

더블유게임즈 (192080)

BUY(Initiate)

주가(6/29) 37,950원
 목표주가 57,000원

2016. 6. 30

온라인 사업 못지 않은 안정성과 성장

더블유게임즈에 대하여 커버리지를 개시한다.
 동사는 소셜카지노라는 장르의 게임을 주력으로 북미/유럽 등에서 매출이 증가하고 있다.
 소셜카지노 장르는 웹보드게임과 같이 안정적인 매출 창출이 가능하며 동사는 동일업종 내 현재 5~6위의 순위를 기록하고 있지만 DAU추이, 성장전략을 살펴보면 향후 매출을 상당부분 끌어올릴 수 있다고 판단된다.



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

키움증권 

더블유게임즈 (192080)



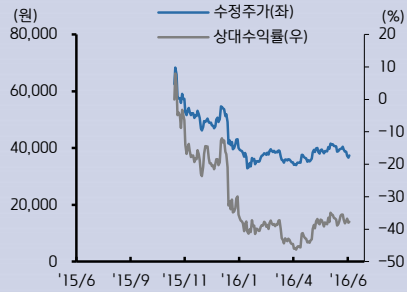
Stock Data

KOSDAQ (6/29)	669.87pt		
시가총액	6,522억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	68,300원	32,850원	
최고/최저가대비 등락율	-44.44%	15.53%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.4%	0.7%
	6M	-24.1%	-23.7%
	1Y	-	-

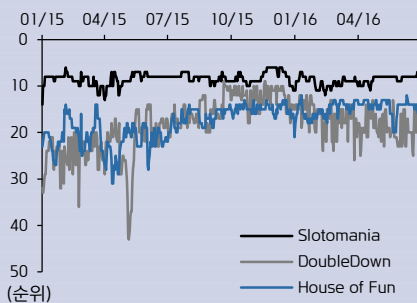
Company Data

발행주식수(천주)	17,185천주	
일평균 거래량(3M)	120천주	
외국인 지분율	3.43%	
배당수익률(16.E)	0.00%	
BPS(16.E)	23,729원	
주요 주주	김가람(외 6인)	43.06%
	한국투자파트너스	7.16%

Price Trend



하반기에 증가 추세를 보이는 카지노게임들



Contents

Summary 3

- > 북미 지역의 대세가 된 소셜카지노 3
- > 마케팅을 통한 상위권 도약을 꿈꾼다 3
- > 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원 신규 제시 3

I. Valuation 4

- > 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시 4

II. 글로벌 카지노게임 시장 현황 6

- > 해외 소셜카지노게임 시장은 성장기 6

III. 더블유카지노의 성장 전략과 한계성 9

- > 차별화 포인트와 신규Slots, 마케팅으로 성장 기대 9

IV. 실적 전망과 성장 잠재력 11

- > 16년 매출액 1,752억원(YoY, +43%) 11
- 영업이익 414억원(YoY, +48%)전망

- > 당사는 6월 29일 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.
- > 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

Summary

>>> 북미 지역의 대세가 된 소셜카지노

더블유게임즈의 주력 게임인 소셜카지노는 우리가 접하기 어렵기 때문에 생소할 수 있는 장르이다. 소셜카지노 장르는 슬롯을 비롯하여 포커, 텍사스홀덤 등 다양한 카지노게임을 소셜게임에 접목시킨 게임이다. 즉, 국내의 맞고, 포커 등 웹보드 게임과 견주어보면 이해하기 쉬울 것이다. 이러한 카지노게임은 페이스북게임에서 시작되었지만 모바일로 확대되면서 북미/유럽지역의 대세 장르로 자리잡고 있다. 실제 미국 30위 이내 카지노게임이 5개에 이를 정도로 높은 점유율을 나타내고 있다.

>>> 마케팅을 통한 상위권 도약을 꿈꾼다

동사의 대표게임인 DoubleU Casino는 소셜카지노게임들 중 중상위권 성적을 나타내고 있다. 카지노 게임 특성상 DAU의 확대가 이루어져야 매출액이 증가할 수 있다. 이를 위해 동사는 작년 하반기부터 마케팅비를 지속적으로 확대시키고 있으며 이에 따라 DAU역시 모바일을 중심으로 높은 증가세를 보이고 있다.

