

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	85,000원
현재가 (2/21)	59,000원

KOSDAQ (2/21)	747.33pt
시가총액	1,077십억원
발행주식수	18,261천주
액면가	500원
52주 최고가	73,500원
최저가	51,500원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	13.1%
배당수익률 (2018F)	1.5%

주주구성	
김기삼 외 5 인	45.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	14%	19%
절대기준	-6%	4%	-8%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	85,000	85,000	-
EPS(18)	5,338	5,512	▼
EPS(19)	6,430	6,619	▼

더블유게임즈 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

더블유게임즈 (192080)

뛰어난 현금 창출력에 주목하자

2020년까지 M&A, 정상화, IPO의 중장기 성장 로드맵 완성

지난 18일에서 20일까지 기관 투자자를 대상으로 NDR (Non Deal Roadshow)을 진행함. 주요 관심사는 1) 더블다운카지노의 2019년 성장 전략, 2) 더블유게임즈의 KOSPI 이전 상장과 자회사의 IPO 계획, 끝으로 3) 중장기적인 성장을 위한 대만 진출과 M&A 전망이었음. 2017년 인수했던 더블다운카지노의 정상화, IPO 이후 M&A를 통한 중장기 성장 로드맵을 확인함. M&A를 위해 차입했던 3천억원을 올해 11월까지 모두 상환할 것으로 파악됨. 매년 35% 이상의 EBITDA 마진을 기반으로 안정적인 현금 창출력에 주목해야 할 것으로 판단됨

1) 더블다운카지노의 재도약

더블다운카지노는 핵심 콘텐츠 반영, 모바일 포팅 작업 내재화, 크로스 프로모션을 통해 외형 성장이 기대됨. 우선 IGT(International Game Technology)의 슬롯머신 잭팟 콘텐츠인 메가벅스(MEGABUCKS)가 2분기 중으로 더블다운카지노에 반영될 예정임. 이 콘텐츠는 오프라인 슬롯모신 게이머들에게 가장 유명한 콘텐츠이기 때문에 결제액 상승에 기여할 것으로 예상됨. 한편 IGT의 오프라인 슬롯을 온라인으로 포팅하는 작업을 동사가 직접 진행할 예정임. 직접 포팅을 하기 때문에 IGT에 지급하는 로열티 비율이 감소하고 오프라인 감성을 더욱 살릴 것으로 판단됨. 끝으로 두 게임 내 비결제 게이머들을 대상으로 크로스 프로모션이 진행될 예정임

2) KOSPI 이전 상장과 자회사의 IPO

1분기 중에 KOSPI 이전이 예상되고 자회사의 IPO는 2020년 상반기에 가능할 것으로 전망됨. 작년 9월에 신청했던 KOSPI 이전 상장은 거래소의 내부적인 이슈로 지연된 것으로 파악됨. 이전이 결정될 경우 거래 정지 이슈는 없음. 경쟁사인 Scientific Games는 소셜카지노 부분을 상반기 중으로 상장한다고 발표함. 나스닥에 상장될 것으로 예상되며 IPO 이후 동사와 자회사 IPO 밸류에이션에 긍정적인 것으로 판단됨

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	156	319	486	547	630
영업이익	45	81	139	168	186
세전이익	53	38	119	144	165
지배주주순이익	49	35	96	117	135
EPS(원)	2,847	2,027	5,338	6,430	7,388
증가율(%)	na	-28.8	163.3	20.5	14.9
영업이익률(%)	28.8	25.4	28.7	30.7	29.6
순이익률(%)	31.3	11.2	19.8	21.4	21.4
ROE(%)	12.9	9.0	20.9	20.6	19.9
PER	14.0	25.5	11.2	8.7	7.6
PBR	1.8	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.4	14.2	8.6	6.5	5.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

3) 대만 진출과 M&A 전략

대만 진출과 추가 M&A를 통해 외형 성장이 기대됨. 동사는 대만 내 상위 선불카드와 게임 퍼블리셔 사업자인 소프트월드와 함께 소셜카지노 사업을 본격화할 예정임. 4월부터 선불카드 시장을 중심으로 본격적인 마케팅이 진행될 것으로 예상됨. 대만 소셜카지노 게임 시장이 약 4천억 규모로 파악되며 로컬 기업 중심으로 경쟁을 하고 있기 때문에 동사의 시장 침투 속도가 빠를 것으로 전망됨. 한편 소셜카지노 시장이 상위 4개 업체(Playtika, Aristocrat Technologies, DoubleU Games, Scientific Games)로 과점화되는 상황임. 2017년 말에 Big Fish가 Aristocrat에 매각이 되었으며 Top 10 내 다수업체가 매각 의사를 가진 것으로 파악됨

