

더블유게임즈 (192080 .KQ)

소화(DDI)가 끝나고 난 뒤

Company Note | 2019. 2. 26

모바일 게임 매출 성장 속 인수한 DDI의 비효율적인 비용을 통제하며 높은 마진율 기록 중. 풍부한 현금흐름을 바탕으로 2020년 추가 성장 기대

고성장세를 유지중인 모바일 소셜카지노 게임

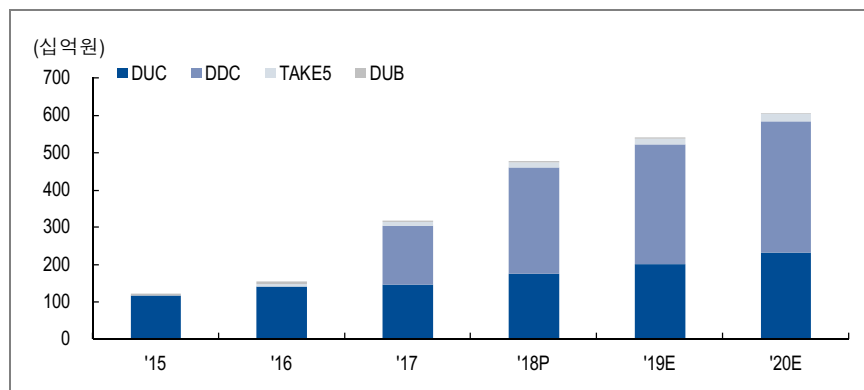
소셜카지노 게임회사의 성장 및 주가 상승의 전제 조건은 1) 빠르게 성장하고 있는 모바일 시장에서의 점유율 확대 2) 비용 통제와 풍부한 현금흐름을 통한 M&A 또는 주주환원 정책의 확대 3) 포화된 북미 시장 외 신규 시장 진출임. 소셜카지노 시장의 성장성은 2017년을 기점으로 PC 시장이 부진에 빠지며 둔화되기 시작. 하지만 게임플랫폼이 과거 PC에서 모바일로 바뀌며 모바일 소셜카지노 시장은 연평균 10%이상의 성장성을 유지 중. 더블유게임즈의 2018년 12월 기준 모바일 일간 결제액 성장률은 더블다운 카지노 +26% y-y, 더블유카지노 +17% y-y 등으로 동사의 모바일 게임은 여전히 성장 중. 2019년 기존 PC향 마케팅 비용을 모바일 시장에 더욱 집중함으로써 전방시장 이상의 성장을 예상. 매출액 5,400억원(+11.8%, y-y), 영업이익 1,508억원(+10.0%, y-y)으로 전망

풍부한 현금흐름을 바탕으로 2020년 성장 기대

더블유게임즈는 DDI 인수 후 비효율적이던 비용을 통제하고 마케팅 비용을 효율화함으로써 연결 기준 2018년 35.4%의 높은 EBITDA 마진율을 기록. 이러한 풍부한 현금흐름을 바탕으로 DDI 인수 시 발생한 3,200억원의 차입금을 올해 11월 전액 상환할 예정. 2020년 부터는 신규 시장 진출을 위한 마케팅, 매출액 상승을 위한 추가 M&A 그리고 주주환원 정책의 확대를 기대해볼 수 있음

현재 주가 기준 동사의 2019년 예상 PER은 9.4배로 2015년 11월 상장 이후 가장 할인되어 거래 중. 아시아(대만) 지역 내 신규 매출과 경쟁사의 나스닥 상장으로 동사의 Valuation 재평가 기대

사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부 전망

Not Rated

현재가 ('19/02/22)

60,400원

업종

디지털컨텐츠

KOSPI / KOSDAQ

2,230.50 / 743.38

시가총액(보통주)

1,102.9십억원

발행주식수(보통주)

18.3백만주

52주 최고가 ('18/10/19)

73,500원

최저가 ('18/07/02)

51,500원

평균거래대금(60일)

4,505백만원

배당수익률 (2019E)

