



더블유게임즈 (192080)

실적 성장과 자회사 상장 모멘텀이 동시에

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 85,000원

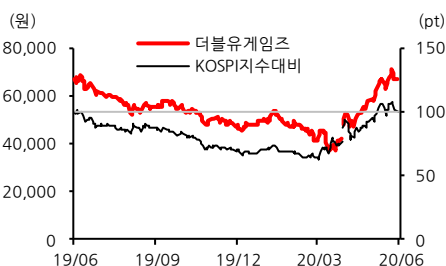
현재 주가(6/3)	64,300원
상승여력	▲32.2%
시가총액	11,745억원
발행주식수	18,266천주
52 주 최고가 / 최저가	71,400 / 37,200원
90 일 일평균 거래대금	150.12억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
김가람 (외 6 인)	43.5%
자사주 (외 1 인)	7.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.9	54.8	34.5	-4.0
상대수익률(KOSPI)	0.6	48.2	31.5	-7.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	483	514	610	644
영업이익	136	155	182	195
EBITDA	170	201	226	235
지배주주순이익	88	110	130	138
EPS	4,879	6,040	7,129	7,555
순차입금	348	240	122	-44
PER	12.3	8.3	9.0	8.5
PBR	2.1	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.7	4.8
배당수익률	0.6	0.7	0.5	0.5
ROE	19.0	18.9	18.4	16.5

주가 추이



동사의 2 분기 실적은 체류시간 확대와 신규 유저 유입으로 인해 전분기 대비 대폭 증가할 것으로 전망합니다.

2분기 실적 성장 가능성은 매우 높은 상황

북미 지역의 본격적인 코로나19 영향은 3월 말부터였으며 이로 인한 게임 체류 시간 확대가 나타났다는 점을 고려하면, 동사의 2분기 매출은 전분기 대비 큰 폭 증가할 것으로 전망한다. 실제로 오프라인 활동 위축으로 미국 소셜카지노 업체들의 4월 일평균 결제액은 1분기 대비 약 19% 증가했으며, 동사는 약 30% 증가한 것으로 파악된다. 또한 최근 5월까지도 동사의 결제액 상승세는 지속되고 있는 것으로 판단된다. 동사가 시장 성장률을 상회하고 있는 이유는 선제적으로 집행한 마케팅의 효율성이 높아졌으며 앱 기능 개선으로 인해 신규 유저 유입이 나타나고 있기 때문이다. 우리는 동사의 2분기 매출액과 영업이익이 전분기 대비 각각 21%, 37% 증가할 것으로 전망한다.

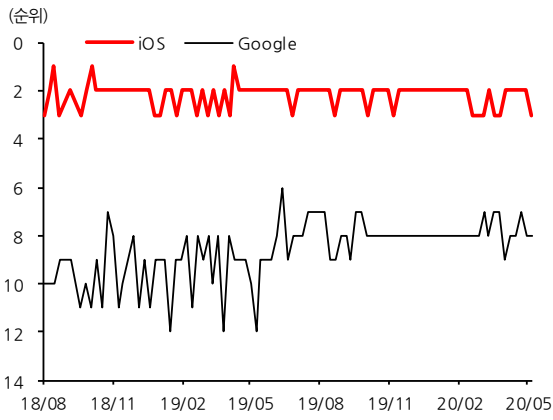
DDI의 나스닥 상장, 경쟁사 대비 우월한 수익성이 반영될 전망

전일 동사의 종속회사인 DDI는 미국 나스닥 시장 상장을 위한 증권신고서를 제출했고, 상장은 7월 초 예정이다. 최근 SCI Play, 징가, 글루 모바일 등 글로벌 동종 업체로 볼 수 있는 기업들의 리레이팅이 나타나고 있다. 이 중 DDI와 가장 유사한 기업은 SCI Play인데 DDI의 이번 1분기 매출 성장률은 SCI Play를 앞섰다는 점에서, 우호적인 상장 여건이 마련될 것으로 예상된다. 또한 33% 수준의 EBITDA 마진을 창출하고 있는 동사의 수익성은 경쟁사 대비 우월하기 때문에 투자 매력도는 더욱 높다고 판단한다.

