

더블유게임즈 (192080)


SW/SI


이창영
 02)3770-5596
 changyoung.lee@yuantakorea.com

02)3770-5596

투자의견	BUY (M)
목표주가	74,000원 (M)
현재주가 (5/11)	59,100원
상승여력	25%

시가총액	10,733억원
총발행주식수	18,160,276주
60일 평균 거래대금	94억원
60일 평균 거래량	146,202주
52주 고	73,200원
52주 저	49,200원
외인지분율	9.02%
주요주주	김가람 외 5 인 45.27%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(7.8) 1.4 2.4
상대	(5.7) (1.4) (23.4)
절대(달러환산)	(8.4) 3.2 7.7

Quarterly earning forecasts

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,139	175.2	3.2	1,133	0.6
영업이익	260	54.9	-10.4	325	-20.0
세전계속사업이익	175	42.0	흑전	225	-22.3
지배순이익	137	23.5	324.7	168	-18.3
영업이익률 (%)	22.8	-17.7 %pt	-3.5 %pt	28.7	-5.9 %pt
지배순이익률 (%)	12.1	-14.8 %pt	+9.2 %pt	14.9	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

두회사 모두 QoQ +7.6%, +6.6% 각각 성장

18년 1분기 실적 Review

연결 매출액 1,139억원(QoQ +3.2%, 환율효과 제외 시 결제액 기준 QoQ+7.6%), 영업이익 260억 원(QoQ -10.3%), 지배순이익 138억원(QoQ +331%), 시장기대치 하회.

더블유게임즈 부문은 별도 매출액 445억원(YoY +7.4%, QoQ +2.0%, 환율효과 제거된 결제액 기준 QoQ +6.6%), 영업이익 143억원(YoY -15.2%, QoQ -5.3%)을 기록. 마케팅 비용의 증가 (Q-Q 21 억원)에 따른 영업이익(률) 감소

더블다운 부문은 별도 매출액 696억원(QoQ +4.2%, 환율효과 제외 시 결제액 기준 QoQ+8.2%), 영업이익 139억원(QoQ -10.7%) 기록. 마케팅 비용의 증가 (Q-Q 36억원)에 따른 영업이익(률) 감소

2분기 및 향후 전망

동사는 합병 후 처음으로 양사 모두 QoQ 매출 성장하는 모습을 보이며, 합병 후 'DDI'에 대한 불안감을 해소 하였다는 판단임. 이는 합병 후 진행된 '더블다운카지노'의 Renewal 작업(디자인 고급화, User Interface 변경, 게임app 구동시간 단축, 개인화 서비스 등)이 마무리 되며 사용자수(DAU) 증가, ARPU증가, 결제액 증가로 이어진 것으로 판단됨.

1분기 영업이익 감소의 원인이 되었던 마케팅비 증가도 양사 모두 DAU, ARPU가 증가시키며, 하반기 실적개선에 대한 선행적 시그널을 보여주고 있음.

또한, 그동안 동사 EPS 개선에 장애요소로 작용했던 영업외부문의 이자비용도 기준보다 낮은 금리로 5월부터 Refinancing하여 연간 약 68억원 수준의 이자 비용이 절감될 예정이며, '디에이트게임즈'의 IPO 추진과 로열티 수령에 따른 'DDI' 법인세 절감까지 진행될 예정이어서, 합병효과에 따른 이익증가 효과가 영업이익에서 순이익까지 반영될 것으로 예상됨

가능성 낮은 소송이슈보다 실적개선에 배팅할 때

최근 미국 'DDI'에게 제기된 소송이슈는 수십 년 간 사용되어온 전세계 인터넷 게임 내 화폐 전반에 대한 부정을 의미하는 것이어서, 최종판결까지도 불법으로 판결될 가능성이 높지 않고, 실제 다른 미국 주(일리노이주)에서는 동일한 내용의 소송이 각하된바 있고, 설사 문제가 된 워싱턴주의 판결이 불법으로 최종 판결이 된다 하여도 워싱턴주에만 국한될 것이어서 동사 (DDI)실적에는 큰 영향이 없을 것으로 예상됨. 투자의견 BUY. 목표주가 74,000원 유지함

