

더블유게임즈 (192080)

안정적인 성장의 지속과 하반기에 대한 기대

2분기 편만한 실적개선

더블유게임즈의 2분기 매출은 예상을 소폭 하회하는 수준이었으나 마케팅효율성 제고와 더불어 영업이익은 예상을 상회했다. 안정적인 성장이 지속되고 있고, 하반기 성장에 대한 기대감이 크다는 점에서 투자심리는 개선될 전망이다. 매출은 1,299억원으로 전분기대비 3.3%, 전년동기대비 9.4% 증가했으며 영업이익은 각각 7.2%, 16.9% 개선되었다. 주력게임인 “더블유카지노(DUC)”와, “더블다운카지노(DDC)”가 전년대비 각각 7.2%, 10.1% 성장하며 실적을 견인했고, 포트노क्स 등 기타게임의 매출도 전년대비 17.7%, 전분기대비 7.4% 증가하며 실적개선에 기여했다. 마케팅효율성 제고는 지속되고 있다. 상반기 기준 매출은 전년동기 대비 9.9% 증가했으나, 마케팅비용은 14.6% 감소했다. 매출액대비 마케팅비용 비중도 11.8%로 전년(15.2%)에 비해 효율성이 제고되었음을 알 수 있다. 분기별 마케팅비용 지출의 편차는 있을 것으로 예상되나 전반적인 효율성 제고는 지속될 전망이다.

하반기 성장에 대한 기대도 유효

하반기 매출성장세는 상반기대비 가파르게 나타날 전망이다. 상반기 보수적으로 집행되었던 마케팅비용을 하반기에 늘림으로써 매출증가를 기대하기 때문이다. 하반기는 통상적으로 할로윈, 추수감사절, 크리스마스 등 다양한 이벤트가 진행되는 성수기이다. 이에 맞춰 공격적인 마케팅을 통해 매출을 끌어올릴 수 있을 것으로 예상된다. 더블유게임즈는 매출액대비 최대 15% 수준의 마케팅 비용을 집행할 계획이다. 이외에도 신규게임 슬롯 출시 및 메가박스 잭팟 피쳐의 확대 적용 등을 통해 추가적인 수익확대를 노릴 것으로 예상된다. 보수적인 관점이지만 3분기 대만에 마이카드 버전 런칭 등 아시아시장 진입을 위한 노력도 지속될 예정이다.

펀더멘털개선은 진행 중

개선되는 실적과 더불어 자회사 상장, 인수금융 상환 등의 이슈들도 투자심리개선에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 약 200억원 내외의 영업이익을 기록하고 있는 자회사 디에이트의 상장은 시점이 확정된 바는 없으나 글로벌 경쟁사들의 Valuation(현주가 기준 PER 13~15배, 적정주가 기준 25배 이상)을 고려할 때 상장 이후 더블유게임즈의 기업가치 증가에 기여할 전망이다. 인수금융 부분도 현재 남아있는 금액이 800억원 수준으로 2020년 1~2분기 내에 상환이 마무리될 것으로 보이는 만큼 이자비용 감소에 따른 수익성 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(7월 24일): 58,300원

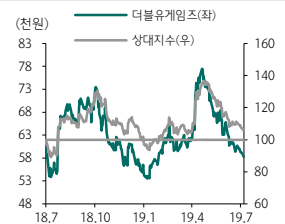
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,082.30
52주 최고/최저(원)	77,500/53,500
시가총액(십억원)	1,064.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	18,260.5
60일 평균 거래량(천주)	95.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.5
19년 배당금(예상, 원)	350
19년 배당수익률(예상, %)	0.60
외국인지분율(%)	18.00
주요주주 지분율(%)	
김가람 외 5인	43.51
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.9) 9.0 8.0
상대	(6.0) 12.3 18.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	536.4	590.7
영업이익(십억원)	160.9	185.5
순이익(십억원)	114.2	138.7
EPS(원)	6,109	7,375
BPS(원)	37,617	45,760

