



## BUY(Maintain)

목표주가: 57,000원

주가(8/4): 38,300원

시가총액: 6,582억원

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

## Stock Data

KOSDAQ (8/4)	701.67pt
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	68,300원 -43.92%
등락률	32,850원 16.59%
수익률	절대 상대
1W	-5.0%
1M	-6.8%
1Y	3.7%
	1.0%
	N/A
	N/A

## Company Data

발행주식수	17,185천주
일평균 거래량(3M)	98천주
외국인 지분율	3.49%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	24,044원
주요 주주	김가람 외 6인
	43.1%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	713	1,224	1,616	1,848
보고영업이익	293	319	474	744
핵심영업이익	293	319	474	744
EBITDA	294	320	475	747
세전이익	311	365	488	758
순이익	279	342	449	697
지배주주지분순이익	279	342	449	697
EPS(원)	2,192	2,527	2,618	4,056
증감률(%YoY)	N/A	N/A	3.6	55.0
PER(배)	0.0	20.1	19.4	12.5
PBR(배)	0.0	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	-1.4	15.9	9.7	5.3
보고영업이익률(%)	41.1	26.1	29.3	40.3
핵심영업이익률(%)	41.1	26.1	29.3	40.3
ROE(%)	134.9	9.3	11.5	15.6
순부채비율(%)	-97.7	-97.1	-97.7	-97.8

## Price Trend



## 실적리뷰

## 더블유게임즈 (192080)

## 전략적 변화, 하반기 신작들의 움직임에 주목



더블유게임즈의 2Q실적은 매출액 381억원(QoQ, +1.3%), 영업이익 127억원(QoQ, +112.3%)을 기록하였다. 매출은 1Q와 유사한 실적을 기록하였지만 비용감축 효과로 영업이익이 기대치를 상회하였다. DAU가 감소한 것에 대한 우려는 존재하지만 이벤트가 많아지는 연말로 갈수록 ARPU가 상승하면서 실적 확대 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 비용효율화를 통한 이익확대, DAU감소는 아쉬워

더블유게임즈의 2Q실적은 매출액 381억원(QoQ, +1.3%), 영업이익 127억원(QoQ, +112.3%)을 기록하였다. 컨센서스대비 매출액은 하회하였지만 비용감축 효과로 영업이익이 기대치보다 높은 실적을 달성하였다. Facebook기반의 매출은 소폭 감소를 기록하였고 모바일에서의 매출은 ARPU개선으로 소폭 성장하는 모습을 보였다. 모바일 매출비중이 증가하는 추세가 이어졌음에도 여전히 ARPU가 크게 개선되지는 못한 모습이었다. 다만 비용적인 측면에서 광고선전비와 인건비가 감소함에 따라 영업이익이 대폭 증가하였다. 아쉬운 점은 예상과는 다르게 DAU가 감소했다는 것이다. 마케팅의 효율화 작업이 원인이었지만 DAU 감소는 더블유카지노의 미래성장동력을 감소시킬 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 연말로 갈수록 성과 확대 기대, 신규 슬럿게임도 주목

아쉬웠던 매출 성장세는 3Q들어서 개선될 것으로 전망된다. 2Q Facebook 매출순위가 8위, 모바일 매출순위(구글기준)가 30위권이었던 것에 반해 3Q들어서는 Facebook이 5위, 모바일은 20위권 초반까지 올라온 모습이다. 이벤트가 확대되는 연말까지 실적개선세가 이어질 가능성이 높다고 판단된다. 다만 동사의 성장전략이 마케팅을 통한 더블유카지노의 매출극대화에서 신규 슬럿게임 출시를 통한 포트폴리오 다양화로 변화되는 것으로 판단된다. 이에 따라 마케팅비용은 기존 대비 대폭 낮아질 것으로 전망된다. 성장전략을 Playtika, Zynga 등의 업체들과 같이 다수의 슬럿게임을 통한 성장으로 진행할 가능성이 크다. 그러한 관점에서 Take5의 매출과 트래픽이 아직까지 좋은 성장세를 보이고 있다는 것은 긍정적 요소다. 관건은 4Q에 진행되는 Take5의 모바일 진출 성과다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원 유지

더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY, 목표주가를 57,000원을 유지한다. 향후 마케팅비용, 인건비가 감소할 것으로 전망되기 때문에 영업이익은 기존 예상치보다 단기적으로 증가할 수 있지만 주요매출원인 더블유카지노의 성장성이 둔화될 가능성이 높다. 다만 Take5의 모바일 출시(4Q예정) 성과에 따라 향후 신작에 대한 성장성을 더 부여할 여지가 존재한다.

## 2Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	2Q 실적대비	2Q 추정치	2Q 실적대비
매출액	381	1.3	413	8.4	411	7.9
영업이익	127	111.7	98	-22.8	104	-18.1
당기순이익	144	136.1	90	-37.5	110	-23.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 더블유게임즈 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	249	296	340	340	376	381	416	443	1,224	1616	1848
더블유카지노	236	281	325	321	350	347	379	401	1163	1477	1642
웹	145	160	173	163	161	153	164	174	641	653	713
모바일	92	121	152	158	189	194	215	227	523	824	929
더블유빙고	12	14	15	18	19	19	20	22	59	80	88
기타	0	0	0	1	7	14	17	20	2	59	117
영업비용	192	188	257	268	316	254	288	284	905	1142	1104
지급수수료	75	89	102	102	113	114	125	133	367	485	554
광고선전비	55	45	69	84	105	64	74	78	254	321	299
주식보상비용	23	29	30	31	28	22	26	26	113	102	15
인건비 및 기타	39	26	56	51	70	54	64	47	171	234	235
영업이익	57	107	83	72	60	127	128	160	319	474	744
영업이익률	23%	36%	24%	21%	16%	33%	31%	36%	26%	29%	40%
QoQ											
매출액	-	19%	15%	0%	10%	1%	9%	6.5%	-	32%	14%
영업비용	-	-2%	36%	4%	18%	-20%	13%	-1.4%	-	26%	-3%
영업이익	-	89%	-23%	-12%	-18%	112%	1%	24.4%	-	49%	57%

