



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(2/8): 60,900원

시가총액: 10,716억원

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

Stock Data

KOSDAQ (2/8)		861.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	66,600원	37,250원
등락률	-8.56%	63.49%
수익률	절대	상대
1W	21.1%	17.9%
1M	10.3%	-16.6%
1Y	52.6%	7.8%

Company Data

발행주식수	17,596천주
일평균 거래량(3M)	156천주
외국인 지분율	8.03%
배당수익률(17E)	0.68%
BPS(17E)	24,703원
주요 주주	김가람 외 5인
	43.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,224	1,556	3,193	5,211
보고영업이익	319	449	813	1,630
핵심영업이익	319	449	813	1,630
EBITDA	320	452	1,005	1,799
세전이익	365	534	386	1,313
순이익	342	487	348	985
지배주주지분순이익	342	488	345	985
EPS(원)	2,527	2,847	1,977	5,598
증감률(%YoY)	N/A	12.7	-30.5	183.1
PER(배)	20.1	14.0	26.1	9.2
PBR(배)	2.4	1.8	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	15.	9.4	14.4	7.4
보고영업이익률(%)	26.1	28.8	25.5	31.3
핵심영업이익률(%)	26.1	28.8	25.5	31.3
ROE(%)	9.3	13.1	8.6	20.5
순부채비율(%)	-97.1	-68.9	121.6	78.6

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

연말시즌보다 더 기대되는 상반기



더블유게임즈가 4Q실적(연결기준)은 매출액 1,104억원(QoQ +3.0%), 영업이익 293억원(QoQ +6.1%)으로 당사 기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 하지만 환율하락에 대한 영향을 고려하고 일시적 인건비 증가 요인을 제거할 경우 무난한 실적을 달성한 것으로 평가됩니다. 2018년 들어 DUC와 DDC의 동반 성장이 전망됨에 따라 상반기 성과가 기대됩니다.

>>> 4Q Review: 아픈 환율 영향, 성과는 이상 무

더블유게임즈의 4Q실적(연결기준)은 매출액 1,104억원(QoQ +3.0%), 영업이익 293억원(QoQ +6.1%)으로 당사 기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록하였습니다. 환율하락 영향과 더불어 회계기준 변경으로 인건비를 4Q에 일시적으로 인식하였기 때문이다. 순이익부분은 환율하락에 대한 금융상품 손실과 해외 대여금 외환손실 등으로 적자전환 하였다. 세부적으로는 DUG와 Take5의 성장성이 경쟁사들을 압도한 것으로 판단되며 DDC는 성수기 시즌임에도 불구하고 유지되는 수준에 그쳤다.

>>> 긍정적인 1월 실적, 4월 업데이트 기대감을 더 높여

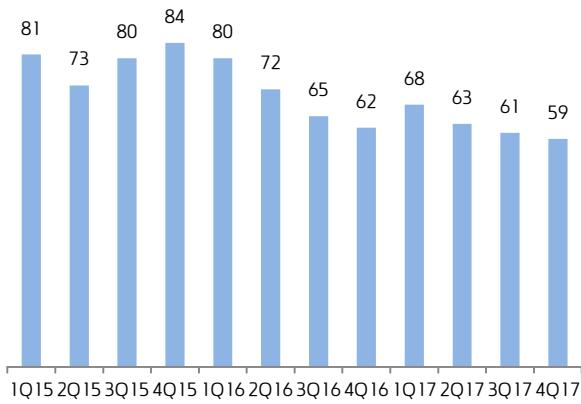
4Q실적만 봤을 때는 DDC의 성장제한이 부정적 요소로 비춰진다. 하지만 공개된 1월 지표에서 DDC의 성과가 12월대비 확대되는 모습을 확인할 수 있었다. 이는 인기 슬롯 업데이트의 영향이 있는 것으로 보고 있다. 즉, IGT의 IP영향력을 확인할 수 있었던 이벤트로 판단된다. 이러한 경향은 4월 리뉴얼 버전 이후에 효과가 배가될 것으로 전망된다. 또한 이전 휴면유저들(총 430만명, 결제유저 비중 49.9%)을 대상으로 적절한 마케팅이 이루어질 경우 현재 130만명 대 수준에 머물러있는 DAU가 큰 폭으로 늘어날 수 있기 때문에 4월 리뉴얼 버전에 대한 관심을 기울일 필요가 있다.

더불어 DUC와 Take5의 1월 결제액도 작년 감소 폭(5~10%)보다 낮은 수준으로 감소한 것으로 나타났다. 12월에 평소보다 높은 수준의 성과를 거뒀다는 점을 감안하면 올해 DUC와 Take5도 높은 성과를 바라볼 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 유지

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 83,000원을 유지한다. 동사는 작년에 DDC의 인수 이후 현황 파악 및 DUC의 노하우를 접목시키는 작업을 진행하였다. 올해는 효율화 작업이 완료됨에 따라 본격적인 성장구간에 들어설 것으로 기대된다. 더불어 그 동안 하지 못했던 해외진출을 시작하는 시점이기 때문에 향후 3~4년까지의 성과를 내다볼 수 있는 중요한 때이다. 실제 성과가 나타난다면 EPS와 Valuation이 상승구간에 진입할 수 있기 때문에 올해 성과가 매우 중요하게 작용할 것이다.

