

더블유게임즈 (192080)

Value Up

실적개선과 자회사 상장을 통한 Value Up

2분기 기대되는 실적개선은 예상을 상회할 가능성이 높고 자회사 상장에 따른 지분 가치도 최근 벤치마크가 우호적인 방향으로 이동 중이다. 이익 추정치를 상향조정했으며 예상되는 자회사 상장가치를 반영해 적정주가를 110,000원으로 상향 조정한다. 더블유게임즈 별도기준 Value 56,000원과 자회사 더블다운인터랙티브(DDI)의 상장가치 52,000원을 더한 값이다. 별도기준 Value는 1분기 실적을 기준으로 별도기준 영업이익비중 약 44%를 연간 추정치에 적용했을 때 산출된 EPS(약 3,700원)에 PER 15배를 적용한 값이다. DDI 상장 가치는 2020년 추정 EBITDA에 EV/EBITDA 9.9배를 적용했으며 CB 전환을 전제로 지분율 68%를 고려한 값이다. 적용된 EV/EBITDA는 해외 동종기업들의 평균에 50% 할인율을 적용했다.

2분기 실적 예상을 상회할 것

2분기 실적은 견조한 일매출 수준이 유지되고 있다는 점에서 예상을 상회할 가능성이 커 보인다. 이미 1분기 실적권락을 통해 더블유게임즈는 4월 일평균 매출액이 1분기 평균 대비 30% 이상 증가했다고 언급한 바가 있으며 최근까지 이 수준을 유지하고 있는 것으로 보인다. 이를 기반으로 2분기 매출은 1분기대비 23.8% 증가한 1,702억원, 영업이익은 51.2% 증가한 580억원이 수준이 될 것으로 예상하고 있다. 코로나19 영향에 따른 외부 활동 감소가 당분간 이어질 것으로 예상되는 만큼 2분기 추정치 변동성은 크지 않을 것으로 판단된다. 여기에 고려해야 할 부분은 코로나19 및 마케팅 영향으로 증가한 가입자 기반이 코로나19 이후에도 어느 정도 유지될 것이라는 점이다. 따라서, 가입자증가에 따른 전반적인 실적개선은 중장기적으로 펀더멘털개선에 기여할 전망이다.

단기 추가상승에 대한 부담은 있으나 3분기까지는 우상향 흐름을 지속할 듯

최근 단기 급등하고 있는 추가흐름은 부담스러운 부분이나 실적과 자회사 상장 등이 2분기말~3분기에 투자심리를 개선시킬 것이라는 점을 고려할 때 단기 조정이 있어도 비중확대 의견을 유지하는 것이 바람직해 보인다. DDI의 상장 Value는 전체 시가총액기준으로 1.4조원을 상회할 것으로 예상되며 성장성이 최근 매우 견조하다는 점에서 보수적인 값으로 판단한다. 따라서, 더블유게임즈의 국내 시가총액이 1,2조에 불과하다는 점을 고려하면 분명히 주가에 긍정적인 기여를 할 전망이다. 4월 인수금융 상황이 마무리되었고 콜옵션 행사를 통해 DDI의 지분을 추가확보 했으며, 자회사 상장 이후 CB 전환에 따른 이자비용감소등 재무구조 개선도 예상된다. 개선된 현금흐름을 기반으로 향후 추가적인 투자를 통한 외형 확대도 장기적으로 가능할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 110,000원(상향) | CP(5월 25일): 69,100원

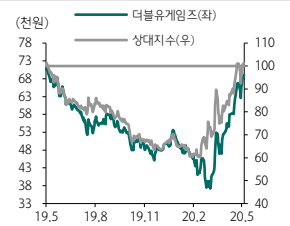
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,994.60
52주 최고/최저(원)	70,000/37,200
시가총액(십억원)	1,262.1
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	18,265.5
60일 평균 거래량(천주)	252.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.1
20년 배당금(예상, 원)	350
20년 배당수익률(예상, %)	0.51
외국인지분율(%)	12.88
주요주주 지분율(%)	0.00
김기람 외 5인	43.50
추가상승률	1M 6M 12M
절대	27.0 40.2 (1.3)
상대	20.3 49.2 1.2

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	581.8	615.2
영업이익(십억원)	173.5	186.5
순이익(십억원)	129.8	138.7
EPS(원)	7,032	7,489
BPS(원)	45,981	54,246

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	483.0	513.8	638.6	700.0	755.6
영업이익	십억원	135.8	154.6	206.5	234.6	265.2
세전이익	십억원	117.3	138.0	197.2	224.6	255.2
순이익	십억원	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
EPS	원	4,869	6,040	8,432	9,592	10,900
증감률	%	140.2	24.1	39.6	13.8	13.6
PER	배	12.28	8.25	8.20	7.20	6.34
PBR	배	1.92	1.31	1.49	1.24	1.05
EV/EBITDA	배	8.49	5.73	5.59	4.46	3.34
ROE	%	19.02	18.93	21.35	19.91	18.76
BPS	원	31,139	38,176	46,274	55,542	66,119
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. 더블유게임즈 Valuation

