2016년 9월 23일 I Equity Research

더블유게임즈 (192080)

선택과 집중이 돋보이는 성장전략

신규 슬롯게임 출시를 통한 성장의 발판 마련 중

더블유게임즈가 신규 슬롯게임 출시를 통한 성장의 발판 마련에 나섰다. 9월 5일 "Old 80's Slots"을 온라인플랫폼(페이스북)에 소프트런칭 했다. 대대적인 흥행보다는 특화된 유저층을 공략함으로써 니치마켓에서 소기의 성과를 거둘 목적이다. 이외에도 4분기 중 "Take5" 모바일 버전 및 2개 내외의 신규 슬롯게임을 추가할 계획이다. 물론 신규게임들이 온라인플랫폼 상에서 자리를 잡고, 이후 모바일 버전 출시를 통해 추가성장을 할 때까지 6개월 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상되는 만큼 단기실적에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 그러나, 현재 "더블유카지노" 모바일의 흥행이 견조한 수준이라는 점에서 점진적으로 의미 있는 실적성장이 가능할 전망이다.

3분기 실적은 So-So 할 것으로 판단

3분기 실적에서도 "더블유카지노"의 안정적인 이익기반은 유지될 것이다. 다만, 큰 차별성을 찾기는 어려울 것으로 보인다. 2분기대비 마케팅효율성이 제고되며 상대적으로 적극적인 마케팅활동으로 매출증가폭은 개선될 것으로 예상된다. 3분기 매출은 411억원으로 2분기대비 7.6% 증가할 것으로 예상되며, 전분기에 이어 모바일카지노 매출이 이를 견인할 전망이다. 의미 있는 성장이 지속되고 있는 "Take5"의 온라인매출 성장도 지속될 것이다. 마케팅비용은 전분기대비 24% 내외로 증가할 것으로 예상되며, 1, 3분기에 반영되 성과급 영향으로 매출증가에도 불구하고 영업이익은 2분기대비 8.2% 수준 감소할 것으로 추정된다.

카지노 중심의 시장지배력 확대전략은 유효

다양한 장르의 게임출시를 계획했던 더블유게임즈의 성장전략은 2016년을 기점으로 카지노게임에 집중해 시장지배력을 확대하는 방향으로 선회되었다. 기존 시장에서 다양한 종류의 슬롯게임 출시를 통한 매출확대 및 장기적으로 중국을 포함한 아시아시장 진출까지 고려할 때 적절한 변화라 판단된다. 여기에 3,500억에 달하는 현금성 자산을 통한 투자전략이 가능하다는 점도 긍정적인 부분이다. Valuation 역시 2016년 PER 13.5배 내외로 부담스럽지 않으며 신규게임 출시에 따라 2017년 Valuation은 더욱 매력적일 것이다. 단기적으로 강한 모멘텀은 부재하나 중장기 성장을 위한 준비가 긍정적이라는 점에서 투자의견 BUY를 유지한다.

Update

BUY

I TP(12M): 69,000원 I CP(9월 22일): 37,050원

Key Data

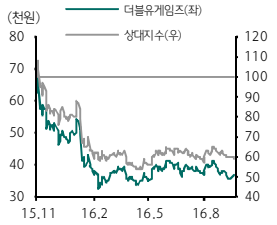
KOSDAQ 지수 (pt)	685.24
52주 최고/최저(원)	68,300/32,850
시가총액(십억원)	636.7
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	17,184.6
60일 평균 거래량(천주)	72.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
16년 배당금(예상,원)	0
16년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	4.60
주요주주 지분율(%)	
김가람 외 2 인	43.13
한국투자파트너스 외 3 인	7.16

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(8.1)	(4.4)	0.0
상대	(7.7)	(3.5)	0.0

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	167.2	209.1
영업이익(십억원)	48.4	71.8
순이익(십억원)	51.8	64.9
EPS(원)	3,021	3,778
BPS(원)	24,824	28,790

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	71.3	122.4	162.4	251.7	346.5
영업이익	십억원	29.3	31.9	44.0	104.0	154.8
세전이익	십억원	31.1	36.5	49.6	114.7	161.0
순이익	십억원	27.9	34.2	47.1	102.7	136.8
EPS	원	2,192	2,524	2,744	6,239	7,962
증감률	%	N/A	15.15	8.72	127.37	27.62
PER	배	N/A	20.08	13.96	6.14	4.81
PBR	배	N/A	2.35	1.57	1.25	0.99
EV/EBITDA	배	N/A	15.88	5.96	1.55	0.18
ROE	%	N/A	16.68	12.14	23.26	23.46
BPS	원	N/A	21,546	24,337	30,577	38,538
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 금가람
02-3771-8547
kumgaram@hanafn.com