그림 1. 2분기 중에 반영될 IGT의 메가박스 콘텐츠



자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

그림 2. 대만에 출시된 대발재신 신작 게임



자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

그림 3. 2017년 M&A를 위한 차입금 3천억원을 2019년 11월 상환 완료

내역	18년 9월말	18.11	19.02	19.05	19.08	19.11
잔액	1,670억	1,380억	1,080억	780억	480억	0억
상환금액		-290억	-300억	-300억	-300억	-480억

내역	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	이자율
이자비용		14억	11억	7억	3억	4.3%

- > 2018년 선순위 이자금액: 91억원
- > 2019년 예상 선순위 이자금액: 35억원
- ✓ 18년 대비 19년은 약 56억원 감소 전망

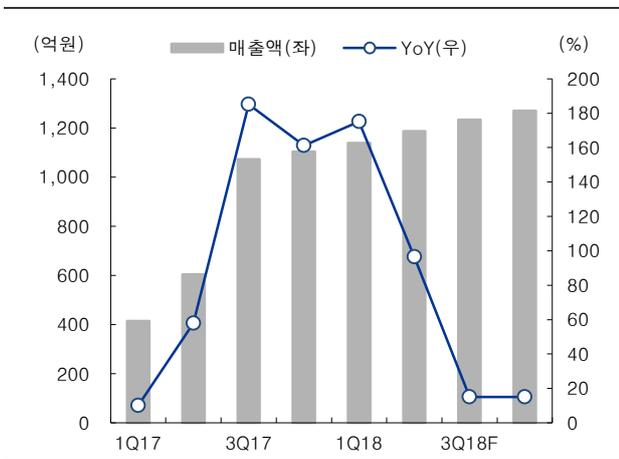
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

표 1. 더블유게임즈의 실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	414	604	1,072	1,104	1,139	1,187	1,234	1,270	3,193	4,843	5,456
QoQ	-2.0%	45.9%	77.5%	3.0%	3.2%	4.2%	4.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	10.2%	57.9%	185.2%	161.3%	175.2%	96.5%	15.1%	15.1%	105.2%	51.7%	12.6%
DDI	-	226	687	668	696	717	749	778	1,580	2,940	3,364
DUG	414	378	386	436	445	478	497	505	1,614	1,925	2,092
영업이익	168	76	276	290	260	345	392	373	810	1,371	1,651
OPM	40.5%	12.6%	25.8%	26.3%	22.8%	29.1%	31.8%	29.4%	25.4%	28.3%	30.3%
QoQ	2.9%	-54.7%	262.9%	5.1%	-10.3%	32.6%	13.8%	-5.0%			
YoY	181.7%	-38.9%	172.5%	77.9%	55.0%	353.3%	42.1%	28.5%	80.6%	69.2%	20.4%
세전이익	123	54	221	-15	175	406	290	316	383	1,186	1,427
QoQ	-49.0%	-56.4%	311.0%	-106.6%	-1289.3%	132.3%	-28.5%	9.0%			
YoY	90.7%	-62.9%	167.6%	-106.1%	41.7%	654.9%	31.3%	흑전	-28.2%	209.6%	20.3%
순이익(지배)	111	62	148	32	138	330	237	269	354	973	1,128
NIM	26.9%	10.3%	13.8%	2.9%	12.1%	27.8%	19.2%	21.2%	11.1%	20.1%	20.7%
QoQ	-49.2%	-44.2%	138.0%	-78.1%	325.2%	139.4%	-28.2%	13.5%			
YoY	83.8%	-51.8%	85.0%	-85.2%	23.6%	430.6%	60.2%	730.0%	-27.6%	175.0%	15.9%

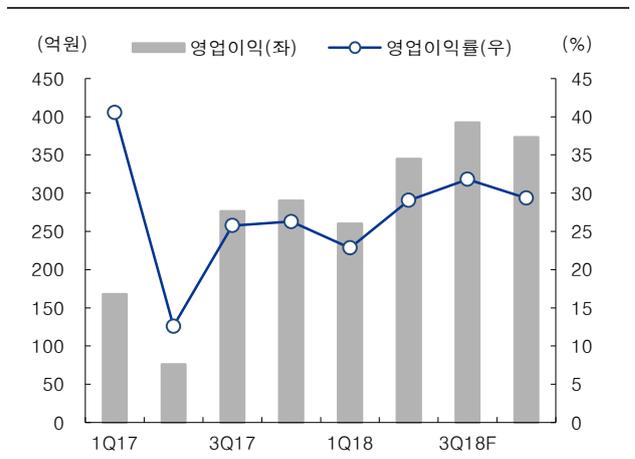
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

