



하나금융그룹

2019년 1월 29일 | Equity Research

더블유게임즈 (192080)

실적은 반영되고, 모멘텀은 부각되는 매수구간

두 가지 관전포인트

2019년 더블유게임즈의 주가흐름에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상되는 두 가지 관전포인트에 주목하자. 첫 번째는 거래소이전상장이슈에 따른 수급개선이다. 지난 연말 예상됐던 거래소이전상장은 행정상이슈로 연기되었으며 이르면 1분기 내에 마무리 될 것으로 예상된다. 거래소이전에 따른 자수편입 등 수급개선 가능성이 높은 만큼 주가에도 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 두 번째 관전포인트는 글로벌 경쟁사인 사이언티픽 게임즈(Scientific Games)가 소셜게이밍 비즈니스를 분할해 2019년 상장할 계획이라는 점이다. 소셜게임사의 주식시장 상장으로 직접적인 Valuation 비교가 가능해짐으로써 할인된 더블유게임즈의 Valuation 재평가가 기대되며, 자회사인 디에이트 게임즈의 상장에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다.

"더블다운카지노" 리뉴얼 효과 지속되는 중

더블유게임즈의 강점은 매출의 대부분을 차지하는 "더블유카지노(DUC)"와 "더블다운카지노(DDC)"의 결제액 증가가 지속되고 있다는 점이다. DUC의 경우 2017년 2분기 이후 분기별 평균 6% 내외의 결제액 증기가 이어졌고, DDC도 온기반영 기준으로 2017년 3분기부터 1년간 분기평균 1.9% 결제액 증가율을 기록하고 있다. 특히, 2018년 2분기부터 시작된 리뉴얼 업데이트가 결제액 증가로 이어지며 더블유게임즈 전체 실적기여도를 높여가고 있는 모습이다. 1월 실적도 전년대비 개선된 모습을 보이고 있는 것으로 파악된다. 소셜카지노의 특성상 대폭적인 증가를 확인하기는 어렵으나 DUC에 이어 DDC의 결제액 상승이 지속되고 있다는 점은 안정적인 이익상승에 대한 시장의 신뢰도를 높일 것으로 예상된다.

4분기 결제액 증가 견조한 수준, 영업이익은 예상 하회할 듯

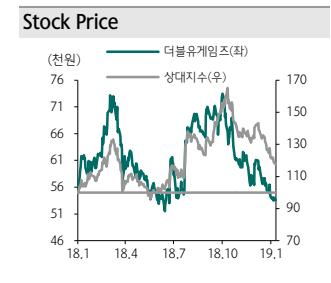
4분기 실적은 결제액 증가에도 불구하고 마케팅비용 증가로 영업이익이 예상을 하회할 전망이다. 매출은 "더블유카지노(DUC)"와 "더블다운카지노(DDC)"의 결제액 증가에 이어 전분기 대비 6.8%, 전년동기 대비 19.4% 증가한 1,317억원을 기록할 것으로 예상된다. 2018년 상반기 리뉴얼 과정을 거친 DDC의 성장세가 회복되며 3분기에 이어 4분기에도 전체 매출을 견인할 것이라는 점은 고무적이다. 비중은 작지만 "Take 5"의 매출 증가도 고무적이다. 다만, 마케팅비용이 크게 증가하며 영업이익은 전분기 수준 또는 소폭 하회를 기록할 것으로 판단된다. 4분기 마케팅비용은 171억원으로 전분기 대비 약 28.4% 증가할 것으로 예상되며, 매출액 대비 비중은 13%로 전분기 10.8% 대비 상승했으며 전년동기(12.9%) 대비로는 유사한 수준이다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(1월 28일): 53,600원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	714.26		
52주 최고/최저(원)	73,500/51,500	매출액(십억원)	489.6 560.6
시가총액(십억원)	978.1	영업이익(십억원)	142.4 182.9
시가총액비중(%)	0.41	순이익(십억원)	100.1 131.6
발행주식수(천주)	18,247.3	EPS(원)	5,309 6,611
60일 평균 거래량(천주)	79.5	BPS(원)	29,850 36,211
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7		
18년 배당금(예상, 원)	350		
18년 배당수익률(예상, %)	0.59		
외국인지분율(%)	13.21		
주요주주 지분율(%)			
김가람 외 5인	45.06		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(10.4) (0.6) (12.6)		
상대	(15.2) 7.8 11.8		



