

더블유게임즈 (192080)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (4/29)	73,100원
상승여력	20%

시가총액	13,348억원
총발행주식수	18,260,502주
60일 평균 거래대금	72억원
60일 평균 거래량	112,985주
52주 고	74,400원
52주 저	51,500원
외인지분율	17.65%
주요주주	김가람 외 5인 43.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.1	30.1	16.4
상대	15.0	28.1	30.9
절대(달러환산)	16.7	25.4	8.2

숨겨진 가치가 드러나다

2019년 1분기 실적 Review

영업수익 1,257억원(YoY +10%, QoQ -1%), 영업이익 378억원(YoY +45%, QoQ +5%), 당기 순이익 270억원(YoY +96%, QoQ +56%). 컨센서스 소폭 하회. 전분기 대비 마케팅비 41억원 감소하며 더블유카지노, 더블다운카지노 각각 QoQ 1%씩 감소하였으나, YoY 기준으로는 각각 +11%, +10% 성장하며 두 자릿수 성장을 지속함

2분기 및 하반기 전망

2분기는 IGT 주요 IP 메가박스(잭팟 피쳐)를 더블다운 카지노에 론칭할 예정이어서, 더블다운 카지노의 매출성장이 가속화 될 것으로 예상됨. 또한, 1분기 축소되었던 마케팅비가 다시 증가할 것으로 예상되는바, 매출 증가 비용증가가 동시에 발생할 것으로 예상됨

더블다운 인수를 위한 차입금은 '17년 5월 3,140억원에서 '19년 5월 현재 800억원으로 축소되어 영업외 이자비용은 18년 대비 약 100억원 감소될 것으로 예상됨

Peer 기업 IPO에 따른 소셜 카지노 업종 밸류에이션 재평가 기대

미국 Scientific Games의 소셜카지노 사업부문 IPO 수요예측을 위한 상장심사서류가 공개됨에 따라 미국 소셜카지노 업종에 대한 밸류에이션이 재주목되고 있음. 동사는 2018년 기준 매출액 416.2백만불, 영업이익 46.4백만불로 외형상(매출액)으로는 비슷하지만, 영업이익, EBITDA 기준으로는 절반 수준에 불과하고, 밸류에이션은 PER 45.4~51.8배(더블유게임즈12.6배), EV/EBITDA 18.8~21.5배(8.8배), PSR 4.3~4.9배(2.3배) 등 3배 전후로 비싼 상황임

동사의 100% 연결자회사 더블다운인теллек티브가 미국에 설립된 회사이고 더블유 카지노 연결매출 100%가 해외매출 그 중 50% 이상이 북미에서 발생하고 있음을 감안할 시 이러한 높은 밸류에이션은 동사 밸류에이션과 무관할 수 없다는 판단임

동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 88,000원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,257	10.3	-1.1	1,284	-2.1
영업이익	378	45.3	5.0	393	-3.9
세전계속사업이익	345	97.6	13.8	336	2.8
지배순이익	270	96.2	55.6	-	-
영업이익률 (%)	30.1	+7.3 %pt	+1.8 %pt	30.6	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	21.5	+9.4 %pt	+7.8 %pt	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	3,193	4,830	5,288	5,539
영업이익	810	1,358	1,547	1,727
지배순이익	354	878	886	975
PER	25.4	12.6	15.3	13.9
PBR	2.1	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.8	8.8	8.5	7.5
ROE	9.0	19.0	15.6	14.7

