

IBKS 디지털뉴딜 시리즈



Analyst 이승훈  
02) 6915-5680  
dozed@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	85,000원
현재가 (8/18)	58,700원

KOSPI (8/18)	3,158.93pt
시가총액	1,079십억원
발행주식수	18,375천주
액면가	500원
52주 최고가	79,800원
최저가	52,300원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	9.1%
배당수익률 (2021F)	0.6%

주주구성	
김기람 외 6 인	43.48%
국민연금공단	7.84%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-6%	-42%
절대기준	-4%	-3%	-22%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	85,000	95,000	▼
EPS(21)	7,050	7,829	▼
EPS(22)	8,845	8,578	▲

더블유게임즈 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 더블유게임즈 (192080)

## 하반기 저평가 해소 기회가 생긴다

### SpinX의 매각과 자회사 미국 상장으로 Re-Rating 기대

더블유게임즈는 소셜카지노 기업인 SpinX가 높은 밸류에이션에 매각되고 자회사가 미국에 상장될 예정이기 때문에 밸류에이션 상승이 기대됨. SpinX가 넷마블에 2021년 예상 PER 25배 수준인 약 2.5조원으로 매각되었기 때문에 동사의 낮은 밸류에이션이 더욱 부각됨. SpinX가 소셜카지노 시장에서 연간 2배 이상 성장하는 만큼 시장 내 새로운 기회가 존재하는 것으로 판단됨. 동사 역시 전통 슬롯 이외 하이퍼캐주얼, 캐주얼 장르 신작으로 포트폴리오를 다양화하고 M&A를 통해 외형 성장 속도가 빨라지면서 Re-Rating이 기대됨.

한편 자회사 Double Down Interactive(이하 DDI)의 미국 상장이 지연되었지만 하반기 IPO를 완료할 가능성이 높아짐. 자회사가 미국에서 Playtika, Scisplay 등과 비교되면서 밸류에이션 정상화 가능성이 높음. DDI의 공모가 범위는 2021년 예상 PER 12.3~13.6배로 Playtika, Scisplay 대비 -34~-27% 디스카운트된 수준임. 그러나 동사가 2021년 예상 PER 8.2배임을 고려할 때 프리미엄 요인으로 작용함

### 목표주가 85,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 12개월 FW 예상 EPS에 동사의 최근 2년간 PER 상단값인 11.4배를 적용하여 산출함. 해외 소셜카지노 게임사들이 15배 이상(Playtika 22.3배, Scisplay 15.1배)의 밸류에이션으로 거래되고 있기 때문에 자회사 상장 전후로 Re-Rating 가능성이 높음. 2분기는 매출액 1,586억원(YoY -16.0%, QoQ -3.3%), 영업이익 490억원(YoY -17.4%, QoQ -2.7%)를 기록함. 전년 동기 웨스턴 지역의 코로나 락다운으로 인한 역기저와 원화 효과가 사라지면서 전년 대비 매출이 크게 하락함. 영업이익은 매출이 시장 기대치를 하회하면서 컨센서스 대비 -8.1% 하회함. 미국 오피스 인력 감소로 인건비가 감소하고 DDI 인수 관련 무형자산 감가상각비가 일부 마무리되면서 3분기부터 영업이익률은 더욱 개선될 것으로 분석됨.

(단위:십억원/배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	514	658	663	730	808
영업이익	155	194	204	235	264
세전이익	138	169	198	239	271
지배주주순이익	110	112	130	163	184
EPS(원)	6,040	6,127	7,050	8,845	10,040
증가율(%)	24.1	1.4	15.1	25.5	13.5
영업이익률(%)	30.2	29.5	30.8	32.2	32.7
순이익률(%)	21.4	19.0	23.2	25.1	25.6
ROE(%)	18.9	16.9	17.2	18.0	17.2
PER	8.3	9.8	8.3	6.6	5.8
PBR	1.4	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.0	4.3	3.1	2.0

