

더블유게임즈 (192080)

SW/SI


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

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

투자의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (U)
현재주가 (11/7)	67,200원
상승여력	31%

시가총액	12,262억원
총발행주식수	18,247,298주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	130,449주
52주 고	73,500원
52주 저	49,500원
외인지분율	13.19%
주요주주	김가람 외 5 인 45.06%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(5.6) 23.1 25.6
상대	7.0 41.5 29.1
절대(달러환산)	(5.0) 23.1 24.3

위 아래 둘 다 좋다

3분기 실적 Review

연결 매출액 1,234억원 YoY +15.1%, QoQ +4.0%, 연결 영업이익 392억원 YoY +42.1%, QoQ +13.8%, 지배순이익 237억원 YoY +59.6%, QoQ -28.2%. 시장 기대치 상회. 마케팅비 QoQ 13.0%(20억원) 감소에도 매출은 증가. 차입금 상환(400억원)에 따른 영업외 이자비용 감소(2.4억원)

DUG(더블유게임즈) 매출액 497억원 YoY +29.0%, QoQ +4.0%, 영업이익 218억원 YoY +72.4%, QoQ +6.2%. 유저 성향 분석(BIG DATA)을 통한 게임 운영으로 ARPU, PU(유료사용자수) 증가

DDI(더블디엔터테인먼트) 매출액 749억원 YoY +9.1%, QoQ +4.5%, 영업이익 199억원 YoY +24.8%, QoQ +12.7%. 마케팅비 감소 QoQ 16.6%(14억원)에도 매출 증가. 특히 6월 진행된 리뉴얼 이후 매월 월 매출이 계속 증가하고 있는 것이 긍정적

4분기 및 2019년 전망

지난 3년간 평균 QoQ 증가율이 10%인 4분기 성수기 효과와 대만 신규 진출(DFS), 신규게임(엘런 슬롯, 언데드네이션)효과, DUC(더블유카지노), DDC(더블디엔터테인먼트) 각각 매분기 7대, 9대 신규 슬롯에서 발생하는 신규 매출효과로, 매출 및 영업이익(률) 증가는 지속될 것으로 예상.

이러한 양사의 실적 개선 추세는, 글로벌 모바일 슬롯머신 시장의 성장과 그 시장 내에서 동사의 확고한 시장점유율(2위)로, 2019년에도 안정적인 실적 성장을 할 것으로 예상됨

또한, 영업활동을 통해 유입되는 현금으로 DDI인수를 위해 차입한 차입금을 상환하여, 영업외 이자비용이 지속적으로 감소하고 있는 것도 긍정적임

투자의견 BUY, 목표주가 88,000원으로 상향

두 회사 모두의 안정적인 실적 개선과 재무구조 개선, 이자비용 감소 등을 반영하여, 2019년 실적 추정치를 상향, 목표주가를 88,000원으로 상향하고 투자의견 BUY 를 유지함.

(영업이익 증가에도 2019년 지배순이익이 YoY 감소하는 것으로 추정한 것은, DDI인수시 발행한 42%의 CB, BW(콜옵션 행사시 32%)회석을 외부주주지분으로 미리 반영(20%)하였기 때문임)

Quarterly earning forecasts

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,234	15.1	4.0	1,268	-2.7
영업이익	392	42.1	13.8	384	2.1
세전계속사업이익	336	52.2	-17.1	333	1.1
지배순이익	275	85.9	-16.6	235	16.9
영업이익률 (%)	31.8	+6.0 %pt	+2.7 %pt	30.3	+1.5 %pt
지배순이익률 (%)	22.3	+8.5 %pt	-5.5 %pt	18.5	+3.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2016A	2017A	2018F	2019F
결산 (12월)				
매출액	1,556	3,193	4,856	5,494
영업이익	449	810	1,417	1,761
지배순이익	488	354	1,045	987
PER	13.3	25.4	11.7	12.4
PBR	1.6	2.1	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.6	13.8	9.2	7.3
ROE	25.8	9.0	22.3	17.0

