

더블유게임즈 (192080)

2018. 12. 3

인터넷/게임

Analyst **성종화**

02. 3779-8807

jhsung@ebestsec.co.kr

중장기적으로 여러 가치제고 요인 보유

3Q18은 외형 성장성 둔화되었으나 수익성 호조 지속

더블유카지노, 더블다운카지노, TAKE5 등 주력게임들의 3Q18 USD 기준 결제액 QoQ 는 각각 1.2%, 1.3%, -8.5%에 그쳤으며 연결기준 전체 결제액 QoQ 는 0.8%, 본사기준 전체 결제액 QoQ 는 0.3%에 그쳤다. 즉, 3Q18 은 동사 주력 라인업 모두 성장성이 대폭 둔화되었으며 이에 따라 전분기 대비 매출 성장도 정체되었다. 별도기준 3Q18 원화 매출 QoQ 가 4.1%로서 견조한 성장을 시현한 것은 전적으로 환율효과에 따른 것이었다. 본사 및 DDI 모두 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용의 효율적 관리로 수익성 호조가 지속되고 있다는 점은 긍정적이다.

동사는 신작모멘텀은 크게 기대하기 힘들

Undead Nation(비카지노게임. 좀비게임)은 8 월 구글 플레이스토어에 론칭되었고 iOS 버전은 론칭을 준비 중이다. DDC FK(Fort Knox)는 iOS 버전은 8/2 글로벌 론칭을 했으며 안드로이드 버전은 론칭을 준비 중이다. 더블포춘카지노는 4Q18 대만 및 동남아 등 아시아 지역에 현지 퍼블리셔를 통해 론칭할 예정이다. 이처럼 동사는 향후 론칭 예정인 신작 라인업수도 많지 않고 신작 중 론칭 전 사전기대감 측면의 강한 신작모멘텀을 기대할 만한 기대신작은 없다.

안정적 실적흐름의 기반 위에 중장기적으로는 여러 가치제고 요인 보유

목표주가는 84,000원에서 76,000원으로 10% 하향하나 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가 하향은 적용 PER 하향에 따른 것이다. 신규 목표주가 76,000원은 19E 지배 주주 EPS 대비 PER 12.8배로서 Global Peer 평균 PER 24.2배 대비 47% 할인한 것인데 Global Peer 평균 대비 펀드멘탈 지표는 보험 수준임을 감안하면 디스카운트가 과도한 측면도 있으나 게임주의 가장 중요한 가치평가 요소인 신작모멘텀 열위 부분을 감안하면 현실적으로 유의한 수준이라 판단한다.

주력 라인업 모두 3Q18 성장성 둔화, 신작모멘텀 부재, 주식시장 불안정 지속 등 단기적으로는 동사주가에 매우 비우호적인 환경이 지속되고 있다. 그러나, 중장기적으로는 본사 더블유카지노와 DDI의 더블다운카지노간의 Cross Promotion 효과에 따른 외형 성장성 제고도 기대해볼 수 있고, 연간 4-5개 정도의 신작 출시 중 의미 있는 수준의 히트작 출현에 따른 신작모멘텀이 형성될 수도 있고, 북미 지역 외 아시아 등으로의 론칭지역 다변화 효과도 기대할 수 있고, 내년 하반기에 자회사 디에트게임즈 (DDI 모회사) 상장효과도 기대할 수 있다.

Buy (maintain)

목표주가 **76,000 원**

현재주가 **61,700 원**

컨센서스 대비 (19E 순이익 기준)

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (11/29)	695.48 pt
시가총액	11,259 억원
발행주식	18,247 천주
52 주 최고가/최저가	73,500 / 49,500 원
90 일 일평균거래대금	66.77 억원
외국인 지분율	13.0%
배당익률(18.12E)	0.5%
BPS(18.12E)	28,451 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월 -17.5%
	6 개월 28.1%
	12 개월 32.2%
주주구성	김가람 외 6 인 45.0%
	자사주 펀드 7.7%

Stock Price



Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,552	452	535	488	2,842	42.2	456	14.0	8.5	1.8	13.1
2017	1,612	595	325	354	2,010	-29.3	600	25.7	14.4	2.2	9.0
2018E	1,959	796	1,150	975	5,344	165.9	803	11.5	13.5	2.2	21.1
2019E	2,223	916	1,313	1,115	6,112	14.4	924	10.1	10.8	1.8	19.5
2020E	2,397	989	1,365	1,162	6,367	4.2	998	9.7	9.1	1.5	17.1