다만 DAU의 증가속도 대비 매출의 증가속도가 느린 것이 사실이다. 이는 DAU가 확보되었음에도 ARPU가 오히려 감소했기 때문에 발생한 것으로 판단되며 이러한 부분은 하반기 이벤트 시즌으로 다 가갈수록 개선될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원 신규 제시

투자의견 BUY, 목표주가 57,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 2017년 예상EPS 3,785원에 Target PER 15.2배를 적용하여 산출하였다. IPO 당시 내세웠던 3가지의 목표(1. DoubleU Casino 순위 상승, 2. 빙고 등의 신규게임 출시로 플랫폼화, 3. 국가 비중 다변화) 중에 의미 있게 진행된 부분은 많지 않다. 이에 실망감이 반영되면서 작년 상장 이후 동사의 주가가 하락하였다. 하지만 DAU의 증가속도, 신규게임의 출시 상황 등을 살펴보면 기존에 제시했던 큰 틀에서 점진적으로 진행되고 있다고 판단된다. 현재와 같은 DAU증가 추세, 신작을 통한 유저 이탈 최소화, 하반기 이벤트 진입이 이루어진다면 하반기부터 실적 성장에서 눈에 띄는 모습을 보여줄 것으로 전망된다.

또한 동사가 보유한 게임장르의 최대 장점은 안정성이다. 이벤트에 따른 계절적 변동이 존재하겠지만 성장성과 안정성을 고려한다면 장기적 접근이 어려운 게임산업에서 훌륭한 대안이 될 수 있다고 판단된다.

I. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

확대되는 DAU를 바탕으로 점진적 성장 전망

더블유게임즈에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가를 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2017년 예상 EPS 3,785원에 Target PER 15.2배를 적용하였고 Target PER은 글로벌 카지노게임, 국내 웹보드 게임 업체들의 평균PER을 적용하였다. 동사는 현재 확대되는 DAU를 바탕으로 점진적인 매출 성장이 예상되며 향후 신작을 통한 점유율 확대 전략, Offline 연계사업 가능성 등의 성장 잠재력을 보유했다는 측면에서 매력적이라고 판단된다. 주식보상비용이 소멸되는 2017년에는 매출의 성장뿐만 아니라 이익률의 성장도 기대할 수 있다.

동사의 가장 고민되는 부분은 Valuation이다. 현재 상장되어 있는 경쟁사들의 경우 높은 Multiple을 부여 받고 있지만 사업구조를 살펴보면 Online/Mobile Game뿐만 아니라 Offline Casino Game사업을 벌이고 있다. 그렇다고 국내 모바일 게임사들을 대상으로 Peer를 구성할 경우 안정성에서의 차별성이 희석되는 부분이 존재한다. 결국 정확한 비교대상이 존재하지 않는데 향후 해외 카지노게임 업체들과 같은 성장성이 잠재되어 있고 국내 웹보드와 같은 안정성을 보유했다는 측면에서 해외 카지노게임 업체들과 국내 웹보드게임 업체를 Peer로 놓고 평균 PER을 Target Multiple로 설정하였다.

Valuation

구분	적용값	비고
EPS		
① 예상 EPS (원)	3,785	2017년 예상
② Target PER (배)	15.2	Global Peer 평균 PER
적정주가 (원)	57,532	①x②
목표주가 (원)	57,000	백단위 절삭
현재주가 (원)	37,950	
상승여력 (%)	50.2	

자료: 키움증권 리서치

Global Peer

		IGT	CHURCHILL	ARISTOCRAT	ZYNGA	CAESARS	NEOWIZ GAMES
시가총액(십억원)		4,619	2,513	7,135	2,627	1,487	289
주가수익률(%)	5D	3.9	6.3	(2.5)	0.4	4.3	(9.9)
	1M	12.5	1.1	5.3	(0.4)	23.7	(17.8)
	3M	10.7	(11.0)	29.2	15.9	39.4	(16.7)
	6M	18.9	(9.5)	28.2	(5.9)	4.2	(11.4)
	12M	8.3	3.0	66.1	(14.4)	38.7	(34.3)
매출액(십억원)	2015	5,309	1,373	1,379	866	5,269	190
	2016E	5,891	1,522	1,797	895	10,574	214
	2017E	5,938	1,643	1,931	988	10,854	222
영업이익(십억원)	2015	611	140	259	(165)	649	16
	2016E	1,338	220	534	14	N/A	37
	2017E	1,405	271	591	49	N/A	35
EPS(원)	2015	(442)	4,286	258	(147)	46,227	(951)
	2016E	2,077	6,517	497	24	(246)	960
	2017E	2,299	7,940	560	67	221	1,059
EPS Growth(%)	2015	(183.8)	52.4	(1,023.4)	(46.3)	(323.9)	170.9
	2016E	(570.5)	52.1	92.7	(116.2)	(100.5)	(200.9)
	2017E	10.7	21.8	12.6	180.9	(189.7)	10.3
P/E(배)	2015	37.4	30.8	34.7	N/A	0.6	N/A
	2016E	10.8	23.0	22.3	121.4	N/A	13.8
	2017E	9.7	18.9	19.8	44.0	45.6	12.5
P/B(배)	2015	1.1	3.8	6.0	1.4	1.2	1.3
	2016E	1.2	3.1	7.5	1.3	N/A	1.0
	2017E	1.1	2.6	6.3	1.3	N/A	0.9
ROE(%)	2015	(2.5)	9.9	23.0	(6.6)	N/A	(7.5)
	2016E	8.2	12.8	36.7	1.5	3.0	8.4
	2017E	7.9	14.3	34.7	3.9	(0.9)	7.6
EV/EBITDA(배)	2015	8.6	12.6	15.1	N/A	8.2	8.7
	2016E	7.1	8.5	12.5	28.0	6.8	3.6
	2017E	6.7	7.1	11.0	13.8	6.3	5.0
EBITDA(십억원)	2015	1,494	275	402	(104)	1,105	24
	2016E	2,051	409	638	57	2,106	45
	2017E	2,104	448	711	106	2,201	45
EBITDA Growth(%)	2015	19.5	64.6	100.9	(39.1)	362.2	(39.7)
	2016E	37.3	48.6	58.9	(155.0)	90.5	88.6
	2017E	2.6	9.5	11.4	86.1	4.5	(0.1)

