	2,060
Multiples(x,%)					
PER	5.8	6.2	8.1	6.9	5.9
PBR	3.1	2.8	2.8	2.0	1.5
EV/ EBITDA	1.8	1.4	1.1	0.2	n/a
배당수익율	2.1	2.2	2.4	3.4	3.6
PCR	3.7	4.3	8.5	8.3	7.0
PSR	1.5	1.8	1.7	1.5	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	7.7	5.8	9.3	11.6	11.1
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	1,106.2	828.4	910.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.1	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	55.7	47.2	42.9	37.2	34.2
현금+투자자산(%)	44.3	52.8	57.1	62.8	65.8
자본구조					
차입금(%)	4.0	1.6	3.3	3.3	3.3
자기자본(%)	96.0	98.4	96.7	96.7	96.7

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 : 87.8%	HOLD : 12.2%	SELL : 0.0%

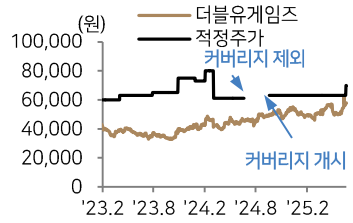
투자등급 관련사항

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	2023.08.10	2023.11.10	2024.01.10	2024.02.15	2024.03.18	커버리지
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	제외
적정주가	65,000원	75,000원	73,000원	80,000원	61,000원	
일자	커버리지	2024.10.08	2025.07.04			
투자의견	개시	BUY	BUY			
적정주가		63,000원	70,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.08.10	65,000	35,118	40,098	-36.2%	-27.15%
2023.11.10	75,000	39,916	43,019	-37.15%	-32.27%
2024.01.10	73,000	41,774	43,358	-32.43%	-29.86%
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(2025년 7월 3일)
** 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.