

더블유게임즈 (192080)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (U)
현재주가 (7/23)	73,200원
상승여력	50%

시가총액	13,450억원
총발행주식수	18,374,502주
60일 평균 거래대금	232억원
60일 평균 거래량	326,809주
52주 고	81,700원
52주 저	37,200원
외인지분율	13.67%
주요주주	김가람 외 5인 43.73%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.1)	31.9	25.1
상대	(13.5)	14.0	18.6
절대(달려환산)	(9.1)	35.7	23.4

성장에너지 비축

2Q20 Review

영업수익 1,888억원(YoY +45.3%, QoQ +37.3%), 영업이익 593억원(YoY +46.9%, QoQ +54.5%), 순이익 416억원(YoY +39.5%, QoQ +29.2%). 시장 컨센서스 상회.

동사 핵심 유저들인 해외 40대 이상들의 외부활동 감소, 게임 체류시간 증대, 신규 사용자 증가(DAU QoQ +5~7%), 유료 사용자 증가 (QoQ +15%), ARPPU 증가로 게임 매출의 고른 증가가 실적 개선의 원인이 되었음.

이번 실적에서 눈 여겨 보아야 할 부분은, 마케팅 비용이 QoQ +43%, YoY +94% 증가하였음에도 불구하고 영업이익률이 Q-Q +3.4%pt, Y-Y +0.4%pt 증가한 31.4%를 기록하며, 매출 증가 시 동사의 높은 영업이익 레버리지 구조적 효과를 입증하였음

하반기 전망

해외는 아직 팬데믹 상황이 지속되고 있는 상황이어서 동사의 한단계 높아진 실적이 급격히 감소될 가능성은 높지 않을 것으로 전망됨. 또한, 대만 '부귀금성' 마케팅에 따른 신규게임 수익이 추가될 것으로 예상됨. 하지만, 팬데믹이 장기화 됨에 따른 외부활동 및 타 여가소비수단으로의 대체 가능성을 감안, 당리서치팀은 보수적으로 3, 4분기 매출액은 2분기 대비 각각 3%, 5% 감소할 것으로 추정하였음. 반면 2분기 일회적 성과급 지급효과가 소멸되어 영업이익은 2분기와 유사한 수준을 유지할 것으로 전망 하였음

나스닥 상장철회 된 68% 자회사 더블다운인터랙티브(DDI)는 연내 재추진을 계획하고 있어, 동사 밸류에이션에 긍정적으로 작용할 것으로 예상됨

투자 의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 상향

코로나를 계기로 낮아진 마케팅비(Cost Per Install) 단가와 이로인한 마케팅비 증가는 동사의 사용자 pool을 넓힐 수 있는 기회임. 또한, 자회사 DDI의 상장을 통한 게임 인지도 증가, 상각비용 감소는 2021년에도 이익성장을 지속할 수 있는 요인이 될 것으로 판단함.

높아진 (지배순)이익을 반영하여 목표주가를 11만원으로 상향조정하고 투자 의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,888	45.3	37.3	1,661	13.6
영업이익	593	46.9	54.4	542	9.4
세전계속사업이익	551	46.6	34.1	536	2.8
지배순이익	416	39.5	29.2	374	11.4
영업이익률 (%)	31.4	+0.4 %pt	+3.5 %pt	32.6	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	22.0	-1.0 %pt	-1.4 %pt	22.5	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	4,830	5,138	6,881	7,619
영업이익	1,358	1,546	2,155	2,707
지배순이익	878	1,103	1,446	1,637
PER	12.6	9.6	9.3	8.2
PBR	2.0	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.5	4.4
ROE	19.0	18.9	19.6	18.0

