

2021. 8. 12



▲ 인터넷/게임

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

Buy

적정주가 (12개월) 180,000 원

현재주가 (8.12) 110,300 원

상승여력 63.2%

KOSDAQ	1,054.09pt
시가총액	14,192억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	62.85%
외국인비중	15.14%
52주 최고/최저가	177,600원/105,900원
평균거래대금	182.9억원

주요주주(%)

게임빌 외 6 인 29.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-29.6	-7.2
상대주가	-7.6	-35.6	-25.6

주가그래프



컴투스 078340

뼈아픈 백년전쟁의 부진

- ✓ 2Q21 실적, 예상치 하회. 2분기 매출액과 영업이익은 1,529억원(+3.6% YoY), 110억원(-71.2% YoY)으로 당사 추정치(영업이익 293억원)대비 62.6% 하회. 백년전쟁 관련 마케팅비 집행이 예상보다 컸음. 2Q21 마케팅비는 449억원(+141.4% QoQ) 기록
- ✓ 4월 29일 출시된 '백년전쟁'의 성과 부진. 2분기 백년전쟁 매출액은 192억원(일평균 3억원) 수준으로 추정. 8월 현재 일매출 1억원 수준이며 e스포츠 통한 반등 노력
- ✓ 고점대비 38.9% 하락한 주가는 백년전쟁 없던 시기로 회귀. 4Q21 '쿠키런:킹덤'의 유럽 퍼블리싱, 1Q22 코로나클의 글로벌 출시 등으로 성장 모멘텀 재가동 기대

2Q21 실적, 예상치 하회

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,529억원(+3.6% YoY), 110억원(-71.2% YoY) 으로 당사 추정치(매출액 1,512억원, 영업이익 293억원)대비 하회하였다. 4월 29일 출시된 '백년전쟁'의 성과는 부진했다. 2분기 '백년전쟁' 매출액은 192억원(일평균 3억원) 수준으로 추정하며 8월 현재 일매출 1억원 수준이며 하반기 e스포츠 통한 반등을 꾀하고 있다. 2분기 영업이익률은 7.2%로 18.6%p YoY 하락하였는데 마케팅비가 예상보다 많이 집행된 데 주로 기인한다. 2분기 주요 영업비용은 마케팅비 449억원(+29.4 YoY), 인건비 256억원(+16.7% YoY), 지급수수료 552억원(+36.1% YoY), 로열티 40억원(+2.6% YoY), 기타 122억원(+8.0% YoY) 순이었다. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,508억원(-1.3% QoQ), 183억원(+66.9% QoQ)으로 수준으로 추정. 서머너즈워의 7주년 이벤트 반응 양호하며 마케팅비 컨트롤 되고 있어 충분히 회복 가능하다.

2022년 매출 가이드스 1조원 유지

'서머너즈워:천공의 아레나'의 팬덤은 매우 견고, 7주년 프로모션으로 DAU 100만명, 일 평균 10억원 수준의 매출 유지 중이다. 하반기 신규 몬스터 추가 및 리텐션 강화하여 '서머너즈워'의 수익창출 능력 강화될 것으로 기대한다. 차기작 코로나클은 2022년 1분기 출시를 목표로 출시 시점부터 연간 매출액 3천억원의 가이드스는 변함없다. 그 밖에 데브시스터즈의 '쿠키런:킹덤'의 유럽 퍼블리싱, M&A를 통한 추가 성장 동력 확보 등으로 인한 성장 가이드스는 유지된다.

주가 과매도 국면, 중장기 투자관점 필요

고점대비 38.9% 하락한 주가는 백년전쟁 없던 시기로 회귀된 수준, 12개월 forward 순이익 기준 Target PER 적용한 적정주가는 18만원이다, 현금성 자산 7천억원 제외한 서머너즈워 IP 밸류 감안시 저평가 국면에 진입했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	469.3	126.0	111.8	8,693	-15.5	71,478	12.4	1.5	5.3	12.7	8.6
2020	509.0	114.1	80.4	6,246	-30.3	75,644	25.5	2.1	11.5	8.5	7.4
2021E	581.8	68.7	75.2	5,843	-1.6	79,668	18.9	1.4	8.9	7.5	18.1
2022E	801.4	159.6	126.0	9,795	69.7	87,769	11.3	1.3	3.5	11.7	17.9
2023E	878.6	185.3	146.4	11,381	15.9	97,340	9.7	1.1	2.4	12.3	16.7

