

SK COMPANY Analysis



Analyst
이진만

kid_a@sksec.co.kr
02-3773-9957

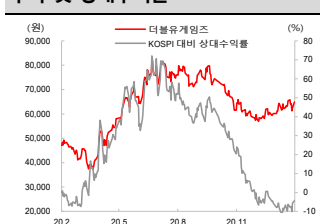
Company Data

자본금	92 억원
발행주식수	1,837 만주
자사주	140 만주
액면가	500 원
시가총액	11,925 억원
주요주주	
김가람(외5)	43.73%
국민연금공단	8.01%
외국인지분률	14.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(21/02/01)	64,900 원
KOSPI	3056.53 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	81,700 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	89 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	1.4%
6개월	-14.6%	-37.2%
12개월	37.4%	-4.8%

더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 85,000 원(유지))

성장세 둔화 아쉬우나 극심한 저평가는 해소 필요

- 4Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 하회 전망. 코로나 수혜 완화와 환율 변동이 주 원인
- 주요 슬롯 달러 결제액 3분기와 유사한 수준 전망되나 원달러 환율 QoQ 약 6% 하락
- 코로나19 수혜 강도 감소와 부진한 대만 신작, 낮아진 신작 기대치 반영해 추정치 하락
- 하지만 최근 경쟁사 IPO 흥행 감안 시 나스닥 상장 재추진 중인 DDI 긍정적 결과 기대
- 펀더멘털 유사한 경쟁사 대비 저평가 여전. 투자 의견 매수, 목표주가 85,000 원 유지

4Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 소폭 하회 전망

4Q20 매출액 1,665 억원(+30.0% YoY, -3.8% QoQ), 영업이익 493 억원(+26.3% YoY, -0.3% QoQ) 기록하며 컨센서스 소폭 하회 전망. 주요 원인은 코로나19로 인해 2분기 크게 증가했던 결제액의 감소 추세 지속과 4분기 전 분기 대비 5.9% 하락한 원달러 환율. 2Q20 주요 시장인 미국의 락다운 등으로 더블다운카지노, 더블유카지노 양대 슬롯의 결제액 급증했으나 하반기로 접어들며 서서히 안정화되는 모습. 통상 4분기는 명절과 연휴가 많아 소של카지노 게임 성수기이나 코로나19로 인해 실내 활동 시간이 연중 내내 높은 수준으로 유지되며 연말 성수기 효과 크지 않았던 것으로 분석. 예상보다 빠른 매출 안정화 추이 감안해 다소 높았던 실적 추정치 하향 조정하며, 성장세 회복 위해서는 신작의 기대 이상 성과나 풍부한 현금성 자산 활용한 M&A 필요하다 판단

소של카지노 1 위사의 IPO 흥행은 자회사 상장 통한 저평가 해소에 긍정적

최근 이스라엘 국적의 글로벌 1위 소של카지노사 Playtika(2Q20 기준 글로벌 소셜 카지노 시장 28% 점유)가 미국 NASDAQ 시장에 성공적으로 상장. \$22~24의 공모가 밴드를 초과한 \$27에 상장했으며 현재 약 \$119.4억(1/29 기준) 수준의 시가총액 유지 중. 경쟁사인 Playtika와 SciPlay의 현재 시가총액은 각각 2020년 예상 조정 EBITDA(3분기 누적 기준 연율화) 대비 13.5 배, 10.5 배 수준이나 동사의 시가총액은 올해 예상 EBITDA의 4.9 배 수준에 불과. 동사와 SciPlay의 유사한 외형 규모, 수익성 등 감안 시 상당한 저평가 상태 지속 중. 경쟁사 IPO 흥행으로 동사 연결 영업이익의 55% 수준 차지하며 나스닥 상장 재추진 중인 자회사 DDI IPO에 대한 기대감 증가. 성공적으로 상장 시 경쟁사와의 밸류에이션 갭 일정 부분 매울 수 있을 전망

