



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(8/3): 60,900원

시가총액: 10,638억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/3)		643.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	66,600원	30,350원
등락률	-8.56%	100.66%
수익률	절대	상대
1W	-1.9%	0.8%
1M	55.6%	47.4%
1Y	63.3%	77.3%

Company Data

발행주식수	17,468천주
일평균 거래량(3M)	175천주
외국인 지분율	10.14%
배당수익률(17E)	1.02%
BPS(17E)	24,113원
주요 주주	김가람 외 2인
	43.7%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,224	1,552	1,711	1,866
보고영업이익	319	452	599	802
핵심영업이익	319	452	599	802
EBITDA	320	456	601	805
세전이익	365	535	590	844
순이익	342	488	531	756
지배주주지분순이익	342	488	531	756
EPS(원)	2,527	2,847	3,048	4,325
증감률(%YoY)	N/A	12.7	7.1	41.9
PER(배)	20.1	14.0	21.0	14.8
PBR(배)	2.4	1.8	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	15.1	8.5	13.0	8.9
보고영업이익률(%)	26.1	29.2	35.0	43.0
핵심영업이익률(%)	26.1	29.2	35.0	43.0
ROE(%)	9.3	13.1	13.3	16.7
순부채비율(%)	-97.1	-78.6	-79.4	-82.7

Price Trend



기업브리프

더블유게임즈 (192080)

DDC와의 본격적인 시너지효과는 연말부터 발휘



더블유게임즈가 2Q실적(연결기준)은 매출액 675억원(QoQ +63.6%), 영업이익 139억원(QoQ -15.1%)으로 전망됩니다. 2Q에는 DDC의 매출이 6월만 반영될 예정이며 하반기부터는 온기 반영되기 때문에 실적 확대가 예상됩니다. 무형자산 상각 이슈가 있지만 영업권 손금산입으로 순이익 감소효과는 최소화될 것으로 전망됩니다.

>>> 2Q실적은 일회성비용 등으로 부진 전망

더블유게임즈의 2Q실적(연결기준)은 매출액 675억원(QoQ +63.6%), 영업이익 139억원(QoQ -15.1%)으로 전망된다. 2Q는 계절적으로 이벤트가 적게 진행됨에 따라 매출이 저조한 시점이다. 6월 한 달간 DDC(Double Down Casino) 매출이 연결로 잡히겠지만 비용효율화 작업이 시작하는 시점이며 인수 수수료 등의 일회성비용이 발생함에 따라 실적은 기대치를 밑돌 것으로 전망된다.

>>> 본격적인 시너지효과는 연말부터 발휘

6월부터 DDC의 매출이 반영되지만 초기 인수 이후 안정화 작업, 데이터 연계, 기존에 있었던 일부 시스템 변경 등으로 인해서 매출이 바로 확대되기는 어려울 것으로 전망된다. 다만 그 동안 DDC의 성적 호조가 게임 시스템에 의한 것보다는 IP를 바탕으로 나타난 것이기 때문에 시스템, 마케팅 효율화 작업을 통해서 하반기에는 점진적인 실적반등이 나타날 것으로 기대된다.

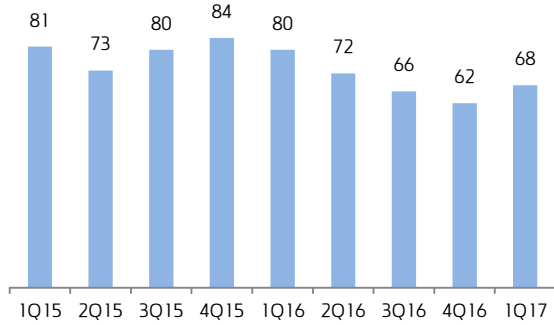
>>> 무형자산 상각 이슈는 세율 축소로 최소화

이번 DDI인수에서 발생하는 이슈는 무형자산 상각과 관련된 내용이다. IFRS에서는 순자산장부금액을 초과하는 금액에 대해서 100% 영업권으로 측정하지 않고 있다. 이에 인수금액 9,262억원의 20%에 대해서 식별가능한 무형자산으로 측정하고 있고 절반은 4년, 절반은 4.5년에 상각이 될 계획이다. 그 결과 연간 약 430억원 수준의 무형자산 상각이 포함될 것으로 추정(가속상각을 할 경우 초기 상각액 규모 확대) 된다. 다만 영업권 손금산입이 이루어지면서 세율이 낮아지는 효과를 감안하면 상각으로 인한 순이익 감소 효과는 최소화 될 것으로 전망된다.(손금산입효과 연간 약 400억원 추정)

