



## BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(8/9): 58,900원

시가총액: 10,696억원

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

## Stock Data

KOSDAQ (8/9)	789.48pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	73,200원
등락률	-19.54%
수익률	절대
1W	5.7%
1M	1.0%
1Y	4.4%
	-15.0%

## Company Data

발행주식수	18,160천주
일평균 거래량(3M)	75천주
외국인 지분율	9.95%
배당수익률(18E)	0.59%
BPS(18E)	27,964원
주요 주주	김가람 외 5인
	45.3%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,556	3,193	5,060	5,650
보고영업이익	449	810	1,502	1,829
핵심영업이익	449	810	1,502	1,829
EBITDA	452	1,007	1,665	1,898
세전이익	534	383	1,360	1,630
순이익	487	356	1,086	1,304
지배주주지분순이익	488	354	1,086	1,304
EPS(원)	2,847	2,027	6,032	7,179
증감률(%YoY)	12.7	-28.8	197.6	19.0
PER(배)	14.0	25.5	9.8	8.2
PBR(배)	1.8	2.2	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	9.4	14.0	8.8	7.0
보고영업이익률(%)	28.8	25.4	29.7	32.4
핵심영업이익률(%)	28.8	25.4	29.7	32.4
ROE(%)	13.1	9.1	23.8	22.9
순부채비율(%)	-68.9	120.8	76.6	41.3

## Price Trend



## 실적리뷰

## 더블유게임즈 (192080)

## 누구보다 밝은 하반기 전망



더블유게임즈의 2Q실적(연결기준)은 매출액 1,187억원(QoQ +4.2%), 영업이익 345억원(QoQ +32.6%)으로 기대치를 상회하는 실적을 기록하였습니다. 마케팅비용의 감소가 예상보다 컸던 점이 이익 예상치를 상회한 요인이었습니다. 하반기는 DUC+DDC의 성과 지속, 성수기시즌 진입, 우호적 환율 영향으로 지속적인 실적 개선이 전망되고 있습니다.

## &gt;&gt; 2Q Review: 눈부신 DUC의 선전+마케팅 효율 개선

더블유게임즈의 2Q실적(연결기준)은 매출액 1,187억원(QoQ +4.2%), 영업이익 345억원(QoQ +32.6%)으로 당사 기대치를 상회하는 실적을 기록하였다. 매출은 예상했던 것처럼 DUC의 성과에 힘입어 비수기에도 긍정적 성과를 나타냈다. 이익 개선의 주요 이유 중 하나는 마케팅비용의 감소가 예상보다 컷기 때문이다. 이번 실적발표에서 긍정적인 점은 마케팅비용이 감소했음에도 불구하고 비수기 시즌에 전반적인 실적 상승이 나타났다는 것이다.

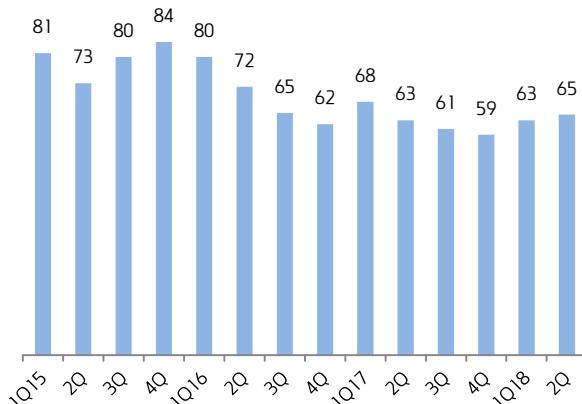
## &gt;&gt; 업데이트효과+성수기시즌+우호적 환율.....신작효과까지?

동사의 하반기 전망은 매우 밝다. DUC는 2Q의 선전이 일시적으로 그치는 것이 아니라 꾸준하게 성장하는 모습을 보여주고 있고 DDC는 업데이트 효과가 점차 배가되고 있다. TAKE5와 엘룬의 성과가 크게 나타나고 있지는 않지만 꾸준한 모습을 보여주고 있다. 더불어서 이벤트가 집중된 성수기 시즌이 도래하고 있다는 점도 긍정적이다. 또한 우호적인 환율환경이 조성되고 있다. 주변 상황이 긍정적으로 변함에 따라 하반기로 넘어갈수록 실적은 확대될 개연성이 매우 높다. 특히 이벤트가 집중되는 시점인 4Q에는 레벨업된 성과를 보여줄 수 있을 것으로 기대된다.