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	319.3	483.0	537.1	665.3	753.4
영업이익	십억원	81.0	135.8	163.7	249.0	291.0
세전이익	십억원	38.3	117.3	145.6	223.4	265.4
순이익	십억원	35.4	87.8	115.9	177.9	211.4
EPS	원	2,027	4,869	6,349	9,742	11,576
증감률	%	(28.8)	140.2	30.4	53.4	18.8
PER	배	25.50	12.28	9.18	5.98	5.04
PBR	배	2.00	1.92	1.55	1.24	1.01
EV/EBITDA	배	13.89	8.49	6.35	3.81	2.63
ROE	%	9.04	19.02	20.10	24.66	23.30
BPS	원	25,835	31,139	37,527	46,946	57,875
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst **황승택**
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA **정우상**
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

표 1. 더블유게임즈의 2분기 잠정실적

(단위: 백만원)

비용효율성 제고로

영업이익은 예상을 상회

	2Q18	1Q19	2Q19P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	118,680	125,727	129,890	9.4	3.3	132,239	(1.8)
더블유카지노	42,956	44,732	46,106	7.3	3.1	46,968	(1.8)
테이크5	3,228	3,427	3,474	7.6	1.4	3,770	(7.8)
더블다운카지노	69,472	74,181	76,532	10.2	3.2	77,891	(1.7)
기타	3,024	3,387	3,777	24.9	11.5	3,611	4.6
영업비용	84,190	88,134	89,574	6.4	1.6	93,884	(4.6)
인건비등	13,115	16,436	15,576	18.8	(5.2)	16,929	(8.0)
마케팅비	15,281	13,870	16,227	6.2	17.0	17,191	(5.6)
지급수수료	35,376	37,718	37,780	6.8	0.2	39,672	(4.8)
로열티	4,686	3,765	3,761	(19.7)	(0.1)	3,953	(4.9)
감가상각비 및 기타	15,688	16,346	16,229	3.4	(0.7)	16,139	0.6
영업이익	34,490	37,593	40,316	16.9	7.2	38,355	5.1
이익률(%)	29.1	29.9	31.0			29.0	
계속사업이익	40,574	34,291	37,555	(7.4)	9.5	31,930	17.6
이익률(%)	34.2	27.3	28.9			24.1	
순이익	32,956	27,075	29,878	(9.3)	10.4	25,544	17.0
이익률(%)	27.8	21.5	23.0			19.3	

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 2. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
총매출액	483,010	537,064	113,925	118,680	123,369	127,036	125,727	129,890	136,244	145,202
성장률(%)	51.3	11.2	3.2	4.2	4.0	3.0	(1.0)	3.3	4.9	6.6
더블유카지노	173,195	190,095	40,265	42,956	44,724	45,250	44,732	46,106	47,950	51,307
테이크5	13,030	14,926	3,191	3,228	3,033	3,579	3,427	3,474	3,821	4,204
더블다운카지노	284,425	316,253	67,623	69,472	72,641	74,689	74,181	76,532	80,359	85,181
기타	12,360	15,789	2,846	3,024	2,972	3,517	3,387	3,777	4,114	4,511
영업비용	345,959	373,344	87,907	84,190	84,127	89,735	88,134	89,574	94,807	100,829
성장률(%)	45.2	7.9	8.1	(4.2)	(0.1)	6.7	(1.8)	1.6	5.8	6.4
인건비 및 기타	56,652	64,580	13,532	13,115	15,548	14,457	16,436	15,576	16,044	16,525
마케팅비	66,546	68,137	19,976	15,281	13,338	17,951	13,870	16,227	17,712	20,328
지급수수료(플랫폼)	144,128	159,933	34,161	35,376	36,665	37,927	37,718	37,780	40,873	43,561
로열티	19,303	15,660	5,343	4,686	4,522	4,752	3,765	3,761	3,949	4,186
감가상각비	33,797	45,829	8,118	8,168	8,679	8,832	10,983	11,615	11,615	11,615
기타	25,389	19,205	6,678	7,521	5,374	5,816	5,362	4,614	4,614	4,614
영업이익	137,051	163,720	26,018	34,490	39,243	37,300	37,593	40,316	41,438	44,373
성장률(%)	69.2	19.5	(10.3)	32.6	13.8	(5.0)	0.8	7.2	2.8	7.1
이익률(%)	28.4	30.5	22.8	29.1	31.8	29.4	29.9	31.0	30.4	30.6
계속사업이익	118,646	145,571	17,466	40,574	28,998	31,608	34,291	37,555	35,194	38,530
성장률(%)	209.5	22.7	후자전환	132.3	(28.5)	9.0	8.5	9.5	(6.3)	9.5
순이익	97,268	115,933	13,767	32,956	23,673	26,872	27,075	29,878	28,156	30,824
성장률(%)	172.9	19.2	332.8	139.4	(28.2)	13.5	0.8	10.4	(5.8)	9.5

