



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(11/7): 53,500원

시가총액: 9,345억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/7)	701.14pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	66,600원
등락률	-19.67%
수익률	절대
1W	-5.3%
1M	-8.9%
1Y	64.9%
	상대
	-6.3%
	-17.4%
	46.3%

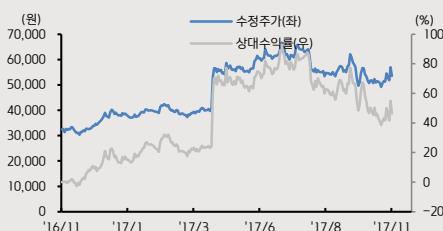
Company Data

발행주식수	17,468천주
일평균 거래량(3M)	124천주
외국인 지분율	8.26%
배당수익률(17E)	1.21%
BPS(17E)	24,067원
주요 주주	김가람 외 2인
	43.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,224	1,556	3,252	4,684
보고영업이익	319	449	875	1,447
핵심영업이익	319	449	875	1,447
EBITDA	320	452	878	1,574
세전이익	365	534	691	1,201
순이익	342	487	526	829
지배주주지분순이익	342	488	523	829
EPS(원)	2,527	2,847	3,002	4,745
증감률(%YoY)	N/A	12.7	5.5	58.0
PER(배)	20.1	14.0	17.8	11.3
PBR(배)	2.4	1.8	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	15.	9.4	13.2	6.8
보고영업이익률(%)	26.1	28.8	26.9	30.9
핵심영업이익률(%)	26.1	28.8	26.9	30.9
ROE(%)	9.3	13.1	13.2	18.1
순부채비율(%)	-97.1	-68.9	51.0	28.0

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

DDC의 개선작업 1단계 완료와 연말시즌 기대



더블유게임즈가 3Q실적(연결기준)은 매출액 1,072억원(QoQ +77.5%), 영업이익 276억원(QoQ +262.9%)으로 당사 기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록하였습니다. 하지만 인수작업 등으로 개별 게임들의 매출확대에 힘을 기울이기 어려웠기 때문입니다. 인수작업이 1차적으로 완료되었기 때문에 이벤트가 많은 연말부터는 본격적인 성장 드라이브를 걸 것으로 기대됩니다.

>> 3Q Review: 예상된 성장을 위한 준비 과정

더블유게임즈의 3Q실적(연결기준)은 매출액 1,072억원(QoQ +77.5%), 영업이익 276억원(QoQ +262.9%)으로 당사 기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록하였다. 더블유카지노(이하 DUC)의 매출은 하반기에 진입과 동시에 Paying User Ratio 개선으로 실적이 확대되었으나 더블다운카지노(이하 DDC)는 인수작업으로 인해 성장이 제한된 것으로 판단된다. 영업비용은 인센티브 지급에 따른 인건비 증가 및 마케팅비 증가가 기존 추정치 대비 소폭 증가하였다. 3Q는 기존에 밝혔던 것처럼 DDC의 개선작업의 초입이기 때문에 급격한 반등이 나오기 어려운 상황이었다. 긍정적인 점은 DUC의 성적이 2Q를 저점으로 점진적으로 개선되고 있다는 것이다.

>> 3단계 개선작업을 통한 더블다운의 성장이 중요

이번 실적발표에서 가장 주목을 받은 것은 DDC의 실질적인 반등시점이다. DDC는 3단계 개선작업을 통해 내년 1Q까지 마무리할 계획이다. 일단 3Q에 접속속도 개선 및 서비스용량 감축 등이 일단락 되었고 버전업데이트를 통한 개선이 진행될 예정이다. 이에 맞추어 축소된 마케팅비용도 다시 증가할 것으로 예상된다. 업데이트 계획에 비추어 봤을 때 DDC의 성과는 4Q와 1Q의 성수기 시즌 영향과 마케팅 집행에 따른 유저 확대로 점차 확대될 가능성이 높다. 관건은 내년 2Q의 비수기 시점으로 이 시점에도 안정적 성과를 이어간다면 분명한 DDC의 반등세로 판단할 수 있을 것이다.

더불어 더블다운클래스와 앤런을 통한 신작의 성과에 속도를 낼 계획이며 아시아지역의 더블포춘카지노, 카지노게임 외 장르인 전략게임 언데드 네이션 등을 통해 신규 성장동력을 찾아갈 계획이다. 다만, 신규 카지노게임의 경우 최소 6개월의 시간이 소요되기 때문에 긴 호흡으로 바라봐야 할 것이다.

>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 유지

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 83,000원을 유지한다. 동사의 실질적인 성장은 효율화 작업이 완료되고 본격적으로 해외진출을 시작하는 내년부터라고 판단된다. DDC의 성장과 더불어 해외성과까지 확대될 경우 EPS 와 Valuation 상승구간에 진입할 수 있기 때문에 내년 상반기 성과가 매우 중요하게 작용할 것으로 전망된다.

