

# SK COMPANY Analysis



## SK 신성장산업분석팀



**Analyst**  
**이소중**

sojoong@sksec.co.kr  
02-3773-9953

### Company Data

자본금	92 억원
발행주식수	1,837 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	8,544 억원

주요주주	
김가람(외6)	43.54%
자사주	7.61%
외국인지분률	9.90%
배당수익률	1.50%

### Stock Data

주가(22/10/13)	46,500 원
KOSPI	2202.47 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	73,400 원
52주 최저가	36,600 원
60일 평균 거래대금	29 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	15.6%
6개월	-7.2%	12.4%
12개월	-24.4%	0.1%

## 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

### 2023년 PER 6 배, 신작과 신사업 모멘텀 기대

- 글로벌 소셜 카지노 게임 시장 점유율 약 7% 차지 중
- 3Q22 미국에서 서비스 중인 자회사 DDI의 게임에 대한 집단소송 마무리
- 기존 게임 콘텐츠 추가 및 계절적 요인으로 7월 매출이 2Q22 월평균 매출 +9% 증가
- 4Q22 신작 '스피닝 인 스페이스' OBT(공개 테스트) 예정, 1H23 신작 2 개 출시 기대
- 2023년 매출액 7,232 억원(+18% YoY), 영업이익 2,287 억원(+22% YoY) 전망

### 소셜카지노 게임 전문업체

더블유게임즈는 소셜카지노 게임 전문업체다. PC/모바일 게임 '더블유카지노'와 '더블다운카지노' 중심으로 글로벌 서비스 중이다. 글로벌 소셜 카지노 게임 시장 점유율 7%를 차지 중이며, 주요 지역인 북미에서 유럽과 호주로 영역을 확장 중이다. 코로나 19 특수 제거로 2Q22 매출액은 1,496 억원(-6% YoY), 영업이익은 418 억원(-15% YoY)을 기록했다. 한편 2018년 미국에서 서비스 중인 자회사 DDI의 게임에 대한 집단소송 관련 충당금을 2Q22에 925 억원을 쌓았으며, 3Q22에는 DDI가 원고측과 합의해 약 970 억원이 충당부채로 추가 반영될 예정이다. 3Q22부터 실적이 개선될 것으로 전망한다. 기존 게임들의 신규 콘텐츠 추가 및 계절적 요인으로 7월 매출이 2Q22 월평균 매출 대비 9% 상승한 것으로 파악된다.

### 2023년 상반기 주요 신작 2 개 기대

더블유게임즈는 1H23에 '스피닝 인 스페이스'와 '더블유카지노 2.0'(가제) 신작을 출시할 것으로 예상된다. 4Q22 스토리 중심의 어드벤처형 슬롯머신 신작 '스피닝 인 스페이스'에 대한 OBT(공개 테스트)를 진행할 계획이다. 더블유카지노 2.0은 기존 게임과 달리 타케팅한 연령층이 다르기 때문에 자기잠식효과가 미미할 것으로 판단한다. 한편 i-gaming(온라인 카지노) B2B 사업을 추진하기 위해 20여개의 자체 개발 슬롯 콘텐츠에 대한 추가 인증 절차를 진행 중이며, i-gaming B2C 시장 진출을 위해 M&A도 추진 중이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원으로 커버리지 개선