투자의견 매수, 목표주가 85,000 원 유지

자회사 상장 통한 주가 상승 여력 존재. 투자의견과 목표주가 매수, 85,000 원으로 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	3,193	4,830	5,138	6,659	6,793	7,037
yoy	%	105.2	51.3	6.4	29.6	2.0	3.6
영업이익	억원	810	1,358	1,546	1,964	2,101	2,144
yoy	%	80.6	67.6	13.9	27.1	6.9	2.1
EBITDA	억원	1,007	1,696	2,007	2,422	2,450	2,378
세전이익	억원	383	1,174	1,380	1,707	2,047	2,151
순이익(지배주주)	억원	354	878	1,103	1,152	1,391	1,460
영업이익률%	%	25.4	28.1	30.1	29.5	30.9	30.5
EBITDA%	%	31.5	35.1	39.1	36.4	36.1	33.8
순이익률	%	11.2	18.2	21.5	19.1	23.5	23.8
EPS(계속사업)	원	2,027	4,869	6,040	6,269	7,569	7,944
PER	배	25.5	12.3	8.3	9.6	8.6	8.2
PBR	배	2.3	2.1	1.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	13.9	8.5	5.7	5.2	4.7	4.2
ROE	%	9.0	19.0	18.9	17.2	18.4	16.6
순차입금	억원	4,889	3,483	2,396	-1,298	-3,251	-5,075
부채비율	%	146.5	92.3	66.1	13.7	15.3	15.7

더블유게임즈 4Q20 실적 전망

(억원, %, %p)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20C	vs.컨센
매출액	1,665	1,281	30.0	1,732	-3.8	1,711	-2.7
영업이익	493	390	26.3	494	-0.3	512	-3.7
OPM	29.6	30.5	-0.9	28.6	1.1	29.9	-0.3
세전이익	457	275	66.5	489	-6.4	561	-18.4
Margin	27.5	21.4	6.0	28.2	-0.8	32.8	-5.3
지배주주순이익	314	227	38.2	325	-3.2	352	-10.8
Margin	18.9	17.7	1.1	18.8	0.1	20.6	-1.7

자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK증권

더블유게임즈 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	4Q20E					2021E				
	기존	변경 후	차이(%)	컨센서스	차이(%)	기존	변경 후	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액	1,827.6	1,665.1	-8.9	1,710.7	-2.7	7,368.2	6,792.6	-7.8	6,944.3	-2.2
더블다운(DDI)	1,152.6	1,049.4	-9.0			4,546.1	4,206.6	-7.5		
더블유게임즈	669.9	610.6	-8.9			2,606.4	2,492.5	-4.4		
영업비용	1,269.6	1,171.9	-7.7	1,198.7	-2.2	4,992.6	4,691.8	-6.0	4,824.0	-2.7
플랫폼	545.2	496.7	-8.9			2,198.0	2,026.2	-7.8		
마케팅	319.8	296.4	-7.3			1,234.8	1,206.0	-2.3		
인건비	179.5	165.0	-8.0			767.4	706.5	-7.9		
로열티	42.4	38.6	-8.9			170.9	157.5	-7.8		
기타운영비용	66.3	60.4	-8.9			267.3	246.4	-7.8		
주식보상비용	0.0	0.0	n/a			0.0	0.0	n/a		
유무형상각비	116.5	114.8	-1.5			354.3	349.1	-1.5		
영업이익	557.9	493.1	-11.6	512.0	-3.7	2,375.6	2,100.8	-11.6	2,120.2	-0.9
영업이익률	30.5%	29.6%	-0.9%	29.9%	-0.3%	32.2%	30.9%	-1.3%	30.5%	0.4%
지배주주순이익	340.6	314.2	-7.7	352.4	-10.8	1,510.6	1,397.1	-7.5	1,527.5	-8.5
지배주주순이익률	18.6%	18.9%	0.2%	20.6%	-1.7%	20.5%	20.6%	0.1%	22.0%	-1.4%

