

더블유게임즈 (192080)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (10/28)	65,500원
상승여력	68%

시가총액	12,035억원
총발행주식수	18,374,502주
60일 평균 거래대금	109억원
60일 평균 거래량	144,896주
52주 고	81,700원
52주 저	37,200원
외인지분율	16.08%
주요주주	김가람 외 5인 43.73%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	(14.2)	36.6
상대	(12.9)	(17.4)	21.9
절대(달러환산)	(8.1)	(9.1)	41.4

실적 개선은 코로나 이후에도 지속 가능

3Q20 Review

영업수익 1,732억원(YoY +33.1%), 영업이익 494억원(YoY +31.4%), 순이익 384억 원(YoY +25.5%). 대만 신작 슬롯 '부귀금성' 부진과 마케팅비 증가에 따른 컨센서스 하회

PC매출 446억 원 YoY +15%, 모바일 매출 1,286억 원 YoY +41%로 모바일 중심의 고성장 지속. 상반기 증가된 마케팅비 효과와 코로나로 인한 게임사용시간 증가 효과 지속

4분기 및 2021년 전망

해외는 여전히 코로나로 인한 락다운(Lockdown)효과에 따른 게임사용시간 증가가 지속 중이고, 4분기는 계절적 성수기 효과까지 더해져 고성장세는 4분기 및 내년까지 이어질 것으로 예상됨. 또한, 2021년 신작 2개 (액션 RPG, 캐주얼 보드)가 출시 준비 중이어서 새로운 수익원 추가가 기대되는 상황임

자회사 DDI 재상장은 2021년 상반기가 될 것으로 예상됨

투자의견 BUY, 목표주가 11만원 유지

코로나로 인한 동사의 실적 개선은 일시적이라고만 볼 수 없음. 왜냐하면, 코로나로 인한 락다운으로 동사 게임 사용자 경험 확대, 충성도 증가로 코로나 이후에도 게임 사용자 층, 사용시간은 증가 또는 증가된 채로 유지될 수 있기 때문임.

또한, 코로나로 인한 광고 단가(Cost Per Install) 인하는 마케팅 단위 비용당 효과가 증대되어 동일한 비용으로 보다 많은 사용자층을 확보할 수 있는 계기가 될 수 있어 동사 장기 성장에 긍정적이란 의견임

따라서, 21년 기준 PER 7.6배, ROE 19.7, PBR 1.3배의 현재의 동사 주가는 저평가 상황이란 판단이며, 투자의견 BUY, 목표주가 11만원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,732	33.1	-8.2	1,754	-1.2
영업이익	494	31.2	-16.7	559	-11.5
세전계속사업이익	486	25.5	38.4	523	-7.1
지배순이익	335	9.2	73.3	366	-8.5
영업이익률 (%)	28.5	-0.4 %pt	-2.9 %pt	31.8	-3.3 %pt
지배순이익률 (%)	19.3	-4.3 %pt	+9.1 %pt	20.9	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	4,830	5,138	6,785	7,488
영업이익	1,358	1,546	1,998	2,604
지배순이익	878	1,103	1,177	1,600
PER	12.6	9.6	10.2	7.5
PBR	2.0	1.5	1.5	1.2
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.2	4.1
ROE	19.0	18.9	17.0	19.7