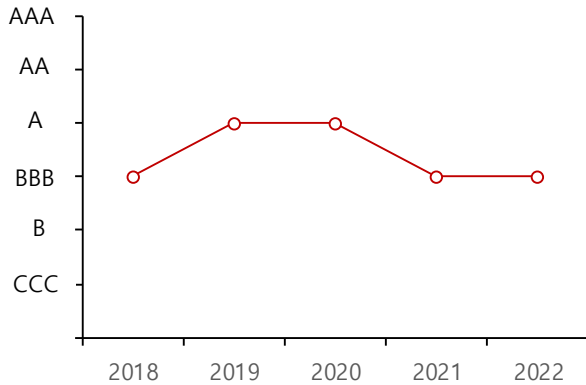
목표주가는 2023년 예상 EPS에 게임사 Playtika와 Sciplay의 평균 PER 11 배를 적용하고 유사기업 대비 게임 장르가 소셜카지노에만 국한되어 있다는 점에서 할인율 20%를 반영했다. 출시 예정인 신작을 감안한 2023년 예상 실적 기준 PER은 6 배로 유사 기업 대비 저평가된 상황인 만큼 투자의견을 매수를 제시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	5,138	6,582	6,241	6,149	7,232	8,000
yoy	%	6.4	28.1	-5.2	-1.5	17.6	10.6
영업이익	억원	1,546	1,942	1,904	1,845	2,238	2,490
yoy	%	13.9	25.6	-2.0	-3.1	21.3	11.3
EBITDA	억원	2,007	2,387	2,180	1,986	2,679	2,887
세전이익	억원	1,380	1,691	1,979	-28	2,405	2,656
순이익(지배주주)	억원	1,103	1,123	1,255	50	1,473	1,669
영업이익률%	%	30.1	29.5	30.5	30.0	30.9	31.1
EBITDA%	%	39.1	36.3	34.9	32.3	37.0	36.1
순이익률	%	21.5	19.0	25.0	-0.5	24.9	25.2
EPS(계속사업)	원	6,040	6,127	6,828	274	8,015	9,085
PER	배	8.3	9.8	8.5	169.9	5.8	5.1
PBR	배	1.4	1.6	1.3	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	배	5.7	5.1	4.8	3.0	2.5	1.9
ROE	%	18.9	16.9	16.5	0.6	14.3	13.2
순차입금	억원	2,396	-1,432	-3,598	-6,407	-6,259	-8,338
부채비율	%	66.1	10.3	16.6	33.2	11.4	9.9

## ESG 하이라이트

### 더블유게임즈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>더블유게임즈 종합 등급</b>	BBB	-	-
환경(Environment)	6.67	-	-
사회(Social)	45.01	-	-
지배구조(Governance)	58.86	-	-
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
-넷마블	A	-	-
-위메이드플레이	BBB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 더블유게임즈 ESG 평가

더블유게임즈는 미국에서 서비스 중인 게임에 대한 집단소송을 마무리한 만큼 사회(S) 부문에 대한 우려가 낮아진 상황이다. 2022년 창사 10주년을 맞아 직원의 연봉을 30% 인상한 부분도 긍정적이다.

자료: SK 증권

### 더블유게임즈의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

### 더블유게임즈의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-08-30	Social(사회)	더블유게임즈는 미국 집단 소송 관련하여 원고측과 합의를 결정해 1.4억 달러 지급 예정

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 더블유게임즈 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,499</b>	<b>1,496</b>	<b>1,566</b>	<b>1,588</b>	<b>1,691</b>	<b>1,858</b>	<b>1,839</b>	<b>1,845</b>	<b>6,149</b>	<b>7,232</b>	<b>8,000</b>
<b>yoy</b>	<b>-9%</b>	<b>-6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>24%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>-1%</b>	<b>18%</b>	<b>11%</b>
더블다운 인터랙티브	1,030	1,017	1,047	1,065	1,164	1,177	1,189	1,200	4,160	4,729	4,909
더블유게임즈	469	479	519	523	527	681	650	646	1,989	2,504	3,091
<b>영업비용</b>	<b>1,072</b>	<b>1,079</b>	<b>1,071</b>	<b>1,083</b>	<b>1,183</b>	<b>1,274</b>	<b>1,267</b>	<b>1,271</b>	<b>4,304</b>	<b>4,995</b>	<b>5,511</b>
플랫폼	444	446	470	476	507	557	552	554	1,836	2,170	2,400
마케팅	332	334	313	318	372	409	405	406	1,297	1,591	1,760
인건비	172	175	177	176	189	193	194	193	700	770	847
로열티	22	22	26	27	27	27	28	28	96	110	114
기타운영비	59	64	65	66	68	69	70	72	254	279	307
유무형상각비	45	37	20	20	19	19	18	18	122	75	82
<b>영업이익</b>	<b>426</b>	<b>418</b>	<b>495</b>	<b>506</b>	<b>508</b>	<b>583</b>	<b>572</b>	<b>575</b>	<b>1,845</b>	<b>2,238</b>	<b>2,490</b>
<b>yoy</b>	<b>-15%</b>	<b>-15%</b>	<b>3%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>40%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>-3%</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>
당기순이익	332	-391	-330	355	391	538	473	400	-34	1,801	2,022
<b>yoy</b>	<b>-16%</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>4%</b>	<b>18%</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>13%</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>12%</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>260</b>	<b>-234</b>	<b>-257</b>	<b>280</b>	<b>309</b>	<b>455</b>	<b>389</b>	<b>316</b>	<b>49</b>	<b>1,470</b>	<b>1,679</b>

