

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	11,502 억원
주요주주	
김가람(외5)	43.73%
국민연금공단	8.01%
외국인지분률	14.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(21/02/04)	62,600 원
KOSPI	3087.55 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	81,700 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	92 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	-0.8%
6개월	-21.6%	-42.1%
12개월	29.5%	-9.5%

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

성장 지속 + 우호적 IPO 환경 = 저평가 해소

- 코로나 수혜 완화로 인한 결제액 감소와 환율 영향으로 4Q20 실적 예상치 하회
- 더블다운카지노, 더블유카지노 달러 결제액 전 분기 대비 각각 0.3%, 6.8% 감소
- 공격적인 마케팅 지출 전략 유지 중이며 구조조정 관련 일회성 지출로 인건비도 증가
- 신작 3종 출시와 하반기 이후 감가상각비 감소로 올해 영업이익 10% 이상 성장 예상
- DDI 상장 통해 저평가 일부 해소 기대. 투자의견 매수, 목표주가 85,000 원 유지

결제액 감소하며 4Q20 매출액, 영업이익 전망치 소폭 하회

4Q20 매출액 1,585 억원(+23.7% YoY, -8.5% QoQ), 영업이익 468 억원(+19.9% YoY, -5.3% QoQ) 기록하며 당사 추정치(매출액 1,665 억원, 영업이익 493 억원) 하회
 영업수익: 2Q20 미국 락다운 등 코로나19 수혜로 결제액 급증했으나 하반기로 넘어오며 수혜 강도 점차 완화되는 추세. 4분기는 계절적 성수기이나 주요 슬롯인 더블다운카지노, 더블유카지노 달러 결제액 각각 QoQ 0.3%, 6.8% 감소하며 전체 결제액 QoQ 3% 감소. 하지만 12월 이후 반등한 지표가 유지하고 있어 1Q21에는 매출 반등 기대
 영업비용: 4분기 인건비 복미 법인 포트노스 슬롯 관련 인력 구조조정으로 인한 퇴직금 지급 등으로 전 분기 대비 20 억원 가량 증가. 마케팅비는 전 분기 대비 감소했으나 매출액 대비 17.7% 수준 기록하며 기존 15% 내외보다 높은 수준 유지. 올해 마케팅비용은 소셜카지노 시장 경쟁 환경에 따라 매출액 대비 16~20% 수준에서 집행 예상

올해 신작 3종 출시 및 감가상각비 감소 반영해 영업이익 추정치 상향 조정

동사는 상반기 수집형 액션 RPG 신작 출시 예정이며, 소셜 카지노보다 큰 캐주얼 장르 공략 통한 외형 성장 위해 하반기에는 캐주얼 게임에 슬롯 요소 가미한 하이브리드 캐주얼 게임 2종 출시 예정. 이외 DDI 인수 후 발생하던 상각비 중 일부가 올해 5월부터 상각 완료되며 3Q21 부터 감가상각비 분기당 4~50 억원 가량 감소 전망. 올해 영업이익 YoY 11% 증가하며 코로나19 수혜로 높아진 작년 실적 대비 성장 유지 가능 전망

DDI 상장 통해 저평가 해소 기대. 투자의견, 목표주가 유지

최근 업계 1위사 Playtika의 IPO 흥행과 경쟁사 HUUUGE Games, PlayStudios의 기업 공개 추진은 NASDAQ 상장 재시도 중인 동사의 자회사 DDI 기업가치 산정에 긍정적인 요인이라 판단. DDI가 더블유게임즈 대비 높은 가치로 상장 성공 시 동사의 저평가 역시 일정 부분 해소되며 기업가치 회복 기대. 투자의견 매수, 목표주가 85,000 원 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	3,193	4,830	5,138	6,578	6,665	6,893
yoy	%	105.2	51.3	6.4	28.0	1.3	3.4
영업이익	억원	810	1,358	1,546	1,939	2,159	2,269
yoy	%	80.6	67.6	13.9	25.4	11.3	5.1
EBITDA	억원	1,007	1,696	2,007	2,385	2,430	2,447
세전이익	억원	383	1,174	1,380	1,691	2,114	2,268
순이익(지배주주)	억원	354	878	1,103	1,128	1,387	1,539
영업이익률%	%	25.4	28.1	30.1	29.5	32.4	32.9
EBITDA%	%	31.5	35.1	39.1	36.3	36.5	35.5
순이익률	%	11.2	18.2	21.5	19.0	24.7	25.7
EPS(계속사업)	원	2,027	4,869	6,040	6,138	7,550	8,376
PER	배	25.5	12.3	8.3	9.8	8.3	7.5
PBR	배	2.3	2.1	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	13.9	8.5	5.7	5.3	4.6	3.9
ROE	%	9.0	19.0	18.9	16.8	18.4	17.5
순차입금	억원	4,889	3,483	2,396	-1,285	-3,175	-5,028
부채비율	%	146.5	92.3	66.1	13.4	15.1	15.5