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	152.9	147.5	3.6%	116.7	31.0%	151.2	1.1%	168.2	-9.1%
국내 모바일	26.8	27.3	-1.6%	25.8	4.1%	27.6	-2.7%	-	-
해외 모바일	126.0	120.2	4.8%	90.9	38.6%	123.6	2.0%	-	-
영업이익	11.0	38.0	-71.2%	17.7	-37.9%	29.3	-62.6%	38.0	-71.1%
세전이익	11.9	41.1	-71.0%	39.6	-69.9%	33.2	-64.0%	-	-
지배순이익	11.6	31.2	-62.7%	28.6	-59.4%	23.9	-51.3%	35.1	-66.8%
영업이익률(%)	7.2	25.8	-18.6%p	15.1	-8.0%p	19.4	-12.2%p	22.6	-15.4%p
순이익률(%)	7.6	21.1	-13.5%p	24.5	-16.9%p	15.8	-8.2%p	20.9	-13.3%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	98.3	147.5	128.2	134.9	116.7	152.9	150.8	161.4	509.0	581.8	801.4
국내 모바일	23.8	27.3	25.5	27.8	25.8	26.8	28.5	29.9	104.4	111.0	147.1
해외 모바일	74.5	120.2	102.7	107.1	90.9	126.0	122.4	131.6	404.6	470.8	654.4
영업비용	74.7	109.5	101.9	108.9	99.0	141.9	132.5	139.7	394.9	513.1	641.9
마케팅비	8.2	21.1	21.5	20.7	18.6	44.9	22.0	24.0	71.5	109.5	122.0
인건비	16.4	20.3	18.4	24.1	23.7	25.6	26.4	27.2	79.2	102.8	117.0
지급수수료	37.2	53.5	45.9	48.6	41.8	55.2	54.5	58.4	185.2	209.9	280.6
로열티	3.7	4.2	5.6	5.5	3.8	4.0	4.1	4.2	19.0	16.0	17.5
기타	9.2	10.3	10.5	9.9	11.2	12.2	25.5	26.0	39.9	74.9	104.8
영업이익	23.6	38.0	26.4	26.1	17.7	11.0	18.3	21.8	114.1	68.7	159.6
세전이익	40.7	41.1	25.0	-3.1	39.6	11.9	22.6	26.1	103.6	100.2	170.2
지배순이익	30.0	31.2	19.2	0.0	28.6	11.6	16.2	18.7	80.4	75.2	126.0

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

게임명	장르	개발사	시기	국가	특징
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	2021.4.29	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> '서머너즈워' 원작 이전 시대를 배경으로 영지를 운영하는 전략 게임 2020년 3월 FGT, 20년 11월 글로벌 CBT 이후 2021년 4월 글로벌 출시 사전예약자수 600만명 달성. 글로벌 시장에서 성공적으로 안착
NBA Now 21	스포츠	GAMEVIL COM2US USA Inc.	21년 10월	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 컴투스 미국 법인에서 NBA 공식 라이선스 확보 개발. 글로벌 퍼블리싱 5월 필리핀, 영국, 멕시코 등지에서 소프트론칭
발키리러쉬	슈팅방치형 RPG	노바코어	4Q21	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 드래곤스카이의 후계작. 방치형 슈팅 RPG로 연내 출시 예정
서머너즈워: 크로니클	MMORPG	자체개발	1Q22	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 소환수 연계 전투 플레이로 전략적 요소를 강조한 게임. FGT 완료 22년 1분기 출시 예정
워킹데드 IP 게임	융합장르 RPG	자체개발 (노바코어)	22년 상반기	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 퍼즐, 전략시뮬레이션, 방치형 요소 등 다양한 장르가 결합된 게임 20년 1월 미국 스카이하운즈와 전략적 투자 및 사업 제휴 계약 체결
더 워킹데드(가제)	수집형 RPG	편플로 (울엠 자회사)	22년 상반기	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 컴투스가 인수한 울엠 자회사 편플로가 개발한 '워킹데드' IP 기반 게임 수집형 RPG로 해석한 또 다른 워킹데드 프로젝트
월드오브제노니아	MMORPG	자체개발	2022년	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 게임빌 IP '제노니아' 활용한 MMORPG. 원작 '제노니아' 시리즈는 2008년 출시 이후 글로벌 누적 6,300만 다운로드 돌파한 인기 IP