자료: 키움증권 리서치, 주: Bloomberg(6/23기준)

II. 글로벌 카지노게임 시장 현황

>>> 해외 소셜카지노게임 시장은 성장기

성장하고 있는 소셜카지노게임 시장

현재 글로벌 게임 시장에서 여전히 높은 성장세를 보이는 지역은 중국과 인도다. 하지만 기타 지역의 시장 성장은 점차 둔화되고 있는 것이 사실이다. 하지만 이러한 상황에서도 소셜카지노 시장의 성장은 지속될 것으로 전망된다. 특히 기존에 Facebook이 대부분을 차지했던 상황에서 벗어나 모바일과의 연동 등으로 시장이 확대될 것으로 예측된다. 2015년 34.6억 달러 시장에서 2017년에는 44.4억 달러 시장으로 지속적인 성장이 전망된다.

이러한 성장 배경에는 웹보드게임과 같이 안정적 매출이 보장되었지만 PC, 웹 등에 한정되었던 접근성이 모바일로 확대되면서 다양성, 접속시간 측면에서 개선되고 있는 것으로 파악되기 때문이다. 그렇다면 성장하는 소셜카지노의 시장에 대해서 좀 더 자세히 알아보도록 하겠다.

다양한 시장참여자들로 구성되어 있는 카지노게임 시장

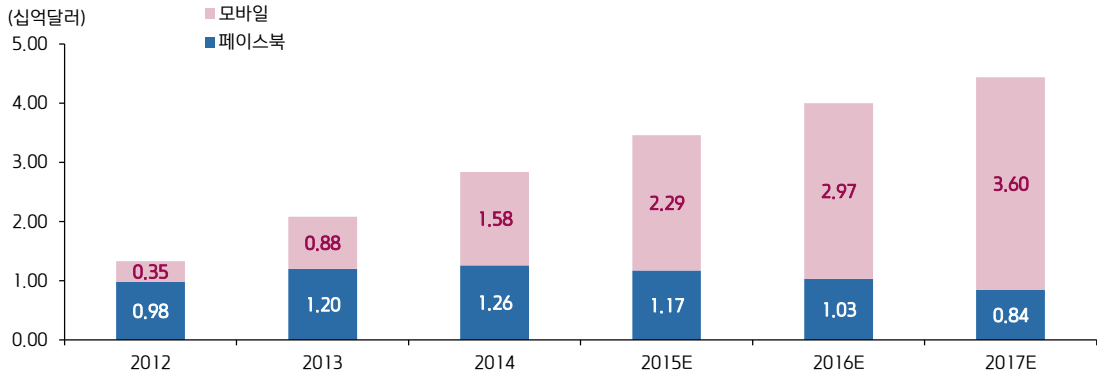
우선 소셜카지노게임 시장은 기존의 온/오프라인 카지노 시장과는 별개의 시장이다. 소셜카지노게임은 카지노게임을 온라인/모바일에 접목시켜 개인이 즐길 수 있다는 것은 동일하지만 기존 카지노 시장과는 다르게 갬블링 요소가 없으며 Free to Play로 즐길 수 있다는 것이 특징이다. 즉, 갬블링 요소가 제외되어 있어 게임 머니 환전 등이 불가하며 이에 따라 도박이 아닌 게임으로 등록되어 있다.

시장 참여자는 다양하게 구성되어 있다. 오프라인 카지노 운영자/ 오프라인 카지노 운영자/ 카지노게임 제작자/ 소셜게임 제작자 등으로 다양한 주체들이 소셜카지노게임을 개발/운영하고 있다. 이는 시장의 매력도가 증가하고 있기 때문이며 시장의 참여자들이 점차 대형화 되고 있는 것이 특징이다. 실제 현재 높은 순위권을 형성하고 있는 게임들은 대부분 오프라인/카지노게임 제작사들과 연계 혹은 자회사로 들어가 있으며 대형사들의 경우 M&A등을 통해서 소셜카지노게임 시장에서의 점유율을 점차 확대하는 전략을 꾀하고 있다. 실제로 2014년부터 2016년초까지 카지노게임업체들의 지속적인 딜이 이루어지고 있다. 다만 대규모 딜이 나오지 않는 이유는 대상업체들이 보유하고 있는 트래픽을 가져오려고 하기보다는 그들의 개발능력 혹은 차별성에 대해서 매입하는 경향이 크기 때문이다.