실적 개선 기대감 외에도 지켜봐야 할 것은 신작의 성과이다. 동사는 3가지 성격의 신작을 준비하고 있다. 1) HD버전을 통한 코어 유저들의 확보 및 확대, 2) 대만을 비롯한 아시아지역 출시, 3) 전략게임인 언데드네이션의 모바일 공략. 이 중 성과가 빠르게 나타날 수 있는 것은 HD버전으로 판단하고 있으며 아시아 공략에 성공할 경우 Valuation의 빠른 Rerating도 가능할 것으로 판단된다.

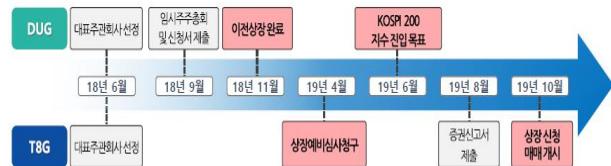
## &gt;&gt; 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 유지

## 더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 이전상장 및 디에이트게임즈 상장 계획



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	414	604	1,072	1,104	1,139	1,187	1,298	1,435	3,193	5,060	5,650
DUC+DDC	372	567	1,036	1,056	1,093	1,138	1,244	1,367	3,032	4,842	5,234
더블유카지노	372	330	356	397	409	436	458	483	1,456	1,785	1,758
더블다운카지노	0	237	681	659	684	702	787	884	1,577	3,057	3,476
더블유빙고	10	9	9	8	9	8	8	7	35	31	26
TAKES	29	26	26	29	34	33	35	41	109	144	212
기타	2	2	1	11	3	7	12	21	16	43	178
영업비용	246	528	796	811	879	842	890	947	2,380	3,558	3,821
지급수수료	124	181	322	329	342	354	390	431	956	1,515	1,695
광고선전비	50	88	133	142	200	153	161	168	414	681	730
주식보상비용	5	4	4	1	1	0	0	0	13	1	0
로열티	0	19	54	55	53	47	51	58	128	210	235
감가상각비	1	26	82	84	81	82	81	81	193	326	326
인건비 및 기타	65	210	202	199	202	206	207	209	676	824	836
영업이익	168	76	276	293	260	345	408	489	813	1,502	1,829
영업이익률	41%	13%	26%	27%	23%	29%	31%	34%	25%	30%	32%
QoQ											
매출액	-2%	45.9%	78%	3%	3%	4%	9%	11%	105%	58%	12%
영업비용	-5%	114.9%	51%	2%	8%	-4%	6%	6%	115%	49%	7%
영업이익	3%	-54.8%	263%	6%	-11%	33%	18%	20%	81%	85%	22%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 2Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,187	4.2	1,187	0.0	1,166	1.8
영업이익	345	32.6	308	12.0	310	11.3
당기순이익	330	139.4	181	82.3	169	95.3

