



BUY(Maintain)

목표주가: 54,000원

주가(11/3): 32,850원

시가총액: 5,645억원

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

Stock Data

KOSDAQ (11/3)		609.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	68,300원	32,500원
등락률	-51.90%	1.08%
수익률	절대	상대
1W	-9.6%	0.9%
1M	-8.1%	5.2%
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	17,185천주
일평균 거래량(3M)	61천주
외국인 지분율	4.91%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	23,810원
주요 주주	김가람 외 2인
	43.1%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	713	1,224	1,538	1,675
보고영업이익	293	319	431	657
핵심영업이익	293	319	431	657
EBITDA	294	320	432	660
세전이익	311	365	446	673
순이익	279	342	409	617
지배주주지분순이익	279	342	409	617
EPS(원)	2,192	2,527	2,383	3,593
증감률(%YoY)	N/A	N/A	-5.7	50.8
PER(배)	0.0	20.1	13.8	9.1
PBR(배)	0.0	2.4	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	-1.4	15.9	3.8	1.6
보고영업이익률(%)	41.1	26.1	28.0	39.2
핵심영업이익률(%)	41.1	26.1	28.0	39.2
ROE(%)	134.9	9.3	10.5	14.0
순부채비율(%)	-97.7	-97.1	-97.9	-97.9

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

11월에 시작되는 신작 성과가 중요



더블유게임즈의 3Q실적은 매출액 374억원(QoQ, -1.7%), 영업이익 94억원(QoQ, -25.7%)을 기록하였다. 매출은 달려 결제액은 증가하였으나 환율 하락 효과로 전분 기대비 감소하였다. DAU 감소는 Paying User가 유지되고 있다는 점에서 크게 우려할만한 요소는 아니라고 판단된다. 이벤트가 많아지는 4Q에는 ARPU가 상승하면서 실적 확대로 이어질 가능성이 높다.

>>> 아쉬운 Facebook 매출의 하향세

더블유게임즈의 3Q실적은 매출액 374억원(QoQ, -1.7%), 영업이익 94억원(QoQ, -25.7%)을 기록하였다. 컨센서스대비 매출액과 영업이익이 하회하였다. 우선 Facebook 전체 플랫폼의 매출감소(약 4%) 영향으로 웹매출이 감소를 기록하였고 모바일에서의 매출은 달려기준으로 성장하는 모습을 보였다. 다만 환율 하락 영향으로 더블유카지노 매출이 감소한 것으로 나타났다. 비용적인 측면에서는 광고선전비는 감소추세를 이어가고 있고 인건비는 인센티브(27억원)가 반영되면서 상승하였다. 퍼블리싱 계약에 따른 계약금 10억원이 일회성 비용으로 반영된 점도 영업이익 감소에 영향을 주었다.

>>> Take5의 뛰어난 성장세, 모바일 버전 출시가 기대된다

전반적으로 순위가 상승했음에도 불구하고 매출이 감소한 것은 Facebook 게임의 하락세와 환율영향이 컸다. 향후 Facebook에서의 매출 성장이 어려울 것으로 전망(계절성 제외)되는 것은 아쉬운 대목이나 신규 슬럿의 성장세가 아쉬움을 메워줄 것으로 기대된다. 특히 Take5는 QoQ로 108%의 성장률(달려기준)을 기록하면서 뛰어난 모습을 보여주었다. 11월에 모바일로 출시하게 될 경우 좀 더 많은 DAU를 유입시켜 기여도 확대가 기대된다. 다만 초기 모바일로 출시될 경우 ARPU가 웹에 비해서 떨어진다는 점을 고려하면 실제 신규슬럿의 성장세는 내년 1Q에 좀 더 확인할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 헬로 베가스라는 신규슬럿도 11월 중 런칭이 될 예정이어서 바뀌어진 신작을 통한 성장이 차근차근 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 또한 환율이 현시점에는 3Q대비 상승하였기 때문에 매출이 늘어나는 시점에 환율효과까지 더해지는 긍정적 요소가 존재한다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 54,000원 하향

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY, 목표주가를 54,000원으로 하향한다. 향후 Facebook에서의 매출이 둔화될 가능성은 높기 때문에 이 부분을 추정치에 반영하였다. 향후 주가의 방향성을 결정하는 중요한 요소는 11월부터 출시되는 신작의 성과라고 판단된다.

3Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	3Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	3Q 실적	전분기대비	3Q 추정치	3Q 실적대비	3Q 추정치	3Q 실적대비
매출액	374	-1.8	413	10.4	413	10.4
영업이익	94	-25.4	119	26.6	111	18.1
당기순이익	80	-38.0	108	35.0	105	31.3

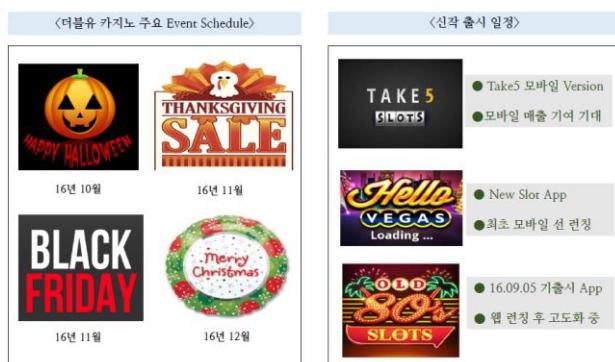
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (별도기준, 단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	249	296	340	340	376	381	374	408	1,224	1,538	1,675
더블유카지노	236	281	325	321	350	347	333	357	1,163	1,386	1,370
웹	145	160	173	163	161	153	142	149	641	606	570
모바일	92	121	152	158	189	194	190	207	523	780	800
더블유빙고	12	14	15	18	19	19	19	18	59	75	73
기타	0	0	0	1	7	14	23	33	2	77	232
영업비용	192	188	257	268	316	254	280	257	905	1,108	1,019
지급수수료	75	89	102	102	113	114	112	122	367	462	503
광고선전비	55	45	69	84	105	64	58	54	254	282	237
주식보상비용	23	29	30	31	28	22	27	26	113	103	17
인건비 및 기타	39	26	56	51	70	54	83	55	171	262	262
영업이익	57	107	83	72	60	126	94	151	319	431	657
영업이익률	23%	36%	24%	21%	16%	33%	25%	37%	26%	28%	39%
QoQ											
매출액	-	19%	15%	0%	10%	1%	-1.7%	8.9%	-	26%	9%
영업비용	-	-2%	36%	4%	18%	-20%	10.3%	-8.4%	-	22%	-8%
영업이익	-	89%	-23%	-12%	-18%	112%	-25.7%	60.5%	-	35%	52%

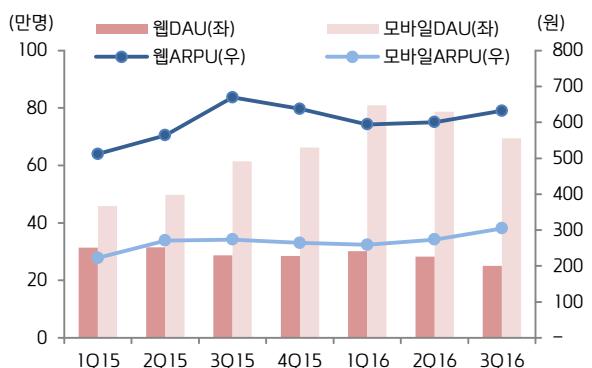
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈의 4Q 계획