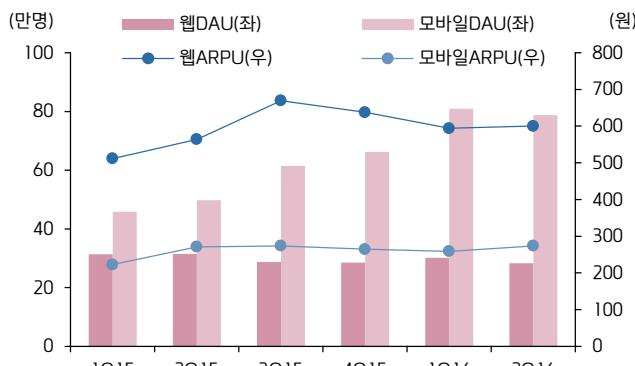
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 더블유게임즈의 하반기 신작 일정



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	1,616	1,848	2,158
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	713	1,224	1,616	1,848	2,158
판매비및일반관리비	419	905	1,142	1,104	1,227
영업이익(보고)	293	319	474	744	931
영업이익(핵심)	293	319	474	744	931
영업외손익	18	46	14	14	14
이자수익	1	16	14	14	14
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
법인세차감전이익	311	365	488	758	945
법인세비용	32	23	39	61	184
유효법인세율 (%)	10.2%	6.3%	8.0%	8.0%	19.5%
당기순이익	279	342	449	697	761
지배주주지분이익(억원)	279	342	449	697	761
EBITDA	294	320	475	747	936
현금순이익(Cash Earnings)	280	343	450	700	766
수정당기순이익	279	342	449	697	761
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	N/A	32.0	14.3	16.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	48.6	56.9	25.1
영업이익(핵심)	N/A	N/A	48.6	56.9	25.1
EBITDA	N/A	N/A	48.3	57.2	25.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	31.5	55.2	9.1
EPS	N/A	N/A	3.6	55.0	9.1
수정순이익	N/A	N/A	31.3	55.2	9.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	269	388	481	690	754
당기순이익	279	342	449	697	761
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	-10	-12
기타	45	116	0	0	0
투자활동현금흐름	-152	-2,677	371	36	-98
투자자산의 처분	-152	-2,641	390	55	-79
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	854	737	666
기초현금및현금성자산	99	216	728	1,582	2,319
기말현금및현금성자산	216	728	1,582	2,319	2,986
Gross Cash Flow	311	435	451	700	766
Op Free Cash Flow	220	236	449	659	723

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	493	3,729	4,244	4,956	5,741
현금및현금성자산	216	728	1,582	2,319	2,986
유동금융자산	188	2,846	2,456	2,402	2,481
매출채권및유동채권	89	155	205	235	274
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	4,356	5,083	5,882
유동부채	81	126	205	224	252
매입채무및기타유동채무	81	101	124	132	144
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	24	81	92	108
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	225	254	292
자본금	1	85	86	86	86
주식발행초과금	14	2,718	2,718	2,718	2,718
이익잉여금	400	741	1,191	1,888	2,648
기타자본	-1	137	137	137	137
자본총계	414	3,682	4,132	4,829	5,590
지분법적용자본총계	414	3,682	4,132	4,829	5,590
순차입금	-404	-3,574	-4,039	-4,721	-5,467
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

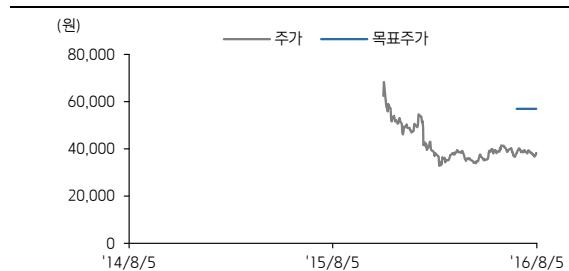
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,192	2,527	2,618	4,056	4,426
BPS	3,251	21,546	24,044	28,100	32,526
주당EBITDA	2,308	2,371	2,770	4,347	5,444
CFPS	2,197	2,538	2,626	4,076	4,456
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	20.1	19.4	12.5	11.5
PBR	0.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	-1.4	15.9	9.7	5.3	3.4
PCFR	0.0	20.0	19.3	12.4	11.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	41.1	26.1	29.3	40.3	43.1
영업이익률(핵심)	41.1	26.1	29.3	40.3	43.1
EBITDA margin	41.2	26.2	29.4	40.4	43.4
순이익률	39.2	27.9	27.8	37.7	35.3
자기자본이익률(ROE)	134.9	9.3	11.5	15.6	14.6
투하자본이익률(ROIC)	5,216.5	714.3	1,233.2	1,648.9	1,119.3
안정성(%)					
부채비율	22.7	3.9	5.4	5.3	5.2
순차입금비율	-97.7	-97.1	-97.7	-97.8	-97.8
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	16.0	7.9	9.0	8.4	8.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	17.6	12.1	14.3	14.4	15.6

- 당사는 8월 4일 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

### 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%