자료: SK 증권 추정치

## 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	1,470	억원	(a)
발행주식수(천주)	18,375	주	(b)
2023E EPS(원)	8,000	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	8.8	배	(d) : 글로벌 Top 3 Playtika, Sciplay 평균 P/E 11배, 유사기업 대비 게임 장르가 소셜카지노에만 국한되어 할인율 20% 적용
적정 주가(원)	70,396	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	70,000	원	
현재 주가(원)	45,800	원	
상승 여력(%)	53%	%	

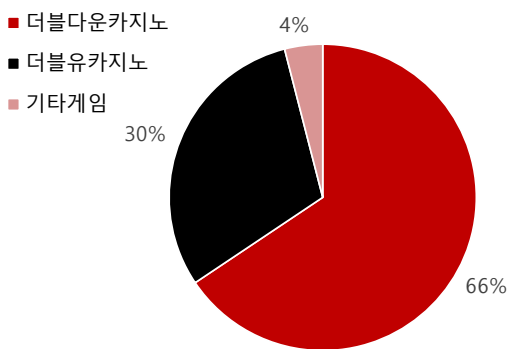
자료: SK 증권 추정치

더블유게임즈 및 종속회사 DDI 주요 게임 라인업

	<p>더블유카지노</p>  <p>2012년 5월 출시</p>	<p>더블유빙고</p>  <p>2014년 6월 출시</p>	<p>테이크5</p>  <p>2015년 11월 출시</p>	
	<p>더블다운카지노</p>  <p>2010년 4월 출시</p>	<p>더블다운클래식</p>  <p>2017년 9월 출시</p>	<p>더블다운포트nox</p>  <p>2018년 4월 출시</p>	<p>언데드월드</p>  <p>2021년 6월 출시</p>

자료 : 더블유게임즈 SK 증권

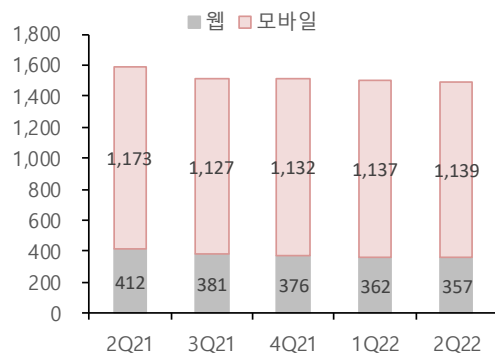
주요 게임별 매출 비중



자료 : 더블유게임즈 SK 증권

플랫폼별 매출

(단위 : 억원)



자료 : 더블유게임즈 SK 증권

더블유카지노 7월 신규 콘텐츠 Wonder Cards(카드 컬렉션)



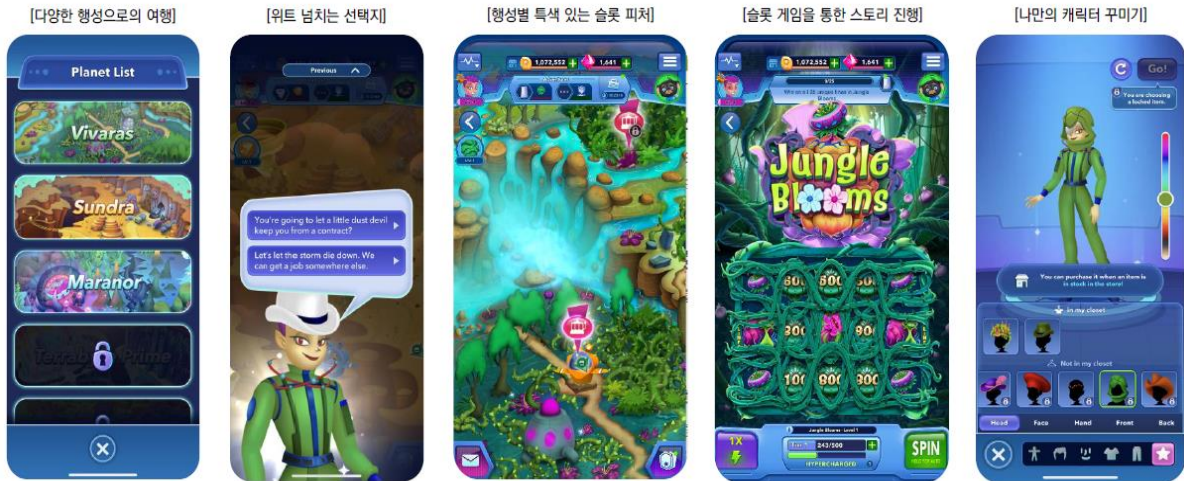
자료 : 더블유게임즈 SK 증권

더블다운카지노 7월 신규 콘텐츠 Match Maker(카드 짝 맞추기)



