

2023.11.27(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-27 오전 8:58

수정한 날짜: 2023-11-27 오전 9:38

2023.11.27(월) 증권사리포트

필어비스

진실된 퍼즐이 맞춰질 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

게임 업종 Top pick 유지

동사 목표주가를 기존 9.3만원에서 7.5만원으로 하향하되 게임 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 목표주가 산정은 붉은사막의 초기 성과가 온전히 발현될 25E 지배주주지분 2,323억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치다. 붉은사막 출시 시점은 기존 2Q24E에서 중립적 수준을 반영해 2Q25E로 1년 순연하되 관련 초기 분기 판매를 포함한 누적 판매량은 공개된 인게임 영상의 글로벌 유저 피드백을 기준으로 기존과 동일한 수준을 유지한다. 붉은사막의 출시 시점이 시장에서 용인할 수 있는 3~6개월 수준을 넘어선 1년 정도 딜레이가 발생하고 이에 따라 재무적 기여가 발생할 시점이 멀리 있음에도 동사를 게임 업종 최선호주로 제시하는 이유는 이번 지스타에서 공개된 주요 경쟁사의 출시 예정 신작이 동사의 붉은사막을 능가하지 못하여 이에 대한 격차가 상당하다는 점을 감안했기 때문이다. 다만 8월 게임스컴에서 영상 공개 이후 유저들도 분절된 인게임 영상이 아닌 연속적인 플레이 버전의 인게임 영상을 지속적으로 원하고 있다는 관점에서 게임스컴 기준으로 6개월 이상의 시간이 지날 경우 유저 대상 신뢰도 및 글로벌 관심도 측면에서 사측에 불리한 상황이 발생할 여지가 존재할 수 있음을 부연 설명한다. 한편 붉은사막 출시 지연과 연계해 도깨비와 붉은사막의 멀티플레이 출시 시점도 기계적으로 1년씩 순연하여 추정치를 조정하였다.

매니지먼트의 투자자들에게 대한 케어가 요구

당사는 동사 매니지먼트가 모든 투자자들에게 대해 보다 진정성있고 구체적인 커뮤니케이션을 공식적인 자리에서 진행해야 한다는 점을 밝힌다. 붉은사막은 개발 착수로부터 출시 예상 시점까지 7년이 소요되는 게임으로 통상적 게임의 개발 기간을 넘어서는 상황이다. 현재 동사에는 자체 게임 엔진과 신작의 높은 퀄리티를 신뢰하고 투자하는 중장기 투자자들이 많으며 이분들의 투자수익률이 부정적인 상황에 놓여있음을 감안할 때 사측은 개발의 진행 상황과 추가적으로 시간이 필요한 이유 및 YY 베이스의 출시 예정 시기 정도는 공식적 자리에서 투자자들에게 공개할 필요가 존재한다 할 수 있다. 이는 일반적으로 상장사는 IPO시 투자자들로부터 자금조달을 하며 유통시장에서 이에 대한 가치가 이전 되면서 현재 주식을 보유한 투자자에게 동 자격이 이전되기 때문이다. 당사는 향후 공식적 자리에서 상기 조건이 확인되지 않을 경우 투자자 보호 차원에서 동사 멀티플을 기계적으로 할인 적용할 것임을 명시적으로 밝힌다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	403.8	385.7	334.6	318.3
영업이익	43.0	16.4	-14.1	-43.7
EBITDA	67.3	42.1	12.8	-15.7
세전이익	77.7	-55.8	14.5	-1.1
순이익	59.4	-43.0	7.1	-0.9
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	7.1	-0.9
EPS(원)	897	-662	111	-13
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	적전
PER(배)	154.1	-63.4	371.4	-3,102.3
PBR(배)	12.74	3.85	3.64	3.56
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	190.8	-155.2
영업이익률(%)	10.6	4.3	-4.2	-13.7
ROE(%)	8.8	-6.1	1.0	-0.1
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-26.5	-28.1



두산퓨얼셀
 연료전지 발전 시장 반등시그널
[\[출처\] SK증권 나승두 애널리스트](#)

긴 터널의 끝이 보인다

수소연료전지 발전 사업의 반등이 조금씩 감지된다. 우리나라 수소연료전지 발전 설비는 2022 년을 끝으로 크게 증가하지 못했지만, 올해 9 월을 기점으로 다시금 설비 규모가 증가하고 있기 때문이다. ① 글로벌 금리 인상이 어느정도 마무리 단계에 접어들면서 연료전지 발전 사업에 따른 목표 수익률 불확실성이 제거되고, ② 전세계적으로 에너지 안보 확립에 대한 수요가 커지고 있으며, ③ 수소발전 입찰 시장이 열린 효과가 반영되기 시작했다는 판단이다. 물론 청정수소 발전 입찰 시장이 열리는 시점은 아직 미지수다. 하지만 올해 상반기와 하반기 일반수소 발전 입찰 시장이 열리면서 담보상태에 빠졌던 연료전지 발전 시장에 조금씩 활기를 불어넣고 있다는 점만으로도 긍정적이라 할 수 있다. 청정수소 발전 입찰 시장이 열리면 발전용 연료전지 시장은 더욱 가파른 회복세를 보일 것으로 기대된다.