그림 4. 더블유게임즈의 매출액 및 YoY 추이



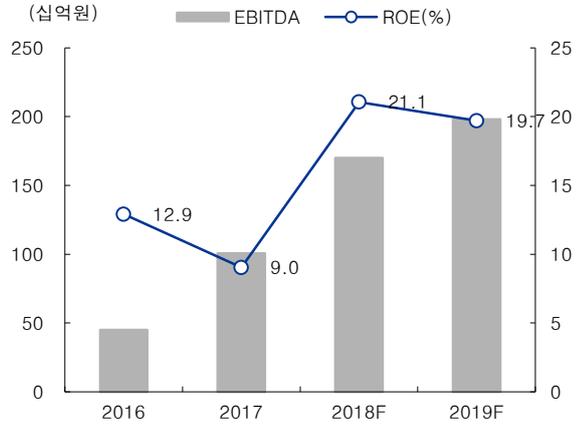
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 5. 더블유게임즈의 영업이익 및 영업이익률 추이



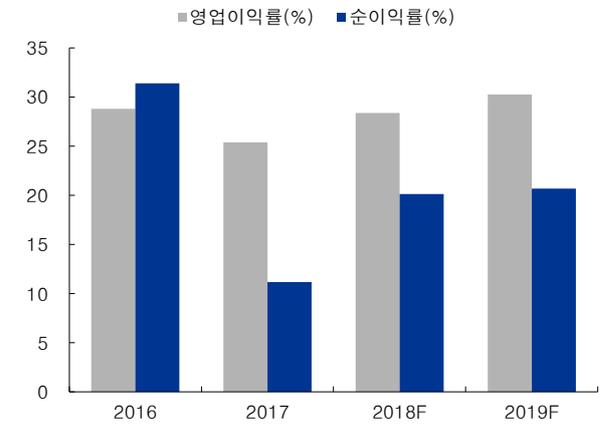
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 6. 더블유게임즈의 EBITDA 및 ROE 추이



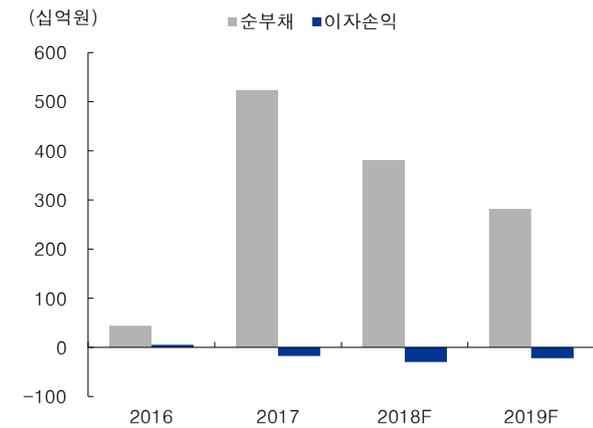
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 7. 더블유게임즈의 영업이익률 및 순이익률 추이



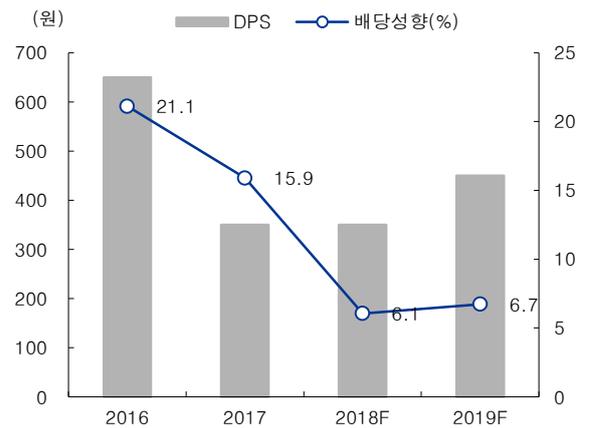
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 8. 더블유게임즈의 순부채 및 이자손익 추이



