

더블유게임즈 (192080)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	76,000원 (M)
현재주가 (8/10)	39,050원
상승여력	95%

시가총액	7,175억원
총발행주식수	18,374,502주
60일 평균 거래대금	22억원
60일 평균 거래량	54,008주
52주 고	73,400원
52주 저	36,600원
외인지분율	9.61%
주요주주	김가람 외 6인 43.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.5)	(15.9)	(37.6)
상대	(9.5)	(12.0)	(18.5)
절대(달러환산)	(4.8)	(17.7)	(45.0)

실제 돈을 걸고 게임을 하면

2Q22 Review

영업수익 1,496억원(YoY -5.6%), 영업이익 418억원 (YoY -14.7%), 지배순손실 235억원, 시장 기대치를 하회함. 더블다운카지노(DDC) 매출 YoY -3.3%, 더블유카지노(DUC) 매출 YoY -11.0%, PC 매출 YoY -13.3%, 모바일 매출 YoY -2.9%. 엔데믹에 따른 성장 둔화함

2018년 미국 소셜 카지노 게임 집단소송 관련 총당금 925억원 반영해 당기순손실이 발생함

하반기 전망

해외에서는 야외활동(거리두기 제한 해제)이 국내보다 빨리 시작되어, 엔데믹에 따른 온라인 활동 감소가 완화(온라인 활동 증가) 되고 있고, 사용자의 게임 이용시간 및 접속 빈도를 늘릴 수 있는 신규 메타 콘텐츠의 성공적 도입으로 7월 매출이 2분기 월평균 매출 대비 9% 증가

'P2E 스킬 게임': 내부 개발 후 테스트 중, '빙고', '솔리테어' 부터 4분기 출시 계획

'i-Gaming' B2B 부문: 20개 슬롯 영국 소프트웨어 인증, 라이선스 획득 후 서비스 출시 계획
'i-Gaming' B2C 부문: 온라인 카지노 인수 검토 중

기존 게임 매출 증가와 새로운 게임 론칭으로 하반기 실적 개선 기대

집단소송 관련 이슈는, (1) 아직 1심 재판도 열리지 않은 장기적인 재판 과정에 보수적으로 선비용 처리된 사항, 일회성 비용일 가능성이 크고, (2) 문제가 되고 있는 곳이 미국 워싱턴주 한 곳뿐이며, (3) 이미 합의로 끝난 '빅피쉬카지노', '플레이티카' 등은 현재 정상적으로 게임 서비스를 하고 있음. 해당 이슈가 향후 추가적인 리스크로 작용할 가능성은 낮다는 판단임

규제가 적은 해외에서 새로운 온라인 카지노 확장 기대

실제 돈을 걸고 게임을 하는 'P2E 스킬 게임' 이나 'i-Gaming'은, 국내에서는 사행성 문제로 출시가 어렵지만 해외에서는 가능. 온라인 카지노는 실제 돈을 걸고 했을 때 사용자 몰입감이 배가될 수 있어, 신규 게임은 동사 성장성의 새로운 동력이 될 것으로 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 76,000원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,496	-5.6	-0.2	1,493	0.2
영업이익	418	-14.8	-2.1	424	-1.5
세전계속사업이익	-503	적전	적전	425	-218.5
지배순이익	-235	적전	적전	255	-191.9
영업이익률 (%)	27.9	-3.0 %pt	-0.6 %pt	28.4	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	-15.7	적전	적전	17.1	-32.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	6,241	6,214	6,712	7,107
영업이익	1,904	1,774	2,109	2,242
지배순이익	1,255	575	713	652
PER	9.1	12.5	10.1	11.0
PBR	1.3	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.1	3.0	2.2	1.8
ROE	16.5	6.5	7.7	6.8