탄소중립 vs 안정적 전기공급 = 연료전지

탄소중립을 실천한다는 것은 비단 국가에만 해당되는 사항이 아니다. 이미 유럽에서는 탄소국경제도 본격 도입을 위한 첫 걸음을 시작한만큼 기업들도 탄소중립을 실천하지 못하면 사업의 지속가능성을 유지하기 어려워질 것이라는 점은 분명하다. 따라서 전력소비가 큰 사업을 영위하는 기업일수록 친환경적이면서도 안정적인 전력 수급처를 확보하는 것이 중요한데, 이를 충족시켜줄 수 있는 대표적인 에너지 수단이 바로 수소 연료전지다. 이는 곧 연료전지의 수요처가 발전 사업을 영위하는 기업 외 일반 기업들까지 확대될 개연성이 있음을 의미한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 하향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 45,000 원에서 31,600 원으로 하향 조정(-29.8%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 미래현금흐름 할인법을 사용하였으나, 정책적 불확실성으로 인해 신규 수주 기대 물량이 최소 1 년씩 지연되었음을 반영하였다. 하지만 2024 년 정부 예산안에 따르면 수소를 비롯한 신산업 인프라 투자 확대 의지가 강하고, 연료전지 발전 클러스터 조성 및 소규모 수소 생산기지 구축 등의 사업이 추진될 것으로 예상됨에 따라 조금씩 투자 비중을 늘려가야 할 시기라 판단한다

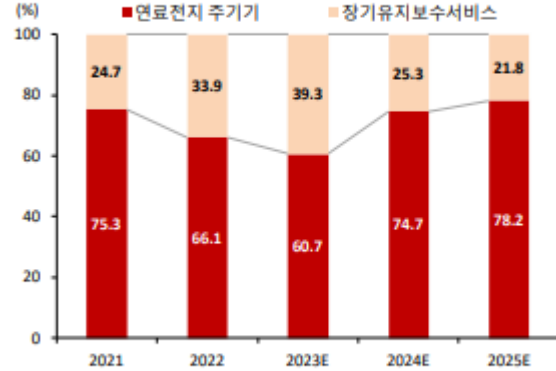
영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	4,618	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071
영업이익	억원	260	180	72	113	198	345
순이익(지배주주)	억원	142	87	39	81	159	279
EPS	원	173	106	47	99	194	341
PER	배	308.6	451.8	621.7	209.6	107.0	61.0
PBR	배	8.5	7.6	4.6	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	배	103.8	123.4	118.1	64.9	47.4	33.7
ROE	%	4.2	1.7	0.7	1.5	3.0	5.0

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망



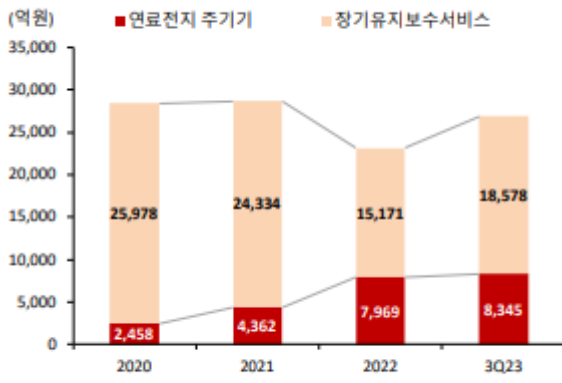
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



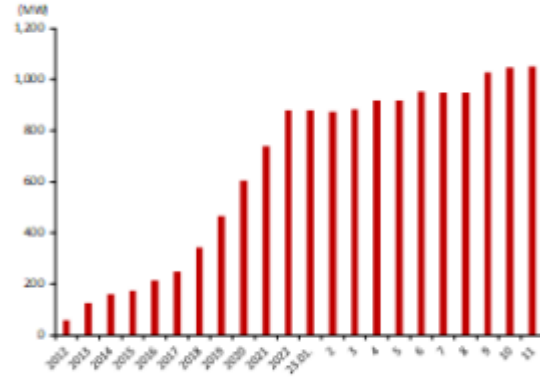
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

