

2017. 11. 8



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (11.7) 124,800 원

상승여력 12.2%

KOSDAQ 701.14pt

시가총액 16,057억원

발행주식수 1,287만주

유동주식비율 72.68%

외국인비중 28.87%

52주 최고/최저가 135,800원/78,500원

평균거래대금 93.2억원

주요주주(%)

게임빌 외 3 인 24.54

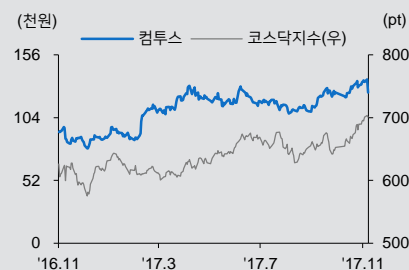
KB자산운용 21.57

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.2 6.8 29.7

상대주가 -7.0 -3.2 15.1

주가그래프



컴투스 078340

성장의 속도, 더딘 이유

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 부합. '서머너즈워'의 라이프사이클 장기화. 11월 5번째 대규모 업데이트 '길드점령전' 실시, 월드아레나 챔피언십 통해 연말 매출 제고에 나설 것
- ✓ 계속되는 신작출시 일정 delay. 17년 예정된 '체인스트라이크', '댄스빌'이 18년 상반기로, '서머너즈워 MMORPG'와 '스카이랜더스 모바일'은 18년 하반기로 일정 지연
- ✓ 투자외견 Trading Buy로 하향, 적정주가 14만원 유지. 2018E Target PER은 9.0배 수준

3Q17, 기대치 부합

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,257억원(+6.4% YoY), 496억원(+20.5% YoY)을 기록, 당사 추정치(매출액 1,324억원, 영업이익 512억원)에 대체로 부합하였다. '서머너즈워', 'MLB 9innings 17' 등 주요게임의 견조한 매출 지속되며 영업비용이 효율적으로 집행되었기 때문이다. 영업이익률은 39.4%로 1.6%p QoQ 개선되었는데, 마케팅비가 139억원으로 26.6% QoQ 감소한 데에 주로 기인한다. 다만 인건비는 135억원으로 주요 게임 인센티브 지급으로 인해 28.4% QoQ 증가하였다.

'서머너즈워'의 라이프 사이클이 장기화될수록, 회사의 매출 포트폴리오는 지속적으로 고착되고 있다. '서머너즈워'는 11월 5번째 대규모 업데이트 및 월드아레나 챔피언십 등으로 연말 매출 제고에 또 한번 나설 계획이다.

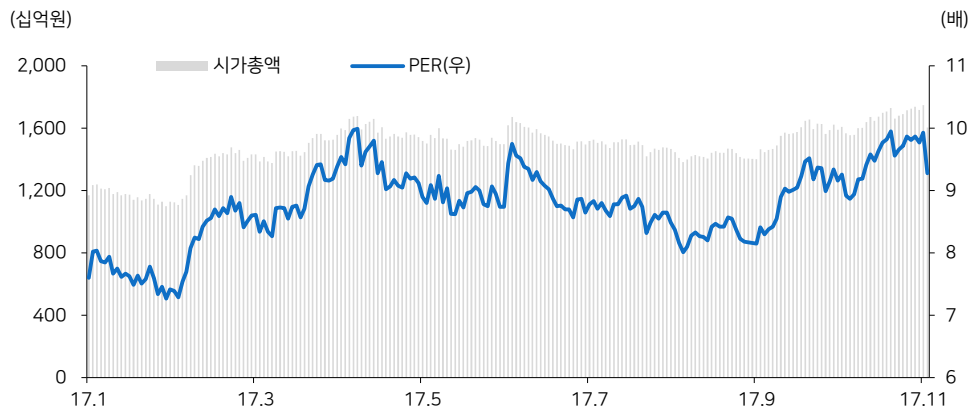
성장의 속도, 더딘 이유

컴투스의 연내 출시 가능한 신규게임이었던 '체인 스트라이크', '댄스빌', '버디크러시' 등은 2018년 상반기로, 기대작이었던 '스카이랜더스 모바일'과 '서머너즈워 MMORPG' 역시 2018년 하반기로 출시 일정이 지연되었다. '서머너즈워'에 기반한 꾸준한 이익 창출과 보유현금의 가치로 저평가 메리트는 지속된다. 그러나 본격 재평가를 위해서는 '서머너즈워'를 이을 신작의 출시 및 매출 포트폴리오 다각화가 시급한 상황이다.