자료: 유안타증권

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

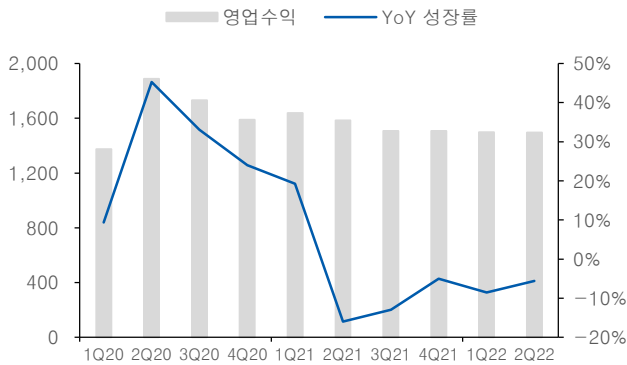
(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	1,639	1,586	1,508	1,508	1,499	1,496	1,552	1,667	6,582	6,241	6,214	6,712
YoY	19.2%	-16.0%	-12.9%	-5.0%	-8.5%	-5.6%	3.0%	10.5%	28.1%	-5.2%	-0.4%	8.0%
DDI	1,077	1,046	1,009	1,025	1,030	1,017	1,051	1,063	4,229	4,157	4,161	4,401
YoY	18.6%	-13.3%	-7.9%	0.6%	-4.4%	-2.7%	4.1%	3.7%	32.6%	-1.7%	0.1%	5.8%
DUG	562	540	499	484	469	479	502	544	2,353	2,084	1,994	2,070
YoY	20.4%	-20.7%	-21.6%	-15.0%	-16.6%	-11.3%	0.7%	12.5%	20.7%	-11.4%	-4.3%	3.8%
i-Gaming	-	-	-	-	-	-	-	20	-	-	20	80
P2E 스킨게임	-	-	-	-	-	-	-	30	-	-	30	120
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	10	40
영업비용	1,135	1,095	1,027	1,080	1,072	1,079	1,123	1,166	4,641	4,337	4,440	4,602
플랫폼	489	471	447	448	444	446	461	495	1,965	1,854	1,845	1,934
마케팅	304	302	304	356	332	334	358	366	1,156	1,266	1,390	1,432
인건비	163	146	141	141	172	175	182	184	690	591	714	743
로열티	34	34	31	29	22	22	20	19	158	127	82	74
기타 운영비	45	60	57	61	59	64	62	63	226	222	247	255
유무형상각비	101	84	46	45	45	37	41	39	446	277	162	165
연결영업이익	503	490	481	429	426	418	429	501	1,941	1,904	1,774	2,109
영업이익률	30.7%	30.9%	31.9%	28.4%	28.5%	27.9%	27.6%	30.0%	29.5%	30.5%	28.5%	31.4%
YoY	7.0%	-2.7%	-1.8%	-10.9%	-0.6%	-2.1%	2.7%	16.6%	25.5%	-1.9%	-6.8%	18.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 영업수익 & YoY 성장률 추이

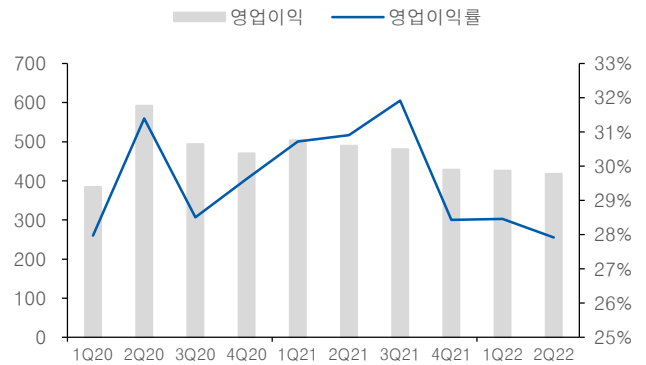
(단위: 억원)



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 영업이익 & 영업이익률 추이

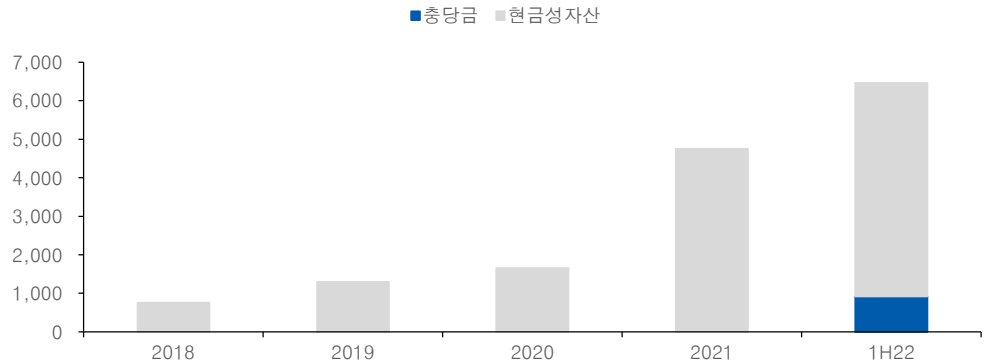
(단위: 억원)



