

더블유게임즈 (목표주가 67,000원 하향, 투자 의견: '매수' 유지)

4Q18 매출액과 영업이익은 각각(QoQ) 1,320억원(+7.0%), 412억원(+4.9%)으로 전망된다. 영업이익 컨센서스(430억원)를 소폭 하회하겠다. 최대 성수기임을 감안하면 다소 아쉬운 실적이다.

인수 회사인 DDI의 대표게임 더블다운카지노의 경우 4Q18 매출순위가 3Q18과 유사한 수준을 유지했으나 더블유카지노의 경우 평균 순위가 하락(3Q18 47위→4Q18 53위)했다. 시장 전체 성수기인 만큼 매출 순위 하락이 매출 감소를 의미하지는 않지만 성장이 상대적으로 더뎠을 것으로 예상된다. 마케팅비도 전분기 대비 18.8% 추가 집행하며 영업이익률은 0.6%p 감소할 전망이다.

4분기는 게임 최대 성수기로 15~17년 평균 +10% QoQ의 매출 상승세를 시현했다. 최대 성수기임에도 불구하고 예년 대비 성장률이 아쉽다. 목표주가를 67,000원으로 하향한다. 19년 기준 PER 13배를 적용(기존 16배)했다. 성장세 둔화에 따른 우려를 반영해 할인을 적용했다. 현재 주가의 19년 기준 PER은 10.6배로 타 게임사 대비 실적 안정성을 고려하면 저평가 매력은 존재한다.

더블유게임즈의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2018년 순이익	66.9	12개월 Forward 순이익	84.0	2019년 순이익	89.5
EPS (원)	3,832	EPS (원)	4,811	EPS (원)	5,130
PER (x)	16.0	Target PER (x)	16.0	PER (x)	13.0
목표주가 (원)	67,000	목표주가 (원)	67,000	목표주가 (원)	67,000
현재주가 (원)	54,200	현재주가 (원)	54,200	현재주가 (원)	54,200
현재주가 PER (x)	14.1	현재주가 PER (x)	11.3	현재주가 PER (x)	10.6
				Upside(%)	23.6

자료: 신한금융투자 추정

주: 순이익은 DDI 지분율 68% 기준 지배주주순이익 / 주2: 성장세 둔화에 따른 우려를 반영해 Target PER 16배→13배로 하향

더블유게임즈의 연결 기준 분기별 영업실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	113.9	118.7	123.4	132.0	128.8	129.9	133.5	139.4	319.3	490.4	538.5
% YoY	175.2	96.5	15.1	19.6	13.1	9.5	8.2	5.6	105.2	53.6	9.8
영업비용	87.9	84.2	84.1	90.9	88.0	87.5	89.4	92.0	238.3	348.0	359.7
플랫폼	34.2	35.4	36.7	39.8	38.9	39.2	40.3	42.0	94.9	146.7	162.4
마케팅비	20.0	15.3	13.3	15.8	14.4	13.4	13.7	14.1	41.4	64.6	56.3
주식보상비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.1	0.0
로열티	5.3	4.7	4.5	5.0	4.8	4.9	5.0	5.3	12.8	19.6	20.2
감가상각비	8.1	8.2	8.7	8.5	8.4	8.3	8.3	8.3	19.6	33.5	33.4
인건비 등	20.2	20.6	20.9	21.8	21.6	21.6	22.0	22.2	57.7	83.5	87.4
영업이익	26.0	34.5	39.2	41.2	40.8	42.4	44.2	47.4	81.1	140.9	174.9
영업이익률 (%)	22.8	29.1	31.8	31.2	31.7	32.7	33.1	34.0	25.4	28.9	32.9
(% YoY)	54.6	353.3	42.1	41.9	57.0	23.0	12.6	15.2	80.7	73.8	24.1
EBITDA	34.2	42.7	47.9	49.7	49.3	50.8	52.5	55.7	102.0	174.5	208.2
EBITDA 마진 (%)	30.1	36.0	38.8	37.6	38.2	39.1	39.3	40.0	31.9	35.8	39.2
세전이익	17.5	40.6	29.0	36.9	34.2	41.4	42.1	46.3	37.8	123.9	163.9
당기순이익	13.8	33.0	23.7	29.3	26.6	33.5	34.0	37.6	35.0	99.7	131.7
실효배주주*	7.4	24.9	14.6	20.0	17.4	23.4	23.1	25.6	34.9	66.9	89.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

