



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성종화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (Maintain)

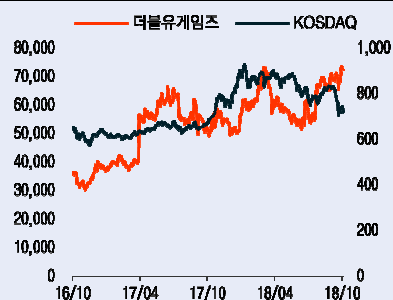
목표주가	84,000 원
현재주가	69,100 원

컨센서스 대비 (별도기준 3Q18E 순이익)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ (10/24)	699.30pt
시가총액	12,549 억원
발행주식수	18,160 천주
52 주 최고가/최저가	73,500 / 49,200 원
90 일 일평균거래대금	82.65 억원
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(18.12E)	0.5%
BPS(18.12E, 별도기준)	27,489 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 12.9%
	6개월 32.3%
	12개월 46.1%
주주구성	김가람 외 6인 45.2%
	자사주 펀드 7.7%

Stock Price

더블유게임즈 (192080)

효율적 비용 관리 통한 수익성 개선 + 최대 성수기 4Q 진입**3Q18 실적의 핵심은 매출 안정적 성장 & 효율적 비용 관리 통한 수익성 개선**

별도기준 3Q18 실적은 매출 506억원(qoq 5.9%), 영업이익 220억원(qoq 7.2%), 순이익 248억원(qoq -24.7%)으로 추정한다. 3Q18 실적의 핵심 포인트는 더블유카지노, 더블다운카지노 등 주력게임 중심 결제액의 견조한 성장 지속과 환율효과로 매출은 전분기 대비 5~6%의 안정적 성장을 지속하는 가운데 본사 및 DDI 모두 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용의 효율적 관리로 수익성 개선추이도 지속되고 있다는 점이다.

본사의 경우 3Q18 인건비는 전분기 대비 소폭 증가에 그쳤을 것으로 추정한다. 3Q18말 본사 인력은 전분기 230여명 대비 10명 미만의 소폭 증가에 그쳤다. 3Q18 본사 마케팅비는 전분기와 비슷한 수준이 유지되었을 것으로 추정한다. DDI의 경우 3Q18 인건비는 전분기와 비슷한 수준이 유지되었을 것으로 추정한다. 3Q18말 DDI 인력은 전분기 140여명 수준이 유지되었다. 3Q18 DDI 마케팅비는 전분기 대비 소폭 감소했을 것으로 추정한다.

별도기준 3Q18 실적은 전분기 대비 매출, 영업이익은 각각 5.9%, 7.2% 증가함에도 순이익은 24.3% 감소할 것으로 추정한 것은 전분기 DDI의 대규모 외환이익에 따른 지분법이익 급증에 대한 역기저 영향을 감안한 것일 뿐이다. 반면, 별도기준 3Q18 실적은 당사 종전 전망치 대비 매출, 영업이익은 부합하나 순이익은 9.8% 초과할 것으로 추정하는데 이는 DDI에 대한 지분을 가정 변경에 따른 DDI 지분법이익 전망치 상향에 기인한다. STIC SPC의 CB/BW 행사시기는 디에이트게임즈의 코스닥 상장 예상시기인 2H19가 될 것으로 예상됨에 따라 DDI에 대한 지분을 조정(100% → 58.85%) 시기 가정을 3Q18에서 4Q19로 변경하였다. 참고로 18, 19년 별도기준 영업이익 전망치 변경은 미미함에도 순이익 전망치는 상당수준 상향한 것 또한 DDI 지분을 조정 시기 변경에 따른 것이다.

효율적 비용 관리 통한 수익성 개선 + 최대 성수기 4Q 진입

목표주가는 84,000원을 유지하고 투자자의견도 Buy를 유지한다. 1) 더블유카지노(본사), 더블다운카지노(DDI) 등 핵심 주력게임 중심으로 매출이 견조한 성장을 지속하고 있다는 점, 2) 본사 및 DDI 모두 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용을 효율적으로 관리하면서 수익성이 꾸준히 개선되고 있다는 점, 3) 투자 타이밍 측면에서 최대 성수기인 4분기에 막 진입한 시점이라는 점 등은 긍정적 투자포인트이다. 다만, 주식시장이 극도의 침체상태라는 점과 신작모멘텀 등 확실한 트리거 포인트가 없다는 점은 아쉬운 부분이다.