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	155.6	319.3	487.7	582.0	667.6
영업이익	십억원	44.9	81.0	139.6	183.1	222.9
세전이익	십억원	53.4	38.3	119.5	153.6	193.1
순이익	십억원	48.8	35.4	96.4	122.9	154.4
EPS	원	2,847	2,027	5,346	6,735	8,460
증감률	%	N/A	(28.8)	163.7	26.0	25.6
PER	배	14.00	25.50	11.19	7.96	6.34
PBR	배	1.60	2.00	1.92	1.43	1.17
EV/EBITDA	배	9.39	13.89	8.51	5.74	4.25
ROE	%	12.91	9.04	20.89	21.32	21.77
BPS	원	24,914	25,835	31,124	37,536	45,673
DPS	원	650	350	350	350	350



Analyst 황승택

02-3771-7519

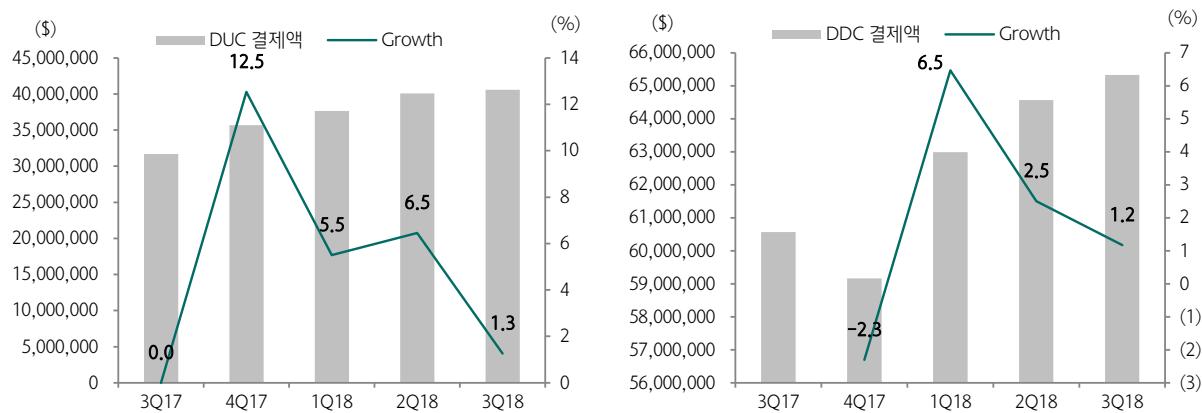
sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

그림 1. 더블유카지노와 더블다운카지노의 견조한 결제액 증가



자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 1. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	319,345	487,713	582,011	113,925	118,680	123,369	131,738	135,476	142,404	147,835	156,296
성장률(%)	105.2	52.7	19.3	3.2	4.2	4.0	6.8	2.8	5.1	3.8	5.7
더블유카지노 결제액	146,543	176,937	208,061	40,373	43,233	45,527	47,804	48,760	51,198	52,734	55,370
테이크5 결제액	10,912	13,279	17,783	3,299	3,330	3,167	3,483	3,832	4,215	4,636	5,100
더블다운카지노 결제액	156,331	288,118	343,936	67,544	69,642	73,268	77,664	79,994	83,994	87,354	92,595
엘런(Ellen)슬롯 결제액	756	5,871	6,228	1,580	1,605	1,311	1,376	1,445	1,517	1,593	1,673
영업비용	238,325	348,149	398,929	87,907	84,190	84,127	91,925	92,975	98,235	99,996	107,723
성장률(%)	115.1	46.1	14.6	8.1	(4.2)	(0.1)	9.3	1.1	5.7	1.8	7.7
인건비 및 기타	57,613	83,318	92,861	20,210	20,635	20,922	21,550	22,196	22,862	23,548	24,255
주식보상비용	1,344	143	0	99	44	0	0	0	0	0	0
마케팅비	41,417	65,721	74,391	19,976	15,281	13,338	17,126	16,257	18,513	17,740	21,881
지급수수료(플랫폼)	94,863	145,723	174,603	34,161	35,376	36,665	39,521	40,643	42,721	44,351	46,889
로열티	12,756	19,599	22,356	5,343	4,686	4,522	5,048	5,200	5,460	5,678	6,019
감가상각비	19,665	33,644	34,717	8,118	8,168	8,679	8,679	8,679	8,679	8,679	8,679
기타	10,666	0	0	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0
영업이익	81,020	139,564	183,082	26,018	34,490	39,243	39,813	42,501	44,169	47,839	48,573
성장률(%)	80.8	72.3	37.2	(70.3)	32.6	13.8	1.5	6.7	3.9	8.3	1.5
이익률(%)	25.4	28.6	37.5	22.8	29.1	31.8	30.2	31.4	31.0	32.4	31.1
계속사업이익	38,329	119,488	153,628	17,466	40,574	28,998	32,450	35,137	36,806	40,475	41,210
성장률(%)	(29.4)	211.7	28.6	후자전환	132.3	(28.5)	11.9	8.3	4.7	10.0	1.8
순이익	35,642	96,356	122,902	13,767	32,956	23,673	25,960	28,110	29,445	32,380	32,968
성장률(%)	(30.6)	170.3	27.6	332.8	139.4	(28.2)	9.7	8.3	4.7	10.0	1.8