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

더블유게임즈 Conference Call 내용 요약

1. 연결 실적 요약

- 영업수익 1,299억 원(+9.4% YoY, +3.3% QoQ)
- 영업이익 403억 원(+16.9% YoY, +7.2% QoQ, OPM 31%)
- EBITDA 507억 원(+18.7% YoY, +6.5% QoQ, EBITDA 마진 39%)
- 순이익 229억 원(NPM 23%, -9.4 +10.3)

2. 영업수익 분석

(플랫폼)

- PC : 398억 원(-3.8% YoY, +0.1% QoQ, 매출비중 30.6%)
- 모바일 : 901억 원(+16.5% YoY, +4.8% QoQ, 매출비중 69.4%)

(주요 게임)

- DDC : 765억 원(+10.2% YoY, +3.2% QoQ), 인수 이후 가장 높은 분기 매출 기록
- DUC : 461억 원(+7.3% YoY, +3.1% QoQ), 2012년 서비스 이후 가장 높은 분기 매출 기록
- 기타 : 73억 원(+16.0% YoY, +6.4% QoQ)

3. 비용분석

영업비용 : 896억 원(+6.4% YoY, +1.7% QoQ)

- 플랫폼 : 378억 원(+6.8% YoY, +0.3% QoQ)
- 마케팅 : 162억 원(+5.9% YoY, +16.5% QoQ)
- 인건비 : 156억 원(+19.1% YoY, -4.9% QoQ)
- 로열티 : 38억 원(-22.4% YoY, 0.0% QoQ)
- 기타운영비용 : 46억 원(-37.0% YoY, -13.2% QoQ)
- 유무형자산상각비 : 116억 원(+41.5% YoY, +5.5% QoQ)

4. 2H19 계획

(소셜카지노 사업 관련 계획)

- 1) 소셜카지노 슬롯의 플랫폼 화: DDC, DUC 신규슬롯 지속 추가 중
- 2) 하반기 성수기 시즌 대비 마케팅: 주요 시즌 이벤트(할로윈, 추수감사절 등)
- 3) Megabucks 비디오 슬롯 추가: DDC 클레오파트라 비디오 슬롯 도입, 사용자 플레이타임 증가 기대 / DDC FK 내 메가박스 IP 도입 예정

(기타 사업 관련 계획)

- 1) 전략 게임: Undead Nation- 신규, PvP, PVE 모드 추가 / 매출 효율화 작업을 위한 비즈니스 모델 추가 개발
- 2) 아시아시장(대만) : Double Fortune Slot- 3분기 마이카드 정식 런칭 계획 / 정식 유료마케팅 진행을 통한 유료 모객 계획

■ Q&A

1. 마케팅 구체적 가이드선스

- 2019년 상반기 매출액대비 11.8% 지출
- 하반기 매출액대비 13-15% 지출 계획. 하반기 14% 지출 시 연간 매출액 대비 13% 지출 예상
- 탑라인 성장, ROI에 따라 변동 가능

2. 대만 시장 마케팅

- 마이카드 정식 런칭 이후 지표 확인 후 마케팅 지출 계획 짚 것

3. 2분기 매출 성장률에 둔화 이유 및 하반기 매출 촉진을 위한 계획

- 매출 연결기준 다소 둔화. 시장 전분기 대비 1.9%한 성장한 반면 외화기준 회사 0.5% 성장
- 경쟁사대비 마케팅 비용 낮았음.(경쟁사 20-30% vs 회사 12%). ROI 확대할 계획.
- 신규 마케팅 확대 및 슬롯게임의 콘텐츠 런칭 시점을 2주마다에서 1주반 단축 등 계획 가지고 있음.

4. 더블다운카지노는 매출순위 다시 올릴 수 있을지.

- DDC 보수적 마케팅 집행했음.
- 신규 스택 위한 마케팅 병행 시 하반기 턴어라운드 할 수 있을 것으로 예상.

5. 인건비 2분기 수준이 베이스 수준인지.

