



하나금융그룹

2018년 4월 16일 | Equity Research

# 더블유게임즈 (192080)

## 소송리스크 점검하기

### 소송리스크에 따른 과도한 주가하락

4월 13일 더블유게임즈의 주가는 미국 내 소셜카지노에 대한 소송리스크가 부각되며 9.37% 하락했다. 3월말 미워싱턴주에서 있었던 Big Fish Casino에 대한 2심 판결을 근거로 4월 12일 DDI(Double Down Interactive)와 1위 업체인 플레이티카(Playtika) 등 4개 업체에 대한 소송이 발생했기 때문이다. 소송리스크에 따른 불확실성을 완전히 배제하기는 어려우나 더블유게임즈의 공식 입장문(첨부참조)과 다양한 측면에서의 환금성 이슈를 고려했을 때 다음과 같은 이유로 적극적인 대응이 가능하다고 판단된다.

1) Big Fish Casino의 판결내용 중 게임을 즐기기 위해서 반드시 결제를 해야한다고 적시하고 있으나 실제 Big Fish를 포함한 대부분의 소셜카지노 게임들은 Free-to-play를 기반으로 하고 있어 결제하지 않고도 게임을 즐길 수 있다. 2) 따라서, 대부분의 유저들이 무료로 게임을 즐기고 있으며 유료결제를 하는 유저는 소수에 불과하다. 실제 결제비율은 5% 미만으로 알려져 있다. 3) DDI의 “더블다운카지노”의 경우, 선물하기를 포함해 유저간 코인(칩)을 이동할 수 있는 수단이 전무하다. 따라서 어떤 경우에서도 유저가 보유하고 있는 코인을 현금화 할 수 있는 방법이 없다는 점, 즉 환금성이 없다.

### 펀더멘털은 견조한 개선을 지속 중

소송리스크와는 별개로 펀더멘털은 결제액 증가를 기반으로 견조한 개선을 지속하고 있다. 1분기 실적도 “더블다운카지노”, “더블유카지노”의 결제액이 모두 증가하며 예상을 상회하는 실적을 기록할 수 있을 것으로 기대한다. 특히, “더블다운카지노”의 경우 1월 결제액 증가에 이어 최근 “더블유카지노”의 메가히트게임 이식효과가 두드러지며 지속적인 결제액 증가를 기록하고 있어 고무적이다. 여기에 4월 말 예상되는 Renewal Ver.의 출시에 따라 GUI(Graphic User Interface)개선 뿐만 아니라 컨텐츠 보강을 통해 기존 유저들의 충성도 제고 및 이탈 유저들의 회귀를 기대해도 될 것으로 판단된다.

### 성장정체로 인한 할인요인 해소 중

“더블유카지노”의 모바일 중심의 성장과 PMI과정을 거치면서 비용효율성 제고, 매출 부문에서도 성과를 보이고 있는 “더블다운카지노”의 성장회복을 고려할 때 그 동안 할인 요인이었던 더블유게임즈의 성장정체는 해소될 가능성이 커 보인다. 소송으로 인한 단기 투자심리 불안요인은 상존하나 공격적인 펀더멘털 개선을 고려할 때 비중확대 차원에서 접근하는 것이 바람직해 보인다.

### Update

BUY

| TP(12M): 86,000원 | CP(4월 13일): 57,100원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSDAQ 지수 (pt)	891.87		
52주 최고/최저(원)	73,200/39,700	322.5	486.2
시가총액(십억원)	1,004.7	84.5	146.2
시가총액비중(%)	0.35	50.3	94.4
발행주식수(천주)	18,160.3		
60일 평균 거래량(천주)	155.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	9.9		
17년 배당금(예상,원)	650		
17년 배당수익률(예상,%)	1.14		
외국인지분율(%)	9.93		
주요주주 지분율(%)			
김가람 외 5인	43.51		
신영자산운용	5.02		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(14.3) 12.6 41.0		
상대	(14.8) (16.3) (1.4)		

Stock Price	
(천원)	더블유게임즈(좌)
76	상대지수(우)
71	
66	
61	
56	
51	
46	
41	
36	
17.4 17.7 17.10 18.1 18.4	180 160 140 120 100 80 60

### Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	0.0	155.6	319.3	504.1	574.3
영업이익	십억원	0.0	44.9	81.3	161.3	197.7
세전이익	십억원	0.0	53.4	38.6	127.5	163.9
순이익	십억원	0.0	48.8	34.5	96.6	124.2
EPS	원	0	2,847	1,976	5,493	7,059
증감률	%	N/A	N/A	(30.6)	178.0	28.5
PER	배	N/A	18.16	28.89	10.40	8.09
PBR	배	N/A	2.08	2.07	1.76	1.47
EV/EBITDA	배	N/A	14.37	17.81	9.25	7.35
ROE	%	0.00	12.91	8.48	20.23	21.50
BPS	원	0	24,914	27,541	32,435	38,896
DPS	원	0	650	650	650	650



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

### 그림 1. 미국 관계사 DDI 피소 관련 더블유게임즈 공식 입장문

최근 언론에 제기된 (주)더블유게임즈의 미국 관계사인 Double Down Interactive의 피소관련하여, 당사의 입장을 아래와 같이 표명하고자 합니다.

2018년 3월 28일 Big Fish Casino 가 美워싱턴주 법의 illegal gambling game 에 해당한다는 워싱턴주 2심 판결이 있었습니다. 해당 판결은 최종 판결 사항이 아니며, 향후 Big Fish 측의 판단에 따라 상고가 진행될 수 있고, 상고를 진행하지 않을 경우 원심인 1심으로 환송되어 1심 법원에서 재판을 진행하게 됩니다. 참고로 원심인 1심에서는 해당 Big Fish Casino 소송이 각하 처리된 바 있습니다. 따라서, 법원의 최종 판결은 2심 법원의 판결과 달라질 수 있습니다. 또한 최종 판결의 결과는 미국 전역이 아닌 워싱턴주 내에서만 유효합니다.

Big Fish Casino 의 워싱턴주 2심 판결의 영향으로 같은 내용의 소송이 2018년 4월 12일 Double Down Interactive 외 소셜카지노 3사(Playtika, High5games, Huuuge games)에 제기되었습니다. 당사는 업계와 협업하여 최대한 빠르게 본 소송에 대응해 나갈 예정으로, 현재로서 당사에 미치는 재무적/영업적 영향은 없습니다. 다만 당사는 Big Fish Casino 에 대한 워싱턴주 2심 판결이 상당히 이례적이라 판단하며 이에 대한 입장을 다음과 같이 정리하였습니다.

지금까지 과거 4차례[별첨 참조] 미국 다른 주의 유사한 판결에서는 소셜카지노 (또는 캐주얼 게임 내 game of chance) 가 Gambling에 해당되지 않는다고 판시하였습니다. 실제로 Big Fish Casino 소송의 원고측 변호인이자 지난 12일에 Double Down Interactive 외 소셜카지노 3사를 대상으로 소송을 제기한 EDELSON PC 는 2015년 7월에도 미국 일리노이 주에서 당사가 인수하기 전의 DoubleDown Interactive 를 대상으로 지금과 거의 유사한 소송을 제기하였으나 8개월만인 2016년 3월에 소송이 각하 되었습니다.

따라서 이번 워싱턴주 2심 판결은 상당히 이례적입니다. 당사는 판결문의 검토를 통해 이러한 이례성이 두 가지 요인으로 인해 발생하였다고 판단하였습니다. 첫째는 Gambling 에 해당하는지의 판단기준 중 하나인 "thing of value"에 대한 워싱턴주법의 포괄적인 해석, 둘째는 Big Fish Casino 이용 방법에 대한 사실관계 불인정입니다.

먼저 워싱턴주법상 "thing of value"의 정의를 살펴보면 다음과 같습니다.

Pursuant to Washington law, a "thing of value" is: [A]ny money or property, any token, object or article exchangeable for money or property, or any form of credit or promise, directly or indirectly, contemplating transfer of money or property or of any interest therein, or involving extension of a service, entertainment or a privilege of playing at a game or scheme without charge.(Big Fish 워싱턴주 2심 판결문 발췌)

상기 판결문에 적시된 것처럼 미국 내 대부분 지역의 주법과 달리 워싱턴주법은 "thing of value"에 "privilege of playing a game without charge"를 포함하고 있습니다. 따라서 게임 내의 가상코인이 이러한 "privilege of playing a game without charge"를 제공하는지 여부가 소송의 핵심 쟁점 사항일 수 밖에 없습니다.

