



더블유게임즈 (192080)

체류시간 확대로 2분기 매출 증가 기대

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(4/10) | 49,500원 |
| 상승여력 | ▲41.4% |
| 시가총액 | 9,041억원 |
| 발행주식수 | 18,266천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 77,500 / 37,200원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 73.99억원 |
| 외국인 지분율 | 12.0% |
| 주주 구성 | |
| 김가람 (외 6 인) | 44.0% |
| 자사주 (외 1 인) | 7.7% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 10.0 | -3.5 | -7.3 | -18.7 |
| 상대수익률(KOSPI) | 15.2 | 12.2 | 1.0 | -2.4 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 483 | 514 | 549 | 572 |
| 영업이익 | 136 | 155 | 166 | 175 |
| EBITDA | 170 | 201 | 207 | 213 |
| 지배주주순이익 | 88 | 110 | 116 | 124 |
| EPS | 4,879 | 6,041 | 6,359 | 6,766 |
| 순차입금 | 348 | 240 | 96 | -54 |
| PER | 12.3 | 8.3 | 7.8 | 7.3 |
| PBR | 2.1 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 8.5 | 5.7 | 4.8 | 4.0 |
| 배당수익률 | 0.6 | n/a | 0.7 | 0.7 |
| ROE | 19.0 | 18.9 | 16.5 | 15.0 |

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망합니다. 동사의 게임들은 대내외 경기 불확실성 확대에도 불구하고 충성도 높은 소셜카지노 유저들을 기반으로 안정적인 매출을 창출하고 있습니다. 동사에 대해 긍정적인 의견을 유지합니다.

1분기 실적은 컨센서스 부합할 것으로 전망

동사의 1분기 실적은 매출액 1337억 원, 영업이익 402억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 추정한다. 환율 상승과 소셜카지노 계절적 성수기에 따른 긍정적인 효과가 반영될 것으로 파악된다. 더블다운카지노(DDC) 매출액은 전년 동기 대비 8.8% 성장할 것으로 추정하는데, 빙고챌린지, 슬롯저니 콘텐츠 도입 후 이용자들의 플레이타임이 증가하며 매출 성장 추세가 지속되고 있는 것으로 예상된다. 매출 성장세가 더뎠던 더블유카지노(DUC) 매출액도 2.5% 성장을 예상한다.

코로나19로 인한 체류시간 확대로 매출 증가 전망

최근 동사의 4월 결재액은 1분기 수준 보다 더 증가해 매출 호조를 나타내고 있는 것으로 파악된다. 북미 지역의 코로나19 영향은 3월 말부터 본격화됐다는 점을 고려하면, 2분기 매출도 게임 체류 시간 확대로 인해 늘어날 가능성이 매우 높다고 판단한다. 우리는 2분기 동사의 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 5.5%, 6% 증가할 것으로 전망한다. 하반기에도 더블다운카지노 성장세가 유지되는 가운데 더블유카지노의 매출 반등이 나타나면, 실적 상향 조정은 충분할 것으로 판단된다. 또한 인수금융이 전액 상환되는 2분기부터는 M&A 전략이 본격화되고, 3분기 DDI의 나스닥 시장 상장 예정도 기대할만한 요인이다.

목표주가 7만 원으로 유지하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 예상실적 기준 PER 8배에 불과한 밸류에이션과 30% 이상의 EBITDA 마진을 창출하는 체력을 감안하면 저평가 매력이 돋보인다. 최근 징가, 글루모바일 등 글로벌 경쟁사들의 주가 반등도 확인되고 있다. 불확실성이 확대된 시기에 확실한 현금 창출 능력을 보유하고 있는 동사에 대해 매수 의견을 유지한다.