0.59%

외국인지분율

13.1%

주요주주

김가람 외 5인

45.0%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

1.2

-10.3

1.3

상대수익률 (%)p

-5.8

-5.1

18.6

	2017	2018P	2019E	2020F
매출액	319.3	483.0	540.0	605.2
증감률	105.2	51.3	11.8	12.1
영업이익	81.0	137.1	150.8	167.8
영업이익률	25.4	28.4	27.9	27.7
(지배지분)순이익	35.4	97.3	117.7	138.0
EPS	2,027	5,396	6,446	7,557
증감률	-28.8	166.2	19.5	17.2
PER	25.5	11.1	9.4	8.0
PBR	2.2	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.9	8.7	7.4	6.2
ROE	9.0	21.6	21.3	20.5
부채비율	146.4	90.4	57.8	48.7
순차입금	488.9	392.8	246.5	89.8

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이현동

02)768-7423, hyundong.lee@nhqv.com

RA 장재호

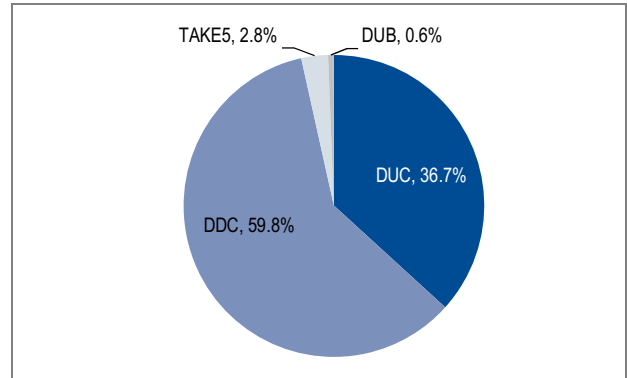
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 더블유게임즈는 북미 지역을 바탕으로 성장중인 소셜카지노 게임 개발 업체
- 주요 제품으로 본사인 더블유게임즈는 DoubleU Casino, DoubleU Bingo, Take5 게임을 서비스 하고 있으며, 2017년 인수한 100% 자회사인 DoubleDown Interactive LLC(DDI)를 통해서 DoubleDown Casino, DoubleDown Classic, Ellen slot을 서비스 중
- 최대주주는 설립자인 김가람 대표이사외 5인이 45.0% 보유 중

제품 및 매출비중

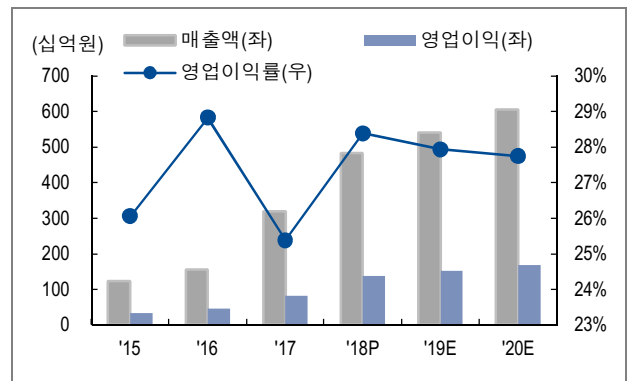
- 2018년 기준 제품별 매출비중은 더블유카지노(DUC) 36.7%, 더블다운카지노(DDC) 59.8%, Take5 2.8%, 더블유빙고(DUB) 0.6%
- 2017년 인수한 DDI의 더블다운카지노 게임 매출이 온기로 인식되며 매출액 성장. 또한 기존 더블유카지노 및 더블다운카지노의 모바일 매출액 증가를 통한 전사 성장이 기대됨