더블유게임즈 4Q20 실적 리뷰

(억원, %, %p)	4Q20P	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20E vs. SK추정	4Q20C vs. 컨센
매출액	1,585	1,281	23.7	1,732	-8.5	1,665 -4.8	1,682 -5.8
영업이익	468	390	19.9	494	-5.3	493 -5.1	503 -6.9
OPM	29.5	30.5	-0.9	28.6	1.0	29.6 -0.1	29.9 -0.3
세전이익	440	275	60.4	489	-9.8	457 -3.7	526 -16.3
Margin	27.8	21.4	6.4	28.2	-0.4	27.5 0.3	31.3 -3.5
지배주주순이익	288	227	26.6	325	-11.4	312 -7.7	333 -13.7
Margin	18.2	17.7	0.4	18.8	-0.6	18.7 -0.6	19.8 -1.7

자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK증권

더블유게임즈 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2021E				
	기존	변경 후	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액	6,792.6	6,664.5	-1.9	6,746.0	-1.2
더블다운(DDI)	4,206.6	4,092.1	-2.7		
더블유게임즈	2,492.5	2,292.6	-8.0		
영업비용	4,691.8	4,505.3	-4.0	4,685.0	-3.8
플랫폼	2,026.2	1,988.4	-1.9		
마케팅	1,206.0	1,197.0	-0.7		
인건비	706.5	701.3	-0.7		
로열티	157.5	110.3	-30.0		
기타운영비용	246.4	237.6	-3.5		
주식보상비용	0.0	0.0	n/a		
유무형상각비	349.1	270.7	-22.5		
영업이익	2,100.8	2,159.2	2.8	2,061.0	4.8
영업이익률	30.9%	32.4%	1.5%	30.6%	1.8%
지배주주순이익	1,390.9	1,387.2	-0.3	1,472.6	-5.8
지배주주순이익률	20.5%	20.8%	0.3%	21.8%	-1.0%

자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,257	1,299	1,301	1,281	1,374	1,888	1,732	1,585	1,620	1,619	1,683	1,796	5,139	6,578	6,718
더블다운 인터랙티브(DDI)	769	795	810	815	908	1,206	1,093	1,018	1,038	1,015	1,001	1,038	3,189	4,224	4,092
더블다운카지노	742	765	779	785	870	1,151	1,045	976	1,000	979	967	1,005	3,071	4,042	3,951
더블다운 클래식	8	8	8	6	7	10	7	6	5	5	5	5	30	29	21
엘런 슬롯	13	11	8	7	6	7	5	3	3	3	3	3	39	22	11
더블다운 포트 노스	6	11	15	17	24	38	36	33	30	28	27	25	49	131	110
더블유게임즈(DUG)	488	504	491	467	467	682	636	566	580	555	569	589	1,950	2,350	2,293
더블유카지노	447	461	449	427	430	638	601	535	550	526	541	562	1,784	2,204	2,179
테이크5	34	35	32	32	31	39	32	28	27	26	25	25	133	130	104
더블유 빙고	5	4	4	3	3	4	3	2	2	2	2	2	16	13	9
기타 게임	2	4	6	4	2	1	0	0	0	0	0	0	17	4	0
부귀금성(대만)	0	0	0	0	0	0	3	1	2	3	3	3	0	4	11
기타 게임	0	0	0	0	0	0	0	0	0	47	110	166	0	0	323
영업비용	881	896	925	891	991	1,294	1,237	1,117	1,120	1,115	1,107	1,192	3,592	4,639	4,533
플랫폼	377	378	387	382	410	563	516	474	483	483	502	536	1,524	1,964	2,004
마케팅	139	162	190	186	219	314	342	281	284	291	300	332	677	1,156	1,207
인건비	164	156	151	140	160	191	160	179	165	176	173	188	611	690	701
로열티	38	38	34	21	35	50	42	30	29	26	27	28	131	157	110
기타운영비용	54	46	44	45	52	60	64	50	58	58	60	64	189	226	240
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유무형상각비	110	116	118	116	114	116	113	103	101	81	45	44	461	445	271
영업이익	376	403	376	391	384	593	494	468	501	504	576	604	1,546	1,939	2,185
영업이익률	29.9%	31.0%	28.9%	30.5%	27.9%	31.4%	28.6%	29.5%	30.9%	31.1%	34.2%	33.6%	30.1%	29.5%	32.5%
EBITDA	486	519	495	507	497	709	607	571	602	585	621	648	2,007	2,385	2,456
EBITDA 마진	38.6%	40.0%	38.0%	39.6%	36.2%	37.6%	35.1%	36.0%	37.1%	36.1%	36.9%	36.1%	39.1%	36.3%	36.6%
지배주주순이익	271	298	305	209	322	193	325	288	325	327	374	378	1,084	1,128	1,404
지배주주순이익률	21.5%	23.0%	23.5%	16.3%	23.4%	10.2%	18.8%	18.2%	20.0%	20.2%	22.2%	21.1%	21.1%	17.1%	20.9%

