기업브리프

키움증권

실적리뷰

2020. 10. 29

더블유게임즈 (192080)

입증된 Paying User 락인 능력

BUY(Maintain)

목표주가: 94,000원

주가(10/28): 65,500원

시가총액: 12,035억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/28)		2,345.26pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	81,700 원	37,200원
등락률	-19.8%	76.1%
수익률	절대	상대
1M	-11.5%	-12.9%
6M	12.9%	-6.9%
1Y	35.3%	20.0%

Company Data

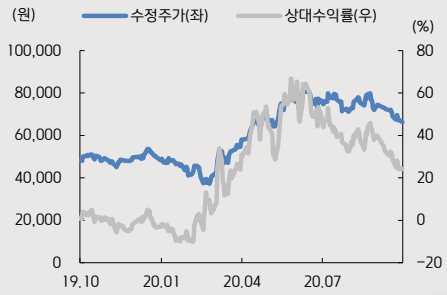
발행주식수		18,375 천주
일평균 거래량(3M)		145천주
외국인 지분율		16.0%
배당수익률(20E)		0.5%
BPS(20E)		43,832원
주요 주주	김가람 외 5인	43.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,830	5,138	6,831	7,025
영업이익	1,358	1,546	2,060	2,402
EBITDA	1,696	2,007	2,403	2,750
세전이익	1,173	1,380	1,834	2,391
순이익	878	1,103	1,394	1,841
지배주주지분순이익	878	1,103	1,394	1,841
EPS(원)	4,869	6,040	7,603	10,022
증감률(%,YoY)	140.2	24.1	25.9	31.8
PER(배)	12.3	8.3	8.7	6.6
PBR(배)	2.11	1.41	1.51	1.21
EV/EBITDA(배)	8.5	5.7	5.3	3.8
영업이익률(%)	28.1	30.1	30.2	34.2
ROE(%)	19.0	18.9	19.2	20.3
순차입금비율(%)	67.2	37.0	8.0	-16.7

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



더블유게임즈의 3Q실적은 매출액 1,732억원(QoQ -8.3%), 영업이익 494억원(QoQ -16.6%)으로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 코로나19의 영향이 지속되면서 매출액은 예상 수준을 달성하였으나 마케팅비용이 확대되었기 때문입니다. 타사대비 경쟁력을 입증한 만큼 4Q에는 코로나19의 재확산 영향과 성수기 이벤트 시즌이 도래함에 따라 실적개선이 나타날 것으로 전망됩니다.

>>> 3Q Review: 코로나영향 감소, 경쟁업체대비 Outperform

더블유게임즈의 3Q실적은 매출액 1,732억원(QoQ -8.3%), 영업이익 494억원(QoQ -16.6%)으로 매출액은 당사기대치에 부합하였지만 영업이익이 기대치(559억원)를 하회하는 실적을 기록하였다. 3Q에 MAU는 2Q대비 큰 변화가 없는 것으로 추정되는 가운데 코로나19로 통행제한이 심했던 2Q대비 체류시간이 감소하며 ARPU가 소폭 감소한 것으로 판단된다. 다만, 2Q에 이어 3Q에도 공격적인 마케팅을 진행하였고 대만 신규게임 출시에 따른 마케팅비용 30억이 추가로 집행되면서 예상치에 하회하는 실적을 기록하였다. 마케팅비용의 추정치 차이 60억원을 감안하면 예상 수준의 성과였다.

이번 실적발표에서 주목할 점은 경쟁업체대비 Outperform하였다는 것이다. 컨콜에서 밝혔듯이 시장 전체적으로 YoY +25.4% 성장한 것으로 추정되는 상황에서 더블유게임즈는 YoY +33.1%를 성장하였다. 이는 전반적인 MAU가 정체되거나 감소한 가운데 ARPU가 타사대비 높게 유지되고 있다는 것을 반증한다. 즉, 동사의 Slot 콘텐츠 공급 및 BM의 우월성이 나타난다는 것이다.