주: 2018년 기준
자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부

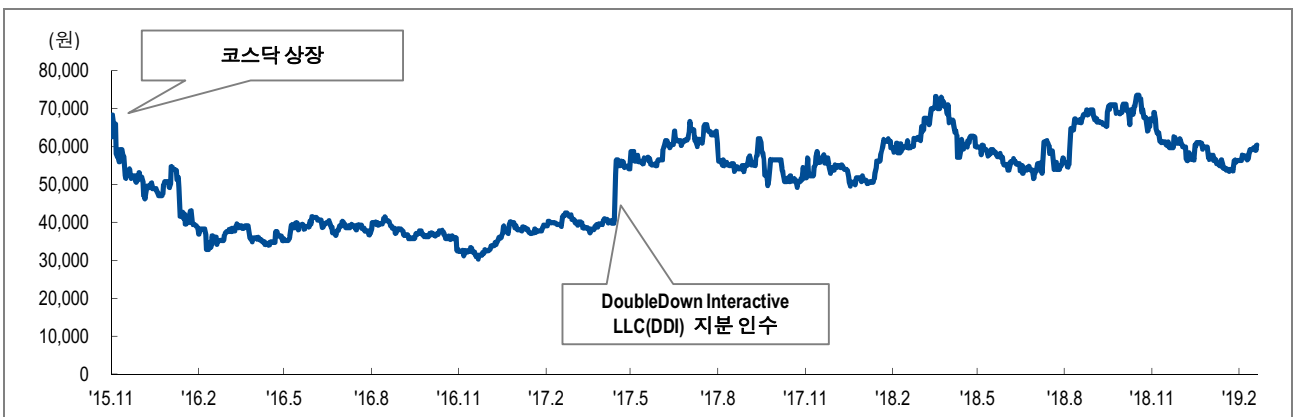
영업 실적 추이

- 2018년 매출액 4,830억원(+51.3%, y-y), 영업이익 1,371억원(+69.2%, y-y) 기록. 모바일 게임 자회사 매출의 성장으로 전방 시장의 성장대비 실적은 고성장
- 2018년 자회사 DDI의 비효율적이던 비용을 통제하고 마케팅 비용을 효율화함으로써 영업이익률이 정상화되며 28.4%를 기록



자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

고성장세를 유지하고 있는 모바일 게임

모바일 게임 위주로 성장중인 소셜 카지노 시장

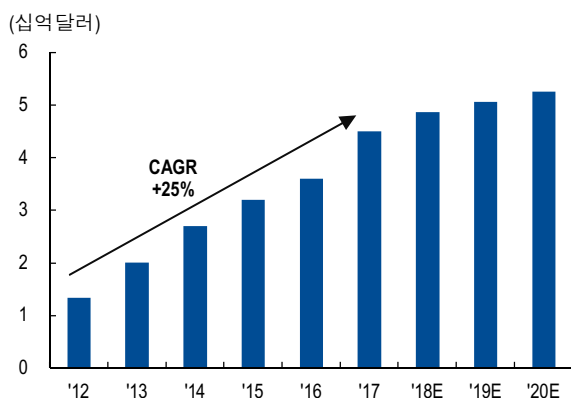
2019년 소셜카지노 시장은 약 5.2조원 규모로 전년대비 4% 성장할 전망이다. 2016년 이전 연평균 28%의 성장률을 기록한 소셜카지노 시장의 성장성은 2017년을 기점으로 둔화되기 시작하였다. 이는 2014년부터 PC용 소셜카지노 게임 시장인 페이스북 게임 센터의 매출액이 감소했기 때문이다. 이러한 시장상황으로 매출액 상위권 업체 위주의 M&A가 진행되며, 상위 7개의 소셜카지노 개발사들이 약 70%시장 점유율을 차지하는 과점화가 진행되었다.

모바일 게임의 범용성과 편리성으로 소셜카지노 게임도 PC에서 모바일로 플랫폼 변화가 진행되고 있다. 모바일 소셜카지노 게임 시장은 연평균 10% 이상의 성장성을 유지 중이며 2019년에는 전체 소셜카지노 게임 시장의 약 80%를 차지할 것으로 전망된다. 따라서 소셜카지노 개발회사의 성장 및 주가 상승의 전제 조건은 1) 빠르게 성장하고 있는 모바일 시장에서의 점유율 확대 2) 비용 통제와 풍부한 현금흐름을 통한 M&A나 주주환원 정책의 확대 3) 포화된 복미 시장 외 신규 시장 진출 이다.