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표4 컴투스 적정주가 산출내역

	(단위)	2021E	2022E	평균
매출액	(십억원)	581.8	801.4	691.6
순이익률	(%)	12.9%	15.7%	14.3%
순이익	(십억원)	75.2	126.0	100.6
EPS (a)	(원)	5,843	9,795	8,148.3
3yrs EPS CAGR	(%)			22.5%
Target PEG	(배)			1.0
적정 PER (b)	(배)			22.0
12개월 적정주가 (a*b)	(원)			180,000
적정 시가총액	(십억원)			2,213.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 '서머너즈워: 백년전쟁' 매출 순위 (구글플레이)

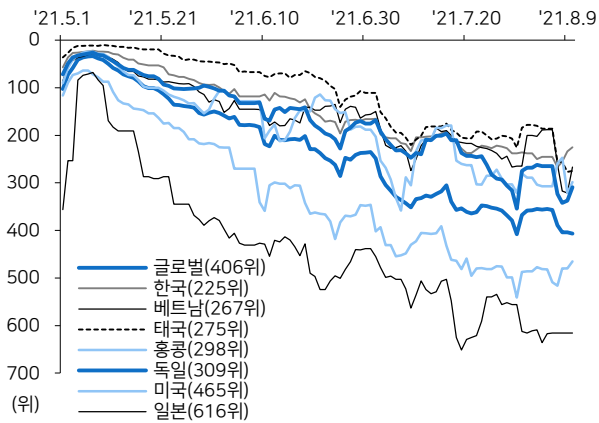


그림2 '서머너즈워: 백년전쟁' 매출 순위 (IOS)

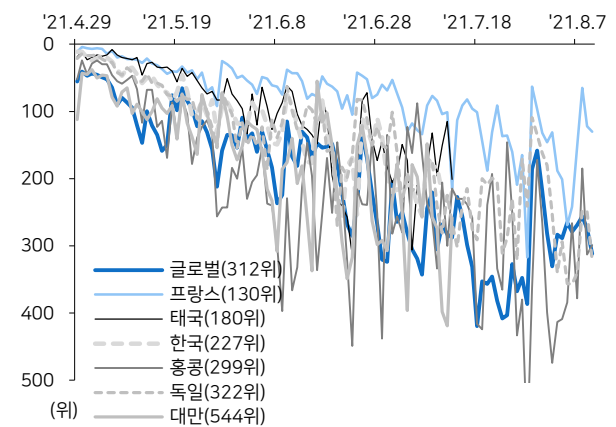
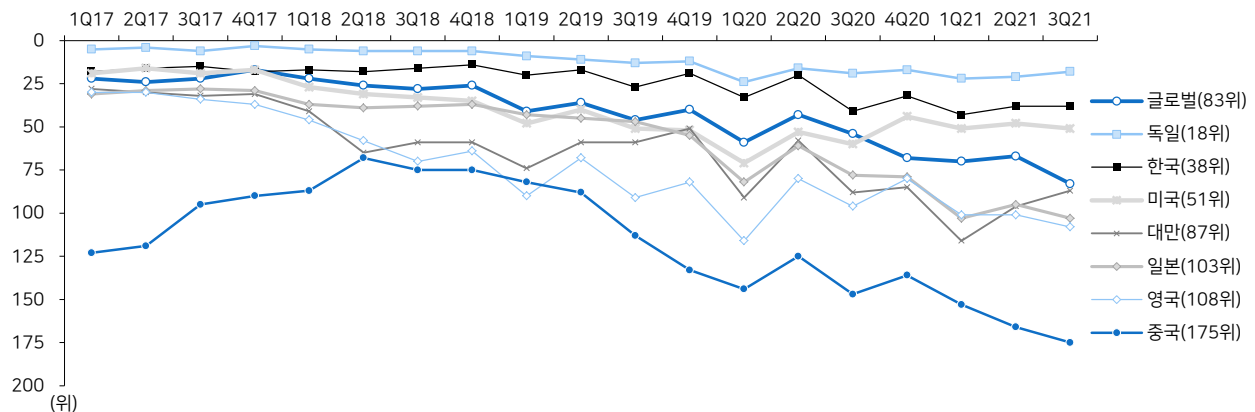


