

더블유게임즈 (192080)

SW/SI



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (7/24)	58,300원
상승여력	51%

시가총액	10,646억원
총발행주식수	18,260,502주
60일 평균 거래대금	65억원
60일 평균 거래량	95,501주
52주 고	77,500원
52주 저	53,500원
외인지분율	18.12%
주요주주	김가람 외 5인 43.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.9)	(18.6)	8.0
상대	(6.0)	(13.9)	18.2
절대(달려환산)	(9.6)	(20.5)	4.0

어쨌든 성장

2분기 실적 Review

매출액 1,299억원(YoY +9.5%, QoQ +3.3%), 환율효과 제거 한 결제액 기준 증감율 YoY +1.93%, QoQ -0.25%로 실질 성장 둔화. 영업이익 403억원 영업이익률 31.0%, 당기순이익 299억원(YoY +16.9%, QoQ +7.2%), 순이익 YoY -9.3%, QoQ +10.4%로 환율효과에 따른 시장기대치 상회

지난 1분기 마케팅비 축소에 따른 사용자(DAU)감소로 실질성장 둔화. DDC 매출 성장률 YoY +10.2%, QoQ +3.2%, DUC YoY +7.3%, QoQ +3.1%. PC게임 성장률 YoY -3.8%, QoQ +0.1%, 모바일 게임 성장률 YoY +16.5%, QoQ +4.8% (원화 기준)

하반기 전망

성장성 회복을 위한 사용자수(DAU)증가를 위해 마케팅비 증가 예상. 상반기 매출액 대비 11.8%에서 하반기 13.5%, 영업이익률 상반기 30.5%에서 하반기 30.2%로 소폭 하회 전망. 반면 동사에게는 신작게임과 같은 의미를 지닌 신규슬롯의 지속적인 출시(DUC, DDC 각각 월 약 3회)와 하반기 계절적 수요증가로 (실질)매출성장률은 증가할 것으로 전망. 또한, 3분기 대만에 정식 출시예정인 신작 슬롯 '대발재신(大發財神)'도 하반기 실적증가에 일정부분 기여할 것으로 전망(대만 시장 내 소셜카지노 게임 매출 순위 전체 앱 중 13위)

투자의견 BUY, 목표주가 88,000원 유지

이익률 방어를 위한 보수적인 마케팅비 집행으로 동사의 성장성의 기반인 사용자수가 정체/감소되며, 매출성장률 또한 둔화되고 있음. 그러나, 유료사용자들의 ARPU 증가 → 매출증가 → 이익(률)증가(2018년 영업이익률 28.1%, 2019년 상반기 30.5%)로 향후 마케팅비 증가 → 성장률 증가를 가져올 수 있는 기반이 마련되어 있다는 판단임. 또한, 꾸준한 (단기)차입금 상환(3Q17 3,500억원, 2Q19 800억원)에 의한 이자비용 감소로 순이익 증가에 긍정적임.

이에 반해, 연결자회사가 발행한 CB(2,100억원), BW(900억원)의 주식 희석을 감안하여도 동사의 PER은 10배, PBR 1.3배 수준이어서 동종 게임 업체는 물론 소셜카지노 업체 대비 저평가 상황이라는 판단임.

투자의견 BUY, 목표주가 88,000원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,299	9.5	3.3	1,317	-1.4
영업이익	403	16.8	7.2	382	5.6
세전계속사업이익	380	-6.4	10.7	353	7.4
지배순이익	302	-8.4	11.5	260	16.2
영업이익률 (%)	31.0	+1.9 %pt	+1.1 %pt	29.0	+2.0 %pt
지배순이익률 (%)	23.2	-4.6 %pt	+1.7 %pt	19.7	+3.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	3,193	4,830	5,264	5,728
영업이익	810	1,358	1,597	1,866
지배순이익	354	878	1,182	1,057
PER	25.4	12.6	9.0	10.1
PBR	2.1	2.0	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.8	8.6	5.3	2.6
ROE	9.0	19.0	19.7	14.4