밸류에이션 메리트 확대에 따른 반등

컴투스의 현재 시가총액 1.6조원에서 2017년말 예상 보유현금 7,156억원 제외시 영업가치는 0.9조원, 18E EPS 기준 PER은 4.4배 수준으로, 밸류에이션 메리트 지속되고 있다. 다만 여전히 신규게임 성공에 근거한 포트폴리오 다각화 이루어지지 않는다면 기업가치 상승은 제한적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	433.5	165.9	125.8	10,540	51.1	39,335	11.2	3.0	6.4	35.0	14.4
2016	513.1	192.0	151.8	11,796	11.9	49,153	7.4	1.8	2.8	26.5	12.1
2017E	509.7	204.2	159.1	12,366	4.8	60,105	10.1	2.1	4.3	22.6	10.1
2018E	586.9	241.4	200.5	15,579	26.0	74,197	8.0	1.7	3.0	23.1	8.4
2019E	655.8	273.2	225.0	17,486	12.2	90,122	7.1	1.4	1.9	21.2	7.0

그림1 컴투스 시가총액 및 PER – 2017년 37.1% 상승, 2017E PER 9.3배 수준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 3Q17 실적, 기대치 부합

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	125.7	118.1	6.4%	129.4	-2.8%	132.4	-5.0%	131.7	-4.6%
국내 모바일	15.6	17.9	-13.0%	16.5	-5.6%	16.2	-3.7%	-	-
해외 모바일	110.1	100.2	9.9%	112.4	-2.0%	115.7	-4.8%	-	-
영업이익	49.6	41.1	20.5%	49.0	1.2%	51.2	-3.2%	49.5	0.2%
세전이익	53.4	41.7	28.0%	52.1	2.4%	52.3	2.1%	53.0	0.8%
지배순이익	39.8	30.9	30.0%	37.5	6.2%	40.7	-2.1%	38.6	3.1%

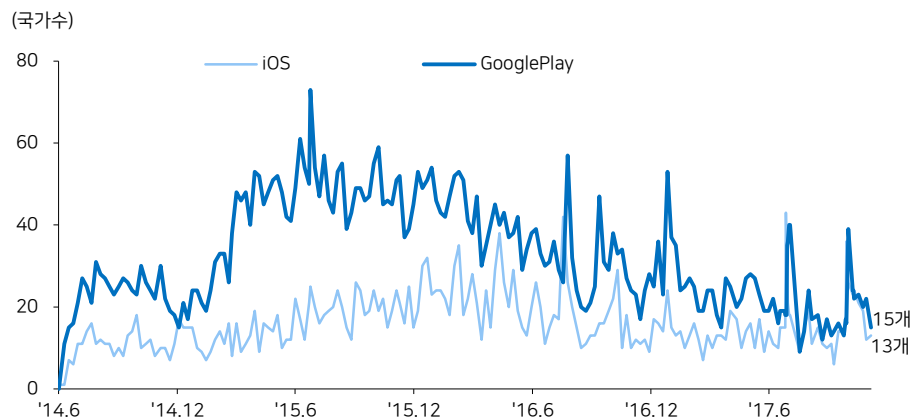
자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 컴투스 분기별 실적 – 2017년에도 꾸준한 이익 창출

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	135.1	126.6	118.1	133.2	120.3	129.4	125.7	134.3	513.1	509.7	586.9
국내 모바일	17.5	18.6	17.9	17.7	13.7	16.5	15.6	15.9	71.7	61.7	69.0
해외 모바일	117.2	107.6	100.2	115.5	106.6	112.4	110.1	117.9	440.5	447.0	517.9
영업이익	59.8	48.6	41.1	42.4	50.1	49.0	49.6	55.6	192.0	204.2	241.4
세전이익	61.0	51.1	41.7	45.0	50.0	52.1	53.4	59.3	198.9	212.3	251.7
지배순이익	46.4	39.6	30.9	36.4	36.7	37.5	39.8	46.1	151.8	159.1	200.5