그림3 '서머너즈워: 천공의 아레나' 주요 국가별 분기 매출 순위



컴투스 Q&A

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스 콜 내용입니다

- Q** '백년전쟁'의 출시 초반 성과 좋았는데 5~6월 매출 부진, 7월 현황?
- A**
 - '백년전쟁' 출시 초기에는 예상 뛰어넘는 수준. 현재는 일매출 1억원 수준으로 안정화된 상황. 하반기에는 '백년전쟁' e스포츠 통해서 반등 노리고 있으며 8월 월드쇼다운 e스포츠 대회를 시작으로 12월에는 월드챔피언쉽까지 가는 계획. 로컬 지역에서 소규모 대회를 통해서 붐업하는 전략. 하반기에는 좋은 성과 내도록 노력
- Q** '크로니클' 일정 지연, 2022년 3천억원 매출 목표 가능한가?
- A**
 - '크로니클' 출시를 내년 1분기. CBT하기 보다는 글로벌 각 지역에서 구체적이고 정확한 피드백 받아서 글로벌 순차 론칭하려는 전략. 출시 시점부터 연간 매출 목표 3천억원에 대해서는 유효하고 그대로 가져갈 것
- Q** 2분기 '백년전쟁' 매출 발생분 감안하면 BEP 넘어섰나, 3분기 영업이익 전망?
- A**
 - BEP 넘긴 상황. 운영 효율화를 통해서 마케팅비 효율적 집행. 하반기에는 '백년전쟁'이 이익을 달성하는 프로젝트로 전환하고 있는 상황. 매출대비 마케팅비 비중이 40% 수준. 3~4분기에는 마케팅비 비중이 현실화되고 이익 개선은 충분히 업사이드 있음
- Q** '백년전쟁'의 DAU 추이 및 현황?
- A**
 - '백년전쟁'의 DAU는 현재 10~20만 사이. 하반기에 e스포츠 등의 여러 이벤트 통해서 여러 차례 업데이트 해왔는데 유저분들의 긍정적 반응 나오고 있음. 몬스터 업데이트 등을 통해 DAU 상승을 목표로 서비스 계속 하고 있음
- Q** '서머너즈워' SWC와 관련된 패키지 판매 언제부터, 4분기 가장 성수기인데 예전 수준 성과 기대해도 되나?
- A**
 - '서머너즈워:천공의 아레나'는 작년에는 PvE에 집중했다면 올해는 PvP에 집중. 이번 분기에 시작되는 점령전 토너먼트의 특수성, 월드아레나에 신규 모드 도입하여 새로운 재미 줄수 있을 것으로 기대. 하반기에는 신규몬스터 출시를 더 적극적으로 진행하여 리텐션 강화하는 장치들 준비하고 있어 서머너즈워 성장 동력 더욱 강해지는 시기가 될수 있을 것
- Q** 향후 '크로니클' 론칭은 글로벌 순차 출시인데 어떤 시장 먼저 출시?
- A**
 - '크로니클'은 글로벌 순차 론칭인데 어느 시장부터 어떻게 나갈지는 내부적으로 고민하고 테스트해보고 있는 상황이라서 이번에 정확하게 말씀드리기는 어려움
 - 웨스턴 타겟한 MMORPG의 BM차별성 관련, 콘텐츠 자체가 잘 소구되어야 BM도 작동하는 걸로 생각. 단순히 BM만 보는게 아니라 웨스턴 유저들이 좋아할 만한 콘텐츠를 다양하게 녹여내는데 노력

Q 데브시스터즈의 '쿠키런:킹덤' 유럽 시장 진출 수익구조?

- A**
- 유럽 24개국 매출에서 의미있는 비율로 수익 배분받는 모델임. 로컬라이제이션, 커스터머 서비스, 커뮤니티 매니징, 마케팅 등의 업무 일체 담당하고 매출 일부 쉐어하는 모델임. 구체적인 수치는 밝히기 어려움. '쿠키런:킹덤' 지표가 매우 좋고 유럽 사업 노하우가 접목되면 흥행 가능성이 높다고 생각. 의미있는 매출 쉐어와 실적 기여 기대하고 있음

Q 2022년 매출 가이드스 1조 제시한바 있는데 조정 여부?

- A**
- 현재 라이브게임들의 실적, 향후 예정인 게임들의 준비 상황. 지속적으로 추진하는 M&A, 지분투자 통한 성장 가능성 고려하면 2022년 1조원 매출 목표를 유지하고 달성 가능한 목표라고 생각함
 - '백년전쟁'은 목표대비 저조, '크로니클' 1분기 정도 출시 지연 부분, '크로니클' 자체의 매출 목표는 출시 이후 연간 목표로 유지하나 2022년 조금 감소 가능한데 다른 신작, 라이브게임, M&A 등으로 커버해서 목표 위해 노력하겠다는 것

