

더블유게임즈 (192080)

Will be priced higher than expected.

상장을 통한 연결가치 재평가 유효

더블유게임즈의 상장일정과 공모가 밴드가 발표되었다. 미국시간 기준 6월 30일 가격이 결정되고 7월 1일 상장이 되는 일정이다. 상장 이후 더블유게임즈가 보유하게 되는 더블다운인터랙티브(DoubleDown Interactive, DDI)의 지분율은 60.2%가 되고 11% 구주매출 이후의 STIC SPC가 17.7%, 나머지 22.1%가 구주매출과 신주모집을 통해 유통되게 된다. 공모가 밴드는 17~19달러이며 상장을 통해 더블유게임즈가 확보하게 되는 신주공모(11%, 550만주) 자금은 1,135억원~1,269억원이다.

DDI의 적정가치는 추가 상승할 것

DDI의 상장가치(평균 18달러, 1.1조원) 및 상장 후 가치의 추가상승 여력은 충분할 것으로 판단된다. 1) 우선 DDI의 공모가 밴드가 경쟁사대비 상당히 할인된 수준이라는 점이다. 2019년 DDI의 조정 EBITDA 기준으로 공모가 기준 EV/EBITDA Value가 8.3배~9.3배로 경쟁사인 SciPlay가 2020년 기준으로 11배 이상으로 거래되고 있다는 점을 고려하면 할인율은 약 15~25% 수준이 된다. 2020년을 기준으로 본다면 할인율은 더욱 커질 것이다. 실제로 미국시장에서 공모가 발표 이후 짧은 로드쇼 및 IPO 마케팅 등을 통해 상장 가격이 공모가 이상으로 정해진 기업이 많다는 점에서 상장가치는 공모가 기준 가치를 상회할 가능성이 커 보인다. 2) 여기에 DDI의 2020년 이후 성장가능성이 매우 크다는 점도 고려해야 한다. 코로나 영향에 따른 2분기 대폭적인 성장이 연간실적에도 영향을 줄 것으로 예상되고 “더블유카지노” 대비 “더블다운카지노”의 성장률이 더 높다는 점을 고려하면 연결기준 연간 24%의 매출증가 및 34%의 영업이익 증가를 고려할 때 DDI의 성장성은 이를 상회할 가능성이 높아 보인다.

2분기 실적에 시장은 다시 주목 할 것

7월 초 상장에 이어 뺏어난 2분기 실적으로 더블유게임즈는 다시 한 번 주목받을 것이다. 이미 1분기 실적 전콜을 통해 더블유게임즈는 4월 일평균 매출액이 1분기 평균대비 30% 이상 증가했다고 언급한 바가 있으며 최근까지 이 수준을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 이미 언급한 바처럼 2분기 매출은 1분기대비 23.8% 증가한 1,702억원, 영업이익은 51.2% 증가한 580억원이 수준으로 예상하고 있으며, 코로나19 이후에도 확대된 가입자 기반이 감소하긴 하겠지만 이전 수준 대비로는 증가한 모습을 유지할 것으로 기대하고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 110,000원 | CP(6월 19일): 75,800원

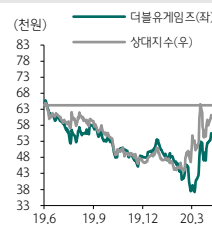
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,141.32
52주 최고/최저(원)	78,100/37,200
시가총액(십억원)	1,384.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	18,374.5
60일 평균 거래량(천주)	321.1
60일 평균 거래대금(십억원)	19.5
20년 배당금(예상, 원)	350
20년 배당수익률(예상, %)	0.46
외국인지분율(%)	12.55
주요주주 지분율(%)	
김기남 외 5인	43.50
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.1 57.8 16.8
상대	12.0 61.8 15.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	593.6	628.5
영업이익(십억원)	178.8	192.2
순이익(십억원)	135.0	145.1
EPS(원)	7,093	7,519
BPS(원)	46,210	54,477

