더블유게임즈 (192080)

SW/SI

이창영
02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	81,000원 (U)
현재주가 (5/6)	58,100원
상승여력	39%

시가총액	10,612억원
총발행주식수	18,265,502주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	212,632주
52주 고	77,500원
52주 저	37,200원
외인지분율	12.04%
주요주주	김가람 외 5 인 43.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.7	17.8	(23.6)
상대	2.8	36.1	(12.9)
절대(달러환산)	10.7	13.1	(27.2)

사회적 거리두기 수혜주

1Q20 실적 Review

영업수익 1,374억원(YoY +9.3%)(환율효과 제거 시 YoY +3.1%), 영업이익 384억원(YoY +2.1%), 순이익 322억원(YoY +18.8%) 시장 기대치 부합. DDI 매출 870억원(YoY +17%), DUG(YoY -4%). 마케팅비 219억원으로 전년대비 58% 증가. 1분기 비수기임에도 코로나 19로 인한 실내 활동 시간 증가로 매출 성장률 증가

2분기 및 향후 전망

(1분기 기준) 북미/유럽 매출액 비중이 86%인 동사는, 4월 일평균 매출이 1분기 평균 대비 약 30% 증가할 정도로, 코로나 19로 인한 사회적 거리 두기에 따른 동사 소셜카지노 게임 매출이 크게 증가하고 있음. 이러한 긍정적인 영업환경에 발맞춰 1분기 마케팅비용을 전분기 대비 17% 증액하였고, 그 효과는 하반기 본격 나타날 것으로 예상됨

한편 코로나 19로 인한 경기침체/광고시장 침체로 동사의 마케팅 비용 단가(Cost Per Install)가 15~20% 떨어지고 있어, 매출증가 → 마케팅비용 증가 → 매출증가 → 영업이익률 개선도 예상됨

대만에서 출시된 동사 소셜카지노 게임 '부귀금성'은 6~8월 본격 마케팅 진행예정이어서 하반기 매출 및 영업이익(률) 개선에 긍정적일 것으로 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 81,000원으로 상향조정

코로나 19로 인한 실내 활동 증가, 모바일 게임 사용 증가는 코로나 19 종료 이후에도 습관적으로 유지될 가능성이 높고, 마케팅 단가 감소에 따른 마케팅 증가, 신규 유저 증가는 동사 장기 성장성에 긍정적일 것으로 예상됨

해외 코로나 19 확산에 따른 동사 게임 사용 증가로 2020년 실적은 상향될 것으로 전망하며, 이를 반영 목표주가도 상향 조정하고 투자의견 BUY를 유지함. 참고로 2020년 이후 예상 지배순이익은 DDI가 발행한 3,000억원의 전환사채와 신주인수권부 사채가 일부 전환된다는 가정하에 순이익에 80%만을 지배순이익으로 산정하였음 (DDI 영업이익 비중 53% * CB/BW 전환시 DDI 외부 지분율 38% = 20%)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,374	9.3	7.2	1,319	4.1
영업이익	384	2.1	-1.7	393	-2.2
세전계속사업이익	412	20.2	50.1	369	11.8
지배순이익	258	-4.6	13.6	279	-7.6
영업이익률 (%)	27.9	-2.0 %pt	-2.6 %pt	29.8	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	18.8	-2.7 %pt	+1.1 %pt	21.2	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	4,830	5,138	6,293	6,974
영업이익	1,358	1,546	1,945	2,233
지배순이익	878	1,103	1,157	1,288
PER	12.6	9.6	9.2	8.2
PBR	2.0	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.1	4.9
ROE	19.0	18.9	16.5	15.8