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

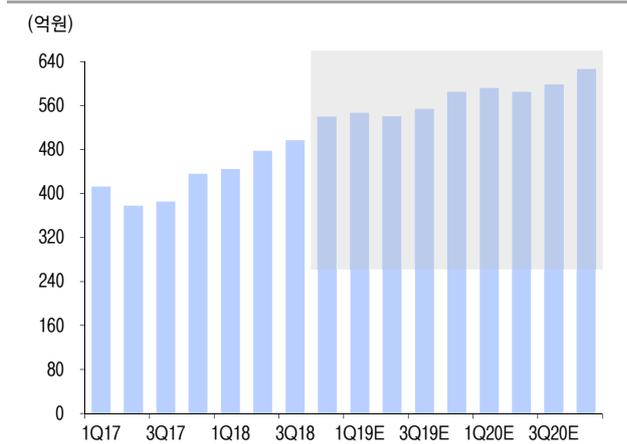
실적 전망

표54 더블유게임즈 향후 신작 론칭일정

신작	장르	론칭일정	비고
Undead Nation	Strategy (좀비게임)	구글 18년 8월 론칭 iOS 론칭 준비 중	공급적으로 PC와 모바일의 서버 일원화로 멀티플랫폼 구성 계획
DDC FK (Double Down Fort Konx Slot)	카지노	iOS 18.08.02 글로벌 론칭 안드로이드 준비 중	실제 Slot 게임과 유사한 고품질과 사운드의 3D 게임
DFC (Double Fortune Casino)	카지노	4Q18 부터 대만, 동남아 등	아시아권 공략을 위한 신작 (현지 퍼블리셔를 통한 서비스)

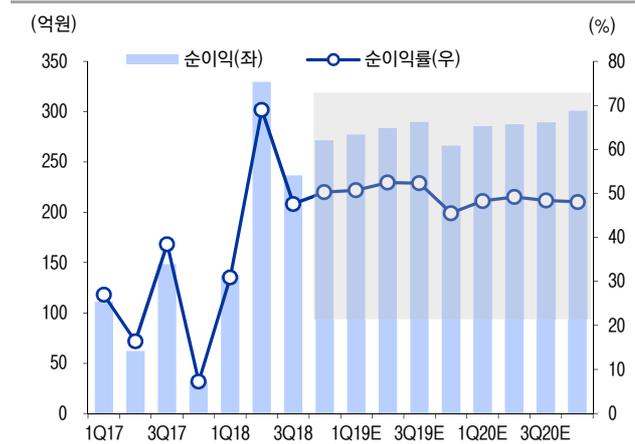
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 더블유게임즈 분기별 매출액 추이



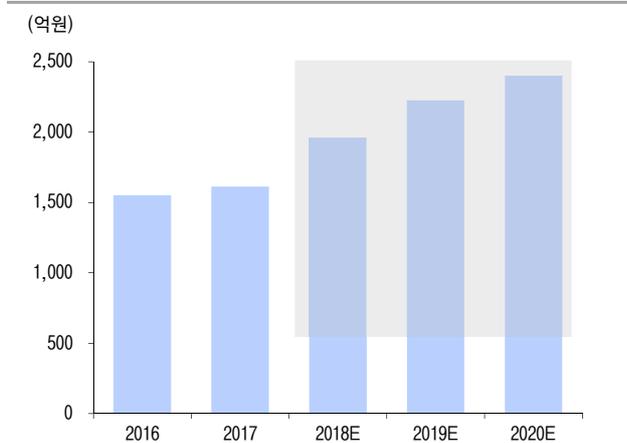
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림128 더블유게임즈 분기별 순이익 추이



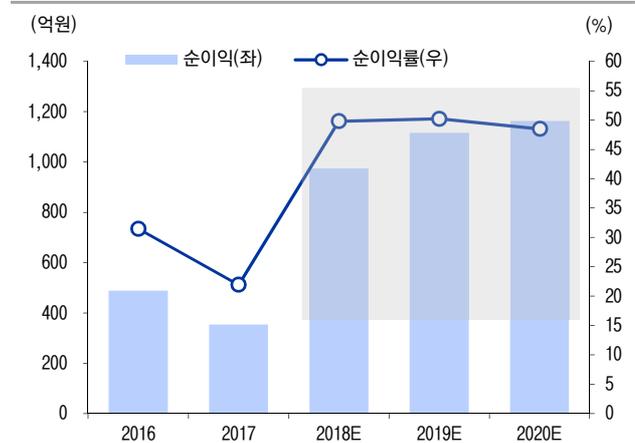
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림129 더블유게임즈 연도별 매출액 추이



