



하나금융그룹

2020년 3월 11일 | Equity Research

# 더블유게임즈 (192080)

## 펀더멘털의 안정성과 가치재평가 부각

### 시장변수에 비탄력적이면서도 안정적인 실적개선에 이벤트까지

최근 극대화되고 있는 시장변동성에도 불구하고 경기변수에 비탄력적인 게임 업종에 속해 있으며, 소셜카지노라는 장르 특성상 게임산업 내에서도 최고의 안정성을 보유하고 있다는 점에서 더블유게임즈의 투자 심리가 개선되고 있다. 여기에 시장 및 경쟁사대비 월등히 저렴한 수준에서 거래되고 있다는 점에서 Valuation 매력도 더욱 부각되고 있으며, 조만간 가시화될 것으로 예상되는 자회사 상장에 따른 가치 재평가 부분도 단기 주가 흐름에 긍정적인 기여를 할 전망이다. 가장 안전하면서도 주가상승이 기대된다는 점에서 더블유게임즈에 대한 적극적인 비중 확대를 권고한다.

### 조만간 가시화될 것으로 예상되는 자회사 상장이슈에 주목

“더블다운카지노”, “포트녹스” 등을 운영하는 더블유게임즈 자회사 ‘더블다운인터액티브(DDI)’의 미국시장 상장이 조만간 가시화될 전망이며, 연결가치 재평가에 따른 주가상승이 기대되는 대목이다. 1월 미국 증권 거래위원회(SEC)에 상장 관련 심사서류를 제출했으며 통상 6개월이 걸린다는 점을 감안할 때 6~7월 정도에 상장이 가능할 것으로 예상된다.

DDI의 4분기 영업이익은 222억원, 2019년 연간 영업이익은 800억원, EBITDA 1,216억원을 기록했다. 해외 경쟁사인 사이플레이(Scipley), 징가(Zynga) 등의 평균 EV/EBITDA가 10배를 상회하고 있다는 점을 고려할 때 상장 전후 시가총액 규모는 1조원을 상회할 가능성이 커 보이며 DDI의 실적개선이 두드러지고 있다는 점에서 프리미엄도 기대할 만한 상황이다. 현재 연결기준으로 더블유게임즈의 시가총액이 8,300억원 수준(PER 6.8배, 3월 9일 기준)이라는 점을 고려할 때 분명한 가치재평가가 있을 것으로 판단되는 만큼 주목할 만한 주가모멘텀이 될 것이다.

### 1분기 탑라인 개선에 주력

시장 예상을 하회했던 2019년 4분기 실적대비 2020년 1분기 실적은 개선된 모습을 보일 전망이다. 특히, 시장경쟁력 제고를 위한 매출확대에 주력하는 모습이다. 견조한 성장을 지속하고 있는 “더블다운카지노”, “포트녹스”가 전분기에 이어 1분기에도 매출이 증가할 것으로 예상되고, 전분기 상대적으로 부진한 모습을 보였던 “더블유카지노”도 1분기 개선된 흐름을 기록하고 있어 긍정적이다. 1분기 매출은 1,321억원으로 전분기대비 상대적인 비수기임에도 불구하고 3.1% 증가할 것으로 예상된다. 매출확대를 위한 마케팅비용은 지출은 전분기대비 증가할 것으로 보이나, 마케팅효율성을 고려한 지출이라는 점에서 영업이익은 소폭 개선될 것으로 기대한다.

Update

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(3월 10일): 45,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,962.93		
52주 최고/최저(원)	77,500/41,100	520.4	537.6
시가총액(십억원)	821.9	153.9	160.1
시가총액비중(%)	0.07	115.6	115.5
발행주식수(천주)	18,265.5	EPS(원)	6,334
60일 평균 거래량(천주)	76.4	BPS(원)	6,200
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6		39,437
19년 배당금(예상, 원)	350		46,349
19년 배당수익률(예상, %)	0.70		
외국인지분율(%)	13.97		
주요주주 지분율(%)			
김가람 외 5인	44.03		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.9) (21.9) (26.8)		
상대	4.4 (19.1) (20.3)		

Stock Price	
(천원)	더블유게임즈(자) 상대지수(수)

### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	319.3	483.0	513.8	566.6	605.1
영업이익	십억원	81.0	135.8	154.6	177.9	203.7
세전이익	십억원	38.3	117.3	138.1	156.3	182.1
순이익	십억원	35.4	87.8	108.5	122.5	142.7
EPS	원	2,027	4,869	5,942	6,709	7,815
증감률	%	(28.8)	140.2	22.0	12.9	16.5
PER	배	25.50	12.28	8.39	6.71	5.76
PBR	배	2.00	1.92	1.26	0.98	0.84
EV/EBITDA	배	13.89	8.49	5.82	4.14	3.03
ROE	%	9.04	19.02	18.20	16.73	16.61
BPS	원	25,835	31,139	39,654	46,029	53,520
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

