



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원
주가(8/11): 55,800원
시가총액: 9,747억원

인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/11)	628.34pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	66,600원	30,350원
등락률	-16.22%	83.86%
수익률	절대	상대
1W	-10.3%	-6.3%
1M	39.5%	35.6%
1Y	42.0%	58.9%

Company Data

발행주식수	17,468천주
일평균 거래량(3M)	176천주
외국인 지분율	10.49%
배당수익률(17E)	1.16%
BPS(17E)	24,655원
주요 주주	김가람 외 2인 43.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,224	1,556	3,258	4,672
보고영업이익	319	449	930	1,522
핵심영업이익	319	449	930	1,522
EBITDA	320	452	932	1,649
세전이익	365	534	714	1,200
순이익	342	487	636	1,008
지배주주지분순이익	342	488	626	994
EPS(원)	2,527	2,847	3,592	5,688
증감률(%YoY)	N/A	12.7	26.2	58.4
PER(배)	20.1	14.0	15.5	9.8
PBR(배)	2.4	1.8	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	15.1	9.4	12.8	6.7
보고영업이익률(%)	26.1	28.8	28.5	32.6
핵심영업이익률(%)	26.1	28.8	28.5	32.6
ROE(%)	9.3	13.1	15.7	21.1
순부채비율(%)	-97.1	-68.9	47.2	20.9

Price Trend



실적리뷰

더블유게임즈 (192080)

효율화 작업 이후 본격적인 성장드라이브 시작



더블유게임즈가 2Q실적(연결기준)은 매출액 614억원(QoQ +48.3%), 영업이익 79억원(QoQ -52.9%)으로 당사 기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 하지만 더 블다운카지노의 매출이 온기 반영되는 하반기부터는 높은 실적을 기록할 것으로 기대됩니다. 단기적으로는 인수작업 등으로 개별 게임들의 급격한 반등이 어렵겠지만 작업이 마무리되고 신작이 출시되는 연말부터는 본격적인 성장 드라이브를 걸 것으로 기대됩니다.

>>> 2Q실적은 일회성비용 등으로 부진

더블유게임즈의 2Q실적(연결기준)은 매출액 614억원(QoQ +48.3%), 영업이익 79억원(QoQ -52.9%)으로 당사 기대치를 하회하는 실적을 기록하였다. 계절적 비수기 영향과 인수작업으로 인해 Top Line성장이 제한된 점, 인수 수수료(107억원) 등의 일회성비용이 발생한 점, 무형자산 상각이 2Q부터 일부 반영된 점이 주된 이유였다.

>>> 장기적으로 무형자산 상각금액보다 세율 축소효과가 더 커

지난 보고서에서 언급한 무형자산 상각금액은 기존 예상보다 낮았다(연간 430억원→325억원). 손금산입으로 세금이 절감되는 효과는 230억원 수준으로 15년간 발생될 것으로 전망된다. 영업외비용에서 CB/BW발행 이자, 인수 금융 상환 등으로 연간 320억원 수준의 비용이 발생하겠지만 향후 Refinancing을 통해서 낮아질 여지가 존재한다.

>>> 하반기 이벤트시즌과 더불어 DDI효율화로 실적확대 기대

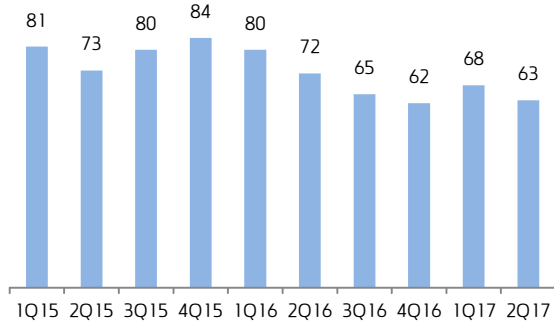
2Q에 부진했던 실적은 6월을 저점으로 반등하고 있다. Take5 역시 마케팅성과가 조금씩 나타나면서 성장하는 모습을 보이고 있는 것으로 파악된다. 결국 카지노게임은 특성상 이벤트가 많은 하반기에 실적이 크게 확대되기 때문에 본업의 성과는 점진적으로 성장할 것으로 전망된다.