수주잔고 추이



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권

국내 수소연료전지 발전설비 추이



자료: 전력통계정보시스템, SK 증권





네패스아크

3개 분기만에 4Q23는 다시 흑자 전환

[출처] [BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

3Q23 Review: 매출 감소로 3개 분기 연속 영업적자

수요 감소로 3Q23 매출액은 310억원(-2%QoQ, -21%YoY)을 기록, 우리 예상치를 5% 하회했으며, 영업손실은 -25억원으로 3개 분기 연속 적자가 지속됨과 우리 예상치(-12억원) 보다 컸다. 매출 감소와 신공장으로 이전에 따른 비용이 3Q23에도 추가 발생했기 때문이다. 3Q23까지 누적 매출 비중은 PMIC 40%초반, DDI 20% 미만, SoC 30%, 기타 10%로 나뉜다.

BEP 넘어선 매출 덕분에 4Q23는 다시 흑자 전환 예상

동사 테스트 매출은 최종 전략 고객인 삼성전자 System LSI 매출 추이와 동행하는 특성이 있다. 최근 모바일 수요가 개선되며, 삼성전자 System LSI 사업부 매출이 4Q23에는 20%QoQ 증가 예상되는 바와 같이, PMIC와 SoC 위주로 동사 4Q23 매출도 350억원(13%QoQ, -3%YoY)으로 증가할 전망이다. BEP 수준을 넘어감에 따라 4Q23에는 15억원의 영업흑자(OPM 4.2%)가 예상된다.

바닥은 지났으나 U자형 회복 기대, 목표주가 29,000원으로 하향

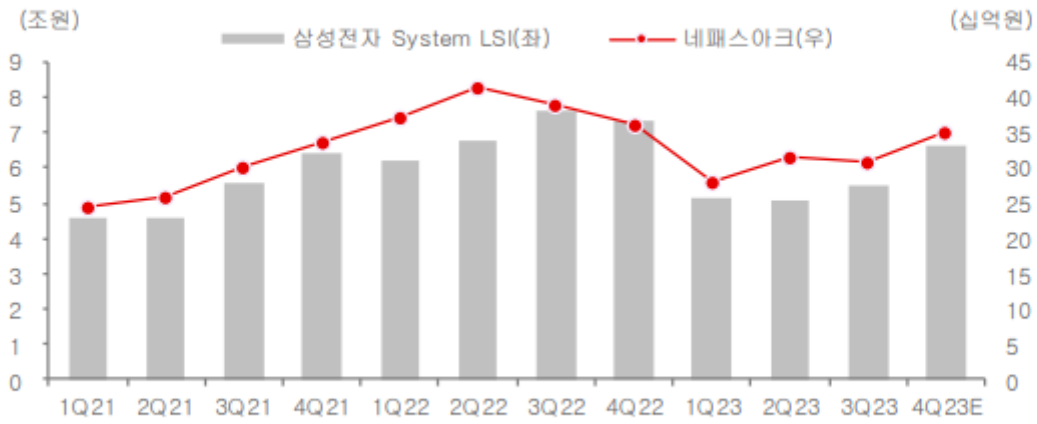
3개 분기만에 흑자전환이 예상되며, 최악의 업황 바닥은 지난 것으로 보인다. 그러나 최근 모바일 수요 개선은 중화권의 Restocking 영향이 크고, 실제 End Demand가 개선되는 징후는 아직 보이지 않는다. Macro 불확실성 지속에 따라 내년 U자형 회복이 예상되며, 본격 실적 개선은 2H24부터 예상된다. 내년 EPS 16% 하향 수정에 따라 목표주가를 29,000원(디레이팅 된 밴드의 평균 P/B 1.4x 적용)으로 하향조정하며, 투자 의견 '매수'를 유지한다

Fig. 1: 네패스아크 별도재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	114	154	126	151	172
영업이익	27	23	-7	16	26
세전이익	27	25	-10	13	23
순이익[지배]	25	26	-10	13	24
EPS(원)	2,068	2,109	-792	1,078	1,931
증감률(%)	흑자전환	2.0	적자전환	흑자전환	79.1
PER(배)	24.3	8.5	-	18.8	10.5
PBR	3.0	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.6	3.2	4.2	3.0	2.4
ROE(%)	14.1	11.2	-3.8	5.2	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

