

2020. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 140,000 원**

**현재주가 (2.12) 107,600 원**

**상승여력 30.1%**

KOSDAQ	686.59pt
시가총액	13,844억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	66.24%
외국인비중	31.43%
52주 최고/최저가	122,900원/80,900원
평균거래대금	54.8억원

**주요주주(%)**

게임빌 외 3 인	28.35
KB자산운용	9.46
국민연금공단	7.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	21.2	-9.5
상대주가	3.9	4.9	-3.7

**주가그래프**



# 컴투스 078340

오늘보다 더 나은 내일

- ✓ 4분기 실적, '서머너즈워', 'MLB9 이닝스 19', '컴투스프로야구'의 양호한 성과로 기대치 부합
- ✓ 2020년 신작출시 스케줄 활발해져. 1분기 '히어로즈워:카운터어택', '스토리픽'을 시작으로 3분기 '서머너즈워:백년전쟁', 4분기 '서머너즈워:크로니클' 등의 게임 출시
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 14만원 유지. 주가 하방경직성 확보. 올해 신규게임 성과에 따른 리레이팅 여부에 주목 따른 리레이팅 여부에 주목

**4Q19 실적, 예상치 부합**

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,216억원(-1.8% YoY), 332억원(+1.5% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 1,248억원, 영업이익 329억원) 대비 대체로 부합하였다. 국내와 해외 매출액은 각각 269억원(+23.9% YoY), 948억원(-7.2% YoY)을 기록하였다. 게임별 매출 비중은 '서머너즈워' 85%(966억원, 일평균 11억원), 'MLB9 이닝스19'와 '컴투스프로야구' 합산 15% 수준(약 180억원)으로 추정한다. 영업이익률은 27.3%로 연말 프로모션 진행에도 전분기대비 수익성 소폭 개선되었는데 마케팅 효율화에 기인한다. 세전이익은 216억원으로 47.2% QoQ 감소, 외화자산평가손실 발생 때문이다.

**신규게임 출시일정 점검**

2020년 신작 사이클은 전년대비 활발해지고 있다. 1분기 '히어로즈워:카운터어택', '스토리픽'을 시작으로 2분기 '버디크러시(동남아)', 3분기 '서머너즈워:백년전쟁', 4분기 '서머너즈워:크로니클' 등의 게임 출시 계획하고 있다. '서머너즈워:백년전쟁'의 출시 일정이 기존 2Q20에서 3Q20으로 다소 지연되었으나 FGT 강화를 통한 성공 가능성을 높이기 위한 전략이다. 또한 2021년에는 '워킹데드' IP게임도 출시계획 중으로 다양한 IP/장르/컨텐츠 콜라보레이션을 도전하고 있다는 점이 긍정적이다.

**주가의 하방경직성 확보**

컴투스 시가총액에서 보유현금을 제외한 영업가치는 4,500억원 수준에 불과하다. '서머너즈워', '컴투스프로야구', 'MLB 9 이닝스19' 등 롱런 IP들이 연간 1,300억원 수준의 EBITDA를 창출하고 있다는 점을 감안하면 저평가 메리트가 유효하며, 올해 신규게임 성과에 따른 리레이팅 여부에 주목할 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018	481.8	146.6	129.6	10,075	-8.9	65,600	12.8	2.0	6.5	16.2	7.7
2019P	469.6	127.0	113.2	8,795	-14.5	74,908	14.7	1.7	5.0	12.5	8.3
2020E	540.8	155.9	138.5	10,765	20.8	83,761	10.0	1.3	1.8	13.6	7.6
2021E	582.7	183.4	159.6	12,401	16.0	94,206	8.7	1.1	0.9	13.9	6.9

**표1 컴투스 4Q19 실적, 예상치 부합**

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>121.6</b>	<b>123.8</b>	<b>-1.8%</b>	<b>116.2</b>	<b>4.7%</b>	<b>123.3</b>	<b>-1.4%</b>	<b>124.8</b>	<b>-2.6%</b>
국내 모바일	26.9	21.7	24.0%	25.7	4.7%	26.7	0.7%	-	-
해외 모바일	94.8	102.1	-7.2%	90.5	4.7%	96.6	-2.0%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>33.2</b>	<b>32.7</b>	<b>1.5%</b>	<b>31.3</b>	<b>6.0%</b>	<b>32.7</b>	<b>1.5%</b>	<b>32.9</b>	<b>0.9%</b>
<b>세전이익</b>	<b>21.6</b>	<b>35.3</b>	<b>-38.7%</b>	<b>40.9</b>	<b>-47.2%</b>	<b>42.7</b>	<b>-49.4%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>11.2</b>	<b>28.2</b>	<b>-60.3%</b>	<b>32.7</b>	<b>-65.7%</b>	<b>32.0</b>	<b>-65.0%</b>	<b>30.7</b>	<b>-63.5%</b>
영업이익률(%)	27.3	26.4	0.9%p	26.9	0.3%p	26.5	0.8%p	26.4	0.9%p
순이익률(%)	9.2	22.8	-13.6%p	28.2	-19.0%p	26.0	-16.7%p	24.6	-15.4%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**표2 컴투스 분기별 실적 - 2020년 신작출시 시점과 성과가 관건**