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 유지

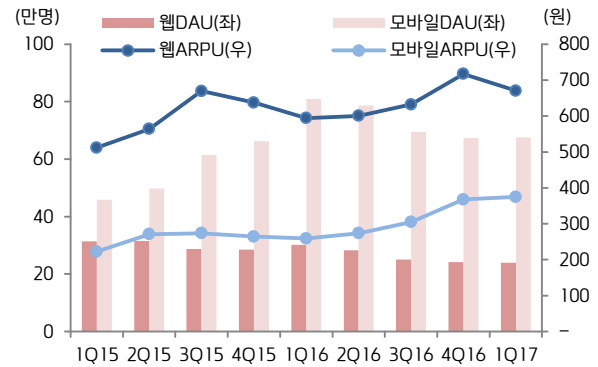
더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 83,000원을 유지한다. 동사의 실질적인 성장은 효율화작업이 완료되고 본격적으로 해외진출을 시작하는 내년부터라고 판단된다. 최근에는 아시아시장에서 카지노게임 비중이 확대되고 있는 추세이기 때문에 시장 안착을 통한 높은 성장이 기대된다.

더블다운 카지노 매출추이(단위: 백만달러)



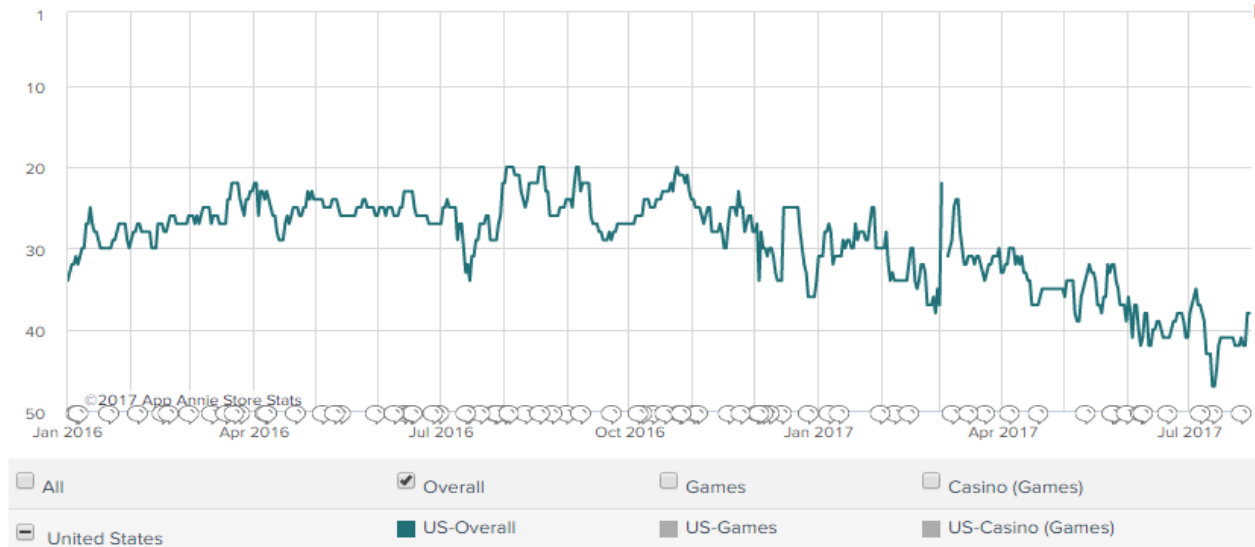
자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 분기별 ARPU 및 DAU 추이



