



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원
주가(2/12): 56,500원
시가총액: 10,310억원

인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/12)		730.58pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	73,500원	51,500원
등락률	-23.13%	9.71%
수익률	절대	상대
	1W	1.8%
	1M	-12.7%
	1Y	-6.9%
		-4.4%
		-6.2%
		7.4%

Company Data

발행주식수	18,247천주
일평균 거래량(3M)	79천주
외국인 지분율	13.14%
배당수익률(18E)	0.59%
BPS(18E)	27,264원
주요 주주	김가람 외 5인 45.1%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,193	4,830	5,336	5,983
보고영업이익	810	1,371	1,615	2,015
핵심영업이익	810	1,371	1,615	2,015
EBITDA	1,007	1,533	1,685	2,081
세전이익	383	1,198	1,408	1,940
순이익	356	982	1,140	1,552
지배주주지분순이익	354	982	1,140	1,540
EPS(원)	2,027	5,449	6,250	8,440
증감률(%YoY)	-28.8	168.8	14.7	35.0
PER(배)	25.5	11.0	9.0	6.7
PBR(배)	2.2	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	14.0	9.5	7.6	5.5
보고영업이익률(%)	25.4	28.4	30.3	33.7
핵심영업이익률(%)	25.4	28.4	30.3	33.7
ROE(%)	9.1	21.8	20.7	22.8
순부채비율(%)	120.8	73.8	41.7	13.4

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

대만에서의 +α를 기대하며



더블유게임즈의 4Q실적(연결기준)은 매출액 1,270억원(QoQ +3.0%), 영업이익 373억원(QoQ -5.0%)으로 시장기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 주요 게임들이 성장성이 둔화된 한 가운데 마케팅비용의 증가가 실적 하회의 주된 이유였습니다. 올해는 작년대비 성장성이 둔화될 것으로 전망되는 가운데 대만에서의 성과가 차이를 결정할 것으로 판단됩니다.

>>> 4Q Review: 정체된 DAU, 높아지는 ARPU

더블유게임즈의 4Q실적(연결기준)은 매출액 1,270억원(QoQ +3.0%), 영업이익 373억원(QoQ -5.0%)으로 당사 추정치를 하회하는 실적을 기록하였다. 이는 모바일의 성장세가 호조를 기록하였음에도 Web(Facebook플랫폼)에서의 부진이 전체 성장세를 가로막았다. 기타 게임들(Take5, 엘런, 더블유빙고 등)들도 약간의 성장만을 기록했다. 비용적인 측면에서는 성수기 시즌 돌입에 따라 마케팅비용이 증가하였다.

세부적으로는 ARPU가 지속적으로 증가하고 있지만 DAU가 정체되는 모습을 보이고 있다는 점은 향후 큰 폭의 성장성을 기대하기 어렵게 하고 있다.

>>> 고도화를 통해 낮아지는 성장성을 방어

이번 4Q는 통상적인 성수기시즌의 성장세보다 낮은 결재액 성장을 보였다. 소셜카지노시장 전체적으로는 QoQ 1.9%성장에 그쳤다는 것은 올해의 성장성이 예년에 비해 둔화될 수 있음을 암시한다. 상위게임들의 고착화는 DAU가 크게 늘기 어려운 상황을 대변하고 있다. Q의 성장이 정체된 상황에서 P를 얼마나 끌어올릴 수 있는지가 올해의 중요한 관건이 될 것이다.

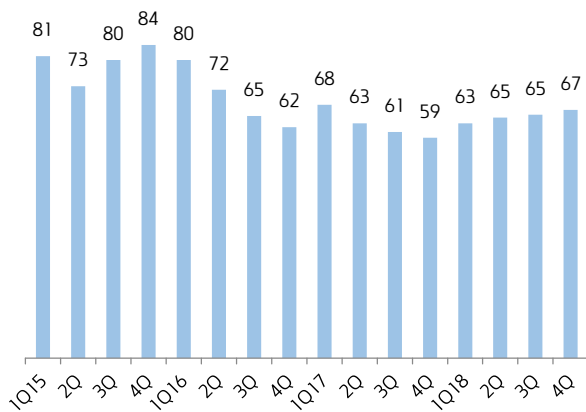
동사는 성장성 둔화를 방어하기 위해 DDC의 고도화 작업을 확대할 계획을 갖고 있다. 우선 IGT의 메가박스 잭팟피쳐를 도입하고 슬롯의 업데이트 속도 확대를 위해 포팅작업 내재화를 진행한다. 또한 크로스프로모션 강화를 통해 Paying User Ratio(현재 4~6%)를 끌어올려 P의 상승을 꾀할 것이다.