자료: 유안타증권

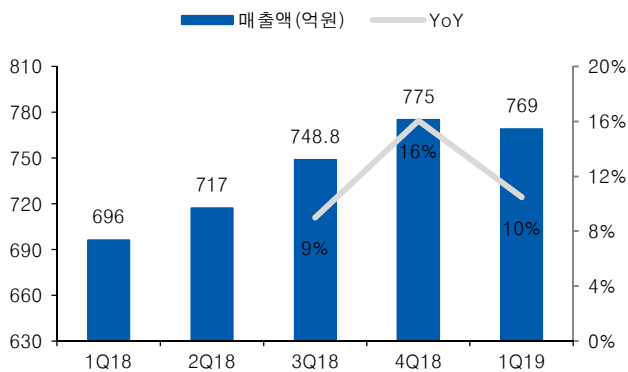
더블유게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
영업수익	3,193	4,830	5,288	5,539	1,139	1,187	1,234	1,270	1,257	1,297	1,341	1,392
영업비용	2,383	3,472	3,741	3,812	879	842	841	910	879	932	950	979
플랫폼	949	1,441	1,586	1661.603	342	354	367	379	377.0	389.2	402.3	417.7
마케팅	414	665	677	651	200	153	133	180	139	169	174	195
매출액 대비					17.5%	12.9%	10.8%	14.1%	11.1%	13.0%	13.0%	14.0%
인건비	389	567	666	651	135	131	155	145	164	166	167	169
로열티	128	193	198	211	51	49	45	48	38	41	38	36
기타	294	267	247	272	69	73	54	71	51	59	60	57
유무형상각비	197	338	355	365	81	82	87	88	110	109	108	105
연결영업이익	810	1,358	1,547	1,727	260.2	345	392	360	378	365	390	414
영업이익률(%)	25.4%	28.1%	29.3%	31.2%	22.8%	29.1%	31.8%	28.4%	30.1%	28.1%	29.1%	29.7%
더블유게임즈												
영업수익	1,612	1,931	1,927	2,100	445	478	497	511	504	529	556	583
더블유카지노	-	1,733	1,927	2,100	403	430	447	453	447	469	493	517
Double Down Interactive												
영업수익	1,581	2,937	3,179	3,439	696	717	749	775	769	784	801	825
더블다운카지노	-	-	3,058	3,302	676	695	726	747	742	753	770	793
영업비용	1,226	2,223	2,305	2,476	557	540	549	579	554	570	572	600
영업이익	355	714	874	963	139	177	199	196	215	214	230	225
영업이익률	22.5%	24.3%	27.5%	28.0%	20.0%	24.7%	26.6%	25.3%	28.0%	26.6%	27.6%	28.4%

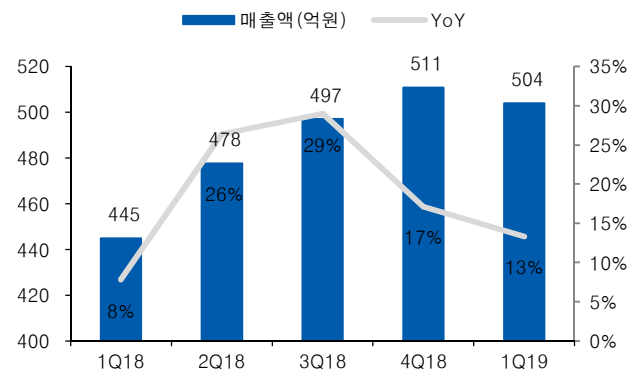
자료: 유안타증권 리서치센터

Double Down Interactive 실적 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(별도) 실적 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 vs Scientific Games

(단위: 억 원, 백만불)

	더블유게임즈			Scientific Games		
	2017	2018	YoY(%)	2017	2018	YoY(%)
영업수익	3,193	4,830	51%	361.4	416.2	15%
마케팅비	414	665	61%	86.7	105.7	22%
매출액 대비	13.0%	13.8%	6%	24.0%	25.4%	6%
연결영업이익	810	1,358	68%	47.8	46.4	-3%
영업이익률	25.4%	28.1%	2.7%	13.2%	11.1%	-2.1%
EBITDA	1,007	1,696	68%	69.4	94.0	35%
PER X		12.6			45.4X ~ 51.8X	
PSR X		2.3			4.3X ~ 4.9X	
EV/EBITDA		8.8			18.8X ~ 21.5X	
시가총액		13,348			1,770~2,100	

자료: 각 사 자료

Scientific Games Social Casino Game



자료: Scientific Games

Scientific Games Social Casino Game



자료: Scientific Games

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	3,193	4,830	5,288	5,539	5,934
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,193	4,830	5,288	5,539	5,934
판매비	2,383	3,473	3,741	3,812	4,039
영업이익	810	1,358	1,547	1,727	1,895
EBITDA	1,007	1,696	1,849	1,935	2,068
영업외손익	-427	-184	-144	-81	4
외환관련손익	-190	118	59	53	59
이자손익	-174	-298	-209	-136	-61
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-63	-4	7	2	5
법인세비용차감전순이익	383	1,173	1,404	1,646	1,899
법인세비용	27	296	364	427	492
계속사업순이익	356	878	1,040	1,219	1,406
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	356	878	1,040	1,219	1,406
지배지분순이익	354	878	886	975	1,125
포괄순이익	61	1,153	1,203	1,305	1,499
지배지분포괄이익	58	1,153	962	1,044	1,199

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,051	1,146	1,361	1,555	1,875
현금및현금성자산	248	418	870	1,032	1,360
매출채권 및 기타채권	406	352	451	482	475
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,921	8,822	8,508	8,310	8,150
유형자산	19	18	12	8	5
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	106	57	45	54	65
자산총계	9,972	9,968	9,869	9,865	10,026
유동부채	3,074	1,764	675	740	817
매입채무 및 기타채무	255	257	257	304	360
단기차입금	2,772	1,380	330	330	330
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,852	3,021	3,021	2,037	1,054
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,720	2,858	2,858	1,858	858
부채총계	5,926	4,785	3,696	2,776	1,871
지배지분	4,046	5,183	6,173	7,089	8,155
자본금	88	91	91	91	91
자본잉여금	3,087	3,227	3,227	3,227	3,227
이익잉여금	1,481	2,302	3,128	4,044	5,110
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,173	7,089	8,155
순차입금	4,889	3,819	2,317	1,155	-173
총차입금	5,492	4,238	3,188	2,188	1,188

