

2018.11.20
Company Analysis

Internet · Game

컴투스(078340)

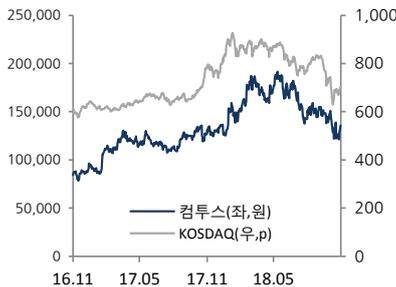
신뢰성 이슈 있으나 다시 볼 시점

BUY

목표주가(원)	200,000
현재주가(원,11/19)	135,700
상승여력(%)	47.4
시가총액(십억원)	1,746.0
KOSPI 지수(p)	2,100.56
KOSDAQ 지수(p)	702.13
자본금(십억원)	6.4
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	12,866
52 주 최고가(원)	191,500
52 주 최저가(원)	121,300
60 일 평균거래량(주)	113,544
주요주주 지분율(%)	
게임빌 외 5인	24.5

Analyst	홍중모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



11/7 실시한 3Q18 컨퍼런스콜에서 기신작인 스카이랜더스와 서머너즈워 MMORPG 출시연기 소식이 알려졌다. 이에 따라 컴투스의 주가는 발표 후 10% 이상 하락했다. 하지만 개발과정에서의 문제는 없으며 추가 지연 리스크는 제한적이다. CBT 평가와 사전예약자수 모두 긍정적이다. 신뢰성 이슈가 있으나 이 역시 개선될 여지가 보인다.

■ 기대 신작 출시 연기, 아쉽지만 펀더멘탈은 문제없다

- 11/7 컨퍼런스콜에서 신작 스카이랜더스와 서머너즈워 MMORPG 출시 연기 소식이 알려졌다. 스카이랜더스는 당초 11월 웨스턴지역, 12월 글로벌 출시를 예상했으나 12월 중순 캐나다와 호주에 선 출시 이후 1월부터 글로벌 지역별로 순차 출시하는 것으로 조정됐다. 서머너즈워 MMORPG 역시 출시일이 '19년 하반기로 연기됐다.
- 출시 연기에 대한 우려로 주가가 하락했으나 이는 일시적이라 판단한다.
- 이번 연기는 제작과정에서 문제가 생긴 것이 아니라 11/13 발매된 스카이랜더스 IP 기반의 콘솔게임이 프로모션에 들어가면서 마케팅 중복을 피하기 위해서 발생했다. 개발단계에서 문제가 아니며, 따라서 추가 연기 가능성은 제한적이다.
- 스카이랜더스의 흥행 가능성도 변하지 않았다. 10/15 사전예약 개시 이후 파리 게임 위크에서 트레일러를 공개한 것 외 특별한 마케팅 활동이 없었으나 사전예약자수는 4주만에 100만명, 트레일러 공개 이후 10일만에 70만명을 돌파했다.
- 하반기 들어 스카이랜더스 IP 기반 콘텐츠가 연속 출시되며 마케팅 효과도 기대된다. 9/28 넷플릭스에서 스카이랜더스 애니메이션 시즌3 방영을 시작했으며, 11월에는 콘솔게임이 출시됐다. 이는 IP 인지도 강화로 이어질 것이라 예상된다.

■ 자사주 취득, 신뢰회복의 첫 걸음

- 11/14 컴투스는 주주 가치 제고를 위해 300억원 규모 자사주를 취득하기로 결정했다고 공시했다. 이전 컨퍼런스콜에서 주주환원정책을 언급한 이후 첫 번째 조치이다.
- 주주의 신뢰 회복을 위해 회사가 행동을 취하고 컴투스가 보유한 자산가치를 활용한 사례를 만들었다는 점에서 긍정적인 시그널이라 판단한다

■ 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원

- 펀더멘탈은 변함없으나, 출시 연기에 따른 시장의 우려를 반영하여 목표주가를 하향한다. 주가는 저 평가 수준이며 주요게임 출시가 가시화되면 업데이트 예정이다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
2014A	234.7	101.2	103.7	79.2	7,059	309.4	17.2	13.2
2015A	433.5	165.9	170.7	125.8	10,599	58.8	12.1	9.0
2016A	513.0	192.0	198.9	151.8	11,796	20.6	7.4	5.7
2017A	508.0	194.6	193.2	142.4	11,066	-6.2	12.3	8.9
2018F	490.0	155.0	195.7	146.7	11,392	3.0	11.3	10.5