더블다운 카지노 매출추이(단위: 백만달러)



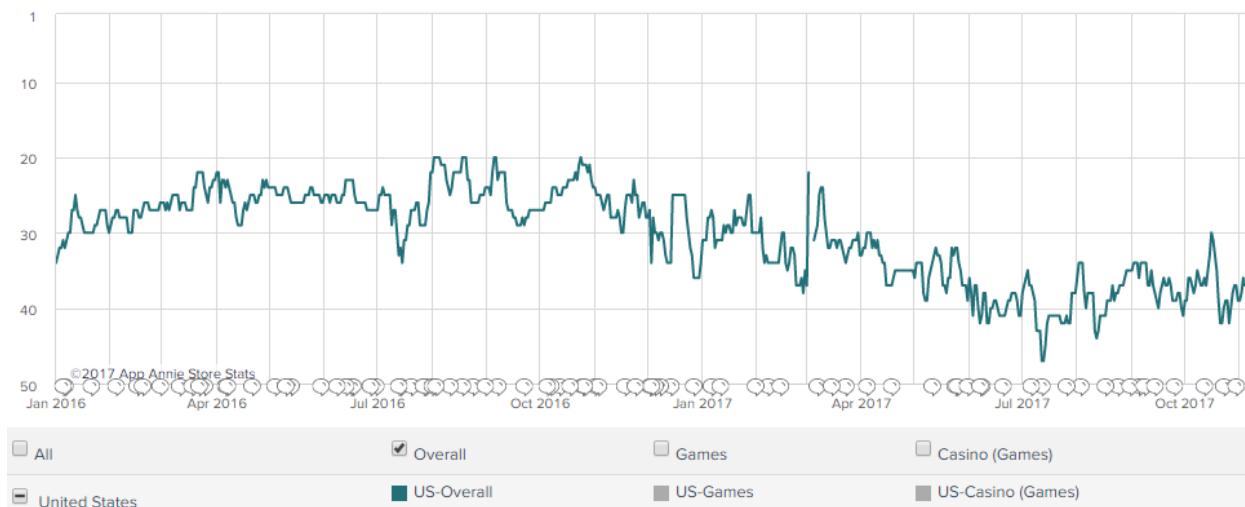
자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

연말 이벤트 시즌의 도래

이벤트명	이벤트기간	비고
1. Halloween	10/27~31 (5일)	중요도 ★★★★ • 동기간 일평균 결제액 43만 달러 • 10월 일평균 대비 18.7% 증가 • 일최고 결제액 : 54만 달러
2. Thanks giving + Black Friday	11/23~27 (5일)	중요도 ★★★★★
3. Christmas	12/21~25 (5일)	중요도 ★★★★★★
4. New year	12/29~1/1(5일)	중요도 ★★★★☆

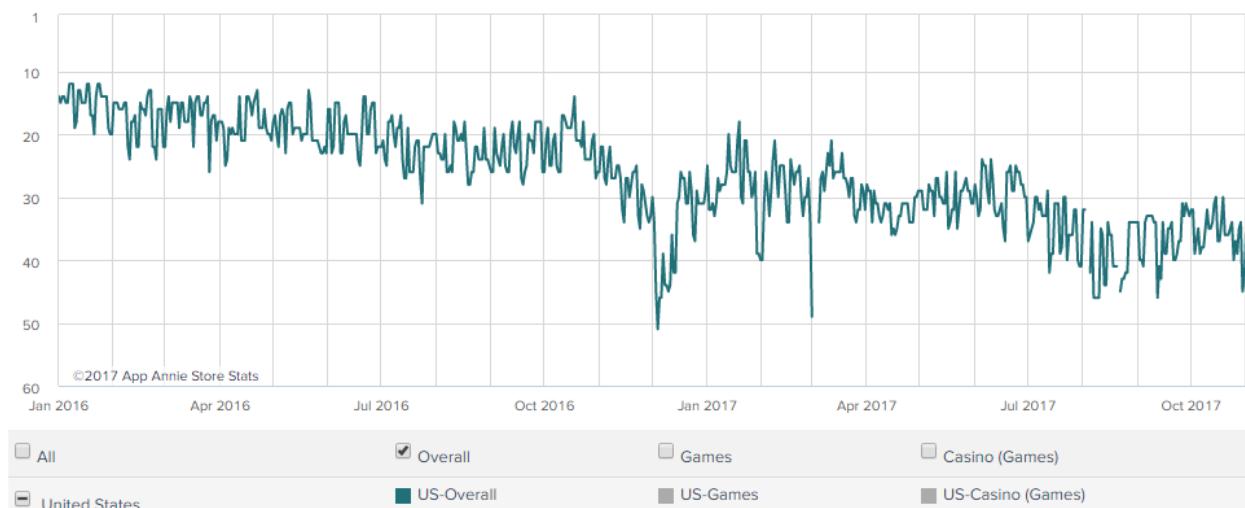
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 매출순위 추이(기준: Google Play, 2016년~현재)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