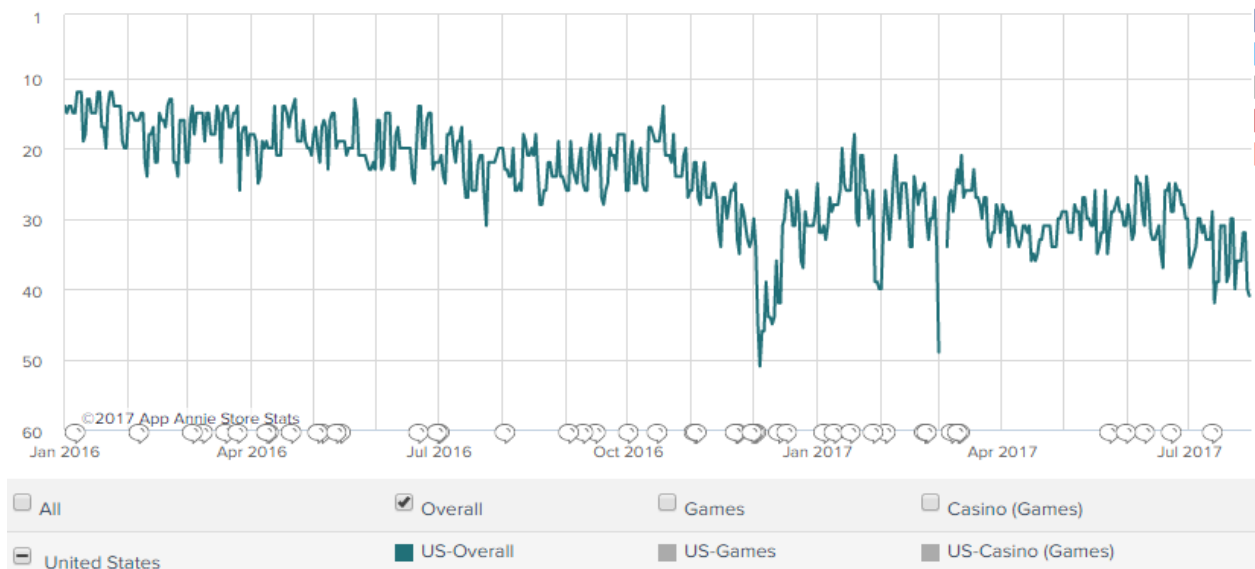
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 매출순위 추이(기준: Google Play, 2016년~현재)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

더블다운카지노의 매출순위 추이(기준: Google Play, 2016년~현재)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

향후 전략

	더블다운카지노(DDC)	더블유카지노(DUC)
내부 강화전략	마케팅비용 효율화 작업 유저별 데이터 모니터링 작업	연말 DDC와의 크로스프로모션을 통한 마케팅 효율화 확대 신규 슬롯게임들(모바일)의 업데이트에 주력
글로벌 진출전략	우선 유럽 및 호주지역 진출 및 점유율 확대 장기적으로 동남아 및 중국 지역 진출	올해~내년 상반기 경에 동남아시아를 시작으로 해외 진출 장기적으로 중국 등 지역 진출 계획
추가 계획	인원 및 외주비용 감축을 통한 비용 축소 인터페이스 개선을 통한 유저 편의성 개선	독자적인 IP개발 및 제휴활용 확대
	장기적으로 더블다운인터테인먼트의 상장 목표	

자료: 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (별도기준, 단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q16E	2016	2017E	2018E
매출액	376	381	374	421	413	417	425	455	1,552	1,711	1,866
더블유카지노	350	347	333	379	372	370	374	397	1,408	1,514	1,586
웹	161	153	142	156	144	139	153	157	613	594	646
모바일	189	194	190	223	228	231	221	240	795	920	940
더블유빙고	19	19	19	16	10	11	12	12	73	45	44
기타	7	14	23	26	30	36	39	46	70	152	236
영업비용	316	254	280	250	249	345	259	259	1,100	1,111	1,064
지급수수료	113	114	112	126	124	225	128	137	465	613	560
광고선전비	105	64	58	38	50	56	58	61	265	224	237
주식보상비용	28	22	27	26	5	4	4	1	103	13	1
인건비 및 기타	70	54	83	60	70	61	70	60	267	260	266
영업이익	60	126	94	171	164	72	166	197	451	599	802
영업이익률	16%	33%	25%	41%	40%	17%	39%	43%	29%	35%	43%
QoQ											
매출액	10%	1%	-1.7%	12.4%	-2%	1.2%	2%	7%	27%	10%	9%
영업비용	18%	-20%	10.3%	-11.0%	0%	38.8%	-25%	0%	22%	1%	-4%
영업이익	-18%	112%	-25.7%	82.4%	-4%	-55.9%	130%	18%	41%	33%	34%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