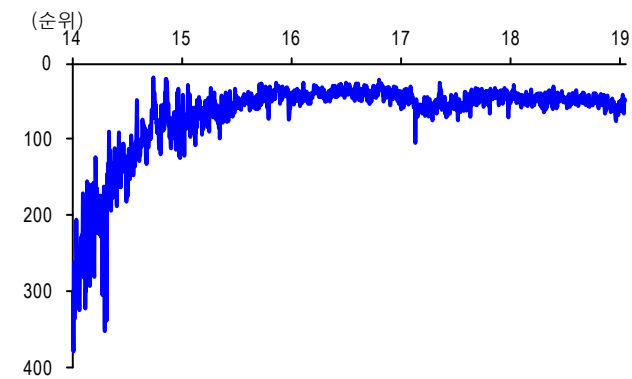
주: 실효배주주 순이익은 DDI 지분율을 68%로 계산.

2017년 이후 더블유게임즈 주가 추이와 DDC의 매출순위 비교



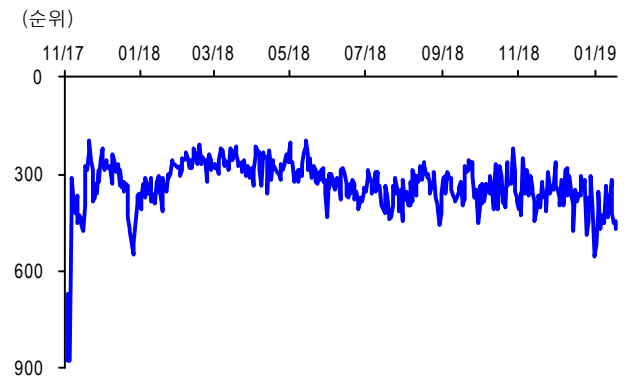
자료: Quantwise, Appannie, 신한금융투자 / 주: 매출 순위는 1개월 이동평균 기준

DoubleU Casino의 미국 iOS 매출 순위



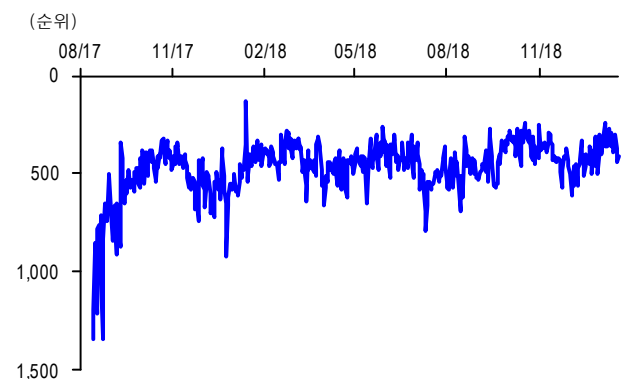
자료: Appannie, 신한금융투자

Ellen's Road to Riches Slots의 미국 iOS 매출 순위



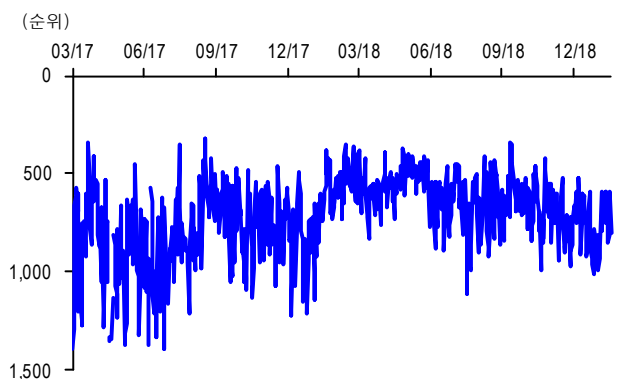
자료: Appannie, 신한금융투자

DoubleDown Classic Slots의 미국 iOS 매출 순위



자료: Appannie, 신한금융투자

Take5의 미국 iOS 매출 순위



자료: Appannie, 신한금융투자