오프라인 운영자와 카지노게임 제작사들이 시장을 양분

시장참여자가 다양하게 구성되어 있지만 현재 순위를 살펴보면 대형 오프라인 카지노 운영자와 카지노게임 제작자들이 시장을 양분하고 있는 상황이다. 현재 상위 그룹은 Caesars enter(오프라인 카지노업체) 소속의 Playtika, ARISTOCRAT(카지노게임 공급업체)가 소유한 Product Madness, Churchill Down(오프라인 카지노업체) 소속의 Big Fish Games 등이 차지하고 있다. 소셜게임 업체들은 기존 업체들 대비 아직은 낮은 수준에 머물러 있다. 이는 전통적으로 인기 있던 Slots들의 로직이 대형사들의 게임에 잘 반영되어 있기 때문이다. 이에 대항하여 소셜게임 업체들은 자신들만의 차별화 포인트로 시장 공략을 진행하고 있다.

소셜카지노게임 시장의 규모 및 전망



자료: Eiler Research, 키움증권 리서치

참여자별 주요 내용

시장 참여자 특성	모회사	자회사	대표게임
오프라인	Caesars enter	Playtika	Slotomania
카지노게임 공급자	ARISTOCRAT	Product Madness	Heart of Vegas
오프라인	CHURCHILL DOWNS	Big Fish Games	Big Fish Casino
카지노게임 공급자	IGT	DoubleDown	DoubleDown Casino
소셜게임	Zynga	Zynga	Wizard of Oz Free Slots
카지노게임 공급자	Scientific Games	Scientific Games	Quick Hit Casino Slots
소셜게임	DoubleU Games	DoubleU Games	DoubleU Casino
기타	Sony	Game Show Network	GSN Casino

자료: 키움증권 리서치

소셜카지노게임 시장의 M&A History

시점	매입자	대상	가격	시점	매입자	대상	가격
02/14	CHURCHILL DOWNS	Big Fish	8.85억 달러	07/15	GAMING REALMS	Real Networks	1,800만 달러
02/14	IMPERUS	diwip	1억 달러	08/15	Stride Gaming	infiopps	3,920만 달러
07/14	Bally	Dragon Play	1억 달러	08/15	CROWN	DGN GAMES	2,750만 달러
10/14	GSN	Bash Gaming	1.65억 달러	09/15	IMPERUS	akamon	2,560만 달러
11/14	Playtika	Pacific Interactive	약 9,000만 달러	09/15	Zynga	Rising Tide Games	6천만~1.1억 달러
03/15	NOVOMATIC	abzorba	미공개	02/16	GSN	Plumbee	미공개
03/15	GSN	Deck Poker	약 1,000만달러	05/16	Playtech	Funtactix	5,670만 달러
06/15	AGS enter	Rocket Play	750만 달러				

자료: Playtika Research, 각종자료, 키움증권 리서치

소셜카지노게임 시장의 상위 특성별 참여자

시장 특성별 사업자	특성별 주요 참여자		
카지노게임 공급자	IGT	Scientific Games	ARISTOCRAT
소셜게임 회사	STORM8	GSN	Zynga
오프라인 카지노 운영자	CAESARS Enter	MGM RESORTS	CHURCHILL DOWNS
온라인 카지노 운영자	888 Holdings	Playtech	Stride Gaming

자료: Casual Games Association, 키움증권 리서치

소셜카지노게임들의 매출 순위(모바일, 6/22 기준)

미국 iOS		
순위	게임명	개발사
13	Slotomania	Playtika
16	Big Fish Casino	Big Fish Games
20	DoubleDown Casino	DoubleDown
32	Slots Free Casino House	Pacific Interactive
36	World Series of Poker	Playtika
37	Wizard of Oz Free Slots	Zynga
40	Heart of Vegas	Product Madness
45	Caesars Solts	Playtika
51	Jacpot Party Casino	Scientific Games
54	DoubleU Casino	DoubleU Games
71	KONAMI Slots	PlayStudios
77	myVegas Slots	PlayStudios
88	GSN Casino	Game Show Network
89	Hit it Rich	Zynga
90	Zynga Poker	Zynga

