

더블유게임즈 (192080)

SW/SI

이창영



02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	72,000원 (D)
현재주가 (10/23)	51,800원
상승여력	39%

시가총액	9,459억원
총발행주식수	18,260,502주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	52,224주
52주 고	77,500원
52주 저	51,800원
외인자분율	17.11%
주요주주	김가람 외 5 인 43.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.8)	(11.5)	(28.6)
상대	(8.3)	(10.6)	(27.7)
절대(달러환산)	(6.9)	(10.8)	(30.5)

성장둔화, 저평가 매력 부각

3분기 실적 Review

영업수익 1,301억원(YoY +5.5%, QoQ +0.2%), 영업이익 376억원(YoY -4.1%, QoQ -6.7%), 순이익 305억원(YoY +28.6%, QoQ +2.3%). PC 매출 388억원(YoY -6.3%), 모바일 매출 913억원(YoY +11.4%), DDC 779억원(YoY +7.2%), DUC 449억원(YoY +0.4%), 계절적 비수기, 대만 신작 매출 부진, 상반기 소극적인 마케팅 집행(18년 상반기 매출액 대비 15.2%, 19년 상반기 11.8% 집행) 결과로 매출 성장을 둔화

반면 마케팅비 증가(전 분기 대비 28억원, 전년동기대비 57억원)로 영업이익(률)은 감소

4분기 및 2020년 전망

4분기는 소셜카지노 게임 계절적 성수기이고, 코인 할인 등 각종 이벤트를 통한 non paying user 들의 유료 결제전환, 3분기에 이은 마케팅비 증가로 매출 성장 및 영업이익 증가 전망. 그러나, 소셜카지노 게임 시장 자체의 성장이 둔화(3Q19 YoY +7.2%, QoQ -0.4%) 되고 있는 상황이고, 유사 캐주얼 게임 대체 등 진입장벽이 높지 않은 것으로 판단되는 바, 2020년에도 마케팅비 증가 → 성장을 제고 → 영업이익률 하락 → 마케팅비 감소 → 영업이익률 증가 → 성장을 둔화 현상이 반복될 것으로 예상됨

투자의견 BUY, 목표주가 72,000원 하향조정

동사 실적 성장 둔화 및 구조적으로 마케팅비 증가가 불가피한 상황임을 감안하여, 밸류에이션 조정, 2020년 실적 하향조정하며, 목표주가를 72,000원으로 하향 조정함

그럼에도 불구하고 자회사 T8G가 발행한 전환사채(CB 2,100억원, BW 900억원) 희석까지 감안한 2020년 ROE가 14%임에 반해 PBR 1.2배, PER 9.4배는 유사기업 평균대비 저평가 상황임에는 분명하다고 판단하여 BUY 투자의견은 유지함.

동사가 신규지역 진출성공, 신규게임흥행, 신규게임(기업) M&A 등 현재의 저성장을 해소할 수 있는 모멘텀이 발생한다면 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대됨

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,301	5.5	0.2	1,340	-2.9
영업이익	376	-4.1	-6.7	400	-6.0
세전계속사업이익	385	32.6	2.3	371	3.5
지배순이익	305	28.6	2.1	276	10.5
영업이익률 (%)	28.9	-2.9 %pt	-2.1 %pt	29.8	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	23.4	+4.2 %pt	+0.4 %pt	20.6	+2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	3,193	4,830	5,218	5,677
영업이익	810	1,358	1,539	1,734
지배순이익	354	878	1,179	1,026
PER	25.4	12.6	8.2	9.4
PBR	2.1	2.0	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.8	8.6	4.9	2.5
ROE	9.0	19.0	19.7	14.1