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 현금성자산 보유 현황

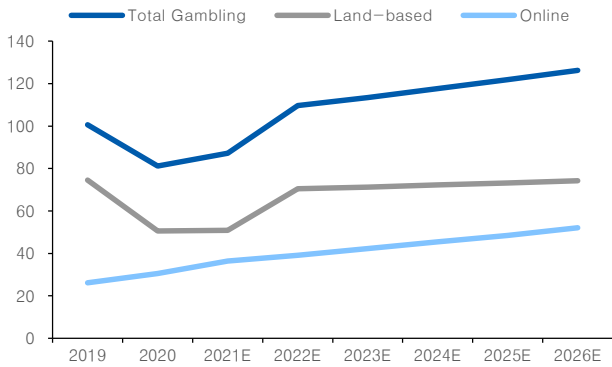
(단위: 억원)



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

유럽 온라인 Gambling 시장 규모

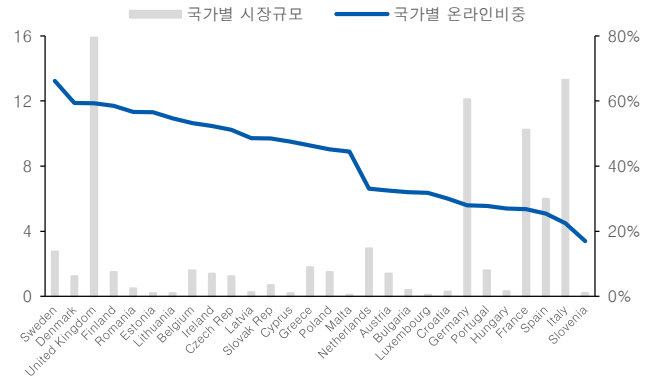
(단위: 십억유로)



자료: European Gaming & Betting Association, 유안타증권 리서치센터

유럽 국가별 Gambling 시장 규모 및 온라인 비중

(단위: 십억유로)



자료: European Gaming & Betting Association, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	6,241	6,214	6,712	7,107	7,471
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,241	6,214	6,712	7,107	7,471
판매비	4,337	4,440	4,602	4,865	5,060
영업이익	1,904	1,774	2,109	2,242	2,411
EBITDA	2,180	1,914	2,526	2,638	2,787
영업외손익	75	-910	-1,039	-1,264	-1,543
외환관련손익	62	0	-9	-11	-13
이자손익	1	-3	6	3	-9
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	12	-907	-1,036	-1,256	-1,521
법인세비용차감전순이익	1,979	864	1,070	979	867
법인세비용	416	219	272	248	220
계속사업순이익	1,563	645	799	730	647
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,563	645	799	730	647
지배지분순이익	1,255	575	713	652	577
포괄순이익	2,307	1,146	1,300	1,231	1,148
지배지분포괄이익	1,749	851	966	915	853

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,895	874	1,252	1,174	1,076
당기순이익	1,563	645	799	730	647
감가상각비	73	35	0	0	0
외환손익	-34	-30	9	11	13
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	18	-44	-65	-57	-54
기타현금흐름	276	268	510	490	470
투자활동 현금흐름	-1,840	-114	-14	-14	-14
투자자산	-1,833	-99	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-3	-3	-3	-3
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-11	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	1,183	153	183	213	231
단기차입금	486	30	60	90	108
사채 및 장기차입금	498	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-59	-119	-119	-119	-119
기타현금흐름	258	242	242	242	242
연결범위변동 등 기타	1	1,842	-1,326	-664	-712
현금의 증감	1,239	2,755	96	710	582
기초 현금	600	1,839	4,594	4,691	5,401
기말 현금	1,839	4,594	4,691	5,401	5,983
NOPLAT	1,904	1,774	2,109	2,242	2,411
FCF	1,889	871	1,249	1,170	1,073