자료: 유안타증권

더블유게임즈(192080) 실적 추이 및 전망

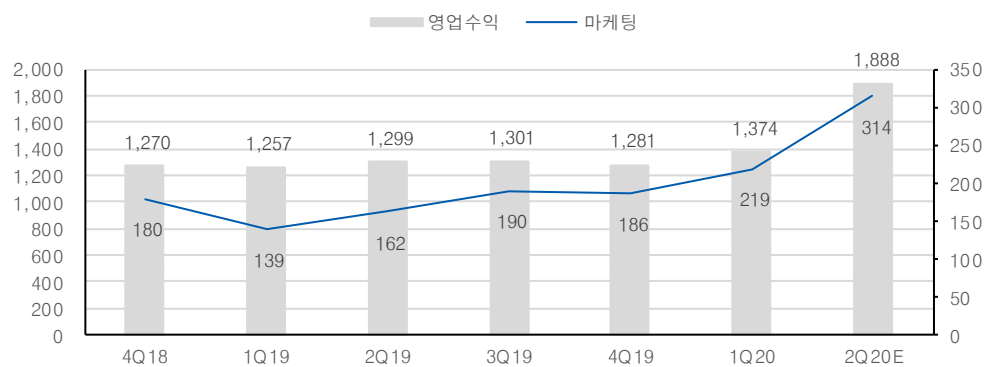
(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E
영업수익	4,830	5,138	6,881	7,619	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,831	1,788
영업비용	3,472	3,592	4,726	4,912	881	897	925	889	990	1,295	1,233	1,208
플랫폼	1,441	1,524	2,054	2,286	377.0	378.0	387	382	410	564	546	533
마케팅	665	677	1,135	1,161	139	162	190	186	219	314	305	297
인건비	567	612	676	745	164	157	151	140	160	191	161	164
로열티	193	131	169	161	38	38	34	21	35	50	47	37
기타 운영비	268	188	230	258	53	46	44	45	52	60	59	60
유무형상각비	338	461	462	302	110	116	119	116	114	116	116	115
연결영업이익	1,358	1,546	2,155	2,707	376	402	376	392	384	593	598	581
영업이익률(%)	28.1%	30.1%	31.3%	35.5%	29.9%	31.0%	28.9%	30.6%	27.9%	31.4%	32.6%	32.5%
YoY(%)	67.6%	13.9%	39.4%	25.6%	4.3%	7.1%	-6.5%	4.2%	-2.1%	47.3%	0.9%	-2.9%
더블유 카지노												
영업수익	1,895	1,949	2,397	2,578	488	504	491	466	467	682	641	607
YoY(%)	18%	3%	23%	8%	10%	7%	1%	-6%	-4%	35%	31%	30%
Double Down Interactive												
영업수익	2,937	3,189	4,484	5,041	769	795	810	815	907	1,206	1,190	1,181
YoY(%)		8.6%	40.6%	12.4%	10%	11%	8%	5%	18%	52%	47%	45%

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 매출액 & 마케팅비 분기변화 추이

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

이전 목표주가 산정내역				신규 목표주가 변경 내역			
2020년 예상 매출액	6,293	2021년 예상 매출액	7,619				
2020년 예상 영업이익	1,945	2021년 예상 영업이익	2,707				
2020년 영업이익 성장률 예상	25.8%	2021년 영업이익 성장률 예상	25.6%				
2020년 예상 지배순이익	1,157	2021년 예상 지배순이익	1,637				
적용 PER	12.81	적용 PER	12.4				
(SCIPLAY, ARISTOCRAT 20년 평균 PER)		(SCIPLAY 21년 PER * 10% 할인)					
발행주식수	18,265,502	발행주식수	18,265,502				
기존 목표주가	81,172	새로운 목표주가	111,246				

자료: 유안타증권 리서치센터

소셜카지노 기업 밸류에이션

기업명	국가	시총(mn \$)	P/E			EPS	P/B			ROE			P/S		
			2019	2020E	2021E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
SCIPLAY	US	1,956	17.9	16.8	13.9	21.3	8.3	5.3	3.3	61.0	55.5	38.3	4.1	3.7	3.5
ARISTOCRAT	AU	12,146	19.4	34.7	21.9	58.2	7.9	5.7	4.9	43.5	20.8	27.2	3.9	4.3	3.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SCIPLAY 과거 1년 주가 차트 (단위: US \$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

ARISTOCRAT 과거 1년 주가 차트 (단위: A\$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,830	5,138	6,881	7,619	8,179
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,881	7,619	8,179
판매비	3,473	3,592	4,727	4,912	5,211
영업이익	1,358	1,546	2,155	2,707	2,968
EBITDA	1,696	2,007	2,561	2,951	3,178
영업외손익	-184	-166	-91	-84	-12
외환관련손익	118	93	0	-12	-20
이자손익	-298	-262	-151	-101	-50
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	4	60	30	58
법인세비용차감전순손익	1,173	1,380	2,063	2,623	2,956
법인세비용	296	277	415	577	650
계속사업순손익	878	1,103	1,648	2,046	2,306
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	878	1,103	1,648	2,046	2,306
지배지분순이익	878	1,103	1,446	1,637	1,845
포괄손익	1,153	1,351	2,074	2,472	2,732
지배지분포괄이익	1,153	1,351	2,074	2,472	2,732

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,563	1,644	1,968	2,385	2,770
당기순이익	878	1,103	1,648	2,046	2,306
감가상각비	8	74	35	0	0
외환손익	-79	-34	-54	12	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	16	-132	-141	54	205
기타현금흐름	740	634	480	273	239
투자활동 현금흐름	34	-502	681	-1,012	-1,012
투자자산	-15	-498	682	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-11	-1	-1	-1
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	56	7	0	-1,011	-1,012
재무활동 현금흐름	-1,431	-1,102	-530	-1,131	-1,131
단기차입금	-1,392	-980	-400	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	-1,000	-1,000
자본	0	0	1	0	0
현금배당	-57	-59	-59	-59	-59
기타현금흐름	18	-63	-71	-71	-71
연결범위변동 등 기타	4	0	-55	-296	-319
현금의 증감	170	40	2,064	-53	308
기초 현금	248	418	458	2,491	2,438
기말 현금	418	458	2,491	2,438	2,747
NOPLAT	1,358	1,546	2,155	2,707	2,968
FCF	1,362	1,553	1,986	2,409	2,730

