

2018. 8.9



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 230,000 원

현재주가 (8.8) 144,600 원

상승여력 59.1%

KOSDAQ 783.81pt

시가총액 18,605억원

발행주식수 1,287만주

유동주식비율 72.79%

외국인비중 32.77%

52주 최고/최저가 191,500원/109,000원

평균거래대금 176.8억원

주요주주(%)

게임빌 외 3 인 24.53

KB자산운용 5.80

국민연금 6.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.7 4.4 40.9

상대주가 -11.1 10.5 16.5

주가그래프



컴투스 078340

2Q18 Review : 신작에 목마르다

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 하회. 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,241억원(-4.1% YoY), 364억원(-25.6% YoY) 기록하며 당사 추정치(매출액 1,287억원, 영업이익 420억원) 대비 각각 3.6%, 13.3% 하회
- ✓ 신작에 목마른 2018년, 10월 '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' 출시 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 23만원 유지. 2019년 신작출시가 완료되는 시점의 PER은 10.5배 수준에 불과. 최근 1개월 동안의 14%의 추가하락으로 매수기회 제공

2Q18 실적, 기대치 하회

2Q18 실적은 전반적으로 기대보다 부진하였다. 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,241억원(-4.1% YoY), 364억원(-25.6% YoY) 기록하며 당사 추정치(매출액 1,287억원, 영업이익 420억원) 대비 각각 3.6%, 13.3% 하회했다. 2Q 영업이익률을 역시 지난 2년간 30%대의 영업마진에 못미치며 29.3%를 기록하였는데 '서머너즈워'의 라이프사이클 장기화되며 점진적 매출 감소하고 있고, 신규게임을 준비하며 개발인력 충원으로 인건비 증가와 '서머너즈워' 4주년/야구게임 마케팅 등 비용부담은 확대되었기 때문이다. 참고로 동사의 2Q18 전체 인력은 912명으로 2018년말 960~970명 수준으로 증가된다.

신작에 목마르다

2분기 실적발표 컨퍼런스에서 기대하는 신작게임 '스카이랜더스 링 오브 히어로즈'의 사전예약을 10월초부터 진행하여 10월말 출시한다고 밝혔다. 또 하나의 기대게임, '서머너즈워MMO'의 경우 개발자 교체로 2019년에 출시될 계획이다. 당사가 추정하는 2018년 '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' 매출액은 180억원, 일평균 매출 3억원 수준이다.

밸류에이션 메리트는 여전

투자의견 Buy, 적정주가 23만원을 유지한다. 2019년 모든 신규게임의 출시가 완료 시점 기준 PER은 10.5배 수준에 불과하여 국내 게임업종 평균 PER 12.3배 대비 15% 낮은 수준이다. 10월 신작 출시로 포트폴리오 다각화 임박해있다는 점 감안시 과도한 조정은 매수기회이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	513.1	192.0	151.8	11,796	11.9	49,352	7.4	1.8	2.8	26.5	12.1
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018E	510.0	158.9	142.0	11,036	-0.3	68,675	13.9	2.2	7.7	17.3	8.9
2019E	688.6	228.2	187.8	14,597	32.3	81,776	10.5	1.9	4.4	19.4	7.6
2020E	776.9	247.5	202.9	15,771	8.0	95,976	9.7	1.6	3.9	17.7	6.6

표1 컴투스 2Q18 실적 Review - 기대치 하회

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	당사예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	124.1	129.4	-4.1%	114.0	8.8%	128.7	-3.6%	127.2	-2.4%
국내 모바일	21.1	16.5	27.7%	16.7	26.3%	19.2	9.9%	-	-
해외 모바일	103.0	112.4	-8.3%	97.3	5.8%	109.0	-5.5%	-	-
영업이익	36.4	49.0	-25.7%	39.4	-7.7%	42.0	-13.3%	45.1	-19.3%
세전이익	40.4	52.1	-22.5%	49.7	-18.8%	46.0	-12.2%	-	-
지배순이익	35.2	37.4	-6.0%	36.5	-3.6%	35.4	-0.6%	36.8	-4.3%
영업이익률(%)	29.3	37.8	-8.5%p	34.6	-5.2%p	32.6	-3.3%p	35.5	-6.1%p
순이익률(%)	28.4	28.9	-0.6%p	32.0	-3.6%p	27.5	+0.9%p	28.9	-0.6%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 컴투스 분기별 실적 - 점진적 감소세, 4Q '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' 출시로 반등 기대