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

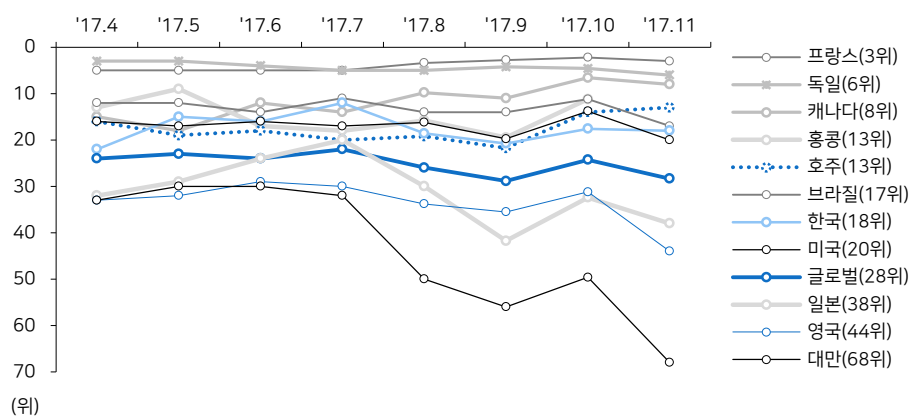
그림2 '서머너즈워' Grossing Top 10 랭킹국가수



주: 2017.11.6 기준 게임 매출 순위 10위 이내 국가 수

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '서머너즈워' 주요 국가 월간 매출 순위



주: 중국은 iOS 게임 매출순위, 나머지 국가는 구글플레이 게임 매출순위의 월간 평균치

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 컴투스 2017년~2018년 신작 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
던전딜리버리	RPG	컴투스(자체개발)	2017년 4월	신입사원들이 개발한 모바일 캐주얼 RPG
마제스티아	전략	티노게임즈	2017년 5월	신화 속 영웅들이 등장하는 전략 대전 시뮬레이션
뉘시의 신 VR	스포츠	컴투스(자체개발)	2017년 9월	자사 인기 뉘시게임 '뉘시의 신' VR 활용
체인 스트라이크	RPG	컴투스(자체개발)	1H18	체스의 이동과 공격을 모티브로 제작된 턴제 RPG 2017년 11월 6일부터 CBT 시작
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	1H18	누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	1H18	음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	2H18	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴 방식의 전략 RPG
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	2H18	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	2H18	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG로 소환수를 소환하고 자신만의 던전을 만들어 경쟁

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q '스카이랜더스 모바일'의 개발 방향은? 기존 '서머너즈워'와의 차이점과 e 스포츠 가능 여부?

- A**
- 서구권에서 이미 인기를 끌고 있는 '스카이랜더스' IP와 3년 이상 성공적으로 운영된 '서머너즈워'의 게임 특징을 결합하는 방향
 - 기본 전투 진행을 '서머너즈워'보다 좀 더 편하게 할 수 있도록 하여 원래 IP의 팬층까지 아우를 수 있도록 개발
 - 리얼타임 턴제 방식을 도입하여 저연령층에서도 간단한 조작으로 재미있게 즐길 수 있는 방향 지향
 - 쉽게 입문하여 갈수록 깊이있게 플레이할 수 있도록 할 것, 실시간 PvP 등의 콘텐츠 결합되면 e스포츠로의 발전도 가능할 것

Q '서머너즈워' 길드 점령전 업데이트 사전 예약자 수는? 향후 업데이트 스케줄은?

- A**
- 11월 업데이트 목표로 준비 중. 사전 예약 숫자는 구체적인 숫자를 언급하기는 어려우나 유럽/미국 지역 중심으로 상당히 많은 사전등록자 확보
 - 향후 업데이트는 '차원 홀'이라는 PvE 지역 준비 중이며 제약 있는 전투를 통해 새로운 콘텐츠 도입할 것. 내년 상반기 목표로 진행 중이며 아직 구상중인 단계

Q 신작의 구체적인 출시 스케줄은?

- A**
- '체인 스트라이크'는 어제(11월 6일)부터 CBT 시작, 본격적인 출시 일정 가동
 - '체인 스트라이크'를 시작으로 '댄스빌', '버디크러시'까지 3종은 1H18 출시 예정
 - '스카이랜더스 모바일', '히어로즈워2', '서머너즈워 MMORPG'는 2H18 출시 목표
 - 시기적 분산을 통해 순차적으로 출시할 것

Q 4분기/내년 매출 대비 마케팅 비용 목표가 있다면?