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	8,402	9,535	10,835
증감률	%	140.2	24.1	39.1	13.5	13.6
PER	배	12.28	8.25	9.02	7.95	7.00
PBR	배	1.92	1.31	1.58	1.32	1.12
EV/EBITDA	배	8.49	5.73	5.94	4.67	3.47
ROE	%	19.02	18.93	20.82	19.11	18.13
BPS	원	31,139	38,176	48,019	57,231	67,743
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 황승택

02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

DoubleDown Interactive IPO Overview

표 1. 공모 개요

ADR	Low	High	비고
공모가	\$17 20,640원	\$19 23,070원	외화 원화
공모주식수	11,000,000	11,000,000	
구주	5,500,000	5,500,000	
신주	5,500,000	5,500,000	
공모금액(\$)	187.0M	209.0M	백만달러
구주	93.5M	104.5M	백만달러
신주	93.5M	104.5M	백만달러
공모금액(원)	227,040 백만원	253,770 백만원	
구주	113,520 백만원	126,855 백만원	
신주	113,520 백만원	126,855 백만원	
상장주식수	49,790,440	49,790,440	ADR
시가총액(\$)	\$846.4M	\$946.0M	
시가총액(원)	1조 277억	1조 1,487억	

주: 적용 환율 1,214.5원(2020.06.18)

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 2. IPO 이후 지분 구조

구분	원주	원주%	ADR	ADR%
DUG	1,499,264	60.2%	29,985,280	60.2%
STIC SPC	440,258	17.7%	8,805,160	17.7%
IPO	550,000	22.1%	11,000,000	22.1%
신주모집	275,000	11.0%	5,500,000	11.0%
구주매출	275,000	11.0%	5,500,000	11.0%
계	2,489,522	100.0%	49,790,440	100.0%

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 3. 일정 관련 사항

미국	한국	주요 내용
6월 19 ~ 29일	6월 19 ~ 30일	미국 로드쇼 및 마케팅 진행
6월 30일	7월 1일	미국 Pricing (가격결정)
7월 1일	7월 1일	상장(Listing) 및 매매 개시

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 4. 최근 재무 실적

(단위: 백만 USD, %)

	2019	2018
매출	273.6	266.9
영업비용	205.3	211.9
영업수익	68.3	55.0
당기순이익	36.3	25.1
조정 EBITDA	101.7	85.1
조정 EBITDA (%)	37.2%	31.9%

	1Q20	1Q19
매출	76.1	68.3
영업비용	58.7	52.0
영업수익	17.4	16.3
당기순이익	12.9	8.8
조정 EBITDA	25.3	24.7
조정 EBITDA (%)	33.3%	36.2%

주: US-GAAP 회계기준

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 5. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원, %)

	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	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