자료 : 더블유게임즈 SK 증권

신작 게임 '스피닝 인 스페이스'



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

i-gaming 사업 추진 중

[B2B 부문]

✓ 20개 슬롯 소프트웨어 인증 절차 중



[B2C 부문]

✓ M&A Advisory 선정 통한 인수 대상 탐색 병행 중  
이후 자체 카지노 운영 통한 i-Gaming 사업 본격 전개 목표

자료 : 더블유게임즈, SK 증권

P2E 스킬 게임도 개발 중

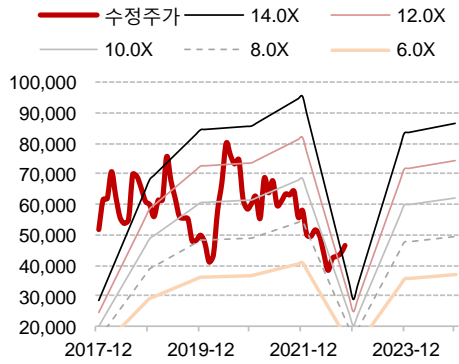
(단위 : 원 배)

- ✓ P2E 스킬 게임 관련 내부 개발 진행 중 (22년 4Q 출시 목표)
- 매칭/리그/리플레이 시스템 서버 개발 및 구축



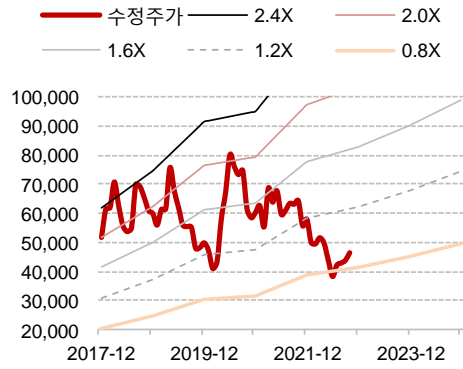
자료 : 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 PER 밴드차트 (단위: 원 배)



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

더블유게임즈 PBR 밴드차트 (단위: 원 배)



자료 : 더블유게임즈, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.10.14	매수	70,000원	6개월		
2021.05.11	매수	85,000원	6개월	-34.34%	-13.65%
2021.02.05	매수	85,000원	6개월	-27.19%	-18.35%
2021.02.02	매수	85,000원	6개월	-27.82%	-22.47%
2020.10.29	매수	85,000원	6개월	-27.97%	-22.47%



Compliance Notice

- 작성자(이소중)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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 10 월 14 일 기준)

매수	95.12%	중립	4.88%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	2,172	5,279	8,081	8,032	10,187
현금및현금성자산	600	1,839	4,498	4,360	6,459
매출채권및기타채권	461	435	445	518	561
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	8,060	8,540	9,194	9,726	10,803
장기금융자산	13	55	56	56	56
유형자산	15	14	0	0	19
무형자산	7,791	8,269	8,901	8,458	8,045
<b>자산총계</b>	10,232	13,819	17,276	17,758	20,990
<b>유동부채</b>	549	1,025	2,938	1,037	1,086
단기금융부채	68	561	573	578	588
매입채무 및 기타채무	7	14	14	17	18
단기충당부채	0	0	1,969	0	0
<b>비유동부채</b>	404	946	1,364	784	795
장기금융부채	150	586	553	558	568
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	953	1,971	4,302	1,822	1,882
<b>지배주주지분</b>	6,784	8,427	9,205	11,405	13,802
자본금	92	92	92	92	92
자본잉여금	2,985	2,985	2,985	2,985	2,985
기타자본구성요소	-429	-476	-476	-476	-476
자기주식	-500	-500	-500	-500	-500
이익잉여금	4,237	5,432	5,364	6,718	8,268
비지배주주지분	2,494	3,422	3,769	4,532	5,306
<b>자본총계</b>	9,279	11,848	12,974	15,937	19,109
<b>부채외자본총계</b>	10,232	13,819	17,276	17,758	20,990