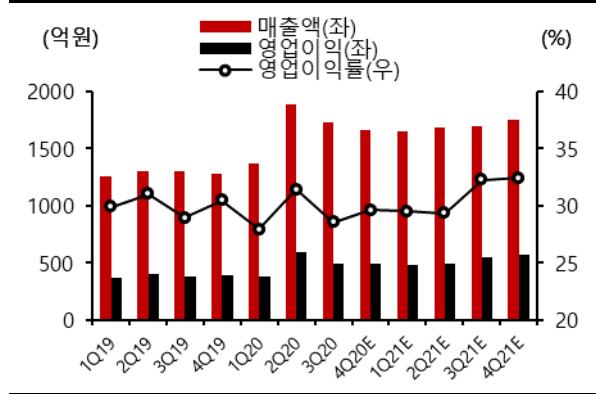
자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,732	1,665	1,652	1,686	1,702	1,752	5,139	6,659	6,793
더블다운 인터랙티브(DDI)	769	795	810	815	908	1,206	1,093	1,049	1,036	1,051	1,045	1,074	3,189	4,256	4,207
더블다운카지노	742	765	779	785	870	1,151	1,045	1,003	992	1,007	1,003	1,033	3,071	4,069	4,035
더블다운 클래식	8	8	8	6	7	10	7	7	6	6	6	6	30	31	24
엘런 슬롯	13	11	8	7	6	7	5	5	5	5	4	4	39	24	18
더블다운 포트 노스	6	11	15	17	24	38	36	35	34	33	32	31	49	133	129
더블유게임즈(DUG)	488	504	491	467	467	682	636	611	609	619	627	637	1,950	2,395	2,493
더블유카지노	447	461	449	427	430	638	601	577	576	587	595	606	1,784	2,245	2,363
테이크5	34	35	32	32	31	39	32	30	30	29	29	28	133	132	116
더블유 빙고	5	4	4	3	3	4	3	3	3	3	3	3	16	14	11
기타 게임	2	4	6	4	2	1	0	0	0	0	0	1	17	4	2
부귀금성(대만)	0	0	0	0	0	0	3	5	6	7	8	8	0	8	29
기타 게임	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	22	33	0	0	65
영업비용	881	896	925	891	991	1,294	1,237	1,172	1,165	1,191	1,152	1,183	3,592	4,694	4,692
플랫폼	377	378	387	382	410	563	516	497	493	503	508	523	1,524	1,986	2,026
마케팅	139	162	190	186	219	314	342	296	289	295	306	315	677	1,171	1,206
인건비	164	156	151	140	160	191	160	165	170	176	179	182	611	676	707
로열티	38	38	34	21	35	50	42	39	38	39	39	41	131	166	158
기타운영비용	54	46	44	45	52	60	64	60	60	61	62	64	189	237	246
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유무형상각비	110	116	118	116	114	116	113	115	115	117	58	60	461	457	349
영업이익	376	403	376	391	384	593	494	493	487	495	550	569	1,546	1,964	2,101
영업이익률	29.9%	31.0%	28.9%	30.5%	27.9%	31.4%	28.6%	29.6%	29.5%	29.4%	32.3%	32.5%	30.1%	29.5%	30.9%
EBITDA	486	519	495	507	497	709	607	608	602	612	607	628	2,007	2,422	2,450
EBITDA 마진	38.6%	40.0%	38.0%	39.6%	36.2%	37.6%	35.1%	36.5%	36.4%	36.3%	35.7%	35.9%	39.1%	36.4%	36.1%
지배주주순이익	271	298	305	209	322	193	325	312	327	332	369	362	1,084	1,152	1,391
지배주주순이익률	21.5%	23.0%	23.5%	16.3%	23.4%	10.2%	18.8%	18.7%	19.8%	19.7%	21.7%	20.7%	21.1%	17.3%	20.5%