주: 연실적은 YOY 기준 성장률, 분기실적은 QoQ 기준 성장률

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		155.6	319.3	487.7	582.0	667.6
매출원가		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익		155.6	319.3	487.7	582.0	667.6
판관비		110.8	238.3	348.1	398.9	444.7
영업이익		44.9	81.0	139.6	183.1	222.9
금융순익		5.1	(23.8)	(29.4)	(29.5)	(29.9)
종속/관계기업순익		(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외순익		3.5	(18.9)	9.4	0.0	0.0
세전이익		53.4	38.3	119.5	153.6	193.1
법인세		4.7	2.7	33.1	30.7	38.7
계속사업이익		48.7	35.6	96.4	122.9	154.4
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		48.7	35.6	96.4	122.9	154.4
비지배주주지분						
순이익		(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		48.8	35.4	96.4	122.9	154.4
지배주주지분포괄이익		50.0	5.8	119.8	122.9	154.4
NOPAT		40.9	75.3	112.5	146.5	178.2
EBITDA		45.2	100.7	172.8	212.0	246.4
성장성(%)						
매출액증가율		N/A	105.2	52.7	19.3	14.7
NOPAT증가율		N/A	84.1	49.4	30.2	21.6
EBITDA증가율		N/A	122.8	71.6	22.7	16.2
영업이익증가율		N/A	80.4	72.3	31.2	21.7
(지배주주)순익증가율		N/A	(27.5)	172.3	27.5	25.6
EPS증가율		N/A	(28.8)	163.7	26.0	25.6
수익성(%)						
매출총이익률		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률		29.0	31.5	35.4	36.4	36.9
영업이익률		28.9	25.4	28.6	31.5	33.4
계속사업이익률		31.3	11.1	19.8	21.1	23.1
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		2,847	2,027	5,346	6,735	8,460
BPS		24,914	25,835	31,124	37,536	45,673
CFPS		3,444	5,345	9,765	11,618	13,501
EBITDAPS		2,633	5,771	9,586	11,618	13,501
SPS		9,071	18,305	27,060	31,896	36,588
DPS		650	350	350	350	350
주가지표(배)						
PER		14.0	25.5	11.2	8.0	6.3
PBR		1.6	2.0	1.9	1.4	1.2
PCFR		11.6	9.7	6.1	4.6	4.0
EV/EBITDA		9.4	13.9	8.5	5.7	4.2
PSR		4.4	2.8	2.2	1.7	1.5
재무비율(%)						
ROE		12.9	9.0	20.9	21.3	21.8
ROA		11.2	4.9	9.6	11.5	12.8
ROIC		408.4	16.9	12.7	16.8	20.9
부채비율		15.5	146.4	94.9	78.5	64.0
순부채비율		(68.9)	120.8	73.1	37.5	8.7
이자보상배율(배)		416.6	4.0	4.5	6.0	7.2