더블다운카지노의 매출순위 추이(기준: Google Play, 2016년~현재)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

DDC 서비스 개선 계획

3Q17	4Q17	1Q18
DDC 1.0 버전 유지	DDC 1.5 버전 출시	DDC 2.0 버전 출시
1) iOS 접속 속도 76% 개선	1) 안드로이드 서버속도 개선	1) Side Re-structuring, 디자인, 게임속도 개선
2) 서버 사용량 10% 감축	2) 서버사용량 10~20% 추가 감축	2) VIP 룰, 잭팟 피처 확대 등의 콘텐츠 확대
	3) 고객 행동패턴 데이터화 구축 계획	3) DUC 메가 히트 슬롯 IP 공급
	4) 서버 Side Re-structuring, 속도 개선	

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	376	382	376	422	414	604	1,072	1,162	1,556	3,252	4,684
DUC+DDC	350	347	333	379	372	567	1,037	1,151	1,408	3,128	4,585
더블유카지노	350	347	333	379	372	330	356	378	1,408	1,437	1,442
더블다운카지노	0	0	0	0	0	237	681	773	0	1,691	3,143
더블유빙고	19	19	19	16	10	9	9	9	73	36	32
TAKE5	7	14	23	27	29	26	26	27	72	108	141
기타	0	2	2	0	2	2	0	3	4	7	67
영업비용	316	258	274	260	246	528	796	807	1,108	2,377	3,237
지급수수료	113	115	113	127	124	181	322	349	467	976	1,405
광고선전비	105	64	58	38	50	88	133	151	265	422	537
주식보상비용	28	22	27	26	5	4	4	1	103	13	1
로열티	0	0	0	0	0	19	54	63	0	135	255
감가상각비	1	1	1	1	1	26	82	81	3	190	326
인건비 및 기타	70	56	76	69	65	210	202	163	271	640	714
영업이익	60	125	102	163	168	76	276	355	449	875	1,447
영업이익률	16%	33%	27%	39%	41%	13%	26%	31%	29%	27%	31%
QoQ											
매출액	10%	2%	-1.7%	12.4%	-2%	45.9%	78%	8%	27%	109%	44%
영업비용	18%	-19%	6.4%	-5.2%	-5%	114.9%	51%	1%	22%	115%	36%
영업이익	-18%	109%	-18.4%	59.9%	3%	-54.8%	263%	29%	41%	95%	65%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

3Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	3Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	3Q 실적	전분기대비	3Q 추정치	추정치대비	3Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,072	77.5	1,080	-0.7	1,077	-0.5
영업이익	276	262.9	307	-10.1	309	-10.7
당기순이익	148	138.9	125	18.4	226	-34.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,556	3,252	4,684	5,035
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,556	3,252	4,684	5,035
판매비및일반관리비	905	1,108	2,377	3,237	3,402
영업이익(보고)	319	449	875	1,447	1,794
영업이익(핵심)	319	449	875	1,447	1,633
영업외손익	46	85	-184	-246	-231
이자수익	16	53	43	27	29
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	83	0	0
이자비용	0	1	193	269	269
외환손실	9	13	52	0	0
관계기업지분법손익	-7	0	-3	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	-61	0	0
기타	-5	-1	1	0	0
법인세차감전이익	365	534	691	1,201	1,402
법인세비용	23	47	164	372	435
유효법인세율 (%)	6.3%	8.8%	23.8%	31.0%	31.0%
당기순이익	342	487	526	829	968
지배주주지분이익(억원)	342	488	523	829	968
EBITDA	320	452	878	1,574	1,686
현금순이익(Cash Earnings)	343	490	529	956	1,021
수정당기순이익	342	488	572	829	968
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	27.1	108.9	44.0	7.5
영업이익(보고)	8.8	40.6	95.1	65.4	24.0
영업이익(핵심)	8.8	40.6	95.1	65.4	12.9
EBITDA	9.1	41.0	94.2	79.3	7.2
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	7.2	58.3	16.8
EPS	15.3	12.7	5.5	58.0	16.8
수정순이익	22.4	42.8	17.1	44.9	16.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	-4,267	900	983
당기순이익	342	487	526	829	968
감가상각비	1	3	2	3	3
무형자산상각비	0	1	0	124	50
외환손익	-26	-32	-31	0	0
자산처분손익	0	0	2	0	0
지분법손익	7	0	3	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-44	-146	-60	-29
기타	111	128	-4,624	0	0
	-2,677	-1,059	2,178	-31	-37
투자활동현금흐름	-2,641	-1,052	3,568	-21	-28
투자자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	-10	-4	-4	-4	-4
유형자산의 취득	-7	0	-1,380	0	0
무형자산의 처분	-19	-2	-5	-6	-5
재무활동현금흐름	2,789	-64	3,197	-104	-104
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	434	3,300	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-104	-104
기타	0	-498	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	512	-575	1,109	765	841
기초현금및현금성자산	216	728	153	1,262	2,027
기말현금및현금성자산	728	153	1,262	2,027	2,868
Gross Cash Flow	435	586	-4,120	960	1,012
Op Free Cash Flow	236	364	-893	1,112	1,258