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

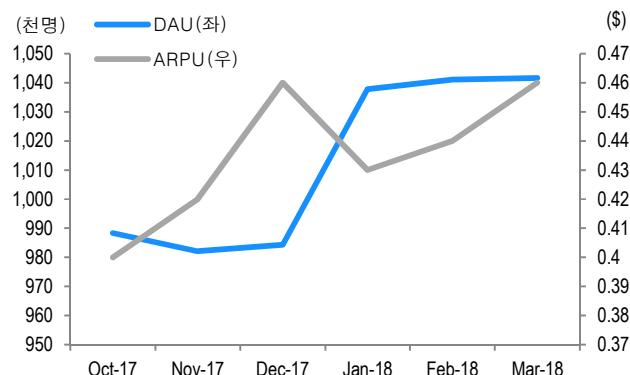
	(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	2016A 2017A 2018F 2019F
매출액	1,556 3,193 4,762 5,335
영업이익	449 810 1,197 1,421
지배순이익	488 354 714 794
PER	13.3 25.4 15.0 13.5
PBR	1.6 2.1 3.1 2.5
EV/EBITDA	8.6 13.8 10.8 9.5
ROE	25.8 9.0 19.7 22.2

자료: 유안타증권

더블유게임즈 실적 추이 및 전망										(단위: 억원)
연결실적	2016	2017	2018E	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	
영업수익	1,553	3,194	4,762	1,072	1,104	1,139	1,187	1,187	1,249	
영업비용	1,110	2,273	3,565	795	811	879	881	886	918	
플랫폼	466	953	1,428	322	329	342	356	356	375	
마케팅비	264	414	772	133	143	200	186	189	197	
Royalty			231	56	55	53	58	59	61	
감가상각비		165	320	81	84	81	80	80	80	
인건비 및 운영비	277	602	809	202	200	202	201	201	205	
연결영업이익	443	921	1,197	278	293	260	306	301	330	
영업이익률	28.5%	28.8%	25.1%	25.9%	26.5%	22.8%	25.8%	25.4%	26.5%	
더블유게임즈	2016	2017	2018E	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	
영업수익	1,553	1,614	1,846	385	436	445	466	452	483	
영업비용	1,110	1,048	1,222	256	283	302	303	300	317	
플랫폼	466	484	555	116	131	135	140	136	145	
마케팅비	264	246	394	66	79	100	95	97	101	
주식보상비용	102	9	4	–	–	1	1	1	1	
인건비 등	277	309	269	74	75	66	67	66	70	
영업이익	443	568	625	130	154	143	163	153	166	
영업이익률	28.5%	35.2%	33.8%	33.7%	35.2%	32.1%	35.0%	33.7%	34.4%	
Double Down Interactive	2016	2017	2018E	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	
영업수익	3,138	1,580	2,917	687	668	696	721	735	766	
영업비용		1,226	2,266	526	512	557	559	567	582	
플랫폼		466	873	204	198	207	216	220	230	
마케팅비		168	378	67	63	99	91	92	96	
인건비 및 운영비		272	465	120	113	117	115	116	116	
감가상각비		192	318	82	83	80	80	80	80	
Royalty		130	231	56	55	53	58	59	61	
영업이익		354	652	160	156	139	162	167	183	
영업이익률		22.4%	22.3%	23.3%	23.4%	20.0%	22.4%	22.8%	23.9%	