자료: 유안타증권

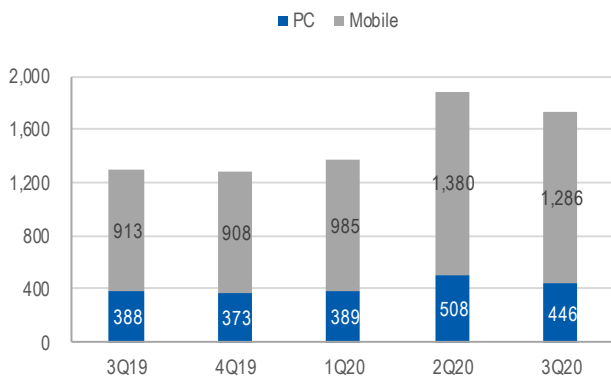
더블유게임즈(192080) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,732	1,791	4,830	5,138	6,785	7,488
영업비용	881	897	925	889	990	1,295	1,238	1,264	3,472	3,592	4,787	4,883
플랫폼	377.0	378.0	387	382	410	564	516	534	1,441	1,524	2,024	2,246
마케팅	139	162	190	186	219	314	342	354	665	677	1,229	1,173
인건비	164	157	151	140	160	191	160	163	567	612	674	743
로열티	38	38	34	21	35	50	43	37	193	131	165	157
기타 운영비	53	46	44	45	52	60	64	62	268	188	238	266
유무형상각비	110	116	119	116	114	116	113	114	338	461	457	297
연결영업이익	376	402	376	392	384	593	494	527	1,358	1,546	1,998	2,604
영업이익률(%)	29.9%	31.0%	28.9%	30.6%	27.9%	31.4%	28.5%	29.4%	28.1%	30.1%	29.4%	34.8%
YoY(%)	4.3%	7.1%	-6.5%	4.2%	-2.1%	47.3%	-16.6%	6.7%	67.6%	13.9%	29.2%	30.4%
더블유게임즈 영업수익	488	504	491	466	467	682	636	606	1,895	1,949	2,391	2,571
YoY(%)	10%	7%	1%	-6%	-4%	35%	29%	30%	18%	3%	23%	8%
더블다운 영업수익	769	795	810	815	907	1,206	1,096	1,185	2,937	3,189	4,394	4,917
YoY(%)	10%	11%	8%	5%	18%	52%	35%	45%	-	8.6%	37.8%	11.9%

더블유게임즈 플랫폼별 매출액 변화 추이

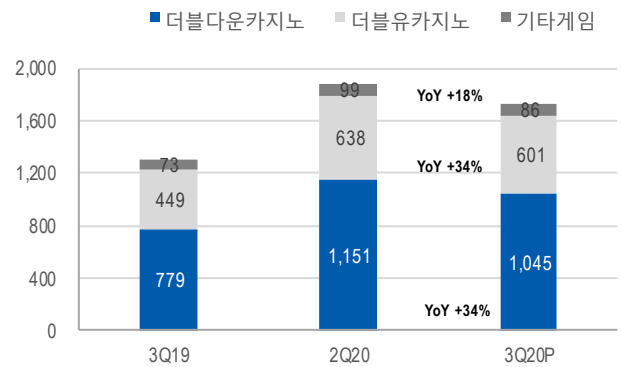
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 게임별 매출액 및 성장률

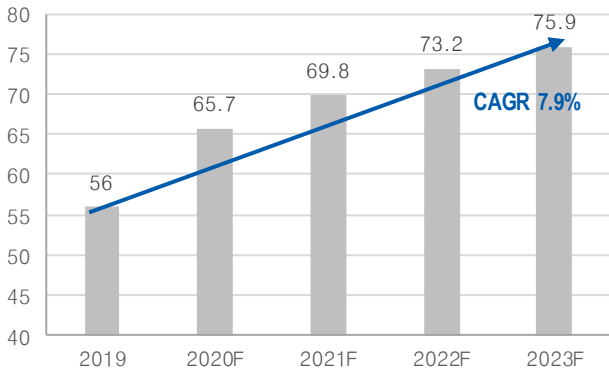
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

소셜카지노 시장규모

(단위: 억달러)



자료: 소셜카지노 Gaming Tracker 3Q20 기준, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 소셜카지노 글로벌 시장내 Top 3

회사	20.1Q	20.2Q	20.3Q
Playtika	1 th	1 th	1 th
ARISTOCRAT	2 nd	2 nd	2 nd
DOUBLEU GAMES	4 th	4 th	3 rd
SciPlay	3 rd	3 rd	4 th
zynga	5 th	5 th	5 th