목표주가 8만 5천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

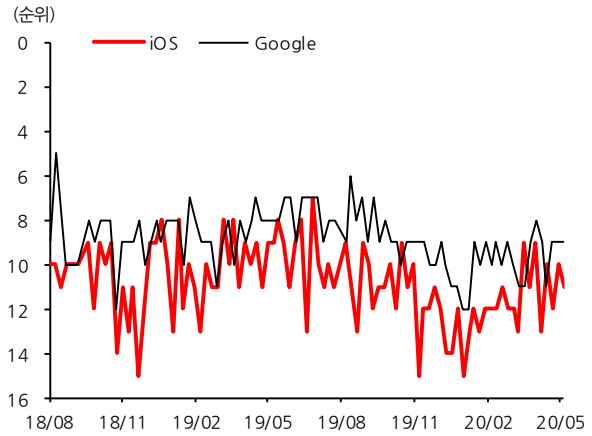
동사에 대한 목표주가를 8만 5천 원으로 상향한다. 더블다운카지노와 더블유카지노의 결제액 증가세를 반영해 올해 예상 매출액을 기존 대비 6% 상향 조정했다. 하반기에도 더블다운카지노 성장세가 유지되는 가운데 더블유카지노의 매출 반등이 가시화되면, 실적 눈높이는 재차 높아질 것으로 예상된다. DDI의 예상 상장 기업가치 1.4조 원 중 동사의 지분율 57.3%를 고려하면 약 8000억 원 수준의 가치가 설명된다. 동사의 현재 시가총액이 1.17조 원에 불과하다는 점을 감안하면 주가의 상승 여력은 충분하다고 판단한다. 매수 의견을 유지한다.

[그림1] DDC의 미국 내 카지노 게임 매출 순위



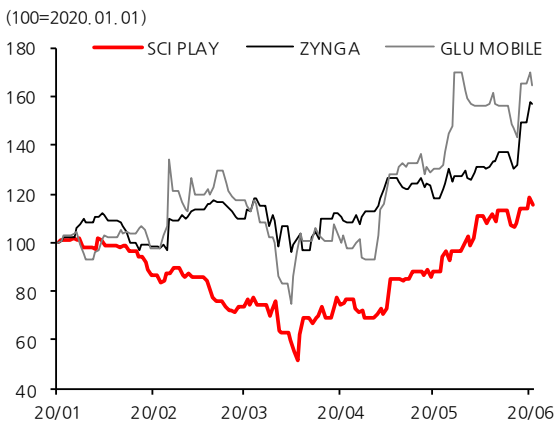
자료: App Annie, 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DUC의 미국 내 카지노 게임 매출 순위



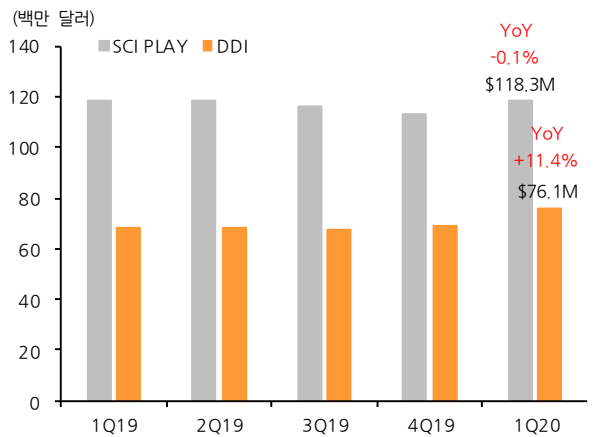
자료: App Annie, 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 최근 글로벌 경쟁사들의 기업가치는 리레이팅 중



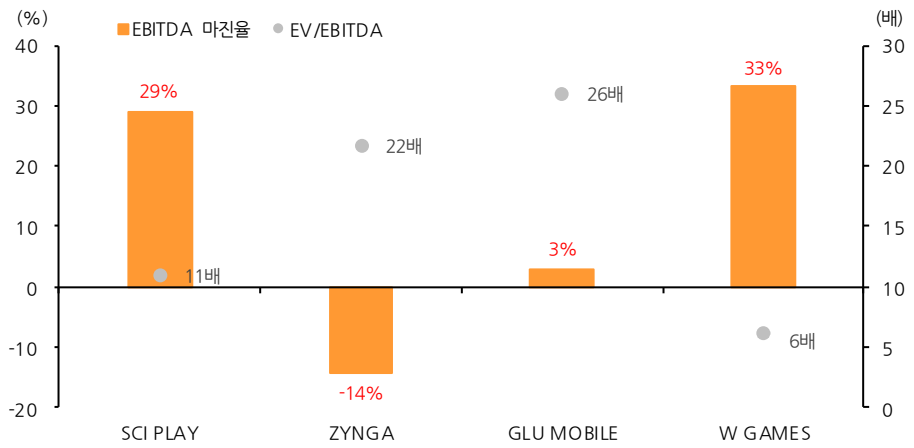
주: 2020.06.02일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 1Q20 매출액 성장률은 경쟁사 대비 높았음