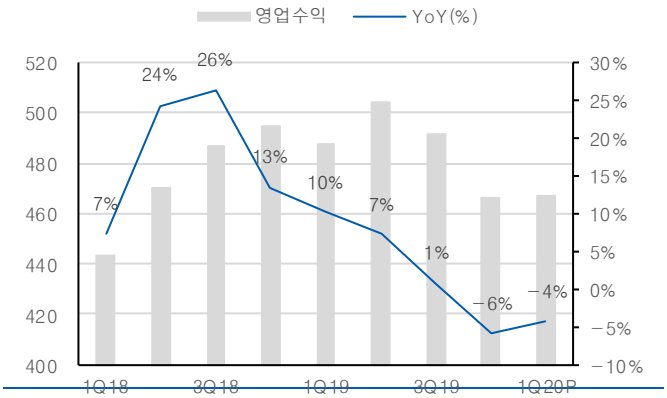
자료: 유안타증권

더블유게임즈(192080) 매출 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E
영업수익	4,830	5,138	6,293	6,974	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,653	1,664	1,601
영업비용	3,472	3,592	4,348	4,741	881	897	925	889	990	1,115	1,140	1,102
플랫폼	1,441	1,524	1,877	2,092	377.0	378.0	387	382	410	493	496	477
마케팅	665	677	978	1,044	139	162	190	186	219	250	265	243
인건비	567	612	670	738	164	157	151	140	160	165	170	175
로열티	193	131	140	133	38	38	34	21	35	36	36	34
기타 운영비	268	188	219	246	53	46	44	45	52	54	56	57
유무형상각비	338	461	465	488	110	116	119	116	114	117	117	116
연결영업이익	1,358	1,546	1,945	2,233	376	402	376	392	384	538	524	499
영업이익률(%)	28.1%	30.1%	30.9%	32.0%	29.9%	31.0%	28.9%	30.6%	27.9%	32.5%	31.5%	31.2%
YoY(%)	67.6%	13.9%	25.8%	14.8%	4.3%	7.1%	-6.5%	4.2%	-2.1%	40.1%	-2.6%	-4.8%
더블유게임즈												
영업수익	1,895	1,949	2,196	2,362	488	504	491	466	467	599	578	551
YoY(%)	18%	3%	13%	8%	10%	7%	1%	-6%	-4%	19%	18%	18%
Double Down Interactive												
영업수익	2,937	3,189	4,097	4,611	769	795	810	815	907	1,054	1,086	1,050
YoY(%)		8.6%	28.5%	12.6%	10%	11%	8%	5%	18%	33%	34%	29%

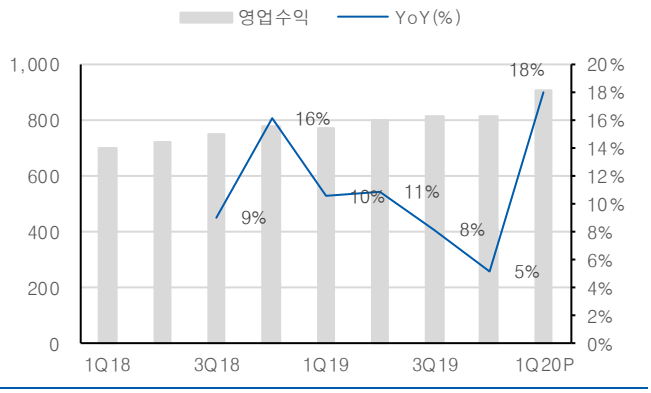
자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 분기매출액 추이 및 성장률 (단위: 억원)



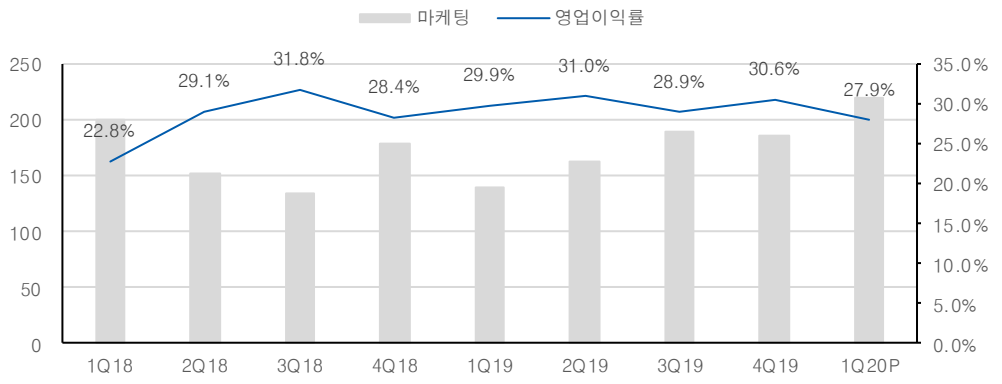
자료: 유안타증권 리서치센터

Double Down Interactive 분기매출액 추이 및 성장률 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 마케팅비 및 영업이익률 변화추이 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 목표주가 변경내역 (단위: 억원)