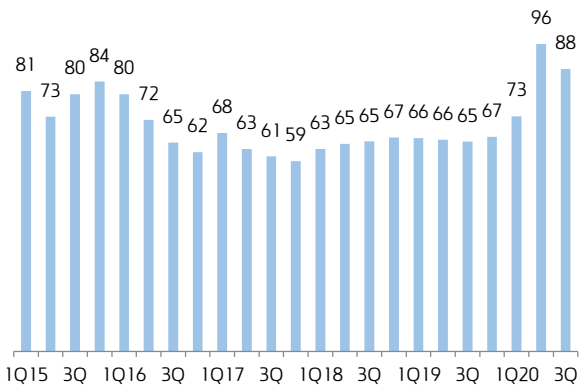
>>> 잘 이루어진 Paying User 락인, 기대되는 성수기

앞서 말했듯이 ARPU가 잘 유지되고 있다는 것은 결국 Paying User의 락인이 잘 이루어졌다는 것을 의미한다. 이에 할로윈, 크리스마스 등 연말이벤트가 집중적으로 이루어지는 4Q에 실적 성장을 기대케 한다. 통상적으로 4Q는 3Q대비 MAU는 소폭 감소하지만 ARPU가 10%수준까지 증가하는 시기이다. 북미/유럽지역의 코로나19재확산과 맞물려 체류시간 확대가 예상되는 만큼 올해는 MAU가 큰 흔들림없이 유지될 가능성이 높다. 실제 컨콜에서는 10월들어 3Q대비 결제액이 소폭 증대되고 있다고 밝혔다. 10월말부터 이벤트가 이루어지는 만큼 2Q수준의 실적 개선도 충분히 기대해 볼만하다.

이러한 추세는 내년에도 이어질 것으로 전망된다. 백신의 대량보급 시점이 점차 뒤로 늦춰지고 있기 때문에 카지노유저들의 이탈은 적을 것으로 판단된다. 결국 체류시간과 관련된 ARPU의 컨트롤이 실적을 좌우할 것이며 3Q에 타사대비 우월함을 입증했다는 점이 내년에도 강점으로 작용할 것이다.

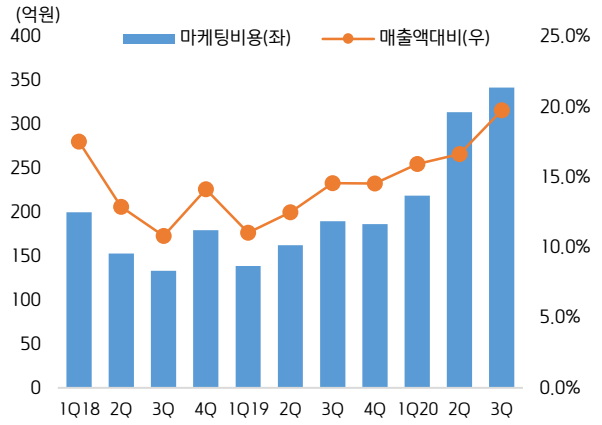
>>> 투자의견 BUY, 목표주가 94,000원 유지

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	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,732	1,838	5,138	6,831	7,025
DUC+DDC	1,189	1,226	1,228	1,211	1,300	1,789	1,646	1,733	4,855	6,467	6,567
더블유카지노	447	461	449	427	430	638	601	621	1,784	2,289	2,448
더블다운카지노	742	765	779	785	870	1,151	1,045	1,112	3,071	4,178	4,120
더블유빙고	5	4	4	3	3	4	3	3	17	14	16
TAKE5	34	35	32	32	31	39	32	42	133	143	152
기타	29	33	37	34	40	56	51	60	134	207	289
영업비용	881	896	925	891	991	1,294	1,237	1,249	3,592	4,771	4,623
지급수수료	377	378	387	382	410	563	516	551	1,524	2,041	2,107
광고선전비	139	162	190	186	219	314	342	303	677	1,178	1,019
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티	38	38	34	21	35	50	42	47	131	174	177
감가상각비	110	116	118	116	114	116	113	116	461	459	345
인건비 및 기타	218	202	195	184	212	251	224	231	799	919	975
영업이익	376	403	376	391	384	593	494	589	1,546	2,060	2,402
영업이익률	30%	31%	29%	30%	28%	31%	29%	32%	30%	30%	34%
QoQ											
매출액	-1%	3%	0%	-2%	7%	37%	-8%	6%	6%	33%	3%
영업비용	-3%	2%	3%	-4%	11%	31%	-4%	1%	3%	33%	-3%
영업이익	4%	7%	-7%	4%	-2%	54%	-17%	19%	14%	33%	17%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,830	5,138	6,831	7,025	7,417
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,831	7,025	7,417
판관비	3,473	3,592	4,771	4,623	4,723
영업이익	1,358	1,546	2,060	2,402	2,694
EBITDA	1,696	2,007	2,403	2,750	2,799
영업외손익	-184	-166	-226	-11	18
이자수익	7	13	13	25	36
이자비용	306	276	112	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	-185	5	6
법인세차감전이익	1,173	1,380	1,834	2,391	2,712
법인세비용	296	277	440	550	624
계속사업순손익	878	1,103	1,394	1,841	2,088
당기순이익	878	1,103	1,394	1,841	2,088
지배주주순이익	878	1,103	1,394	1,841	2,088
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	51.2	6.4	33.0	2.8	5.6
영업이익 증감율	67.6	13.8	33.2	16.6	12.2
EBITDA 증감율	68.4	18.3	19.7	14.4	1.8
지배주주순이익 증감율	148.3	25.6	26.4	32.1	13.4
EPS 증감율	140.2	24.1	25.9	31.8	13.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.1	30.1	30.2	34.2	36.3
EBITDA Margin(%)	35.1	39.1	35.2	39.1	37.7
지배주주순이익률(%)	18.2	21.5	20.4	26.2	28.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,146	1,743	3,233	5,580	7,937
현금 및 현금성자산	418	458	1,768	4,054	6,331
단기금융자산	337	835	876	920	966
매출채권 및 기타채권	352	414	550	565	597
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	39	36	39	41	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	11,894	13,894	16,146
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	8,054	10,084	12,360
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	4,680	6,462	8,490
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,183	6,472	8,054	10,084	12,360