하나금융투자

그림 1. 안정적인 흐름을 보이고 있는 "더블유카지노" 매출 추이

자료: Appannie.com, 하나금융투자

표 1. 더블유게임즈의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2015	2016F	2017F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F
총매출액	122,442	162,378	251,709	24,877	29,558	33,973	34,033	37,578	38,233	41,149	45,419
성장률(%)	*71.8*	*32.6*	*55.0*	*49.4*	*85.6*	*91.1*	*62.8*	*51.1*	*29.3*	*21.1*	*33.5*
더블유카지노	116,338	145,304	190,854	23,632	28,105	32,491	32,110	34,972	34,676	36,626	39,031
웹	64,060	62,882	66,854	14,462	15,966	17,291	16,342	16,112	15,288	15,585	15,898
모바일	52,278	82,422	124,000	9,170	12,139	15,200	15,768	18,860	19,388	21,041	23,133
더블유빙고	5,931	8,220	10,617	1,213	1,415	1,460	1,842	1,898	1,947	2,109	2,266
기타(Take5포함)	173	8,855	50,238	32	38	22	82	708	1,610	2,415	4,122
영업비용	90,543	118,331	147,737	19,211	18,850	25,697	26,784	31,622	25,771	29,710	31,229
성장률(%)	*115.9*	*30.7*	*24.9*	*N/A*	*(1.9)*	*36.3*	*4.2*	*18.1*	*(18.5)*	*15.3*	*5.1*
인건비 및 기타	17,118	24,430	24,796	3,898	2,566	5,578	5,077	6,987	5,674	6,765	5,003
주식보상비용	11,346	10,238	1,500	2,319	2,937	3,024	3,066	2,843	2,195	2,600	2,600
마케팅비	25,356	34,950	45,928	5,532	4,479	6,903	8,442	10,518	6,432	8,000	10,000
지급수수료	36,722	48,714	75,513	7,463	8,867	10,192	10,200	11,273	11,470	12,345	13,626
영업이익	31,899	44,047	103,972	5,665	10,708	8,277	7,249	5,956	12,462	11,439	14,190
성장률(%)	*8.8*	*38.1*	*136.0*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*5.1*	*16.4*	*38.2*	*95.8*
이익률(%)	*26.1*	*27.1*	*41.3*	*22.8*	*36.2*	*24.4*	*21.3*	*15.9*	*32.6*	*27.8*	*31.2*
계속사업이익	36,465	49,600	110,166	5,936	11,839	11,999	6,691	6,465	14,409	12,988	15,738
성장률(%)	*17.3*	*36.0*	*122.1*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*8.9*	*21.7*	*8.2*	*135.2*
순이익	34,161	47,082	102,678	5,176	11,215	11,299	6,471	6,057	14,251	12,105	14,669
성장률(%)	*22.4*	*37.8*	*118.1*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*17.0*	*27.1*	*7.1*	*126.7*

자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	**71.3**	**122.4**	**162.4**	**251.7**	**346.5**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	71.3	122.4	162.4	251.7	346.5
판관비	41.9	90.5	118.3	147.7	191.8
영업이익	**29.3**	**31.9**	**44.0**	**104.0**	**154.8**
금융손익	0.1	1.6	5.6	10.7	6.2
종속/관계기업손익	0.0	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	3.6	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	**31.1**	**36.5**	**49.6**	**114.7**	**161.0**
법인세	3.2	2.3	2.5	7.5	24.1
계속사업이익	27.9	34.2	47.1	102.7	136.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**27.9**	**34.2**	**47.1**	**102.7**	**136.8**
포괄이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	**28.1**	**34.2**	**47.1**	**102.7**	**136.8**
지배주주표괄이익	27.7	33.4	47.2	107.2	136.8
NOPAT	26.3	29.9	41.8	97.2	131.6
EBITDA	29.4	32.0	44.3	104.2	154.9
성장성(%)					
매출액증가율	57.4	71.7	32.7	55.0	37.7
NOPAT증가율	124.8	13.7	39.8	132.5	35.4
EBITDA증가율	126.2	8.8	38.4	135.2	48.7
(조정)영업이익증가율	125.4	8.9	37.9	136.4	48.8
(지분법제외)순익증가율	150.9	21.7	37.7	127.6	27.6
(지분법제외)EPS증가율	139.4	15.2	8.7	127.4	27.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	41.2	26.1	27.3	41.4	44.7
(조정)영업이익률	41.1	26.1	27.1	41.3	44.7
계속사업이익률	39.1	27.9	29.0	42.6	39.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	**49.3**	**372.9**	**409.7**	**523.5**	**666.2**
금융자산	40.4	357.4	394.2	497.0	629.8
현금성자산	21.6	72.8	88.0	497.0	629.8
매출채권 등	8.6	14.9	14.9	25.4	34.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.3	0.6	0.6	1.1	1.5
비유동자산	**1.4**	**9.6**	**11.6**	**13.4**	**15.0**
투자자산	0.7	2.9	2.9	4.9	6.7
금융자산	0.7	2.7	2.7	4.6	6.4
유형자산	0.2	1.0	0.8	0.6	0.5
무형자산	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
기타비유동자산	0.4	5.5	7.7	7.8	7.7
자산총계	**50.8**	**382.5**	**421.3**	**536.8**	**681.2**
유동부채	**8.1**	**12.6**	**12.1**	**19.2**	**25.7**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	4.5	8.5	8.5	14.4	19.8
기타유동부채	3.6	4.1	3.6	4.8	5.9
비유동부채	**1.3**	**1.7**	**1.7**	**2.9**	**4.0**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.3	1.7	1.7	2.9	4.0
부채총계	**9.4**	**14.3**	**13.8**	**22.2**	**29.8**
지배주주지분	**41.4**	**368.2**	**407.4**	**514.7**	**651.5**
자본금	0.1	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1.4	271.8	271.8	271.8	271.8
자본조정	0.4	14.9	7.0	7.0	7.0
기타포괄이익누계	(0.5)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
이익잉여금	40.0	74.1	121.2	228.4	365.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**41.4**	**368.2**	**407.4**	**514.7**	**651.5**
순금융부채	(40.4)	(357.4)	(394.2)	(497.0)	(629.8)