[표1] 더블유게임즈의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 126 | 130 | 130 | 128 | 134 | 137 | 138 | 140 | 319 | 483 | 514 | 549 |
| YoY (%) | 10.3 | 9.4 | 5.5 | 0.9 | 6.3 | 5.5 | 6.0 | 9.5 | 105.7 | 51.3 | 6.4 | 6.8 |
| 더블유카지노 | 44.7 | 46.1 | 44.9 | 42.7 | 45.8 | 47.3 | 46.7 | 47.4 | 146.8 | 173.3 | 178.4 | 187.2 |
| TAKE5 및 기타 | 3.6 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 3.8 | 4.0 | 4.2 | 4.4 | 10.8 | 13.4 | 14.9 | 16.4 |
| Double Down | 76.9 | 79.5 | 81.0 | 81.5 | 83.6 | 85.4 | 86.6 | 88.1 | 288.3 | 293.7 | 318.9 | 343.7 |
| 영업비용 | 88.1 | 89.6 | 92.5 | 89.0 | 93.5 | 94.3 | 97.4 | 98.3 | 238 | 347 | 359 | 383 |
| YoY (%) | 0.2 | 6.4 | 10.0 | (2.2) | 6.1 | 5.3 | 5.3 | 10.4 | 116.9 | 45.7 | 3.4 | 6.8 |
| 영업이익 | 37.6 | 40.3 | 37.6 | 39.1 | 40.2 | 42.8 | 40.6 | 42.0 | 81 | 136 | 155 | 166 |
| YoY(%) | 44.4 | 16.9 | (4.2) | 8.6 | 7.0 | 6.0 | 7.9 | 7.4 | 78.5 | 67.7 | 13.9 | 7.1 |
| 영업이익률(%) | 29.9 | 31.0 | 28.9 | 30.5 | 30.1 | 31.2 | 29.4 | 29.9 | 25.4 | 28.1 | 30.1 | 30.2 |
| 당기순이익 | 27.1 | 29.8 | 30.6 | 22.7 | 28.5 | 30.2 | 27.7 | 29.6 | 35 | 88 | 110 | 116 |
| 순이익률 (%) | 21.5 | 23.0 | 23.6 | 17.7 | 21.4 | 22.1 | 20.1 | 21.1 | 10.9 | 18.2 | 21.5 | 21.1 |
| 게임별 YoY(%) 성장률 | | | | | | | | | | | | |
| 더블유카지노 | 10.9 | 7.2 | 0.4 | (5.7) | 2.5 | 2.5 | 4.1 | 10.9 | 4.2 | 18.0 | 2.9 | 4.9 |
| TAKE5 및 기타 | 12.5 | 21.9 | 15.2 | (2.7) | 5.6 | 2.6 | 10.5 | 22.2 | 55.0 | 24.4 | 11.2 | 10.1 |
| Double Down | 10.5 | 10.9 | 8.2 | 5.2 | 8.8 | 7.4 | 6.9 | 8.1 | | 1.9 | 8.6 | 7.8 |

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 319 | 483 | 514 | 549 | 572 |
| 매출총이익 | 319 | 483 | 514 | 549 | 572 |
| 영업이익 | 81 | 136 | 155 | 166 | 175 |
| EBITDA | 101 | 170 | 201 | 207 | 213 |
| 순이자손익 | -17 | -30 | -26 | 2 | 2 |
| 외화관련손익 | -19 | 12 | 9 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 38 | 117 | 138 | 147 | 156 |
| 당기순이익 | 36 | 88 | 110 | 116 | 124 |
| 지배주주순이익 | 35 | 88 | 110 | 116 | 124 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 105.2 | 51.3 | 6.4 | 6.8 | 4.3 |
| 영업이익 | 80.6 | 67.6 | 13.9 | 7.1 | 5.8 |
| EBITDA | 122.9 | 68.4 | 18.4 | 2.9 | 3.0 |
| 순이익 | -26.8 | 146.2 | 25.7 | 5.3 | 6.4 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 | 25.4 | 28.1 | 30.1 | 30.2 | 30.6 |
| EBITDA 이익률 | 31.5 | 35.1 | 39.1 | 37.6 | 37.2 |
| 세전이익률 | 12.0 | 24.3 | 26.9 | 26.8 | 27.3 |
| 순이익률 | 11.2 | 18.2 | 21.5 | 21.2 | 21.6 |

