



# 더블유게임즈 (192080)

## 3분기 실적 전망치 상향 + 밸류에이션 매력

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 95,000원

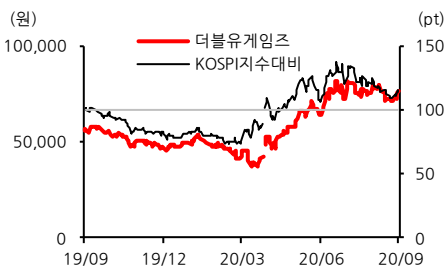
현재 주가(9/3)	76,200원
상승여력	▲24.7%
시가총액	14,001억원
발행주식수	18,375천주
52 주 최고가 / 최저가	81,700 / 37,200원
90 일 일평균 거래대금	205.06억원
외국인 지분율	15.5%
주주 구성	
김가람 (외 6 인)	43.7%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	7.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	18.5	83.4	37.5
상대수익률(KOSPI)	-6.0	6.9	64.4	15.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	483	514	678	715
영업이익	136	155	211	231
EBITDA	170	201	256	271
지배주주순이익	88	110	140	187
EPS	4,879	6,040	7,672	10,197
순차입금	348	240	-121	-338
PER	12.3	8.3	9.9	7.5
PBR	2.1	1.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.0	3.9
배당수익률	0.6	0.7	0.5	0.5
ROE	19.0	18.9	20.3	22.8

주가 추이



동사의 3분기 실적은 체류시간 확대 효과가 지속되며 결제액 증가세가 지속될 것으로 전망합니다. 매수 시점이라고 판단합니다.

**3분기 실적은 체류시간 확대 효과 지속되며 호실적 전망**

우리는 동사의 3분기 실적으로 매출액 1726억 원, 영업이익 560억 원을 전망한다. 기존 전망치 대비 매출액과 영업이익을 각각 12%, 18% 상향한 수준이다. 사상 최대 분기 실적을 기록했던 2분기 결제액 대비 3분기도 유사한 수준에서 유지되고 있는 것으로 파악된다. 코로나19로 인한 북미 지역 락다운 상황이 장기화됨에 따라 체류시간 증가 추세가 이어지고 있다. 특히, 동사의 주력 게임인 더블유카지노(DUC)와 더블다운카지노(DDC) 모두 신규 유저 유입과 페이 유저 증가가 동시에 나타나고 있다. 우리는 3분기 DUC와 DDC 매출액이 전년동기 대비 각각 32.6%, 48.9% 증가할 것으로 전망한다.

**시장 성장률을 상회하는 성장세는 4분기에도 이어질 것**

3분기에도 북미 지역을 중심으로 소셜카지노 시장의 전체 성장세는 지속되고 있다. 그 중에서도 동사가 시장 성장률을 상회하고 있을 것으로 추정하는 이유는 선제적으로 집행한 마케팅의 효율성이 높아졌기 때문이다. 이미 매출액 대비 20% 수준의 마케팅을 집행해오던 경쟁사와 달리 동사는 14% 수준에서 점차 늘리면서 효율성을 입증시키고 있다. 4분기 실적 기대감도 높다. 연말에는 통상적으로 이벤트가 많은 성수기 효과로 인해 매출 수준이 한 단계 높아질 것으로 전망한다. 또한, 지연된 자회사의 나스닥 상장 추진은 하반기 내에 예정되어 있어 구체적인 스케줄 확정 시에는 기업가치 재평가가 기대된다.

**투자의견 BUY와 목표주가 9만 5천 원 유지**

동사에 대한 투자의견과 목표주가 그대로 유지한다. 최근 국내 모바일 게임 업체들의 멀티플 확장 추세가 나타나고 있다. 동사의 밸류에이션은 올해 예상 실적 기준 PER 10배로 업종 내 저평가 매력이 크게 돋보이며, 3분기 실적 눈높이가 상향 조정 될 수 있는 몇 안되는 종목이라고 판단한다. 매수 대응이 유효한 국면이다.

[표1] 더블유게임즈의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	126	130	130	128	137	189	172.6	179	319	483	514	678
YoY (%)	10.3	9.4	5.5	0.9	9.3	45.3	32.6	39.8	105.7	51.3	6.4	31.9
더블유카지노	44.7	46.1	44.9	42.7	43.0	63.8	54.3	57.1	146.8	173.3	178.4	218.2
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	90.8	120.6	114.0	117.6	288.3	293.7	318.9	442.9
영업비용	88.1	89.6	92.5	89.0	99.0	129.5	116.6	121.4	238	347	359	466
YoY (%)	0.2	6.4	10.0	(2.2)	12.4	44.6	26.0	36.4	116.9	45.7	3.4	29.9
영업이익	37.6	40.3	37.6	39.1	38.4	59.3	56.0	57.7	81	136	155	211
YoY(%)	44.4	16.9	(4.2)	8.6	2.1	47.0	48.9	47.7	78.5	67.7	13.9	36.7
영업이익률(%)	29.9	31.0	28.9	30.5	27.9	31.4	32.5	32.2	25.4	28.1	30.1	31.2
당기순이익	27.1	29.8	30.6	22.7	32.2	21.6	42.8	45.9	35	88	110	143
순이익률 (%)	21.5	23.0	23.6	17.7	23.4	11.4	24.8	25.6	10.9	18.2	21.5	21.0
게임별 YoY(%) 성장률												
더블유카지노	10.9	7.2	0.4	(5.7)	(3.8)	38.4	20.8	33.8	4.2	18.0	2.9	22.3
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	5.1	18.0	51.7	40.7	44.3		1.9	8.6	38.9

