



하나금융그룹

2019년 10월 24일 | Equity Research

더블유게임즈 (192080)

4분기 이후 이어지는 모멘텀에 주목

예상을 소폭 하회한 3분기 실적

더블유게임즈 3분기 실적이 예상을 소폭 하회했다. 매출은 1,301억원으로 전분기대비 0.2%, 전년동기대비 5.5% 증가했으며 영업이익은 각각 6.6%, 4.1% 감소했다. “더블유카지노(DUC)” 매출이 전분기대비 2.6% 감소하며 매출성장 둔화 원인이 되었으나, “더블다운카지노(DDC)”는 바수기에도 ‘메가 베스’의 확장효과 등에 힘입어 전분기대비 1.8%, 전년동기대비 7.2% 증가하며 견조한 모습을 기록했다. “포트녹스” 실적성장이 인상적이다. 3분기에도 전분기대비 44% 증가한 15억원의 매출을 달성했고 2019년 분기별 평균 51% 증가세를 기록중인 만큼 향후 실적기여도를 높여갈 것으로 전망된다. 마케팅비용이 전분기대비 16.8% 증가하며 이익감소의 원인이 되었으나 4분기 대비한 투자관점에서 접근하는 것이 바람직해 보인다. 참고로 마케팅비용은 4분기 적극적인 반영에도 2019년 매출액대비 13.1% 수준에 그칠 것으로 보여 전년(13.8%) 대비 개선되며 효율성 제고가 지속될 전망이다.

4분기 성장에 대한 기대 유효

3분기 지출된 마케팅비용의 효과와 더불어 계절적인 성수기인 4분기 매출 성장세는 견조한 모습을 기록할 전망이다. 4분기는 3분기에 투자된 마케팅 비용의 성과가 반영될 것으로 예상되며, 할로윈(10월), ‘추수감사절’(11월), ‘크리스마스’(12월) 등 다양한 이벤트가 진행되는 성수기라는 점에서 대응하는 다양한 이벤트를 통해 결제액 증가를 노릴 전망이다. 유저지표가 상승 중인 ‘메가 베스’와 ‘파티피쳐’ 확대 적용도 계속된다. 현재 “더블다운카지노”에 적용 중이며 “포트녹스”에도 확대 적용할 예정이다. 4분기 매출은 3분기대비 6.3% 증가한 1,383억원으로 추정하고 있다. 마케팅비용 집행을 공격적으로 반영 했을 때 영업이익은 3분기대비 11.5% 증가한 420억원을 기록할 것으로 기대 되며 비용효율성 제고가 기시화될 경우 이익은 예상을 상회할 전망이다.

비중확대의 이유

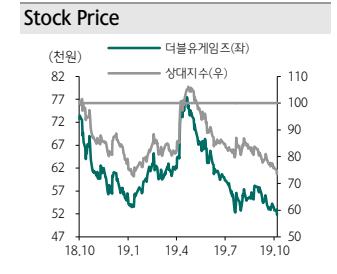
중장기적으로 안정적인 펀더멘털 개선을 기록하고 있다는 점과 Valuation 가치 고려할 때 더블유게임즈에 투자해야 할 이유는 충분해 보인다. 단기적으로 3분기 실적 발표 이후 투자전략은 세 가지 측면에서 보다 공격적으로 접근 해야 할 듯하다. 우선 1) 4분기 실적 개선에 대한 시장의 기대가 우호적일 것이라는 점이다. 편안한 Valuation에 실적 개선에 대한 기대감은 충분한 투자 심리 개선을 야기할 수 있을 것으로 판단된다. 2) 2020년 상반기로 추정되는 자회사 디에이트의 상장이슈이다. 해외 경쟁사가 거래되고 있는 Valuation 을 감안할 때 전체 연결가치의 재평가가 기대되는 부분이다. 3) 마지막으로 2020년 상반기 중 상황이 마무리될 것으로 예상되는 인수금융으로 재무구조 개선도 기대된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(10월 23일): 51,800원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,080.62		
52주 최고/최저(원)	77,500/51,800	530.1	582.7
시가총액(십억원)	945.9	159.9	183.7
시가총액비중(%)	0.08	116.1	138.1
발행주식수(천주)	18,260.5	EPS(원)	6,201
60일 평균 거래량(천주)	52.2	BPS(원)	7,141
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9		38,421
19년 배당금(예상,원)	350		46,299
19년 배당수익률(예상,%)	0.68		
외국인지분율(%)	17.11		
주요주주 지분율(%)			
김가람 외 5 인	43.51		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(8.8) (19.2) (28.6)		
상대	(8.3) (13.8) (27.7)		