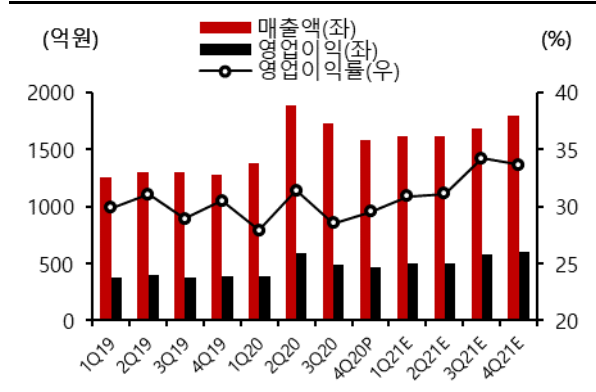
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2021년 예상 지배주주순이익	1,387	억원	(a): 1Q21~4Q21 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	1,837	만주	(b):
12개월 Forward EPS	7,550	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	11.3	배	(d): SciPlay 12MF PER 대비 15% 할인
적정 주가	85,119	원	(e): (c)*(d)
목표 주가	85,000	원	
현재 주가(2021.02.04)	62,600	원	
상승 여력	35.8	%	

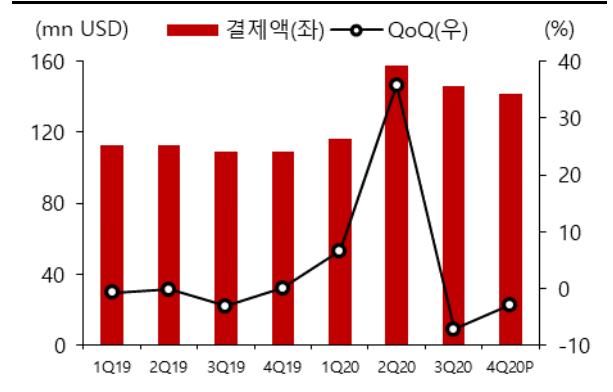
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

더블유게임즈 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



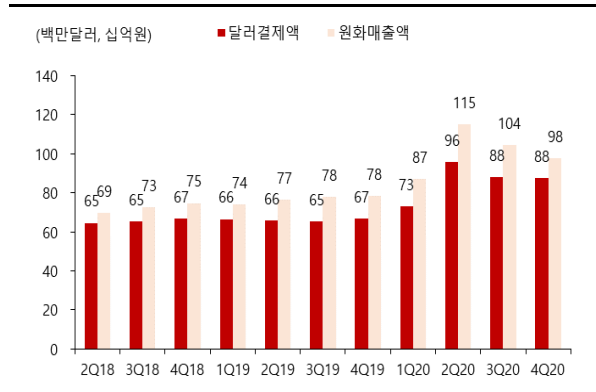
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 분기별 달러결제액 추이 추이