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,228	1,949	2,823	3,724
현금및현금성자산	728	153	1,262	2,027	2,868
유동금융자산	2,832	2,888	325	328	352
매출채권및유동채권	170	186	361	468	503
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	1,142	6,202	6,122	6,096
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	52	75	81
투자자산	6	1,044	34	48	61
유형자산	10	11	13	15	17
무형자산	2	2	6,038	5,913	5,863
기타비유동자산	55	60	65	71	76
자산총계	3,825	4,370	8,151	8,946	9,820
유동부채	126	574	630	701	712
매입채무및기타유동채무	101	99	130	195	201
단기차입금	0	435	435	435	435
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	65	70	76
비유동부채	17	13	3,313	3,313	3,313
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	3,300	3,300	3,300
기타비유동부채	17	13	13	13	13
부채총계	143	587	3,944	4,014	4,025
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,733	2,733	2,733
이익잉여금	741	1,230	1,651	2,375	3,239
기타자본	137	-267	-267	-267	-267
자본총계	3,682	3,782	4,204	4,928	5,792
지분법직용자본총계	3,682	0	3	3	3
	3,782	4,207	4,932	5,795	5,795
순차입금	-3,560	-2,606	2,148	1,380	515
총차입금	0	435	3,735	3,735	3,735

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	3,002	4,745	5,540
BPS	21,546	22,007	24,067	28,214	33,156
주당EBITDA	2,371	2,633	5,033	9,009	9,654
CFPS	2,538	2,858	3,033	5,471	5,844
DPS	0	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	17.8	11.3	9.7
PBR	2.4	1.8	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.9	9.4	13.2	6.8	5.8
PCFR	20.0	13.9	17.6	9.8	9.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	28.8	26.9	30.9	35.6
영업이익률(핵심)	26.1	28.8	26.9	30.9	32.4
EBITDA margin	26.2	29.0	27.0	33.6	33.5
순이익률	27.9	31.3	16.2	17.7	19.2
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	13.2	18.1	18.0
투하자본이익률(ROIC)	675.4	499.6	74.7	66.3	80.4
안정성(%)					
부채비율	3.9	15.5	93.7	81.4	69.5
순차입금비율	-96.7	-68.9	51.0	28.0	8.9
이자보상배율(배)	N/A	416.6	4.5	5.4	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.7	11.9	11.3	10.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.5	28.3	28.8	25.4

Compliance Notice

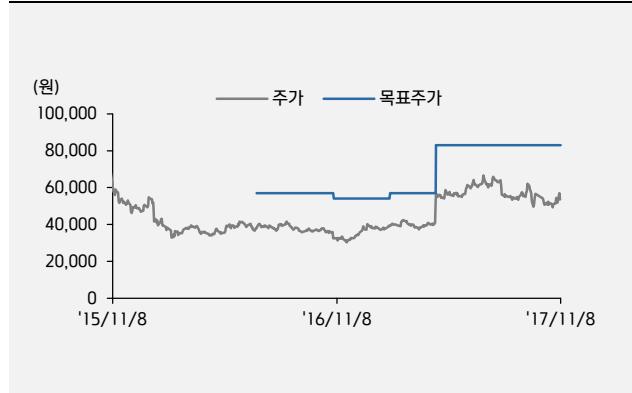
- 당사는 11월 7일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2016-06-30	BUY(Initiate)	57000	6개월	-32.14	-29.30
	2016-08-05	BUY(Maintain)	57000	6개월	-33.51	-27.19
	2016-11-02	BUY(Maintain)	57000	6개월	-33.66	-27.19
	2016-11-04	BUY(Maintain)	54000	6개월	-34.21	-25.56
	2017-02-03	BUY(Maintain)	57000	6개월	-29.77	-7.37
	2017-04-19	BUY(Maintain)	83000	6개월	-32.54	-29.28
	2017-05-11	BUY(Maintain)	83000	6개월	-28.35	-19.76
	2017-08-04	BUY(Maintain)	83000	6개월	-28.72	-19.76
	2017-08-14	BUY(Maintain)	83000	6개월	-30.44	-19.76
	2017-11-08	BUY(Maintain)	83000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(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	적용기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%