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	319.3	483.0	524.0	600.3	659.4
영업이익	십억원	81.0	135.8	157.6	213.2	240.2
세전이익	십억원	38.3	117.3	146.8	188.2	217.1
순이익	십억원	35.4	87.8	116.5	149.5	172.9
EPS	원	2,027	4,869	6,382	8,186	9,467
증감률	%	(28.8)	140.2	31.1	28.3	15.6
PER	배	25.50	12.28	8.12	6.33	5.47
PBR	배	2.00	1.92	1.34	1.12	0.93
EV/EBITDA	배	13.89	8.49	5.89	3.94	2.87
ROE	%	9.04	19.02	19.89	20.61	19.63
BPS	원	25,835	31,139	38,529	46,393	55,536
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 황승태

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 더블유게임즈의 3분기 잠정실적

(단위: 백만원)

4분기 매출증가를 위한
3분기 마케팅 비용 증가

	3Q18	2Q19	3Q19P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	123,369	129,890	130,100	5.5	0.2	135,948	(4.3)
더블유카지노	44,724	46,106	44,901	0.4	(2.6)	47,950	(6.4)
테이크5	3,033	3,474	3,160	4.2	(9.1)	3,821	(17.3)
더블다운카지노	72,641	76,532	77,892	7.2	1.8	80,359	(3.1)
기타	2,972	3,777	4,147	39.5	9.8	3,817	8.6
영업비용	84,127	89,574	92,459	9.9	3.2	96,039	(3.7)
인건비등	15,548	15,671	15,092	(2.9)	(3.7)	16,044	(5.9)
마케팅비	13,338	16,227	18,956	42.1	16.8	19,033	(0.4)
지급수수료	36,665	37,780	38,722	5.6	2.5	40,784	(5.1)
로열티	4,522	3,761	3,426	(24.2)	(8.9)	3,949	(13.2)
감가상각비 및 기타	14,054	16,134	16,263	15.7	0.8	16,229	0.2
영업이익	39,243	40,316	37,641	(4.1)	(6.6)	39,909	(5.7)
이익률(%)	31.8	31.0	28.9			29.4	
계속사업이익	28,998	37,555	38,516	32.8	2.6	33,666	14.4
이익률(%)	23.5	28.9	29.6			24.8	
순이익	23,673	29,878	30,498	28.8	2.1	26,933	13.2
이익률(%)	19.2	23.0	23.4			19.8	

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 2. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
총매출액	483,010	523,978	600,309	113,925	118,680	123,369	127,036	125,727	129,890	130,100	138,261
성장률(%)	51.3	8.5	14.6	3.2	4.2	4.0	3.0	(1.0)	3.3	0.2	6.3
더블유카지노	173,195	182,885	219,092	40,265	42,956	44,724	45,250	44,732	46,106	44,901	47,146
테이크5	13,030	13,378	14,918	3,191	3,228	3,033	3,579	3,427	3,474	3,160	3,317
더블다운카지노	284,425	311,172	342,289	67,623	69,472	72,641	74,689	74,181	76,532	77,892	82,566
기타	12,360	16,543	24,009	2,846	3,024	2,972	3,517	3,387	3,777	4,147	5,231
영업비용	345,959	366,441	387,059	87,907	84,190	84,127	89,735	88,134	89,574	92,459	96,274
성장률(%)	45.2	5.9	5.6	8.1	(4.2)	(0.1)	6.7	(1.8)	1.6	3.2	4.1
인건비 및 기타	56,652	62,743	66,263	13,532	13,115	15,548	14,457	16,436	15,671	15,092	15,544
마케팅비	66,546	68,410	78,375	19,976	15,281	13,338	17,951	13,870	16,227	18,956	19,357
지급수수료(플랫폼)	144,128	155,699	180,093	34,161	35,376	36,665	37,927	37,718	37,780	38,722	41,478
로열티	19,303	14,584	16,042	5,343	4,686	4,522	4,752	3,765	3,761	3,426	3,632
감가상각비	33,797	46,286	46,286	8,118	8,168	8,679	8,832	10,983	11,615	11,844	11,844
기타	25,389	18,720	0	6,678	7,521	5,374	5,816	5,362	4,519	4,419	4,419
영업이익	137,051	157,537	213,250	26,018	34,490	39,243	37,300	37,593	40,316	37,641	41,987
성장률(%)	69.2	14.9	35.4	(10.3)	32.6	13.8	(5.0)	0.8	7.2	(6.6)	11.5
이익률(%)	28.4	30.1	35.5	22.8	29.1	31.8	29.4	29.9	31.0	28.9	30.4
계속사업이익	118,646	146,775	188,207	17,466	40,574	28,998	31,608	34,291	37,555	38,516	36,413
성장률(%)	209.5	23.7	28.2	후자전환	132.3	(28.5)	9.0	8.5	9.5	2.6	(5.5)
순이익	97,268	116,581	149,489	13,767	32,956	23,673	26,872	27,075	29,878	30,498	29,130
성장률(%)	172.9	19.9	28.2	332.8	139.4	(28.2)	13.5	0.8	10.4	2.1	(4.5)