자료: 유안타증권

더블유게임즈(192080) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	1,139	1,187	1,234	1,270	1,257	1,299	1,326	1,382	3,193	4,830	5,264	5,728
영업비용	879	842	841	910	881	896	922	968	2,383	3,472	3,667	3,862
플랫폼	342	354	367	379	377	378	388	414	949	1,441	1,557	1,718
마케팅	200	153	133	180	139	162	172	193	414	665	667	644
매출액 대비	18%	13%	11%	14%	11%	12%	13%	14%	13%	14%	13%	11%
인건비	135	131	155	145	164	156	159	161	389	567	640	651
로열티	51	49	45	48	38	38	38	36	128	193	198	211
기타	69	73	54	71	53	46	50	50	294	267	247	272
유무형상각비	81	82	87	88	110	116	115	114	197	338	355	365
연결영업이익	260	345	392	360	376	403	404	414	810	1,358	1,597	1,866
영업이익률	23%	29%	32%	28%	30%	31%	30%	30%	25%	28%	30%	33%
더블유게임즈												
영업수익	443	470	487	495	488	504	515	541	1,612	1,895	2,049	2,252
YoY	7%	24%	26%	13%	10%	7%	6%	9%	20%	18%	8%	10%
Double Down Interactive												
영업수익	696	717	749	775	769	795	811	840	1,581	2,937	3,215	3,476
YoY			9%	16%	10%	11%	8%	8%			9%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

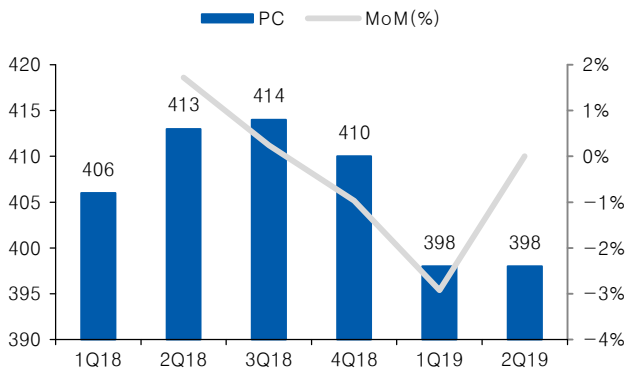
더블유게임즈 단기차입금 & 이자비용 분기별 추이

(단위: 억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P
이자비용	85	84	78	79	77	73	72	68
단기차입금	3,500	2,772	2,742	2,270	1,670	1,380	1,080	780

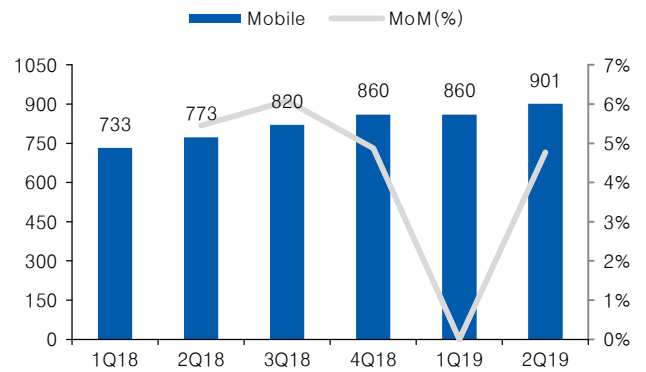
자료: 더블유게임즈

더블유게임즈 PC 게임 실적 추이 (단위: 억원)



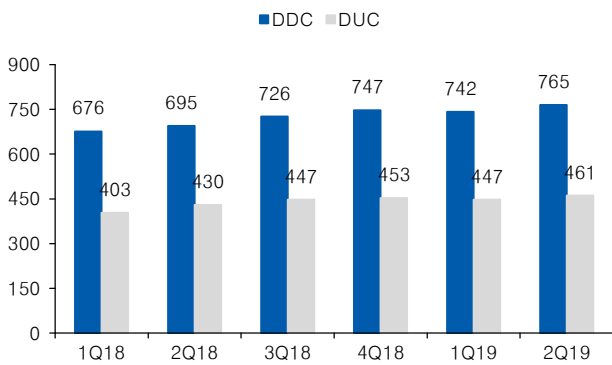
자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 Mobile 게임 실적 추이 (단위: 억원)



