기업브리프

키움증권
2020. 7. 24

실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

다시 회복한 성장성, 결제유저 유지/확대가 중요

BUY(Maintain)
목표주가: 94,000원(상향)
주가(7/23): 73,200원
시가총액: 13,450억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(7/23)		2,216.19pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	81,700원	37,200원
등락률	-10.4%	96.8%
수익률	절대	상대
1M	-10.1%	-13.5%
6M	47.3%	49.3%
1Y	24.7%	16.7%

Company Data

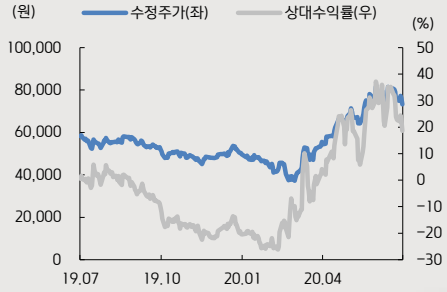
발행주식수		18,375천주
일평균 거래량(3M)		327천주
외국인 지분율		13.7%
배당수익률(20E)		0.5%
BPS(20E)		44,812원
주요 주주	김가람 외 5인	43.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,830	5,138	6,754	6,741
영업이익	1,358	1,546	2,089	2,321
EBITDA	1,696	2,007	2,432	2,669
세전이익	1,173	1,380	2,018	2,339
순이익	878	1,103	1,574	1,825
지배주주지분순이익	878	1,103	1,574	1,825
EPS(원)	4,869	6,040	8,586	9,931
증감률(%,YoY)	140.2	24.1	42.1	15.7
PER(배)	12.3	8.3	8.5	7.4
PBR(배)	2.11	1.41	1.63	1.31
EV/EBITDA(배)	8.5	5.7	5.7	4.3
영업이익률(%)	28.1	30.1	30.9	34.4
ROE(%)	19.0	18.9	21.4	19.7
순차입금비율(%)	67.2	37.0	5.6	-18.3

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



더블유게임즈의 2Q실적은 매출액 1,888억원(QoQ +37.3%), 영업이익 593억원(QoQ +54.5%)으로 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록하였습니다. 코로나19의 영향과 마케팅비용 확대에 따른 효과로 유저/체류시간이 확대되었고 이에 발맞추어 Paying User도 늘어나면서 ARPU가 상승하는 성과를 달성하였습니다. 하반기 성수기 진입에 따른 성장효과가 예상되는 가운데 코로나19로 확보된 Paying User를 락인시키는 과제를 이루어내야 합니다.

>>> 2Q Review: 코로나로 인해 다시 회복한 성장성

더블유게임즈의 2Q실적은 매출액 1,888억원(QoQ +37.3%), 영업이익 593억원(QoQ +54.5%)으로 시장기대치(542억원)을 상회하는 실적을 기록하였다. 2Q에 MAU가 QoQ +5~7% 증가하였고 결제 유저 수도 QoQ +15% 증가함에 따라 매출이 크게 증가하였다. 특히 둔화되던 DUC(더블유카지노)의 매출이 크게 증가(QoQ +46.9%)함에 따라 전반적인 시장성장률(QoQ +22.9%) 대비 높은 성장률을 유지할 수 있었다.

이번 실적발표에서 주목할 점은 마케팅비용이 크게 늘어났다는 점이다. 컨콜에서 밝혔듯이 CPI단가가 YoY -25% 감소했음에도 마케팅비용이 전분기대비 43%증가했다는 것은 그만큼 공격적인 마케팅전략을 펼쳤다는 것을 의미한다. 다만 MAU의 증가가 마케팅비용 증가분만큼 늘어나지 못했다는 것은 매출의 증가요인이 체류시간과 Paying User의 증가에 따른 ARPU 상승이 상당부분 영향을 끼쳤을 것으로 판단된다.

>>> 하반기 성수기 시점에 Paying User 락인이 필요

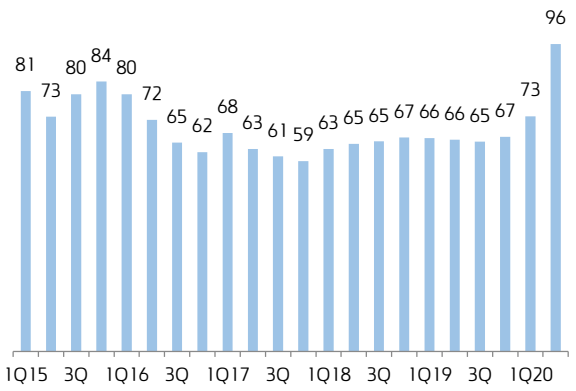
4Q는 기본적으로 소셜카지노의 최대 성수기이다. 매월 큰 이벤트가 발생하는 시점이기 때문에 기존 분기대비 5~15%의 성과가 나오는 시점이다. 이에 따라 전반적으로 ARPU가 높아지는 시점이지만 실적의 Key는 코로나 확산 수준에 따를 것으로 판단된다. 아직까지는 확산세가 유지되고 있기 때문에 ARPU의 큰 하락은 없을 것으로 전망된다.