자료: 유안타증권

더블유게임즈(192080) 실적 추이 및 전망

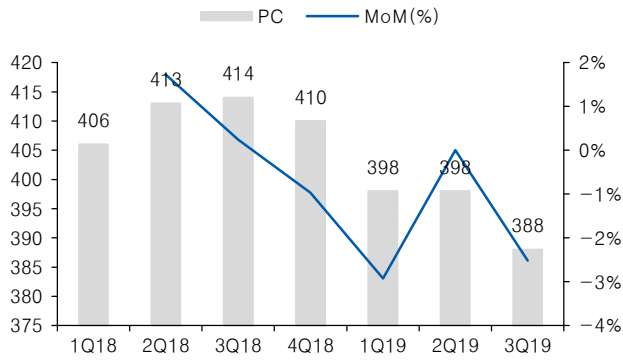
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	1,139	1,187	1,234	1,270	1,257	1,299	1,301	1,361	3,193	4,830	5,218	5,677
영업비용	879	842	841	910	881	896	925	978	2,383	3,472	3,680	3,943
플랫폼	342	354	367	379	377	378	387	411	949	1,441	1,553	1,703
마케팅	200	153	133	180	139	162	190	211	414	665	702	636
매출액 대비	18%	13%	11%	14%	11%	12%	15%	16%	13%	14%	13%	11%
인건비	135	131	155	145	164	156	151	153	389	567	624	760
로열티	51	49	45	48	38	38	34	36	128	193	155	165
기타	69	73	54	71	53	46	44	48	294	267	236	259
유무형상각비	81	82	87	88	110	116	119	120	197	338	407	419
연결영업이익	260	345	392	360	376	403	376	383	810	1,358	1,538	1,734
영업이익률	23%	29%	32%	28%	30%	31%	29%	28%	25%	28%	29%	31%
더블유게임즈												
영업수익	443	470	487	495	488	504	491	516	1,612	1,895	1,999	2,198
YoY(%)	7%	24%	26%	13%	10%	7%	1%	4%	20%	18%	5%	10%
Double Down Interactive												
영업수익	696	717	749	775	769	795	810	845	1,581	2,937	3,219	3,479
YoY(%)			9%	16%	10%	11%	8%	9%	-	-	10%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) PC 부문 매출 추이

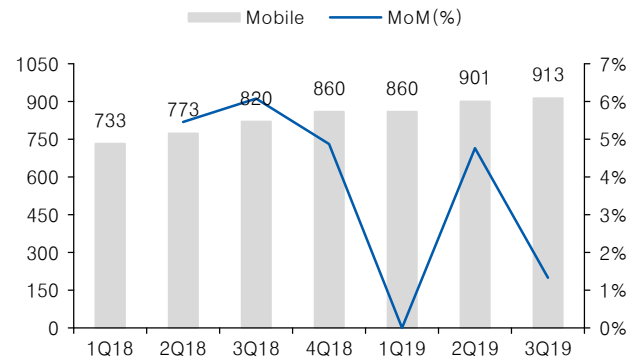
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) Mobile 부문 매출 추이

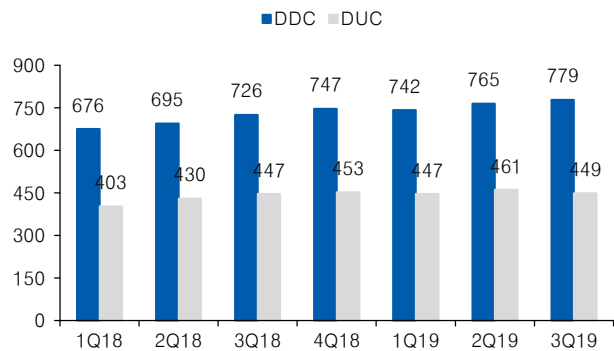
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) DDC & DUC 분기별 매출 추이

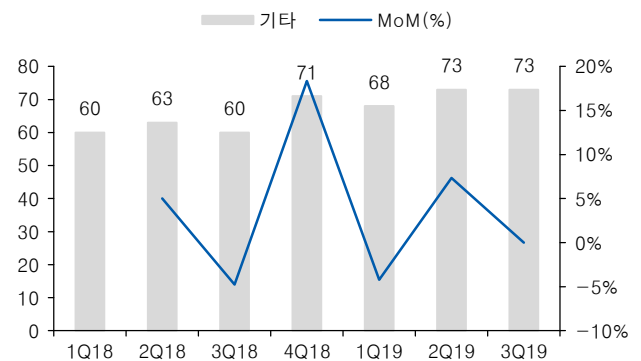
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 기타 매출 추이

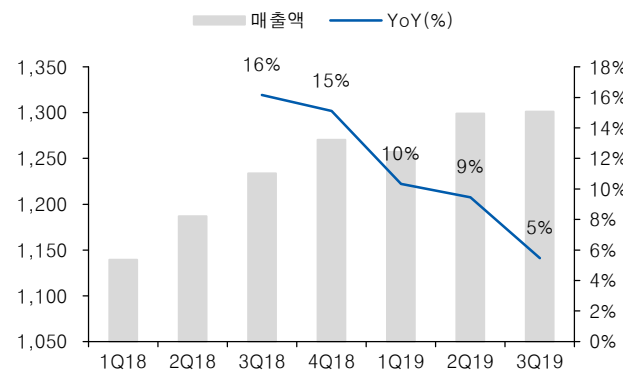
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) 분기별 매출 추이 및 YoY 성장률

