



BUY(Maintain)

목표주가: 57,000원

주가(2/2): 39,300원

시가총액: 6,832억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|--------------|----------|---------|
| KOSDAQ (2/2) | 613.04pt | |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 41,550원 | 30,350원 |
| 등락률 | -5.42% | 29.49% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1W | 2.1% | 5.2% |
| 1M | 5.4% | 20.5% |
| 1Y | 1.0% | 12.9% |

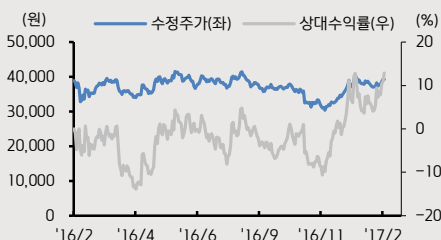
Company Data

| | |
|-------------|----------------|
| 발행주식수 | 17,384천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 74천주 |
| 외국인 지분율 | 4.62% |
| 배당수익률(16E) | 1.63% |
| BPS(16E) | 24,346원 |
| 주요 주주 | 김가람 외 2인 43.7% |

투자지표

| (억원, IFRS 별도) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,224 | 1,552 | 1,669 | 1,965 |
| 보고영업이익 | 319 | 451 | 673 | 872 |
| 핵심영업이익 | 319 | 451 | 673 | 872 |
| EBITDA | 320 | 453 | 676 | 877 |
| 세전이익 | 365 | 546 | 724 | 932 |
| 순이익 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| 지배주주지분순이익 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| EPS(원) | 2,527 | 2,921 | 3,820 | 4,316 |
| 증감률(%YoY) | N/A | 15.6 | 30.8 | 13.0 |
| PER(배) | 20.1 | 13.6 | 10.4 | 9.2 |
| PBR(배) | 2.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA(배) | 15.9 | 6.1 | 3.3 | 1.8 |
| 보고영업이익률(%) | 26.1 | 29.1 | 40.3 | 44.4 |
| 핵심영업이익률(%) | 26.1 | 29.1 | 40.3 | 44.4 |
| ROE(%) | 9.3 | 12.7 | 14.9 | 14.8 |
| 순부채비율(%) | -97.1 | -98.0 | -97.9 | -97.9 |

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

호실적 속에 기대되는 2017년



더블유게임즈의 4Q실적(별도)은 매출액 421억원(QoQ, +12.4%), 영업이익 171억원(QoQ, +82.4%)을 기록하였다. 매출은 연말효과와 환율 상승에 따른 효과로 전분 대비 증가하였다. 마케팅비용 감소로 DAU가 감소하였으나 Paying User는 잘 유지되고 있는 것으로 평가된다. 2017년은 신작 성장과 더불어 비용개선 효과로 실적 개선세가 지속될 것으로 기대된다.

>>> 4Q실적 환율/연말효과 등에 힘입어 호조 기록

더블유게임즈의 4Q실적(별도)은 매출액 421억원(QoQ, +12.4%), 영업이익 171억원(QoQ, +82.4%)을 기록하였다. 당사 추정치대비 매출액은 소폭 상회하였으나 영업이익은 기대치를 크게 상회하였다. 매출은 순위가 소폭 하락했음에도 불구하고 연말효과, 환율효과 등이 발생하면서 실적 개선이 이루어진 것으로 판단된다. 비용적인 측면에서는 광고선전비가 크게 감소하면서 영업이익이 대폭 증가하였다. DAU가 3Q대비 감소하긴 하였으나 이는 마케팅비용 감소에 따른 영향으로 Paying User에는 크게 변화가 없는 것으로 판단됨에 따라 우려할만한 요인은 아닌 것으로 판단된다. 다만 4Q에 출시하였던 Take5의 모바일 버전은 아직까지 영향이 거의 없다는 점은 아쉬운 대목이다.

