



BUY(Maintain)

목표주가: 94,000원

주가(2/4): 62,600원

시가총액: 11,502억원

인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/4)	3,087.55pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	81,700 원	37,200원
등락률	-23.4%	68.3%
수익률	절대	상대
1M	4.0%	-0.8%
6M	-21.6%	-42.1%
1Y	27.0%	-8.4%

Company Data

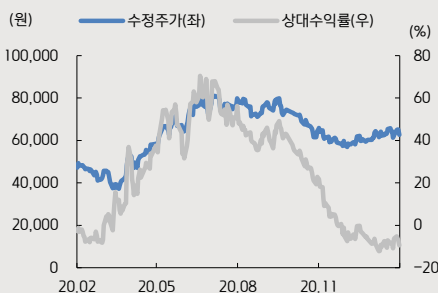
발행주식수	18,375 천주
일평균 거래량(3M)	149천주
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(20E)	0.6%
BPS(20E)	43,061원
주요 주주	김기람 외 5인 43.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,830	5,138	6,578	6,772
영업이익	1,358	1,546	1,939	2,211
EBITDA	1,696	2,007	2,282	2,559
세전이익	1,173	1,380	1,690	2,175
순이익	878	1,103	1,252	1,631
지배주주지분순이익	878	1,103	1,252	1,631
EPS(원)	4,869	6,040	6,814	8,879
증감률(% YoY)	140.2	24.1	12.8	30.3
PER(배)	12.3	8.3	8.8	7.1
PBR(배)	2.11	1.41	1.40	1.18
EV/EBITDA(배)	8.5	5.7	5.2	4.0
영업이익률(%)	28.1	30.1	29.5	32.6
ROE(%)	19.0	18.9	17.4	18.5
순차입금비율(%)	67.2	37.0	9.7	-13.9

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

둔화되더라도 락인효과는 이어져



더블유게임즈의 4Q실적은 매출액 1,585억원(QoQ -8.5%), 영업이익 468억원(QoQ -5.3%)으로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 코로나19의 영향이 점진적으로 벗어남에 따라 성수기 효과에 따른 ARPPU의 증가보다는 DAU의 감소가 영향이 더 컸었습니다. 환율 하락도 일부 부정적 영향을 주었습니다. 2021년은 코로나 기저효과로 성장률이 제한되겠지만 하반기 신작들을 통해 다시 시장대비 Outperform 할 수 있을 것으로 기대됩니다.

>>> 4Q Review: 선방한 결제액 성과, 환율하락이 아쉬워

더블유게임즈의 4Q실적은 매출액 1,585억원(QoQ -8.5%), 영업이익 468억원(QoQ -5.3%)으로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록하였다. 4Q에 성수기 시즌 진입으로 ARPU가 증가한 것으로 추정되는 가운데 DAU의 감소가 컸던 것으로 판단된다. 더불어 환율하락이라는 부정적 영향도 존재하였다. 달러 결제액 기준으로 전분기대비 -3.1%수준에 그쳤기 때문에 전체적으로는 선방했다고 평가된다. 비용적인 측면에서는 마케팅비용이 3Q대비 크게 감소하였지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있었다.

이번 실적발표에서 주목할 점은 올해의 성장 전망이었다. 컨콜에서 밝혔듯이 시장 전체적으로 YoY +25.7% 성장한 것으로 추정되는 상황에서 2021년은 백신영향으로 유저의 Time Spending이 전반적으로 감소할 수 밖에 없는 시점이다. 결국 신규유저의 유지보다는 Paying User Ratio의 증가와 더불어 ARPPU의 확대를 이끌어야 할 것으로 전망된다.

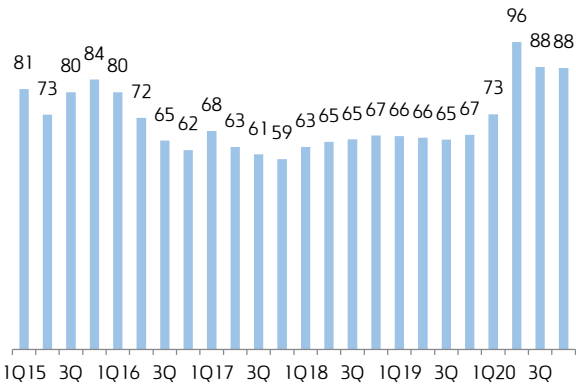
>>> 하반기부터 확대되는 영업이익률, 신작효과는 +α

그 동안 DDI인수에 따른 식별가능무형자산이 분기 80억원 수준으로 반영되었었다. 이러한 상각이 상반기에 상당부분 마무리됨에 따라 이익률을 하반기부터 확대될 것으로 전망된다. 이 외에도 2020년에 매출액 대비 17.6%까지 올라왔던 마케팅비용이 올해에는 16%수준까지도 감소할 수 있어 이익률 상승의 발판이 되어줄 것으로 기대된다.