Big Fish Casino 를 포함한 소셜카지노에서의 사용자는 매일 무료로 주어지는 코인만으로도 지속적인 플레이를 할 수 있으며 이를 free-to-play 특성이라 합니다. 그런데 이러한 free-to-play 특성이 해당 판결에 반영되지 않았습니다.

"Without virtual chips, a user is unable to play Big Fish Casino's various games. Thus, if a user runs out of virtual chips

and wants to continue playing Big Fish Casino, she must buy more chips to have “the privilege of playing the game.” Id. Likewise, if a user wins chips, the user wins the privilege of playing Big Fish Casino without charge. In sum, these virtual chips extend the privilege of playing Big Fish Casino."(Big Fish 워싱턴주 2심 판결문 발췌)

위와 같이 “the privilege of playing the game”을 제공받기 위해서는 반드시 결제를 해야 한다고 적시하고 있습니다. 이렇게 사실과 다른 전제가 이루어진 배경을 살펴보면 다음과 같습니다.

"Churchill Downs argues that this does not matter, because users receive free chips throughout gameplay, such that extending gameplay costs them nothing. But because Churchill Downs’ allegation is not included in the complaint, we do not further address this contention."(Big Fish 워싱턴주 2심 판결문 발췌)

상기 판결문에 적시되었듯이 Big Fish Casino 측은 free-to-play 특성을 재판상 적시에 주장하지 못한 것으로 보이며, 법원은 재판 당사자가 주장한 범위 내에서 판단하여야 하기에, 이 부분을 배제한 채 Big Fish Casino 를 이용하기 위해서는 항상 결제를 해야 한다고 전제하고 판결을 내렸습니다. Big Fish Casino 를 이용하기 위한 유일한 방법이 결제라는 전제하에서는, 가상코인이 "privilege of playing a game without charge"을 제공하고, 워싱턴주법상 이러한 가상코인은 "thing of value"가 되어, 최종적으로 Big Fish Casino 가 illegal gambling game 에 해당한다는 결과로 이어질 수 밖에 없었습니다. 상식적으로 "privilege of playing a game without charge"은 해당 게임이 유료로만 제공되었을 때에 가능한 것이며 따라서 Free-to-play 특성이 판결에 반영되지 않은 것은 Big Fish Casino 측에 결정적인 악영향을 주었다고 판단합니다.

"However, Big Fish Casino’s Terms of Use prohibit the transfer or sale of virtual chips. As a result, the sale of virtual chips for cash on a secondary market violates the Terms of Use. The virtual chips cannot constitute a “thing of value” based on this prohibited use."(Big Fish 워싱턴주 2심 판결문 발췌)

참고로 위 판결문에서 보듯이 Big Fish Casino 가 약관을 통해 금지하고 있는 이용자간의 거래로 인해 가상코인이 "thing of value"가 될 수 있는 부분에 대해서는 2심 법원에서도 인정하지 않았습니다.

따라서 본 판결이 Big Fish Casino 를 워싱턴주에서 illegal gambling game 에 해당한다고 판단한 유일한 근거는 가상코인이 "privilege of playing a game without charge"을 제공한다고 보았기 때문입니다.

이러한 판결의 논리를 살펴볼 때 free-to-play 특성에 대해 정식 법률문서가 제출된다면, 결제가 가상코인을 획득하기 위한 유일한 수단이 아니며 다양한 방식으로 그리고 지속적으로 무료 획득이 가능하다는 점을 인정 받을 수 있을 것이며, 결국 결제나 게임의 결과로 인한 가상코인이 "privilege of playing a game without charge"를 제공하고 있지 않아 소셜카지노 게임이 illegal gambling game 에 해당하지 않는다는 판결을 이끌어 낼 수 있을 것이라 판단합니다.

Free-to-play 특성에 대해서는 (1) 사용자들에게 매일 지속적으로 무료 코인이 제공되고 있다는 점, (2) 이를 바탕으로 대부분의 사용자들은 매일 무료로 게임을 이용하고 있다는 점, (3) 심지어 결제 이후 코인이 모두 소진되었더라도 이후 무료 코인 획득을 통해 지속적으로 무료로 플레이를 하는 사용자 비율 또한 굉장히 높은 점 등을 중심으로 충분하고 구체적인 근거를 제시할 수 있습니다.