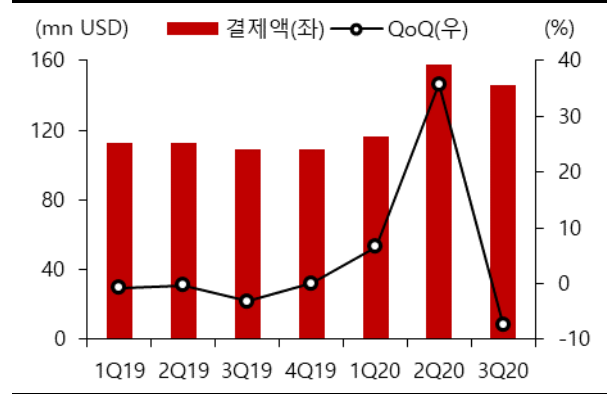
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



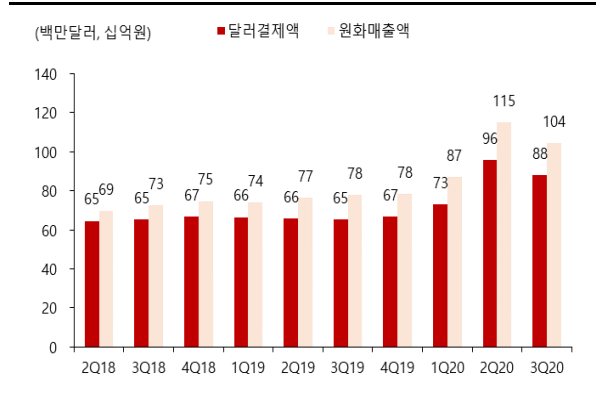
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 분기별 달러결제액 추이 추이



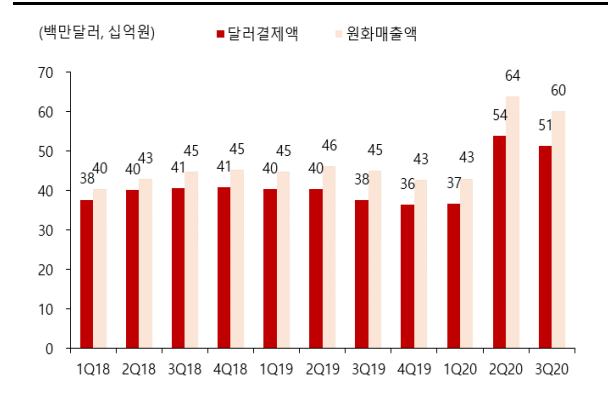
자료: 더블유게임즈, Quantivise, SK 증권

더블다운카지노 분기별 달러결제액, 원화매출액 추이



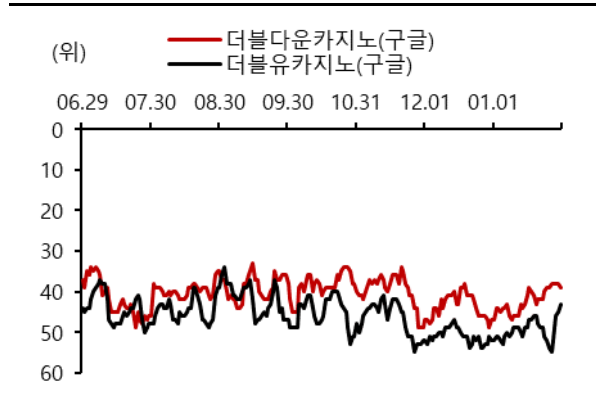
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유카지노 분기별 달러결제액, 원화매출액 추이