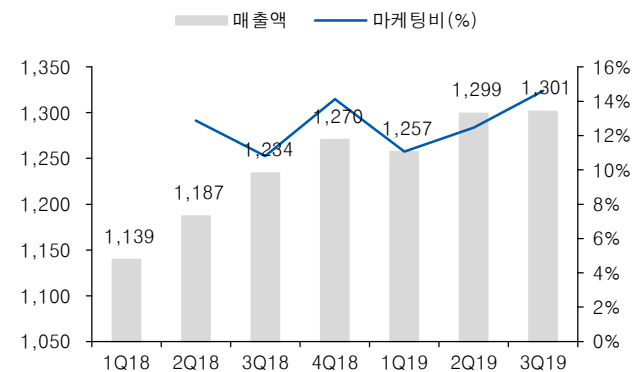
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈(192080) 매출액 대비 마케팅비 비율 변화

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 목표주가 변경 내역						(단위: 억원)	
이전 목표주가 산정내역			목표주가 변경 내역				
2019년 예상 매출액		5,264	2020년 예상 매출액			5,677	
2019년 예상 영업이익		1,597	2020년 예상 영업이익			1,734	
2020년 영업이익 성장률 예상		16.8%	2020년 영업이익 성장률 예상			12.7%	
2019년 예상 지배 순이익		1,182	2020년 예상 지배순이익			1,026	
적용 PER		13.59	적용 PER			12.81	
발행주식수 (주)		18,260,502	발행주식수 (주)			18,260,502	
이전 목표주가 (원)		88,000	새로운 목표주가 (원)			72,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

소셜카지노 기업 밸류에이션

기업명	시가총액	P/E			EPS Growth			P/B			ROE			P/S		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
SCIPLAY	1,112.4	-	7.1	5.9	-	-	19.1	-	4.8	2.4	-	49.5	43.4	-	2.3	2.0
ARISTOCRAT	13,875.7	26.8	23.3	19.9	34.5	19.3	16.8	13.6	9.4	7.7	55.8	43.5	41.5	5.6	4.6	4.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	3,193	4,830	5,218	5,677	6,095
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,193	4,830	5,218	5,677	6,095
판매비	2,383	3,473	3,679	3,943	4,187
영업이익	810	1,358	1,539	1,734	1,908
EBITDA	1,007	1,696	2,276	3,462	3,291
영업외손익	-427	-184	-49	-130	-43
외환관련손익	-190	118	0	0	0
이자손익	-174	-298	-42	-19	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-63	-4	-8	-111	-46
법인세비용차감전순이익	383	1,173	1,489	1,604	1,866
법인세비용	27	296	311	321	355
계속사업순이익	356	878	1,179	1,283	1,511
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	356	878	1,179	1,283	1,511
지배지분순이익	354	878	1,179	1,026	1,209
포괄손익	61	1,153	1,660	1,765	1,993
지배지분포괄이익	58	1,153	1,660	1,765	1,993

주: 영업이익 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	2,107	3,614	4,958
현금및현금성자산	248	418	1,104	2,570	3,876
매출채권 및 기타채권	406	352	468	509	546
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,921	8,822	8,704	6,984	5,610
유형자산	19	18	0	9	18
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	106	57	45	45	45
자산총계	9,972	9,968	10,811	10,598	10,568
유동부채	3,074	1,764	659	-521	-1,701
매입채무 및 기타채무	255	257	248	248	248
단기차입금	2,772	1,380	200	-980	-2,160
유동성장기부채	0	0	0	0	0
장기차입금	2,852	3,021	3,368	3,368	3,368
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,720	2,858	2,931	2,931	2,931
부채총계	5,926	4,785	4,026	2,846	1,666
지배지분	4,046	5,183	6,785	7,752	8,902
자본금	88	91	91	91	91
자본잉여금	3,087	3,227	3,230	3,230	3,230
이익잉여금	1,481	2,302	3,421	4,389	5,539
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,785	7,752	8,902
순차입금	4,889	3,483	1,799	-847	-3,333
총차입금	5,492	4,238	3,374	2,194	1,014