표 1. 더블유게임즈의 매력적인 Valuation

	엔씨소프트	더블유게임즈	컴투스	넷마블	NHN	위메이드	NAVER	카카오
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	740,000	120,000	150,000	130,000	110,000	60,000	240,000	240,000
주가(원)	680,000	45,650	94,600	88,400	74,400	25,100	168,000	167,500
시가총액(십억원)	14,929	834	1,217	7,580	1,456	422	27,689	14,496
P/E	2019	41.7	7.7	10.7	51.5	84.9	(45.9)	51.9
	2020F	17.0	6.8	8.7	28.7	14.4	10.0	38.8
	2021F	15.6	5.8	8.6	23.5	12.7	6.2	27.8
P/S	2019	8.8	1.6	2.6	3.5	1.0	3.7	4.6
	2020F	5.3	1.5	2.2	3.0	0.8	2.8	3.5
	2021F	4.8	1.4	2.1	2.7	0.7	1.9	2.9
P/B	2019	5.1	1.2	1.2	1.5	0.9	1.6	3.8
	2020F	4.0	1.0	1.1	1.5	0.8	1.5	3.5
	2021F	3.3	0.9	1.0	1.4	0.8	1.2	2.4
EV/EBITDA	2019	26.4	5.4	2.6	15.3	4.6	(108.0)	34.3
	2020F	11.5	4.2	1.3	12.5	3.1	9.4	23.8
	2021F	9.9	3.1	0.3	9.8	2.2	2.8	11.0
영업이익률	2019	28.2	30.1	27.0	9.3	5.8	(6.1)	10.8
	2020F	40.4	31.4	27.2	9.8	7.6	16.7	12.8
	2021F	40.2	33.7	26.4	11.2	7.5	33.5	15.8
순이익률	2019	21.1	21.1	23.8	7.3	1.9	(23.4)	6.0
	2020F	31.1	21.6	23.2	10.6	7.0	16.7	9.0
	2021F	30.5	23.6	22.6	11.6	6.7	28.1	11.1
ROE	2019	14.7	18.2	12.9	3.3	1.1	(3.7)	9.6
	2020F	30.3	16.7	14.2	5.7	6.0	16.5	11.5
	2021F	25.9	16.6	12.7	6.5	6.4	22.4	14.2

자료: 각 사, Quantiwise, 하나금융투자

표 2. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

	2019P	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
총매출액	513,847	566,616	125,727	129,890	130,100	128,130	132,073	138,528	145,154	150,861
성장률(%)	6.4	10.3	(7.0)	3.3	0.2	(1.5)	3.1	4.9	4.8	3.9
더블유카지노	178,410	184,252	44,732	46,106	44,901	42,671	43,951	46,148	46,610	47,542
테이크5	13,283	13,887	3,427	3,474	3,160	3,223	3,319	3,419	3,522	3,627
더블다운카지노	307,067	351,801	74,181	76,532	77,892	78,461	80,815	84,855	90,795	95,335
기타	15,087	16,676	3,387	3,777	4,147	3,776	3,988	4,105	4,227	4,356
영업비용	359,223	388,669	88,134	89,560	92,459	89,069	92,776	95,379	98,776	101,737
성장률(%)	3.8	8.2	(7.8)	1.6	3.2	(3.7)	4.2	2.8	3.6	3.0
인건비 및 기타	61,171	64,714	16,436	15,671	15,092	13,972	15,701	16,015	16,336	16,662
마케팅비	67,692	79,987	13,870	16,227	18,956	18,639	19,151	19,394	20,322	21,120
지급수수료(플랫폼)	152,440	169,985	37,718	37,780	38,722	38,220	39,622	41,558	43,546	45,258
로열티	13,076	9,525	3,765	3,761	3,426	2,124	2,188	2,298	2,458	2,581
감가상각비	46,087	46,580	10,983	11,615	11,844	11,645	11,645	11,645	11,645	11,645
기타	18,757	17,878	5,362	4,506	4,419	4,469	4,469	4,469	4,469	4,469
영업이익	154,625	177,947	37,593	40,329	37,641	39,062	39,297	43,148	46,378	49,124
성장률(%)	12.8	15.1	0.8	7.3	(6.7)	3.8	0.6	9.8	7.5	5.9
이익률(%)	30.1	31.4	29.9	31.0	28.9	30.5	29.8	31.1	32.0	32.6
계속사업이익	137,911	156,312	34,291	37,568	38,516	27,535	33,288	37,540	41,169	44,315
성장률(%)	16.2	13.3	8.5	9.6	2.5	(28.5)	20.9	12.8	9.7	7.6
순이익	108,340	122,538	27,075	29,834	30,498	20,934	26,096	29,429	32,274	34,740
성장률(%)	11.4	13.1	0.8	10.2	2.2	(31.4)	24.7	12.8	9.7	7.6