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,037	1,903	2,949	-34	2,200
당기순이익(손실)	1,248	1,563	-33	1,804	2,013
비현금성항목등	1,219	687	2,050	875	874
유형자산감가상각비	75	73	36	-4	-17
무형자산상각비	371	204	106	445	415
기타	235	30	2,089	-102	-102
운전자본감소(증가)	-62	18	1,078	-2,052	-45
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-38	61	73	-72	-43
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-41	5	0	2	2
기타	17	-48	1,005	-1,982	-3
법인세납부	-368	-365	-145	-661	-643
<b>투자활동현금흐름</b>	-215	-1,837	-96	53	47
금융자산감소(증가)	-222	-1,833	-122	0	0
유형자산감소(증가)	-5	-6	12	4	-1
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
기타	12	3	16	51	50
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,679	1,851	-194	-157	-148
단기금융부채증가(감소)	-400	486	0	5	10
장기금융부채증가(감소)	-1,192	434	-35	5	10
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	-59	-59	-119	-119	-119
기타	-31	990	-41	-48	-49
<b>현금의 증가(감소)</b>	142	1,239	2,659	-138	2,099
기초현금	458	600	1,839	4,498	4,360
기말현금	600	1,839	4,498	4,360	6,459
FCF	2,008	1,744	3,421	115	2,237

자료 : 더블유게임즈, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	6,582	6,241	6,149	7,232	8,000
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,582	6,241	6,149	7,232	8,000
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	4,640	4,337	4,304	4,995	5,511
<b>영업이익</b>	1,942	1,904	1,845	2,238	2,490
영업이익률 (%)	29.5	30.5	30.0	30.9	31.1
<b>비영업손익</b>	-251	75	-1,872	167	166
순금융비용	92	-1	6	-2	-1
외환관련손익	36	62	63	63	63
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,691	1,979	-28	2,405	2,656
세전계속사업이익률 (%)	25.7	31.7	-0.5	33.3	33.2
<b>계속사업법인세</b>	443	416	6	601	643
<b>계속사업이익</b>	1,248	1,563	-33	1,804	2,013
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,248	1,563	-33	1,804	2,013
순이익률 (%)	19.0	25.0	-0.5	24.9	25.2
지배주주	1,123	1,255	50	1,473	1,669
지배주주귀속 순이익률(%)	17.06	20.1	0.82	20.36	20.86
비지배주주	125	308	-84	331	344
총포괄이익	714	2,307	1,244	3,082	3,291
지배주주	869	1,749	897	2,319	2,516
비지배주주	-155	558	348	762	775
<b>EBITDA</b>	2,387	2,180	1,986	2,679	2,887

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	28.1	-5.2	-1.5	17.6	10.6
영업이익	25.6	-2.0	-3.1	21.3	11.3
세전계속사업이익	22.5	17.0	적전	흑전	10.4
EBITDA	19.0	-8.7	-8.9	34.9	7.8
EPS(계속사업)	1.4	11.4	-96.0	2,828.9	13.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.9	16.5	0.6	14.3	13.2
ROA	11.9	13.0	-0.2	10.3	10.4
EBITDA마진	36.3	34.9	32.3	37.0	36.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	395.7	514.9	275.1	774.3	937.9
부채비율	10.3	16.6	33.2	11.4	9.9
순차입금/자기자본	-15.4	-30.4	-49.4	-39.3	-43.6
EBITDA/이자비용(배)	22.9	137.0	41.2	55.5	59.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,127	6,828	274	8,015	9,085
BPS	36,923	45,860	50,095	62,071	75,116
CFPS	8,558	8,333	1,046	10,416	11,248
주당 현금배당금	350	700	700	700	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.3	10.8	216.3	7.4	6.5
PER(최저)	6.1	7.7	133.7	4.6	4.0
PBR(최고)	2.2	1.6	1.2	1.0	0.8
PBR(최저)	1.0	1.1	0.7	0.6	0.5
PCR	7.0	7.0	44.5	4.5	4.1
EV/EBITDA(최고)	6.7	6.1	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA(최저)	3.3	4.3	2.0	1.8	1.3