3Q18 Review

컴투스 3Q18 실적은 매출 1,198억원(-3.4%, QoQ), 영업이익 380억원(+4.4%, QoQ)을 기록했다. 지역별 매출비중은 국내 17.1%, 북미 32.1%, 아시아 30.0%, 유럽 18.0% 순으로 해외매출이 82.9%를 차지했다. SWC 2018 개최 등으로 서머너즈워의 매출은 견조하게 유지되었으나 야구 라인업에서 일시적인 매출하락이 있었던 것으로 파악된다. 반면 마케팅 비용과 일회성 인센티브가 감소하며 이익단에선 개선되는 모습을 보였다. 4분기는 주력게임들 모두 실적 성장이 예상된다. 서머너즈워는 9월말 판매 시작할 SWC 패키지 효과가 반영되고, 연말엔 프로모션도 예정되어 있어 매출과 수익성 모두 상승이 예상된다. 야구 라인업 역시 포스트시즌을 맞아 10월 최고매출을 갱신하는 등 호조세를 보이고 있어 성장이 기대된다. 기대작인 스카이랜더스와 서머너즈워 MMORPG 출시 연기 소식이 전해지면서 주가가 하락했으나, 펀더멘탈은 변화가 없다. 신작 출시를 앞두고 다시 주목해야 할 시점이라 판단한다.

투자의견 BUY 목표주가 200,000원

컴투스에 대해 투자의견 BUY를 유지한다. 기존게임의 실적이 받쳐주고 대형 신작들이 더해지는 시나리오는 유효하다. 다만 스카이랜더스가 지역별 순차 출시하면서 출시일 관련 불확실성이 남아있는만큼 목표주가는 200,000만원으로 하향한다. 스카이랜더스를 비롯한 기대작이 발매되며 실적성장과 원게임 리스크 해소가 기대되고, 이후에도 최대 기대작인 서머너즈워 MMORPG가 남아있어 추가적인 성장을 기대할 수 있다. 여기에 더해 11월 자사주 취득으로 주주환원 의지를 보여준 만큼 밸류에이션 리레이팅도 가능하다. 주요게임의 흥행이 가시화되면 업데이트 예정이다

(단위:십억원, %)	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	234.7	433.5	513.0	508.0	490.0
영업이익	101.2	165.9	192.0	194.6	155.0
OPM(%)	43.1	38.3	37.4	38.7	31.6

자료: 유화증권

[도표02] 스카이랜더스 사전예약자수 100만 돌파



자료: 컴투스, 유화증권

[도표03] 300억원 규모 자사주 취득 결정

계약금액(원)					30,000,000,000
계약기간				시작일	2018.11.14
				종료일	2019.05.14
계약목적				주가안정 및 주주가치 제고	
계약체결 예정일자					2018.11.14
계약 전	배당가능범위 내	보통주식	321,100	비율(%)	2.5
자기주식	취득(주)	기타주식	-	비율(%)	-
보유현황	기타취득(주)	보통주식	13,245	비율(%)	0.1
		기타주식	-	비율(%)	-
이사회결의일(결정일)					2018.11.14

자료: 컴투스, 유화증권

기대 신작 출시 연기, 아쉽지만 펀더멘탈은 문제없다

주요신작 출시 지연

11/7 실시한 컴투스 3Q18 컨퍼런스콜에서 기대 신작인 스카이랜더스와 서머너즈워 MMORPG의 출시 연기 소식이 알려졌다. 스카이랜더스는 당초 11월 웨스턴지역, 12월 글로벌 출시를 예상했으나 12월 중순 캐나다와 호주에 선 출시 이후 1월부터 글로벌 지역별로 순차 출시하는 것으로 조정됐다. 서머너즈워 MMORPG 역시 출시일이 '19년 하반기로 연기됐다. 이에 따라 컴투스의 주가는 발표 이후 10% 이상 하락했다.

그러나 당 리서치센터는 출시 지연에 따른 주가 하락은 일시적이라 판단한다.

추가 연기 가능성은 제한적 개발상황의 문제가 아닌 동일 IP 기반 콘솔게임과 출시기간 조정

1) 가장 중요한 스카이랜더스의 추가 연기 가능성은 제한적이다. 이번 연기는 제작과정에서 문제가 생긴 것이 아니라, 11/13 발매된 스카이랜더스 IP 기반의 콘솔게임 Spyro Reignited Trilogy가 블랙프라이데이 시즌 동안 프로모션이 진행되기 때문에 발생했다. 또한 게임업계에서 CBT 이후 밸런스 조정이나 퍼블리셔의 요구사항 대응, 타 게임과 출시일정 조정 등 마무리 작업에 통상 2~6개월 걸린다는 점을 감안하면 이번 연기는 허용 가능한 범위라 판단한다.