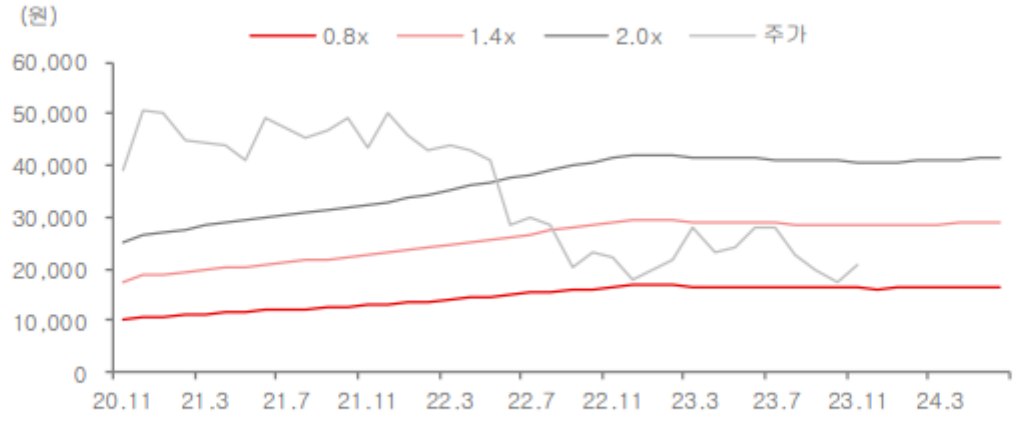
자료: 네패스아크, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

Fig. 2: 삼성전자 System LSI 매출과 네패스아크 매출 추이



자료: BNK투자증권

Fig. 3: 네패스아크 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권



삼보모터스

전기차용 부품군으로 확장

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

2023년 실적호조 달성

삼보모터스는 자동차 변속기용 플레이트(Plate, 비중 7%)와 엔진 및 연료계통의 파이프(Pipe, 비중 25%), 그리고 자동차용 범퍼/스포일러 등 내외장재(비중 63%)를 생산하는 회사이다. 2018년~2021년 낮은 수익성을 기록한 후 2022년 4분기 이후 외형/수익성이 회복 중이다. 2023년 3분기 누적 매출액/영업이익은 24%/343% (YoY) 증가한 10,606억원/414억원(영업이익률 3.9%, +2.8%p (YoY))을 기록했다. 고객사 생산증가와 수주 차종의 판매호조 등으로 매출액이 증가했고, 영업 레버리지 효과가 발생해 수익성까지 개선된 것이다. 4분기 매출액/영업이익은 3%/1% (YoY) 증가한 3,559억원/137억원(영업이익률 3.9%, +0.0%p (YoY))으로 예상된다. 기저가 높아짐에 따라 증가율은 낮아지겠지만, 높아진 수익성은 유지될 것이다. 다만, 이자비용(3분기/누적 60억원/153억원) 증가로 순이익은 52억원으로 전망한다. 이에 따라 2023년 연간 매출액/영업이익/순이익은 1.42조원/552억원/320억원으로 추정한다.

2024년부터 전기차용 부품의 공급 시작

삼보모터스는 배터리 버스바(Busbar)와 로터 어셈블리(Rotor Assembly) 등 전기차용 부품군으로 제품을 확장 중이다. 버스바는 고전압 배터리에서 전류를 전달하는데 사용되는 구리 또는 알루미늄 막대형 커넥터로 전류 전달량이 많고, 공간을 적게 차지하며, 무게가 가볍고, 생산 자동화에 유리하다는 장점을 가지고 있다. 삼보모터스는 2024년 5월부터 한국/북미 내 버스바를 생산할 계획인데, 현대모비스향으로 8년간 총 1,454억원(1년차 113억원에서 4년차 241억원 등)을 납품한다. 로터 어셈블리는 모터에 들어가는 회전자인데, 삼보모터스는 현대차향으로 2025년 말부터 11년간 총 3,557억원(연간 약 320억원)을 공급한다. 이외에도 2024년말부터 하이브리드차용 하우징블럭 어셈블리(연 130억원)와 커넥팅 플레이트(연 110억원), 2024년 중순 이후로는 북미 내 신모델에 대한 스포일러/가니쉬 등(연 500억원대) 뿐만 아니라 최근 인수한 SB오토모티브를 통해 전기차용 모터 오일쿨러(총 700억원/6년, 연 130억원)도 납품을 시작한다. 이러한 제품 및 지역 확장은 2024년 이후 성장동력으로 작용할 것이다. 다만, 외부 차입을 통한 자금 조달과 신공장/신제품 초기의 고정비 증가 등을 감안할 때 본격적인 이익 기여는 2026년 이후가 될 전망이다.