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 분기별 ARPU 및 DAU 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	713	1,224	1,538	1,675	2,113
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	713	1,224	1,538	1,675	2,113
판매비및일반관리비	419	905	1,108	1,019	1,137
영업이익(보고)	293	319	431	657	976
영업이익(핵심)	293	319	431	657	976
영업외손익	18	46	15	17	14
이자수익	1	16	16	16	14
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	19	50	21	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	3	9	22	0	0
관계기업지분법손익	0	-7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	-5	0	0	0
법인세차감전이익	311	365	446	673	990
법인세비용	32	23	37	56	193
유효법인세율 (%)	10.2%	6.3%	8.3%	8.3%	19.5%
당기순이익	279	342	409	617	797
지배주주지분이익(억원)	279	342	409	617	797
EBITDA	294	320	432	660	981
현금순이익(Cash Earnings)	280	343	410	621	802
수정당기순이익	279	342	409	617	797
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	N/A	25.6	8.9	26.1
영업이익(보고)	N/A	N/A	35.0	52.5	48.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	35.0	52.5	48.6
EBITDA	N/A	N/A	34.8	52.8	48.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	19.7	51.0	29.0
EPS	N/A	N/A	-5.7	50.8	29.0
수정순이익	N/A	N/A	19.6	51.0	29.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	269	388	448	612	792
당기순이익	279	342	409	617	797
감가상각비	1	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	1	2
외환손익	-14	-26	1	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-42	-47	37	-9	-10
기타	45	116	-1	0	0
투자활동현금흐름	-152	-2,677	-18	-21	400
투자자산의 처분	-152	-2,641	0	-2	418
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1	-10	-10	-10	-11
무형자산의 처분	-1	-7	-8	-8	-8
기타	1	-19	0	0	0
재무활동현금흐름	0	2,789	2	11	11
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	2,789	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	11	11
현금및현금성자산의순증가	117	512	432	602	1,202
기초현금및현금성자산	99	216	728	1,160	1,763
기말현금및현금성자산	216	728	1,160	1,763	2,964
Gross Cash Flow	311	435	411	621	802
Op Free Cash Flow	220	236	416	579	762

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	493	3,729	4,194	4,815	5,652
현금및현금성자산	216	728	1,160	1,763	2,964
유동금융자산	188	2,846	2,846	2,848	2,430
매출채권및유동채권	89	155	188	204	258
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	14	96	112	128	141
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	7	29	29	29	29
유형자산	2	10	19	27	35
무형자산	1	2	10	17	22
기타비유동자산	6	55	55	55	55
자산총계	508	3,825	4,306	4,943	5,793
유동부채	81	126	195	203	247
매입채무및기타유동채무	81	101	118	120	141
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	24	77	84	106
비유동부채	13	17	20	30	41
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	17	20	30	41
부채총계	94	143	215	234	287
자본금	1	85	86	86	86
주식발행초과금	14	2,718	2,718	2,718	2,718
이익잉여금	400	741	1,150	1,768	2,565
기타자본	-1	137	137	137	137
자본총계	414	3,682	4,092	4,709	5,506
지분법적용자본총계	414	3,682	4,092	4,709	5,506
순차입금	-404	-3,574	-4,006	-4,611	-5,394
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

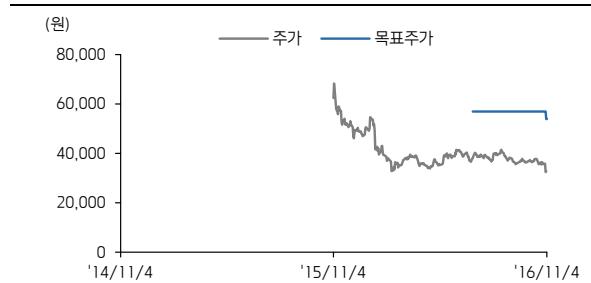
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,192	2,527	2,383	3,593	4,637
BPS	3,251	21,546	23,810	27,403	32,039
주당EBITDA	2,308	2,371	2,518	3,841	5,707
CFPS	2,197	2,538	2,391	3,612	4,666
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	20.1	13.8	9.1	7.1
PBR	0.0	2.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	-1.4	15.9	3.8	1.6	0.3
PCFR	0.0	20.0	13.7	9.1	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	41.1	26.1	28.0	39.2	46.2
영업이익률(핵심)	41.1	26.1	28.0	39.2	46.2
EBITDA margin	41.2	26.2	28.1	39.4	46.4
순이익률	39.2	27.9	26.6	36.9	37.7
자기자본이익률(ROE)	134.9	9.3	10.5	14.0	15.6
투하자본이익률(ROIC)	5,216.5	714.3	1,254.1	1,828.0	1,385.2
안정성(%)					
부채비율	22.7	3.9	5.2	5.0	5.2
순차입금비율	-97.7	-97.1	-97.9	-97.9	-98.0
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	16.0	7.9	9.0	8.5	9.1
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	17.6	12.1	14.0	14.1	16.2

- 당사는 11월 3일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
더블유게임즈 (192080)	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원
	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/04	BUY(Maintain)	54,000원

목표주가 추이



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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%