작년 대만지역에서의 신작성과 부진은 아쉬웠지만 올해는 하반기 캐주얼 장르와 결합한 카지노게임을 선보일 예정이다. 현재 클래식한 카지노게임들은 진입장벽이 높게 형성된 가운데 슬롯과 캐주얼게임을 접목시킨 게임들이 북미/유럽에서 성과를 거두고 있어 이와 관련된 성과를 기대해 볼 수 있을 것이다. 현재 Project N, G의 카지노게임과 RPG게임인 Project H가 올해 출시될 것으로 전망된다.

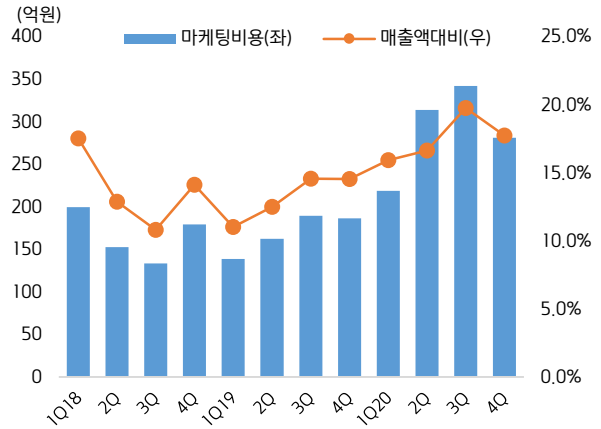
>>> 투자의견 BUY, 목표주가 94,000원 유지

더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

마케팅비용 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	1,374	1,888	1,732	1,585	1,569	1,724	1,659	1,820	5,138	6,578	6,772
DUC+DDC	1,300	1,789	1,646	1,511	1,488	1,643	1,563	1,686	4,855	6,246	6,381
더블유카지노	430	638	601	535	538	596	580	624	1,784	2,204	2,337
더블다운카지노	870	1,151	1,045	976	950	1,048	983	1,062	3,071	4,042	4,043
더블유빙고	24	38	36	33	35	33	33	34	48	131	134
TAKES	31	39	32	28	28	33	35	43	133	130	140
기타	19	22	18	13	17	16	28	57	102	72	117
영업비용	991	1,294	1,237	1,117	1,097	1,185	1,089	1,190	3,592	4,639	4,561
지급수수료	410	563	516	474	471	517	498	546	1,524	1,964	2,031
광고선전비	219	314	342	281	256	284	258	294	677	1,156	1,091
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티	35	50	42	30	36	39	37	41	131	157	154
감가상각비	114	116	113	103	104	106	51	51	461	445	311
인건비 및 기타	212	251	224	228	232	239	246	258	799	916	975
영업이익	384	593	494	468	471	539	570	630	1,546	1,939	2,211
영업이익률	28%	31%	29%	30%	30%	31%	34%	35%	30%	29%	33%
QoQ											
매출액	7%	37%	-8%	-8%	-1%	10%	-4%	10%	6%	28%	3%
영업비용	11%	31%	-4%	-10%	-2%	8%	-8%	9%	3%	29%	-2%
영업이익	-2%	54%	-17%	-5%	1%	14%	6%	11%	14%	25%	14%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,830	5,138	6,578	6,772	7,161
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,578	6,772	7,161
판매비	3,473	3,592	4,639	4,561	4,761
영업이익	1,358	1,546	1,939	2,211	2,400
EBITDA	1,696	2,007	2,282	2,559	2,505
영업외손익	-184	-166	-249	-36	-9
이자수익	7	13	13	23	33
이자비용	306	276	112	99	82
외환관련이익	132	105	86	50	50
외환관련손실	14	12	250	15	15
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-3	4	14	5	5
법인세차감전이익	1,173	1,380	1,690	2,175	2,391
법인세비용	296	277	438	544	598
계속사업순이익	878	1,103	1,252	1,631	1,793
당기순이익	878	1,103	1,252	1,631	1,793
지배주주순이익	878	1,103	1,252	1,631	1,793
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	51.2	6.4	28.0	2.9	5.7
영업이익 증감율	67.6	13.8	25.4	14.0	8.5
EBITDA 증감율	68.4	18.3	13.7	12.1	-2.1
지배주주순이익 증감율	148.3	25.6	13.5	30.3	9.9
EPS 증감율	140.2	24.1	12.8	30.3	9.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.1	30.1	29.5	32.6	33.5
EBITDA Margin(%)	35.1	39.1	34.7	37.8	35.0
지배주주순이익률(%)	18.2	21.5	19.0	24.1	25.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,146	1,743	3,091	5,229	7,291
현금 및 현금성자산	418	458	1,647	3,723	5,706
단기금융자산	337	835	876	920	966
매출채권 및 기타채권	352	414	530	545	576
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	39	36	38	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	11,753	13,543	15,500
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	7,912	9,732	11,713
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	4,538	6,110	7,844
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,183	6,472	7,912	9,732	11,713