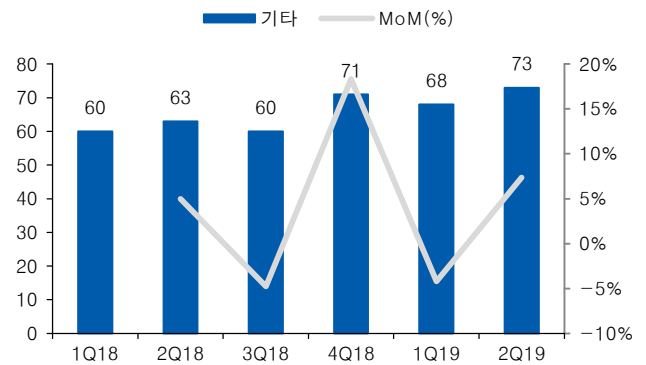
자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 DDC & DUC 실적 추이 (단위: 억원)



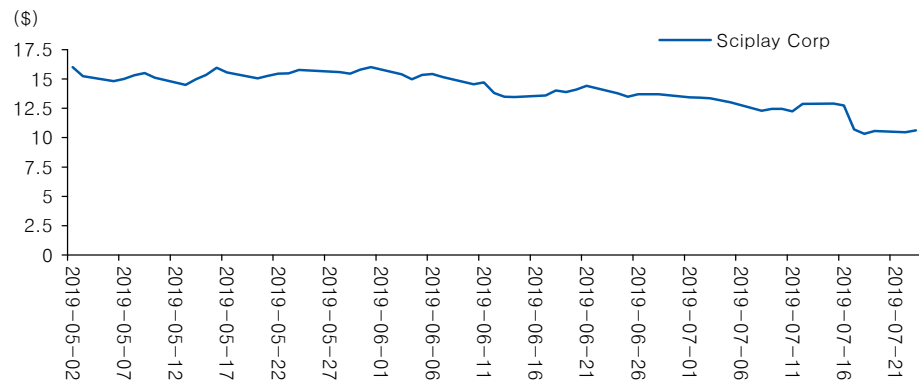
자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 기타부문 실적 추이 (단위: 억원)



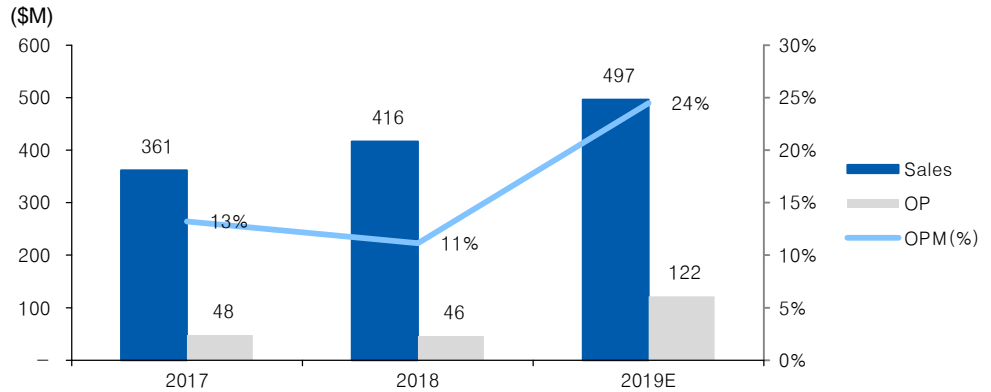
자료: 유안타증권 리서치센터

Sciplay Corp 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

Sciplay Corp 실적 추이 및 컨센서스(2017-2019E)



자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

(단위: \$M)