- A**
- 2015년과 2016년도는 매출 대비 약 17%의 마케팅비 지출
 - 2017년도는 15%에서 17% 제시한 바 있으나 2017년 3분기까지 누적 마케팅비는 매출의 12% 비중으로 예상보다 적게 지출
 - 4분기 대규모 업데이트, '서머너즈워' 월드아레나 등으로 마케팅비 전분기대비 증가하겠지만 연간으로 매출의 15%에 조금 못 미칠 것
 - 2018년도는 사업계획 정해지지 않았으나 지금까지와 유사한 수준으로 진행될 것으로 생각

Q 서구 지역 매출 견조. 국내 시장이나 아시아 시장에서 '서머너즈워' 외 신작 게임의 전략이 있다면?

- A**
- 글로벌 원빌드를 기반으로 글로벌 마케팅, 원소스 제작, 각 지역 법인별 마케팅이라는 기본 전략은 이어갈 것
 - 서양에 비해 동양이 부족한 점은 있으나 마케팅비 투입보다는 콘텐츠 라인업 확충 위해 노력할 것
 - 야구 게임의 콘텐츠 강화, MMORPG 등 동양에서 잘 되는 게임 라인업 더 확보하기 위해 노력할 것
 - 서구권 시장은 글로벌 라이선스 등 인기 타이틀을 활용해 공략할 것

Q 향후 게임빌과 추가적인 조직 통합 계획이 있는지? 비용이나 효과는?

- A**
- 첫번째 시너지는 고객 기반의 플랫폼 영역. 이미 상당히 안정적으로 운영 중이며 공동개발을 통해 효율 발생 중
 - 해외 지역에서 동남아 지역 및 유럽 지역의 조직 함께 운영. 적극적으로 해외 시장 공략하면서도 더 효율적인 해외 서비스 인프라 확보 가능
 - 물리적인 통합보다는 소프트웨어적으로 노하우를 공유하고 협력하면서 시너지 창출 노력 중

Q 향후 주주환원정책 방향은?

- A**
- 회사의 성장 단계나 경영 환경에 따라 적절한 주주환원정책 시행할 것
 - 과거 경영 상황에 따라 자사주 매입을 진행한 바 있었고 올해 회사 설립 이래 첫 배당 실시함
 - 배당 관련하여 다음번 정기배당 규모가 정해지지는 않았으나 주변 상황 및 여건 고려해 정해 나갈 예정
 - 현금 활용 방안 측면에서 1순위는 성공적 투자 및 M&A를 통해 회사의 가치를 높이는 것

Q 글로벌 IP 라이선싱 추가적으로 진행되고 있는 것이 있는지? 있다면 어느 지역으로 추진 중인지?

- A**
- 'MLB', '스카이랜더스' 같은 글로벌 TOP 라이선스를 통해 비즈니스 전개 중
 - 자체적으로 생산한 '서머너즈워' 등의 IP를 확장하면서 외부 IP 활용도 병행 중
 - 이와 견줄 수 있는 라이선싱 전략도 추진 중, 구체적 언급은 어려우나 서구권이 중심이 되는 글로벌 지역 겨냥

Q '서머너즈워 MMORPG'와 '스카이랜더스 모바일' 내년 하반기 출시 목표가 맞는지? 출시 계획이 지연된 이유와 구체적인 일정은?

- A**
- 2018년도 하반기 출시 계획, 당초 계획에 비해 일정이 뒤로 조정된 것은 맞음
 - 개발 기간이 점점 길어지고 규모가 커지기 때문에 여러 가지 변수 발생, 많은 회사들이 일정 변경 경험
 - 개발 과정에서의 기술적/사업적 변수나 팀 변화, 개발 방향 선회 등 다양한 목적이 있으며 가장 건강한 이유는 개발 과정에서 품질을 좀 더 높이기 위해 일정을 조정하는 것
 - 신작 게임의 일정이 지연된 이유는 더 좋은 게임을 출시하기 위한 노력의 일환, 최대한 일정 맞추기 위해 노력할 것