자료: 유안타증권

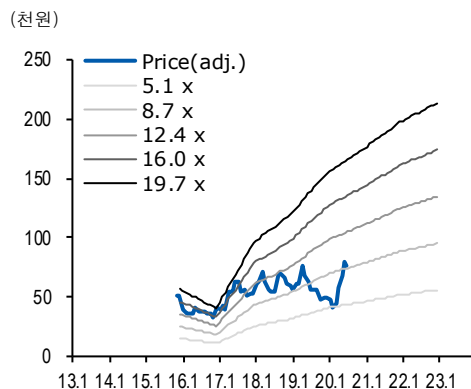
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,146	1,743	3,345	3,414	3,798
현금및현금성자산	418	458	2,491	2,438	2,747
매출채권 및 기타채권	352	414	663	765	821
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,822	9,004	9,059	9,816	10,607
유형자산	18	18	0	1	1
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	57	47	47	47	47
자산총계	9,968	10,747	12,405	13,230	14,405
유동부채	1,764	851	637	875	1,254
매입채무 및 기타채무	257	215	358	519	784
단기차입금	1,380	400	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,021	3,424	3,484	2,494	1,505
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,858	3,007	3,046	2,046	1,046
부채총계	4,785	4,276	4,122	3,369	2,759
지배지분	5,183	6,472	8,283	9,861	11,646
자본금	91	91	92	92	92
자본잉여금	3,227	3,230	3,231	3,231	3,231
이익잉여금	2,302	3,345	4,732	6,310	8,095
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,183	6,472	8,283	9,861	11,646
순차입금	3,483	2,329	605	-352	-1,672
총차입금	4,238	3,622	3,249	2,249	1,249

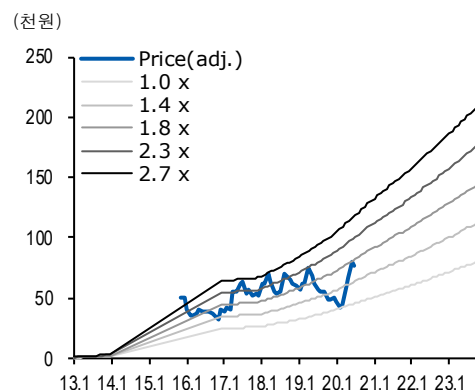
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,869	6,040	7,868	8,909	10,040
BPS	30,760	38,381	48,795	58,088	68,606
EBITDAPS	9,406	10,991	13,939	16,060	17,297
SPS	26,796	28,141	37,451	41,467	44,514
DPS	350	350	350	350	350
PER	12.6	9.6	9.3	8.2	7.3
PBR	2.0	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.5	4.4	3.7
PSR	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	51.3	6.4	33.9	10.7	7.4
영업이익 증가율 (%)	67.6	13.9	39.4	25.6	9.6
지배순이익 증가율 (%)	148.2	25.7	31.1	13.2	12.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	28.1	30.1	31.3	35.5	36.3
지배순이익률 (%)	18.2	21.5	21.0	21.5	22.6
EBITDA 마진 (%)	35.1	39.1	37.2	38.7	38.9
ROIC	11.6	14.1	19.5	22.9	23.7
ROA	8.8	10.6	12.5	12.8	13.4
ROE	19.0	18.9	19.6	18.0	17.2
부채비율 (%)	92.3	66.1	49.8	34.2	23.7
순차입금/자기자본 (%)	67.2	36.0	7.3	-3.6	-14.4
영업이익/금융비용 (배)	4.4	5.6	13.2	24.0	47.4

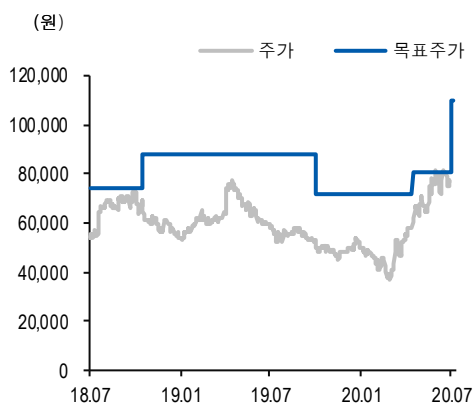
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-24	BUY	110,000	1년		
2020-05-07	BUY	81,000	1년	-10.35	0.86
2019-10-24	BUY	72,000	1년	-33.29	-18.89
2018-11-08	BUY	88,000	1년	-31.33	-11.93
2018-08-07	1년 경과 이후		1년	-8.35	-0.68
2017-08-07	BUY	74,000	1년	-19.71	-0.68

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)	88.2
Hold(중립)	11.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-21

※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.