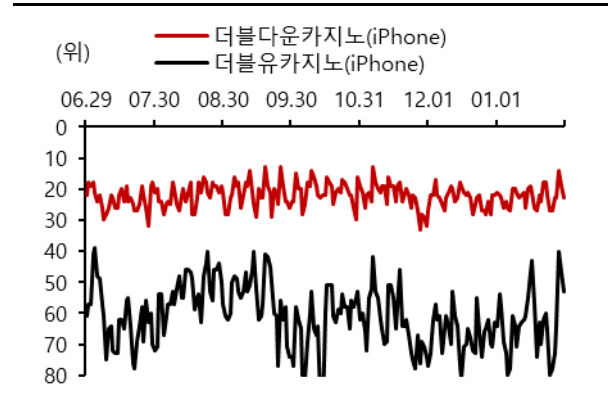
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블다운카지노, 더블유카지노 미국 Google Play 게임 매출 순위



자료: App Annie, 더블유게임즈

더블다운카지노, 더블유카지노 미국 iPhone 앱스토어 게임 매출 순위



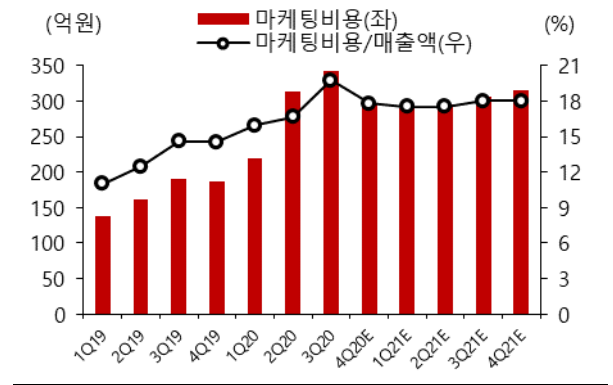
자료: App Annie, 더블유게임즈

더블유게임즈 분기별 원화매출액, 원달러환율 추이



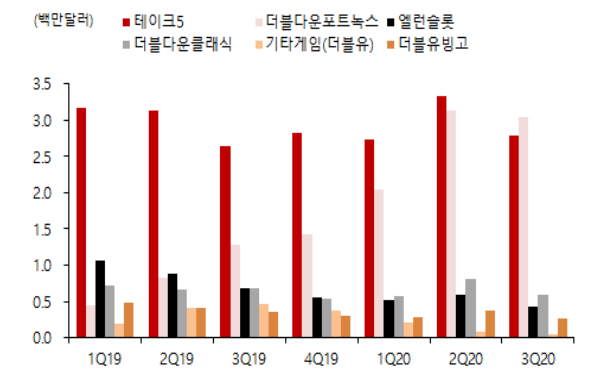
자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 마케팅비용 추이 및 전망



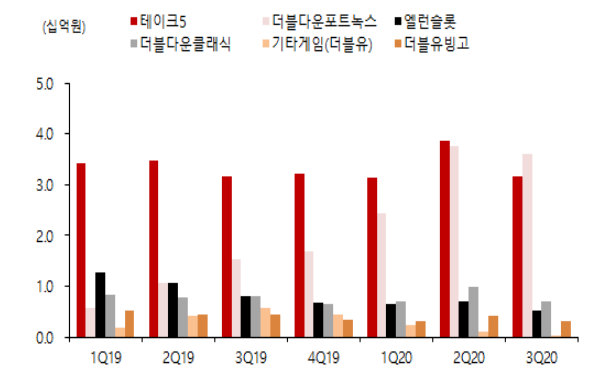
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 기타 게임 달러결제액 추이



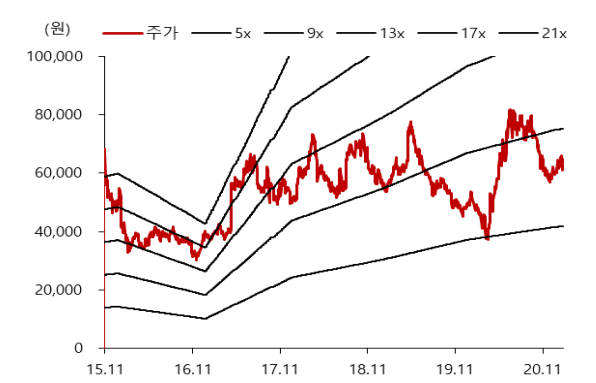
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 기타 게임 원화매출액 추이