컴투스(078340)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	433.5	513.1	509.7	586.9	655.8
매출액증가율 (%)	84.7	18.3	-0.7	15.2	11.7
매출원가	44.3	51.5	51.6	57.2	78.7
매출총이익	389.2	461.5	458.1	529.7	577.1
판매비와관리비	223.3	269.5	253.9	288.4	303.9
영업이익	165.9	192.0	204.2	241.4	273.2
영업이익률 (%)	38.3	37.4	40.1	41.1	41.7
금융수익	5.1	6.3	9.7	10.3	10.5
종속/관계기업관련손익	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.5	-1.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	170.7	199.0	212.3	251.7	283.7
법인세비용	44.9	47.2	55.7	56.6	64.2
당기순이익	125.8	151.8	159.1	200.5	225.0
지배주주지분 순이익	125.8	151.8	159.1	200.5	225.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	138.0	156.0	160.6	202.3	228.0
당기순이익(손실)	125.8	151.8	159.1	200.5	225.0
유형자산감가상각비	2.2	1.9	1.6	1.0	0.5
무형자산상각비	1.0	1.3	1.2	0.8	0.5
운전자본의 증감	-8.5	4.1	-11.8	-1.1	-1.2
투자활동 현금흐름	-246.4	-131.4	-33.2	-40.7	-21.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.9	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
투자자산의 감소(증가)	2.5	8.0	-3.2	-3.6	-4.1
재무활동 현금흐름	181.0	-19.6	3.0	3.0	3.1
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	181.9	0.1	0.1	0.0	0.0
현금의증가	72.8	5.2	118.1	160.1	182.5
기초현금	12.1	84.8	90.0	208.1	368.2
기말현금	84.8	90.0	208.1	368.2	550.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	507.6	654.3	793.9	972.8	1,174.9
현금및현금성자산	84.8	90.0	208.1	368.2	550.7
매출채권	62.4	61.8	75.9	77.4	78.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	74.6	57.7	60.3	63.0	66.7
유형자산	3.4	2.6	2.0	1.0	0.5
무형자산	2.9	2.6	2.6	2.7	2.7
투자자산	30.1	22.3	25.4	29.0	33.1
자산총계	582.2	712.0	854.5	1,037.4	1,244.0
유동부채	68.4	74.4	75.9	77.4	79.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.8	2.6	2.9	3.3	3.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	73.1	77.0	78.5	80.1	81.7
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.4	208.5	208.6	208.6	208.6
기타포괄이익누계액	13.4	6.8	5.8	5.8	5.8
이익잉여금	283.0	434.8	546.3	681.8	823.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	509.0	635.0	776.0	957.3	1,162.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	36,319	39,875	39,613	45,615	50,968
EPS(지배주주)	10,540	11,796	12,366	15,579	17,486
CFPS	14,260	15,166	15,824	18,919	20,741
EBITDAPS	14,168	15,168	16,082	18,899	21,309
BPS	39,335	49,153	60,105	74,197	90,122
DPS	0	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	0.0	1.6	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	7.4	10.1	8.0	7.1
PCR	8.3	5.7	7.9	6.6	6.0
PSR	3.3	2.2	3.2	2.7	2.5
PBR	3.0	1.8	2.1	1.7	1.4
EBITDA	169.1	195.2	206.9	243.2	274.2
EV/EBITDA	6.4	2.8	4.3	3.0	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	35.0	26.5	22.6	23.1	21.2
EBITDA 이익률	39.0	38.0	40.6	41.4	41.8
부채비율	14.4	12.1	10.1	8.4	7.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	5,217.6	6,487.4	17,747.3	-	-
매출채권회전율(x)	8.7	8.3	7.4	7.7	8.4
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.11	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-38.4	-32.2	
2016.01.15	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-37.0	-19.4	
2016.02.04	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-35.2	-19.4	
2016.04.07	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-34.4	-19.4	
2016.05.12	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-32.9	-19.4	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-33.2	-19.4	
2016.08.13	1년 경과				-41.7	-37.5	
2016.10.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-20.5	-17.1	
2016.11.09	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-17.1	
2017.01.10	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-15.9	
2017.02.09	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.2	0.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-13.8	-10.8	
2017.05.15	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-7.1	
2017.07.07	산업분석	Buy	140,000	김동희	-15.7	-7.1	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-15.9	-7.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-3.0	
2017.11.08	기업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-	-	