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	319	483	514	678	715
매출총이익	319	483	514	678	715
영업이익	81	136	155	211	231
EBITDA	101	170	201	256	271
순이자손익	-17	-30	-26	-9	-1
외화관련손익	-19	12	9	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	117	138	183	226
당기순이익	36	88	110	142	187
지배주주순이익	35	88	110	140	187
<b>증가율(%)</b>					
매출액	105.2	51.3	6.4	31.9	5.5
영업이익	80.6	67.6	13.9	36.8	9.5
EBITDA	122.9	68.4	18.4	27.7	5.6
순이익	-26.8	146.2	25.7	29.2	31.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.4	28.1	30.1	31.2	32.4
EBITDA 이익률	31.5	35.1	39.1	37.8	37.9
세전이익률	12.0	24.3	26.9	27.1	31.7
순이익률	11.2	18.2	21.5	21.0	26.2

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	82	156	164	181	226
당기순이익	36	88	110	142	187
자산상각비	20	34	46	45	39
운전자본증감	7	2	-13	-8	-2
매출채권 감소(증가)	0	6	-4	-18	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-597	3	-50	68	-3
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-6	-4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	288	0	-50	70	-1
재무현금흐름	525	-143	-110	-161	-6
차입금의 증가(감소)	534	-139	-104	-156	0
자본의 증가(감소)	-10	-6	-6	-6	-6
배당금의 지급	10	6	6	6	6
총현금흐름	93	175	209	210	228
(-)운전자본증가(감소)	10	-14	6	9	2
(-)설비투자	1	1	1	1	1
(+)자산매각	-6	-3	0	0	0
Free Cash Flow	77	184	202	200	224
(-)기타투자	862	4	7	-1	1
잉여현금	-785	180	196	201	223
NOPLAT	75	102	124	164	192
(+) Dep	20	34	46	45	39
(-)운전자본투자	10	-14	6	9	2
(-)Capex	1	1	1	1	1
OpFCF	85	149	163	199	228

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	105	115	174	217	438
현금성자산	60	75	129	147	364
매출채권	41	35	41	61	65
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	892	882	900	888	851
투자자산	25	9	34	30	31
유형자산	2	2	2	0	0
무형자산	865	873	865	858	820
자산총계	997	997	1,075	1,105	1,289
유동부채	307	176	85	61	64
매입채무	6	1	2	2	2
유동성이자부채	277	138	47	7	7
비유동부채	285	302	342	46	47
비유동이자부채	272	286	322	19	19
부채총계	593	479	428	108	111
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	309	323	323	307	307
이익잉여금	148	230	335	469	650
자본조정	-61	-44	-20	-53	-53
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
자본총계	405	518	647	997	1,178

**주요지표** (단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,030	4,879	6,040	7,672	10,197
BPS	22,996	28,402	35,440	39,827	49,674
DPS	350	350	350	350	350
CFPS	5,352	9,705	11,465	11,504	12,395
ROA(%)	4.9	8.8	10.6	12.9	15.7
ROE(%)	9.0	19.0	18.9	20.3	22.8
ROIC(%)	15.2	11.5	14.1	18.6	22.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	25.5	12.3	8.3	9.9	7.5
PBR	2.2	2.1	1.4	1.9	1.5
PSR	2.8	2.2	1.8	2.1	2.0
PCR	9.7	6.2	4.3	6.6	6.1
EV/EBITDA	13.9	8.5	5.7	5.0	3.9
배당수익률	0.7	0.6	0.7	0.5	0.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	146.4	92.3	66.1	10.8	9.4
Net debt/Equity	120.8	67.2	37.0	-12.2	-28.7
Net debt/EBITDA	485.6	205.4	119.4	-47.4	-124.9
유동비율	34.2	64.9	204.7	353.4	687.5
이자보상배율(배)	4.0	4.4	5.6	19.8	127.1
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	91.3	91.1	84.5	83.2	68.0
현금+투자자산	8.7	8.9	15.5	16.8	32.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	57.6	45.0	36.3	2.5	2.1
자기자본	42.4	55.0	63.7	97.5	97.9

**[ Compliance Notice ]**

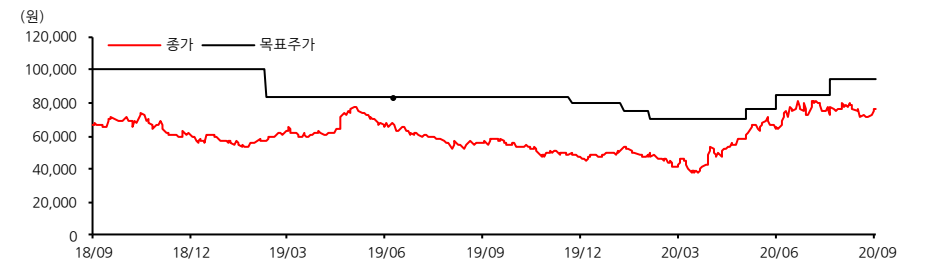
(공표일: 2020년 09월 04일)

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 ]**



**[ 투자의견 변동 내역 ]**

일 시	2018.11.08	2019.02.13	2019.04.09	2019.04.25	2019.07.25	2019.10.24
투자의견	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
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	75,000	70,000	70,000	77,000	85,000
일 시	2020.07.24	2020.09.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	95,000	95,000				

**[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]**

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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	-14.04	-7.27
2020.06.04	Buy	85,000	-10.75	-3.88
2020.07.24	Buy	95,000		

**[ 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 투자의견 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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%