

더블유게임즈 (192080)

SW/SI

이창영



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (2/12)	56,500원
상승여력	56%

시가총액	10,310억원
총발행주식수	18,247,298주
60일 평균 거래대금	45억원
60일 평균 거래량	78,531주
52주 고	73,500원
52주 저	51,500원
외인지분율	13.03%
주요주주	김기람 외 5 인 45.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.8	(8.0)	(6.9)
상대	(4.4)	(15.5)	7.4
절대(달려환산)	1.1	(7.2)	(10.2)

우상향 하는 가운데 등락

2018년 4분기 실적 Review

매출액 1,270억원(YoY +15%, QoQ +2.9%), 영업이익 374억원(YoY +29%, QoQ -4.8%), 지배 순이익 268억원. 더블유카지노(DUC), 더블다운카지노(DDC) 매출액 각각 YoY +17%, +16%의 고성장을 유지하였으나, 마케팅비 증가(YoY +26%, QoQ +35%)로 영업이익 컨센서스 하회.

동사와 같은 모바일 카지노 게임의 주요 지표인 DAU(일간사용자수)는 DUC, DDC 각각 YoY -13%, -1.3% 감소하고 있어, 사용자 유지/증가를 위한 마케팅비를 증가한 것으로 판단됨.

반면 DAU 감소 이상으로 사용자당 게임 지불액은 DUC, DDC(YoY +29.7%, +17.9%) 고성장 중이어서, 동사 게임 전체로 매출액 성장은 견고한 상황인 것으로 추정됨. 사용자당 게임 지불액이 계속 증가하고 있는 것은 사용자들의 동사 게임에 대한 충성도가 높기 때문이고, 그만큼 동사 모바일 슬롯의 몰입도(=게임성= 적절한 잭팟 성공률)가 높기 때문인 것으로 추정됨

2019년 전망

2019년에도 동사 실적은 마케팅비 증감에 따라 분기별 변동성이 발생할 것으로 예상됨. 동사에게 마케팅비란 사용자 유지 및 증가를 위해 집행해야만 하는 비용이지만, 동사 게임에 대한 사용자들의 높은 충성도로 인해, 마케팅비 증감이 매출에 미치는 단기적 영향은 상당히 감소한 상황임. 따라서, 매출액 증가보다 마케팅비의 증가가능성은 높지 않을 것으로 판단됨. 즉, 2019년은 비용증가(마케팅비)보다 매출액 증가율이 높아 이익(률)개선이 예상됨. 다만 시장 진출에 따른 매출 저변 확대도 긍정적임.

비용측면에서도 DDC게임 매출 중에서 DUC게임이 차지하는 비중이 올라가며, IGT에게 지불하는 로열티 비용이 감소하고 있고, 차입금 상환에 의한 이자비용(영업외비용)도 감소(Y-Y 47억원 감소 전망)하고 있어 전체적으로 순이익 개선 전망.

투자 의견 BUY, 목표주가 88,000원 유지

타 게임주 처럼 신작 출시에 따른 급격한 실적개선 기대감은 상대적으로 적지만, DUC, DDC 의 꾸준한 성장과 양사의 시너지가 발생하고 있어, 2019년 실적 개선 예상됨

투자 의견 BUY, 목표주가 88,000원을 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,270	15.1	3.0	1,308	-2.9
영업이익	374	28.8	-4.8	414	-9.7
세전계속사업이익	315	흑전	8.8	344	-8.3
지배순이익	268	728.0	13.2	279	-3.9
영업이익률 (%)	29.4	+3.1 %pt	-2.4 %pt	31.7	-2.3 %pt
지배순이익률 (%)	21.1	+18.2 %pt	+1.9 %pt	21.3	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	1,556	3,193	4,830	5,451
영업이익	449	810	1,371	1,757
지배순이익	488	354	972	1,005
PER	13.3	25.4	11.2	10.4
PBR	1.6	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.6	13.8	8.2	6.3
ROE	25.8	9.0	21.0	17.8