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
<b>매출액</b>	<b>107.7</b>	<b>124.2</b>	<b>116.2</b>	<b>121.6</b>	<b>124.1</b>	<b>124.9</b>	<b>134.7</b>	<b>157.2</b>	<b>481.8</b>	<b>469.6</b>	<b>540.8</b>
국내 모바일	20.2	23.9	25.7	26.9	28.5	29.4	32.0	35.9	80.0	96.7	125.8
해외 모바일	87.5	100.3	90.5	94.8	95.6	95.5	102.7	121.3	401.7	372.9	415.1
<b>영업비용</b>	<b>77.5</b>	<b>91.9</b>	<b>84.9</b>	<b>88.4</b>	<b>87.2</b>	<b>89.7</b>	<b>97.3</b>	<b>110.8</b>	<b>335.1</b>	<b>342.7</b>	<b>384.9</b>
마케팅비	14.6	16.4	16.0	18.0	17.0	18.0	21.0	22.0	71.6	65.0	78.0
인건비	14.0	16.8	16.1	16.6	16.6	17.5	19.0	20.0	54.3	63.5	73.1
지급수수료	39.0	45.5	42.6	44.0	44.9	45.2	48.7	56.8	173.1	171.1	195.5
로열티	3.3	5.3	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	12.3	13.9	10.8
기타	6.6	7.8	7.5	7.2	6.1	6.3	5.9	9.2	23.8	29.1	27.5
<b>영업이익</b>	<b>30.2</b>	<b>32.3</b>	<b>31.3</b>	<b>33.2</b>	<b>36.9</b>	<b>35.2</b>	<b>37.4</b>	<b>46.4</b>	<b>146.6</b>	<b>127.0</b>	<b>155.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>39.7</b>	<b>43.6</b>	<b>40.9</b>	<b>21.6</b>	<b>42.3</b>	<b>40.8</b>	<b>43.2</b>	<b>52.3</b>	<b>170.9</b>	<b>145.8</b>	<b>178.7</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.4</b>	<b>38.8</b>	<b>32.7</b>	<b>11.2</b>	<b>32.9</b>	<b>31.8</b>	<b>33.5</b>	<b>40.4</b>	<b>129.6</b>	<b>113.2</b>	<b>138.5</b>

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

**표3 2020년 컴투스 신규게임 출시일정 - 지난 2년간의 부진을 깨고 활발해질 예정**

게임명	장르	개발사	시기	진출 국가	특징
히어로즈워:카운터택	턴제 RPG	자체개발	1Q20	동남아 (글로벌)	<ul style="list-style-type: none"> <li>19.2.11 사내 FGT, 3Q19 2차 FGT, 1Q20 소프트론칭 예정</li> <li>다양한 이동과 공격을 동시 진행하는 등 세밀한 영웅 컨트롤 게임</li> </ul>
버디크러시	스포츠	데이세븐(자회사)	2Q20	동남아	<ul style="list-style-type: none"> <li>19.08 인도네시아 소프트론칭</li> </ul>
스카이랜더스 링오브히어로즈	전략 RPG	자체개발	2Q20	한국 (아시아)	<ul style="list-style-type: none"> <li>액티비전 유명 콘솔IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG</li> <li>19.2.28 북미/유럽 (아시아제외 120여개국) 출시했으나 성과 부진</li> <li>2Q20 한국, 하반기 동남아에도 출시한다는 계획이나 아직 불확실</li> </ul>
스토리픽	스토리게임 플랫폼	데이세븐(자회사)	1Q20	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>킹덤 IP 기반 신작 포함 다수의 스토리게임들을 즐길 수 있는 플랫폼</li> <li>1Q20 FGT 진행 중</li> <li>2020년 '워킹데드' 등 신규 IP 추가 예정</li> </ul>
드래곤스카이	방치형 슈팅 RPG	노바코(자회사)	2Q20	북미, 남미	<ul style="list-style-type: none"> <li>게임 속 용을 육성해 전투에 참여하는 방치형 RPG</li> <li>2Q20 북미시장 론칭 예정</li> </ul>
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	3Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>'서머너즈워' IP를 활용한 전략 시뮬레이션 게임</li> <li>2020년 3월 FGT, 2Q20 CBT, 3Q20 출시</li> </ul>
서머너즈워: 크로니클	MMORPG	자체개발	4Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>소환수 연계 전투 플레이로 전략적 요소를 강조한 게임</li> </ul>