전환사채 희석을 감안한 P/E 5배 초반

현재 Valuation Multiple은 P/E 4배 초반, P/B 0.4배 초반이지만, 전환사채의 희석(총 585만주, 현재 주식수 대비 25.7%, 전환가 4,815원~6,558원)을 감안하면 P/E 5배 초반, P/B 0.5배 초반이다. 이는 업종평균 수준으로 수익성 회복은 반영된 것이고, 향후 주가는 전기차 부품군의 매출 시작과 BEP 달성 속도에 연동하면서 움직일 것이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	939	942	1,030	1,200
영업이익	(11)	16	17	23
세전이익	(22)	(13)	18	26
순이익	(14)	(6)	13	21
EPS	(914)	(366)	702	1,129
증감율	적전	적지	흑전	60.8
PER	(5.7)	(17.6)	8.2	4.4
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.6	5.3	5.2	4.8
ROE	(7.5)	(3.1)	5.4	8.1
BPS	12,490	11,895	12,759	13,920
DPS	0	0	50	50

도표 2. 삼보모터스의 제품 중 플레이트와 각종 파이프



자료: 삼보모터스

도표 3. 삼보모터스 연결 회사인 프라코의 내외장재 제품들



자료: 프라코

도표 4. 배터리에 사용되는 버스바 사진



자료: Aptiv

도표 5. 로터 어셈블리 사진



자료: marposs



더네이쳐홀딩스

성장보다 회복이 우선

[\[출처\] NH투자증권 정지윤 애널리스트](#)

해외 사업 성과 절실

목표주가를 기준 30,000원에서 25,000원으로 17% 하향. 해외 사업의 예상보다 더딘 매출 실현과 중국 직영 매장 진출에 따른 사용권자산상각비, 전사 인건비 등 경상비용 증가 고려해 2024F 영업이익 추정치를 -18% 조정한 데 기인

4분기 연결기준 매출액 2,200억원(flat y-y), 영업이익 401억원(-15% y-y) 추정. 배럴은 4분기 아웃바운드 면세 매출 증가와 인력 효율화 등으로 안정적인 성장 예견되나, 본업은 비우호적 날씨 영향과 내수 소비 부진까지 겹쳐 단기 실적 낙관 어려울 전망. 전년 동기 100억원 상당의 B2B 매출 베이스도 높은 상황

투자의견 Buy 유지. 반복적인 어닝 쇼크와 3분기 본업의 적자전환 탓에 투자심리가 악화된 것은 사실이나, 글로벌 직진출로 인한 비용 흡수는 불가피한 부분이라 판단됨. 최근 섬유회복 섹터 밸류에이션이 최근 5개년 기준 역대 최저치(12M Fwd PER 6배)로 하락한 가운데 추가적인 주가 조정 가능성은 제한적이겠으나, 2024년 상반기 내 해외 사업의 가시적인 성과와 이에 대한 소통 확인 시 유의미한 주가 반등 기대

실적 흑한기, 별도 영업적자 기록

3분기 연결기준 매출액 1,016억원(+6% y-y), 영업이익 51억원(-54% y-y)으로 배럴 제외 시 적자 전환하며 본업 어닝 쇼크 기록

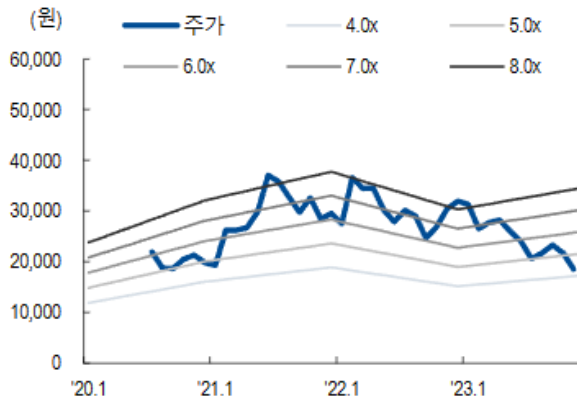
브랜드별 성장률(y-y)은 NG 성인 -8%, NG Kids +4%, NFL +7% 기록. 산업 전반의 비우호적 환경(소비 둔화, 온화한 날씨) 외에도 채널 믹스 악화, 신규 브랜드 및 글로벌 확장에 따른 비용 증가로 수익성 큰 폭 훼손. 3분기 NG 해외 매출액은 47억원(+166% y-y) 기록했으나, 기존 추정치 대비 성장이 미진한 상황