Financial Data (K-IFRS 별도기준)

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,552	1,612	1,978	2,263	2,438
증감률 (%)	26.7	3.9	22.7	14.4	7.8
영업이익	452	595	805	949	1,025
순이익	488	354	988	1,147	1,189
EPS (원)	2,842	2,010	5,439	6,313	6,547
증감률 (%)	42.2	-29.3	170.6	16.1	3.7
BPS (원)	22,007	22,996	27,489	33,480	39,703
PER (x)	14.0	25.7	12.7	10.9	10.6
PBR (x)	1.8	2.2	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA (x)	8.5	14.4	14.3	11.2	9.4
영업이익률 (%)	29.2	36.9	40.7	42.0	42.0
EBITDA 마진 (%)	29.4	37.2	41.1	42.3	42.4
ROE (%)	13.1	9.0	21.9	20.7	17.9

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표1 3Q18 실적 Preview

(억원, %)	3Q17	2Q18	3Q18E(종전)	3Q18E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	385	478	519	506	31.3	5.9	-2.5
더블유카지노	351	435	475	463	31.9	6.4	-2.5
TAKE5	127	127	133	129	2.1	2.1	-2.6
더블유빙고	225	309	342	334	48.7	8.1	-2.5
기타	25	34	36	34	35.3	2.3	-3.4
영업비용	17	13	13	12	-24.9	-7.6	-2.9
플랫폼	9	20	23	22	147.8	8.9	-3.7
마케팅비	8	8	8	8	-5.7	-2.5	-0.8
주식보상비용	259	273	299	287	10.6	5.0	-4.1
인건비 등	116	141	153	152	31.3	8.0	-0.6
영업이익	66	67	79	68	3.6	1.4	-14.0
영업이익률(%)	4	0	0	0	-100.0	-100.0	유지
영업외손익	74	64	67	66	-10.2	3.0	-0.1
지분법손익	126	205	221	220	73.9	7.2	-0.4
기타	32.7	42.9	42.5	43.4	10.7%P ↑	0.5%P ↑	0.9%P ↑
세전이익	54	181	39	72	32.6	-60.1	85.3
세전이익률(%)	49	158	35	69	40.2	-56.7	93.8
순이익	5	22	4	4	-35.4	-84.3	0.0
순이익률(%)	181	386	259	292	61.5	-24.3	12.4

주: K-IFRS 별도기준

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q18 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	3Q18E(당사 종전)	3Q18E(컨센서스)	3Q18E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	519	505	506	-2.5	0.2
영업이익	221	215	220	-0.4	2.1
영업이익률(%)	42.5	42.6	43.4	0.9%P ↑	0.8%P ↑
순이익	226	197	248	9.8	26.0
순이익률(%)	43.5	39.0	49.0	5.5%P ↑	10.0%P ↑