투자지표

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,192	2,524	2,744	6,239	7,962
BPS	3,251	21,546	24,337	30,577	38,538
CFPS	2,445	3,404	3,074	6,423	9,376
EBITDAPS	2,308	2,368	2,582	6,062	9,015
SPS	5,597	9,048	9,464	14,647	20,166
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.0	20.1	14.0	6.1	4.8
PBR	0.0	2.4	1.6	1.3	1.0
PCFR	0.0	14.9	12.5	6.0	4.1
EV/EBITDA	-1.4	15.9	6.0	1.5	0.2
PSR	0.0	5.6	4.0	2.6	1.9
재무비율(%)					
ROE	102.0	16.7	12.1	23.3	23.5
ROA	80.3	15.8	11.7	22.4	22.5
ROIC	867.3	573.5	548.9	933.8	948.8
부채비율	22.7	3.9	3.4	4.3	4.6
순부채비율	(97.7)	(97.1)	(96.7)	(96.6)	(96.7)
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	**26.9**	**38.8**	**52.0**	**100.3**	**134.6**
당기순이익	27.9	34.2	47.1	107.2	136.8
조정	1.4	9.3	3.7	(4.3)	0.2
감가상각비	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
외환거래손익	(1.4)	(2.6)	0.9	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	2.7	11.0	2.5	(4.5)	0.0
자산/부채의 변동	(2.4)	(4.7)	1.2	(2.6)	(2.4)
투자활동현금흐름	**(15.8)**	**(267.7)**	**(25.7)**	**308.8**	**(1.8)**
투자자산감소(증가)	(0.2)	(2.1)	(0.0)	(2.0)	(1.8)
유형자산감소(증가)	0.0	(1.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타투자활동	(15.6)	(264.6)	(25.7)	310.8	0.0
재무활동현금흐름	**0.0**	**278.9**	**(10.8)**	**0.0**	**0.0**
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	278.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(10.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**11.7**	**51.2**	**15.2**	**409.0**	**132.8**
Unlevered CFO	31.1	46.1	52.7	110.4	161.1
Free Cash Flow	26.8	37.8	52.0	100.3	134.6

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

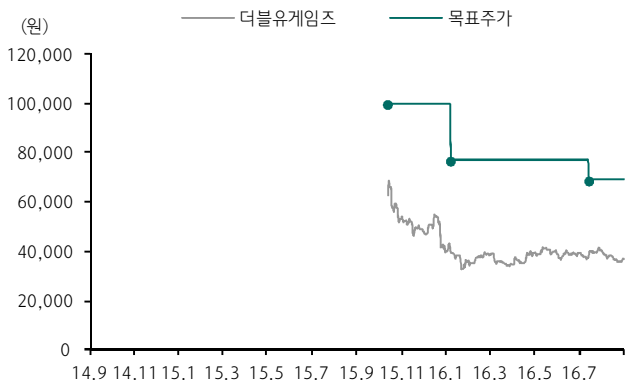
자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가
16.8.5	BUY	69,000
16.1.29	BUY	77,000
15.11.4	BUY	100,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.5%	10.2%	1.3%	100.0%

* 기준일: 2016년 9월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 9월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2016년 9월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.