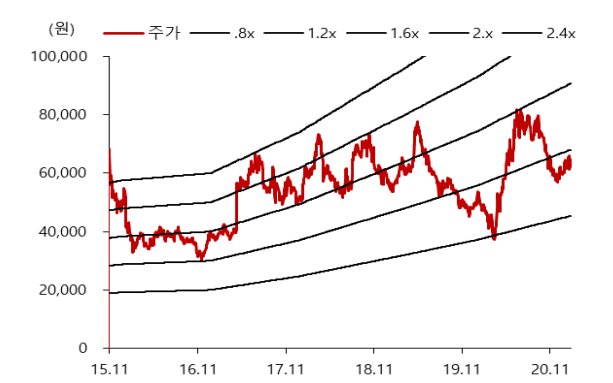
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 12MF PER Band Chart



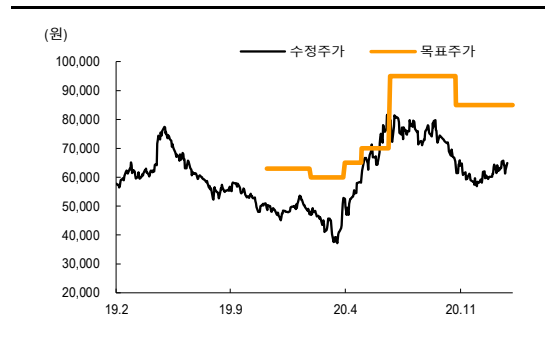
자료: Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 12MF PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.02	매수	85,000원	6개월		
2020.10.29	매수	85,000원	6개월	-27.97%	-22.47%
2020.07.24	매수	95,000원	6개월	-21.16%	-14.32%
2020.06.29	매수	95,000원	6개월	-18.53%	-14.32%
2020.05.07	매수	70,000원	6개월	-0.22%	16.71%
2020.04.06	매수	65,000원	6개월	-18.42%	-10.15%
2020.02.06	매수	60,000원	6개월	-26.34%	-11.83%
2020.02.03	매수	60,000원	6개월	-20.78%	-19.42%
2019.11.13	매수	63,000원	6개월	-22.07%	-14.92%



Compliance Notice

- 작성자(이진만)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 2월 2일 기준)

매수	88.8%	중립	11.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,146	1,743	2,121	4,104	5,950
현금및현금성자산	418	458	971	2,923	4,747
매출채권및기타채권	352	414	538	566	586
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,822	9,004	8,831	8,537	8,371
장기금융자산	12	12	13	13	13
유형자산	18	18	22	19	30
무형자산	8,726	8,647	8,377	8,063	7,858
자산총계	9,968	10,747	10,952	12,641	14,322
유동부채	1,764	851	569	595	614
단기금융부채	1,380	467	69	69	69
매입채무 및 기타채무	9	17	22	23	24
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,021	3,424	753	1,081	1,327
장기금융부채	2,858	3,222	169	169	169
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,785	4,276	1,321	1,675	1,940
지배주주지분	5,183	6,472	6,945	8,155	9,432
자본금	91	91	92	92	92
자본잉여금	3,227	3,230	3,066	3,066	3,066
기타자본구성요소	-416	-422	-510	-510	-510
자기주식	-500	-500	-500	-500	-500
이익잉여금	2,302	3,345	4,266	5,598	6,998
비지배주주지분	0	0	2,686	2,811	2,949
자본총계	5,183	6,472	9,631	10,966	12,382
부채외자본총계	9,968	10,747	10,952	12,641	14,322