---

당사의 관계사인 Double Down Interactive 가 동일한 소송의 대상이 된 바, 착오 없이 게임 내의 가상코인이 "thing of value"가 될 수 없음을 적극 주장할 것이며 승소를 자신하고 있습니다.

본 소송과 관련한 추가적인 사항은 계속하여 투자자 여러분들께 알려드리도록 하겠습니다

2018년 4월 15일

주식회사 더블유게임즈 임직원 일동

---

자료: 더블유게임즈

## 추정 재무제표

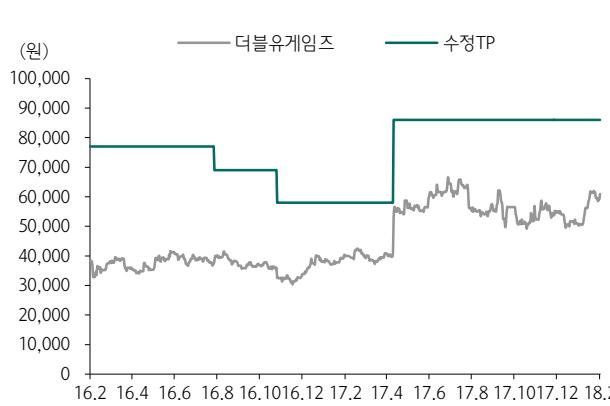
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017P	2018F	2019F
<b>매출액</b>	0.0	155.6	319.3	504.1	574.3	
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출총이익	0.0	155.6	319.3	504.1	574.3	
판관비	0.0	110.8	238.1	342.8	376.6	
<b>영업이익</b>	0.0	44.9	81.3	161.3	197.7	
금융순익	0.0	5.1	(45.2)	(33.8)	(33.8)	
종속/관계기업순익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	
기타영업외순익	0.0	3.5	2.5	0.0	0.0	
<b>세전이익</b>	0.0	53.4	38.6	127.5	163.9	
법인세	0.0	4.7	3.8	30.9	39.7	
계속사업이익	0.0	48.7	34.8	96.6	124.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	0.0	48.7	34.8	96.6	124.2	
비지매주주지분	0.0	(0.1)	0.3	0.0	0.0	
순이익	0.0	(0.1)	0.3	0.0	0.0	
<b>지배주주순이익</b>	0.0	48.8	34.5	96.6	124.2	
지배주주지분포괄이익	0.0	50.0	42.3	96.6	124.2	
NOPAT	0.0	40.9	73.2	122.3	149.8	
EBITDA	0.0	45.2	100.5	189.8	221.7	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	N/A	N/A	105.2	57.9	13.9	
NOPAT증가율	N/A	N/A	79.0	67.1	22.5	
EBITDA증가율	N/A	N/A	122.3	88.9	16.8	
영업이익증가율	N/A	N/A	81.1	98.4	22.6	
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	(29.3)	180.0	28.6	
EPS증가율	N/A	N/A	(30.6)	178.0	28.5	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	N/A	100.0	100.0	100.0	100.0	
EBITDA이익률	N/A	29.0	31.5	37.7	38.6	
영업이익률	N/A	28.9	25.5	32.0	34.4	
계속사업이익률	N/A	31.3	10.9	19.2	21.6	
<b>투자지표</b>						
		2015	2016	2017 P	2018F	2019F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	0	2,847	1,976	5,493	7,059	
BPS	0	24,914	27,541	32,435	38,896	
CFPS	0	3,444	4,493	10,788	12,599	
EBITDAPS	0	2,633	5,760	10,788	12,599	
SPS	0	9,071	18,306	28,652	32,637	
DPS	0	650	650	650	650	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	N/A	14.0	26.2	12.0	9.3	
PBR	N/A	1.6	1.9	2.0	1.7	
PCFR	N/A	11.6	11.5	6.1	5.2	
EV/EBITDA	N/A	9.4	16.9	10.1	8.0	
PSR	N/A	4.4	2.8	2.3	2.0	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	0.0	12.9	8.5	20.2	21.5	
ROA	0.0	11.2	4.1	7.4	8.8	
ROIC	0.0	408.4	15.3	13.0	16.4	
부채비율	0.0	15.5	188.9	158.6	130.4	
순부채비율	0.0	(68.9)	180.6	144.1	98.5	
이자보상배율(배)	0.0	416.6	3.9	4.5	5.5	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017 P	2018F	2019F