미국 Google		
순위	게임명	개발사
8	Slotomania	Playtika
14	House of Fun Free	Playtika
17	Heart of Vegas	Product Madness
18	Big Fish Casino	Big Fish Games
20	DoubleDown Casino	DoubleDown
23	Jacpot Party Casino	Scientific Games
24	Wizard of Oz Free Slots	Zynga
26	DoubleU Casino	DoubleU Games
33	Slots	Caesars Casino
42	Quick Hit Casino Slots	Scientific Games
43	World Series of Poker	Playtika
55	GSN Casino	Game Show Network
57	myVegas Slots	PlayStudios
58	Gold Fish Casino Slots	Scientific Games
74	KONAMI Slots	PlayStudios
84	Zynga Poker	Zynga
86	Black Diamond Casino	Zynga
94	Willy Wonka Solts	Zynga
95	Slots Huuuge Casino	Huuuge

자료: App Annie, 각종자료, 키움증권 리서치

III. 더블유카지노의 성장 전략과 한계성

>>> 소셜업체만의 차별화 포인트와 신규Slots, 마케팅으로 성장 기대

차별화 포인트: 소셜기능 구현, 빠른 업데이트 주기

기존 소셜게임 업체들은 상위업체들과의 경쟁을 위해서 차별화 포인트를 집어넣고 있다. 더블유카지노의 경우에도 게임 내 소셜 기능 구현과 경쟁게임 대비 빠른 업데이트 등을 차별화 포인트로 잡고 있다. 특히 상위 카지노게임들의 업데이트 주기를 살펴보면 더블유게임즈의 주기가 짧게 이루어지고 있다는 것을 확인할 수 있다. 2014~2016년 상반기까지 동일 기간 내에 경쟁게임들 대비 1.6배~5.7배의 업데이트 횟수를 기록했다. 이러한 즉각적인 업데이트는 기존 업체와의 Slots 개수 차이를 좁힐 수 있을 것으로 판단되며 향후 DAU확보 및 유지 등에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망된다.

유효한 마케팅 전략 DAU로 답하다

차별화 포인트 외에도 DAU를 확보하기 위해서 작년부터 마케팅비 지출을 확대하고 있는 상황이다. 작년 3분기부터 늘어난 마케팅비용 확대 추세는 1분기까지 이어졌다. 같은 기간 DAU도 모바일을 중심으로 증가하는 추세를 보였다. 이는 마케팅이 효과적으로 작용했던 것으로 풀이되며 향후에도 마케팅비가 적지 않게 집행될 것으로 전망됨에 따라 DAU증가는 지속될 가능성이 높다. 향후 더블유카지노의 DAU는 성장 폭이 점차 둔화될 수 있지만 대형그룹들과 같이 신작을 통한 마케팅 효율화 작업이 진행될 계획이기 때문에 DAU전망에 대해서도 긍정적이라고 판단된다.

신규 Slots게임 출시로 DAU 확대

앞서 언급한 그룹에서 가장 더블유게임즈와 비슷한 모델을 보유하고 있는 업체는 Zynga다. 이들은 현재 한 가지 게임에 집중하기보다는 다수의 게임을 출시함에 따라 전체 DAU를 끌어올리려는 작업을 하고 있다. 더블유게임즈도 Slots게임을 연내 2~3종 더 출시할 예정이다. 즉, 다수의 Slots게임 런칭으로 고객층의 타 게임으로의 이탈을 최소화 시키고 마케팅의 효율성을 높이려는 작업을 하고 있다. 실제로 Take5 Slots가 런칭된 이후 초기부터 높은 매출을 기록하고 있지는 않지만 지속적으로 DAU가 증가하고 있는 추세를 보이고 있다. 여타 모바일게임과 같이 신작이 출시 초기부터 높은 매출을 기록할 것으로 기대하는 것은 금물이다. 탑을 쌓듯이 여러 게임들이 출시될수록 실적이 점진적으로 증가할 가능성이 높다.

미국 외 지역에서의 안정적인 매출 추이

더블유카지노의 순위가 여타 카지노게임들 대비 특별한 것은 미국 외 지역 매출순위가 경쟁게임들 대비 높다는 점이다. 웹에서는 5~7위, 모바일에서는 7~9위 정도의 수준을 기록하고 있지만 강세지역인 오세아니아지역 모바일에서는 5위정도의 순위를 지속적으로 유지하고 있다. 이는 향후 신작들의 성과에서도 미국 외 지역의 성과를 기대케 할 수 있으며 실적 안정성 측면에서도 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

높은 연령대는 플랫폼 확장성 측면에서 부정적

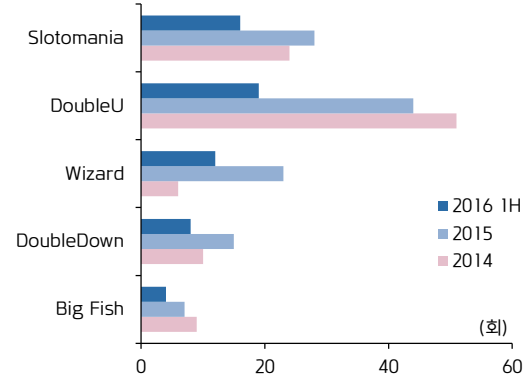
다만 카지노게임들은 특성상 높은 연령대가 주 고객층이다. 이는 매출의 안정성 측면에서는 긍정적이지만 플랫폼으로서의 확장성에는 부정적 영향을 끼친다. 연령대가 높을수록 신규앱으로의 이동 횟수가 감소하기 때문이다. 이는 동사의 장르적 확장이 카지노게임, 퍼즐게임 등으로 국한될 여지가 있다 는 것이며 최상위 사업자로 올라서게 되었을 때 미래 성장성 확보에 걸림돌이 될 가능성이 존재한다.