- 1, 2분기 평균한 값이 바텀라인 추정에 편할 것

6. 더블유게임즈가 더블다운보다 마케팅 비용이 더 많은 이유

- 웹에 대한 기본적인 스택 매출이 더블유가 낮아 마케팅 투자 더 이뤄짐.
- 더블다운의 경우 iOS, 북미에서 효율적 마케팅으로 보수적 집행. 하반기에는 예산 늘릴 수 있음.

7. 더블유, 더블다운 등 세그먼트 별 별도 영업이익

- DUG 212억, 디에이트 200억, 나머지 차이는 대만 더블에이트 런칭에 따른 감소효과

8. 기타 게임 쪽 매출 성장이 좋았던 이유 및 대만 마이카드 정식 출시 기대효과 수준

- 더블다운포트노스 11억 매출 신규 인식(19년 3분기 출시). 테이크5도 안정적, 언데드네이션 4억 정도
- 기타게임 포트폴리오들 분기별 일정수준 이상 매출 시현 기대
- 마이카드는 매출 예상치는 선불형으로 기존과 차이가 있어 지표 확인이 안돼 공유하기 어려움.

9. 인수금융 잔액 및 상환계획

- 인수금융 잔액은 800억. 분기별 안정적 상환으로 내년 1-2분기 사이에 종료 예상.

10. 디에이트 내년 상장 계획.

- 국내, 해외 검토 중. 현재는 준비 단계로 진행상황 공유 가능한 수준 아님.

11. 2분기 실적 ARPU 및 DAU 증가 수준

- DAU는 마케팅 비용 줄어들어 전년대비 5% 정도 역성장
- ARPU에서 추가적인 성장이 나왔음. 전년대비 15% 정도 증가

12. 향후 ARPU, DAU 어느 부분에 중점을 두고 전략 계획을 짜고 있는지

- 향후 마케팅 비용 여타 업체 보다 보수적인 것을 늘릴 것이기 때문에
- DAU의 성장을 같이할 수 있는 마케팅 집행할 것.