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림130 더블유게임즈 연도별 순이익 추이



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표55 더블유게임즈 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	413	378	385	436	445	478	497	539	546	540	553	584
더블유카지노	372	340	351	399	403	435	457	496	500	494	507	535
TAKE5	28	27	25	29	33	34	32	35	38	38	38	41
더블유빙고	10	9	8	8	9	8	7	8	7	7	6	7
기타	2	2	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	249	224	259	285	302	273	280	309	320	318	327	342
플랫폼	124	113	116	131	135	141	145	157	159	157	161	170
마케팅비	50	50	66	80	100	67	62	75	82	79	82	85
주식보상비용	5	4	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0
인건비 등	70	56	74	74	66	64	73	76	79	81	83	87
영업이익	163	154	126	151	143	205	218	230	226	222	226	242
영업이익률(%)	39.6	40.8	32.7	34.6	32.1	42.9	43.8	42.7	41.4	41.1	40.9	41.4
영업외손익	-43	-110	54	-171	16	181	68	89	98	109	112	77
지분법손익	0	-114	49	-158	13	158	62	80	89	99	103	67
기타	-43	4	5	-13	3	22	6	9	9	9	9	10
세전이익	121	45	181	-21	159	386	286	319	325	331	338	319
세전이익률(%)	29.2	11.8	46.9	-4.7	35.8	80.7	57.5	59.2	59.4	61.3	61.2	54.6
순이익	111	62	148	32	138	330	237	271	277	283	289	266
순이익률(%)	27.0	16.4	38.5	7.3	31.0	69.0	47.6	50.3	50.7	52.5	52.3	45.5
qoq(%)												
매출액	-2.0	-8.4	2.0	13.2	2.0	7.4	4.1	8.5	1.3	-1.2	2.5	5.6
영업이익	-5.2	-5.5	-18.2	19.5	-5.3	43.5	6.2	5.9	-1.8	-1.9	1.9	7.0
순이익	-49.1	-44.2	138.9	-78.6	332.8	139.4	-28.2	14.5	2.1	2.2	2.2	-8.1
yoy(%)												
매출액	9.8	-0.7	3.0	3.6	7.8	26.4	29.0	23.6	22.8	13.0	11.3	8.3
영업이익	174.4	22.1	34.4	-11.0	-12.6	32.7	72.4	52.8	58.5	8.3	3.9	5.1
순이익	83.9	-51.7	84.7	-81.9	23.6	430.6	59.6	752.3	101.2	-14.1	22.2	-1.9

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표56 더블유게임즈 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,552	1,612	1,959	2,223	2,397
더블유카지노	1,408	1,463	1,791	2,037	2,199
TAKE5	70	109	133	155	170
더블유빙고	73	36	32	27	24
기타	0	5	3	4	5
영업비용	1,099	1,017	1,163	1,307	1,408
플랫폼	465	484	577	647	698
마케팅비	265	246	305	329	341
주식보상비용	103	13	1	0	0
인건비 등	266	274	280	330	369
영업이익	452	595	796	916	989
영업이익률(%)	29.2	36.9	40.6	41.2	41.3
영업외손익	83	-270	354	397	376
지분법손익	-4	-223	313	358	333
기타	87	-47	41	38	42
세전이익	535	325	1,150	1,313	1,365
세전이익률(%)	34.5	20.2	58.7	59.1	56.9
순이익	488	354	975	1,115	1,162
순이익률(%)	31.5	21.9	49.8	50.2	48.5
EPS(원)	2,842	2,010	5,344	6,112	6,367
yoy(%)					
매출액	26.7	3.9	21.5	13.5	7.8
영업이익	41.8	31.5	33.8	15.2	7.9
순이익	43.0	-27.6	175.7	14.4	4.2
EPS	42.2	-29.3	165.9	14.4	4.2

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

Valuation

표57 Global Peer 펀드멘탈 비교

(단위: %)

업체	2019E				2020E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	21.9	24.9	30.0	20.3	10.4	26.0	30.9	17.9
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표58 상대평가 Valuation Table