<b>유동자산</b>	0.0	322.8	49.8	97.1	224.5	
금융자산	0.0	304.1	0.9	35.4	160.9	
현금성자산	0.0	15.3	0.9	35.4	160.9	
매출채권 등	0.0	17.7	46.3	58.3	60.2	
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동자산	0.0	1.0	2.6	3.4	3.4	
<b>비유동자산</b>	0.0	114.2	1,205.8	1,249.9	1,237.3	
투자자산	0.0	106.9	279.2	351.8	363.2	
금융자산	0.0	106.8	279.2	351.7	363.1	
유형자산	0.0	1.1	2.0	1.2	0.7	
무형자산	0.0	0.2	922.7	895.0	871.5	
기타비유동자산	0.0	6.0	1.9	1.9	1.9	
<b>자산총계</b>	0.0	437.0	1,255.7	1,346.9	1,461.8	
<b>유동부채</b>	0.0	57.4	546.3	553.1	554.2	
금융부채	0.0	43.5	517.0	517.0	517.0	
매입채무 등	0.0	7.5	19.6	24.6	25.4	
기타유동부채	0.0	6.4	9.7	11.5	11.8	
<b>비유동부채</b>	0.0	1.3	274.7	273.1	273.2	
금융부채	0.0	0.0	268.7	268.7	268.7	
기타비유동부채	0.0	1.3	6.0	4.4	4.5	
<b>부채총계</b>	0.0	58.7	821.0	826.2	827.4	
<b>지배주주지분</b>	0.0	378.2	434.6	520.8	634.4	
자본금	0.0	8.6	8.7	8.7	8.7	
자본잉여금	0.0	273.3	279.3	279.3	279.3	
자본조정	0.0	(26.6)	(29.1)	(29.1)	(29.1)	
기타포괄이익누계액	0.0	(0.1)	28.3	28.3	28.3	
이익잉여금	0.0	123.0	147.3	233.4	347.1	
<b>비지매주주지분</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	0.0	378.2	434.6	520.8	634.4	
<b>순금융부채</b>	0.0	(260.6)	784.9	750.3	624.8	
<b>현금흐름표</b>						(단위: 십억원)
		2015	2016	2017 P	2018F	2019F
<b>영업활동 현금흐름</b>	0.0	54.3	47.7	117.7	147.4	
당기순이익	0.0	48.7	34.8	96.6	124.2	
조정	0.0	10.0	32.0	28.6	24.0	
감가상각비	0.0	0.3	19.2	28.5	24.0	
외환거래손익	0.0	(3.2)	(0.2)	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	0.0	12.9	13.0	0.1	0.0	
영업활동 자산부채 변동	0.0	(4.4)	(19.1)	(7.5)	(0.8)	
<b>투자활동 현금흐름</b>	0.0	(105.9)	(826.2)	(72.6)	(11.4)	
투자자산감소(증가)	0.0	(106.9)	(172.4)	(72.6)	(11.4)	
유형자산감소(증가)	0.0	(0.4)	(0.5)	0.0	0.0	
기타	0.0	1.4	(653.3)	0.0	0.0	
<b>재무활동 현금흐름</b>	0.0	(6.4)	764.0	(10.5)	(10.5)	
금융부채증가(감소)	0.0	43.5	742.2	0.0	0.0	
자본증가(감소)	0.0	281.9	6.2	0.0	0.0	
기타재무활동	0.0	(331.8)	25.9	0.0	0.0	
배당지급	0.0	0.0	(10.3)	(10.5)	(10.5)	
<b>현금의 증감</b>	0.0	(57.5)	(14.4)	34.6	125.5	
Unlevered CFO	0.0	59.1	78.4	189.8	221.7	
Free Cash Flow	0.0	53.8	47.2	117.7	147.4	

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
17.4.19	BUY	86,000		
16.11.3	BUY	58,000	-35.54%	-26.90%
16.8.5	BUY	69,000	-45.48%	-39.86%
16.3.2	BUY	77,000	-50.66%	-46.04%
16.1.4	BUY	100,000	-58.71%	-45.30%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.2%	8.2%	0.7%	100.1%

\* 기준일: 2018년 4월 14일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.