>>> 대만에서의 성과가 +α를 좌우

추가적인 성장성은 대만에 출시한 더블포춘슬롯이 좌우할 것으로 전망된다. 현재 안드로이드 버전은 1월에 출시되었으며 1Q안에 iOS버전이 출시될 계획이다. 기타 신작들에 대한 리소스 투입이 제한될 것으로 예상되는 가운데 테스트에서 높은 ROI를 기록하고 있는 더블포춘은 2Q부터 공격적인 마케팅이 집행될 것으로 전망된다. 이에 따라 더블포춘의 성과여부가 둔화되는 동사의 성장동력을 끌어올리는 중요한 Point가 될 것이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원 유지

더블다운 카지노 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

IGT메가벅스 피쳐 돌입(2Q예정)



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	1,139	1,187	1,234	1,270	1,241	1,231	1,372	1,493	3,193	4,830	5,336
DUC+DDC	1,093	1,138	1,177	1,199	1,172	1,156	1,284	1,395	3,032	4,607	5,007
더블유카지노	409	436	451	456	450	439	499	518	1,456	1,752	1,905
더블다운카지노	684	702	726	743	722	717	785	877	1,577	2,855	3,102
더블유빙고	9	8	7	6	6	6	6	6	35	30	24
TAKES	34	33	32	37	35	38	43	43	109	136	159
기타	3	7	18	29	28	31	39	50	16	57	147
영업비용	879	842	841	897	864	898	945	1,013	2,380	3,460	3,721
지급수수료	342	354	367	379	372	369	411	448	956	1,441	1,601
광고선전비	200	153	133	180	158	186	178	197	414	665	718
주식보상비용	1	0	0	0	0	0	0	0	13	1	0
로열티	53	47	45	58	54	57	67	75	128	204	252
감가상각비	81	82	87	88	81	81	81	81	193	338	326
인건비 및 기타	202	206	209	192	199	205	207	213	676	810	824
영업이익	260	345	392	373	377	332	426	479	813	1,371	1,615
영업이익률	23%	29%	32%	29%	30%	27%	31%	32%	25%	28%	30%
QoQ											
매출액	3%	4%	4%	3%	-2%	-1%	11%	9%	105%	51%	10%
영업비용	8%	-4%	0%	7%	-4%	4%	5%	7%	115%	45%	8%
영업이익	-11%	33%	14%	-5%	1%	-12%	28%	12%	81%	68%	18%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

4Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,270	3.0	1,330	-4.5	1,327	-4.3
영업이익	373	-5.0	414	-9.9	416	-10.3
당기순이익	269	13.5	279	-3.6	274	-1.8

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	4,830	5,336	5,983
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	4,830	5,336	5,983
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,460	3,721	3,968
영업이익(보고)	449	810	1,371	1,615	2,015
영업이익(핵심)	449	810	1,371	1,615	2,015
영업외손익	85	-427	-173	-207	-74
이자수익	53	30	12	24	25
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	132	0	0
이자비용	1	204	304	237	101
외환손실	13	207	10	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	9	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	7	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-60	1	0	0
기타	-1	1	-11	-3	2
법인세차감전이익	534	383	1,198	1,408	1,940
법인세비용	47	27	216	268	388
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	18.0%	19.0%	20.0%
당기순이익	487	356	982	1,140	1,552
지배주주지분순이익(억원)	488	354	982	1,140	1,540
EBITDA	452	1,007	1,533	1,685	2,081
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,145	1,210	1,619
수정당기순이익	488	416	977	1,140	1,552
증감율(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	51.3	10.5	12.1
영업이익(보고)	40.6	80.6	69.2	17.9	24.7
영업이익(핵심)	40.6	80.6	69.2	17.9	24.7
EBITDA	41.0	122.9	52.3	9.9	23.6
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	177.7	16.1	35.0
EPS	12.7	-28.8	168.8	14.7	35.0
수정순이익	42.8	-14.8	134.9	16.8	36.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	1,091	1,196	1,551
당기순이익	487	356	982	1,140	1,552
감가상각비	3	8	6	6	6
무형자산상각비	1	189	157	64	61
외환손익	-32	129	-123	0	0
자산처분손익	0	5	-7	0	0
지분법손익	0	0	0	-9	0
영업활동자산부채 증감	-44	65	-50	-5	-54
기타	128	71	126	0	-15
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	190	13	-48
투자자산의 처분	-1,052	3,498	97	23	-39
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	99	-3	-3
재무활동현금흐름	-64	5,246	-1,399	-1,041	-408
단기차입금의 증가	434	2,337	-1,400	-1,000	-372
장기차입금의 증가	0	3,000	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-103	-57	-59	-59
기타	-498	12	58	18	23
현금및현금성자산의순증가	-575	95	-118	168	1,094
기초현금및현금성자산	728	153	248	130	298
기말현금및현금성자산	153	248	130	298	1,392
Gross Cash Flow	586	759	1,141	1,201	1,604
Op Free Cash Flow	364	954	1,100	1,282	1,619