(단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E			2020E		
			지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				18.5	24.2		15.3	19.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,158	633	716	1,542	2,520
현금및현금성자산	90	81	374	1,042	1,842
기타유동금융자산	2,898	354	77	213	377
매출채권및기타채권	160	191	257	278	291
기타	9	6	9	10	10
비유동자산	769	3,564	4,684	4,933	5,071
기타비유동금융자산	577	38	764	833	873
종속기업/관계기업	119	3,371	3,865	4,041	4,137
유무형자산	13	16	17	19	21
기타	60	138	39	40	41
자산총계	3,927	4,197	5,401	6,476	7,591
유동부채	137	138	184	198	208
매입채무및기타채무	68	114	113	122	127
당기법인세부채	40	8	47	50	53
기타	29	15	25	26	28
비유동부채	9	13	25	29	32
확정급여부채	9	11	22	25	28
부채총계	145	151	209	228	240
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,940	2,940	2,940
기타자본구성요소	-266	-314	-449	-449	-449
기타포괄손익누계액	-1	-24	211	211	211
이익잉여금	1,230	1,481	2,399	3,455	4,558
자본총계	3,782	4,046	5,192	6,248	7,351

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	543	530	857	760	835
영업에서 창출된	548	567	1,008	928	1,006
당기순이익	488	354	975	1,115	1,162
조정사항	104	228	66	-177	-150
D&A	3	5	7	8	8
법인세비용	47	-28	175	198	203
이자손익	-50	-15	-25	-33	-38
기타	104	267	-90	-349	-324
자산, 부채 증감	-45	-15	-34	-10	-6
법인세, 이자 등	-5	-37	-151	-168	-170
투자활동 현금	-683	-441	-636	-33	24
유무형자산 증감	-4	-8	-8	-10	-10
금융자산 증감	-559	3,072	-448	-206	-203
종속/관계기업투자	-117	-3,501	-181	182	237
기타	-3	-4	0	0	0
재무활동 현금	-498	-91	72	-59	-59
주식의 발행	2	12	128	0	0
자기주식 증감	-500	0	0	0	0
배당금 지급	0	-103	-57	-59	-59
현금및현금성자산 증감	-638	-1	292	668	800
기초 현금및현금성자산	728	90	81	374	1,042
기말 현금및현금성자산	90	81	374	1,042	1,842
기말 유동금융자산	2,898	354	77	213	377
기말 총현금유동성	2,988	436	450	1,255	2,219

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,552	1,612	1,959	2,223	2,397
더블유카지노	1,408	1,463	1,791	2,037	2,199
TAKE5	70	109	133	155	170
더블유빙고	73	36	32	27	24
기타	0	5	3	4	5
영업비용	1,099	1,017	1,163	1,307	1,408
영업이익	452	595	796	916	989
EBITDA	456	600	803	924	998
금융수익	52	23	26	33	38
금융비용	2	8	1	0	0
기타수익	50	10	25	5	5
기타비용	13	72	9	0	0
지분법손익	-4	-223	313	358	333
세전이익	535	325	1,150	1,313	1,365
법인세비용	47	-28	175	198	203
당기순이익	488	354	975	1,115	1,162
Profitability(%)					
영업이익률	29.2	36.9	40.6	41.2	41.3
EBITDA Margin	29.4	37.2	41.0	41.6	41.6
세전이익률	34.5	20.2	58.7	59.1	56.9
당기순이익률	31.5	21.9	49.8	50.2	48.5
ROA	12.6	8.7	20.3	18.8	16.5
ROE	13.1	9.0	21.1	19.5	17.1
ROIC	10.9	14.5	16.8	13.6	12.4

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	14.0	25.7	11.5	10.1	9.7
P/B	1.8	2.2	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.5	14.4	13.5	10.8	9.1
P/CF	11.6	16.7	12.6	14.6	13.4
Per Share Data (원)					
EPS	2,842	2,010	5,344	6,112	6,367
BPS	22,007	22,996	28,451	34,241	40,285
CPS	3,422	3,097	4,879	4,222	4,613
DPS	599	322	323	323	323
Growth (%)					
매출액	26.7	3.9	21.5	13.5	7.8
영업이익	41.8	31.5	33.8	15.2	7.9
EPS	42.2	-29.3	165.9	14.4	4.2
총자산	2.7	6.9	28.7	19.9	17.2
자기자본	2.7	7.0	28.3	20.3	17.7
Stability (% 배, 억원)					
부채비율	3.8	3.7	4.0	3.6	3.3
유동비율	2,310.7	459.4	390.3	777.6	1,213.3
자기자본비율	96.3	96.4	96.1	96.5	96.8
영업이익/금융비용(x)	229.7	72.4	958.7	무이자	무이자
이자보상배율(x)	무이자	무이자	무이자	무이자	무이자
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-2,988	-436	-450	-1,255	-2,219