



BUY(Maintain)

목표주가: 96,000원 (상향)

주가(4/24): 71,600원

시가총액: 13,075억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,201.03pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	73,500원	51,500원
등락률	-2.6%	39.0%
수익률	절대	상대
1W	20.3%	19.6%
1M	3.6%	-1.3%
1Y	14.0%	29.1%

Company Data

발행주식수	18,261천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	17.0%
배당수익률(19E)	0.5%
BPS(19E)	35,961원
주요 주주	김가람 외 5인
	44.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,193	4,830	5,329	5,833
영업이익	810	1,358	1,577	1,795
EBITDA	1,007	1,696	1,920	2,132
세전이익	383	1,173	1,451	1,790
순이익	356	878	1,168	1,441
지배주주지분순이익	354	878	1,168	1,441
EPS(원)	2,027	4,869	6,395	7,892
증감률(% YoY)	-28.8	140.2	31.3	23.4
PER(배)	25.5	12.3	11.2	9.1
PBR(배)	2.2	2.1	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	13.9	8.7	7.2	5.6
영업이익률(%)	25.4	28.1	29.6	30.8
ROE(%)	9.0	19.0	19.9	19.5
순차입금비율(%)	120.8	73.7	32.5	2.6

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

탄탄한 실적에 리레이팅 구간



더블유게임즈의 1Q실적은 매출액 1,257억원(QoQ -1.0%), 영업이익 378억원(QoQ +5.0%)으로 당사 예상치에 부합하는 실적을 기록하였습니다. 일별 매출이 소폭 증가했으나 영업일수 감소로 전분기대비 매출이 소폭 감소하였지만 로열티 및 마케팅비용의 감소로 안정적 영업이익을 구현하였습니다. 향후 나스닥에 상장 준비 중인 sciplay의 결과가 Valuation 리레이팅에 긍정적 영향을 끼칠 것으로 기대됩니다.

>> 1Q Review: 안정적 매출과 비용효율화

더블유게임즈의 1Q실적은 매출액 1,257억원(QoQ -1.0%), 영업이익 378억원(QoQ +5.0%)으로 당사 예상치에 부합하는 실적을 기록하였다. 웹부문의 소폭 감소가 있었으나 모바일부문의 성장으로 일평균매출은 4Q대비 증가하였지만 영업일수의 감소로 인해 전분기대비 소폭 감소한 매출을 기록하였다. 비용부문에서는 마케팅비용의 효율화, 게임 내 더블유슬럿의 비중확대로 로열티가 감소하면서 전분기대비 이익이 개선되는 모습을 나타내었다. 순이익은 기말환율의 증가와 인수금융 상환에 따른 이자비용 감소로 개선되는 모습을 나타냈다.

2Q에는 메가박스 피처가 돌입됨에 따라 더블다운의 매출개선이 나타날 수 있겠지만 시기적으로 비수기시즌에 마케팅비용 증가가 예상되기 때문에 본격적인 실적개선은 3Q부터 진행될 것으로 전망된다.

>> Valuation의 리레이팅 구간

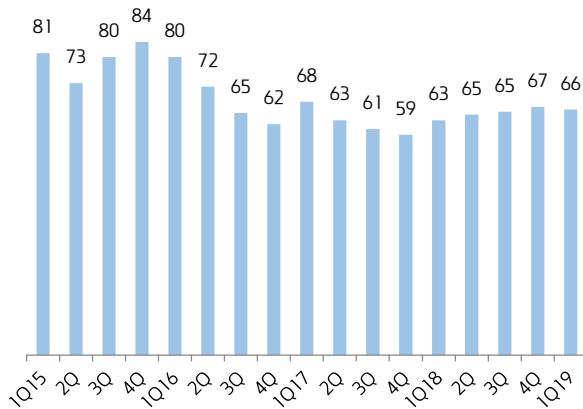
실적부문보다 중요한 것은 Valuation이다. 미국 사이언티픽게임즈의 소셜카지노게임부문(scipaly)이 IPO를 준비하고 있다. 현재 증권신고서가 올라옴에 따라 그 동안 낮게 평가된 동사의 Valuation이 정상화 될 수 있는 여건이 발생했다. Scipaly의 매출규모는 2018년 기준으로 4.16억달러로 동사와 유사한 수준이며 수익성은 동사의 절반에 미치지 못한다. 공모가 밴드가 17.7억달러 ~20억달러 수준으로 나왔기 때문에 동사의 재평가에 대한 근거가 명확해지고 있다.

다만 scipaly의 공모가 멀티플이 매우 높기 때문에 이를 동사 멀티플에 바로 적용시키기는 어려울 것으로 판단된다. Scipaly의 IPO가 큰 무리없이 진행된다면 동사에게도 국내 평균 수준의 멀티플 반영은 가능할 것으로 판단된다.

>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 96,000원 상향

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 96,000원으로 상향한다. 목표주가는 2019년 예상EPS 6,395원에 Target PER 15배를 적용하여 산출하였다.