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,563	1,644	1,439	1,930	1,838
당기순이익	878	1,103	1,252	1,631	1,793
비현금항목의 가감	868	990	877	964	749
유형자산감가상각비	8	74	9	4	2
무형자산감가상각비	330	387	334	343	103
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	532	529	534	617	644
영업활동자산부채증감	16	-132	-153	-47	-58
매출채권및기타채권의감소	55	-38	-116	-16	-31
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-56	-32	-35	-29	-25
기타	17	-62	-2	-2	-2
기타현금흐름	-199	-317	-537	-618	-646
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	1,189	2,076	1,983
기초현금 및 현금성자산	248	418	458	1,647	3,723
기말현금 및 현금성자산	418	458	1,647	3,723	5,706

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	4,869	6,040	6,814	8,879	9,759
BPS	28,402	35,440	43,061	52,965	63,748
CFPS	9,685	11,465	11,586	14,128	13,837
DPS	350	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	12.3	8.3	8.8	7.1	6.4
PER(최고)	15.8	12.9	12.6		
PER(최저)	10.2	7.5	5.2		
PBR	2.11	1.41	1.40	1.18	0.98
PBR(최고)	2.70	2.21	1.99		
PBR(최저)	1.75	1.27	0.82		
PSR	2.23	1.77	1.68	1.70	1.61
PCFR	6.2	4.3	5.2	4.4	4.5
EV/EBITDA	8.5	5.7	5.2	4.0	3.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.7	5.4	4.7	3.6	3.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	8.8	10.6	11.1	12.9	12.3
ROE	19.0	18.9	17.4	18.5	16.7
ROIC	13.3	14.3	16.1	19.1	21.2
매출채권회전율	12.7	13.4	13.9	12.6	12.8
재고자산회전율					
부채비율	92.3	66.1	48.5	39.2	32.3
순차입금비율	67.2	37.0	9.7	-13.9	-28.9
이자보상배율	4.4	5.6	17.3	22.4	29.2
총차입금	4,238	3,689	3,289	3,289	3,289
순차입금	3,483	2,396	766	-1,354	-3,383
NOPLAT	1,696	2,007	2,282	2,559	2,505
FCF	1,480	1,584	1,626	1,959	1,847

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 2월 4일 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

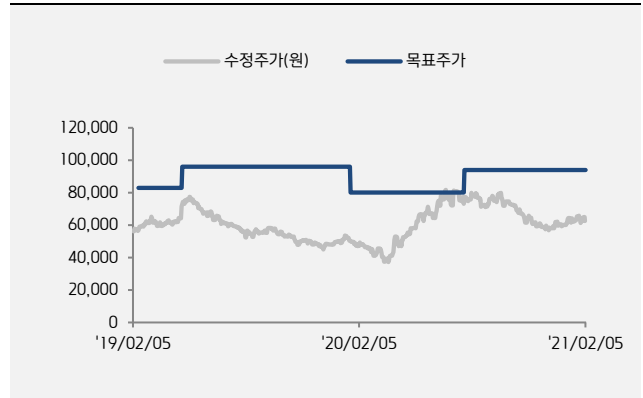
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
더블유	2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-25.98	-13.73
게임즈	2019/04/25	BUY(Maintain)	96,000 원	6개월	-30.19	-19.27
(192080)	2019/07/25	BUY(Maintain)	96,000 원	6개월	-36.32	-19.27
	2020/01/22	BUY(Maintain)	80,000 원	6개월	-39.35	-37.13
	2020/02/12	BUY(Maintain)	80,000 원	6개월	-27.81	2.13
	2020/07/24	BUY(Maintain)	94,000 원	6개월	-19.70	-15.11
	2020/09/02	BUY(Maintain)	94,000 원	6개월	-21.09	-15.11
	2020/10/29	BUY(Maintain)	94,000 원	6개월	-27.73	-15.11
	2021/02/05	BUY(Maintain)	94,000 원	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%