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	903	1,050	2,276
현금및현금성자산	153	248	130	298	1,407
유동금융자산	2,888	355	290	267	299
매출채권및유동채권	186	448	483	485	570
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,631	8,572	8,523
장기매출채권및기타비유동채권	25	29	19	11	12
투자자산	1,044	77	53	63	69
유형자산	11	19	20	20	21
무형자산	2	8,654	8,496	8,433	8,372
기타비유동자산	60	142	43	46	49
자산총계	4,370	9,972	9,534	9,622	10,798
유동부채	574	3,074	1,650	639	299
매입채무및기타유동채무	99	292	230	213	239
단기차입금	435	2,772	1,372	372	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	48	53	60
비유동부채	13	2,852	2,909	2,927	2,950
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,720	2,720	2,720
기타비유동부채	13	131	189	207	229
부채총계	587	5,926	4,560	3,566	3,249
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,406	3,488	4,969
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
자본총계	3,782	4,046	4,975	6,056	7,537
자본법적용자본총계	0	0	0	0	12
	3,782	4,046	4,975	6,056	7,550
순차입금	-2,606	4,889	3,672	2,527	1,014
총차입금	435	5,492	4,092	3,092	2,720

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,847	2,027	5,449	6,250	8,440
BPS	22,007	22,996	27,264	33,191	41,307
주당EBITDA	2,633	5,772	8,507	9,232	11,407
CFPS	2,858	3,170	6,352	6,630	8,873
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	11.0	9.0	6.7
PBR	1.8	2.2	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.4	14.0	9.5	7.6	5.5
PCFR	13.9	16.3	9.4	8.5	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	28.4	30.3	33.7
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	28.4	30.3	33.7
EBITDA margin	29.0	31.5	31.7	31.6	34.8
순이익률	31.3	11.2	20.3	21.4	25.9
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	21.8	20.7	22.8
투자자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	52.7	67.9	91.0
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	91.7	58.9	43.0
순차입금비율	-68.9	120.8	73.8	41.7	13.4
이자보상배율(배)	416.6	4.0	4.5	6.8	19.9
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	10.1	10.4	11.0	11.3
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.5	16.3	18.5	24.1	26.4

Compliance Notice

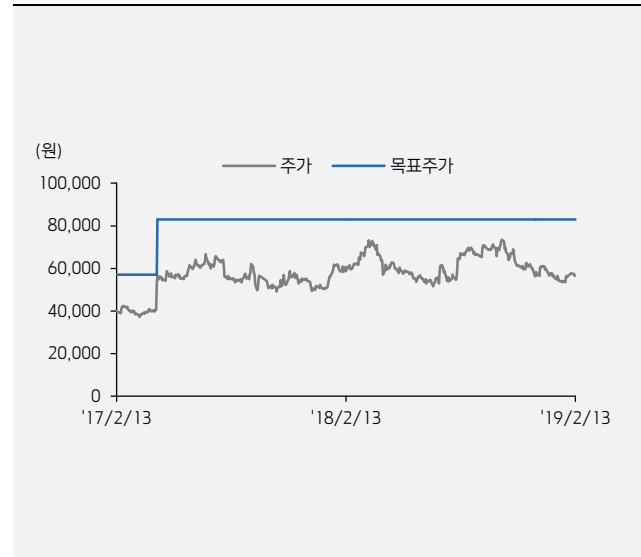
- 당사는 2월 12일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
더블유 게임즈 (192080)	2017/04/19	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.54	-29.28
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.35	-19.76
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.72	-19.76
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-30.44	-19.76
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-36.11	-33.61
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-34.00	-25.30
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-33.29	-25.30
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.95	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-28.68	-11.81
	2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-29.53	-28.80
	2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.60	-26.27
	2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.41	-25.78
	2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-29.31	-16.02
	2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-24.92	-11.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-24.90	-11.45
	2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-32.93	-30.36
	2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%