가파르게 증가하는 더블유게임즈의 모바일 게임 결제액

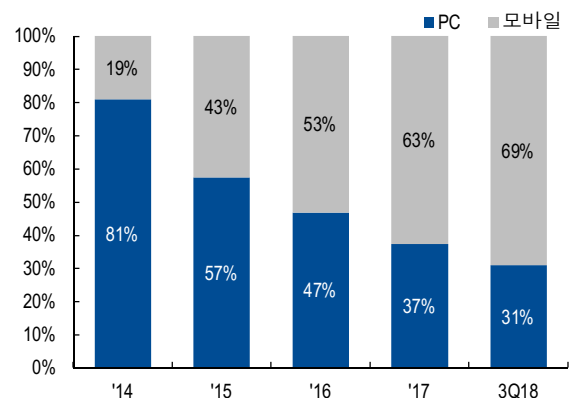
더블유게임즈의 모바일 게임 매출은 여전히 성장 중이다. 2018년 12월 기준 모바일 일간 결제액 성장률은 DDC(더블다운카지노) +26% y-y, DUC(더블유카지노) +17% y-y를 기록, 가파르게 증가 하였다. 이러한 모바일 결제액의 상승은 전체 매출액 중 모바일게임의 비중 증가로 이어져 2016년 52.9%에서 2018년 3분기 기준 69.1%까지 상승하였다. 올해 모바일게임이 전체 소셜카지노 시장의 약 80%를 차지할 것으로 전망됨에 따라 동사도 기존 PC향 마케팅 비용을 모바일로 집중하며 추가적인 매출액 성장을 꾀할 전망이다. 이러한 모바일게임 매출액 성장을 바탕으로 2019년에는 전방시장 이상의 성장을 이룰 것으로 예상된다. 2019년 동사 매출액 5,400억원(+11.8%, y-y), 영업이익 1,508억원(+10.0%, y-y)으로 전망한다.

그림1. 글로벌 소셜카지노 시장 규모



자료: E&K Gaming, NH투자증권 리서치본부

그림2. 플랫폼별 매출액 비중



자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부

풍부한 현금흐름을 바탕으로 2020년 성장 기대

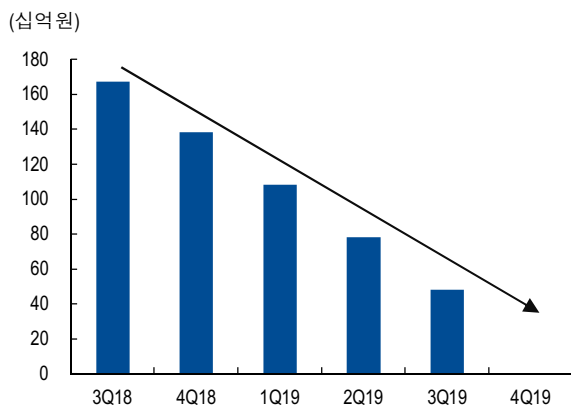
**올해 3,200억원의
차입금 전액
상환하며
2020년 성장을 위한
재원 확보**

더블유게임즈는 2017년 6월 DoubleDown Interactive LLC(DDI) M&A 이후 8.7%의 시장점유율로 3위권에 위치하고 있다. 인수 후 비효율적이던 DDI의 비용을 통제하고 마케팅 비용을 효율화함으로써 당사는 연결 기준 2018년 35.4%의 높은 EBITDA 마진율을 기록하였다. 이러한 풍부한 현금흐름을 바탕으로 DDI 인수 시 발생한 3,200억원의 차입금을 분기별로 약 300억원씩 꾸준히 상환하여 올해 11월 전액 상환할 예정이며, 올해 이자비용은 약 56억원 가까이 감소할 것으로 전망된다. 따라서 내년부터 추가 성장을 위한 동력인 현금이 다시금 쌓이는 구조에 돌입하게 된다. 이로 인해 동사의 신규 시장 진출을 위한 마케팅, 매출액 상승을 위한 추가 M&A 그리고 주주환원 정책의 확대를 기대해볼 수 있다. 또한 자회사 DDI의 상장 로드맵이 올해 상반기내 확정될 예정으로 이는 추가적인 현금의 확보와 지분가치의 상승으로 이어질 수 있을 것으로 기대한다.