DDI는 인수과정, 클라이언트 최적화 등의 이유로 즉각적인 매출 회복은 어렵겠지만 최적화 작업이 완료된 이후에 점진적인 회복세가 예상된다. 비용적인 측면에서는 마케팅비, 아웃소싱 감축 등의 효율화 작업으로 이익률이 6월 18.5%에서 크게 개선될 것으로 전망된다.

>>> 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 유지

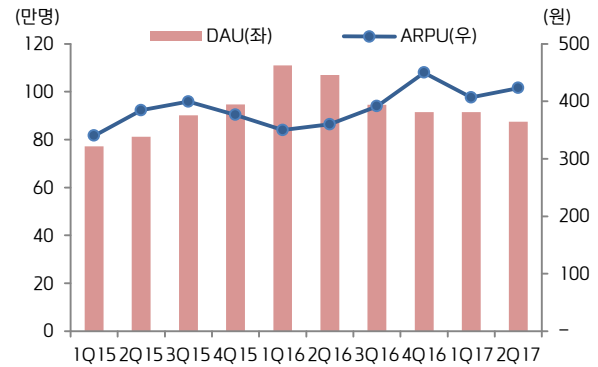
더블유게임즈에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 83,000원을 유지한다. 동사의 실질적인 성장은 효율화 작업이 완료되고 본격적으로 해외진출을 시작하는 내년부터라고 판단된다. 최근에는 아시아시장에서 카지노게임 비중이 확대되고 있는 추세이기 때문에 신규게임의 시장 안착을 통한 높은 성장이 기대된다.

더블다운 카지노 매출추이(단위: 백만달러)



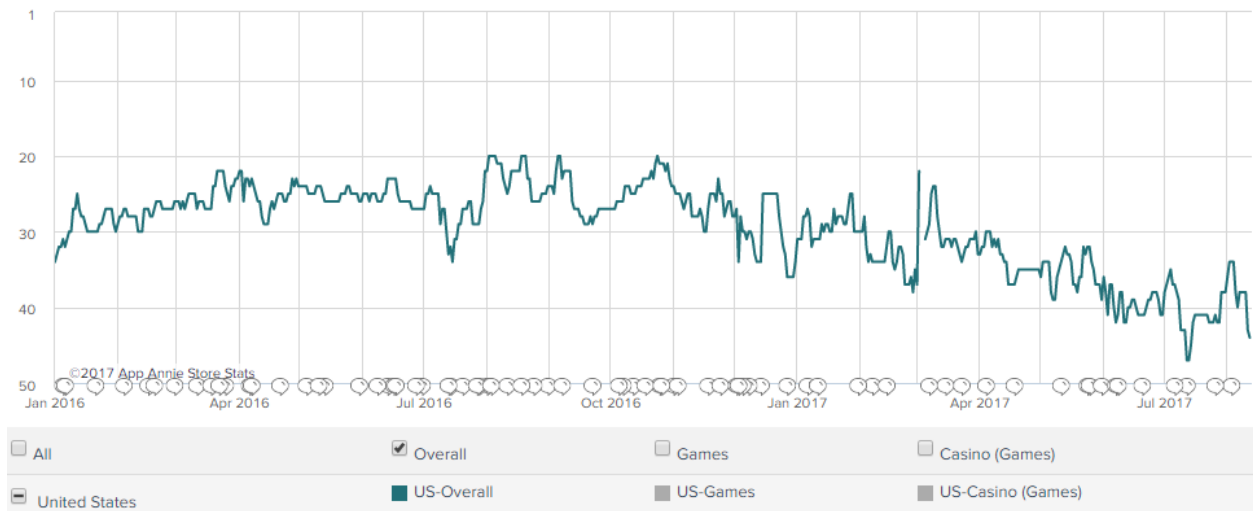
자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 분기별 ARPU 및 DAU 추이