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	5,060	5,650	6,161
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	5,060	5,650	6,161
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,558	3,821	3,991
영업이익(보고)	449	810	1,502	1,829	2,170
영업이익(핵심)	449	810	1,502	1,829	2,170
영업외손익	85	-427	-142	-199	-90
이자수익	53	30	1	1	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	138	0	0
이자비용	1	204	272	209	126
외환손실	13	207	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	-4	9	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-60	0	0	0
기타	-1	1	-5	0	2
법인세차감전이익	534	383	1,360	1,630	2,080
법인세비용	47	27	274	326	503
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	20.1%	20.0%	24.2%
당기순이익	487	356	1,086	1,304	1,577
지배주주지분이익(억원)	488	354	1,086	1,304	1,564
EBITDA	452	1,007	1,665	1,898	2,237
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,249	1,373	1,643
수정당기순이익	488	416	1,086	1,304	1,577
증감율(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	58.4	11.7	9.0
영업이익(보고)	40.6	80.6	85.4	21.8	18.6
영업이익(핵심)	40.6	80.6	85.4	21.8	18.6
EBITDA	41.0	122.9	65.3	14.0	17.8
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	207.1	20.0	20.0
EPS	12.7	-28.8	197.6	19.0	20.0
수정순이익	42.8	-14.8	161.2	20.0	20.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	943	1,439	1,572
당기순이익	487	356	1,086	1,304	1,577
감가상각비	3	8	6	6	6
무형자산상각비	1	189	157	64	61
외환손익	-32	129	-138	0	0
자산처분손익	0	5	0	0	0
지분법손익	0	0	4	-9	0
영업활동자산부채 증감	-44	65	-90	-13	-25
기타	128	71	-82	88	-46
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	-173	-77	-73
투자자산의 처분	-1,052	3,498	28	-47	-41
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-6	-6	-6	-6
무형자산의 처분	0	-55	0	0	0
기타	-2	-9,404	-195	-24	-25
재무활동현금흐름	-64	5,246	-691	-738	-741
단기차입금의 증가	434	2,337	0	0	0
장기차입금의 증가	0	3,000	-700	-700	-700
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-103	-57	-59	-59
기타	-498	12	66	21	18
현금및현금성자산의순증가	-575	95	79	624	759
기초현금및현금성자산	728	153	248	327	950
기말현금및현금성자산	153	248	327	950	1,710
Gross Cash Flow	586	759	1,033	1,452	1,597
Op Free Cash Flow	364	954	1,155	1,436	1,680

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	1,409	2,018	2,908
현금및현금성자산	153	248	549	1,085	1,890
유동금융자산	2,888	355	354	395	431
매출채권및유동채권	186	448	506	538	587
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,945	8,926	8,900
장기매출채권및기타비유동채권	25	29	45	50	55
투자자산	1,044	77	47	62	67
유형자산	11	19	20	20	21
무형자산	2	8,654	8,496	8,433	8,372
기타비유동자산	60	142	337	360	386
자산총계	4,370	9,972	10,354	10,944	11,808
유동부채	574	3,074	3,059	3,083	3,111
매입채무및기타유동채무	99	292	211	226	246
단기차입금	435	2,772	2,772	2,772	2,772
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	76	85	92
비유동부채	13	2,852	2,217	1,538	856
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,020	1,320	620
기타비유동부채	13	131	197	218	236
부채총계	587	5,926	5,276	4,621	3,967
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,510	3,755	5,261
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
자본총계	3,782	4,046	5,078	6,323	7,829
지분법적용자본총계	0	0	0	0	12
	3,782	4,046	5,078	6,323	7,841
순차입금	-2,606	4,889	3,889	2,612	1,071
총차입금	435	5,492	4,792	4,092	3,392

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,847	2,027	6,032	7,179	8,613
BPS	22,007	22,996	27,964	34,820	43,110
주당EBITDA	2,633	5,772	9,246	10,452	12,317
CFPS	2,858	3,170	6,936	7,561	9,050
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	9.8	8.2	6.8
PBR	1.8	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.4	14.0	8.8	7.0	5.3
PCFR	13.9	16.3	8.5	7.8	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
EBITDA margin	29.0	31.5	32.9	33.6	36.3
순이익률	31.3	11.2	21.5	23.1	25.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	23.8	22.9	22.3
투하자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	57.1	75.0	91.1
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	103.9	73.1	50.6
순차입금비율	-68.9	120.8	76.6	41.3	13.7
이자보상배율(배)	416.6	4.0	5.5	8.7	17.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	10.1	10.6	10.8	11.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.5	16.3	20.1	25.9	26.1

## Compliance Notice

- 당사는 8월 9일 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.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리를	
					평균주가대비	최고주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.66	-27.19
	2016/11/04	BUY(Maintain)	54,000원	6개월	-34.21	-25.56
	2017/02/03	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-29.77	-7.37
	2017/04/19	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-32.54	-29.28
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.35	-19.76
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.72	-19.76
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-30.44	-19.76
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-36.11	-33.61
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-34.00	-25.30
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-33.29	-25.30
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.95	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.68	-11.81
	2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-29.53	-28.80
	2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-32.60	-26.27
	2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-32.41	-25.78
	2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%