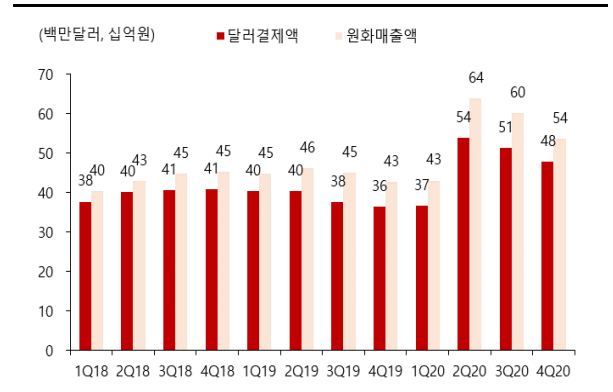
자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK 증권

더블다운카지노 분기별 달러결제액, 원화매출액 추이



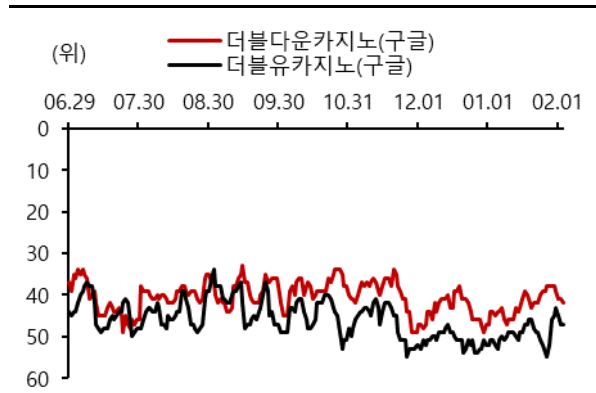
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유카지노 분기별 달러결제액, 원화매출액 추이



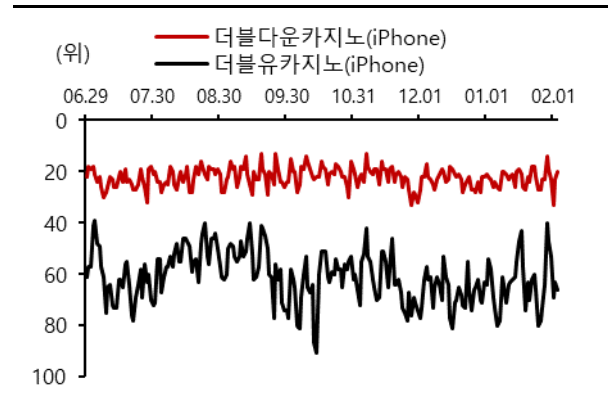
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블다운카지노, 더블유카지노 미국 Google Play 게임 매출 순위