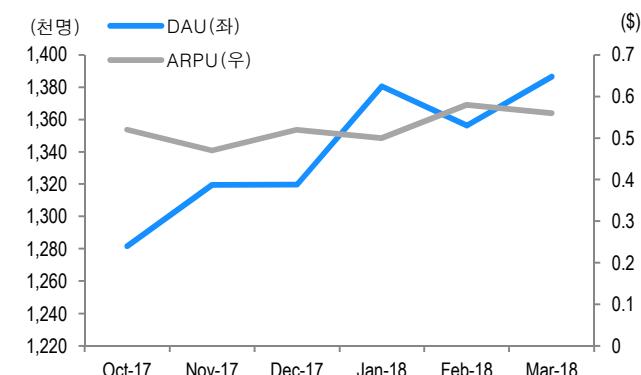
자료: 더블유게임즈, 유인티증권 리서치센터

더블유게임즈 부문 월별 DAU 및 ARPU 추이



자료: 더블유게임즈

더블디운 부문 월별 DAU 및 ARPU 추이



자료: 더블유게임즈

리파이낸싱에 따른 연간 이자비용 절감 효과

(단위: 억원, %)

구분	17년 5월 ~	18년 5월 ~	비고
평균차입금	3,000억원	1,800억원	연중 평균
이자율	5.00%	4.57%	
이자비용	150억원	82억원	68억원 절감

자료: 더블유게임즈

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	1,556	3,193	4,762	5,335	5,907	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	1,556	3,193	4,762	5,335	5,907	
판관비	1,108	2,383	3,565	3,914	4,341	
영업이익	449	810	1,197	1,421	1,566	
EBITDA	452	1,007	1,405	1,508	1,643	
영업외손익	85	-427	-252	-64	0	
외환관련손익	35	-190	-10	0	0	
이자손익	52	-174	-224	-61	-4	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-2	-63	-19	-3	4	
법인세비용차감전순손익	534	383	945	1,357	1,567	
법인세비용	47	27	229	299	345	
계속사업순손익	487	356	716	1,059	1,222	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	487	356	716	1,059	1,222	
지배지분순이익	488	354	714	794	855	
포괄순이익	498	61	-779	-436	-273	
지배지분포괄이익	500	58	-776	-434	-272	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		3,228	1,051	1,473	1,976	2,430
현금및현금성자산		153	248	878	1,329	1,733
매출채권 및 기타채권		177	406	426	478	529
재고자산		0	0	0	0	0
비유동자산		1,142	8,921	7,907	7,815	7,733
유형자산		11	19	13	8	6
관계기업등 지분관련자산		0	0	-6	-11	-17
기타투자자산		1,068	106	106	106	106
자산총계		4,370	9,972	9,380	9,791	10,163
유동부채		574	3,074	3,074	3,074	3,074
매입채무 및 기타채무		75	255	255	255	255
단기차입금		435	2,772	2,772	2,772	2,772
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		13	2,852	3,095	2,770	2,345
장기차입금		0	0	0	0	0
사채		0	2,720	2,720	2,220	1,533
부채총계		587	5,926	6,169	5,844	5,419
지배지분		3,782	4,046	3,211	3,947	4,743
자본금		86	88	91	91	91
자본잉여금		2,733	3,087	3,087	3,087	3,087
이익잉여금		1,230	1,481	2,138	2,873	3,670
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		3,782	4,046	3,212	3,947	4,744
순차입금		-2,606	4,889	4,488	3,536	2,446
총차입금		435	5,492	5,492	4,992	4,305

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	543	824	1,059	1,242	1,394	
당기순이익	487	356	716	1,059	1,222	
감가상각비	3	8	7	4	3	
외환손익	-32	129	10	0	0	
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-44	65	68	38	38	
기타현금흐름	128	265	259	140	131	
투자활동 현금흐름	-1,059	-5,968	-11,908	-12,936	-12,936	
투자자산	-621	621	5	5	5	
유형자산 증가 (CAPEX)	-4	-6	0	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-433	-6,583	-11,913	-12,941	-12,941	
재무활동 현금흐름	-64	5,246	-37	-42	-42	
단기차입금	434	2,337	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	3,000	0	0	0	
자본	0	0	3	0	0	
현금배당	0	-103	-57	-59	-59	
기타현금흐름	-498	12	17	17	17	
연결범위변동 등 기타	5	-7	11,515	12,188	11,987	
현금의 증감	-575	95	630	452	403	
기초 현금	728	153	248	878	1,329	
기말 현금	153	248	878	1,329	1,733	
NOPLAT	449	810	1,197	1,421	1,566	
FCF	364	1,009	1,183	1,234	1,336	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