자료: 유안타증권

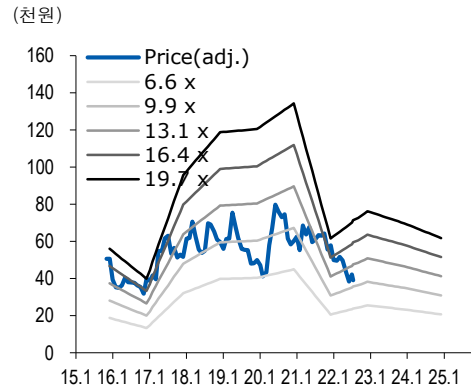
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,279	7,019	7,525	8,709	9,851
현금및현금성자산	1,839	4,594	4,691	5,401	5,983
매출채권 및 기타채권	435	530	572	606	637
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,540	8,562	8,163	7,786	7,431
유형자산	14	0	3	7	10
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	74	77	77	77	77
자산총계	13,819	15,581	15,688	16,496	17,282
유동부채	1,025	1,281	1,472	1,716	2,007
매입채무 및 기타채무	317	484	579	694	831
단기차입금	488	522	582	672	780
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	946	1,115	1,115	1,115	1,115
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	498	499	499	499	499
부채총계	1,971	2,396	2,587	2,831	3,122
지배지분	8,427	9,317	9,234	9,796	10,291
자본금	92	92	92	92	92
자본잉여금	2,985	2,985	2,985	2,985	2,985
이익잉여금	5,432	5,889	6,483	7,015	7,474
비지배지분	3,422	3,868	3,868	3,868	3,868
자본총계	11,848	13,185	13,102	13,664	14,159
순차입금	-3,671	-5,340	-5,376	-6,363	-7,278
총차입금	1,075	1,090	1,150	1,240	1,348

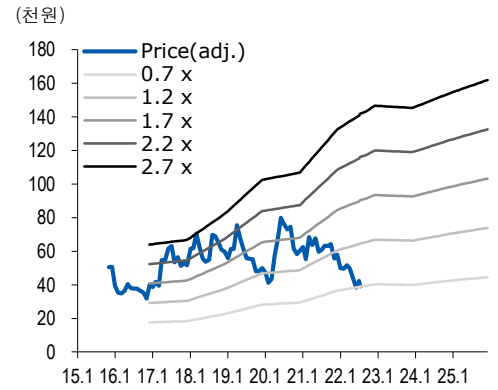
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
EPS	6,828	3,130	3,878	3,546	3,143
BPS	49,639	54,887	54,393	57,709	60,624
EBITDAPS	11,865	10,414	13,749	14,359	15,168
SPS	33,963	33,821	36,526	38,679	40,660
DPS	700	700	700	700	700
PER	9.1	12.5	10.1	11.0	12.4
PBR	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.1	3.0	2.2	1.8	1.4
PSR	1.8	1.2	1.1	1.0	1.0

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-5.2	-0.4	8.0	5.9	5.1
영업이익 증가율 (%)	-2.0	-6.8	18.9	6.3	7.5
지배순이익 증가율 (%)	11.7	-54.2	23.9	-8.6	-11.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	30.5	28.5	31.4	31.6	32.3
지배순이익률 (%)	20.1	9.3	10.6	9.2	7.7
EBITDA 마진 (%)	34.9	30.8	37.6	37.1	37.3
ROIC	18.6	16.0	19.7	22.3	25.7
ROA	10.4	3.9	4.6	4.0	3.4
ROE	16.5	6.5	7.7	6.8	5.7
부채비율 (%)	16.6	18.2	19.7	20.7	22.1
순차입금/자기자본 (%)	-43.6	-57.3	-58.2	-65.0	-70.7
영업이익/금융비용 (배)	119.6	41.4	61.1	51.7	39.7

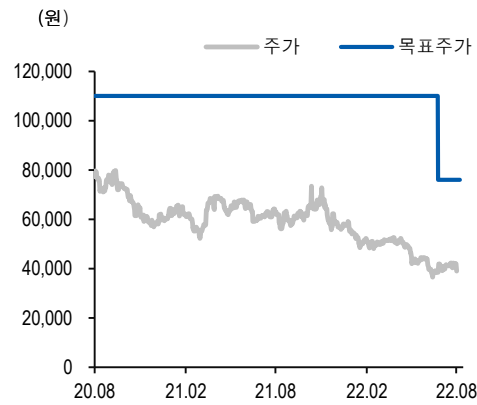
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-11	BUY	76,000	1년		
2022-07-04	BUY	76,000	1년		
2021-07-24	1년 경과 이후		1년	-50.37	-33.27
2020-07-24	BUY	110,000	1년	-45.27	-27.45

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.8
Hold(중립)	6.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.