이전 목표주가 산정내역		목표주가 변경 내역	
2020년 예상 매출액	5,677	2020년 예상 매출액	6,293
2020년 예상 영업이익	1,734	2020년 예상 영업이익	1,945
2020년 영업이익 성장률 예상	12.7%	2020년 영업이익 성장률 예상	25.8%
2020년 예상 지배순이익	1,026	2020년 예상 지배순이익 주)	1,157
적용 PER	12.81	적용 PER	12.81
발행주식수 (주)	18,260,502	발행주식수 (주)	18,265,502
새로운 목표주가 (원)	72,000	새로운 목표주가 (원)	81,171

자료: 유안타증권 리서치센터
주: 2020 년 예상 지배순이익은 DDI 가 발행한 3,000 억원의 전환사채와 신주인수권부 사채가 일부 전환된다는 가정하에 순이익에 80%만을 지배순이익으로 산정하였음

소셜카지노 업체 벨류에이션 테이블 (단위: 백만달러, 배)

			P/E			EPS Growth (%)			P/B			ROE			P/S		
기업명	국가	시가총	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
SCIPLAY	US	1,501	N/A	13.7	12.1	-	-	-31.5	-	6.4	3.0	-	61.0	59.0	-	3.2	3.0
ARISTOCRA	AU	10,128	20.8	18.0	24.8	34.5	22.7	-29.2	10.6	7.3	5.7	55.8	43.5	26.9	4.3	3.6	3.9

자료: Bloomberg(05/06 기준), 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**4,830**	**5,138**	**6,293**	**6,974**	**7,483**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,293	6,974	7,483
판관비	3,473	3,592	4,348	4,741	5,024
영업이익	**1,358**	**1,546**	**1,945**	**2,233**	**2,459**
EBITDA	1,696	2,007	2,268	2,281	2,516
영업외손익	-184	-166	-130	-168	-97
외환관련손익	118	93	75	-12	-20
이자손익	-298	-262	-229	-157	-79
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	4	24	1	2
법인세비용차감전순손익	1,173	1,380	1,815	2,065	2,362
법인세비용	296	277	369	454	520
계속사업순손익	878	1,103	1,446	1,611	1,842
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	878	1,103	1,446	1,611	1,842
지배지분순이익	**878**	**1,103**	**1,157**	**1,288**	**1,474**
포괄순이익	1,153	1,351	1,439	1,604	1,836
지배지분포괄이익	1,153	1,351	1,439	1,604	1,836

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**1,563**	**1,644**	**1,587**	**1,631**	**2,057**
당기순이익	878	1,103	1,446	1,611	1,842
감가상각비	8	74	17	1	0
외환손익	-79	-34	-75	12	20
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	16	-132	-132	-65	113
기타현금흐름	740	634	331	72	82
투자활동 현금흐름	**34**	**-502**	**3**	**-1,056**	**-1,060**
투자자산	-15	-498	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-11	0	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	56	7	3	-1,056	-1,060
재무활동 현금흐름	**-1,431**	**-1,102**	**-522**	**-1,122**	**-1,122**
단기차입금	-1,392	-980	-400	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-57	-59	-59	-59	-59
기타현금흐름	18	-63	-63	-63	-63
연결범위변동 등 기타	4	0	-90	-129	-142
현금의 증감	**170**	**40**	**977**	**-676**	**-267**
기초 현금	248	418	458	1,435	759
기말 현금	418	458	1,435	759	492
NOPLAT	**1,358**	**1,546**	**1,945**	**2,233**	**2,459**
FCF	**1,362**	**1,553**	**1,740**	**1,725**	**2,087**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**1,146**	**1,743**	**2,871**	**2,386**	**2,233**
현금및현금성자산	418	458	1,435	759	492
매출채권 및 기타채권	352	414	565	698	749
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,822	9,004	8,682	9,634	10,577
유형자산	18	18	1	0	0
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	57	47	47	47	47
자산총계	**9,968**	**10,747**	**11,552**	**12,020**	**12,810**
유동부채	1,764	851	566	795	1,161
매입채무 및 기타채무	257	215	305	453	696
단기차입금	1,380	400	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,021	3,424	3,424	2,433	1,442
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,858	3,007	3,007	2,007	1,007
부채총계	**4,785**	**4,276**	**3,990**	**3,228**	**2,603**
지배지분	5,183	6,472	7,563	8,792	10,207
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	3,227	3,230	3,230	3,230	3,230
이익잉여금	2,302	3,345	4,443	5,673	7,088
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,183**	**6,472**	**7,563**	**8,792**	**10,207**
순차입금	**3,483**	**2,329**	**953**	**570**	**-226**
총차입금	4,238	3,622	3,222	2,222	1,222