더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

4Q에 타사대비 뚜렷한 성장성을 보인 DUC

4분기 전체 Q/Q 성장을 순위

Rank	Company	% q/q
1	DoubleU	12.0%
2	A사	6.6%
3	B사	5.9%
4	C사	1.2%
5	D사	0.2%
6	E사	0.0%
7	F사	0.0%
8	G사	-0.5%
9	DoubleDown	-0.6%
10	H사	-2.2%
Total	시장 평균	3.1%

4분기 모바일 Q/Q 성장을 순위

Rank	Company	% q/q
1	DoubleU	12.2%
2	A사	8.1%
3	B사	4.5%
4	DoubleDown	1.5%
5	C사	1.5%
6	D사	0.6%
7	E사	0.0%
8	F사	-0.6%
9	G사	-1.3%
10	H사	-3.0%
Mob	시장 평균	3.9%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	414	604	1,072	1,104	1,129	1,248	1,360	1,475	1,556	3,193	5,211
DUC+DDC	372	567	1,036	1,056	1,067	1,180	1,278	1,379	1,408	3,032	4,904
더블유카지노	372	330	356	397	374	355	396	419	1,408	1,456	1,544
더블다운카지노	0	237	681	659	693	825	882	961	0	1,577	3,361
더블유빙고	10	9	9	8	8	8	8	7	73	35	31
TAKES	29	26	26	29	36	38	47	54	72	109	176
기타	2	2	1	11	18	21	26	35	4	16	100
영업비용	246	528	796	811	807	875	933	967	1,108	2,380	3,581
지급수수료	124	181	322	329	339	374	408	442	467	956	1,563
광고선전비	50	88	133	142	146	169	183	171	265	414	668
주식보상비용	5	4	4	1	1	0	0	0	103	13	1
로열티	0	19	54	55	57	68	73	80	0	128	279
감가상각비	1	26	82	84	81	81	81	81	3	193	326
인건비 및 기타	65	210	202	199	183	182	187	192	271	676	744
영업이익	168	76	276	293	322	373	427	508	449	813	1,630
영업이익률	41%	13%	26%	27%	29%	30%	31%	34%	29%	25%	31%
QoQ											
매출액	-2%	45.9%	78%	3%	2%	11%	9%	8%	27%	105%	63%
영업비용	-5%	114.9%	51%	2%	-1%	8%	7%	4%	22%	115%	50%
영업이익	3%	-54.8%	263%	6%	10%	16%	14%	19%	41%	81%	100%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

4Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,104	3.0	1,162	-5.0	1,136	-2.8
영업이익	293	6.1	355	-17.5	324	-9.6
당기순이익	24	-84.1	202	-88.1	167	-85.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,556	3,193	5,211	5,639
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,556	3,193	5,211	5,639
판매비및일반관리비	905	1,108	2,381	3,581	3,849
영업이익(보고)	319	449	813	1,630	2,031
영업이익(핵심)	319	449	813	1,630	1,790
영업외손익	46	85	-427	-317	-280
이자수익	16	53	33	9	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	79	0	0
이자비용	0	1	208	322	297
외환손실	9	13	274	0	0
관계기업지분법손익	-7	0	-2	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	-58	0	0
기타	-5	-1	4	0	0
법인세차감전이익	365	534	386	1,313	1,510
법인세비용	23	47	38	328	377
유효법인세율 (%)	6.3%	8.8%	9.9%	25.0%	25.0%
당기순이익	342	487	348	985	1,132
지배주주지분순이익(억원)	342	488	345	985	1,132
EBITDA	320	452	1,005	1,799	1,861
현금순이익(Cash Earnings)	343	490	540	1,155	1,203
수정당기순이익	342	488	391	985	1,132
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	27.1	105.2	63.2	8.2
영업이익(보고)	8.8	40.6	81.2	100.5	24.6
영업이익(핵심)	8.8	40.6	81.2	100.5	9.8
EBITDA	9.1	41.0	122.4	79.1	3.4
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	-29.4	185.5	15.0
EPS	15.3	12.7	-30.5	183.1	15.0
수정순이익	22.4	42.8	-19.9	151.7	15.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	-7,856	995	1,160
당기순이익	342	487	348	985	1,132
감가상각비	1	3	9	4	4
무형자산상각비	0	1	183	166	67
외환손익	-26	-32	194	0	0
자산처분손익	0	0	2	0	0
지분법손익	7	0	2	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-44	-70	-167	-35
기타	111	128	-8,524	3	0
	-2,677	-1,059	1,843	303	-41
투자활동현금흐름	-2,641	-1,052	3,194	310	-34
투자자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	-10	-4	-5	-5	-5
유형자산의 취득	-7	0	-1,380	0	0
무형자산의 처분	-19	-2	34	-2	-2
	2,789	-64	6,451	-217	-56
재무활동현금흐름	0	0	3,065	0	0
단기차입금의 증가	0	434	3,300	0	0
장기차입금의 증가	2,789	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-103	-57	-57
배당금지급	0	-498	188	-160	0
기타	512	-575	438	1,081	1,062
현금및현금성자산의순증가	216	728	153	591	1,672
기초현금및현금성자산	728	153	591	1,672	2,734
Gross Cash Flow	435	586	-7,786	1,162	1,194
Op Free Cash Flow	236	364	-674	1,179	1,388