마케팅 없이도 사전예약자수 100만 돌파 북미/유럽 유저가 75%

2) 스카이랜더스의 흥행 가능성도 변하지 않았다. 이전 보고서에서 언급했듯이 스카이랜더스는 북미시장에서 최고 수준의 흥행성을 가진 IP인 만큼 초반 다운로드 수 확보가 가능하다. 실제로 10/15 사전예약 개시 이후 파리 게임위크에서 트레일러를 공개한 것 외에 특별한 마케팅 활동이 없었으나 사전예약자수는 4주만에 100만명, 트레일러 공개 이후 10일만에 70만명을 돌파했다. 또한 원작게임부터 플레이하기 위해 피규어 1개당 5~20달러 수준의 지속적인 지출이 필요한 게임이었기 때문에 유저의 결제성향도 보장되어 있다.

IP 기반 콘텐츠 출시로 마케팅 효과 기대

하반기 들어 스카이랜더스 IP 기반 콘텐츠가 연속 출시되면서 마케팅 효과도 기대된다. 9/28 넷플릭스에서 스카이랜더스 애니메이션 시즌3 방영을 시작했으며, 11월에는 콘솔 게임이 출시됐다. 정규 시리즈가 아닌 스펀오프 게임이고 장르(액션)도 달라서 컴투스의 스카이랜더스 흥행과는 독립적이지만, 2년만에 출시된 IP 콘솔게임이고 블랙프라이데이 시즌 동안 전국적으로 마케팅이 진행된다는 점을 감안하면 IP 인지도 강화에는 영향을 줄 것이라 예상된다.

[도표04] 스카이랜더스 사전예약자수 추이



자료: 컴투스, 유화증권

[도표05] 스카이랜더스 IP 콘솔게임 Spyro Reignited Trilogy



자료: 언론종합, 유화증권

지난 10년간 출시된
콘솔게임 프랜차이즈 중
TOP 수준의 경쟁력 확보

[도표06] 주요 게임 프랜차이즈 매출

게임명	출시시기	누적매출(십억달러)
퍼즐앤드래곤	2012	6.1
리그오브레전드	2009	5.7
헤일로	2001	5.0
펜타스툼	2015	4.8
몬스터스트라이크	2013	4.8
어새신크리드	2007	4.1
캔디크러시	2012	3.8
스카이랜더스	2011	3.5
메이플스토리	2003	3.0
배틀필드	2002	2.7
페이트	2004	2.6
몬스터헌터	2004	2.5
심즈	2000	2.5
마인크래프트	2011	2.2
원피스	2000	1.5
해리포터	2001	1.5

자료: 언론종합, 유화증권

자사주 취득, 신뢰회복의 첫 걸음

11/14 컴투스는 주주가치 제고를 위해 300억원 규모 자사주를 취득하기로 결정했다고 공시했다. 이전 컨퍼런스콜에서 주주환원정책으로 자사주 취득을 언급한 이후 첫 번째 조치이다. 이는 1) 주주들에 대한 신뢰 회복을 위해 회사가 행동을 취하고 2) 컴투스가 보유한 자산가치를 활용하는 사례를 만들었다는 점에서 긍정적인 시그널이라 판단한다.

3Q18 기준 컴투스의 순 현금성자산은 8,200억원대로 시가총액 대비 45%에 달한다. 이는 국내외 주요 게임사 중 최고 수준이며 매 분기 4~500억원의 현금흐름이 발생하기 때문에 '18년말 기준으로 비율은 더 올라갈 것으로 보인다. 모바일게임 흥행에서 IP의 중요성이 올라가면서 로열티 또는 M&A를 통한 IP 확보가 필요한 시점이다. 컴투스가 보유한 현금자산은 중형급 이상 업체 인수도 가능한 수준으로 밸류에이션 상승요인으로 작용할 수 있다. 다만 M&A등 유의미한 활동이 없어 자산가치가 저평가된 상황이었으나 자사주 취득을 결정하고, 타사 IP를 활용하여 제작한 첫 번째 게임인 스카이랜더스도 런칭을 앞두고 있어 밸류에이션 리레이팅이 기대된다. 앞으로 주주의 가치를 생각하는 행보를 기대한다.

재무상태표					
(단위: 십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
자산총계	250	582	712	838	796
유동자산	174	508	654	768	730
현금및현금성자산	12	85	90	26	24
단기금융자산	118	353	481	644	612
매출채권및기타채권	42	67	74	88	84
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	76	75	58	70	67
장기금융자산	32	28	19	30	28
관계기업등투자자산	1	2	3	5	5
유형자산	3	3	3	3	3
무형자산	2	3	3	3	3
부채총계	39	73	77	77	-98
유동부채	32	68	74	77	97
단기차입부채	0	0	0	0	0
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1	2	9	2	12
비유동부채	7	5	3	1	-195
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	211	509	635	761	894
지배주주지분	211	509	635	761	894
비지배주주지분	0	0	0	0	0