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	120.3	129.4	125.7	132.6	114.0	124.1	127.3	144.6	508.0	510.0	688.6
국내 모바일	13.1	16.5	15.6	20.6	16.7	21.1	21.7	23.3	65.8	82.8	104.2
해외 모바일	106.6	112.4	110.2	115.7	97.3	103.0	105.1	120.8	444.8	426.2	582.4
영업이익	50.1	49.0	49.6	46.0	39.4	36.4	37.4	45.7	194.7	158.9	228.2
세전이익	50.0	52.1	53.4	37.7	49.7	40.4	41.5	49.8	193.2	181.4	243.9
지배순이익	35.7	37.4	39.2	29.1	36.5	35.2	31.9	38.4	142.4	142.0	187.8

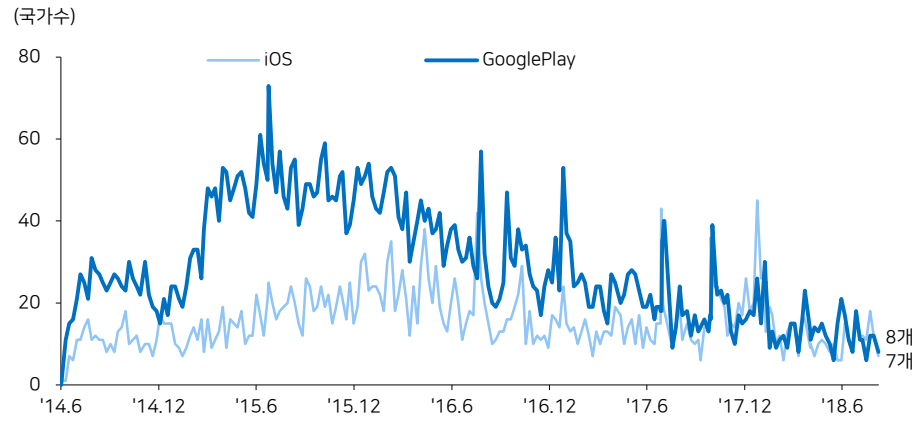
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 국내 게임업종 Peer Valuation

국가	회사	시가총액	PER (x)		3yrs EPS	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	
		(십억원, 십억달러)	2018E	2019E	CAGR (%)	2018E	2018E	2018E	2018E	2019E
한국	넷마블	12,099.8	31.5	21.2	29.3	1.1	8.4	2.6	16.8	11.0
	엔씨소프트	7,865.1	17.1	12.4	21.4	0.8	16.3	2.6	9.1	6.5
	컴투스	1,879.8	11.3	9.2	11.5	0.9	20.6	2.1	5.0	3.2
	펄어비스	2,890.8	14.5	9.8	19.7	0.7	49.1	6.1	10.7	6.1
	더블유게임즈	989.7	12.5	9.1	21.5	0.6	18.4	2.0	9.0	6.9
국내 평균		5,145.0	17.4	12.3	20.7	0.8	22.6	3.1	10.1	6.7
미국	EA	39,212.9	30.0	25.5	13.1	2.3	30.6	9.1	19.3	16.7
	Blizzard	53,544.0	26.7	23.2	14.6	1.8	19.5	4.8	18.8	15.2
중국	텐센트	441,568.6	34.9	26.5	37.0	1.0	27.9	8.8	23.7	18.4
	넷이즈	34,347.7	24.1	19.5	20.2	1.2	17.5	4.3	20.9	15.8
일본	넥슨재팬	12,151.9	14.7	13.3	6.9	2.1	18.3	2.5	8.0	6.4
	Cyberagent	7,165.0	107.9	56.2	49.8	2.2	9.1	8.8	17.3	14.2
	SquareEnix	5,611.4	24.4	22.1	13.2	1.9	13.2	3.2	10.7	9.7
글로벌 평균		84,800.2	37.5	26.6	22.1	1.8	19.4	5.9	17.0	13.8

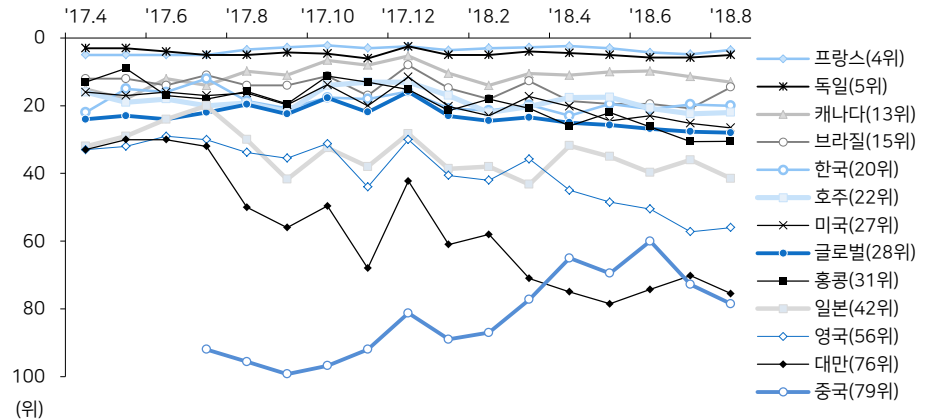
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 '서머너즈워' Grossing Top 10 랭킹국가수