자료: 유안타증권

더블유게임즈 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018P	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
영업수익	3,193	4,830	5,451	6,184	1,139	1,187	1,234	1,270	1,291	1,338	1,372	1,450
yoy		51.3%	12.8%	13.4%	3.2%	4.2%	4.0%	3.0%	1.6%	3.7%	2.5%	5.7%
영업비용	2,383	3,459	3,694	4,036	879	842	841	897	882	906	922	984
플랫폼	949	1,441	1,628	1,816	342	354	367	379	386	400	410	433
마케팅	414	665	687	694	200	153	133	180	153	160	170	203
인건비	389	567	607	651	135	131	155	145	147	151	153	156
로열티	128	193	198	211	51	49	45	48	44	41	38	36
기타	294	254	247	272	69	73	54	58	65	65	63	66
유무형상각비	197	338	355	365	81	82	87	88	88	89	88	90
연결영업이익	810	1,371	1,757	2,148	260.2	345	392	374	409	432	450	465
영업이익률	25.4%	28.4%	32.2%	34.7%	22.8%	29.1%	31.8%	29.4%	31.7%	32.3%	32.8%	32.1%
더블유게임즈												
영업수익	1,612	1,931	2,152	2,477	445	478	497	511	512	527	536	577
영업비용	933	1,166	1,293	1,453	302	273	280	314	303	313	324	352
플랫폼	482	570	634	730	135	141	145	150	151	155	158	170
마케팅비	246	318	329	360.13	100	67	62	88	72	76	84	96
인건비 등	195	205	234	258	47	48	55	55	57	58	59	61
영업이익	589	764	860	1,024	142	205	218	197	209	214	212	224
영업이익률	36.6%	39.6%	39.9%	41.3%	32.0%	42.9%	43.8%	38.5%	40.9%	40.6%	39.5%	38.9%
Double Down Interactive												
영업수익	1,581	2,937	3,362	3,707	696	717	749	775	795	827	852	889
영업비용	1,226	2,223	2,380	2,583	557	540	549	579	574	587	592	626
플랫폼	466	870	993	1,112	207	213	222	229	235	244	251	263
마케팅비	168	346	354	371	99	85	71	91	80	83	85	107
인건비	175	255	284	313	67	57	63	68	68	71	72	73
기타		175	163	180	50	43	46	36	42	41	40	41
감가상각비	192	330	347	357	79.6	80	85	86	86	87	86	88
Royalty	130	246	238	250	53	61	63	69	64	61	58	55
영업이익	355	714	983	1,124	139	177	199	196	221	240	260	262
영업이익률	22.5%	24.3%	29.2%	30.3%	20.0%	24.7%	26.6%	25.3%	27.8%	29.0%	30.5%	29.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

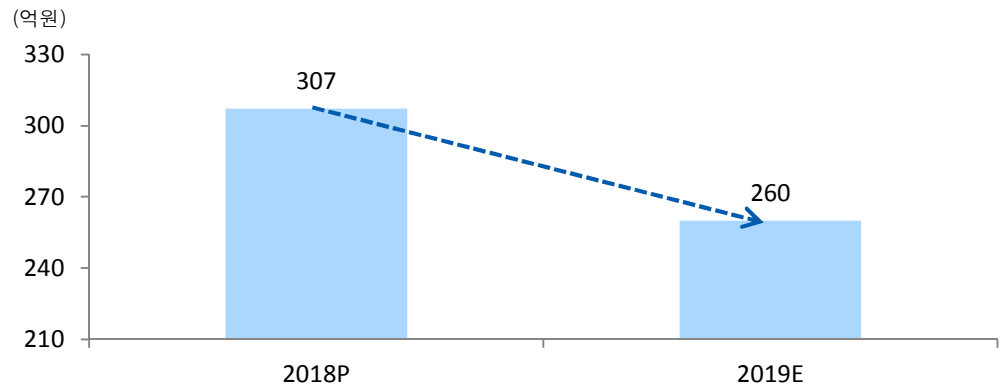
더블유게임즈 2018 vs 2019 이자비용 추정

(단위: 억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	Y-Y
이자비용	85	84	78	79	77	73	70	67	63	60	307	260	-47
단기차입금	3,500	2,772	2,742	2,270	1,670	1,380	1,080	780	480	0	1,380	0	-1,380

자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

2018년도대비 2019년도 이자비용



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

DDC 주요 지표 (DAU, ARPPDAU)



자료: 더블유게임즈

DUC 주요 지표 (DAU, ARPPDAU)



자료: 더블유게임즈

DDC 및 DUC 주요 지표

(단위: \$, 명)

	일평균 결제액(\$)	DAU(명)	ARPPDAU(\$)
DDC			
4Q17	641,073	1,250,538	0.5126
4Q18	728,803	1,087,585	0.6646
Y-Y	13.7%	-13.0%	29.7%
DUC			
4Q17	375,208	869,645	0.4314
4Q18	436,767	858,574	0.5088
Y-Y	16.4%	-1.3%	17.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,556	3,193	4,830	5,451	6,184
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	4,830	5,451	6,184
판매비	1,108	2,383	3,459	3,694	4,036
영업이익	449	810	1,371	1,757	2,148
EBITDA	452	1,007	1,703	2,018	2,366
영업외손익	85	-427	-185	-206	-117
외환관련손익	35	-190	113	-2	-1
이자손익	52	-174	-297	-199	-117
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-63	-1	-5	1
법인세비용차감전순이익	534	383	1,186	1,551	2,031
법인세비용	47	27	214	295	386
계속사업순이익	487	356	972	1,256	1,645
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	487	356	972	1,256	1,645
지배지분순이익	488	354	972	1,005	1,316
포괄순이익	498	61	1,208	1,257	1,646
지배지분포괄이익	500	58	1,208	1,257	1,646