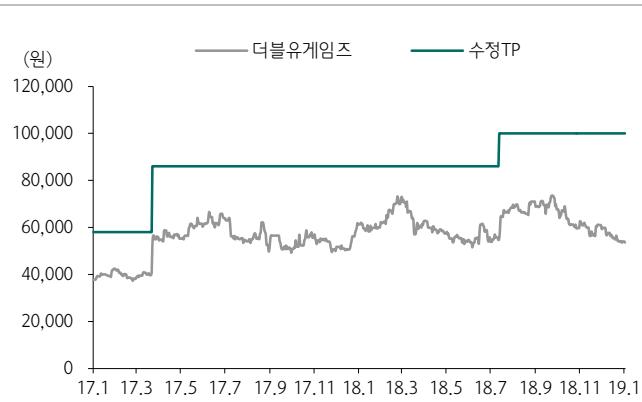
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		322.8	105.1	123.0	273.6	447.6
금융자산		304.1	60.3	70.5	211.4	381.1
현금성자산		15.3	24.8	70.5	211.4	381.1
매출채권 등		17.7	40.6	48.5	57.5	61.4
재고자산		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산		1.0	4.2	4.0	4.7	5.1
비유동자산		114.2	892.1	886.6	860.0	837.6
투자자산		106.9	10.6	12.7	15.0	16.0
금융자산		106.8	10.6	12.6	15.0	16.0
유형자산		1.1	1.9	1.7	1.1	0.7
무형자산		0.2	865.4	868.8	840.5	817.4
기타비유동자산		6.0	14.2	3.4	3.4	3.5
자산총계		437.0	997.2	1,009.6	1,133.7	1,285.2
유동부채		57.4	307.4	206.5	213.0	215.8
금융부채		43.5	277.2	167.0	167.0	167.0
매입채무 등		7.5	25.5	30.4	36.0	38.5
기타유동부채		6.4	4.7	9.1	10.0	10.3
비유동부채		1.3	285.2	285.2	285.7	285.9
금융부채		0.0	272.0	282.3	282.3	282.3
기타비유동부채		1.3	13.2	2.9	3.4	3.6
부채총계		58.7	592.6	491.7	498.7	501.8
지배주주지분		378.2	404.6	518.0	635.0	783.4
자본금		8.6	8.8	9.1	9.1	9.1
자본잉여금		273.3	308.7	321.3	321.3	321.3
자본조정		(26.6)	(31.4)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
기타포괄이익누계액		(0.1)	(29.6)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
이익잉여금		123.0	148.1	238.7	355.8	504.2
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		378.2	404.6	518.0	635.0	783.4
순금융부채		(260.6)	488.9	378.7	237.9	68.2
현금흐름표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		54.3	82.4	129.6	149.1	176.6
당기순이익		48.7	35.6	96.4	122.9	154.4
조정		10.0	40.3	51.6	28.9	23.4
감가상각비		0.3	19.7	33.2	28.9	23.4
외환거래손익		(3.2)	12.9	(7.6)	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		12.9	7.7	26.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채		(4.4)	6.5	(18.4)	(2.7)	(1.2)
변동						
투자활동 현금흐름		(105.9)	(596.8)	30.6	(2.4)	(1.0)
투자자산감소(증가)		(106.8)	96.3	(2.1)	(2.4)	(1.0)
유형자산감소(증가)		(0.4)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타		1.3	(692.5)	33.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름		(6.4)	524.6	(114.4)	(5.9)	(5.9)
금융부채증가(감소)		43.5	505.7	(100.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)		281.9	35.6	12.8	0.0	0.0
기타재무활동		(331.8)	(6.4)	(21.5)	0.0	0.0
배당지급		0.0	(10.3)	(5.7)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감		(57.5)	9.5	45.7	140.8	169.7
Unlevered CFO		59.1	93.2	176.0	212.0	246.4
Free Cash Flow		53.8	81.8	128.9	149.1	176.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.8.9	BUY	100,000		
17.4.19	BUY	86,000	-32.72%	-14.88%
17.2.3	BUY	58,000	-31.34%	-26.90%
16.10.20	BUY	69,000	-48.71%	-41.74%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 01월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.