자료: 유안타증권

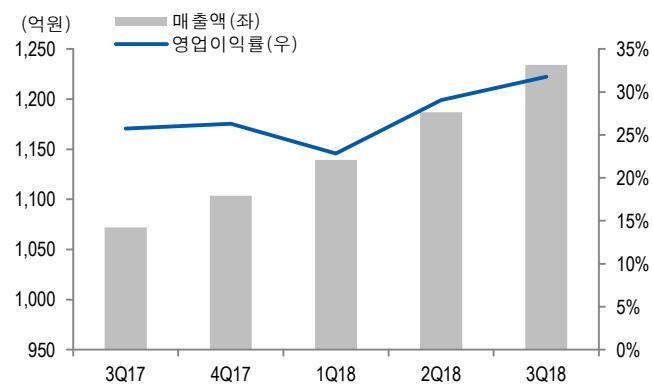
더블유게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

연결기준	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	1,072	1,104	1,139	1,187	1,234	1,296	3,193	4,856	5,494
영업비용	796	814	879	842	842	876	2,277	3,369	3,733
플랫폼	322	322	342	354	367	385	949	1,446	1,648
마케팅비	133	143	200	153	133	163	414	647	705
주식보상비용	4	1	1				13		
인건비	202	206	202	206	209	199	576	452	519
Royalty	54	55	53	47	45	46	128		
감가상각비	82	88	81	82	87	84	197	326	326
연결영업이익	276	290	260	345	392	419	810	1,417	1,761
영업이익률	25.8%	26.3%	22.8%	29.1%	31.8%	32.4%	25.4%	29.2%	32.0%
더블유게임즈	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	385	436	445	478	497	530	1,613	1,950	2,129
영업비용	256	285	302	273	280	302	1,034	1,157	1,298
플랫폼	116	131	135	141	145	154	485	574	639
마케팅비	66	79	100	67	62	77	246	307	335
주식보상비용							9		
인건비 등	78	57	47	48	55	53	295	203	245
운영비 등		17	20	17	19	18		73	80
영업이익	129	151	143	205	218	228	565	794	830
영업이익률	33.5%	34.6%	32.1%	42.9%	43.8%	43.0%	35.0%	40.7%	39.0%
Double Down Interactive	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	687	668	696	717	749	777	1,581	2,939	3,365
영업비용	526	512	557	540	549	568	1,226	2,212	2,435
플랫폼	204	198	207	213	222	230	466	872	1,009
마케팅비	67	63	99	85	71	85	168	341	370
인건비	78	58	67	57	63	62	175	249	274
기타	43	55	50	43	46	45	116	184	202
감가상각비	82	83	80	80	85	82	192	326	326
Royalty	56	55	53	61	63	64	130	241	253
영업이익	160	156	139	177	199	210	355	727	930
영업이익률	23.3%	23.4%	20.0%	24.7%	26.6%	27.0%	22.5%	24.7%	27.6%

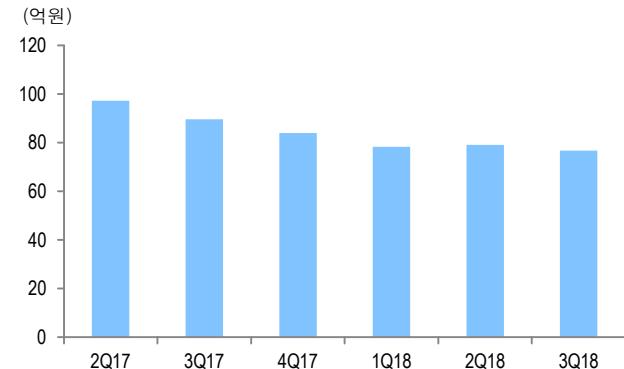
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