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,228	1,051	1,134	1,033	1,597
현금및현금성자산	153	248	497	391	956
매출채권 및 기타채권	177	406	490	521	540
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,797	8,556	8,361
유형자산	11	19	17	15	14
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1,068	106	57	68	82
자산총계	4,370	9,972	9,931	9,590	9,958
유동부채	574	3,074	1,749	445	538
매입채무 및 기타채무	75	255	277	330	394
단기차입금	435	2,772	1,380	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	2,852	2,993	3,009	2,028
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	2,720	2,823	2,823	1,823
부채총계	587	5,926	4,741	3,454	2,565
지배지분	3,782	4,046	5,190	6,136	7,393
자본금	86	88	91	91	91
자본잉여금	2,733	3,087	3,213	3,213	3,213
이익잉여금	1,230	1,481	2,396	3,342	4,599
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,782	4,046	5,190	6,136	7,393
순차입금	-2,606	4,889	3,591	2,343	798
총차입금	435	5,492	4,203	2,823	1,823

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	543	824	1,435	1,567	1,924
당기순이익	487	356	972	1,256	1,645
감가상각비	3	8	8	8	7
외환손익	-32	129	-85	2	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-44	65	-50	34	47
기타현금흐름	128	265	590	266	224
투자활동 현금흐름	-1,059	-5,968	-1,903	-1,853	-1,859
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	-1,897	-1,848	-1,854
재무활동 현금흐름	-64	5,246	-1,427	-1,417	-1,037
단기차입금	434	2,337	-1,392	-1,380	0
사채 및 장기차입금	0	3,000	0	0	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-103	-57	-59	-59
기타현금흐름	-498	12	22	22	22
연결범위변동 등 기타	5	-7	2,145	1,598	1,537
현금의 증감	-575	95	249	-106	565
기초 현금	728	153	248	497	391
기말 현금	153	248	497	391	956
NOPLAT	449	810	1,371	1,757	2,148
FCF	364	1,009	1,399	1,712	1,999

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

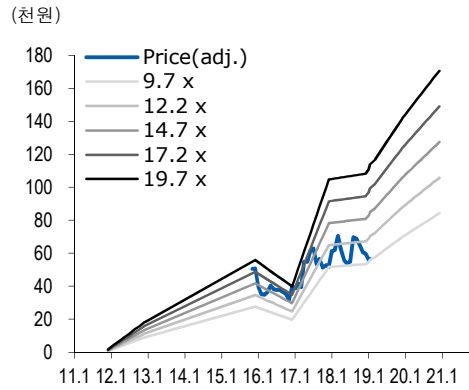
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

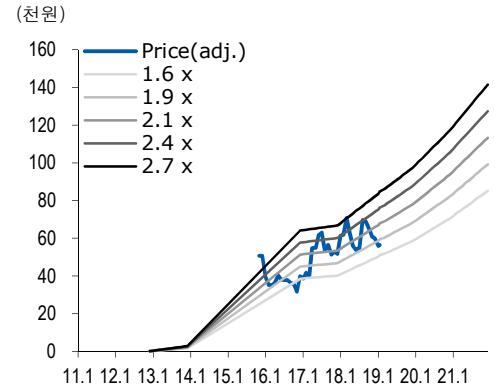
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,847	2,027	5,330	5,508	7,213
BPS	23,957	24,982	30,802	36,418	43,879
EBITDAPS	2,633	5,771	9,335	11,058	12,965
SPS	9,071	18,305	26,483	29,872	33,888
DPS	650	350	350	350	350
PER	13.3	25.4	11.2	10.4	7.9
PBR	1.6	2.1	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.6	13.8	8.2	6.3	4.7
PSR	4.2	2.8	2.3	1.9	1.7

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	105.2	51.3	12.8	13.4
영업이익 증가율 (%)	na	80.6	69.2	28.1	22.2
지배순이익 증가율 (%)	na	-27.6	174.9	3.4	30.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	28.8	25.4	28.4	32.2	34.7
지배순이익률 (%)	31.4	11.1	20.1	18.4	21.3
EBITDA 마진 (%)	29.0	31.5	35.2	37.0	38.3
ROIC	1,352.8	17.0	12.7	16.3	20.7
ROA	22.4	4.9	9.8	10.3	13.5
ROE	25.8	9.0	21.0	17.8	19.5
부채비율 (%)	15.5	146.4	91.4	56.3	34.7
순차입금/자기자본 (%)	-68.9	120.8	69.2	38.2	10.8
영업이익/금융비용 (배)	416.6	4.0	4.5	8.6	16.2

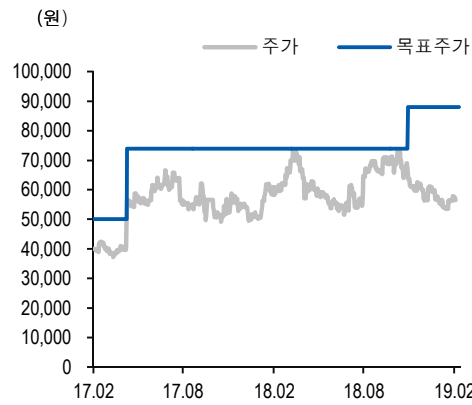
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-13	BUY	88,000	1년		
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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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 기존 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 투자의사결정은 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.