관건은 내년이다. 백신이 적용될 경우 체류시간 감소에 따른 ARPU감소가 있을 수 있기 때문에 Paying User를 락인시키고 더 늘려나가는 전략이 필요한 시점이다. 이에 컨콜에서 IP콘텐츠의 업데이트 확대와 마케팅비 비중 유지 전략을 언급한 것은 이러한 배경에 의한 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 94,000원 상향

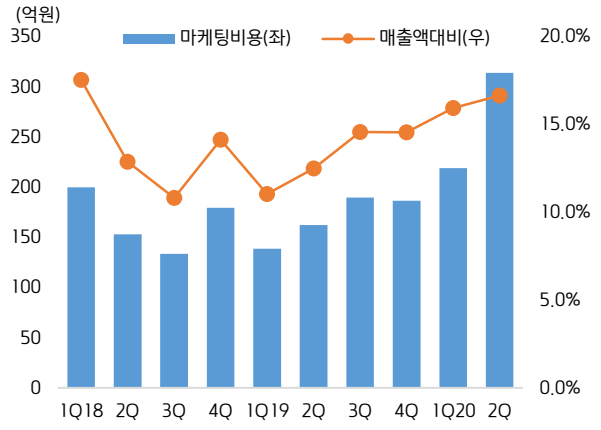
투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 94,000원으로 상향한다. 내년에 대한 불확실성(코로나 종식)이 존재하긴 하지만 실적의 질자체가 전반적으로 업그레이드 된 것은 분명하며 DDI의 상장 재추진 등 호재성 이슈도 있다. 목표주가는 2020년 예상EPS에 Target PER 11배를 적용하였다.

더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

마케팅비용 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,679	1,813	5,138	6,754	6,741
DUC+DDC	1,189	1,226	1,228	1,211	1,300	1,789	1,582	1,705	4,855	6,376	6,285
더블유카지노	447	461	449	427	430	638	564	603	1,784	2,235	2,389
더블다운카지노	742	765	779	785	870	1,151	1,018	1,102	3,071	4,141	3,896
더블유빙고	5	4	4	3	3	4	3	3	17	14	16
TAKE5	34	35	32	32	31	39	36	42	133	147	152
기타	29	33	37	34	40	56	58	64	134	217	288
영업비용	881	896	925	891	991	1,294	1,147	1,232	3,592	4,665	4,420
지급수수료	377	378	387	382	410	563	504	544	1,524	2,021	2,022
광고선전비	139	162	190	186	219	314	260	290	677	1,083	869
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티	38	38	34	21	35	50	43	47	131	175	168
감가상각비	110	116	118	116	114	116	119	120	461	468	386
인건비 및 기타	218	202	195	184	212	251	222	231	799	917	975
영업이익	376	403	376	391	384	593	532	581	1,546	2,089	2,321
영업이익률	30%	31%	29%	30%	28%	31%	32%	32%	30%	31%	34%
QoQ											
매출액	-1%	3%	0%	-2%	7%	37%	-11%	8%	6%	31%	0%
영업비용	-3%	2%	3%	-4%	11%	31%	-11%	7%	3%	30%	-5%
영업이익	4%	7%	-7%	4%	-2%	54%	-10%	9%	14%	35%	11%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,830	5,138	6,754	6,741	7,122
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,754	6,741	7,122
판관비	3,473	3,592	4,665	4,420	4,587
영업이익	1,358	1,546	2,089	2,321	2,535
EBITDA	1,696	2,007	2,432	2,669	2,640
영업외손익	-184	-166	-71	18	58
이자수익	7	13	29	53	77
이자비용	306	276	164	99	82
외환관련이익	132	105	67	67	67
외환관련손실	14	12	9	9	9
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-3	4	6	6	5
법인세차감전이익	1,173	1,380	2,018	2,339	2,593
법인세비용	296	277	444	515	571
계속사업순손익	878	1,103	1,574	1,825	2,023
당기순이익	878	1,103	1,574	1,825	2,023
지배주주순이익	878	1,103	1,574	1,825	2,023
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	51.2	6.4	31.5	-0.2	5.7
영업이익 증감율	67.6	13.8	35.1	11.1	9.2
EBITDA 증감율	68.4	18.3	21.2	9.7	-1.1
지배주주순이익 증감율	148.3	25.6	42.7	15.9	10.8
EPS 증감율	140.2	24.1	42.1	15.7	10.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.1	30.1	30.9	34.4	35.6
EBITDA Margin(%)	35.1	39.1	36.0	39.6	37.1
지배주주순이익률(%)	18.2	21.5	23.3	27.1	28.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,146	1,743	3,413	5,744	8,035
현금 및 현금성자산	418	458	1,954	4,241	6,453
단기금융자산	337	835	876	920	966
매출채권 및 기타채권	352	414	544	543	573
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	39	36	39	40	43
비유동자산	8,822	9,004	8,662	8,314	8,209
투자자산	57	47	47	47	47
유형자산	18	18	9	4	2
무형자산	8,726	8,647	8,313	7,970	7,867
기타비유동자산	21	292	293	293	293
자산총계	9,968	10,747	12,074	14,058	16,244
유동부채	1,764	851	416	387	362
매입채무 및 기타채무	257	215	180	150	126
단기금융부채	1,380	467	67	67	67
기타유동부채	127	169	169	170	169
비유동부채	3,021	3,424	3,424	3,424	3,424
장기금융부채	2,858	3,222	3,222	3,222	3,222
기타비유동부채	163	202	202	202	202
부채총계	4,785	4,276	3,840	3,811	3,786
지배지분	5,183	6,472	8,234	10,247	12,458
자본금	91	91	92	92	92
자본잉여금	3,227	3,230	3,230	3,230	3,230
기타자본	-416	-422	-422	-422	-422
기타포괄손익누계액	-21	227	474	722	970
이익잉여금	2,302	3,345	4,860	6,625	8,588
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,183	6,472	8,234	10,247	12,458