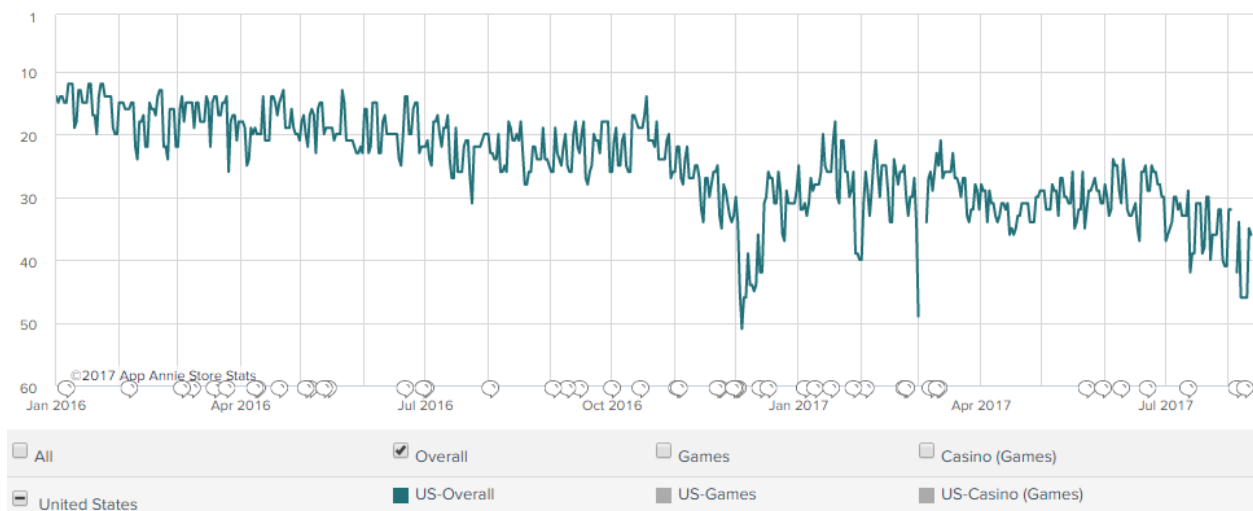
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

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 디에이트게임즈의 상장 목표	

자료: 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	376	382	376	422	414	614	1,080	1,150	1,556	3,258	4,672
DUC+DDC	350	347	333	379	372	578	1,043	1,137	1,408	3,129	4,580
더블유카지노	350	347	333	379	372	341	343	374	1,408	1,429	1,437
더블다운카지노	0	0	0	0	0	237	700	763	0	1,701	3,143
더블유빙고	19	19	19	16	10	9	10	10	73	40	39
TAKE5	7	14	23	27	29	27	25	31	72	112	150
기타	0	2	2	0	2	0	2	4	4	8	53
영업비용	316	258	274	260	246	535	773	774	1,108	2,328	3,150
지급수수료	113	115	113	127	124	184	324	345	467	977	1,402
광고선전비	105	64	58	38	50	88	128	131	265	397	527
주식보상비용	28	22	27	26	5	4	4	1	103	13	1
로열티	0	0	0	0	0	19	58	63	0	140	261
감가상각비	1	1	1	1	1	29	81	81	3	192	326
인건비 및 기타	70	56	76	69	65	211	178	153	271	608	634
영업이익	60	125	102	163	168	79	307	376	449	930	1,522
영업이익률	16%	33%	27%	39%	41%	13%	28%	33%	29%	29%	33%
QoQ											
매출액	10%	2%	-1.7%	12.4%	-2%	48.3%	76%	7%	27%	109%	43%
영업비용	18%	-19%	6.4%	-5.2%	-5%	117.7%	45%	0%	22%	110%	35%
영업이익	-18%	109%	-18.4%	59.9%	3%	-52.9%	287%	23%	41%	107%	64%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

2Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	614	48.3	675	-9.0	623	-1.4
영업이익	79	-52.9	139	-43.2	227	-65.2
당기순이익	79	-27.5	106	-25.5	202	-60.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,556	3,258	4,672	5,038
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,556	3,258	4,672	5,038
판매비및일반관리비	905	1,108	2,328	3,150	3,259
영업이익(보고)	319	449	930	1,522	1,855
영업이익(핵심)	319	449	930	1,522	1,779
영업외손익	46	85	-216	-323	-309
이자수익	16	53	37	6	6
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	1	0	0
이자비용	0	1	163	324	324
외환손실	9	13	59	0	0
관계기업지분법손익	-7	0	-4	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	-5	-1	-28	0	0
법인세차감전이익	365	534	714	1,200	1,469
법인세비용	23	47	77	192	235
유효법인세율 (%)	6.3%	8.8%	10.8%	16.0%	16.0%
당기순이익	342	487	636	1,008	1,234
지배주주지분순이익(억원)	342	488	626	994	1,217
EBITDA	320	452	932	1,649	1,832
현금순이익(Cash Earnings)	343	490	639	1,135	1,287
수정당기순이익	342	488	636	1,008	1,234
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	27.1	109.3	43.4	7.8
영업이익(보고)	8.8	40.6	107.2	63.8	21.9
영업이익(핵심)	8.8	40.6	107.2	63.8	16.8
EBITDA	9.1	41.0	106.3	76.9	11.1
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	28.2	58.6	22.5
EPS	15.3	12.7	26.2	58.4	22.5
수정순이익	22.4	42.8	30.3	58.3	22.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	-4,158	1,080	1,248
당기순이익	342	487	636	1,008	1,234
감가상각비	1	3	2	3	3
무형자산상각비	0	1	0	124	50
외환손익	-26	-32	58	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	7	0	4	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-44	-147	-59	-30
기타	111	128	-4,713	0	0
투자활동현금흐름	-2,677	-1,059	2,180	-29	-39
투자자산의 처분	-2,641	-1,052	3,569	-19	-29
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-4	-4	-4	-4
무형자산의 처분	-7	0	-1,380	0	0
기타	-19	-2	-5	-6	-5
재무활동현금흐름	2,789	-64	3,197	-104	-104
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	434	3,300	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-104	-104
기타	0	-498	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	512	-575	1,219	946	1,105
기초현금및현금성자산	216	728	153	1,372	2,319
기말현금및현금성자산	728	153	1,372	2,319	3,424
Gross Cash Flow	435	586	-4,012	1,139	1,278
Op Free Cash Flow	236	364	-854	1,168	1,367

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,228	2,060	3,113	4,280
현금및현금성자산	728	153	1,372	2,319	3,424
유동금융자산	2,832	2,888	326	327	353
매출채권및유동채권	170	186	362	467	504
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	1,142	6,201	6,121	6,096
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	52	75	81
투자자산	6	1,044	33	47	60
유형자산	10	11	13	15	17
무형자산	2	2	6,038	5,913	5,863
기타비유동자산	55	60	65	71	76
자산총계	3,825	4,370	8,261	9,234	10,376
유동부채	126	574	631	700	712
매입채무및기타유동채무	101	99	130	195	202
단기차입금	0	435	435	435	435
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	65	70	76
비유동부채	17	13	3,313	3,313	3,313
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	3,300	3,300	3,300
기타비유동부채	17	13	13	13	13
부채총계	143	587	3,944	4,013	4,026
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,733	2,733	2,733
이익잉여금	741	1,230	1,754	2,643	3,756
기타자본	137	-267	-267	-267	-267
자본총계	3,682	3,782	4,307	5,196	6,309
자본법적용자본총계	3,682	0	10	24	41
		3,782	4,317	5,221	6,350
순차입금	-3,560	-2,606	2,037	1,089	-42
총차입금	0	435	3,735	3,735	3,735

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	3,592	5,688	6,967
BPS	21,546	22,007	24,655	29,747	36,118
주당EBITDA	2,371	2,633	5,345	9,441	10,486
CFPS	2,538	2,858	3,664	6,495	7,370
DPS	0	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	15.5	9.8	8.0
PBR	2.4	1.8	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	15.9	9.4	12.8	6.7	5.4
PCFR	20.0	13.9	15.2	8.6	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	28.8	28.5	32.6	36.8
영업이익률(핵심)	26.1	28.8	28.5	32.6	35.3
EBITDA margin	26.2	29.0	28.6	35.3	36.4
순이익률	27.9	31.3	19.5	21.6	24.5
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	15.7	21.1	21.3
투자자본이익률(ROIC)	675.4	499.6	79.3	69.8	87.5
안정성(%)					
부채비율	3.9	15.5	91.4	76.9	63.4
순차입금비율	-96.7	-68.9	47.2	20.9	-0.7
이자보상배율(배)	N/A	416.6	5.7	4.7	5.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.7	11.9	11.3	10.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.5	28.4	28.8	25.4

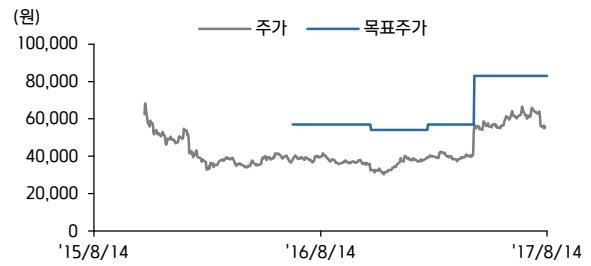
Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 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
	2017/08/14	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%