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

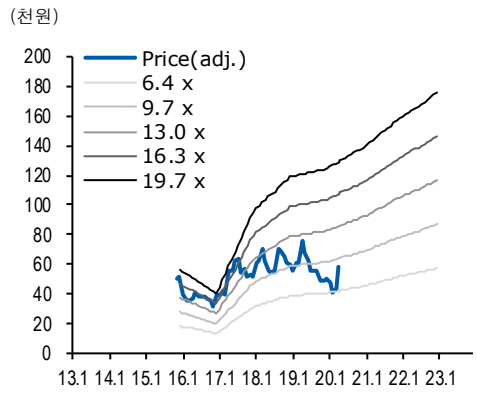
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,869	6,040	6,335	7,054	8,069
BPS	30,760	38,381	44,839	52,128	60,516
EBITDAPS	9,406	10,991	12,414	12,487	13,774
SPS	26,796	28,141	34,452	38,179	40,970
DPS	350	350	350	350	350
PER	**12.6**	**9.6**	**9.2**	**8.2**	**7.2**
PBR	**2.0**	**1.5**	**1.3**	**1.1**	**1.0**
EV/EBITDA	**8.6**	**6.5**	**5.1**	**4.9**	**4.1**
PSR	**2.3**	**2.1**	**1.7**	**1.5**	**1.4**

재무비율 (단위: 배, %)

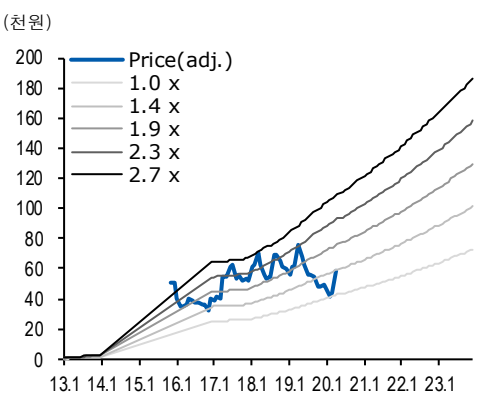
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**51.3**	**6.4**	**22.5**	**10.8**	**7.3**
영업이익 증가율 (%)	**67.6**	**13.9**	**25.8**	**14.8**	**10.1**
지배순이익 증가율 (%)	**148.2**	**25.7**	**4.9**	**11.4**	**14.4**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**28.1**	**30.1**	**30.9**	**32.0**	**32.9**
지배순이익률 (%)	18.2	21.5	18.4	18.5	19.7
EBITDA 마진 (%)	35.1	39.1	36.0	32.7	33.6
ROIC	11.6	14.1	18.0	19.6	19.9
ROA	8.8	10.6	10.4	10.9	11.9
ROE	**19.0**	**18.9**	**16.5**	**15.8**	**15.5**
부채비율 (%)	92.3	66.1	52.8	36.7	25.5
순차입금/자기자본 (%)	67.2	36.0	12.6	6.5	-2.2
영업이익/금융비용 (배)	4.4	5.6	7.5	12.5	25.0

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

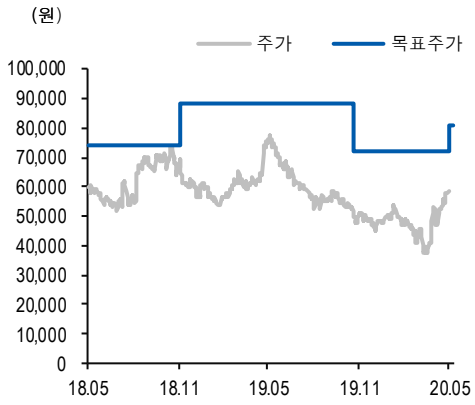
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-07	BUY	81,000	1년		
2019-10-24	BUY	72,000	1년	-33.29	-18.89
2018-11-08	BUY	88,000	1년	-31.33	-11.93
2018-05-10	1년 경과 이후		1년	-16.32	-0.68
2017-05-10	BUY	74,000	1년	-19.51	-0.68

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-04

※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.