>>> 2017년 신작의 성과와 함께 이익 개선 기대

2017년에도 더블유카지노는 작년과 유사한 흐름을 보일 것으로 전망된다. 향후 더블유카지노의 급격한 매출 성장은 쉽지 않겠지만(계절성 제외) 마케팅 효율화와 주식보상 감소에 따른 이익개선은 이어질 것으로 전망된다. 특히 Take5는 올해 동사가 가장 큰 기대를 하고 있는 라인업으로 모바일버전에 대한 마케팅비용 집행이 1Q부터 진행되고 있어 관련한 성과가 기대된다. 동사가 마케팅효율화 작업을 진행하는 동안 DAU가 감소하긴 하였으나 ARPPU가 탁월하게 늘어났다는 점을 감안하면 Take5 모바일 역시 초기 ARPU가 낮아질 순 있어도 장기적으로 성장궤도에 오를 가능성이 높다고 판단한다. 또한 헬로베가스와 올드80까지 포함한 모바일 크로스프로모션을 통해 전체적인 성장세를 끌어올릴 것으로 전망된다. 이외에도 신규 아시아시장 진출, IP활용(슬롯IP 라이선싱), M&A를 통해서 다양한 시도를 진행할 계획이다. 이에 따라 올해 매출은 성장하고 비용은 하향안정화되면서 이익이 개선되는 안정적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 57,000원 상향

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY는 유지, 목표주가를 57,000원으로 상향한다. 기존대비 비용부문의 개선을 반영하여 2017년 예상EPS를 6.3% 상향하였기 때문이다. 작년 12월부터 주가가 지속적으로 상승하였지만 실적 개선 가능성을 감안하면 PER 10배 수준으로 저평가되고 있다고 판단된다.

4Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

| | 4Q 실적 | | 당사추정치 | | 컨센서스 | |
|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| | 4Q 실적 | 전분기대비 | 4Q 추정치 | 추정치대비 | 4Q 추정치 | 컨센서스대비 |
| 매출액 | 421 | 12.4 | 408 | 3.2 | 422 | -0.2 |
| 영업이익 | 171 | 82.4 | 151 | 13.2 | 154 | 11.0 |
| 당기순이익 | 231 | 188.2 | 138 | 67.4 | 139 | 66.2 |

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

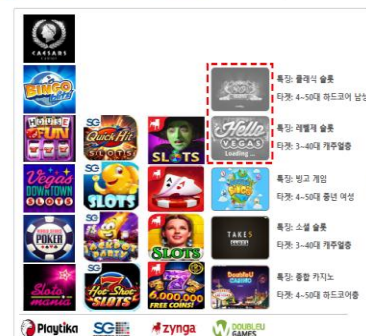
더블유게임즈 실적 Table (별도기준, 단위: 억원)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16P | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q16E | 2015 | 2016P | 2017E |
|----------|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 376 | 381 | 374 | 421 | 379 | 395 | 419 | 476 | 1,224 | 1,552 | 1,669 |
| 더블유카지노 | 350 | 347 | 333 | 379 | 329 | 333 | 353 | 388 | 1,163 | 1,408 | 1,403 |
| 웹 | 161 | 153 | 142 | 156 | 138 | 140 | 148 | 157 | 641 | 613 | 583 |
| 모바일 | 189 | 194 | 190 | 223 | 191 | 193 | 205 | 231 | 523 | 795 | 820 |
| 더블유빙고 | 19 | 19 | 19 | 16 | 16 | 15 | 18 | 18 | 59 | 73 | 67 |
| 기타 | 7 | 14 | 23 | 26 | 35 | 46 | 48 | 69 | 2 | 70 | 198 |
| 영업비용 | 316 | 254 | 280 | 250 | 241 | 235 | 257 | 264 | 905 | 1,100 | 996 |
| 지급수수료 | 113 | 114 | 112 | 126 | 114 | 118 | 126 | 143 | 367 | 465 | 501 |
| 광고선전비 | 105 | 64 | 58 | 38 | 53 | 56 | 58 | 61 | 254 | 265 | 227 |
| 주식보상비용 | 28 | 22 | 27 | 26 | 5 | 4 | 4 | 1 | 113 | 103 | 14 |
| 인건비 및 기타 | 70 | 54 | 83 | 60 | 69 | 58 | 69 | 59 | 171 | 267 | 255 |
| 영업이익 | 60 | 126 | 94 | 171 | 139 | 159 | 162 | 212 | 319 | 451 | 673 |
| 영업이익률 | 16% | 33% | 25% | 41% | 37% | 40% | 39% | 45% | 26% | 29% | 40% |
| QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 10% | 1% | -1.7% | 12.4% | -10% | 4% | 6% | 14% | - | 27% | 8% |
| 영업비용 | 18% | -20% | 10.3% | -11.0% | -4% | -2% | 9% | 3% | - | 22% | -9% |
| 영업이익 | -18% | 112% | -25.7% | 82.4% | -19% | 15% | 2% | 31% | - | 41% | 49% |