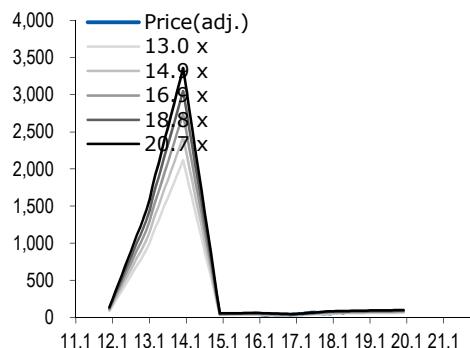
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		2,847	2,027	3,930	4,372	4,710
BPS		23,957	24,982	19,160	23,547	28,300
EBITDAPS		2,633	5,771	7,737	8,306	9,045
SPS		9,071	18,305	26,223	29,378	32,527
DPS		650	350	350	350	350
PER		13.3	25.4	15.0	13.5	12.5
PBR		1.6	2.1	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA		8.6	13.8	10.8	9.5	8.0
PSR		4.2	2.8	2.3	2.0	1.8

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		27.1	105.2	49.1	12.0	10.7
영업이익 증가율 (%)		40.6	80.6	47.8	18.7	10.2
지배순이익 증가율 (%)		43.0	-27.6	101.8	11.2	7.7
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		28.8	25.4	25.1	26.6	26.5
지배순이익률 (%)		31.4	11.1	15.0	14.9	14.5
EBITDA 마진 (%)		29.0	31.5	29.5	28.3	27.8
ROIC		1,352.8	17.0	10.9	14.2	15.7
ROA		11.9	4.9	7.4	8.3	8.6
ROE		25.8	9.0	19.7	22.2	19.7
부채비율 (%)		15.5	146.4	192.1	148.1	114.2
순차입금/자기자본 (%)		-68.9	120.8	139.8	89.6	51.6
영업이익/금융비용 (배)		416.6	4.0	4.6	19.0	72.8

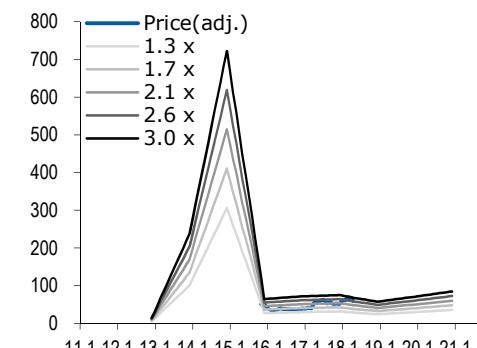
P/E band chart

(천원)

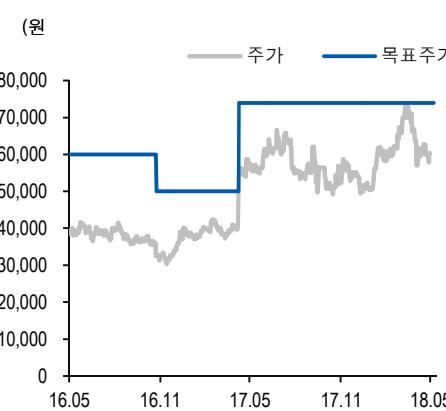


P/B band chart

(천원)



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-11	BUY	74,000	1년		
2018-04-19	1년 경과 이후		1년	-17.98	-15.14
2017-04-19	BUY	74,000	1년	-21.22	-1.08
2016-11-03	BUY	50,000	1년	-3.79	33.20
2016-05-09	BUY	60,000	1년	-36.22	-30.75

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.