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	824	1,563	1,217	1,376	1,560
당기순이익	356	878	1,040	1,219	1,406
감가상각비	8	8	6	4	3
외환손익	129	-79	-59	-53	-59
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	65	16	-83	-15	23
기타현금흐름	265	740	313	221	187
투자활동 현금흐름	-5,968	34	203	203	203
투자자산	621	-15	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-7	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-6,583	56	203	203	203
재무활동 현금흐름	5,246	-1,431	-1,092	-1,042	-1,042
단기차입금	2,337	-1,392	-1,050	0	0
사채 및 장기차입금	3,000	0	0	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-103	-57	-59	-59	-59
기타현금흐름	12	18	17	17	17
연결범위변동 등 기타	-7	4	123	-375	-394
현금의 증감	95	170	452	162	328
기초 현금	153	248	418	870	1,032
기말 현금	248	418	870	1,032	1,360
NOPLAT	810	1,358	1,547	1,727	1,895
FCF	1,009	1,362	1,365	1,472	1,599

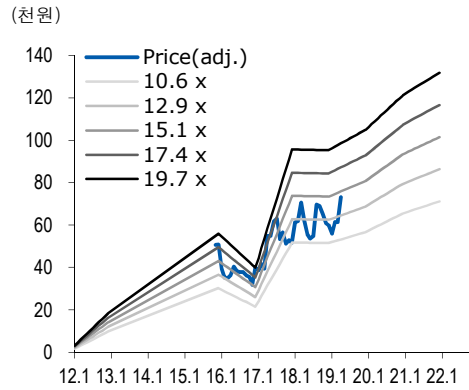
자료: 유안타증권

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 기준일로 함

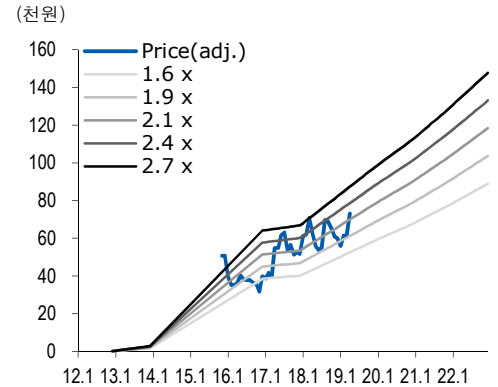
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,027	4,869	4,850	5,340	6,161
BPS	24,982	30,760	36,609	42,042	48,364
EBITDAPS	5,771	9,406	10,127	10,596	11,323
SPS	18,305	26,796	28,957	30,331	32,496
DPS	350	350	350	350	350
PER	25.4	12.6	15.3	13.9	12.1
PBR	2.1	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.8	8.8	8.5	7.5	6.4
PSR	2.8	2.3	2.6	2.5	2.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	105.2	51.3	9.5	4.7	7.1
영업이익 증가율 (%)	80.6	67.6	14.0	11.6	9.7
지배순이익 증가율 (%)	-27.6	148.2	0.9	10.1	15.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.4	28.1	29.3	31.2	31.9
지배순이익률 (%)	11.1	18.2	16.8	17.6	19.0
EBITDA 마진 (%)	31.5	35.1	35.0	34.9	34.8
ROIC	17.0	11.6	13.2	15.1	17.1
ROA	4.9	8.8	8.9	9.9	11.3
ROE	9.0	19.0	15.6	14.7	14.8
부채비율 (%)	146.4	92.3	59.9	39.2	22.9
순차입금/자기자본 (%)	120.8	73.7	37.5	16.3	-2.1
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.4	6.9	11.2	22.7

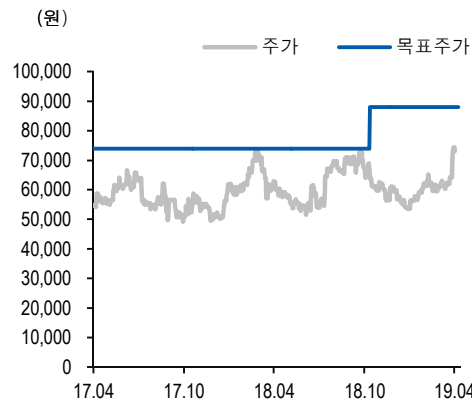
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-30	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

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)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-27

※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.