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>매출액</b>		<b>319.3</b>	<b>483.0</b>	<b>513.8</b>	<b>566.6</b>	<b>605.1</b>
매출원가		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익		319.3	483.0	513.8	566.6	605.1
판관비		238.3	347.3	359.2	388.7	401.4
<b>영업이익</b>		<b>81.0</b>	<b>135.8</b>	<b>154.6</b>	<b>177.9</b>	<b>203.7</b>
금융손익		(23.8)	(29.2)	(31.2)	(21.6)	(21.6)
종속/관계기업손익		(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(18.9)	10.8	14.6	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>38.3</b>	<b>117.3</b>	<b>138.1</b>	<b>156.3</b>	<b>182.1</b>
법인세		2.7	29.6	29.6	33.8	39.3
계속사업이익		35.6	87.8	108.5	122.5	142.7
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>35.6</b>	<b>87.8</b>	<b>108.5</b>	<b>122.5</b>	<b>142.7</b>
비지배주주지분		0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익						
<b>지배주주순이익</b>		<b>35.4</b>	<b>87.8</b>	<b>108.5</b>	<b>122.5</b>	<b>142.7</b>
지배주주지분포괄이익		5.8	115.3	161.9	122.5	142.7
NOPAT		75.3	101.5	121.5	139.5	159.7
EBITDA		100.7	169.6	200.7	222.4	245.2
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		105.2	51.3	6.4	10.3	6.8
NOPAT증가율		84.1	34.8	19.7	14.8	14.5
EBITDA증가율		122.8	68.4	18.3	10.8	10.3
영업이익증가율		80.4	67.7	13.8	15.1	14.5
(지배주주)순익증가율		(27.5)	148.0	23.6	12.9	16.5
EPS증가율		(28.8)	140.2	22.0	12.9	16.5
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률		31.5	35.1	39.1	39.3	40.5
영업이익률		25.4	28.1	30.1	31.4	33.7
계속사업이익률		11.1	18.2	21.1	21.6	23.6
<b>투자지표</b>						
		2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		2,027	4,869	5,942	6,709	7,815
BPS		25,835	31,139	39,654	46,029	53,520
CFPS		5,345	9,685	11,090	12,176	13,424
EBITDAPS		5,771	9,406	10,991	12,176	13,424
SPS		18,305	26,796	28,141	31,022	33,127
DPS		350	350	350	350	350
<b>주가지표(배)</b>						
PER		25.5	12.3	8.4	6.7	5.8
PBR		2.0	1.9	1.3	1.0	0.8
PCFR		9.7	6.2	4.5	3.7	3.4
EV/EBITDA		13.9	8.5	5.8	4.1	3.0
PSR		2.8	2.2	1.8	1.5	1.4
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		9.0	19.0	18.2	16.7	16.6
ROA		4.9	8.8	10.4	10.6	11.1
ROIC		16.9	11.5	13.4	15.3	18.4
부채비율		146.4	92.3	62.7	54.2	46.2
순부채비율		120.8	67.2	38.1	12.4	(8.6)
이자보상배율(배)		4.0	4.4	22.7	7.6	8.7