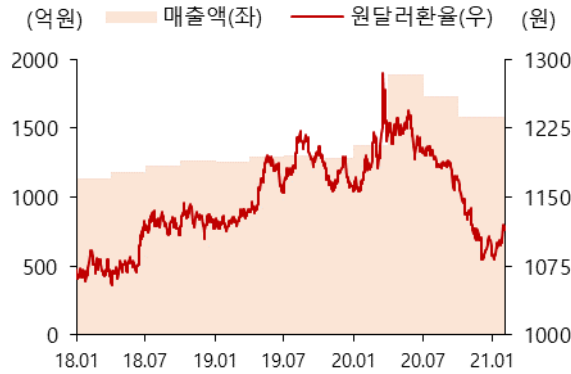
자료: App Annie, 더블유게임즈

더블다운카지노, 더블유카지노 미국 iPhone 앱스토어 게임 매출 순위



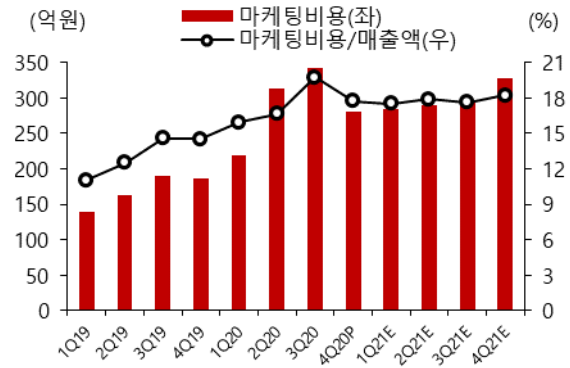
자료: App Annie, 더블유게임즈

더블유게임즈 분기별 원화매출액, 원달러환율 추이



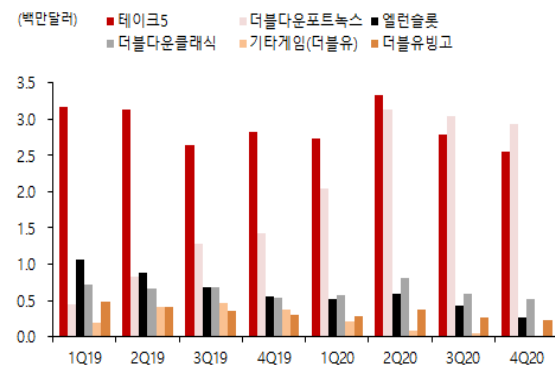
자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 마케팅비용 추이 및 전망



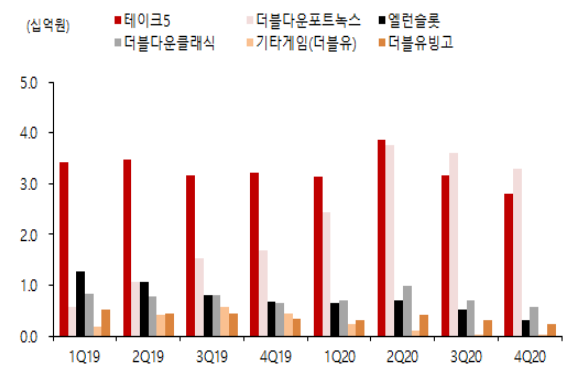
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 기타 게임 달러결제액 추이



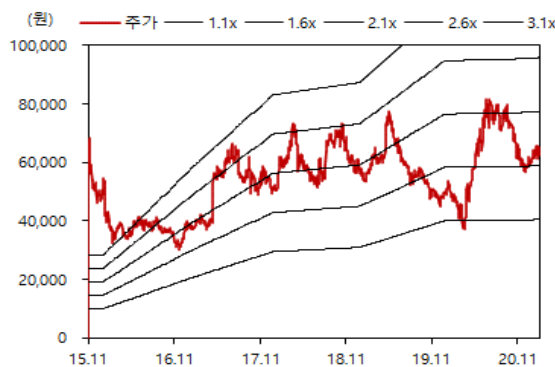
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 기타 게임 원화매출액 추이



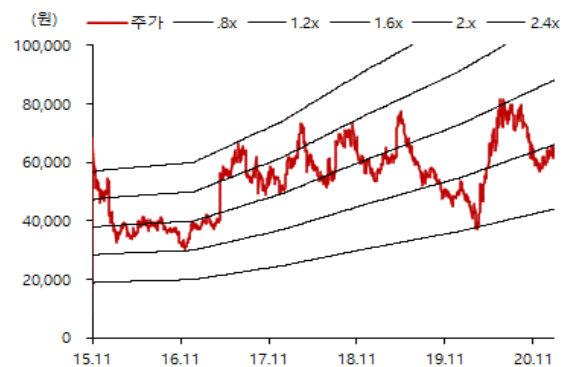
자료: 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 12MF PER Band Chart