현금흐름표					
(단위: 십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
영업활동현금흐름	83	138	156	135	-52
당기순이익	79	126	152	142	147
현금유입없는손익	27	44	43	50	10
자산상각비	3	3	3	3	2
영업자산부채변동	-20	-8	4	-11	-169
매출채권증감	-28	-24	1	-13	-4
재고자산증감	0	0	0	0	0
매입채무증감	0	0	0	0	-22
투자활동현금흐름	-81	-246	-131	-182	52
투자활동현금유입액	73	137	442	604	435
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	154	383	574	786	383
유형자산	1	2	1	1	2
무형자산	0	2	1	1	1
재무활동현금흐름	2	181	-20	-16	-15
재무활동현금유입액	2	182	0	2	2
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	1	20	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	14
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	-1	0
현금변동	4	73	5	-64	-1
기초현금	8	12	85	90	26
기말현금	12	85	90	26	24

포괄손익계산서					
(단위: 십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	235	434	513	508	490
매출원가	30	44	52	51	59
매출총이익	205	389	462	457	431
판매비와관리비	103	223	270	262	276
영업이익	101	166	192	195	155
EBITDA	104	169	195	197	157
비영업손익	2	5	7	-1	41
이자수익	2	5	8	10	13
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	0	-6	21
관계기업등관련손익	-0	-0	0	1	1
기타비영업손익	-0	-0	-2	-6	6
세전계속사업이익	104	171	199	193	196
법인세비용	24	45	47	51	49
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	79	126	152	142	147
지배주주순이익	79	126	152	142	147
비지배주주순이익	-0	0	0	0	0
기타포괄손익	22	-8	-7	-1	3
총포괄손익	101	117	145	141	149

투자지표					
(단위: 원,배,%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표 및 주가배수					
EPS	7,059	10,599	11,796	11,066	11,392
BPS	18,754	42,881	49,352	59,141	69,463
CFPS	7,397	11,623	12,124	10,457	-4,080
SPS	20,901	36,523	39,875	39,482	38,084
EBITDAPS	9,248	14,248	15,168	15,343	12,237
DPS (보통, 현금)	0	0	1,400	1,400	1,363
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	1.6	1.0	1.1
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	11.5	12.3	12.0
PER	17.2	12.1	7.4	12.3	11.3
PBR	6.5	3.0	1.8	2.3	1.9
PCFR	16.5	11.1	7.2	13.0	-
PSR	5.8	3.5	2.2	3.4	3.4
EV/EBITDA	13.2	9.0	5.7	8.9	10.5
재무비율					
매출액증가율	188.5	84.7	18.3	-1.0	-3.5
영업이익증가율	1,208.9	63.9	15.7	1.4	-20.4
지배주주순이익증가율	309.4	58.8	20.6	-6.2	3.0
매출총이익률	87.2	89.8	90.0	89.9	88.0
영업이익률	43.1	38.3	37.4	38.3	31.6
EBITDA이익률	44.2	39.0	38.0	38.9	32.1
지배주주순이익률	33.8	29.0	29.6	28.0	29.9
ROA	55.0	39.9	29.7	25.1	19.0
ROE	49.8	35.0	26.5	20.4	17.7
ROIC	373.3	897.6	1,287.4	739.4	103.8
부채비율	18.6	14.4	12.1	10.2	-10.9
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	-17.6	-36.5	-46.5	-52.8	-42.7

Compliance Notice

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10%이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

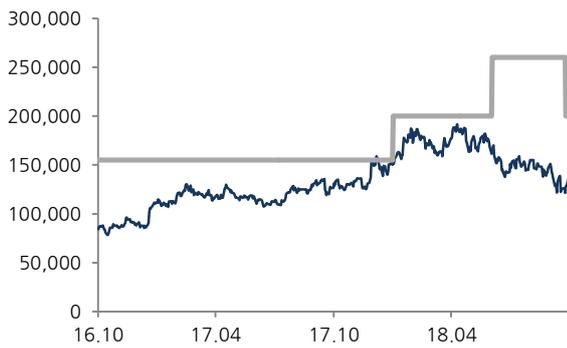
(기준일: 2018.09.30)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	100.0%
중립	0.0%
매도	0.0%
합계	100.0%

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

컴투스 주가추이 및 목표주가



Rating Change

제시일자	목표주가	투자 의견	괴리율 공시 (%)	
			평균주가	최고주가
2018.11.20	200,000	BUY	-	-
2018.10.16	260,000	BUY	-48.5	-41.9
2018.08.21	260,000	BUY	-42.4	-38.8
2018.06.18	260,000	BUY	-37.1	-30.3
2018.01.17	200,000	BUY	-33.4	-4.3
2016.09.06	155,000	BUY	-27.5	-0.9