



Analyst 이승훈

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

| 매수 (유지)       |            |        |         |
|---------------|------------|--------|---------|
| 목표주가          |            |        | 85,000원 |
| 현재가 (8/18)    |            |        | 58,700원 |
| <hr/>         |            |        |         |
| 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%       |        |         |
| <hr/>         |            |        |         |
| 주주구성          |            |        |         |
| 김가람 외 6 인     | 43.48%     |        |         |
| 국민연금공단        | 7.84%      |        |         |
| <hr/>         |            |        |         |
| 주가상승          | 1M         | 6M     | 12M     |
| 상대기준          | -1%        | -6%    | -42%    |
| 절대기준          | -4%        | -3%    | -22%    |
| <hr/>         |            |        |         |
| 투자의견          | 현재         | 직전     | 변동      |
| 목표주가          | 매수         | 매수     | -       |
| EPS(21)       | 85,000     | 95,000 | ▼       |
| EPS(22)       | 7,050      | 7,829  | ▼       |
| EPS(22)       | 8,845      | 8,578  | ▲       |
| <hr/>         |            |        |         |
| 더블유게임즈 주가추이   |            |        |         |
|               |            |        |         |

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, Sciplay 등과 비교되면서 밸류에이션 정상화 가능성이 높음. DDI의 공모가 범위는 2021년 예상 PER 12.3~13.6배로 Playtika, Sciplay 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, Sciplay 15.1배)의 밸류에이션으로 거래되고 있기 때문에 자회사 상장 전후로 Re-Rating 가능성은 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, IBK 투자증권 예상

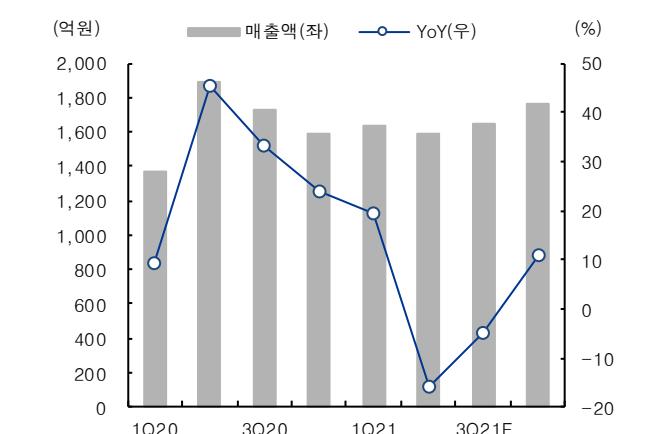
**더블유게임즈 (192080)**

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%        | 29.5%        | 30.8%        | 32.1%        |
| 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%        | 17.1%        | 19.5%        | 22.3%        |
| 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%        |

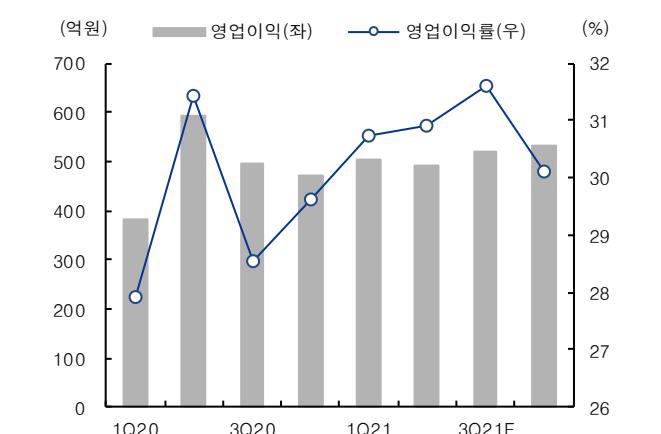
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 1. 더블유게임즈의 매출액 및 YoY 추이



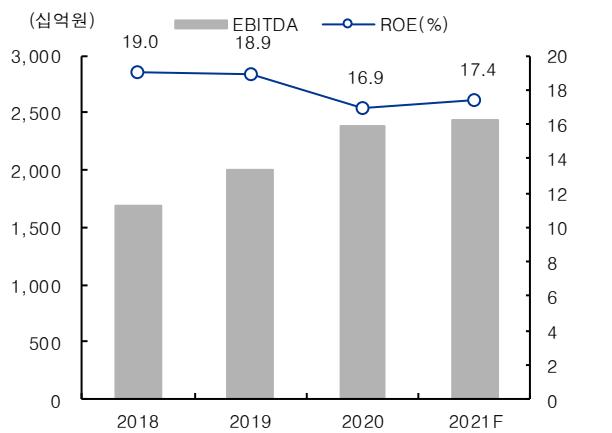
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 2. 더블유게임즈의 영업이익 및 영업이익률 추이



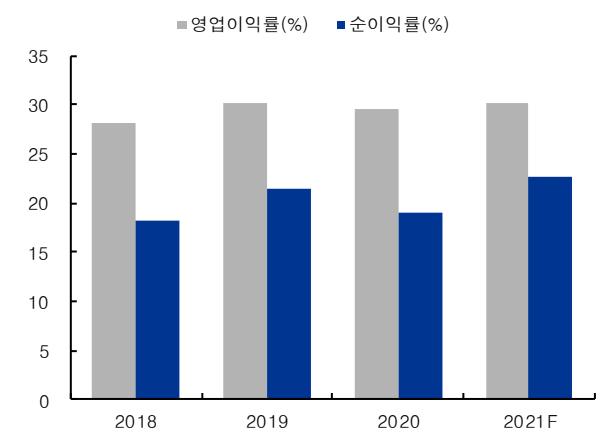
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 3. 더블유게임즈의 EBITDA 및 ROE 추이