자료: 소셜카지노 Gaming Tracker 3Q20 기준, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) 재무현황 및 변화추이

(단위: 억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
이자비용	71	67	34	3
차입금	400	200	0	0
CB/BW	3,007	3,046	0	0
현금성자산	1,292	1,404	556	1,007
순부채	2,115	1,842	(556)	(1,007)

자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터, 주: 각 분기말 기준

Sciplay 주가차트

(단위: 달러)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Aristocrat 주가차트

(단위: 달러)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소셜카지노 Peer 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	1,890	17.3	13.8	13.8	-0.1	8.0	5.5	2.8	61.0	70.6	44.9	4.0	3.3	3.3
ARISTOCRAT	AU	13,726	22.0	41.5	26.5	56.5	9.0	6.1	5.1	43.5	18.2	23.5	4.4	4.9	4.4

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	6,785	7,488	8,045	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	4,830	5,138	6,785	7,488	8,045	
판매비	3,473	3,592	4,787	4,883	5,192	
영업이익	1,358	1,546	1,998	2,604	2,853	
EBITDA	1,696	2,007	2,433	2,844	3,060	
영업외손익	-184	-166	-233	-40	174	
외환관련손익	118	93	0	-12	-20	
이자손익	-298	-262	-101	40	185	
관계기업관련손익	0	0	2	2	2	
기타	-4	4	-134	-70	7	
법인세비용차감전순손익	1,173	1,380	1,765	2,565	3,027	
법인세비용	296	277	436	564	666	
계속사업순손익	878	1,103	1,329	2,000	2,361	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	878	1,103	1,329	2,000	2,361	
지배지분순이익	878	1,103	1,177	1,600	1,889	
포괄순이익	1,153	1,351	1,588	2,260	2,621	
지배지분포괄이익	1,153	1,351	1,567	2,229	2,585	

주: 영업이익 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	2,329	2,821	3,290	
당기순이익	878	1,103	1,329	2,000	2,361	
감가상각비	8	74	54	0	0	
외환손익	-79	-34	-15	12	20	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	-2	-2	
자산부채의 증감	16	-132	133	222	356	
기타현금흐름	740	634	829	588	556	
투자활동 현금흐름	34	-502	696	-1,012	-1,013	
투자자산	-15	-498	699	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-11	-3	-3	-3	
유형자산 감소	1	0	0	0	0	
기타현금흐름	56	7	0	-1,009	-1,010	
재무활동 현금흐름	-1,431	-1,102	-1,044	-1,126	-1,126	
단기차입금	-1,392	-980	200	0	0	
사채 및 장기차입금	0	0	-1,119	-1,000	-1,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-57	-59	-59	-59	-59	
기타현금흐름	18	-63	-67	-67	-67	
연결범위변동 등 기타	4	0	-1,686	-754	-806	
현금의 증감	170	40	294	-71	346	
기초 현금	248	418	458	752	681	
기말 현금	418	458	752	681	1,027	
NOPLAT	1,358	1,546	1,998	2,604	2,853	
FCF	1,362	1,553	2,070	2,491	2,785	