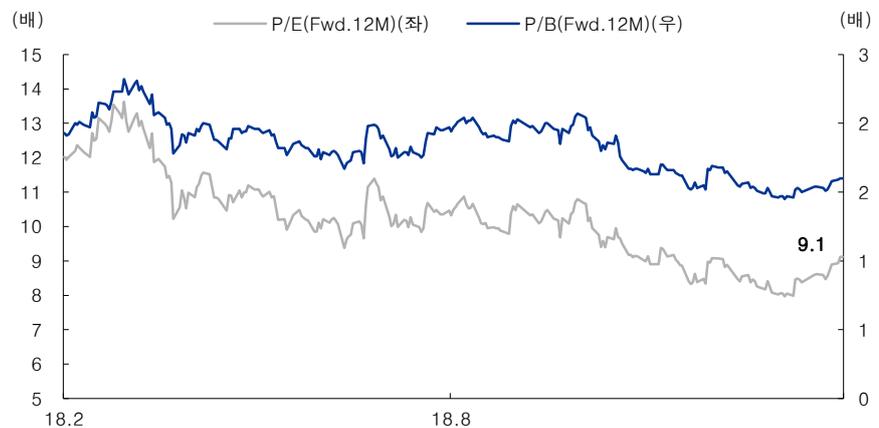
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 9. 더블유게임즈의 DPS 및 배당성향 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 10. 더블유게임즈의 12개월 FW PER과 PBR 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	156	319	486	547	630
증가율(%)	na	105.2	52.2	12.5	15.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	156	319	486	547	630
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	111	238	347	379	444
판매비율(%)	71.2	74.6	71.3	69.3	70.4
영업이익	45	81	139	168	186
증가율(%)	na	80.6	71.9	20.7	10.8
영업이익률(%)	28.8	25.4	28.7	30.7	29.6
순금융손익	5	-24	-29	-24	-21
이자손익	5	-17	-30	-24	-21
기타	0	-6	1	0	0
기타영업외손익	3	-19	8	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	53	38	119	144	165
법인세	5	3	22	27	31
법인세율	8.8	7.0	18.9	18.5	18.5
계속사업이익	49	36	96	117	135
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	36	96	117	135
증가율(%)	na	-26.8	170.0	21.9	14.9
당기순이익률(%)	31.3	11.2	19.8	21.4	21.4
지배주당당기순이익	49	35	96	117	135
기타포괄이익	1	-30	23	0	0
총포괄이익	50	6	120	117	135
EBITDA	45	101	172	201	221
증가율(%)	na	122.9	71.2	16.7	9.7
EBITDA마진율(%)	29.0	31.5	35.5	36.8	35.0

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,847	2,027	5,338	6,430	7,388
BPS	22,007	22,996	28,381	33,980	40,353
DPS	650	350	900	1,100	1,260
밸류에이션(배)					
PER	14.0	25.5	11.2	8.7	7.6
PBR	1.8	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.4	14.2	8.6	6.5	5.5
성장성지표(%)					
매출증가율	na	105.2	52.2	12.5	15.2
EPS증가율	na	-28.8	163.3	20.5	14.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	0.7	1.5	2.0	2.2
ROE	12.9	9.0	20.9	20.6	19.9
ROA	11.1	5.0	9.5	10.9	11.3
ROIC	805.2	8.0	10.8	13.0	14.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	15.5	146.4	97.3	81.9	69.7
순차입금 비율(%)	-57.1	129.3	74.0	46.6	24.9
이자보상배율(배)	416.6	4.0	4.5	6.2	6.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	11.3	10.8	10.5	10.6
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	323	105	134	235	349
현금및현금성자산	15	25	69	164	269
유기증권	244	1	0	0	0
매출채권	16	40	49	55	64
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	114	892	888	894	900
유형자산	1	2	2	3	5
무형자산	0	865	877	881	884
투자자산	107	11	6	6	7
자산총계	437	997	1,022	1,128	1,249
유동부채	57	307	205	208	211
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	44	277	170	170	170
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	285	299	301	302
사채	0	272	282	282	282
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	59	593	504	508	513
지배주주지분	378	405	518	620	736
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	273	309	321	321	321
자본조정등	-27	-31	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	0	-30	-6	-6	-6
이익잉여금	123	148	239	341	457
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	378	405	518	620	736
비이자부채	15	43	51	56	60
총차입금	44	549	453	453	453
순차입금	-216	523	383	289	183

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	54	82	138	145	161
당기순이익	49	36	96	117	135
비현금성 비용 및 수익	10	58	74	57	55
유형자산상각비	0	1	1	1	1
무형자산상각비	0	19	32	32	33
운전자본변동	-4	7	-11	-5	-8
매출채권등의 감소	-1	0	-10	-6	-8
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	-17	-21	-24	-21
투자활동 현금흐름	-106	-597	18	-39	-41
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-1	-1	-2	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-6	-11	-36	-36
투자자산의 감소(증가)	-62	62	0	0	-1
기타	-43	-653	30	-1	-1
재무활동 현금흐름	-6	525	-111	-11	-14
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-6	525	-111	-11	-14
기타 및 조정	1	-1	0	0	0
현금의 증가	-57	9	44	94	106
기초현금	73	15	25	69	164
기말현금	15	25	69	164	269

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