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	824	1,563	1,867	2,989	2,876
당기순이익	356	878	1,179	1,283	1,511
감가상각비	8	8	358	0	0
외환손익	129	-79	-50	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	65	16	-119	-41	-38
기타현금흐름	265	740	498	1,748	1,402
투자활동 현금흐름	-5,968	34	-83	50	50
투자자산	621	-15	-133	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-7	-9	-9	-9
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-6,583	56	58	59	59
재무활동 현금흐름	5,246	-1,431	-1,284	-1,284	-1,284
단기차입금	2,337	-1,392	-1,180	-1,180	-1,180
사채 및 장기차입금	3,000	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-103	-57	-59	-59	-59
기타현금흐름	12	18	-45	-45	-45
연결범위변동 등 기타	-7	4	186	-290	-336
현금의 증감	95	170	686	1,466	1,306
기초 현금	153	248	418	1,104	2,570
기말 현금	248	418	1,104	2,570	3,876
NOPLAT	810	1,358	1,539	1,734	1,908
FCF	1,009	1,362	1,827	3,065	2,882

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

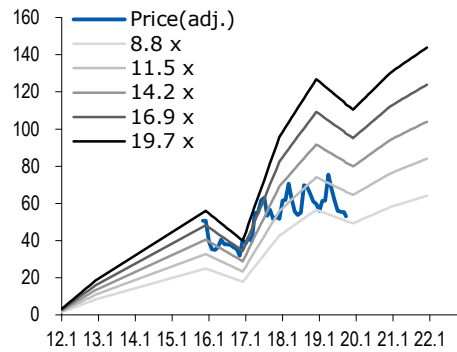
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,027	4,869	6,455	5,621	6,621
BPS	24,982	30,760	40,238	45,974	52,795
EBITDAPS	5,771	9,406	12,462	18,961	18,024
SPS	18,305	26,796	28,576	31,087	33,379
DPS	350	350	350	350	350
PER	25.4	12.6	8.2	9.4	8.0
PBR	2.1	2.0	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	13.8	8.6	4.9	2.5	1.9
PSR	2.8	2.3	1.9	1.7	1.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	105.2	51.3	8.0	8.8	7.4
영업이익 증가율 (%)	80.6	67.6	13.3	12.7	10.1
지배순이익 증가율 (%)	-27.6	148.2	34.3	-12.9	17.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.4	28.1	29.5	30.5	31.3
자배순이익률 (%)	11.1	18.2	22.6	18.1	19.8
EBITDA 마진 (%)	31.5	35.1	43.6	61.0	54.0
ROIC	17.0	11.6	13.9	17.5	24.0
ROA	4.9	8.8	11.3	9.6	11.4
ROE	9.0	19.0	19.7	14.1	14.5
부채비율 (%)	146.4	92.3	59.3	36.7	18.7
순차입금/자기자본 (%)	120.8	67.2	26.5	-10.9	-37.4
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.4	32.7	59.1	164.7

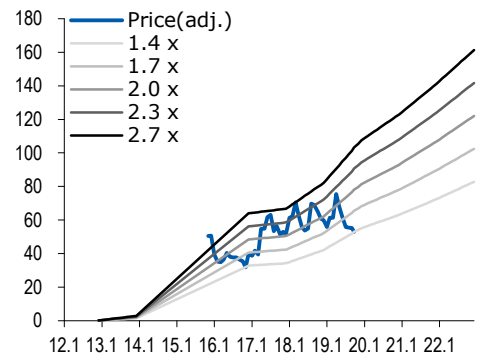
P/E band chart

(천원)



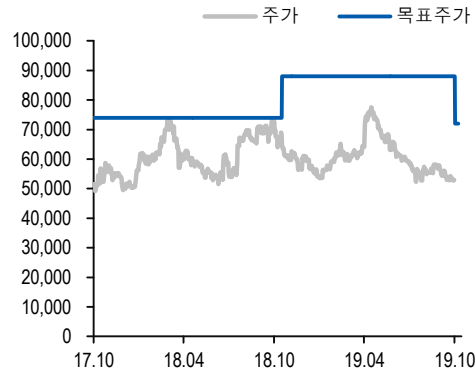
P/B band chart

(천원)



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-24	BUY	72,000	1년		
2018-11-08	BUY	88,000	1년	-31.33	-11.93
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)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-21

※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.