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈의 신작 출시 계획

소셜카지노 주요 회사 라인업 현황

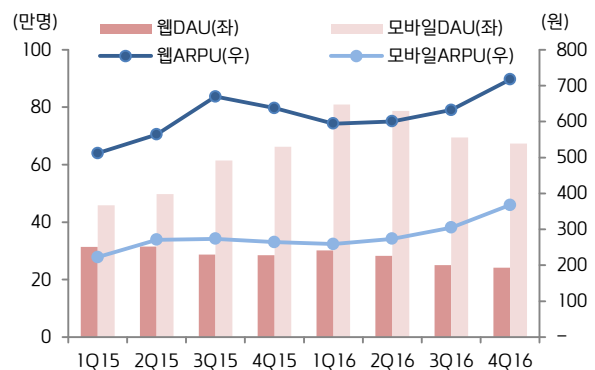


당사 신규 게임 출시 계획



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 분기별 ARPU 및 DAU 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 별도 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 713 | 1,224 | 1,552 | 1,669 | 1,965 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 713 | 1,224 | 1,552 | 1,669 | 1,965 |
| 판매비및일반관리비 | 419 | 905 | 1,100 | 996 | 1,094 |
| 영업이익(보고) | 293 | 319 | 451 | 673 | 872 |
| 영업이익(핵심) | 293 | 319 | 451 | 673 | 872 |
| 영업외손익 | 18 | 46 | 95 | 51 | 60 |
| 이자수익 | 1 | 16 | 56 | 51 | 60 |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 19 | 50 | 56 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손실 | 3 | 9 | 13 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 0 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | -5 | -4 | 0 | 0 |
| 법인세차감전이익 | 311 | 365 | 546 | 724 | 932 |
| 법인세비용 | 32 | 23 | 45 | 60 | 182 |
| 유효법인세율 (%) | 10.2% | 6.3% | 8.3% | 8.3% | 19.5% |
| 당기순이익 | 279 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 279 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| EBITDA | 294 | 320 | 453 | 676 | 877 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 280 | 343 | 502 | 667 | 755 |
| 수정당기순이익 | 279 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| 증감율(% , YoY) | | | | | |
| 매출액 | N/A | N/A | 26.7 | 7.5 | 17.8 |
| 영업이익(보고) | N/A | N/A | 41.5 | 49.0 | 29.6 |
| 영업이익(핵심) | N/A | N/A | 41.5 | 49.0 | 29.6 |
| EBITDA | N/A | N/A | 41.2 | 49.3 | 29.7 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | N/A | 46.7 | 32.5 | 13.0 |
| EPS | N/A | N/A | 15.6 | 30.8 | 13.0 |
| 수정순이익 | N/A | N/A | 46.5 | 32.5 | 13.0 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 별도 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 269 | 388 | 540 | 660 | 746 |
| 당기순이익 | 279 | 342 | 501 | 664 | 750 |
| 감가상각비 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 외환손익 | -14 | -26 | -43 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -42 | -47 | 38 | -9 | -10 |
| 기타 | 45 | 116 | 43 | 1 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | -152 | -2,677 | -818 | 290 | -611 |
| 투자자산의 처분 | -152 | -2,641 | -800 | 309 | -593 |
| 유형자산의 처분 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -1 | -10 | -10 | -10 | -11 |
| 무형자산의 처분 | -1 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 기타 | 1 | -19 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 0 | 2,789 | 2 | -92 | -117 |
| 단기차입금의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 2,789 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | -103 | -128 |
| 기타 | 0 | 0 | 2 | 11 | 11 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 117 | 512 | -276 | 858 | 17 |
| 기초현금및현금성자산 | 99 | 216 | 728 | 452 | 1,310 |
| 기말현금및현금성자산 | 216 | 728 | 452 | 1,310 | 1,328 |
| Gross Cash Flow | 311 | 435 | 503 | 668 | 755 |
| Op Free Cash Flow | 220 | 236 | 435 | 593 | 678 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 별도 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 493 | 3,729 | 4,288 | 4,851 | 5,497 |
| 현금및현금성자산 | 216 | 728 | 452 | 1,310 | 1,328 |
| 유동금융자산 | 188 | 2,846 | 3,646 | 3,337 | 3,930 |
| 매출채권및유동채권 | 89 | 155 | 189 | 204 | 240 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 14 | 96 | 112 | 128 | 141 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 | 7 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 유형자산 | 2 | 10 | 19 | 27 | 35 |
| 무형자산 | 1 | 2 | 10 | 17 | 22 |
| 기타비유동자산 | 6 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 자산총계 | 508 | 3,825 | 4,400 | 4,979 | 5,639 |
| 유동부채 | 81 | 126 | 197 | 203 | 229 |
| 매입채무및기타유동채무 | 81 | 101 | 119 | 119 | 131 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 0 | 24 | 78 | 83 | 98 |
| 비유동부채 | 13 | 17 | 20 | 30 | 41 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채및장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 13 | 17 | 20 | 30 | 41 |
| 부채총계 | 94 | 143 | 216 | 233 | 270 |
| 자본금 | 1 | 85 | 86 | 87 | 87 |
| 주식발행초과금 | 14 | 2,718 | 2,718 | 2,718 | 2,718 |
| 이익잉여금 | 400 | 741 | 1,243 | 1,804 | 2,426 |
| 기타자본 | -1 | 137 | 137 | 137 | 137 |
| 자본총계 | 414 | 3,682 | 4,184 | 4,746 | 5,369 |
| 지분법적용자본총계 | 414 | 3,682 | 4,184 | 4,746 | 5,369 |
| 순차입금 | -404 | -3,574 | -4,099 | -4,648 | -5,258 |
| 총차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