주: K-IFRS 별도기준

자료: 더블유게임즈, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 더블유게임즈 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	413	378	385	436	445	478	506	549	556	549	563	594
더블유카지노	372	340	351	399	403	435	463	502	507	501	514	542
TAKE5	28	27	25	29	33	34	34	38	40	41	41	44
더블유빙고	10	9	8	8	9	8	8	8	8	7	7	7
기타	2	2	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	249	224	259	285	302	273	287	311	322	319	328	344
플랫폼	124	113	116	131	135	141	152	165	167	165	169	178
마케팅비	50	50	66	80	100	67	68	77	83	81	84	87
주식보상비용	5	4	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0
인건비 등	70	56	74	74	66	64	66	69	72	74	76	79
영업이익	163	154	126	151	143	205	220	238	234	230	234	251
영업이익률(%)	39.6	40.8	32.7	34.6	32.1	42.9	43.4	43.4	42.1	41.9	41.6	42.2
영업외손익	-43	-110	54	-171	16	181	72	82	97	107	111	73
지분법손익	0	-114	49	-158	13	158	69	79	93	103	107	69
기타	-43	4	5	-13	3	22	4	4	4	4	4	4
세전이익	121	45	181	-21	159	386	292	321	331	337	345	324
세전이익률(%)	29.2	11.8	46.9	-4.7	35.8	80.7	57.6	58.4	59.5	61.4	61.3	54.5
순이익	111	62	148	32	138	330	248	272	285	291	298	272
순이익률(%)	27.0	16.4	38.5	7.3	31.0	69.0	49.0	49.6	51.3	53.0	52.9	45.9
qoq(%)												
매출액	-2.0	-8.4	2.0	13.2	2.0	7.4	5.9	8.5	1.3	-1.2	2.5	5.6
영업이익	-5.2	-5.5	-18.2	19.5	-5.3	43.5	7.2	8.5	-1.6	-1.8	1.9	6.9
순이익	-49.1	-44.2	138.9	-78.6	332.8	139.4	-24.7	9.7	4.7	2.2	2.3	-8.5
yoy(%)												
매출액	9.8	-0.7	3.0	3.6	7.8	26.4	31.3	25.8	25.0	15.0	11.2	8.3
영업이익	174.4	22.1	34.4	-11.0	-12.6	32.7	73.9	57.9	64.0	12.3	6.7	5.2
순이익	83.9	-51.7	84.7	-81.9	23.6	430.6	67.3	756.0	107.0	-11.6	20.0	0.1
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-2.5	-1.9	-1.9	-1.9	-2.6	-1.8
영업이익							-0.4	-2.2	0.5	0.6	0.1	1.4
순이익							9.8	9.0	16.3	11.7	10.5	-3.4

주: K-IFRS 별도기준

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 더블유게임즈 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,552	1,612	1,978	2,263	2,438
더블유카지노	1,408	1,463	1,804	2,063	2,227
TAKE5	70	109	138	166	180
더블유빙고	73	36	33	30	26
기타	0	5	3	4	4
영업비용	1,099	1,017	1,172	1,313	1,413
플랫폼	465	484	592	679	731
마케팅비	265	246	313	335	346
주식보상비용	103	13	1	0	0
인건비 등	266	274	266	300	335
영업이익	452	595	805	949	1,025
영업이익률(%)	29.2	36.9	40.7	42.0	42.0
영업외손익	83	-270	352	387	359
지분법손익	-4	-223	319	372	342
기타	87	-47	33	15	17
세전이익	535	325	1,157	1,337	1,384
세전이익률(%)	34.5	20.2	58.5	59.1	56.8
순이익	488	354	988	1,147	1,189
순이익률(%)	31.5	21.9	49.9	50.7	48.8
EPS(원)	2,842	2,010	5,439	6,313	6,547
yoy(%)					
매출액	26.7	3.9	22.7	14.4	7.8
영업이익	41.8	31.5	35.4	17.9	8.0
순이익	43.0	-27.6	179.3	16.1	3.7
EPS	42.2	-29.3	170.6	16.1	3.7
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-1.2	-2.0	-1.8
영업이익			-0.8	0.7	1.5
순이익			4.7	8.4	-0.2
EPS			4.7	8.4	-0.2

주: K-IFRS 별도기준

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 더블유게임즈 목표주가 Table

구분	19E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	5,823	14.4	84,000	15,255
신규	6,313	13.3	84,000	15,255
변경률(%)	8.4	-7.8	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) _ K-IFRS 별도기준

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,158	633	1,155	2,041	3,079
현금및현금성자산	90	81	174	335	527
기타유동금융자산	2,898	354	757	1,461	2,296
매출채권및기타채권	160	191	218	236	247
기타	9	6	7	8	8
비유동자산	769	3,564	4,006	4,224	4,325
기타비유동금융자산	577	38	46	51	54
종속기업/관계기업	119	3,371	3,729	3,929	4,023
유무형자산	13	16	18	21	22
기타	60	138	213	223	225
자산총계	3,927	4,197	5,162	6,264	7,404
유동부채	137	138	157	170	178
매입채무및기타채무	68	114	130	141	148
당기법인세부채	40	8	9	10	10
기타	29	15	18	19	20
비유동부채	9	13	13	14	16
확정급여부채	9	11	10	11	13
부채총계	145	151	170	184	194
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,827	2,827	2,827
기타자본구성요소	-266	-314	-314	-314	-314
기타포괄손익누계액	-1	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	1,230	1,481	2,412	3,500	4,630
자본총계	3,782	4,046	4,992	6,080	7,210