매출액 및 영업이익률 추이



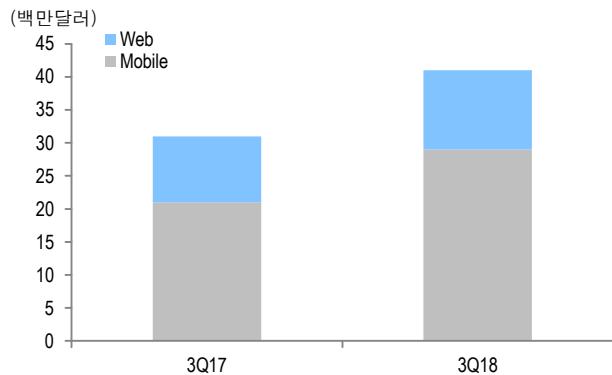
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

금융비용 추이



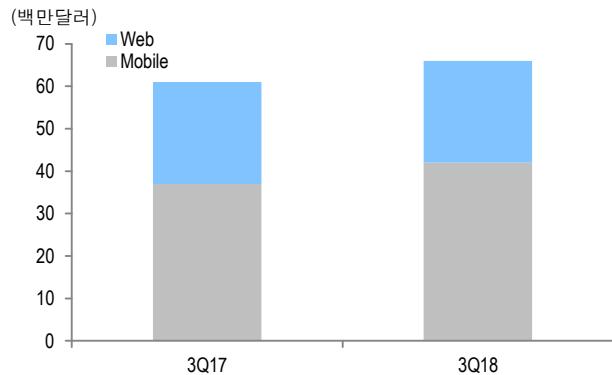
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유카지노 결제액



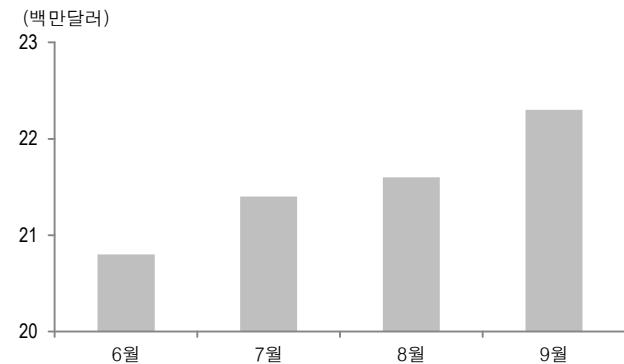
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블디운카지노 결제액



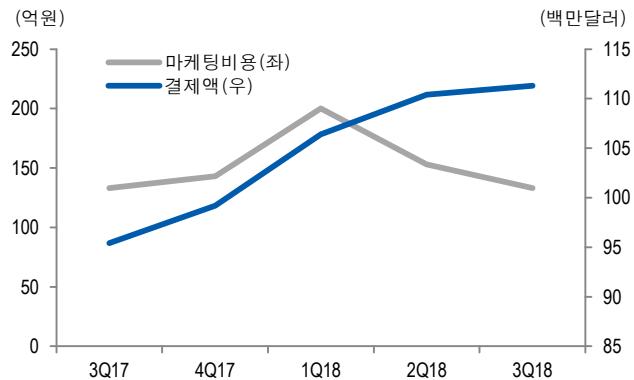
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유카지노 월간 결제액



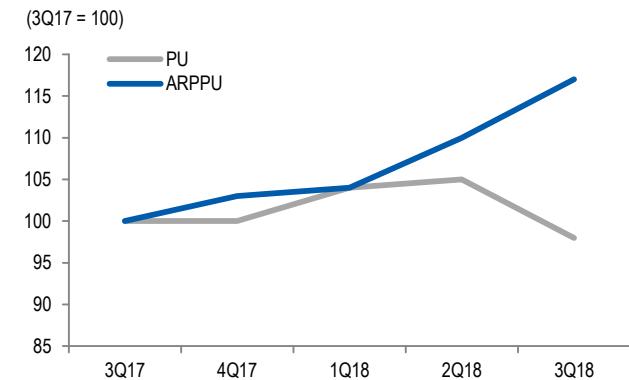
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