추정 재무제표

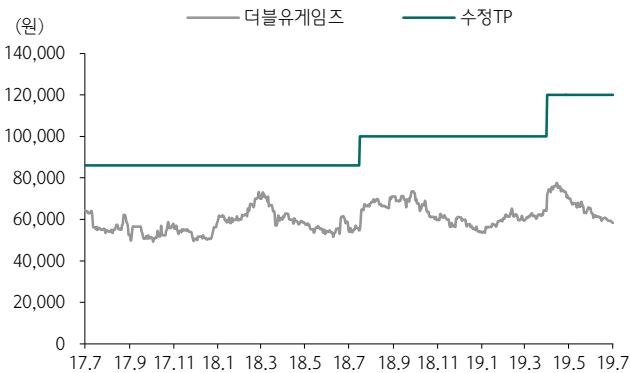
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	319.3	483.0	537.1	665.3	753.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	319.3	483.0	537.1	665.3	753.4
판매비	238.3	347.3	373.3	416.3	462.4
영업이익	81.0	135.8	163.7	249.0	291.0
금융손익	(23.8)	(29.2)	(21.7)	(25.6)	(25.6)
중속/관계기업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(18.9)	10.8	3.5	0.0	0.0
세전이익	38.3	117.3	145.6	223.4	265.4
법인세	2.7	29.6	29.6	45.5	54.0
계속사업이익	35.6	87.8	115.9	177.9	211.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.6	87.8	115.9	177.9	211.4
비지배주주지분 순이익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.4	87.8	115.9	177.9	211.4
지배주주지분포괄이익	5.8	115.3	128.8	177.9	211.4
NOPAT	75.3	101.5	130.4	198.3	231.8
EBITDA	100.7	169.6	206.7	289.3	329.0
성장성(%)					
매출액증가율	105.2	51.3	11.2	23.9	13.2
NOPAT증가율	84.1	34.8	28.5	52.1	16.9
EBITDA증가율	122.8	68.4	21.9	40.0	13.7
영업이익증가율	80.4	67.7	20.5	52.1	16.9
(지배주주)순이익증가율	(27.5)	148.0	32.0	53.5	18.8
EPS증가율	(28.8)	140.2	30.4	53.4	18.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	31.5	35.1	38.5	43.5	43.7
영업이익률	25.4	28.1	30.5	37.4	38.6
계속사업이익률	11.1	18.2	21.6	26.7	28.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,027	4,869	6,349	9,742	11,576
BPS	25,835	31,139	37,527	46,946	57,875
CFPS	5,345	9,685	11,587	15,845	18,018
EBITDAPS	5,771	9,406	11,321	15,845	18,018
SPS	18,305	26,796	29,413	36,433	41,257
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	25.5	12.3	9.2	6.0	5.0
PBR	2.0	1.9	1.6	1.2	1.0
PCFR	9.7	6.2	5.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	13.9	8.5	6.3	3.8	2.6
PSR	2.8	2.2	2.0	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	9.0	19.0	20.1	24.7	23.3
ROA	4.9	8.8	11.0	14.8	15.2
ROIC	16.9	11.5	14.7	22.7	27.8
부채비율	146.4	92.3	74.8	59.6	48.3
순부채비율	120.8	67.2	38.9	4.6	(19.7)
이자보상배율(배)	4.0	4.4	8.5	9.4	11.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	105.1	114.6	222.3	439.0	681.1
금융자산	60.3	75.5	177.6	387.8	623.1
현금성자산	24.8	41.8	177.6	387.8	623.1
매출채권 등	40.6	35.2	40.3	46.1	52.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	4.2	3.9	4.4	5.1	5.7
비유동자산	892.1	882.2	888.6	849.1	812.1
투자자산	10.6	5.7	6.5	7.5	8.5
금융자산	10.6	5.7	6.5	7.5	8.5
유형자산	1.9	1.8	29.3	24.1	19.9
무형자산	865.4	872.6	850.8	815.6	781.8
기타비유동자산	14.2	2.1	2.0	1.9	1.9
자산총계	997.2	996.8	1,110.8	1,288.1	1,493.1
유동부채	307.4	176.4	158.4	163.3	168.5
금융부채	277.2	138.0	110.0	110.0	110.0
매입채무 등	25.5	25.7	29.4	33.6	38.1
기타유동부채	4.7	12.7	19.0	19.7	20.4
비유동부채	285.2	302.1	317.1	317.4	317.8
금융부채	272.0	285.8	314.7	314.7	314.7
기타비유동부채	13.2	16.3	2.4	2.7	3.1
부채총계	592.6	478.5	475.5	480.8	486.3
지배주주지분	404.6	518.3	635.3	807.3	1,006.9
자본금	8.8	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	308.7	322.7	323.0	323.0	323.0
자본조정	(31.4)	(41.6)	(41.9)	(41.9)	(41.9)
기타포괄이익누계액	(29.6)	(2.1)	10.8	10.8	10.8
이익잉여금	148.1	230.2	334.3	506.3	705.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	404.6	518.3	635.3	807.3	1,006.9
순금융부채	488.9	348.3	247.1	36.9	(198.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	82.4	156.3	145.8	217.1	248.1
당기순이익	35.6	87.8	115.9	177.9	211.4
조정	40.3	66.9	51.4	40.4	38.0
감가상각비	19.7	33.8	43.0	40.4	38.0
외환거래손익	12.9	(7.9)	(3.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	7.7	40.8	11.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	6.5	1.6	(21.5)	(1.2)	(1.3)
투자활동 현금흐름	(596.8)	3.4	31.4	(1.0)	(1.0)
투자자산감소(증가)	96.3	4.9	(0.8)	(1.0)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	0.0	0.0
기타	(692.5)	(0.8)	33.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	524.6	(143.1)	(41.5)	(5.9)	(11.8)
금융부채증가(감소)	505.7	(125.4)	0.9	0.0	0.0
자본증가(감소)	35.6	14.3	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(6.4)	(26.3)	(36.8)	0.0	0.0
배당지급	(10.3)	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(11.8)
현금의 증감	9.5	17.0	135.8	210.2	235.3
Unlevered CFO	93.2	174.6	211.6	289.3	329.0
Free Cash Flow	81.8	155.6	145.0	217.1	248.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.25	BUY	120,000		
18.8.9	BUY	100,000	-37.45%	-26.50%
17.7.26	BUY	86,000	-33.15%	-14.88%
17.4.18	BUY	58,000	1.93%	14.83%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 07월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.