	2020F	비고
EPS (원)	8,432	
별도 EPS (원)	3,710	1분기 더블유게임즈 별도 기준 영업이익 비중 44% 적용
PER (배)	15	
더블유게임즈 별도 적정주가 (A)	55,650	
전체 EBITDA (백만원)	251,943	
더블다운인터랙티브(DDI) EBITDA (백만원)	141,088	1분기 DDI 별도 기준 영업이익 비중 56% 적용
글로벌 EV/EBITDA 평균 (배)	9.9	해외동종업체(Zynga, Glu, Sciply) 평균에 할인을 50% 적용
Zynga	20.1	
Gluu	27.7	
Sciply	11.7	
DDI EV (백만원)	1,400,534	
CB 전환 후 (백만원)	952,363	CB전환 후 지분 68% 적용
발행 주식 수(천 주)	18,266	
DDI 적정주가(B)	52,140	
적정주가 (A+B)	107,790	
목표주가 (원)	110,000	

자료: 더블유게임즈, Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
총매출액	513,847	638,584	125,727	129,890	130,100	128,130	137,445	170,160	162,273	168,705
성장률(%)	6.4	24.3	(1.0)	3.3	0.2	(1.5)	7.3	23.8	(4.6)	4.0
더블유카지노	178,410	199,868	44,732	46,106	44,901	42,671	42,994	53,742	51,055	52,076
테이크5	13,283	13,166	3,427	3,474	3,160	3,223	3,147	3,242	3,339	3,439
더블다운카지노	307,067	407,467	74,181	76,532	77,892	78,461	86,984	108,730	103,294	108,459
기타	15,087	18,083	3,387	3,777	4,147	3,776	4,320	4,446	4,585	4,731
영업비용	359,239	432,102	88,134	89,560	92,459	89,086	99,061	112,132	108,768	112,141
성장률(%)	3.8	20.3	(1.8)	1.6	3.2	(3.6)	11.2	13.2	(3.0)	3.1
인건비 및 기타	61,171	66,044	16,436	15,671	15,092	13,972	16,024	16,344	16,671	17,005
마케팅비	67,692	92,147	13,870	16,227	18,956	18,639	21,988	23,822	22,718	23,619
지급수수료(플랫폼)	152,440	191,359	37,718	37,780	38,722	38,220	41,017	51,048	48,682	50,612
로열티	13,076	16,587	3,765	3,761	3,426	2,124	3,541	4,426	4,205	4,415
감가상각비	46,087	45,461	10,983	11,615	11,844	11,645	11,365	11,365	11,365	11,365
기타	18,774	20,504	5,362	4,506	4,419	4,486	5,126	5,126	5,126	5,126
영업이익	154,608	206,482	37,593	40,329	37,641	39,045	38,385	58,028	53,506	56,564
성장률(%)	12.8	33.6	0.8	7.3	(6.7)	3.7	(1.7)	51.2	(7.8)	5.7
이익률(%)	30.1	32.3	29.9	31.0	28.9	30.5	27.9	34.1	33.0	33.5
계속사업이익	138,042	197,220	34,291	37,568	38,709	27,474	41,051	52,657	49,977	53,535
성장률(%)	16.3	42.9	8.5	9.6	3.0	(29.0)	49.4	28.3	(5.1)	7.1
순이익	110,293	154,007	27,075	29,833	30,641	22,743	32,195	41,072	38,982	41,757
성장률(%)	13.4	39.6	0.8	10.2	2.7	(25.8)	41.6	27.6	(5.1)	7.1