소셜 기능 구현에 초점을 맞춘 더블유카지노



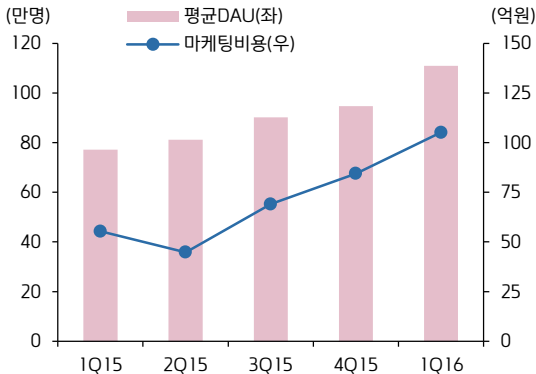
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치

상위 게임들의 연도별 업데이트 횟수



자료: App Annie, 키움증권 리서치

더블유게임즈의 마케팅비용과 DAU 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치

다수의 카지노게임을 보유한 경쟁사들



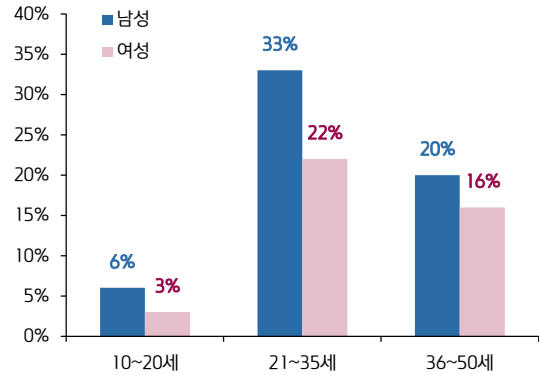
자료: 키움증권 리서치

미국 외 지역에서도 순위가 높은 더블유카지노

	Overall	Games	Game Casino (Games)
# of countries - rank 5 reached	0 =	0 =	11 =
# of countries - rank 10 reached	0 =	0 =	73 ▲1
# of countries - rank 100 reached	17 =	20 =	95 =
# of countries - rank 500 reached	50 ▼1	52 ▼1	95 =
# of countries - rank 1000 reached	51 ▼1	52 ▼1	95 =
Country			
Australia	14 =	13 =	5 =
New Zealand	19 ▲3	18 ▲3	5 =
South Africa	23 ▲5	23 ▲5	6 ▲1
Canada	24 =	23 =	5 =
United States	27 =	25 =	8 =
Norway	36 =	35 =	3 =
Panama	40 =	37 =	6 =
Turkise	45 ▼1	42 ▼1	6 =
Yemen	45 ▼1	42 ▼1	6 =
Nepal	46 ▼1	43 ▼1	6 =
Kuwait	69 ▲27	53 ▲20	6 =
Denmark	73 ▲10	66 ▲8	4 ▲1

자료: App Annie, 키움증권 리서치

카지노게임들의 높은 연령대 분포(2015년 기준)



자료: Statista, 키움증권 리서치

IV. 실적 전망과 성장 잠재력

>>> 16년 매출액 1,752억원(YoY, +43%) 영업이익 414억원(YoY, +48%)전망

2Q실적: 매출액 413억원(QoQ, +9.8%), 영업이익 98억원(QoQ, +64.5%) 전망

더블유게임즈의 2Q실적은 매출액 413억원(QoQ, +9.8%), 영업이익 98억원(QoQ, +64.5%)로 전망된다. 우선 페이스북의 순위 변동이 크지 않은 가운데 모바일 분기평균매출이 소폭 증가한 것으로 추정된다. 이와 더불어 빙고 및 Take5 등이 비중이 크지 않지만 꾸준히 성장하는 모습을 보이고 있어 전 분기대비 매출이 개선될 것으로 전망된다. 비용측면에서도 인센티브 지급이 감소하고 마케팅비용이 유지될 것으로 전망됨에 따라 큰 규모는 아니지만 소폭 개선될 것으로 보인다.