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,228	1,361	2,558	3,692
현금및현금성자산	728	153	591	1,672	2,734
유동금융자산	2,832	2,888	310	365	395
매출채권및유동채권	170	186	460	521	564
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	1,142	9,721	9,244	9,201
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	29	83	90
투자자산	6	1,044	419	50	64
유형자산	10	11	20	21	23
무형자산	2	2	9,227	9,061	8,994
기타비유동자산	55	60	26	28	30
자산총계	3,825	4,370	11,083	11,802	12,893
유동부채	126	574	3,847	3,796	3,810
매입채무및기타유동채무	101	99	313	217	226
단기차입금	0	435	3,500	3,500	3,500
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	34	78	85
비유동부채	17	13	2,889	2,729	2,729
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	2,687	2,687	2,687
기타비유동부채	17	13	201	42	42
부채총계	143	587	6,736	6,524	6,539
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,793	2,793	2,793
이익잉여금	741	1,230	1,473	2,402	3,477
기타자본	137	-267	-7	-7	-7
자본총계	3,682	3,782	4,347	5,275	6,350
지분법적용자본총계	3,682	0	0	3	3
	3,782	4,347	5,278	6,354	6,354
순차입금	-3,560	-2,606	5,286	4,151	3,059
총차입금	0	435	6,187	6,187	6,187

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	1,977	5,598	6,435
BPS	21,546	22,007	24,703	29,978	36,091
주당EBITDA	2,371	2,633	5,760	10,226	10,578
CFPS	2,538	2,858	3,094	6,562	6,839
DPS	0	650	350	350	350
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	26.1	9.2	8.0
PBR	2.4	1.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	15.9	9.4	14.4	7.4	6.5
PCFR	20.0	13.9	16.7	7.9	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	28.8	25.5	31.3	36.0
영업이익률(핵심)	26.1	28.8	25.5	31.3	31.7
EBITDA margin	26.2	29.0	31.5	34.5	33.0
순이익률	27.9	31.3	10.9	18.9	20.1
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	8.6	20.5	19.5
투하자본이익률(ROIC)	675.4	499.6	56.4	58.9	68.1
안정성(%)					
부채비율	3.9	15.5	155.0	123.6	102.9
순차입금비율	-96.7	-68.9	121.6	78.6	48.1
이자보상배율(배)	N/A	416.6	3.9	5.1	6.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.7	9.9	10.6	10.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.5	15.5	19.7	25.5

Compliance Notice

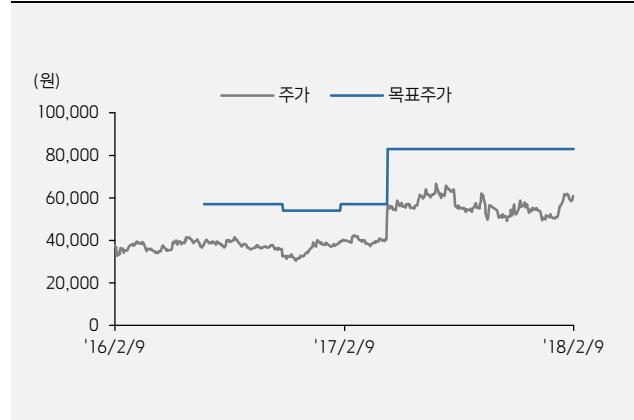
- 당사는 2월 8일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2016-06-30	BUY(Initiate)	57,000	6개월	-32.14	-29.30
	2016-08-05	BUY(Maintain)	57,000	6개월	-33.51	-27.19
	2016-11-02	BUY(Maintain)	57,000	6개월	-33.66	-27.19
	2016-11-04	BUY(Maintain)	54,000	6개월	-34.21	-25.56
	2017-02-03	BUY(Maintain)	57,000	6개월	-29.77	-7.37
	2017-04-19	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-32.54	-29.28
	2017-05-11	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-28.35	-19.76
	2017-08-04	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-28.72	-19.76
	2017-08-14	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-30.44	-19.76
	2017-11-08	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-36.11	-33.61
	2017-11-15	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-33.83	-25.30
	2018-02-09	BUY(Maintain)	83,000	6개월	-	-

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음..

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%