주: 2018.8.8 기준 게임 매출 순위 10위 이내 국가 수
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 '서머너즈워' 주요 국가 월간 매출 순위



주: 중국은 iOS 게임 매출순위, 나머지 국가는 구글플레이 게임 매출순위의 월간 평균치
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 컴투스 2018년 신작 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	4Q18	누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임 9월 CBT 후 연내 출시 예정
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	4Q18	음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임. 4월 CBT 실시, 국내 11월 출시 목표
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	4Q18, 10월 출시 예정	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG. 6월 글로벌 CBT에서 잔존율, 동접자수 모두 기대 충족하며 양호
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	4Q18 ~1Q19	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	4Q18 ~1Q19	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' 출시 시점을 10 월이라고 언급했는데 글로벌 사전예약은 언제 시작되는지? 출시 전까지의 타임라인은? 당초 3 분기 내 출시 예정이었는데 11 월로 미루어진 것은 넷플릭스 방영 시점을 고려한 것인지 폴리싱 작업이 늦어진 것인지?

A

- 서구권 지역부터 출시 시작, 10월 초부터 사전예약 시작할 예정
- CBT에서 긍정적 피드백 얻었는데 넷플릭스와의 협업 통해 유저 많이 유입됨, 밸런스 등 개발 마무리 방향을 확인할 수 있었음
- 콘텐츠 볼륨, 편의성, 밸런스 개선 위해 게임 출시 일정 지연되었으며 성공의 가능성 더 확신할 수 있을 것

Q 개발진 교체 보도 이후 시장에서 '서머너즈워 MMORPG'에 대한 우려가 확대되고 있는 것 같은데 일부 개발진이 교체된 이유는? 향후 개발 방향은 어떻게 진행되는지? 2019 년으로 출시 일정이 지연될 가능성은?

A

- 기존 모바일 MMORPG와 차별화된 전략성이 강조되는 게임으로 아시아와 서구권에서 모두 흥행할 수 있는 게임 개발하는 것이 목표
- 명확한 개발 방향성을 확보하고 개발 리소스를 집중적으로 투입해서 게임 개발 속도와 완성도를 높이기 위한 것
- 신규 개발진은 컴투스나 '서머너즈워'에 대한 이해도가 높은 개발진과 대형 개발사에서 많은 경험을 가지고 있는 개발진이 포함되어 있음
- '서머너즈워' IP를 활용해 강점을 살리는 데에 적임자라고 판단했으며 개발 방향성을 공고히 하기 위한 것
- 연내 출시 일정 맞추지 못할 가능성이 존재하는 것은 사실임. 구체적인 일정에 대해서는 추후 시장과 다시 커뮤니케이션 할 것

Q 인건비가 상당히 많이 늘었는데 구체적인 증가 원인은? 올해 가이드는?

A

- 당초에 전체 인력 규모를 연말까지 1,000명 수준으로 증가시키겠다고 언급한 바 있으며 지속적 개발 인력 충원 진행
- 해가 바뀌면서 연봉 인상 효과 있으며 특히 당분기에는 직전 분기와 비교해서 상여금 지급이 있었음
- 전체적인 수익률을 보았을 때 다소 떨어진 부분이 있지만 인건비 투자의 결과로 하반기 신작 출시되면 수익성 개선 가능할 것으로 기대

Q 10월부터 신작 출시 예정되어 있는데 3분기 마케팅비 집행 계획은?

- A**
- 마케팅비 상승 요인은 야구 라인업에 대한 투자가 이루어졌기 때문. 지속적 투자 효과가 있을 것으로 기대
 - 당초 연간으로 매출의 15% 범위를 지켜나가는 것이 목표, 지금도 변함 없음
 - 신작 출시와 함께 마케팅 비용 증가하겠지만 전체 매출도 증가할 것이기 때문에 매출 대비 약 15% 타겟은 유지될 것

Q 마케팅비 관련 야구 라인업 투자가 있었다고 언급했는데 오로지 야구 마케팅 비용인지 '서머너즈워' 등 다른 게임의 마케팅 비용도 증가했는지?

- A**
- 3월 말 야구 게임 라인업의 2018년도 새로운 시즌 업데이트하면서 시즌 마케팅이 있었음. 야구 마케팅비용이 당분기 증분의 50% 이상 차지
 - '서머너즈워' 마케팅 비용도 있었음. '스카이랜더스'는 유의미한 마케팅 비용이 발생하지는 않았음.

