



하나금융그룹

2020년 6월 22일 | Equity Research

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 더블다운인터액티브 (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 상장가격이 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”的 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 빼어난 2분기 실적으로 더블유게임즈는 다시 한 번 주목받을 것이다. 이미 1분기 실적 컨콜을 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 감소하기 하겠으나 이전 수준 대비로는 증가한 모습을 유지할 것으로 기대하고 있다.

Update

BUY

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

Key Data

| | | 2020 | 2021 |
|------------------|----------------|-------|-------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,141.32 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 78,100/37,200 | 593.6 | 628.5 |
| 시가총액(십억원) | 1,384.5 | 178.8 | 192.2 |
| 시가총액비중(%) | 0.11 | 135.0 | 145.1 |
| 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(%) | | | |
| 김가람 외 5 인 | 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

 **하나금융투자**

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 | (7.0) | 3.3 | 0.2 | (7.5) | 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 | (7.8) | 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

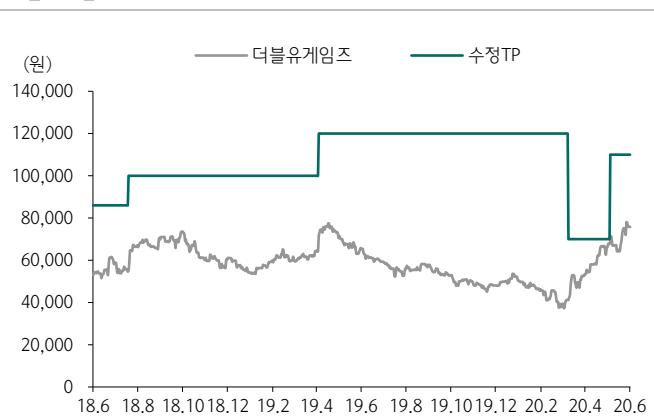
| 손익계산서 | | (단위: 십억원) | | | | | 대차대조표 | | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|
| | | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F | | | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 483.0 | 513.8 | 638.6 | 700.0 | 755.6 | | 유동자산 | 114.6 | 174.3 | 329.7 | 536.5 | 767.3 | |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 금융자산 | 75.5 | 129.3 | 270.5 | 475.0 | 701.0 | |
| 매출총이익 | 483.0 | 513.8 | 638.6 | 700.0 | 755.6 | | 현금성자산 | 41.8 | 45.8 | 270.5 | 475.0 | 701.0 | |
| 판관비 | 347.3 | 359.2 | 432.1 | 465.4 | 490.3 | | 매출채권 등 | 35.2 | 41.4 | 54.5 | 56.5 | 61.0 | |
| 영업이익 | 135.8 | 154.6 | 206.5 | 234.6 | 265.2 | | 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 금융순익 | (29.2) | (26.4) | (17.7) | (10.0) | (10.0) | | 기타유동자산 | 3.9 | 3.6 | 4.7 | 5.0 | 5.3 | |
| 종속/관계기업순이익 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 비유동자산 | 882.2 | 900.4 | 905.7 | 869.9 | 835.9 | |
| 기타영업외순이익 | 10.8 | 9.8 | 8.4 | 0.0 | 0.0 | | 투자자산 | 5.7 | 4.7 | 4.5 | 4.7 | 5.1 | |
| 세전이익 | 117.3 | 138.0 | 197.2 | 224.6 | 255.2 | | 금융자산 | 4.5 | 3.4 | 4.5 | 4.7 | 5.1 | |
| 법인세 | 29.6 | 27.7 | 43.2 | 49.4 | 56.2 | | 유형자산 | 1.8 | 1.8 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | |
| 계속사업이익 | 87.8 | 110.3 | 154.0 | 175.2 | 199.1 | | 무형자산 | 872.6 | 864.7 | 874.9 | 839.1 | 804.7 | |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 기타비유동자산 | 2.1 | 29.2 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | |
| 당기순이익 | 87.8 | 110.3 | 154.0 | 175.2 | 199.1 | | 자산총계 | 996.8 | 1,074.7 | 1,235.4 | 1,406.4 | 1,603.2 | |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 유동부채 | 176.4 | 85.1 | 74.7 | 76.2 | 79.7 | |
| 지배주주순이익 | 87.8 | 110.3 | 154.0 | 175.2 | 199.1 | | 금융부채 | 138.0 | 46.7 | 28.8 | 29.1 | 29.9 | |
| 지배주주지분포괄이익 | 115.3 | 135.1 | 197.2 | 175.2 | 199.1 | | 매입채무 등 | 25.7 | 21.5 | 28.3 | 29.3 | 31.7 | |
| NOPAT | 101.5 | 123.5 | 161.2 | 183.0 | 206.9 | | 기타유동부채 | 12.7 | 16.9 | 17.6 | 17.8 | 18.1 | |
| EBITDA | 169.6 | 200.7 | 247.2 | 270.6 | 299.6 | | 비유동부채 | 302.1 | 342.4 | 328.4 | 328.5 | 328.8 | |
| 성장성(%) | | | | | | | 금융부채 | 285.8 | 322.2 | 324.9 | 324.9 | 324.9 | |
| 매출액증가율 | 51.3 | 6.4 | 24.3 | 9.6 | 7.9 | | 기타비유동부채 | 16.3 | 20.2 | 3.5 | 3.6 | 3.9 | |
| NOPAT증가율 | 34.8 | 21.7 | 30.5 | 13.5 | 13.1 | | 부채총계 | 478.5 | 427.6 | 403.0 | 404.7 | 408.5 | |
| EBITDA증가율 | 68.4 | 18.3 | 23.2 | 9.5 | 10.7 | | 지배주주지분 | 518.3 | 647.2 | 832.4 | 1,001.6 | 1,194.8 | |
| 영업이익증가율 | 67.7 | 13.8 | 33.6 | 13.6 | 13.0 | | 자본금 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | |
| (지배주주)순익증가율 | 148.0 | 25.6 | 39.6 | 13.8 | 13.6 | | 자본잉여금 | 322.7 | 323.0 | 323.1 | 323.1 | 323.1 | |
| EPS증가율 | 140.2 | 24.1 | 39.1 | 13.5 | 13.6 | | 자본조정 | (41.6) | (42.2) | (42.5) | (42.5) | (42.5) | |
| 수익성(%) | | | | | | | 기타포괄이익누계액 | (2.1) | 22.7 | 65.9 | 65.9 | 65.9 | |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | | 이익잉여금 | 230.2 | 334.5 | 476.7 | 646.0 | 839.1 | |
| EBITDA이익률 | 35.1 | 39.1 | 38.7 | 38.7 | 39.7 | | 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 영업이익률 | 28.1 | 30.1 | 32.3 | 33.5 | 35.1 | | 자본총계 | 518.3 | 647.2 | 832.4 | 1,001.6 | 1,194.8 | |
| 계속사업이익률 | 18.2 | 21.5 | 24.1 | 25.0 | 26.3 | | 순금융부채 | 348.3 | 239.6 | 83.2 | (121.0) | (346.3) | |
| 투자지표 | | | | | | | | | | | | | |
| | | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F | | | | | | | |
| 주당지표(원) | | | | | | | 현금흐름표 | | | | | | |
| 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



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

더블유게임즈



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|---------|------|---------|---------|---------|
| | | | 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 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 06월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 06월 22일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.