컴투스(078340)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469.3	509.0	581.8	801.4	878.6
매출액증가율 (%)	-2.6	8.5	14.3	37.8	9.6
매출원가	68.9	88.9	108.5	145.6	159.6
매출총이익	400.4	420.1	473.3	655.8	719.0
판매관리비	274.5	306.0	404.6	496.3	533.7
영업이익	126.0	114.1	68.7	159.6	185.3
영업이익률	26.8	22.4	11.8	19.9	21.1
금융손익	21.5	13.4	22.1	22.5	23.0
중속/관계기업손익	-3.1	-1.9	2.3	0.0	0.0
기타영업외손익	3.7	-22.0	7.0	-4.0	-4.0
세전계속사업이익	148.0	103.6	100.2	170.2	197.2
법인세비용	38.4	27.2	48.6	52.1	60.8
당기순이익	109.6	76.4	75.2	127.7	147.9
지배주주지분 손이익	111.8	80.4	75.2	126.0	146.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	765.5	716.1	921.5	1,012.5	1,106.5
현금및현금성자산	35.7	58.0	147.2	178.1	244.5
매출채권	48.7	53.5	59.5	66.2	73.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	239.4	333.1	385.9	448.6	489.6
유형자산	14.5	13.1	8.5	5.2	3.2
무형자산	19.8	46.3	69.7	69.7	69.7
투자자산	167.6	232.3	278.8	334.5	368.0
자산총계	1,005.0	1,049.1	1,218.9	1,341.6	1,472.9
유동부채	70.7	65.9	76.9	85.1	94.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	1.1	2.2	2.2	2.2
유동성장기부채	0.0	0.0	2.6	2.6	2.6
비유동부채	8.8	6.1	6.6	6.9	7.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
부채총계	79.5	72.0	187.2	204.2	210.6
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.1	208.0	208.0	208.0	208.0
기타포괄이익누계액	-1.8	2.8	115.6	115.6	115.6
이익잉여금	769.7	833.1	900.1	985.8	1,088.0
비지배주주지분	5.8	3.9	6.7	8.2	9.9
자본총계	925.4	977.1	1,031.8	1,137.5	1,262.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	129.8	102.5	89.5	153.7	163.7
당기순이익(손실)	109.6	76.4	104.6	105.0	121.8
유형자산상각비	5.0	6.1	5.7	3.4	2.0
무형자산상각비	1.7	2.6	0.8	0.5	0.4
운전자본의 증감	1.4	-6.7	-66.9	-0.6	-0.7
투자활동 현금흐름	-89.3	-44.6	-75.3	-62.8	-69.8
유형자산의증가(CAPEX)	-3.5	-2.3	-0.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-70.1	-66.6	-189.2	-1.7	-1.9
재무활동 현금흐름	-37.1	-35.0	-22.2	-18.0	-18.0
차입금의 증감	8.8	-0.7	4.3	0.4	0.5
자본의 증가	-0.6	-0.1	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.9	22.3	89.2	30.9	66.3
기초현금	32.8	35.7	58.0	147.2	178.1
기말현금	35.7	58.0	147.2	178.1	244.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,474	39,560	45,219	62,289	68,290
EPS(지배주주)	8,693	6,246	5,843	9,795	11,381
CFPS	11,001	9,838	7,914	13,281	15,270
EBITDAPS	10,313	9,549	5,845	12,700	14,587
BPS	71,478	75,644	79,668	87,769	97,340
DPS	1,400	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.3	0.9	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	25.5	18.9	11.3	9.7
PCR	9.8	16.2	13.9	8.3	7.2
PSR	2.9	4.0	2.4	1.8	1.6
PBR	1.5	2.1	1.4	1.3	1.1
EBITDA	132.7	122.9	75.2	163.4	187.7
EV/EBITDA	5.3	11.5	8.9	3.5	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	8.5	7.5	11.7	12.3
EBITDA 이익률	28.3	24.1	12.9	20.4	21.4
부채비율	8.6	7.4	18.1	17.9	16.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	439.3	339.8	126.1	269.9	299.6
매출채권회전율(x)	9.2	10.0	10.3	12.7	12.6
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	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-28.9	-2.9	
2020.07.09	1년 경과				-10.8	-7.7	
2020.08.12	기업브리프	Buy	150,000	김동희	-14.2	12.7	
2021.01.15	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-28.0	-19.3	
2021.04.14	산업브리프	Buy	240,000	김동희	-42.6	-27.4	
2021.07.15	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-44.6	-42.9	
2021.08.12	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-	