Q 지급수수료가 작년에는 분기별 매출 대비 3% 정도였는데 1,2분기에는 3.6% 정도 나왔음. 구조적으로 이런 추세가 이어질 것으로 예상하는지?

- A**
- 올 초에 해외법인 합병, 해외법인 운영 비용이 연결 해지되면서 지급수수료로 연결되어 원가율이 올라간 것
 - 매출 대비 지급수수료 비중은 현재의 수준 유지될 것이며 구조적으로 큰 변화가 있거나 한 것은 아님

Q 액티비전 쪽에서 하반기 '스카이랜더스' IP 활용한 애니메이션 방영 예정. 향후 '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' 마케팅 방식은?

- A**
- 지난 CBT를 통해 미국, 유럽, 독일 지역에서의 강력한 IP 파워 확인. 액티비전과의 적극적 협업이 가져온 결과
 - 향후 게임 출시 이후에도 액티비전의 계정, 채널 등과 적극적으로 협력해 마케팅 진행할 것

컴투스(078340)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	513.1	508.0	510.0	688.6	776.9
매출액증가율 (%)	18.3	-1.0	0.4	35.0	12.8
매출원가	51.5	51.3	51.6	70.9	93.2
매출총이익	461.5	456.7	458.5	617.7	683.7
판매비와관리비	269.5	262.0	299.6	389.5	436.1
영업이익	192.0	194.7	158.9	228.2	247.5
영업이익률 (%)	37.4	38.3	31.1	33.1	31.9
금융수익	6.3	7.7	13.7	16.0	19.3
종속/관계기업관련손익	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-9.7	-9.0	1.7	1.8
세전계속사업이익	199.0	193.2	181.4	243.9	263.5
법인세비용	47.2	50.9	43.5	56.1	60.6
당기순이익	151.8	142.4	142.0	187.8	202.9
지배주주지분 순이익	151.8	142.4	142.0	187.8	202.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	156.0	134.6	136.5	190.6	205.9
당기순이익(손실)	151.8	142.4	142.0	187.8	202.9
유형자산감가상각비	1.9	1.7	1.6	0.9	0.5
무형자산상각비	1.3	1.1	0.8	0.6	0.4
운전자본의 증감	4.1	-11.1	5.0	-11.0	-10.0
투자활동 현금흐름	-131.4	-182.0	-127.4	-122.8	-138.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
투자자산의 감소(증가)	8.0	-11.7	-12.1	-12.6	-13.1
재무활동 현금흐름	-19.6	-15.9	14.0	21.3	-14.8
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의증가	5.2	-64.2	8.9	45.0	40.4
기초현금	84.8	90.0	25.8	34.7	79.7
기말현금	90.0	25.8	34.7	79.7	120.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	654.3	768.0	882.9	1,041.2	1,211.6
현금및현금성자산	90.0	25.8	34.7	79.7	120.1
매출채권	61.8	74.1	96.8	98.7	100.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	57.7	70.3	80.6	92.5	106.5
유형자산	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8
무형자산	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9
투자자산	22.3	34.5	37.7	47.7	47.5
자산총계	712.0	838.3	963.5	1,133.7	1,318.1
유동부채	74.4	76.5	83.4	105.7	105.3
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	2.6	0.9	1.0	1.2	1.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.0	77.4	78.9	80.5	82.1
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.5	208.4	208.4	208.4
기타포괄이익누계액	6.8	5.9	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	434.8	559.7	660.7	823.8	1,010.9
비지배주주지분	0.0	0.0	1.0	1.1	1.1
자본총계	635.0	760.9	884.6	1,053.2	1,236.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	39,875	39,482	39,640	53,521	60,380
EPS(지배주주)	11,796	11,066	11,036	14,597	15,771
CFPS	15,166	14,961	14,087	18,399	19,924
EBITDAPS	15,168	15,343	12,530	17,848	19,305
BPS	49,352	59,141	68,675	81,776	95,976
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	7.4	12.3	13.9	10.5	9.7
PCR	5.7	9.1	10.9	8.3	7.7
PSR	2.2	3.4	3.9	2.9	2.5
PBR	1.8	2.3	2.2	1.9	1.6
EBITDA	195.2	197.4	161.2	229.6	248.4
EV/EBITDA	2.8	5.5	7.7	4.4	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	17.3	19.4	17.7
EBITDA 이익률	38.0	38.9	31.6	33.3	32.0
부채비율	12.1	10.2	8.9	7.6	6.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6,487.4	8,420.1	27,226.6	-	-
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	6.0	7.0	7.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 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)	
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	-13.1	-2.5	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-11.6	13.6	
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	-6.5	33.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-19.3	-14.4	
2018.05.11	기업브리프	Buy	210,000	김동희	-17.4	-8.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-24.0	-18.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-25.9	-18.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	230,000	김동희	-	-	