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

## 컴투스 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 2019년말 '서머너즈워' 연말패키지 판매 효과?

- A**
- 19년말 SWC 패키지 판매하면서 연말 성과가 전년대비 증가하였음. 해당 패키지 판매 기간은 이전 프로모션 대비해서 좀더 많이 할당되어서 올해 1분기 실적에도 반영될 것
  - 1분기는 '서머너즈워' 연간 흥행 준비하는 중요한 시기. 콘텐츠 개편 위한 조정하고 있음. 6주년 이벤트 및 실시간 아레나 위한 콘텐츠 업데이트 준비중. SWC 분위기를 단순 결승으로 끝내는 것이 아니라 중소 로컬 대회를 꾸준히 개최하기 위한 준비 중

**Q** 1분기 야구게임 현황?

- 시즌 진행되지 않아 비수기임. 그러나 클럽대전이나 유저간 길드활성화 강화 등의 비시즌에도 유저들이 즐길 수 있는 콘텐츠 제공하고 있음
- 비시즌 동안 90일 이상 출석하면 큰 보상 주는 오프시즌 이벤트 진행하며 DAU 방어하고 있음. 실제 1Q19 DAU는 9.4% YoY 증가한 바 있음

**Q** '워킹데드' IP와 개발 상황은?

- A**
- 개발 진행하고 있으며 2021년 출시 예정. 스카이바운드의 다양한 코믹스 IP 활용한 게임 콘텐츠 준비 중. 게임의 내용은 융합장르로 최근 시장 트렌드가 특정 장르에 제한되기 보다는 다양한 장르가 합쳐진 게임들이 인기 끌고 있음
  - 과거 장르간 경계가 뚜렷했다면 이제는 경계가 모호해지고 있어 '워킹데드' IP를 그런 장르의 게임으로 선정했음. 아이돌/퍼즐/전략시뮬레이션/방치적 요소 포함 된 퓨전 RPG 추구

**Q** 2020년 배당과 주주환원 정책?

- A**
- 과거 순이익의 10~15%를 배당지급하는 정책 지속하고 있음. 지난 몇 년간 주당 1,400원의 배당 실시. 아직 특별히 달라진 부분은 없음
  - 배당은 이익창출 상황과 경영환경 상황에 따라서 고민하면서 업데이트할 것

**Q** '서머너즈워:백년전쟁'과 '서머너즈워:크로니클' 출시 지연 배경?

- A**
- 3월 유저 세그먼트 타겟팅한 심도있는 FGT 진행 예정. 4월에는 전사 임직원 대상의 FGT 추가 진행 예정. 2분기에는 일반 유저 대상의 CBT 진행 예정
  - 과거 FGT를 전사대상으로만 진행했던 것 비해서는 유저대상으로만 진행하고 있어서 1개 분기 출시 연기하게 되었음. 글로벌 성공 가능성 높이기 위한 작업의 일환으로 이해
  - '크로니클'은 예정대로 개발 진행 중이며 1H20 FGT 진행, 연말 출시 예정임

**Q** '버디크러시' 성과 부진?

- A**
- '버디크러시'의 성과 부진 이유는 무과금범위가 다소 넓게 설정, 루틴하게 접속할 수 있는 콘텐츠 순환 구조 보강 필요. 작년 11~12월에 대규모 업데이트 하며 밸런스, 보상체계 보완. 2Q20 동남아 출시 계획

**Q** 올해 3~4분기 '서머너즈워' IP 게임 출시 집중되어 있는데 마케팅비 가이드선스?

- A**
- '서머너즈워' 원작 글로벌 다운로드가 1억건 이상으로 방대한 유저 기반 가지고 있어서 휴면유저나 각 장르별로 타겟팅하는 신규유저 대상으로 가능한 많은 매체 활용해서 적극적 마케팅하겠다는 생각
  - 2019년은 마케팅비용은 전년대비 효율화하였음. 2020년에는 신작출시와 연계해서 적극적이고 걸맞는 마케팅이 진행될 것임. 증가한다고 해도 매출액대비 15% 비중을 유지할 것임