디에이트게임즈 실적전망 Table (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액						257	739	844		1,841	3,452
영업비용						190	627	701		1,518	2,598
무형자산상각							109	109		219	437
영업이익						67	112	144		323	855
영업이익률						26%	15%	17%		18%	23%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,552	1,711	1,866	1,876
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,552	1,711	1,866	1,876
판매비및일반관리비	905	1,099	1,112	1,064	1,090
영업이익(보고)	319	452	599	802	787
영업이익(핵심)	319	452	599	802	787
영업외손익	46	83	-9	42	52
이자수익	16	52	48	46	50
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	1	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	9	13	59	0	0
관계기업지분법손익	-7	-4	-3	-4	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	1	0	0
기타	-5	2	4	0	2
법인세차감전이익	365	535	590	844	839
법인세비용	23	47	58	89	203
유효법인세율 (%)	6.3%	8.7%	9.9%	10.5%	24.2%
당기순이익	342	488	531	756	636
지배주주지분순이익(억원)	342	488	531	756	636
EBITDA	320	456	601	805	790
현금순이익(Cash Earnings)	343	492	534	759	639
수정당기순이익	342	490	531	756	636
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	26.7	10.2	9.1	0.6
영업이익(보고)	8.8	41.8	32.3	34.0	-1.9
영업이익(핵심)	8.8	41.8	32.3	34.0	-1.9
EBITDA	9.1	42.2	32.0	34.0	-1.9
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	8.8	42.2	-33.9
EPS	15.3	12.7	7.1	41.9	-33.9
수정순이익	22.4	43.4	8.3	42.3	-15.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	522	738	634
당기순이익	342	488	531	756	636
감가상각비	1	3	2	2	3
무형자산상각비	0	1	0	1	1
외환손익	-26	-32	58	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	7	4	3	4	0
영업활동자산부채 증감	-47	-45	-16	-25	-6
기타	111	124	-57	0	0
투자활동현금흐름	-2,677	-683	-157	142	66
투자자산의 처분	-2,641	-676	-140	161	75
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-4	-4	-4	-4
무형자산의 처분	-7	0	-8	-9	0
기타	-19	-3	-5	-6	-5
재무활동현금흐름	2,789	-498	-103	-104	-104
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-104	-104
기타	0	-498	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	512	-638	262	775	595
기초현금및현금성자산	216	728	90	352	1,127
기말현금및현금성자산	728	90	352	1,127	1,722
Gross Cash Flow	435	588	538	763	639
Op Free Cash Flow	236	367	408	546	590

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,158	3,549	4,241	4,760
현금및현금성자산	728	90	352	1,127	1,722
유동금융자산	2,832	2,883	2,993	2,892	2,814
매출채권및유동채권	170	185	203	222	223
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	769	813	768	777
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	27	30	30
투자자산	6	671	698	635	638
유형자산	10	11	13	15	16
무형자산	2	2	10	18	17
기타비유동자산	55	60	65	71	76
자산총계	3,825	3,927	4,363	5,009	5,537
유동부채	126	137	142	137	133
매입채무및기타유동채무	101	97	101	98	94
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	41	39	39
비유동부채	17	9	9	9	9
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	9	9	9	9
부채총계	143	145	151	146	142
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,733	2,733	2,733
이익잉여금	741	1,230	1,659	2,310	2,704
기타자본	137	-267	-267	-267	-267
자본총계	3,682	3,782	4,212	4,863	5,395
자본법적용자본총계	3,682	3,782	4,212	4,863	5,395
		3,782	4,212	4,863	5,395
순차입금	-3,560	-2,973	-3,346	-4,019	-4,537
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	3,048	4,325	2,857
BPS	21,546	22,007	24,113	27,840	30,099
주당EBITDA	2,371	2,655	3,448	4,611	4,523
CFPS	2,538	2,865	3,063	4,344	3,661
DPS	0	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	21.0	14.8	22.4
PBR	2.4	1.8	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.9	8.5	13.0	8.9	12.3
PCFR	20.0	13.9	20.9	14.7	17.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	29.2	35.0	43.0	41.9
영업이익률(핵심)	26.1	29.2	35.0	43.0	41.9
EBITDA margin	26.2	29.4	35.2	43.2	42.1
순이익률	27.9	31.5	31.1	40.5	33.9
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	13.3	16.7	12.4
투자자본이익률(ROIC)	675.4	502.6	438.8	449.2	397.3
안정성(%)					
부채비율	3.9	3.8	3.6	3.0	2.6
순차입금비율	-96.7	-78.6	-79.4	-82.7	-84.1
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.8	8.8	8.8	8.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.7	17.3	18.8	19.5

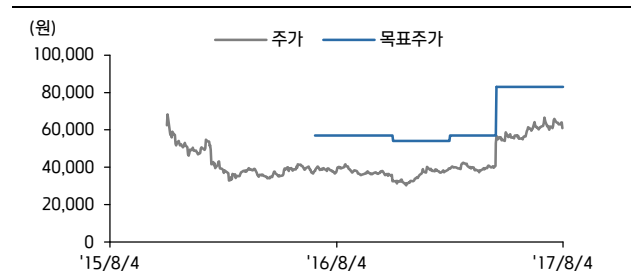
Compliance Notice

- 당사는 8월 3일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
더블유	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원
게임즈	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원
(192080)	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/04	BUY(Maintain)	54,000원
	2017/02/03	BUY(Maintain)	57,000원
	2017/04/19	BUY(Maintain)	83,000원
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%