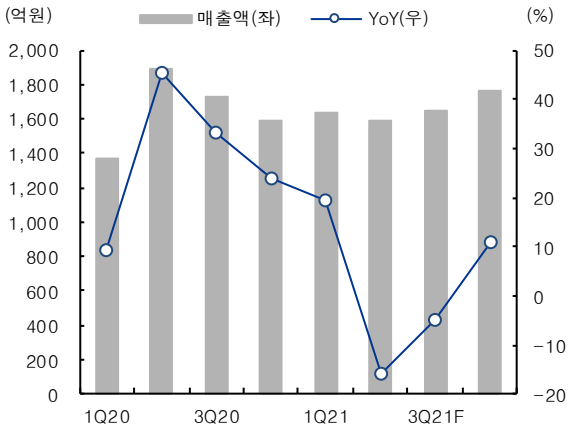
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 더블유게임즈의 실적 추이

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,374</b>	<b>1,888</b>	<b>1,732</b>	<b>1,588</b>	<b>1,639</b>	<b>1,586</b>	<b>1,644</b>	<b>1,761</b>	<b>6,582</b>	<b>6,630</b>	<b>7,299</b>
QoQ	7.3%	37.3%	-8.3%	-8.3%	3.2%	-3.3%	3.7%	7.1%			
YoY	9.3%	45.3%	33.1%	23.9%	19.2%	-16.0%	-5.0%	10.9%	28.1%	0.7%	10.1%
더블다운카지노	870	1,206	1,093	1,019	1,077	1,046	1,081	1,148	4,188	4,351	4,823
더블유카지노	430	682	636	569	562	540	564	614	2,317	2,279	2,477
<b>영업이익</b>	<b>384</b>	<b>593</b>	<b>494</b>	<b>471</b>	<b>504</b>	<b>490</b>	<b>520</b>	<b>531</b>	<b>1,942</b>	<b>2,044</b>	<b>2,346</b>
OPM	27.9%	31.4%	28.6%	29.6%	30.7%	30.9%	31.6%	30.1%			
QoQ	-1.7%	54.5%	-16.6%	-4.8%	7.0%	-2.7%	6.0%	2.1%			
YoY	2.1%	47.0%	31.4%	20.5%	31.2%	-17.4%	5.1%	12.8%	25.6%	5.2%	14.8%
<b>세전이익</b>	<b>411</b>	<b>351</b>	<b>489</b>	<b>440</b>	<b>532</b>	<b>388</b>	<b>524</b>	<b>538</b>	<b>1,691</b>	<b>1,982</b>	<b>2,390</b>
QoQ	49.5%	-14.4%	39.1%	-9.8%	20.9%	-27.1%	34.9%	2.6%			
YoY	19.7%	-6.5%	26.2%	60.4%	29.7%	10.6%	7.2%	22.1%	22.5%	17.2%	20.6%
<b>순이익(지배)</b>	<b>322</b>	<b>193</b>	<b>325</b>	<b>283</b>	<b>326</b>	<b>257</b>	<b>361</b>	<b>351</b>	<b>1,123</b>	<b>1,295</b>	<b>1,625</b>
NIM	23.4%	10.2%	18.8%	17.8%	19.9%	16.2%	21.9%	19.9%			
QoQ	41.6%	-40.0%	68.2%	-12.8%	15.2%	-21.2%	40.3%	-2.6%			
YoY	18.9%	-35.3%	6.0%	24.6%	1.3%	33.1%	11.1%	24.1%	1.8%	15.3%	25.5%

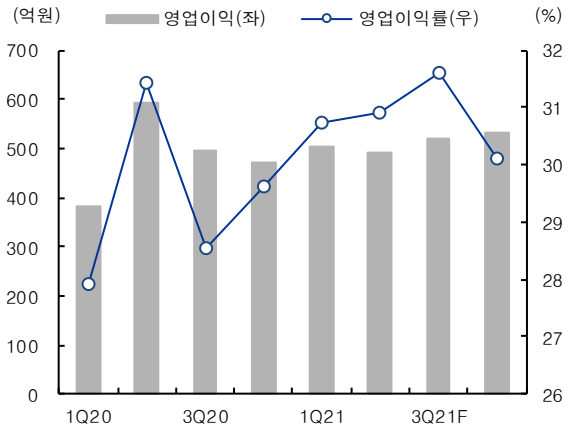
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 1. 더블유게임즈의 매출액 및 YoY 추이