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	543	530	592	767	850
영업에서 창출된	548	567	744	942	1,029
당기순이익	488	354	988	1,147	1,189
조정사항	104	228	-231	-196	-155
D&A	3	5	7	7	8
법인세비용	47	-28	169	190	195
이자손익	-50	-15	-15	-10	-12
기타	104	267	-392	-383	-346
자산, 부채 증감	-45	-15	-12	-9	-5
법인세, 이자 등	-5	-37	-152	-174	-178
투자활동 현금	-683	-441	-458	-547	-600
유무형자산 증감	-4	-8	-9	-9	-10
금융자산 증감	-559	3,072	-411	-709	-838
종속/관계기업투자	-117	-3,501	-39	172	247
기타	-3	-4	0	0	0
재무활동 현금	-498	-91	-42	-59	-59
주식의 발행	2	12	15	0	0
자기주식 증감	-500	0	0	0	0
배당금 지급	0	-103	-57	-59	-59
현금및현금성자산 증감	-638	-1	92	162	192
기초 현금및현금성자산	728	90	81	174	335
기말 현금및현금성자산	90	81	174	335	527
기말 유동금융자산	2,898	354	757	1,461	2,296
기말 총현금유동성	2,988	436	930	1,797	2,823

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,552	1,612	1,978	2,263	2,438
더블유카지노	1,408	1,463	1,804	2,063	2,227
TAKE5	70	109	138	166	180
더블유빙고	73	36	33	30	26
기타	0	5	3	4	4
영업비용	1,099	1,017	1,172	1,313	1,413
영업이익	452	595	805	949	1,025
EBITDA	456	600	812	957	1,033
금융수익	52	23	15	10	12
금융비용	2	8	0	0	0
기타수익	50	10	25	5	5
기타비용	13	72	8	0	0
지분법손익	-4	-223	319	372	342
세전이익	535	325	1,157	1,337	1,384
법인세비용	47	-28	169	190	195
당기순이익	488	354	988	1,147	1,189
Profitability(%)					
영업이익률	29.2	36.9	40.7	42.0	42.0
EBITDA Margin	29.4	37.2	41.1	42.3	42.4
세전이익률	34.5	20.2	58.5	59.1	56.8
당기순이익률	31.5	21.9	49.9	50.7	48.8
ROA	12.6	8.7	21.1	20.1	17.4
ROE	13.1	9.0	21.9	20.7	17.9
ROIC	10.9	14.5	13.6	14.5	13.2

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	14.0	25.7	12.7	10.9	10.6
P/B	1.8	2.2	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	8.5	14.4	14.3	11.2	9.4
P/CF	11.6	16.7	20.8	16.2	14.7
Per Share Data (원)					
EPS	2,842	2,010	5,439	6,313	6,547
BPS	22,007	22,996	27,489	33,480	39,703
CPS	3,422	3,097	3,330	4,273	4,711
DPS	599	322	323	323	323
Growth (%)					
매출액	26.7	3.9	22.7	14.4	7.8
영업이익	41.8	31.5	35.4	17.9	8.0
EPS	42.2	-29.3	170.6	16.1	3.7
총자산	2.7	6.9	23.0	21.4	18.2
자기자본	2.7	7.0	23.4	21.8	18.6
Stability (% 배, 억원)					
부채비율	3.8	3.7	3.4	3.0	2.7
유동비율	2,310.7	459.4	737.5	1,199.2	1,728.8
자기자본비율	96.3	96.4	96.7	97.1	97.4
영업이익/금융비용(x)	229.7	72.4	2,119.5	무이자	무이자
이자보상배율(x)	무이자	무이자	무이자	무이자	무이자
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-2,988	-436	-930	-1,797	-2,823

더블유게임즈

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

16/10

17/4

17/10

18/4

18/10

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.02.27	Buy	60,000원	-2.2		-26.7
2017.05.11	Buy	75,000원	-18.0		-24.4
2017.06.12	Buy	80,000원	-16.8		-28.1
2017.11.08	Buy	75,000원	-2.4		-22.2
2018.08.14	Buy	84,000원			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중 확대) Neutral (중립) Underweight (비중 축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)