종속회사 배럴은 매출액 246억원(+36% y-y), 영업이익 52억원(+119% y-y) 기록. 7~8월이 워터 스포츠 성수기로 정상이 판매 확대, 생산 효율화, 시즌 팝업 매장 활용 등을 통해 고정비 부담 감축하며 코로나19 이후 최고 마진을 시현

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	498	565	600	636
증감률			6.1	6.0
영업이익	91	77	88	99
증감률	31.8	-15.5	14.4	12.6
영업이익률	18.2	13.6	14.6	15.5
(지배지분)순이익	69	55	64	72
EPS	4,717	3,788	4,331	4,916
증감률	17.7	-19.7	14.3	13.5
PER	6.8	4.9	4.3	3.8
PBR	1.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.8	4.0	3.2	2.5
ROE	27.1	17.8	17.5	17.0
부채비율	77.5	76.3	59.5	48.1
순차입금	88	68	28	-34

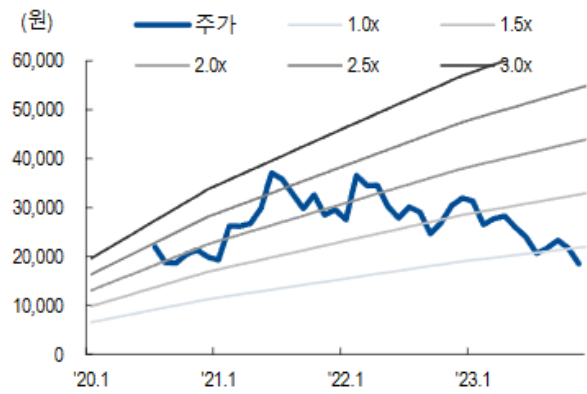
단위: 십억원, %, 원, 배

그림2. 더네이쳐홀딩스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 더네이쳐홀딩스 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부





하이브

자강불식(自強不息)

[\[출처\] NH투자증권 이화정 애널리스트](#)

완벽한 펀더멘탈에 그렇지 못한センチ먼트

투자의견 Buy 및 Top-pick 관점 유지하나,センチ먼트 악화에 따른 주가 하락으로 과도해진 괴리율 감안, 목표주가 310,000원(기존 370,000원)으로 16% 하향함. Target PER을 38배(기존 55배)로 하향하고 Global Peer의 최근 3개년(2021~2023E) 평균 PER에 30% 할인을 적용. 산업 성장성 우려에 따른 투자심리 악화를 반영. 산정 기준 시점은 2024F이며, 실적 추정치 변동 미미

여전한 팬덤 확장: 세븐틴 신보는 중국 공동구매 둔화(인당 구매량 감소)에도 불구하고, 미국·일본 팬덤 유입에 힘입어 초동 신기록 경신. 실제로 중국을 제외한 글로벌 선주문량은 전작 대비 40% 이상 성장. 음반 판매량의 지속 성장 기대

음원은 이제 시작: 미국 레이블 인수에 따른 시너지 본격화. 음원은 발매 분기 이후에도 지속적으로 매출이 창출되며, 갈수록 수익성은 개선된다는 데에 주목

위버스 수익화: 에스엠 아티스트 입점에 따른 지표 성장 확인한 가운데, 해외 대형 아티스트 추가 영입도 순항 중. 광고 및 월구독 도입에 따른 수익화도 목전

4Q23 Preview: 끝판왕 총집합

4분기 연결 매출액 6,754억원(+27% y-y) 및 영업이익 977억원(+92% y-y)으로 컨센서스 상회 예상. TXT, 세븐틴, 정국(BTS), 엔하이픈 신보 전반의 흥행이어진 가운데, 시즈널그리팅 발매에 힘입은 MD·콘텐츠 매출 호조까지 기대. 음원 역시 정국(BTS), 르세라핌 영어 음원 흥행에 힘입어 q-q 성장 이어나갈 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,776	2,245	2,629	2,762
증감률	41.4	26.4	17.1	5.1
영업이익	236.9	304.3	391.3	430.0
증감률	24.6	28.5	28.6	9.9
영업이익률	13.3	13.6	14.9	15.6
(지배지분)순이익	52.3	266.8	321.9	347.9
EPS	1,265	6,418	7,729	8,352
증감률	-64.9	407.4	20.4	8.1
PER	137.1	31.2	25.9	23.9
PBR	2.6	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	18.5	20.8	15.4	13.3
ROE	1.9	8.4	8.7	8.9
부채비율	66.3	57.8	56.7	53.7
순차입금	-744.4	-968.3	-1,624	-2,087