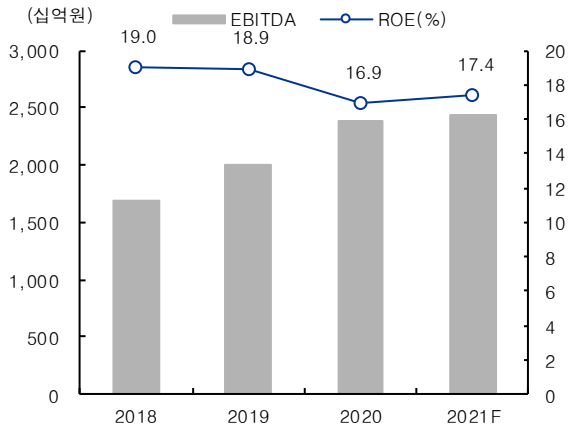
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 2. 더블유게임즈의 영업이익 및 영업이익률 추이



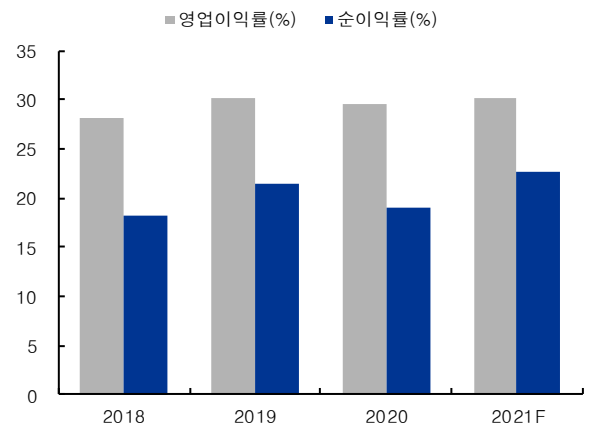
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 3. 더블유게임즈의 EBITDA 및 ROE 추이



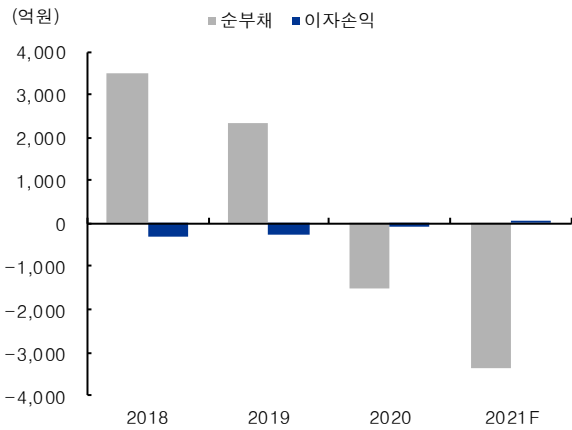
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 더블유게임즈의 영업이익률 및 순이익률 추이



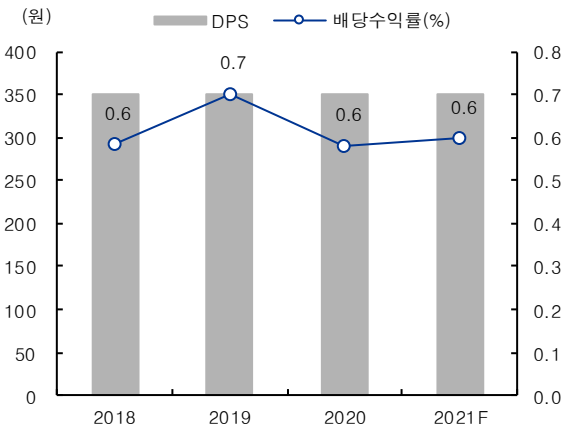
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 더블유게임즈의 순부채 및 이자손익 추이



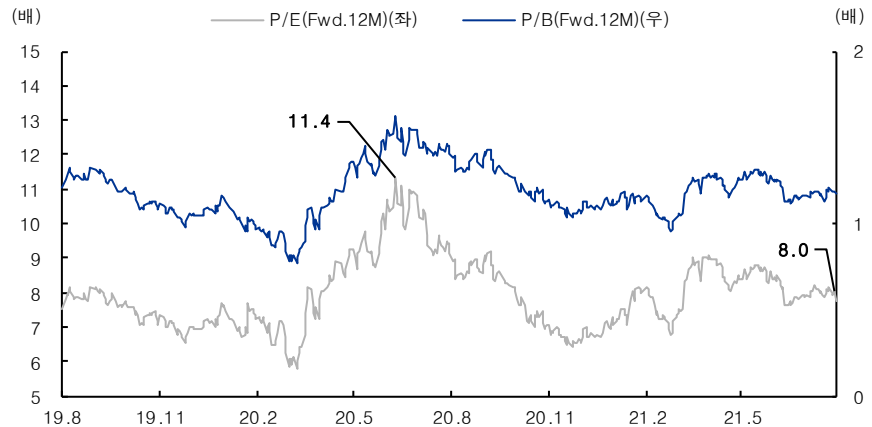
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 더블유게임즈의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 더블유게임즈의 12개월 FW PER과 PBR 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