자료: 유안타증권

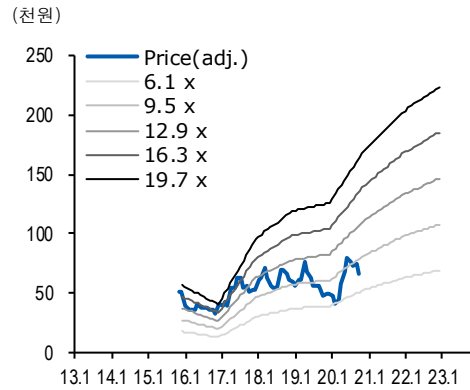
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	1,146	1,743	1,633	1,675	2,107	
현금및현금성자산	418	458	752	681	1,027	
매출채권 및 기타채권	352	414	663	749	805	
재고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	8,822	9,004	8,876	9,639	10,434	
유형자산	18	18	0	3	5	
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	57	47	47	47	47	
자산총계	9,968	10,747	10,509	11,314	12,542	
유동부채	1,764	851	1,688	1,927	2,299	
매입채무 및 기타채무	257	215	607	774	1,045	
단기차입금	1,380	400	600	600	600	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	3,021	3,424	736	-239	-1,213	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	2,858	3,007	0	-1,000	-2,000	
부채총계	4,785	4,276	2,424	1,688	1,086	
지배지분	5,183	6,472	7,370	8,911	10,741	
자본금	91	91	92	92	92	
자본잉여금	3,227	3,230	3,066	3,066	3,066	
이익잉여금	2,302	3,345	4,463	6,004	7,834	
비지배지분	0	0	715	715	715	
자본총계	5,183	6,472	8,085	9,626	11,456	
순차입금	3,483	2,329	-97	-1,035	-2,391	
총차입금	4,238	3,622	787	-213	-1,213	

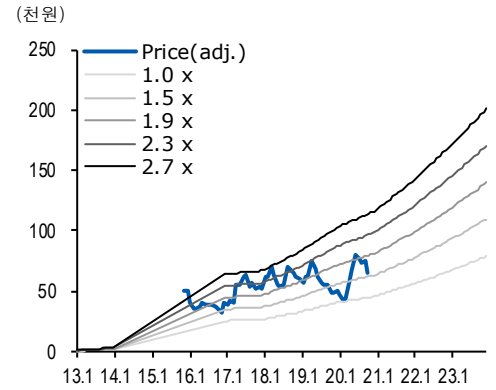
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	4,869	6,040	6,405	8,710	10,280	
BPS	30,760	38,381	43,416	52,494	63,271	
EBITDAPS	9,406	10,991	13,244	15,478	16,653	
SPS	26,796	28,141	36,927	40,749	43,782	
DPS	350	350	350	350	350	
PER	12.6	9.6	10.2	7.5	6.4	
PBR	2.0	1.5	1.5	1.2	1.0	
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.2	4.1	3.4	
PSR	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	51.3	6.4	32.0	10.4	7.4	
영업이익 증가율 (%)	67.6	13.9	29.2	30.4	9.5	
지배순이익 증가율 (%)	148.2	25.7	6.7	36.0	18.0	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	28.1	30.1	29.4	34.8	35.5	
지배순이익률 (%)	18.2	21.5	17.3	21.4	23.5	
EBITDA 마진 (%)	35.1	39.1	35.9	38.0	38.0	
ROIC	11.6	14.1	17.6	23.5	24.2	
ROA	8.8	10.6	11.1	14.7	15.8	
ROE	19.0	18.9	17.0	19.7	19.2	
부채비율 (%)	92.3	66.1	30.0	17.5	9.5	
순차입금/자기자본 (%)	67.2	36.0	-1.3	-11.6	-22.3	
영업이익/금융비용 (배)	4.4	5.6	18.0	-86.7	-16.7	

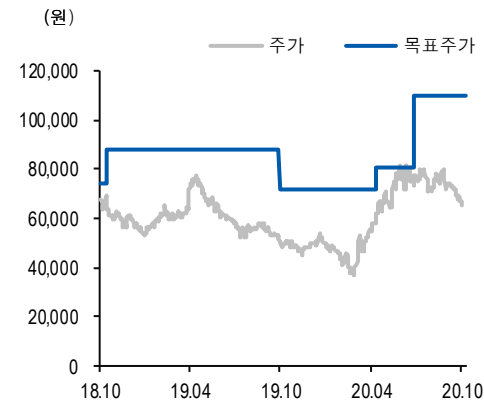
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-29	BUY	110,000	1년		
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
2018-11-02	1년 경과 이후		1년	-8.56	-6.76
2017-11-02	BUY	74,000	1년	-18.15	-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)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-26

※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.