더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

Sciplay의 IPO정보

Class A		Shares	%
Total shares		126,400,000	100.0%
Scientific Games Corporation		104,400,000	82.6% (80%)
Offering Shares		22,000,000	17.4%

item	low	high	
Price Range	\$14	\$16	
Deal Size	\$308M	\$352M	
Market Cap	\$1,770M	\$2,022M	
EV/EBITDA x	18.8x	21.5x	CY 18 basis
PSR x	4.3x	4.9x	CY 18 basis
PER x	45.4x	51.8x	CY 18 basis

자료: Scipaly Corp, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,139	1,187	1,234	1,270	1,257	1,284	1,373	1,415	3,193	4,830	5,329
DUC+DDC	1,093	1,138	1,177	1,199	1,177	1,203	1,280	1,316	3,032	4,607	4,977
더블유카지노	409	436	451	456	443	439	476	487	1,456	1,752	1,844
더블다운카지노	684	702	726	743	734	765	804	829	1,577	2,855	3,132
더블유빙고	9	8	7	6	5	6	6	6	35	30	22
TAKES	34	33	32	37	34	35	38	38	109	136	145
기타	3	7	18	29	41	41	49	55	16	57	185
영업비용	879	842	841	910	879	923	946	1,005	2,380	3,473	3,752
지급수수료	342	354	367	379	377	385	412	424	956	1,441	1,599
광고선전비	200	153	133	180	139	186	163	197	414	665	685
주식보상비용	1	0	0	0	0	0	0	0	13	1	0
로열티	53	47	45	48	38	47	54	60	128	193	200
감가상각비	81	82	87	88	110	87	87	87	193	338	372
인건비 및 기타	202	206	209	216	216	217	229	236	676	833	897
영업이익	260	345	392	360	378	361	427	410	813	1,358	1,577
영업이익률	23%	29%	32%	28%	30%	28%	31%	29%	25%	28%	30%
QoQ											
매출액	3%	4%	4%	3%	-1%	2%	7%	3%	105%	51%	10%
영업비용	8%	-4%	0%	8%	-3%	5%	2%	6%	115%	46%	8%
영업이익	-11%	33%	14%	-8%	5%	-4%	18%	-4%	81%	67%	16%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

1Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	1Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	1Q 실적	전분기대비	1Q 추정치	추정치대비	1Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,257	-1.0	1,241	1.3	1,284	-2.1
영업이익	378	5.0	377	0.3	393	-3.8
당기순이익	270	55.7	257	5.1		

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,193	4,830	5,329	5,833	6,046
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,193	4,830	5,329	5,833	6,046
판관비	2,383	3,473	3,752	4,038	3,990
영업이익	810	1,358	1,577	1,795	2,055
EBITDA	1,007	1,696	1,920	2,132	2,400
영업외손익	-427	-184	-127	-5	33
이자수익	30	7	14	48	86
이자비용	204	306	176	88	88
외환관련이익	18	132	52	52	52
외환관련순실	207	14	12	12	12
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-64	-3	-5	-5	-5
법인세차감전이익	383	1,173	1,451	1,790	2,089
법인세비용	27	296	283	349	407
계속사업순손익	356	878	1,168	1,441	1,681
당기순이익	356	878	1,168	1,441	1,681
지배주주순이익	354	878	1,168	1,441	1,681
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	105.2	51.3	10.3	9.5	3.7
영업이익 증감율	80.6	67.7	16.1	13.8	14.5
EBITDA 증감율	122.9	68.4	13.2	11.0	12.6
지배주주순이익 증감율	-27.5	148.0	33.0	23.4	16.7
EPS 증감율	-28.8	140.2	31.3	23.4	16.7
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	25.4	28.1	29.6	30.8	34.0
EBITDA Margin(%)	31.5	35.1	36.0	36.6	39.7
지배주주순이익률(%)	11.1	18.2	21.9	24.7	27.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,051	1,146	1,587	3,584	5,828
현금 및 현금성자산	248	418	801	2,722	4,906
단기금융자산	355	2	2	2	2
매출채권 및 기타채권	406	352	373	408	423
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	397	376	413	454	499
비유동자산	8,921	8,822	8,468	8,131	7,786
투자자산	106	57	45	45	45
유형자산	19	18	10	6	3
무형자산	8,654	8,726	8,391	8,059	7,717
기타비유동자산	142	21	22	21	21
자산총계	9,972	9,968	10,054	11,714	13,614
유동부채	3,074	1,764	467	469	472
매입채무 및 기타채무	255	257	259	262	264
단기금융부채	2,772	1,380	80	80	80
기타유동부채	47	127	128	127	128
비유동부채	2,852	3,021	3,021	3,021	3,021
장기금융부채	2,720	2,858	2,858	2,858	2,858
기타비유동부채	132	163	163	163	163
부채총계	5,926	4,785	3,488	3,490	3,493
자자지분	4,046	5,183	6,567	8,224	10,122
자본금	88	91	91	91	91
자본잉여금	3,087	3,227	3,227	3,227	3,227
기타자본	-314	-416	-416	-416	-416
기타포괄손익누계액	-296	-21	254	530	805
이익잉여금	1,481	2,302	3,410	4,792	6,415
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,567	8,224	10,122