	PER			EPS Growth (%)			PBR			ROE			EV/EBITDA			PSR		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
Social Casino Publisher																		
Zynga	37.7	26.7	22.7	-0.9	165.6	17.5	3.4	3.1	2.8	6.7	10.7	13.1	30.8	20.8	16.9	6.1	4.0	3.5
Scientific Games	-	-	20.5	-	-	7,918	-	-	-	26.5	0.3	-3.0	8.0	7.7	7.3	0.5	0.5	0.5
IGT	12.0	12.2	10.8	14.0	10.6	13.0	0.9	1.1	1.0	7.4	12.1	14.8	6.1	6.3	6.1	0.6	0.6	0.6
Aristocrat	12.8	11.7	10.2	20.3	7.8	13.9	1.7	1.5	1.4	13.3	13.3	13.8	16.8	13.9	12.7	0.8	0.8	0.8
Churchill Downs	28.9	29.3	25.9	85.7	11.3	13.1	9.5	7.5	5.5	21.5	23.3	21.1	18.7	13.5	12.3	4.8	3.6	3.5
Off-line Casino																		
Sands	18.9	19.6	18.5	9.2	0.1	6.3	7.8	8.0	8.1	46.6	41.9	42.6	11.6	11.6	11.2	3.7	3.6	3.5
Galaxy Entertainment	18.6	18.5	17.5	27.6	-2.1	5.6	3.8	3.4	3.0	21.7	19.7	18.3	14.2	14.5	13.4	3.5	4.5	4.2
Wynn Resort	20.9	22.7	17.9	19.8	-6.7	27.0	8.6	7.4	6.4	39.6	31.2	38.6	12.0	12.1	10.3	2.2	2.2	2.0
SJM	13.7	13.9	13.3	3.1	4.1	2.0	1.7	1.6	1.3	12.5	8.4	8.7	11.1	11.1	10.9	1.7	1.6	1.6
Melco Resorts	20.6	24.9	20.8	-2.8	12.0	19.4	4.2	4.9	4.4	11.6	17.7	19.9	11.9	10.3	9.6	2.2	2.1	2.0
MGM Resorts	25.5	28.8	17.8	-9.0	-1.2	61.8	2.4	2.3	2.1	6.8	7.5	11.5	12.3	10.9	9.9	1.3	1.2	1.2
Genting Singapore	14.5	15.9	15.7	24.6	-5.3	1.7	1.4	1.4	1.4	10.3	9.0	8.8	6.4	6.8	6.8	4.5	4.5	4.4
Bloomberry Resort	18.6	16.6	14.4	18.3	8.3	15.4	3.5	3.0	2.5	21.1	19.4	19.5	10.8	9.5	8.5	3.0	3.0	2.7
Travellers Int'l	16.5	13.6	12.6	22.8	21.5	7.8	1.7	1.5	1.4	10.6	11.8	11.8	19.4	20.6	17.2	1.3	1.2	1.2

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	3,193	4,830	5,264	5,728	6,152
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,193	4,830	5,264	5,728	6,152
판매비	2,383	3,473	3,667	3,862	4,099
영업이익	810	1,358	1,597	1,866	2,053
EBITDA	1,007	1,696	2,317	3,568	3,415
영업외손익	-427	-184	-92	-74	-24
외환관련손익	-190	118	0	0	0
이자손익	-174	-298	-107	-58	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-63	-4	15	-15	-14
법인세비용차감전순이익	383	1,173	1,504	1,793	2,029
법인세비용	27	296	322	384	434
계속사업순이익	356	878	1,182	1,409	1,595
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	356	878	1,182	1,409	1,595
지배지분순이익	354	878	1,182	1,057	1,196
포괄순이익	61	1,153	1,698	1,434	1,620
지배지분포괄이익	58	1,153	1,698	1,434	1,620

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	2,363	4,168	5,797
현금및현금성자산	248	418	1,526	3,295	4,929
매출채권 및 기타채권	406	352	468	504	498
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,921	8,822	8,574	6,888	5,545
유형자산	19	18	0	8	17
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	106	57	44	51	58
자산총계	9,972	9,968	10,937	11,056	11,341
유동부채	3,074	1,764	794	898	1,027
매입채무 및 기타채무	255	257	215	257	308
단기차입금	2,772	1,380	260	260	260
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,852	3,021	3,322	2,339	1,358
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,720	2,858	2,894	1,894	894
부채총계	5,926	4,785	4,115	3,237	2,385
지배지분	4,046	5,183	6,822	7,820	8,957
자본금	88	91	91	91	91
자본잉여금	3,087	3,227	3,230	3,230	3,230
이익잉여금	1,481	2,302	3,425	4,423	5,560
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,822	7,820	8,957
순차입금	4,889	3,483	1,565	-1,204	-3,838
총차입금	5,492	4,238	3,407	2,407	1,407