현금흐름표 (단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 82 | 156 | 164 | 146 | 158 |
| 당기순이익 | 36 | 88 | 110 | 116 | 124 |
| 자산상각비 | 20 | 34 | 46 | 41 | 38 |
| 운전자본증감 | 7 | 2 | -13 | -8 | -4 |
| 매출채권 감소(증가) | 0 | 6 | -4 | -9 | -5 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자현금흐름 | -597 | 3 | -50 | -6 | -6 |
| 유형자산처분(취득) | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 무형자산 감소(증가) | -6 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | 288 | 0 | -50 | -3 | -4 |
| 재무현금흐름 | 525 | -143 | -110 | 0 | -6 |
| 차입금의 증가(감소) | 534 | -139 | -104 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -10 | -6 | -6 | 0 | -6 |
| 배당금의 지급 | 10 | 6 | 6 | 0 | 6 |
| 총현금흐름 | 93 | 175 | 209 | 154 | 162 |
| (-)운전자본증가(감소) | 10 | -14 | 6 | 12 | 4 |
| (-)설비투자 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| (+)자산매각 | -6 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | 77 | 184 | 202 | 142 | 157 |
| (-)기타투자 | 862 | 4 | 7 | -2 | 1 |
| 잉여현금 | -785 | 180 | 196 | 144 | 156 |
| NOPLAT | 75 | 102 | 124 | 131 | 138 |
| (+) Dep | 20 | 34 | 46 | 41 | 38 |
| (-)운전자본투자 | 10 | -14 | 6 | 12 | 4 |
| (-)Capex | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| OpFCF | 85 | 149 | 163 | 159 | 171 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 105 | 115 | 174 | 327 | 482 |
| 현금성자산 | 60 | 75 | 129 | 273 | 423 |
| 매출채권 | 41 | 35 | 41 | 50 | 55 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 892 | 882 | 900 | 862 | 827 |
| 투자자산 | 25 | 9 | 34 | 35 | 37 |
| 유형자산 | 2 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 무형자산 | 865 | 873 | 865 | 827 | 790 |
| 자산총계 | 997 | 997 | 1,075 | 1,189 | 1,309 |
| 유동부채 | 307 | 176 | 85 | 83 | 84 |
| 매입채무 | 6 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 유동성이자부채 | 277 | 138 | 47 | 47 | 47 |
| 비유동부채 | 285 | 302 | 342 | 343 | 344 |
| 비유동이자부채 | 272 | 286 | 322 | 322 | 322 |
| 부채총계 | 593 | 479 | 428 | 426 | 428 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 309 | 323 | 323 | 323 | 323 |
| 이익잉여금 | 148 | 230 | 335 | 451 | 568 |
| 자본조정 | -61 | -44 | -20 | -20 | -20 |
| 자기주식 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 |
| 자본총계 | 405 | 518 | 647 | 763 | 880 |

주요지표 (단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 2,030 | 4,879 | 6,041 | 6,359 | 6,766 |
| BPS | 22,996 | 28,402 | 35,440 | 41,799 | 48,215 |
| DPS | 350 | 350 | 0 | 350 | 350 |
| CFPS | 5,352 | 9,705 | 11,465 | 8,457 | 8,873 |
| ROA(%) | 4.9 | 8.8 | 10.6 | 10.3 | 9.9 |
| ROE(%) | 9.0 | 19.0 | 18.9 | 16.5 | 15.0 |
| ROIC(%) | 15.2 | 11.5 | 14.1 | 15.0 | 16.4 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 25.5 | 12.3 | 8.3 | 7.8 | 7.3 |
| PBR | 2.2 | 2.1 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| PSR | 2.8 | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| PCR | 9.7 | 6.2 | 4.3 | 5.9 | 5.6 |
| EV/EBITDA | 13.9 | 8.5 | 5.7 | 4.8 | 4.0 |
| 배당수익률 | 0.7 | 0.6 | N/A | 0.7 | 0.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 146.4 | 92.3 | 66.1 | 55.8 | 48.7 |
| Net debt/Equity | 120.8 | 67.2 | 37.0 | 12.5 | -6.1 |
| Net debt/EBITDA | 485.6 | 205.4 | 119.4 | 46.3 | -25.3 |
| 유동비율 | 34.2 | 64.9 | 204.7 | 395.7 | 571.8 |
| 이자보상배율(배) | 4.0 | 4.4 | 5.6 | N/A | N/A |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투자자본 | 91.3 | 91.1 | 84.5 | 73.6 | 64.3 |
| 현금+투자자산 | 8.7 | 8.9 | 15.5 | 26.4 | 35.7 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 57.6 | 45.0 | 36.3 | 32.6 | 29.5 |
| 자기자본 | 42.4 | 55.0 | 63.7 | 67.4 | 70.5 |

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 04월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[더블유게임즈의 주가 및 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2018.04.16 | 2018.11.08 | 2019.02.13 | 2019.04.09 | 2019.04.25 | 2019.07.25 |
| 투자이전 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 100,000 | 100,000 | 84,000 | 84,000 | 84,000 | 84,000 |
| 일 시 | 2019.10.24 | 2019.11.25 | 2020.01.13 | 2020.02.06 | 2020.04.13 | |
| 투자이전 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | |
| 목표가격 | 84,000 | 80,000 | 75,000 | 70,000 | 70,000 | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

| 일자 | 투자이전 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.02.13 | Buy | 84,000 | -28.71 | -7.74 |
| 2019.11.25 | Buy | 80,000 | -39.46 | -35.88 |
| 2020.01.13 | Buy | 75,000 | -33.26 | -28.53 |
| 2020.02.06 | Buy | 70,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 03월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.4% | 6.6% | 0.0% | 100.0% |