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,563	1,644	1,746	2,140	2,068
당기순이익	878	1,103	1,574	1,825	2,023
비현금항목의 가감	868	990	919	905	679
유형자산감가상각비	8	74	9	4	2
무형자산감가상각비	330	387	334	343	103
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	532	529	576	558	574
영업활동자산부채증감	16	-132	-167	-30	-57
매출채권및기타채권의감소	55	-38	-130	1	-31
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-56	-32	-35	-29	-25
기타	17	-62	-2	-2	-1
기타현금흐름	-199	-317	-580	-560	-577
투자활동 현금흐름	34	-502	-46	-48	-50
유형자산의 취득	-7	-11	0	0	0
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-35	-1	0	0	0
투자자산의감소(증가)	49	11	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	18	-498	-42	-44	-46
기타	8	-3	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-1,431	-1,102	-521	-122	-122
차입금의 증가(감소)	-1,392	-980	-400	0	0
자본금,자본잉여금의 증감	0	0	1	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-57	-59	-59	-59	-59
기타	18	-63	-63	-63	-63
기타현금흐름	4	0	317	317	316.75
현금 및 현금성자산의 순증가	170	40	1,496	2,286	2,213
기초현금 및 현금성자산	248	418	458	1,954	4,241
기말현금 및 현금성자산	418	458	1,954	4,241	6,453

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	4,869	6,040	8,586	9,931	11,009
BPS	28,402	35,440	44,812	55,768	67,801
CFPS	9,685	11,465	13,600	14,856	14,702
DPS	350	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	12.3	8.3	8.5	7.4	6.6
PER(최고)	15.8	12.9	10.0		
PER(최저)	10.2	7.5	4.1		
PBR	2.11	1.41	1.63	1.31	1.08
PBR(최고)	2.70	2.21	1.91		
PBR(최저)	1.75	1.27	0.79		
PSR	2.23	1.77	1.99	2.00	1.89
PCFR	6.2	4.3	5.4	4.9	5.0
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.7	4.3	3.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	6.7	5.4	3.8	3.3	2.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROA	8.8	10.6	13.8	14.0	13.4
ROE	19.0	18.9	21.4	19.7	17.8
ROIC	13.3	14.3	18.3	20.9	23.3
매출채권회전율	12.7	13.4	14.1	12.4	12.8
재고자산회전율					
부채비율	92.3	66.1	46.6	37.2	30.4
순차입금비율	67.2	37.0	5.6	-18.3	-33.2
이자보상배율	4.4	5.6	12.7	23.5	30.8
총차입금	4,238	3,689	3,289	3,289	3,289
순차입금	3,483	2,396	458	-1,872	-4,131
NOPLAT	1,696	2,007	2,432	2,669	2,640
FCF	1,480	1,584	1,804	2,128	2,025

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 7월 23일 현재 '더블유게임즈' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

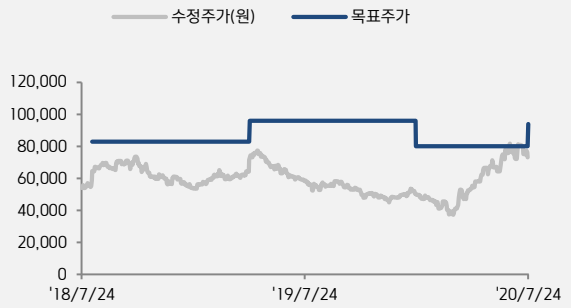
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율	
					평균주가대비	최고주가대비
더블유게임즈 (192080)	2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-18.80	-16.02
	2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-17.60	-11.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-21.64	-11.45
	2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-23.76	-11.45
	2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-25.98	-13.73
	2019/04/25	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-30.19	-19.27
	2019/07/25	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-36.32	-19.27
	2020/01/22	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-39.35	-37.13
	2020/02/12	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.81	2.13
	2020/07/24	BUY(Maintain)	94,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.,

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%