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,563	1,644	1,560	2,140	2,132
당기순이익	878	1,103	1,394	1,841	2,088
비현금항목의 가감	868	990	879	969	772
유형자산감가상각비	8	74	9	4	2
무형자산감가상각비	330	387	334	343	103
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	532	529	536	622	667
영업활동자산부채증감	16	-132	-174	-47	-58
매출채권및기타채권의감소	55	-38	-136	-16	-32
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-56	-32	-35	-29	-25
기타	17	-62	-3	-2	-1
기타현금흐름	-199	-317	-539	-623	-670
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	1,310	2,286	2,277
기초현금 및 현금성자산	248	418	458	1,768	4,054
기말현금 및 현금성자산	418	458	1,768	4,054	6,331

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	4,869	6,040	7,603	10,022	11,363
BPS	28,402	35,440	43,832	54,878	67,265
CFPS	9,685	11,465	12,398	15,295	15,565
DPS	350	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	12.3	8.3	8.7	6.6	5.8
PER(최고)	15.8	12.9	11.3		
PER(최저)	10.2	7.5	4.7		
PBR	2.11	1.41	1.51	1.21	0.99
PBR(최고)	2.70	2.21	1.96		
PBR(최저)	1.75	1.27	0.81		
PSR	2.23	1.77	1.78	1.73	1.64
PCFR	6.2	4.3	5.3	4.3	4.3
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.3	3.8	2.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	6.7	5.4	4.3	3.2	2.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROA	8.8	10.6	12.3	14.3	13.9
ROE	19.0	18.9	19.2	20.3	18.6
ROIC	13.3	14.3	17.6	21.3	24.4
매출채권회전율	12.7	13.4	14.2	12.6	12.8
재고자산회전율					
부채비율	92.3	66.1	47.7	37.8	30.6
순차입금비율	67.2	37.0	8.0	-16.7	-32.4
이자보상배율	4.4	5.6	18.4	24.3	32.8
총차입금	4,238	3,689	3,289	3,289	3,289
순차입금	3,483	2,396	645	-1,686	-4,009
NOPLAT	1,696	2,007	2,403	2,750	2,799
FCF	1,480	1,584	1,734	2,150	2,121

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 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

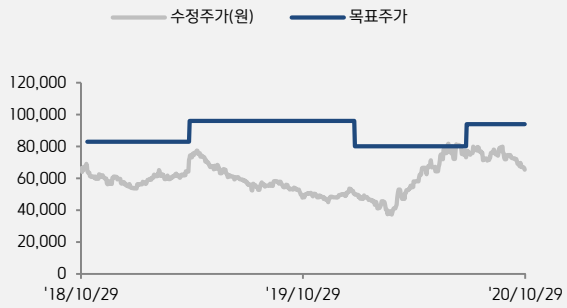
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-27.69	-22.05
	2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-29.69	-22.05
	2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.12	-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	-19.70	-15.11
	2020/09/02	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-21.09	-15.11
	2020/10/29	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%