주정 재무제표

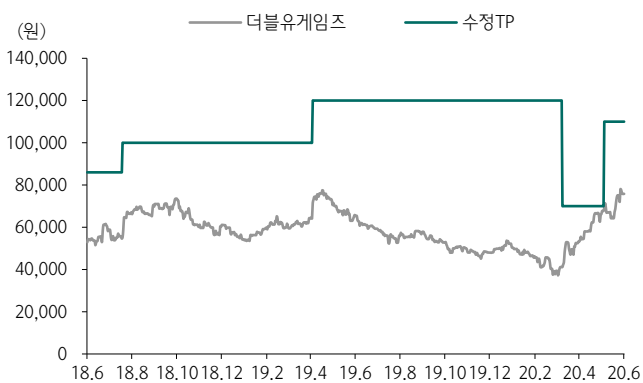
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	483.0	513.8	638.6	700.0	755.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	483.0	513.8	638.6	700.0	755.6
판매비	347.3	359.2	432.1	465.4	490.3
영업이익	135.8	154.6	206.5	234.6	265.2
금융손익	(29.2)	(26.4)	(17.7)	(10.0)	(10.0)
중속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.8	9.8	8.4	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
비배주주지분 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	197.2	224.6	255.2
NOPAT	101.5	123.5	161.2	183.0	206.9
EBITDA	169.6	200.7	247.2	270.6	299.6
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	23.2	9.5	10.7
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	39.1	13.5	13.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	35.1	39.1	38.7	38.7	39.7
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	8,402	9,535	10,835
BPS	31,139	38,176	48,019	57,231	67,743
CFPS	9,685	11,465	13,694	14,725	16,305
EBITDAPS	9,406	10,991	13,486	14,725	16,305
SPS	26,796	28,141	34,842	38,097	41,121
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	12.3	8.3	9.0	7.9	7.0
PBR	1.9	1.3	1.6	1.3	1.1
PCFR	6.2	4.3	5.5	5.1	4.6
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.9	4.7	3.5
PSR	2.2	1.8	2.2	2.0	1.8
재무비율(%)					
ROE	19.0	18.9	20.8	19.1	18.1
ROA	8.8	10.6	13.3	13.3	13.2
ROIC	11.5	13.7	17.5	20.1	23.6
부채비율	92.3	66.1	48.4	40.4	34.2
순부채비율	67.2	37.0	10.0	(12.1)	(29.0)
이자보상배율(배)	4.4	5.6	9.7	15.6	17.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	114.6	174.3	329.7	536.5	767.3
금융자산	75.5	129.3	270.5	475.0	701.0
현금성자산	41.8	45.8	270.5	475.0	701.0
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	5.0	5.3
비유동자산	882.2	900.4	905.7	869.9	835.9
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	0.2	0.0	0.0
무형자산	872.6	864.7	874.9	839.1	804.7
기타비유동자산	2.1	29.2	26.1	26.1	26.1
자산총계	996.8	1,074.7	1,235.4	1,406.4	1,603.2
유동부채	176.4	85.1	74.7	76.2	79.7
금융부채	138.0	46.7	28.8	29.1	29.9
매입채무 등	25.7	21.5	28.3	29.3	31.7
기타유동부채	12.7	16.9	17.6	17.8	18.1
비유동부채	302.1	342.4	328.4	328.5	328.8
금융부채	285.8	322.2	324.9	324.9	324.9
기타비유동부채	16.3	20.2	3.5	3.6	3.9
부채총계	478.5	427.6	403.0	404.7	408.5
지배주주지분	518.3	647.2	832.4	1,001.6	1,194.8
자본금	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	322.7	323.0	323.1	323.1	323.1
자본조정	(41.6)	(42.2)	(42.5)	(42.5)	(42.5)
기타포괄이익누계액	(2.1)	22.7	65.9	65.9	65.9
이익잉여금	230.2	334.5	476.7	646.0	839.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.3	647.2	832.4	1,001.6	1,194.8
순금융부채	348.3	239.6	83.2	(121.0)	(346.3)
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	156.3	164.4	170.0	210.3	231.6
당기순이익	87.8	110.3	154.0	175.2	199.1
조정	66.9	67.3	44.0	35.9	34.4
감가상각비	33.8	46.1	40.7	36.0	34.3
외환거래손익	(7.9)	(3.4)	(5.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타	40.8	24.6	8.7	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	1.6	(13.2)	(28.0)	(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)	(0.1)	0.0	0.0
기타	(0.8)	(50.2)	83.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(143.1)	(110.2)	(25.9)	(5.6)	(5.2)
금융부채증가(감소)	(125.4)	(54.9)	(15.2)	0.3	0.7
자본증가(감소)	14.3	0.3	0.1	0.0	0.0
기타재무활동	(26.3)	(49.7)	(4.9)	0.0	0.0
배당지급	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감	17.0	4.0	227.8	204.5	226.0
Unlevered CFO	174.6	209.3	251.0	270.6	299.6
Free Cash Flow	155.6	163.4	169.9	210.3	231.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자 의견	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%
18.7.2	BUY	86,000	-34.91%	-28.37%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 19일

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 06월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 06월 22일 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.