하반기 주요 이벤트에 따른 ARPU개선 가능성 기대

우리가 주목해야 할 부분은 하반기 실적 확대 가능성이다. 그 동안 매출의 확대에 발목을 잡았던 ARPU의 감소는 하반기에 진입할수록 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 그렇게 판단하는 이유는 하반기 미국의 Holiday 및 이벤트 확대다. 실제 동사를 비롯한 기타 카지노게임들의 추이를 살펴보면 상반기 대비 하반기 이벤트 기간에 매출이 증가하는 모습을 볼 수 있다. 이는 주요 Holiday들(소비가 확대되는 기념일)이 하반기에 몰려 있기 때문이며 이벤트 효과가 기타 모바일게임들 대비 주효하게 작용하기 때문이다. 즉, 지금까지 확보된 DAU를 바탕으로 하반기 이벤트 기간에 들어서면 ARPU가 늘어나 매출이 크게 늘어날 가능성이 높다고 전망된다.

장기적으로 Offline과의 연계사업 기대

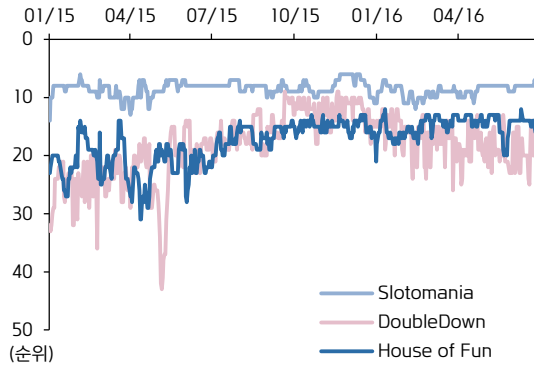
이러한 실적 개선 가능성 이외에도 향후 동사가 성장할 수 있는 잠재여력은 존재한다. 상위 업체들과 동사의 차이점 중에 하나는 Offline과의 연계사업이다. Offline에 진출하는 것은 어렵지만 라이선스 제휴 및 계약 등을 통해 연계사업을 진행할 수 있다. 아직까지 관련하여 진행하는 내용은 없는 것으로 알려졌으나 동사의 미국 시장 내 지위 및 성장 가능성 등을 고려하면 향후에 충분히 실현 가능한 시나리오다.

더블유게임즈 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	249	296	340	340	376	413	474	490	1,224	1,752	2,127
더블유카지노	236	281	325	321	350	383	438	449	1163	1620	1941
웹	145	160	173	163	161	167	194	186	641	709	816
모바일	92	121	152	158	189	216	244	263	523	911	1124
더블유빙고	12	14	15	18	19	18	20	22	59	79	88
기타	0	0	0	1	7	12	16	18	2	53	98
영업비용	192	188	257	268	316	315	350	358	905	1,338	1,436
지급수수료	75	89	102	102	113	124	142	147	367	526	638
광고선전비	55	45	69	84	105	109	113	127	254	454	509
주식보상비용	23	29	30	31	28	28	28	28	113	114	30
인건비 및 기타	39	26	56	51	70	53	67	56	171	245	259
영업이익	57	107	83	72	60	98	124	132	319	414	691
영업이익률	23%	36%	24%	21%	16%	24%	26%	27%	26%	24%	32%
QoQ											
매출액	-	19%	15%	0%	10%	10%	15%	3.4%	-	43%	21%
영업비용	-	-2%	36%	4%	18%	0%	11%	2.2%	-	48%	7%
영업이익	-	89%	-23%	-12%	-18%	65%	26%	6.8%	-	30%	67%

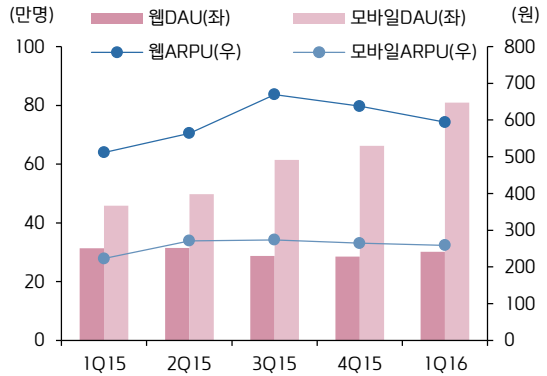
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치

하반기에 증가 추세를 보이는 카지노게임들



자료: App Annie, 키움증권 리서치

더블유카지노의 ARPU 및 DAU 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치

미국의 공휴일 및 이벤트

상반기

휴일	일자	내용
New Year's Day	1.1	새해맞이 축하일
Martin Luther King	1월 3째주 월요일	마틴루터킹 기념일
Valentine's Day	2.14	발렌타인데이
Presidents' Day	2월 3째주 월요일	초대 대통령 기념일
Easter	3.27	부활절
Mother's Day	5월 2째주 일요일	어머니의 날