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	824	1,563	1,817	3,022	2,909
당기순이익	356	878	1,182	1,409	1,595
감가상각비	8	8	355	0	0
외환손익	129	-79	-33	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	65	16	-180	-104	-62
기타현금흐름	265	740	492	1,717	1,377
투자활동 현금흐름	-5,968	34	189	168	168
투자자산	621	-15	21	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-7	-8	-8	-8
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-6,583	56	176	176	176
재무활동 현금흐름	5,246	-1,431	-1,200	-1,080	-1,080
단기차입금	2,337	-1,392	-1,120	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	-21	-21	-21
연결범위변동 등 기타	-7	4	302	-341	-363
현금의 증감	95	170	1,107	1,769	1,634
기초 현금	153	248	418	1,526	3,295
기말 현금	248	418	1,526	3,295	4,929
NOPLAT	810	1,358	1,597	1,866	2,053
FCF	1,009	1,362	1,787	3,057	2,905

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

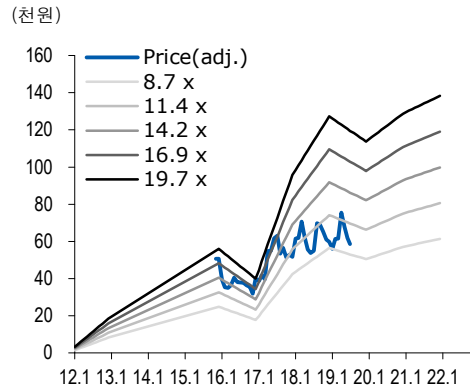
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

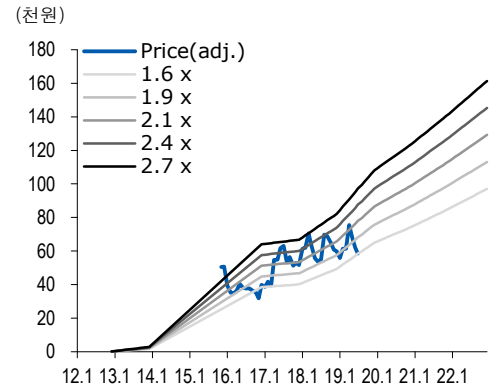
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,027	4,869	6,476	5,787	6,550
BPS	24,982	30,760	40,458	46,375	53,118
EBITDAPS	5,771	9,406	12,689	19,542	18,700
SPS	18,305	26,796	28,827	31,369	33,690
DPS	350	350	350	350	350
PER	25.4	12.6	9.0	10.1	8.9
PBR	2.1	2.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.8	8.6	5.3	2.6	2.0
PSR	2.8	2.3	2.0	1.9	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	105.2	51.3	9.0	8.8	7.4
영업이익 증가율 (%)	80.6	67.6	17.6	16.9	10.0
지배순이익 증가율 (%)	-27.6	148.2	34.7	-10.6	13.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.4	28.1	30.3	32.6	33.4
지배순이익률 (%)	11.1	18.2	22.5	18.4	19.4
EBITDA 마진 (%)	31.5	35.1	44.0	62.3	55.5
ROIC	17.0	11.6	14.5	19.1	26.7
ROA	4.9	8.8	11.3	9.6	10.7
ROE	9.0	19.0	19.7	14.4	14.3
부채비율 (%)	146.4	92.3	60.3	41.4	26.6
순차입금/자기자본 (%)	120.8	67.2	22.9	-15.4	-42.9
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.4	13.1	21.8	40.9

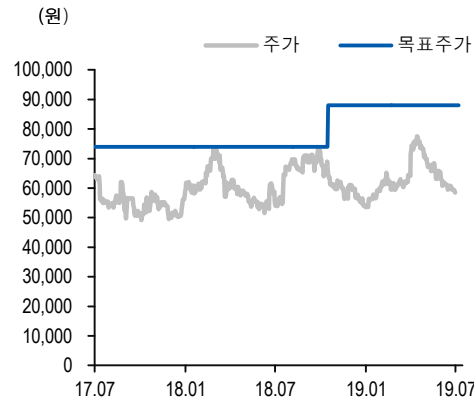
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-25	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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-22

※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.