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



더블유게임즈

새로운 성장이 열렸다

[\[출처\] 키움증권 김학준 애널리스트](#)

내실 성장의 진수를 보여줘

더블유게임즈는 3Q실적 매출액 1,396억원(YoY -12.7%), 영업이익 541억원(YoY +13.0%), 영업이익률 39%를 기록하며 컨센서스(476억원)을 크게 상회하였다. 매출에서는 더블유카지노의 매출이 부진하였지만 더블다운카지노의 매출이 감소세가 상대적으로 적었으며 마케팅비용 감소에 따라 기타 게임의 매출이 크게 감소하였다. 매출의 감소 요인은 마케팅비용이 감소함에 따라 신규 유저 유입이 일부 제한되었지만 기존 결제자들의 비용적인 측면에서는 마케팅비용 최적화 작업을 고도화 하면서 신규결제유저당 마케팅비용 효율을 최대한으로 끌어올렸다. 결국 Top Line 성장성이 둔화되었지만 뛰어난 자기관리를 통해 이익 성장이 이루어지는 모습이 나타나는 것으로 판단되며 Supernation의 인수 성과가 나타나는 내년에는 성장성이 다시 나타날 것으로 기대된다. 4Q에는 더블유카지노와 더블다운카지노의 매출이 상승세를 보이고 있고 Supernation이 11월부터 편입됨에 따라 매출액 1,532억원(YoY -2.9%), 영업이익 565억원(YoY +9.5%), 영업이익률 37%로 전망된다.

내년 Supernation을 통한 성장성 확보

3Q실적 발표에서 특징적인 점은 신규 성장에 대한 부분이다. 현재 인수한 Supernation은 영국과 스웨덴 지역의 라이선스를 보유, 온라인 카지노 사업을 영위하는 업체이다. 온라인 카지노 시장은 성장성이 둔화된 소셜카지노 시장과는 다르게 빠른 성장성을 보여주고 있다. 현재 영국 시장이 6조원(글로벌 전체 19조원 시장) 시장 이상으로 추정되는 가운데 미국 시장이 빠른 성장성을 보여주고 있다. 더불어 대부분의 온라인 카지노 게임들이 웹기반의 HTML5를 통해 서비스 중에 있어 동사는 Supernation을 통한 앱 어플리케이션을 통한 출시를 준비하고 있다. 이에 대한 성과는 내년 하반기부터 볼 수 있을 것으로 추정되는 가운데 모바일로의 빠른 확장을 기반으로 내년 하반기에 관련 마케팅을 공격적으로 확대할 것으로 전망된다. 이후 유럽지역의 라이선스 확장과 장기적으로 북미지역 진출을 계획하고 있어 성장성 확대가 지속될 것으로 전망된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 73,000원 상향

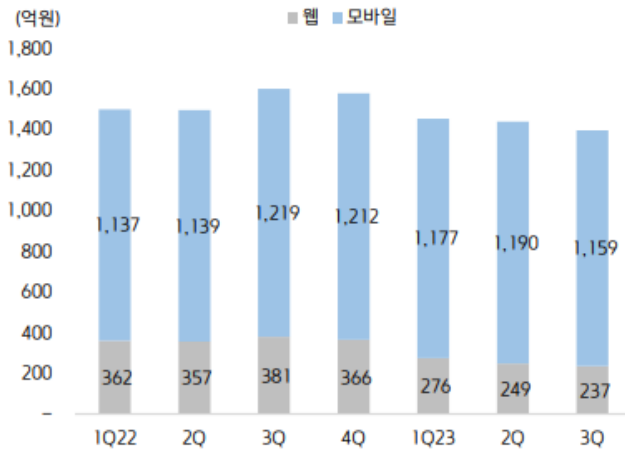
더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 73,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 Target PER 8배를 적용하였다. 글로벌 온라인 카지노 업체들의 PER이 10배가 넘는다는 점을 감안하면 상승여력이 높다고 판단된다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	624.1	617.3	582.0	655.1
영업이익	190.4	183.9	206.9	241.2
EBITDA	218.0	196.2	211.9	245.8
세전이익	197.9	-292.4	231.2	269.5
순이익	156.3	-221.1	182.6	207.5
지배주주지분순이익	125.5	-132.2	146.7	166.6
EPS(원)	6,828	-7,196	8,039	9,159
증감률(% YoY)	11.4	직전	흑전	13.9
PER(배)	8.5	-6.6	5.7	5.0
PBR(배)	1.26	1.19	0.89	0.72
EV/EBITDA(배)	4.8	3.5	2.7	1.4
영업이익률(%)	30.5	29.8	35.5	36.8
ROE(%)	16.5	-16.8	17.6	15.9
순차입금비용(%)	-30.4	-44.8	-46.6	-55.9