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

추정 재무제표

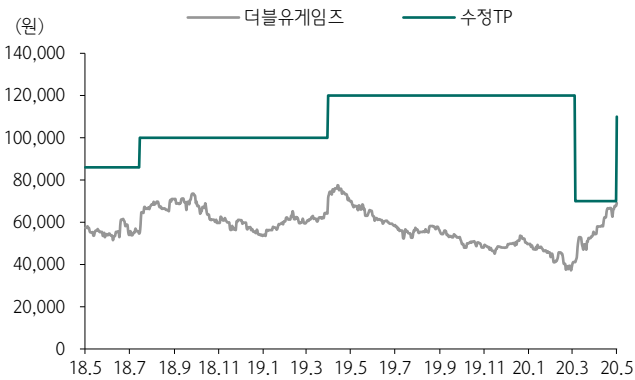
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	483.0	513.8	638.6	700.0	755.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	483.0	513.8	638.6	700.0	755.6
판매비	347.3	359.2	432.1	465.4	490.3
영업이익	135.8	154.6	206.5	234.6	265.2
금융손익	(29.2)	(26.4)	(9.3)	(10.0)	(10.0)
중속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.8	9.8	0.0	0.0	0.0
세전이익	117.3	138.0	197.2	224.6	255.2
법인세	29.6	27.7	43.2	49.4	56.2
계속사업이익	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
지배주주지분포괄이익	115.3	135.1	154.0	175.2	199.1
NOPAT	101.5	123.5	161.2	183.0	206.9
EBITDA	169.6	200.7	240.4	258.2	282.4
성장성(%)					
매출액증가율	51.3	6.4	24.3	9.6	7.9
NOPAT증가율	34.8	21.7	30.5	13.5	13.1
EBITDA증가율	68.4	18.3	19.8	7.4	9.4
영업이익증가율	67.7	13.8	33.6	13.6	13.0
(지배주주)순이익증가율	148.0	25.6	39.6	13.8	13.6
EPS증가율	140.2	24.1	39.6	13.8	13.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	35.1	39.1	37.6	36.9	37.4
영업이익률	28.1	30.1	32.3	33.5	35.1
계속사업이익률	18.2	21.5	24.1	25.0	26.3
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,869	6,040	8,432	9,592	10,900
BPS	31,139	38,176	46,274	55,542	66,119
CFPS	9,685	11,465	13,622	14,136	15,461
EBITDAPS	9,406	10,991	13,160	14,136	15,461
SPS	26,796	28,141	34,962	38,324	41,367
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	12.3	8.3	8.2	7.2	6.3
PBR	1.9	1.3	1.5	1.2	1.0
PCFR	6.2	4.3	5.1	4.9	4.5
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.6	4.5	3.3
PSR	2.2	1.8	2.0	1.8	1.7
재무비율(%)					
ROE	19.0	18.9	21.4	19.9	18.8
ROA	8.8	10.6	13.4	13.5	13.4
ROIC	11.5	13.7	17.9	20.9	24.2
부채비율	92.3	66.1	52.9	43.8	36.8
순부채비율	67.2	37.0	10.1	(11.6)	(27.6)
이자보상배율(배)	4.4	5.6	9.6	15.6	17.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	114.6	174.3	349.8	544.2	757.9
금융자산	75.5	129.3	290.6	482.8	691.6
현금성자산	41.8	45.8	290.6	482.8	691.6
매출채권 등	35.2	41.4	54.5	56.5	61.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	3.9	3.6	4.7	4.9	5.3
비유동자산	882.2	900.4	866.4	842.9	826.2
투자자산	5.7	4.7	4.5	4.7	5.1
금융자산	4.5	3.4	4.5	4.7	5.1
유형자산	1.8	1.8	0.1	0.0	0.0
무형자산	872.6	864.7	832.5	809.0	791.8
기타비유동자산	2.1	29.2	29.3	29.2	29.3
자산총계	996.8	1,074.7	1,216.1	1,387.1	1,584.0
유동부채	176.4	85.1	95.2	96.8	100.2
금융부채	138.0	46.7	48.8	49.1	49.9
매입채무 등	25.7	21.5	28.3	29.3	31.7
기타유동부채	12.7	16.9	18.1	18.4	18.6
비유동부채	302.1	342.4	325.7	325.8	326.1
금융부채	285.8	322.2	322.2	322.2	322.2
기타비유동부채	16.3	20.2	3.5	3.6	3.9
부채총계	478.5	427.6	420.9	422.6	426.3
지배주주지분	518.3	647.2	795.3	964.6	1,157.7
자본금	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	322.7	323.0	323.0	323.0	323.0
자본조정	(41.6)	(42.2)	(42.2)	(42.2)	(42.2)
기타포괄이익누계액	(2.1)	22.7	22.7	22.7	22.7
이익잉여금	230.2	334.5	482.7	651.9	845.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.3	647.2	795.3	964.6	1,157.7
손금유부채	348.3	239.6	80.5	(111.4)	(319.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	156.3	164.4	164.9	198.0	214.4
당기순이익	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
조정	66.9	67.3	33.9	23.6	17.2
감가상각비	33.8	46.1	33.9	23.6	17.2
외환거래손익	(7.9)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	40.8	24.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	1.6	(13.2)	(23.0)	(0.8)	(1.9)
투자활동 현금흐름	3.4	(50.2)	83.6	(0.2)	(0.4)
투자자산감소(증가)	4.9	1.1	0.1	(0.2)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(0.7)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.8)	(50.2)	83.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(143.1)	(110.2)	(3.8)	(5.6)	(5.2)
금융부채증가(감소)	(125.4)	(54.9)	2.1	0.3	0.7
자본증가(감소)	14.3	0.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(26.3)	(49.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감	17.0	4.0	244.8	192.2	208.8
Unlevered CFO	174.6	209.3	248.8	258.2	282.4
Free Cash Flow	155.6	163.4	164.9	198.0	214.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.26	BUY	110,000		
20.3.30	BUY	70,000	-19.58%	-3.29%
19.4.25	BUY	120,000	-54.52%	-35.42%
18.8.9	BUY	100,000	-37.45%	-26.50%
18.6.14	BUY	86,000	-35.53%	-28.37%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)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 2020년 05월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 05월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.