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,728	1,752	1,916	2,031	1,873
당기순이익(손실)	878	1,103	1,269	1,597	1,678
비현금성항목등	868	990	1,246	853	700
유형자산감가상각비	8	74	65	35	29
무형자산상각비	330	387	392	314	205
기타	13	24	319	125	102
운전자본감소(증가)	16	-132	-147	1	-32
매출채권및기타채권의 감소(증가)	55	-38	-112	-28	-20
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-56	-32	-27	1	1
기타	16	-62	-9	28	-12
법인세납부	-34	-209	-452	-419	-473
투자활동현금흐름	41	-496	261	-3	26
금융자산감소(증가)	-5	-497	268	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-11	-19	-32	-40
무형자산감소(증가)	-35	-1	0	0	0
기타	88	12	12	29	66
재무활동현금흐름	-1,603	-1,216	-1,664	-75	-75
단기금융부채증가(감소)	-1,392	-980	-400	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-63	-1,175	0	0
자본의증가(감소)	18	0	3	0	0
배당금의 지급	-57	-59	-59	-59	-59
기타	-172	-114	-32	-16	-16
현금의 증가(감소)	170	40	513	1,953	1,824
기초현금	248	418	458	971	2,923
기말현금	418	458	971	2,923	4,747
FCF	1,436	1,368	1,758	1,931	1,835

자료 : 더블유게임즈, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,830	5,138	6,659	6,793	7,037
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,659	6,793	7,037
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,473	3,592	4,694	4,692	4,893
영업이익	1,358	1,546	1,964	2,101	2,144
영업이익률 (%)	28.1	30.1	29.5	30.9	30.5
비영업손익	-184	-166	-257	-54	7
순금융비용	298	262	91	-13	-50
외환관련손익	118	93	58	58	58
관계기업투자등 관련손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,174	1,380	1,707	2,047	2,151
세전계속사업이익률 (%)	24.3	26.9	25.6	30.1	30.6
계속사업법인세	296	277	439	450	473
계속사업이익	878	1,103	1,269	1,597	1,678
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	878	1,103	1,269	1,597	1,678
순이익률 (%)	18.2	21.5	19.1	23.5	23.8
지배주주	878	1,103	1,152	1,391	1,460
지배주주귀속 순이익률(%)	18.17	21.46	17.3	20.48	20.74
비지배주주	0	0	117	206	218
총포괄이익	1,153	1,351	1,066	1,394	1,475
지배주주	1,153	1,351	1,030	1,269	1,337
비지배주주	0	0	36	126	138
EBITDA	1,696	2,007	2,422	2,450	2,378

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	51.3	6.4	29.6	2.0	3.6
영업이익	67.6	13.9	27.1	6.9	2.1
세전계속사업이익	206.2	17.6	23.7	19.9	5.1
EBITDA	68.4	18.4	20.7	1.2	-2.9
EPS(계속사업)	140.2	24.1	3.8	20.8	5.0
수익성 (%)					
ROE	19.0	18.9	17.2	18.4	16.6
ROA	8.8	10.7	11.7	13.5	12.4
EBITDA마진	35.1	39.1	36.4	36.1	33.8
안정성 (%)					
유동비율	64.9	204.7	373.0	690.0	969.6
부채비율	92.3	66.1	13.7	15.3	15.7
순차입금/자기자본	67.2	37.0	-13.5	-29.7	-41.0
EBITDA/이자비용(배)	5.5	7.3	23.0	153.0	148.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,869	6,040	6,269	7,569	7,944
BPS	28,402	35,440	37,799	44,379	51,335
CFPS	6,744	8,564	8,758	9,469	9,220
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.1	12.8	13.0	8.7	8.3
PER(최저)	10.3	7.5	5.9	8.0	7.6
PBR(최고)	2.6	2.2	2.2	1.5	1.3
PBR(최저)	1.8	1.3	1.0	1.4	1.2
PCR	8.9	5.8	6.9	6.9	7.0
EV/EBITDA(최고)	9.9	8.3	6.8	4.8	4.2
EV/EBITDA(최저)	7.3	5.3	3.4	4.4	3.8