더블유게임즈 (192080)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	514	658	663	730	808
증가율(%)	6.4	28.1	0.7	10.1	10.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	514	658	663	730	808
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	359	464	459	495	544
판매비율(%)	69.8	70.5	69.2	67.8	67.3
영업이익	155	194	204	235	264
증가율(%)	13.9	25.6	5.2	14.8	12.6
영업이익률(%)	30.2	29.5	30.8	32.2	32.7
순금융손익	-26	-30	3	4	7
이자손익	-26	-9	1	4	7
기타	0	-21	2	0	0
기타영업외손익	10	4	1	0	0
중속/관계기업손익	0	0	-10	0	0
세전이익	138	169	198	239	271
법인세	28	44	45	56	64
법인세율	20.3	26.0	22.7	23.4	23.6
계속사업이익	110	125	154	183	207
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	125	154	183	207
증가율(%)	25.7	13.1	23.2	19.0	13.4
당기순이익률 (%)	21.4	19.0	23.2	25.1	25.6
지배주주당기순이익	110	112	130	163	184
기타포괄이익	25	-53	34	0	0
총포괄이익	135	71	187	183	207
EBITDA	201	239	242	272	302
증가율(%)	18.4	19.0	1.2	12.5	11.2
EBITDA마진율(%)	39.1	36.3	36.5	37.3	37.4

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,040	6,127	7,050	8,845	10,040
BPS	35,440	36,923	44,887	53,409	63,126
DPS	350	350	350	350	350
밸류에이션(배)					
PER	8.3	9.8	8.3	6.6	5.8
PBR	1.4	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.0	4.3	3.1	2.0
성장성지표(%)					
매출증가율	6.4	28.1	0.7	10.1	10.7
EPS증가율	24.1	1.4	15.1	25.5	13.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	18.9	16.9	17.2	18.0	17.2
ROA	10.6	11.9	13.7	13.9	13.8
ROIC	12.7	15.2	19.6	23.9	28.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	66.1	10.3	10.2	9.0	8.0
순차입금 비율(%)	36.0	-16.2	-29.4	-42.8	-52.8
이자보상배율(배)	5.6	18.6	221.3	968.0	1,090.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.4	15.1	11.1	10.9	13.1
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	174	217	417	630	868
현금및현금성자산	46	60	211	431	661
유가증권	83	105	128	133	139
매출채권	41	46	73	60	63
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	900	806	805	772	738
유형자산	2	1	2	2	2
무형자산	865	779	778	743	708
투자자산	5	5	5	5	6
자산총계	1,075	1,023	1,222	1,402	1,606
유동부채	85	55	68	68	68
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	40	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	342	40	45	48	50
사채	301	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	428	95	113	116	118
지배주주지분	647	678	825	981	1,160
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	323	298	298	298	298
자본조정등	-42	-43	-43	-43	-43
기타포괄이익누계액	23	-10	13	13	13
이익잉여금	335	424	547	704	882
비지배주주지분	0	249	284	305	328
자본총계	647	928	1,109	1,286	1,488
비이자부채	66	80	100	103	105
총차입금	362	15	13	13	13
순차입금	233	-150	-326	-551	-786

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	164	202	187	233	243
당기순이익	110	125	154	183	207
비현금성 비용 및 수익	99	122	59	33	31
유형자산감가상각비	7	7	3	2	2
무형자산상각비	39	37	34	35	36
운전자본변동	-13	-6	-24	13	-2
매출채권등의 감소	-4	-4	-22	13	-3
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-32	-39	-2	4	7
투자활동 현금흐름	-50	-23	-26	-9	-10
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	0	-2	-2	-2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-49	-23	-23	-6	-7
재무활동 현금흐름	-110	-165	-10	-4	-3
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-110	-165	-10	-4	-3
기타 및 조정	0	0	0	0	-1
현금의 증가	4	14	151	220	229
기초현금	42	46	60	211	431
기말현금	46	60	211	431	661

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	94.9
중립	7	5.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