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

더블유게임즈 Conference Call 내용 요약**1. 연결 분기실적 실적요약****□ 3분기**

- 영업수익 1,301억원, +5.4% YoY +0.2%QoQ
- 영업이익 376억원(OPM 29%), -4.1% YoY, -6.7%QoQ
- EBITDA 495억원(마진 38%), +3.3%YoY, -4.6%QoQ
- 순이익 305억원(NPM 23.4%)

□ 3분기 누적

- 누적 영업수익 3,857억원, +8.4%YoY
- 누적 영업이익 1,156억원(OPM 30%), +15.9% YoY
- 누적EBITDA 1,500억원(마진 39%), +20.3% YoY
- 누적 순이익 874억원(NPM 23%)

2. 영업수익 분석**□ 플랫폼별**

- PC : 388억원(-6.3% YoY, -2.5% QoQ, 매출비중 29.8%)
- 모바일 : 913억원(+11.4% YoY, 1.3% QoQ, 매출비중 70.2%)

□ 주요 게임별

- DDC : 779억원(+7.2%YoY, +1.8%QoQ, 매출비중 60%)
- DUC : 449억원(+0.4%YoY, -2.6%QoQ, 매출비중 35%)
- 기타 : 73억원(+22% YoY, +0.8%QOQ, 매출비중 5%)

3. 비용분석

- 영업비용 : 925억원(+10.0% YoY, +3.2%QoQ)
* 마케팅 : 190억 (+42.9% YoY, +17.3% QoQ), 매출액 대비 14.6%,

4. 4Q19 사업계획

- 4분기 소셜카지노 계절적 성수기에 맞춘 성장 기대, 코인할인 이벤트 집중. non 페이 유저 결제 유도 기대
* 시즌 이벤트 : 10월(Autumn Event, Halloween Day), 11월(Cyber Monday, ThanksGiving Day), 12월(Christmas, New Year Day)
- DoubleDown FortKnox 견조한 성장세: 3분기 매출액 15억원 기록(QoQ 44% 성장)
* 아이페드 등 하이엔드 유저부터 로우엔드 유저 모두 커버 가능한 게임

■ Q&A**1. 매출 성장세 제한적인 이유 및 4분기 모습**

- 마케팅 비용 집행은 6개월 이내 100% 회수 가능 구조로 사용 중
- 마케팅 효과는 4분기, 내년 1분기에 나타날 것
- 소셜카지노 일반적으로 마케팅비용 매출액 대비 20~25% 사용
- 회사의 보수적 집행이 탑라인 성장 제한적이었던 이유로 판단
- 호주, 서유럽, 구글플레이 신규마케팅 할것. 10월 3분기보다 좋은 흐름. 결제액 3분기보다 좋아질 것