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	824	1,563	1,453	1,702	1,967
당기순이익	356	878	1,168	1,441	1,681
비현금항목의 가감	576	868	786	725	752
유형자산감가상각비	8	8	8	4	2
무형자산감가상각비	189	330	335	332	342
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	379	532	443	389	408
영업활동자산부채증감	65	16	-56	-74	-58
매출채권및기타채권의감소	-4	55	-21	-35	-15
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	2	-56	2	2	3
기타	67	17	-37	-41	-46
기타현금흐름	-173	-199	-445	-390	-408
투자활동 현금흐름	-5,968	34	-314	-326	-326
유형자산의 취득	-6	-7	0	0	0
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-55	-35	0	0	0
투자자산의감소(증가)	963	49	12	0	0
단기금융자산의감소(증가)	2,533	354	0	0	0
기타	-9,403	-328	-326	-326	-326
재무활동 현금흐름	5,246	-1,431	-1,341	-41	-41
차입금의 증가(감소)	5,337	-1,392	-1,300	0	0
자본금,자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-103	-57	-59	-59	-59
기타	12	18	18	18	18
기타현금흐름	-7	4	585	585	585
현금 및 현금성자산의 순증가	95	170	383	1,920	2,185
기초현금 및 현금성자산	153	248	418	801	2,722
기말현금 및 현금성자산	248	418	801	2,722	4,906

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,027	4,869	6,395	7,892	9,207
BPS	22,996	28,402	35,961	45,038	55,430
CFPS	5,345	9,685	10,700	11,861	13,328
DPS	350	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	25.5	12.3	11.2	9.1	7.8
PER(최고)	33.2	15.8	11.2		
PER(최저)	17.9	10.2	8.2		
PBR	2.2	2.1	2.0	1.6	1.3
PBR(최고)	2.9	2.7	2.0		
PBR(최저)	1.6	1.7	1.5		
PSR	2.82	2.23	2.20	2.01	1.94
PCFR	9.7	6.2	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	13.9	8.7	7.2	5.6	4.1
주요비율(%)					
배당성향%,보통주,현금	15.9	6.7	5.1	4.1	3.5
배당수익률(%),보통주,현금	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROA	5.0	8.8	11.7	13.2	13.3
ROE	9.0	19.0	19.9	19.5	18.3
ROIC	17.6	13.1	14.2	16.7	19.7
매출채권회전율	10.9	12.7	14.7	14.9	14.5
재고자산회전율					
부채비율	146.4	92.3	53.1	42.4	34.5
순차입금비율	120.8	73.7	32.5	2.6	-19.5
이자보상배율	4.0	4.4	8.9	20.4	23.3
총차입금	5,492	4,238	2,938	2,938	2,938
순차입금	4,889	3,819	2,135	215	-1,970
NOPLAT	1,007	1,696	1,920	2,132	2,400
FCF	983	1,480	1,557	1,708	1,941

Compliance Notice

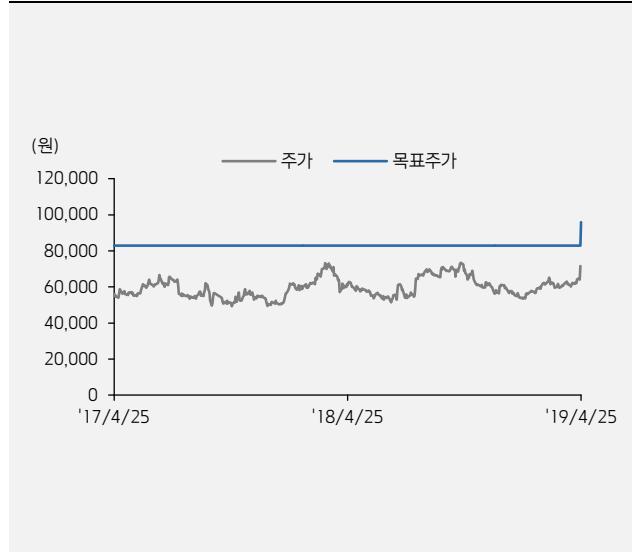
- 당사는 4월 24일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리를	
					평균주가대비	최고주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-27.26	-19.76
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-27.84	-19.76
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-31.07	-19.76
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-36.11	-33.61
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-34.00	-25.30
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-33.29	-25.30
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.95	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.68	-11.81
	2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-29.53	-28.80
	2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.60	-26.27
	2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.41	-25.78
	2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-29.31	-16.02
	2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-24.92	-11.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-24.90	-11.45
	2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.93	-30.36
	2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.36	-13.73
	2019/04/25	BUY(Maintain)	96,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를 산출하였음..

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%