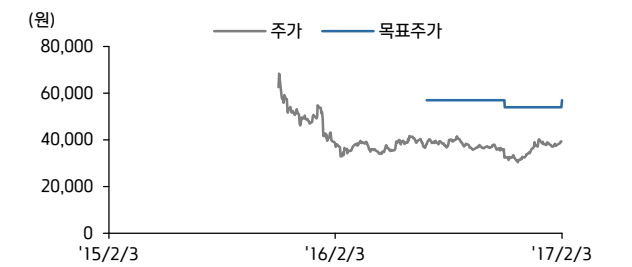
| 12월 결산, IFRS 별도 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,192 | 2,527 | 2,921 | 3,820 | 4,316 |
| BPS | 3,251 | 21,546 | 24,346 | 27,302 | 30,882 |
| 주당EBITDA | 2,308 | 2,371 | 2,638 | 3,889 | 5,043 |
| CFPS | 2,197 | 2,538 | 2,929 | 3,839 | 4,345 |
| DPS | 0 | 0 | 650 | 800 | 900 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 0.0 | 20.1 | 13.6 | 10.4 | 9.2 |
| PBR | 0.0 | 2.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | -1.4 | 15.9 | 6.1 | 3.3 | 1.8 |
| PCFR | 0.0 | 20.0 | 13.6 | 10.4 | 9.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 41.1 | 26.1 | 29.1 | 40.3 | 44.4 |
| 영업이익률(핵심) | 41.1 | 26.1 | 29.1 | 40.3 | 44.4 |
| EBITDA margin | 41.2 | 26.2 | 29.2 | 40.5 | 44.6 |
| 순이익률 | 39.2 | 27.9 | 32.3 | 39.8 | 38.2 |
| 자기자본이익률(ROE) | 134.9 | 9.3 | 12.7 | 14.9 | 14.8 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5,216.5 | 714.3 | 1,315.9 | 1,873.9 | 1,245.9 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 22.7 | 3.9 | 5.2 | 4.9 | 5.0 |
| 순차입금비율 | -97.7 | -97.1 | -98.0 | -97.9 | -97.9 |
| 이자보상배율(배) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 16.0 | 7.9 | 9.0 | 8.5 | 8.9 |
| 재고자산회전율 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 매입채무회전율 | 17.6 | 12.1 | 14.1 | 14.0 | 15.7 |

- 당사는 2월 2일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자 의견 | 목표주가 |
|----------|------------|---------------|---------|
| 더블유 | 2016/06/30 | BUY(Initiate) | 57,000원 |
| 게임즈 | 2016/08/05 | BUY(Maintain) | 57,000원 |
| (192080) | 2016/11/02 | BUY(Maintain) | 57,000원 |
| | 2016/11/04 | BUY(Maintain) | 54,000원 |
| | 2017/02/03 | BUY(Maintain) | 57,000원 |

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

| 기업 | 적용 기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용 기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 175 | 95.15% |
| 중립 | 7 | 3.85% |
| 매도 | 0 | 0.00% |