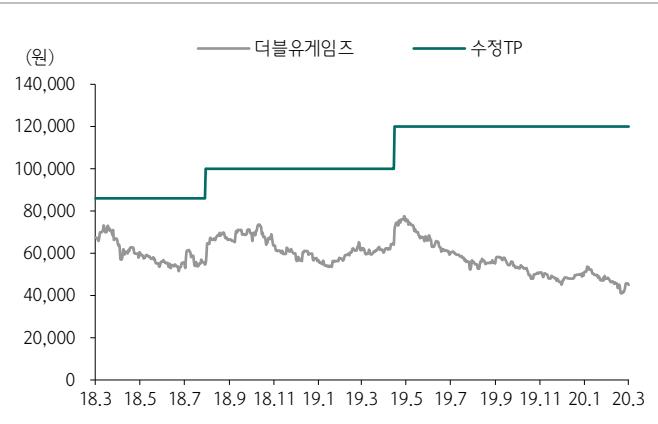
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>유동자산</b>		<b>105.1</b>	<b>114.6</b>	<b>164.0</b>	<b>329.7</b>	<b>508.1</b>
금융자산		60.3	75.5	122.7	281.4	459.7
현금성자산		24.8	41.8	122.7	281.4	459.7
매출채권 등		40.6	35.2	35.5	41.9	42.0
재고자산		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산		4.2	3.9	5.8	6.4	6.4
<b>비유동자산</b>		<b>892.1</b>	<b>882.2</b>	<b>932.7</b>	<b>889.3</b>	<b>847.9</b>
투자자산		10.6	5.7	5.8	6.8	6.8
금융자산		10.6	5.7	5.8	6.8	6.8
유형자산		1.9	1.8	29.1	22.8	17.9
무형자산		<b>865.4</b>	<b>872.6</b>	<b>896.9</b>	<b>858.7</b>	<b>822.1</b>
기타비유동자산		14.2	2.1	0.9	1.0	1.1
<b>자산총계</b>		<b>997.2</b>	<b>996.8</b>	<b>1,096.7</b>	<b>1,219.0</b>	<b>1,356.0</b>
<b>유동부채</b>		<b>307.4</b>	<b>176.4</b>	<b>101.0</b>	<b>106.3</b>	<b>106.4</b>
금융부채		277.2	138.0	60.0	60.0	60.0
매입채무 등		25.5	25.7	30.5	30.6	30.6
기타유동부채		4.7	12.7	15.1	15.8	15.8
<b>비유동부채</b>		<b>285.2</b>	<b>302.1</b>	<b>321.6</b>	<b>322.0</b>	<b>322.0</b>
금융부채		<b>272.0</b>	<b>285.8</b>	<b>319.5</b>	<b>319.5</b>	<b>319.5</b>
기타비유동부채		13.2	16.3	2.1	2.5	2.5
<b>부채총계</b>		<b>592.6</b>	<b>478.5</b>	<b>422.6</b>	<b>428.2</b>	<b>428.3</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>404.6</b>	<b>518.3</b>	<b>674.1</b>	<b>790.8</b>	<b>927.6</b>
자본금		8.8	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금		308.7	322.7	323.0	323.0	323.0
자본조정		(31.4)	(41.6)	(42.1)	(42.1)	(42.1)
기타포괄이익누계액		(29.6)	(2.1)	51.3	51.3	51.3
이익잉여금		148.1	230.2	332.8	449.4	586.2
<b>비지배주주지분</b>		<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>		<b>404.6</b>	<b>518.3</b>	<b>674.1</b>	<b>790.8</b>	<b>927.6</b>
<b>순금융부채</b>		488.9	348.3	256.8	98.1	(80.2)
<b>현금흐름표</b>						(단위: 십억원)
		2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>82.4</b>	<b>156.3</b>	<b>143.7</b>	<b>165.7</b>	<b>184.2</b>
당기순이익		35.6	87.8	108.5	122.5	142.7
조정		40.3	66.9	56.3	44.5	41.5
감가상각비		19.7	33.8	46.1	44.4	41.5
외환거래손익		12.9	(7.9)	(9.4)	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.2	(0.0)	0.0	0.0
기타		7.7	40.8	19.6	0.1	0.0
영업활동		6.5	1.6	(21.1)	(1.3)	(0.0)
자산부채						
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(596.8)</b>	<b>3.4</b>	<b>32.8</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.0)</b>
투자자산감소(증가)		96.3	4.9	(0.0)	(1.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)		(0.6)	(0.7)	(1.0)	0.0	0.0
기타		(692.5)	(0.8)	33.8	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>524.6</b>	<b>(143.1)</b>	<b>(95.7)</b>	<b>(5.9)</b>	<b>(5.9)</b>
금융부채증가(감소)		505.7	(125.4)	(44.3)	0.0	0.0
자본증가(감소)		35.6	14.3	0.3	0.0	0.0
기타재무활동		(6.4)	(26.3)	(45.8)	0.0	0.0
배당지급		(10.3)	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
<b>현금의 증감</b>		<b>9.5</b>	<b>17.0</b>	<b>80.9</b>	<b>158.7</b>	<b>178.3</b>
Unlevered CFO		93.2	174.6	202.5	222.4	245.2
Free Cash Flow		81.8	155.6	142.7	165.7	184.2



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.4.25	BUY	120,000		
18.8.9	BUY	100,000	-37.45%	-26.50%
18.3.12	BUY	86,000	-30.51%	-14.88%
17.4.18	BUY	58,000	-1.83%	16.21%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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(매도)\_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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 3월 9일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 03월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.