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	508.0	481.8	469.6	540.8	582.7
매출액증가율 (%)	-1.0	-5.2	-2.5	15.2	7.7
매출원가	51.3	58.9	66.6	70.3	69.9
매출총이익	456.7	422.9	457.3	438.7	421.2
판매관리비	262.0	276.3	276.1	314.6	329.4
<b>영업이익</b>	<b>194.7</b>	<b>146.6</b>	<b>127.0</b>	<b>155.9</b>	<b>183.4</b>
영업이익률	38.3	30.4	27.0	28.8	31.5
금융손익	7.7	14.7	22.7	21.4	24.6
중속/관계기업손익	0.6	4.7	4.5	4.2	4.0
기타영업외손익	-9.7	4.8	4.6	4.4	4.1
세전계속사업이익	193.2	170.9	145.8	178.7	207.3
법인세비용	50.9	41.2	34.9	44.7	51.8
<b>당기순이익</b>	<b>142.4</b>	<b>129.7</b>	<b>110.9</b>	<b>134.0</b>	<b>155.5</b>
지배주주지분 순이익	142.4	129.6	113.2	138.5	159.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>134.6</b>	<b>128.6</b>	<b>116.0</b>	<b>140.6</b>	<b>162.4</b>
당기순이익(손실)	142.4	129.7	110.9	134.0	155.5
유형자산상각비	1.7	1.8	4.8	3.6	1.9
무형자산상각비	1.1	0.8	0.4	0.1	0.1
운전자본의 증감	-11.1	13.9	-27.0	1.2	1.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-182.0</b>	<b>-77.6</b>	<b>-85.7</b>	<b>-91.9</b>	<b>-102.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.6	-3.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.7	-61.5	48.7	-10.0	-11.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-15.9</b>	<b>-44.1</b>	<b>-27.5</b>	<b>-24.3</b>	<b>-22.2</b>
차입금의 증감	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.3	-0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.2	7.0	-5.0	17.8	27.8
기초현금	90.0	25.8	32.8	27.8	45.6
기말현금	25.8	32.8	27.8	45.6	73.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	768.0	774.0	952.3	1,053.8	1,173.4
현금및현금성자산	25.8	32.8	27.8	45.6	73.4
매출채권	74.1	52.8	78.1	72.9	68.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	70.3	135.3	92.5	106.5	122.9
유형자산	2.9	3.0	7.4	3.8	1.9
무형자산	2.7	2.1	16.9	16.9	16.9
투자자산	34.5	100.7	49.7	59.7	71.6
<b>자산총계</b>	<b>838.3</b>	<b>909.3</b>	<b>1,044.8</b>	<b>1,160.3</b>	<b>1,296.3</b>
유동부채	76.5	63.2	79.6	81.2	82.8
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	0.9	1.6	2.3	2.2	2.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>77.4</b>	<b>64.8</b>	<b>80.5</b>	<b>82.1</b>	<b>83.7</b>
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.7	208.1	208.1	208.1
기타포괄이익누계액	5.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	559.7	675.2	762.6	876.4	1,010.6
비지배주주지분	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>자본총계</b>	<b>760.9</b>	<b>844.5</b>	<b>964.3</b>	<b>1,078.2</b>	<b>1,212.6</b>

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	39,482	37,443	36,501	42,034	45,288
EPS(지배주주)	11,066	10,075	8,795	10,765	12,401
CFPS	14,961	11,470	9,564	11,405	12,693
EBITDAPS	15,343	11,601	10,270	12,407	14,403
BPS	59,141	65,600	74,908	83,761	94,206
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.3	12.8	14.7	10.0	8.7
PCR	9.1	11.2	13.5	9.4	8.5
PSR	3.4	3.4	3.5	2.6	2.4
PBR	2.3	2.0	1.7	1.3	1.1
EBITDA	197.4	149.3	132.1	159.6	185.3
EV/EBITDA	5.5	6.5	5.0	1.8	0.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.4	16.2	12.5	13.6	13.9
EBITDA 이익률	38.9	31.0	28.1	29.5	31.8
부채비율	10.2	7.7	8.3	7.6	6.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8,420.1	6,125.8	1,935.0	38,817.2	45,653.5
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.2	7.2	8.3
재고자산회전율(x)					

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**컴투스 (078340) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