자료: SCIPLAY, 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 글로벌 경쟁사 대비 DDI의 수익성은 우월한 상황



주1) EBITDA 마진율은 20년 1분기 기준, 더블유게임즈는 DDI 매출액 및 EBITDA 기준
주2) 美 상장3사의 EV/EBITDA는 '20 블룸버그 컨센서스, 더블유게임즈는 한화 추정치
자료: SCIPLAY, Bloomberg, 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 더블유게임즈의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	126	130	130	128	137	167	150	156	319	483	514	610
YoY (%)	10.3	9.4	5.5	0.9	9.3	28.5	15.2	21.5	105.7	51.3	6.4	18.7
더블유카지노	44.7	46.1	44.9	42.7	43.0	49.1	46.0	45.8	146.8	173.3	178.4	183.8
TAKE5 및 기타	3.6	3.9	3.8	3.6	3.4	3.8	3.9	4.0	10.8	13.4	14.9	15.1
Double Down	76.9	79.5	81.0	81.5	90.7	113.6	99.6	105.5	288.3	293.7	318.9	409.3
영업비용	88.1	89.6	92.5	89.0	99.0	114.1	105.5	109.1	238	347	359	428
YoY (%)	0.2	6.4	10.0	(2.2)	12.4	27.4	14.0	22.6	116.9	45.7	3.4	19.1
영업이익	37.6	40.3	37.6	39.1	38.4	52.8	44.4	46.5	81	136	155	182
YoY (%)	44.4	16.9	(4.2)	8.6	2.1	30.8	18.0	19.0	78.5	67.7	13.9	17.7
영업이익률 (%)	29.9	31.0	28.9	30.5	27.9	31.6	29.6	29.9	25.4	28.1	30.1	29.9
당기순이익	27.1	29.8	30.6	22.7	32.2	36.1	30.0	31.8	35	88	110	130
순이익률 (%)	21.5	23.0	23.6	17.7	23.4	21.7	20.0	20.4	10.9	18.2	21.5	21.3
게임별 YoY(%) 성장률												
더블유카지노	10.9	7.2	0.4	(5.7)	(3.8)	6.5	2.4	7.3	4.2	18.0	2.9	3.0
TAKE5 및 기타	12.5	21.9	15.2	(2.7)	(5.6)	(2.6)	2.6	11.1	55.0	24.4	11.2	1.3
Double Down	10.5	10.9	8.2	5.2	17.9	42.9	22.9	29.4		1.9	8.6	28.4

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	319	483	514	610	644
매출총이익	319	483	514	610	644
영업이익	81	136	155	182	195
EBITDA	101	170	201	226	235
순이자손익	-17	-30	-26	-24	-24
외화관련손익	-19	12	9	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	117	138	159	167
당기순이익	36	88	110	130	138
지배주주순이익	35	88	110	130	138
증가율(%)					
매출액	105.2	51.3	6.4	18.7	5.5
영업이익	80.6	67.6	13.9	17.7	7.1
EBITDA	122.9	68.4	18.4	12.6	3.9
순이익	-26.8	146.2	25.7	18.0	6.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.4	28.1	30.1	29.8	30.3
EBITDA 이익률	31.5	35.1	39.1	37.1	36.5
세전이익률	12.0	24.3	26.9	26.1	25.9
순이익률	11.2	18.2	21.5	21.3	21.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	82	156	164	127	175
당기순이익	36	88	110	130	138
자산상각비	20	34	46	44	40
운전자본증감	7	2	-13	-8	-3
매출채권 감소(증가)	0	6	-4	-8	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-597	3	-50	66	-3
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-6	-4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	288	0	-50	68	-1
재무현금흐름	525	-143	-110	-22	-6
차입금의 증가(감소)	534	-139	-104	-22	0
자본의 증가(감소)	-10	-6	-6	0	-6
배당금의 지급	10	6	6	0	6
총현금흐름	93	175	209	142	179
(-)운전자본증가(감소)	10	-14	6	7	3
(-)설비투자	1	1	1	1	1
(+)자산매각	-6	-3	0	0	0
Free Cash Flow	77	184	202	134	174
(-)기타투자	862	4	7	2	1
잉여현금	-785	180	196	132	173
NOPLAT	75	102	124	149	161
(+) Dep	20	34	46	44	40
(-)운전자본투자	10	-14	6	7	3
(-)Capex	1	1	1	1	1
OpFCF	85	149	163	185	197