자료: 키움증권 리서치

하반기

휴일	일자	내용
Independence Day	7.4	미국 독립기념일
Columbus Day	9월 2째주 월요일	신대륙발견 기념
Halloween	10.31	할로윈데이
Thanksgiving Day	11월 4째주 목요일	추수감사절
Black Friday	11월 4째주 목요일	쇼핑시즌
Christmas Day	12.25	성탄절

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	713	1,224	1,752	2,127	2,436
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	713	1,224	1,752	2,127	2,436
판매비및일반관리비	419	905	1,338	1,436	1,553
영업이익(보고)	293	319	414	691	883
영업이익(핵심)	293	319	414	691	883
영업외손익	18	46	15	16	16
이자수익	1	16	15	16	16
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	19	50	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	3	9	0	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
법인세처감전이익	311	365	429	707	899
법인세비용	32	23	34	57	175
유효법인세율 (%)	10.2%	6.3%	8.0%	8.0%	19.5%
당기순이익	279	342	395	650	724
지배주주지분손이익(억원)	279	342	395	650	724
EBITDA	294	320	415	694	888
현금순이익(Cash Earnings)	280	343	396	654	729
수정당기순이익	279	342	395	650	724
증감률(% YoY)					
매출액	N/A	N/A	43.1	21.4	14.5
영업이익(보고)	N/A	N/A	29.8	66.9	27.8
영업이익(핵심)	N/A	N/A	29.8	66.9	27.8
EBITDA	N/A	N/A	29.6	67.2	27.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	15.7	64.6	11.3
EPS	N/A	N/A	-8.9	64.4	11.3
수정순이익	N/A	N/A	15.5	64.6	11.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	269	388	427	642	716
당기순이익	279	342	395	650	724
감가상각비	1	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	1	2
외환손익	-14	-26	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-42	-47	30	-12	-13
기타	45	116	0	0	0
투자활동현금흐름	-152	-2,677	165	-120	-55
투자자산의 처분	-152	-2,641	183	-102	-36
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	11	11	11
단기자입금의 증가	0	0	0	0	0
장기자입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	2,789	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	11	11	11
현금및현금성자산의순증가	117	512	602	532	671
기초현금및현금성자산	99	216	728	1,330	1,862
기말현금및현금성자산	216	728	1,330	1,862	2,534
Gross Cash Flow	311	435	397	654	729
Op Free Cash Flow	220	236	394	609	684

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	493	3,729	4,216	4,897	5,644
현금및현금성자산	216	728	1,330	1,862	2,534
유동금융자산	188	2,846	2,663	2,765	2,801
매출채권및유동채권	89	155	222	270	309
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	4,328	5,025	5,785
유동부채	81	126	222	258	284
매입채무및기타유동채무	81	101	135	152	162
단기자입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	24	88	106	122
비유동부채	13	17	28	38	49
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기자입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	17	28	38	49
부채총계	94	143	250	297	333
자본금	1	85	86	86	86
주식발행초과금	14	2,718	2,718	2,718	2,718
이익잉여금	400	741	1,137	1,787	2,511
기타자본	-1	137	137	137	137
지배주주지분자본총계	414	3,682	4,078	4,728	5,452
비지배주주지분자본총계	414	3,682	4,078	4,728	5,452
자본총계	414	3,682	4,078	4,728	5,452
순차입금	-404	-3,574	-3,993	-4,627	-5,335
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

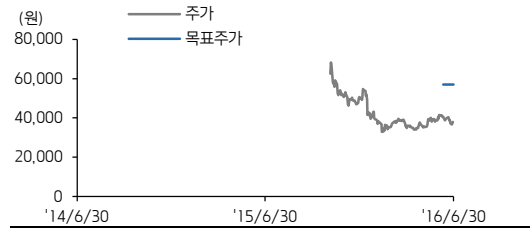
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,192	2,527	2,303	3,785	4,212
BPS	3,251	21,546	23,729	27,515	31,727
주당EBITDA	2,308	2,371	2,421	4,040	5,168
CFPS	2,197	2,538	2,311	3,805	4,242
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	20.1	22.0	13.4	12.0
PBR	0.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	-1.4	15.9	11.2	5.8	3.7
PCFR	0.0	20.0	21.9	13.3	12.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	41.1	26.1	23.6	32.5	36.2
영업이익률(핵심)	41.1	26.1	23.6	32.5	36.2
EBITDA margin	41.2	26.2	23.7	32.6	36.5
순이익률	39.2	27.9	22.6	30.6	29.7
자기자본이익률(ROE)	134.9	9.3	10.2	14.8	14.2
투자자본이익률(ROIC)	5,216.5	714.3	1,077.2	1,503.9	1,028.2
안정성(%)					
부채비율	22.7	3.9	6.1	6.3	6.1
순차입금비율	-97.7	-97.1	-97.9	-97.9	-97.9
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	16.0	7.9	9.3	8.6	8.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	17.6	12.1	14.8	14.8	15.5

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
더블유게임즈 (192080)	2016/06/30	BUY (Initiate)	57,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%