마케팅비용과 결제액 추이



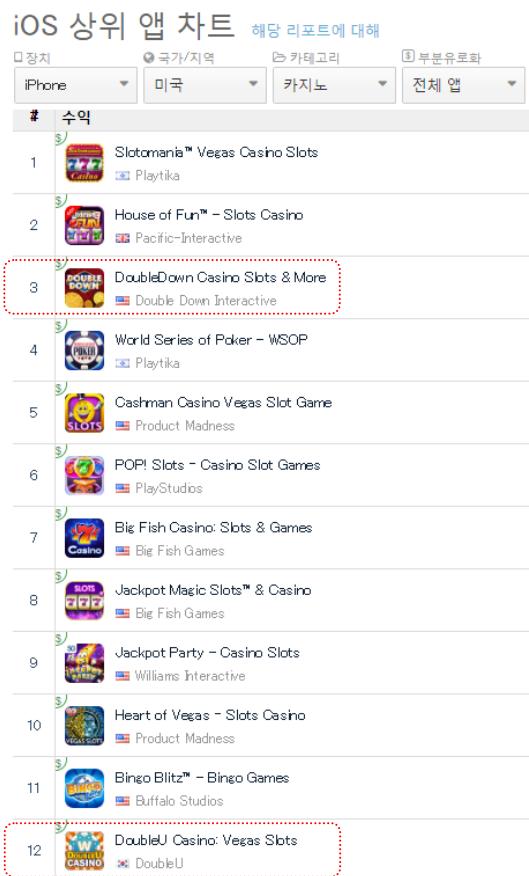
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

PU 및 ARPPU 추이



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

미국 iOS 카지노 게임 장르 매출 순위 (2018년 11월 7일 기준)



자료: appannie

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,556	3,193	4,856	5,494	6,158
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	4,856	5,494	6,158
판관비	1,108	2,383	3,439	3,733	4,031
영업이익	449	810	1,417	1,761	2,128
EBITDA	452	1,007	1,727	2,026	2,349
영업외순익	85	-427	-130	-238	-129
외환관련순익	35	-190	142	-2	-1
이자순익	52	-174	-298	-256	-155
관계기업관련순익	0	0	0	0	0
기타	-2	-63	26	20	27
법인세비용차감전순이익	534	383	1,287	1,522	1,999
법인세비용	47	27	241	289	380
계속사업순이익	487	356	1,045	1,233	1,619
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	487	356	1,045	1,233	1,619
지배지분순이익	488	354	1,045	987	1,295
포괄순이익	498	61	1,347	1,232	1,617
지배지분포괄이익	500	58	1,347	1,232	1,617

주: 영업이익의 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	955	1,946
현금및현금성자산		153	248	180	1,172
매출채권 및 기타채권		177	406	502	553
재고자산		0	0	0	0
비유동자산		1,142	8,921	8,869	8,621
유형자산		11	19	17	14
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0
기타투자자산		1,068	106	40	48
자산총계		4,370	9,972	9,824	10,567
유동부채		574	3,074	1,554	1,354
매입채무 및 기타채무		75	255	236	236
단기차입금		435	2,772	1,270	1,070
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		13	2,852	2,946	2,961
장기차입금		0	0	0	0
사채		0	2,720	2,787	1,787
부채총계		587	5,926	4,500	4,315
지배지분		3,782	4,046	5,324	6,252
자본금		86	88	91	91
자본잉여금		2,733	3,087	3,213	3,213
이익잉여금		1,230	1,481	2,469	3,397
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		3,782	4,046	5,324	6,252
순차입금		-2,606	4,889	3,641	2,502
총차입금		435	5,492	4,057	3,857
					2,557