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	105	115	174	290	461
현금성자산	60	75	129	230	396
매출채권	41	35	41	56	61
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	892	882	900	905	867
투자자산	25	9	34	32	33
유형자산	2	2	2	0	0
무형자산	865	873	865	873	834
자산총계	997	997	1,075	1,194	1,329
유동부채	307	176	85	74	76
매입채무	6	1	2	2	2
유동성이자부채	277	138	47	27	27
비유동부채	285	302	342	349	350
비유동이자부채	272	286	322	325	325
부채총계	593	479	428	423	426
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	309	323	323	323	323
이익잉여금	148	230	335	459	590
자본조정	-61	-44	-20	-20	-20
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
자본총계	405	518	647	771	903

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,030	4,879	6,040	7,129	7,555
BPS	22,996	28,402	35,440	42,226	49,431
DPS	350	350	350	350	350
CFPS	5,352	9,705	11,465	7,759	9,786
ROA(%)	4.9	8.8	10.6	11.5	10.9
ROE(%)	9.0	19.0	18.9	18.4	16.5
ROIC(%)	15.2	11.5	14.1	16.7	18.4
Multiples(x, %)					
PER	25.5	12.3	8.3	9.0	8.5
PBR	2.2	2.1	1.4	1.5	1.3
PSR	2.8	2.2	1.8	1.9	1.8
PCR	9.7	6.2	4.3	8.3	6.6
EV/EBITDA	13.9	8.5	5.7	5.7	4.8
배당수익률	0.7	0.6	0.7	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	146.4	92.3	66.1	54.8	47.2
Net debt/Equity	120.8	67.2	37.0	15.8	-4.9
Net debt/EBITDA	485.6	205.4	119.4	54.1	-18.8
유동비율	34.2	64.9	204.7	392.2	607.9
이자보상배율(배)	4.0	4.4	5.6	7.2	7.8
자산구조(%)					
투자자본	91.3	91.1	84.5	77.4	66.7
현금+투자자산	8.7	8.9	15.5	22.6	33.3
자본구조(%)					
차입금	57.6	45.0	36.3	31.3	28.0
자기자본	42.4	55.0	63.7	68.7	72.0

[Compliance Notice]

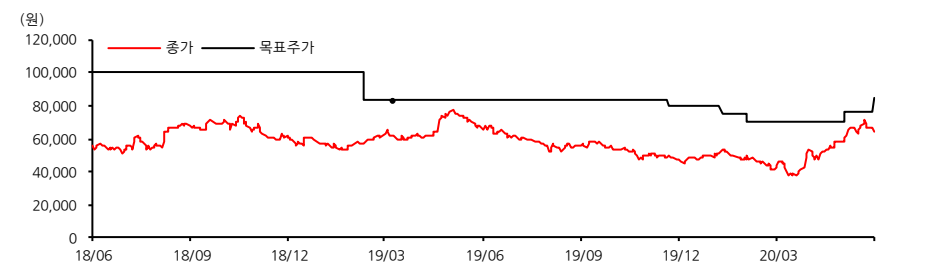
(공표일: 2020년 06월 04일)

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	2018.11.08	2019.02.13	2019.04.09	2019.04.25	2019.07.25	2019.10.24
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	84,000	84,000	84,000	84,000	84,000
일 시	2019.11.25	2020.01.13	2020.02.06	2020.04.13	2020.05.07	2020.06.04
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	75,000	70,000	70,000	77,000	85,000

[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	-33.09	-16.57
2020.05.07	Buy	77,000	-13.91	-7.27
2020.06.04	Buy	85,000		

[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: 2020년 03월 31일)

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