2. 캐피탈 매니지먼트에 대한 활용 계획

- 구체적 계획 없지만, 탑라인 성장을 위한 M&A 등 투자에 우선순위 두고 있음
- 주주환원은 리파이낸싱 완료 이후 고려하려 하고 있음

3. 4분기 마케팅비용 및 인건비 가이던스

- 인건비는 3분기 수준 유사 및 소폭 상승
- 마케팅비용은 3분기 190억(14.6%), 4분기에는 3분기보다 10% 상승 수준 예상

4. 무형자산상각비 향후 처리

- 2017년 DDI 인수에 따른 것이 대부분. 2021년 상반기에는 대부분 상각 완료될 것

5. 계절성 이외의 성장 동력 및 시장대비 성장성

- 포트녹스(DDI) 신규 앱 통한 성장 추진 중
- 크로스프로모션은 비결제자 중심 시범적으로 운영 중
- 게임성 강화(A/B 테스트), 마케팅 투자 효율성 및 강화 고민 중
- 다음 분기 이후부터 마케팅 효율 및 매출 성장 이어지는 모습 보여주도록 노력할 예정
- 시장은 QoQ 플랫 수준, YoY 8.6% 올해 성장 예상. 더블유게임즈는 시장대비 약간 언더파워

7. 디에이트게임즈 상장 이슈 업데이트

- 내년 상반기 목표로 준비 중
- 내년 1분기 실적발표 시점 기준으로 시장과 진행방향 등 커뮤니케이션 가능할 것

8. 대만, 동남아 진출 계획 상황, 문제 및 이슈

- 대만은 iOS, 구글, 마이카드 플랫폼 게임 개발 및 런칭 완료
- 대만은 2천억에서 3천억 시장으로 판단, 시장 내 상위 3개 업체의 시장점유율 60~70%
- 대만 시장 마케팅 효율 등 ROI 측면 관리 검토 중. 투자 4분기, 1분기 걸쳐서 진행할 것

9. DUC와 DDC의 PC와 모바일 매출 구분

- DUC 웹 매출 106억원, 모바일 343억원(비중 76%)
- DDC 웹 매출 263억원, 모바일 514억원(비중 66%)

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	319.3	483.0	524.0	600.3	659.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	319.3	483.0	524.0	600.3	659.4
판관비	238.3	347.3	366.4	387.1	419.2
영업이익	81.0	135.8	157.6	213.2	240.2
금융순익	(23.8)	(29.2)	(18.6)	(25.0)	(23.1)
종속/관계기업순익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(18.9)	10.8	7.8	0.0	0.0
세전이익	38.3	117.3	146.8	188.2	217.1
법인세	2.7	29.6	30.3	38.7	44.3
계속사업이익	35.6	87.8	116.5	149.5	172.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.6	87.8	116.5	149.5	172.9
비지배주주지분					
순이익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.4	87.8	116.5	149.5	172.9
지배주주지분포괄이익	5.8	115.3	141.2	149.5	172.9
NOPAT	75.3	101.5	125.1	169.4	191.2
EBITDA	100.7	169.6	202.7	256.0	280.2
성장성(%)					
매출액증가율	105.2	51.3	8.5	14.6	9.8
NOPAT증가율	84.1	34.8	23.3	35.4	12.9
EBITDA증가율	122.8	68.4	19.5	26.3	9.5
영업이익증가율	80.4	67.7	16.1	35.3	12.7
(지배주주)순익증가율	(27.5)	148.0	32.7	28.3	15.7
EPS증가율	(28.8)	140.2	31.1	28.3	15.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	31.5	35.1	38.7	42.6	42.5
영업이익률	25.4	28.1	30.1	35.5	36.4
계속사업이익률	11.1	18.2	22.2	24.9	26.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,027	4,869	6,382	8,186	9,467
BPS	25,835	31,139	38,529	46,393	55,536
CFPS	5,345	9,685	11,679	14,021	15,453
EBITDAPS	5,771	9,406	11,101	14,021	15,346
SPS	18,305	26,796	28,696	32,875	36,110
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	25.5	12.3	8.1	6.3	5.5
PBR	2.0	1.9	1.3	1.1	0.9
PCFR	9.7	6.2	4.4	3.7	3.4
EV/EBITDA	13.9	8.5	5.9	3.9	2.9
PSR	2.8	2.2	1.8	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	9.0	19.0	19.9	20.6	19.6
ROA	4.9	8.8	11.1	12.8	13.0
ROIC	16.9	11.5	14.0	19.3	22.9
부채비율	146.4	92.3	67.6	55.8	46.5
순부채비율	120.8	67.2	37.9	7.8	(14.8)
이자보상배율(배)	4.0	4.4	12.1	7.9	8.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	105.1	114.6	194.8	383.6	593.6
금융자산	60.3	75.5	149.8	334.9	540.4
현금성자산	24.8	41.8	149.8	334.9	540.4
매출채권 등	40.6	35.2	38.4	41.6	45.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	4.2	3.9	6.6	7.1	7.5
비유동자산	892.1	882.2	900.6	858.4	819.0
투자자산	10.6	5.7	6.2	6.8	7.4
금융자산	10.6	5.7	6.2	6.8	7.4
유형자산	1.9	1.8	28.7	22.9	18.2
무형자산	865.4	872.6	864.1	827.2	791.8
기타비유동자산	14.2	2.1	1.6	1.5	1.6
자산총계	997.2	996.8	1,095.5	1,242.0	1,412.6
유동부채	307.4	176.4	122.2	125.0	128.4
금융부채	277.2	138.0	80.0	80.0	80.0
매입채무 등	25.5	25.7	30.4	33.3	33.3
기타유동부채	4.7	12.7	14.2	14.6	15.1
비유동부채	285.2	302.1	319.6	319.8	320.1
금융부채	272.0	285.8	317.4	317.4	317.4
기타비유동부채	13.2	16.3	2.2	2.4	2.7
부채총계	592.6	478.5	441.8	444.8	448.5
지배주주지분	404.6	518.3	653.6	797.2	964.2
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)	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	148.1	230.2	340.8	484.4	651.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	404.6	518.3	653.6	797.2	964.2
순금융부채	488.9	348.3	247.6	62.4	(143.0)