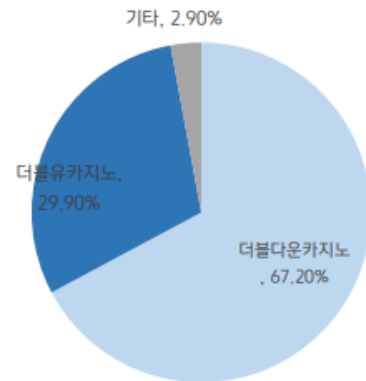
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 추이 및 전망



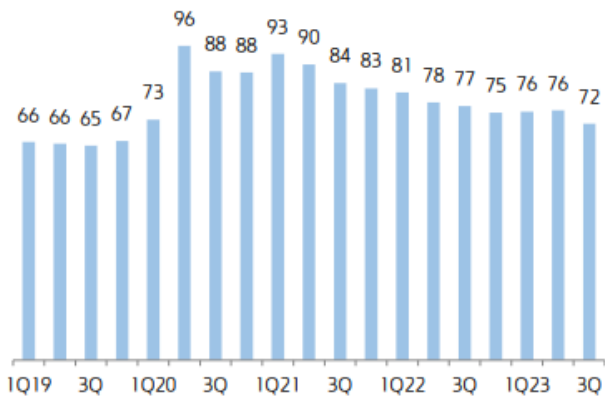
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 게임별 매출 비중(3Q23기준)



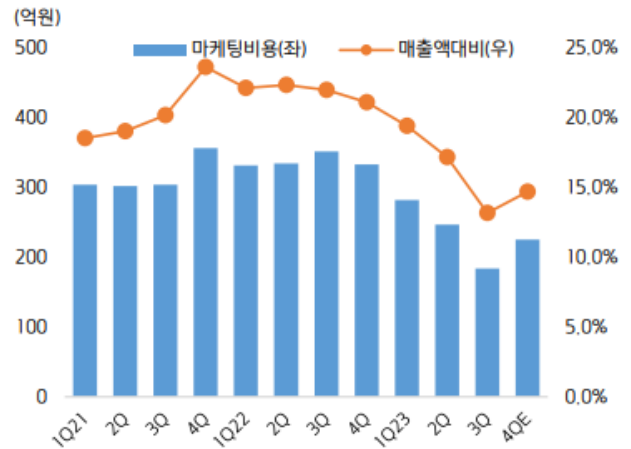
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블다운카지노 결제액 추이(단위: 백만달러)



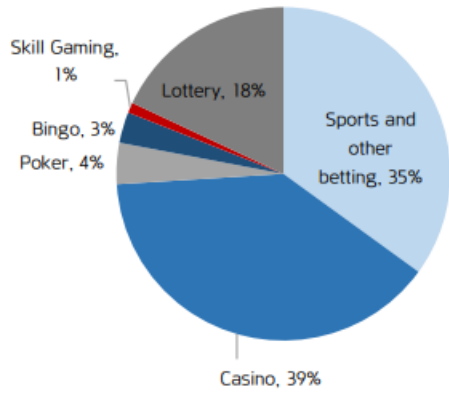
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

마케팅비용 추이 및 전망



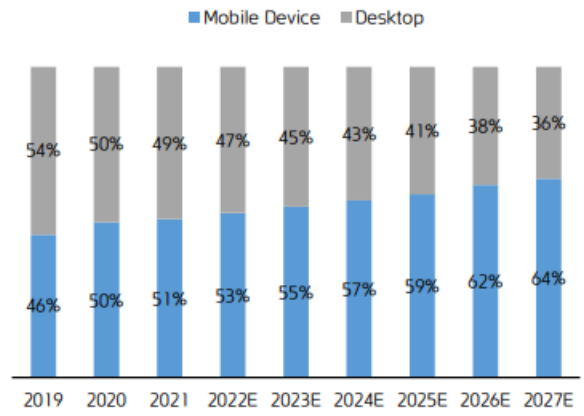
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

글로벌 갬블시장의 비중(2022)



자료: egba, 키움증권 리서치센터

글로벌 갬블 시장의 디바이스 변화 전망



자료: egba, 키움증권 리서치센터



주 전 192080 46,400 200 -0.43% 20,535 44.93% 0.11% 955백만 호가 46,400 46,350 시 46,850 고 46,900 저 46,250 매수 매도 평