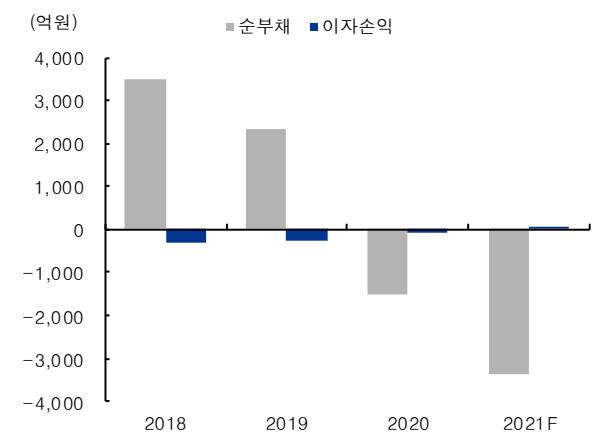
자료: Quantewise, IBK투자증권

그림 4. 더블유게임즈의 영업이익률 및 순이익률 추이



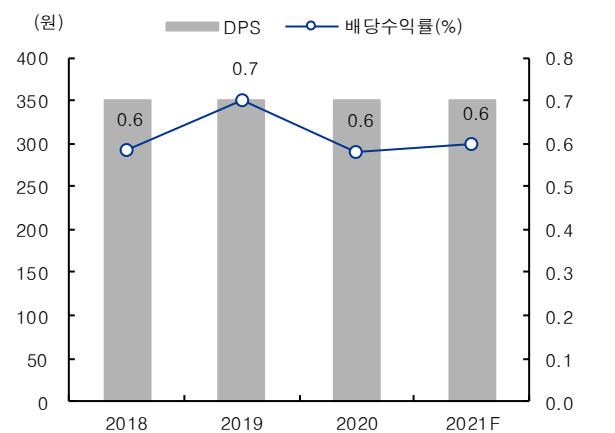
자료: Quantewise, IBK투자증권

그림 5. 더블유게임즈의 순부채 및 이자손의 추이



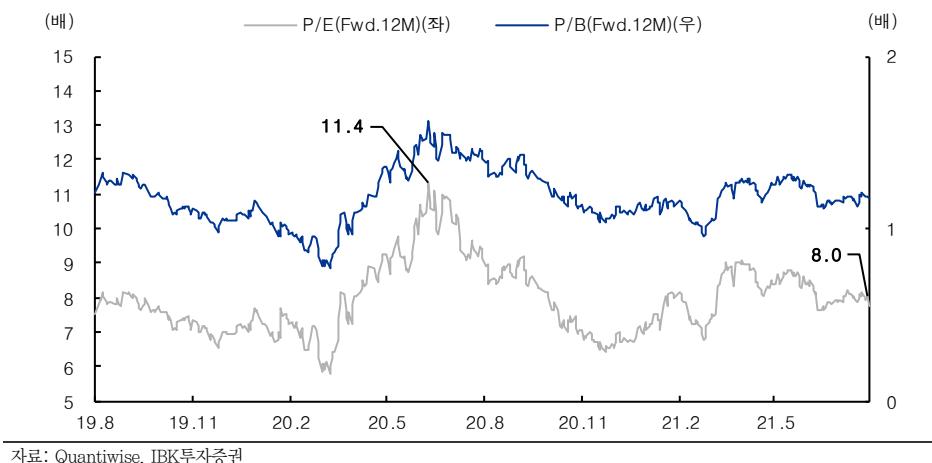
자료: Quantewise, IBK투자증권

그림 6. 더블유게임즈의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantewise, IBK투자증권

그림 7. 더블유게임즈의 12개월 FW PER과 PBR 추이



자료: Quantewise, IBK투자증권

## 더블유게임즈 (192080)

### 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 |
| 판관비          | 359   | 464   | 459   | 495   | 544   |
| 판관비율(%)      | 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     |
| 총속/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  |

#### 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  |

#### 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    |
| 인정성지표(%)   |        |        |        |        |         |
| 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     |

#### 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   |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 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.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명      | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상<br>보유여부 | 유기증권<br>발행관련 | 계열사<br>관계여부 | 공개매수<br>사무취급 | IPO | 회사채<br>자급보증 | 중대한<br>이해관계 | M&A<br>관련 |
|----------|-----|---------------|-----|-----|--------------|--------------|-------------|--------------|-----|-------------|-------------|-----------|
|          |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |              |              |             |              |     |             |             |           |
| 해당 사항 없음 |     |               |     |     |              |              |             |              |     |             |             |           |

**투자의견 안내 (투자기간 12개월)****종목 투자의견 (절대수익률 기준)**

적극매수 40% ~ 매수 15% ~ 중립 -15% ~ 15% 매도 ~ -15%

**업종 투자의견 (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