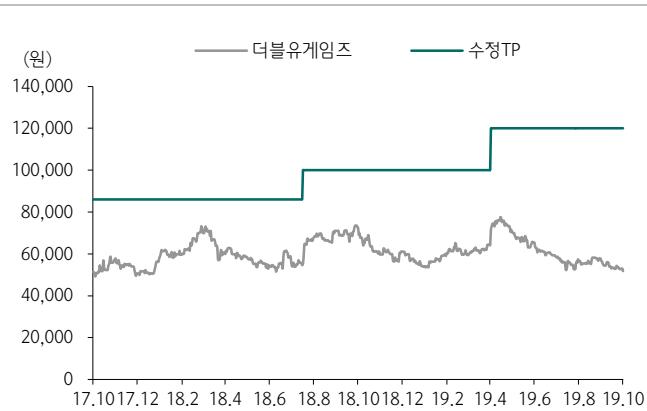
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	82.4	156.3	149.4	191.6	212.0
당기순이익	35.6	87.8	116.5	149.5	172.9
조정	40.3	66.9	51.1	42.8	40.0
감가상각비	19.7	33.8	45.1	42.8	40.0
외환거래손익	12.9	(7.9)	(5.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	(0.0)	0.0	0.0
기타	7.7	40.8	11.0	0.0	0.0
영업활동 변동	6.5	1.6	(18.2)	(0.7)	(0.9)
투자활동 현금흐름	(596.8)	3.4	31.7	(0.5)	(0.7)
투자자산감소(증가)	96.3	4.9	(0.5)	(0.5)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	0.0	0.0
기타	(692.5)	(0.8)	33.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	524.6	(143.1)	(73.1)	(5.9)	(5.9)
금융부채증가(감소)	505.7	(125.4)	(26.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	35.6	14.3	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(6.4)	(26.3)	(41.0)	0.0	0.0
배당지급	(10.3)	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감	9.5	17.0	108.0	185.2	205.5
Unlevered CFO	93.2	174.6	213.3	256.0	282.2
Free Cash Flow	81.8	155.6	148.5	191.6	212.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.4.25	BUY	120,000		
18.8.9	BUY	100,000	-37.45%	-26.50%
17.11.7	BUY	86,000	-32.23%	-14.88%
17.4.18	BUY	58,000	-1.31%	14.83%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	90.1%	9.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 10월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.