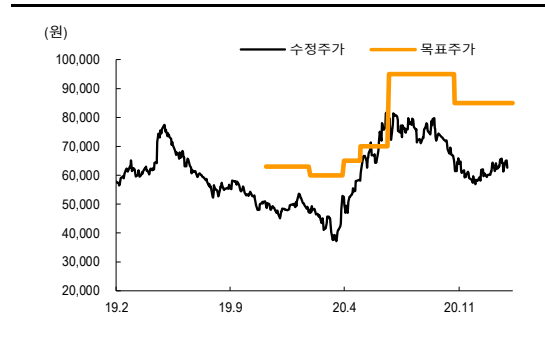
자료: Quantwise, SK 증권

더블유게임즈 12MF PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.05	매수	85,000원	6개월		
2021.02.02	매수	85,000원	6개월	-27.82%	-22.47%
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 기관투자가 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 5일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,146	1,743	2,079	4,034	5,909
현금및현금성자산	418	458	957	2,847	4,701
매출채권및기타채권	352	414	512	571	590
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,822	9,004	8,824	8,631	8,534
장기금융자산	12	12	13	13	13
유형자산	18	18	19	21	44
무형자산	8,726	8,647	8,392	8,151	7,990
자산총계	9,968	10,747	10,904	12,665	14,443
유동부채	1,764	851	545	600	618
단기금융부채	1,380	467	69	69	69
매입채무 및 기타채무	9	17	21	23	24
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,021	3,424	744	1,064	1,316
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	1,289	1,663	1,934
지배주주지분	5,183	6,472	6,921	8,127	9,484
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	4,242	5,570	7,049
비지배주주지분	0	0	2,694	2,875	3,025
자본총계	5,183	6,472	9,615	11,002	12,509
부채외자본총계	9,968	10,747	10,904	12,665	14,443

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,728	1,752	1,902	1,969	1,905
당기순이익(손실)	878	1,103	1,253	1,649	1,769
비현금성항목등	868	990	1,225	781	678
유형자산감가상각비	8	74	68	30	17
무형자산감가상각비	330	387	377	241	162
기타	13	24	311	117	108
운전자본감소(증가)	16	-132	-124	-27	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	55	-38	-86	-59	-20
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-56	-32	-28	2	1
기타	16	-62	-11	30	-25
법인세납부	-34	-209	-451	-434	-499
투자활동현금흐름	41	-496	261	-3	24
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	64
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	499	1,890	1,853
기초현금	248	418	458	957	2,847
기말현금	418	458	957	2,847	4,701
FCF	1,436	1,368	1,746	1,870	1,864

자료 : 더블유게임즈, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,830	5,138	6,578	6,665	6,893
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,830	5,138	6,578	6,665	6,893
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,473	3,592	4,639	4,505	4,624
영업이익	1,358	1,546	1,939	2,159	2,269
영업이익률 (%)	28.1	30.1	29.5	32.4	32.9
비영업손익	-184	-166	-249	-46	-1
순금융비용	298	262	91	-13	-48
외환관련손익	118	93	58	58	58
관계기업투자등 관련손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,174	1,380	1,691	2,114	2,268
세전계속사업이익률 (%)	24.3	26.9	25.7	31.7	32.9
계속사업법인세	296	277	438	465	499
계속사업이익	878	1,103	1,253	1,649	1,769
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	878	1,103	1,253	1,649	1,769
순이익률 (%)	18.2	21.5	19.0	24.7	25.7
지배주주	878	1,103	1,128	1,387	1,539
지배주주귀속 순이익률(%)	18.17	21.46	17.14	20.81	22.33
비지배주주	0	0	125	261	230
총포괄이익	1,153	1,351	1,050	1,446	1,566
지배주주	1,153	1,351	1,005	1,265	1,417
비지배주주	0	0	44	181	150
EBITDA	1,696	2,007	2,385	2,430	2,447

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	51.3	6.4	28.0	1.3	3.4
영업이익	67.6	13.9	25.4	11.3	5.1
세전계속사업이익	206.2	17.6	22.5	25.0	7.3
EBITDA	68.4	18.4	18.8	1.9	0.7
EPS(계속사업)	140.2	24.1	1.6	23.0	10.9
수익성 (%)					
ROE	19.0	18.9	16.8	18.4	17.5
ROA	8.8	10.7	11.6	14.0	13.1
EBITDA마진	35.1	39.1	36.3	36.5	35.5
안정성 (%)					
유동비율	64.9	204.7	381.9	672.7	956.4
부채비율	92.3	66.1	13.4	15.1	15.5
순차입금/자기자본	67.2	37.0	-13.4	-28.9	-40.2
EBITDA/이자비용(배)	5.5	7.3	22.6	151.8	152.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,869	6,040	6,138	7,550	8,376
BPS	28,402	35,440	37,668	44,229	51,615
CFPS	6,744	8,564	8,562	9,023	9,346
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.1	12.8	13.3	8.7	7.9
PER(최저)	10.3	7.5	6.1	8.0	7.2
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	7.0	6.9	6.7
EV/EBITDA(최고)	9.9	8.3	6.9	4.9	4.2
EV/EBITDA(최저)	7.3	5.3	3.5	4.5	3.7