**신규 시장 진출과
Peer의 상장으로
해소될 Valuation
디스카운트**

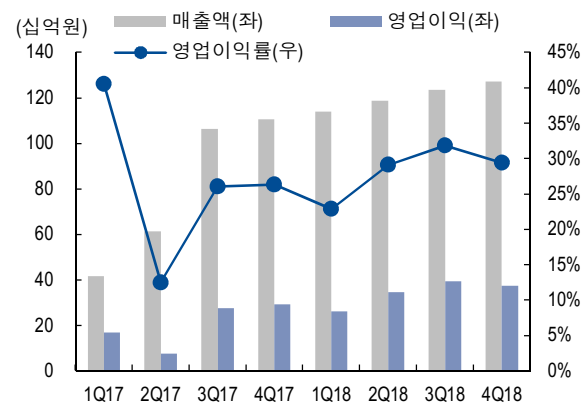
현재 주가 기준 동사의 2019년 예상 PER은 9.4배로 DDI M&A 이후 매출액 성장, 28.4%의 높은 영업이익률, 풍부한 현금흐름에도 불구하고 2015년 11월 상장 이후 가장 할인되어 거래되고 있다. 올해 본격적으로 마케팅이 진행될 약 4천억원 규모의 대만 시장 및 기타 아시아 시장에서의 매출액 성장은 북미 위주의 매출을 기록중인 동사에게 추가 성장 동력이 될 전망이다. 또한 북미 지역에 편중되어 있다는 우려가 해소될 수 있을 것으로 기대한다. 이 밖에 올해 상반기 동사와 비슷한 규모의 시장점유율을 보유하고 있는 Scientific Games 소셜 카지노 부문의 나스닥 상장 예정되어 있어 이를 통해 동사의 Valuation이 재평가될 것으로 기대된다.

그림3. 차입금 상환 현황



자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 분기별 실적 추이



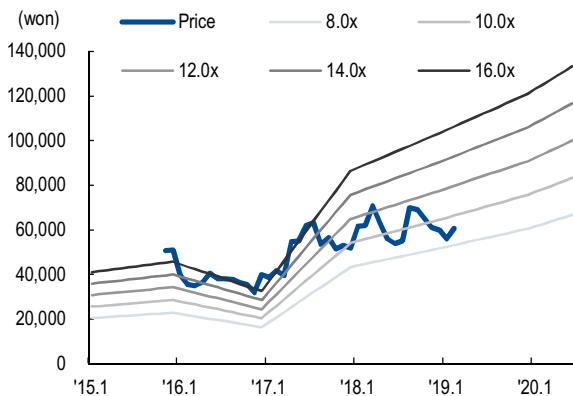
자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부

그림5. 대만에 출시된 신규 게임



자료: 더블유게임즈

그림7. Forward PER Band



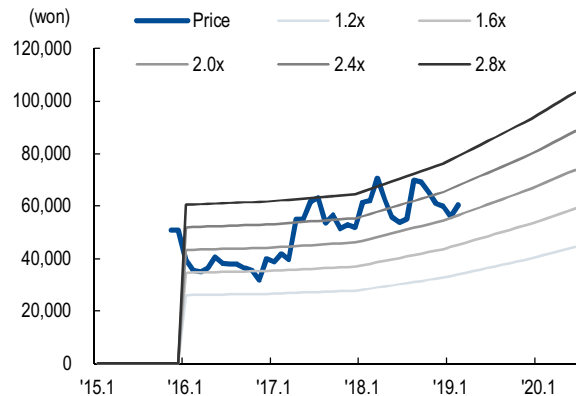
자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 상장예정인 Scientific Games 소셜카지노 부문

Social Gaming IPO Filing: On December 17, 2018, our Social gaming business confidentially submitted a draft registration statement on Form S-1 to the Securities and Exchange Commission ("SEC") relating to a possible initial public offering of a minority interest in our Social business (the "contemplated IPO"). The Company anticipates that the proceeds from the contemplated IPO would primarily be used to repay debt. On February 14, 2019, our Social gaming business confidentially submitted Amendment No. 1 to its draft registration statement on Form S-1.

자료: Scientific Games IR

그림8. Trailing PBR Band



자료: 더블유게임즈, NH투자증권 리서치본부 전망