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	543	824	1,336	1,489	1,845
당기순이익	487	356	1,045	1,233	1,619
감가상각비	3	8	8	7	7
외환순이익	-32	129	-131	2	1
증속,관계기업관련순이익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-44	65	-74	-30	-16
기타현금흐름	128	265	487	277	234
투자활동 현금흐름	-1,059	-5,968	-4,782	-4,702	-4,714
투자자산	-621	621	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4	-6	-6	-6	-6
유형자산 감소	0	0	1	1	1
기타현금흐름	-433	-6,583	-4,777	-4,697	-4,709
재무활동 현금흐름	-64	5,246	-1,529	-229	-1,329
단기차입금	434	2,337	-1,502	-200	-300
사채 및 장기차입금	0	3,000	0	0	-1,000
자본금	0	0	0	0	0
현금배당	0	-103	-57	-59	-59
기타현금흐름	-498	12	30	30	30
연결범위변동 등 기타	5	-7	4,907	4,433	4,356
현금의 증감	-575	95	-68	991	158
기초 현금	728	153	248	180	1,172
기말 현금	153	248	180	1,172	1,330
NOPLAT	449	810	1,417	1,761	2,128
FCF	364	1,009	1,382	1,656	1,924

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

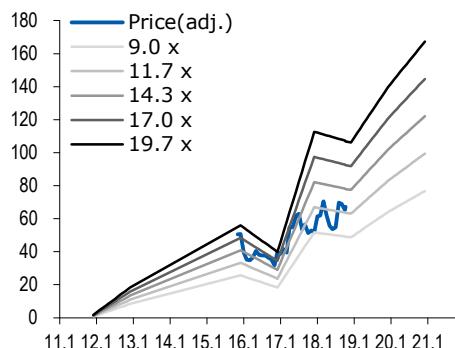
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,847	2,027	5,732	5,406	7,097
BPS	23,957	24,982	31,601	37,106	44,443
EBITDAPS	2,633	5,771	9,469	11,101	12,873
SPS	9,071	18,305	26,625	30,107	33,749
DPS	650	350	350	350	350
PER	13.3	25.4	11.7	12.4	9.5
PBR	1.6	2.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.6	13.8	9.2	7.3	5.7
PSR	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	105.2	52.1	13.1	12.1
영업이익 증가율 (%)	na	80.6	74.9	24.3	20.8
지배순이익 증가율 (%)	na	-27.6	195.6	-5.6	31.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	28.8	25.4	29.2	32.0	34.5
지배순이익률 (%)	31.4	11.1	21.5	18.0	21.0
EBITDA 마진 (%)	29.0	31.5	35.6	36.9	38.1
ROIC	1,352.8	17.0	12.9	16.0	19.7
ROA	22.4	4.9	10.6	9.7	12.3
ROE	25.8	9.0	22.3	17.0	18.9
부채비율 (%)	15.5	146.4	84.5	69.0	40.5
순차입금/자기자본 (%)	-68.9	120.8	68.4	40.0	14.5
영업이익/금융비용 (배)	416.6	4.0	4.7	6.1	11.1

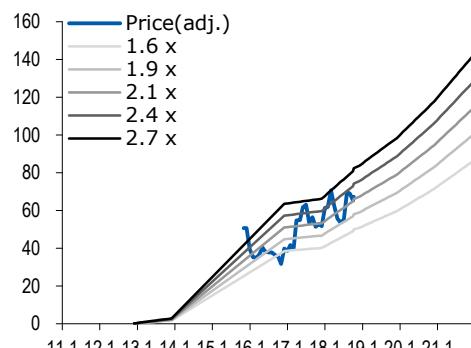
P/E band chart

(천원)

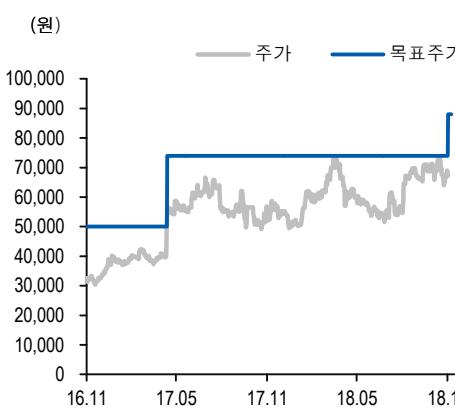


P/B band chart

(천원)



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-08	BUY	88,000	1년		
2018-04-19	1년 경과 이후		1년	-16.49	-0.68
2017-04-19	BUY	74,000	1년	-19.66	-0.68
2016-11-03	BUY	50,000	1년	-3.79	33.20

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)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-05

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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.