

컴투스(078340.KS)

서머너즈워 + α 를 찾아서

매수(신규)

현재주가(1/19) 111,500원

목표주가(12M) 140,000원

■ 업데이트와 e스포츠 행사로 서머너즈워 성과 유지될 것

‘서머너즈 워’, 지속적인 대규모 콘텐츠 업데이트를 통해 라이프사이클 장기화 중. 업데이트와 e스포츠 행사를 개최해 게임 이용자의 이탈을 막고 이용자당 평균 지출(ARPU)을 높이고 있음. 4분기 일매출은 10.3 억원으로 추정되며 전분기대비 소폭 증가. 1Q19 대규모 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있어 ‘서머너즈 워’ 일매출은 양호한 수준 유지 전망

■ 신작 출시로 게임 매출 다변화

지난 12월 신작 ‘스카이랜더스 링오브히어로즈’를 호주, 캐나다, 뉴질랜드 지역 이용자 대상 소프트웨어. 3개 국가에서 모두 매출 순위 300 위 진입에 실패하며 초기 성과는 부진하지만, 향후 정식 출시될 경우 보다 양호한 성과를 기대. 초반 적극적인 마케팅과 유료 아이템 추가 효과로 인한 매출 확대가 기대됨. ‘서머너즈 워 MMORPG’ 역시 연내 출시될 예정. 신작 게임의 출시와 흥행은 동사에게 지속적으로 제기되어 오던 단일게임 리스크를 벗어나기 위해 반드시 필요

■ 목표주가 140,000원 매수의견 제시

컴투스에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 140,000원을 제시하며 커버리지를 개시함. 목표주가는 2019년 예상 지배순이익 1,303억원에 국내 게임사 평균 PER인 14.0배를 적용해 산출. 향후 신작 출시를 통해 매출 다변화 및 실적 성장이 가능할 것으로 판단

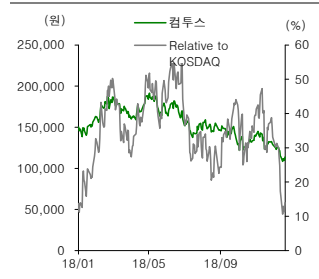
Key Data (기준일: 2019. 1. 19)

KOSPI(pt)	2124.61
KOSDAQ(pt)	695.62
액면가(원)	500
시가총액(억원)	14,346
발행주식수(천주)	12,866
평균거래량(3M, 주)	111,357
평균거래대금(3M, 백만원)	13,397
52주 최고/최저	191,500 / 108,400
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(18F, %)	1.1
외국인지분율(%)	29.0
주요주주 지분율(%)	
게임빌 외 3인	24.5
KB자산운용	12.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.7	-24.7	-35.5	-25.9
KOSPI대비상대수익률	-18.4	-19.3	-24.7	-7.7

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	513.0	508.0	482.2	538.7	513.2
영업이익(십억원)	192.0	194.6	152.9	170.4	149.2
세전순이익(십억원)	198.9	193.2	176.8	176.9	162.9
지배순이익(십억원)	151.8	142.4	130.3	130.3	120.0
EPS(원)	11,796	11,066	10,125	10,129	9,329
증감률(%)	11.9	-6.2	-8.5	0.0	-7.9
ROE(%)	26.5	20.4	15.9	14.0	11.6
PER(배)	7.4	12.3	11.2	11.2	12.2
PBR(배)	1.7	2.2	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	2.8	5.5	8.3	6.9	7.4

I. 투자의견 및 Valuation

신규 커버리지 개시, 목표주가 140,000원 제시

투자의견 매수
목표주가 140,000원

컴투스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 140,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 지배순이익 1,303억원에 국내 게임사 평균 PER인 14.0배를 적용해 산출했다. 동사의 주가는 ‘서머너즈 워’ 단일 게임의 비중이 대부분이기 때문에 지속적으로 할인을 받아왔으며, 최근에는 신작 성과 부진으로 하락세를 보였다. 향후 ‘스카이랜더스: 링 오브 히어로즈’의 정식 출시(1Q19)와 ‘서머너즈워 MMORPG’ 등의 신작 출시(4Q19)를 통해 매출 다변화 및 실적 성장이 가능할 것으로 판단한다.

도표 1. 컴투스 Valuation Table

(십억원)	내용	비고
2019E 지배순이익	130.0	
Target PER(배)	14.0	국내 게임업종 2019E 평균 PER
적정기업가치	1,820.2	
상장주식수(천주)	12,866	
Target Price(원)	140,000	
현재 주가(원)	111,500	
상승 여력(%)	25.6	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 컴투스 Target PER 산출

(십억원)	2019E PER(배)
NHN엔터테인먼트	13.6
넷마블게임즈	23.6
엔씨소프트	16.8
펄어비스	10.2
게임빌	10.8
웹젠	12.0
선데이토즈	12.6
네오위즈	12.1
국내 게임업종 2019E 평균PER	14.0

자료: 신영증권 리서치센터

II. 투자포인트

서머너즈워, + α 를 찾아서

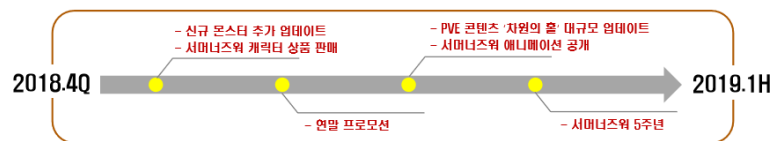
서머너즈워 라이프사이클
장기화 기대

‘서머너즈 워’는 2014년 4월 출시된 동사의 대표 모바일 게임이다. 지속적인 대규모 콘텐츠 업데이트를 통해 라이프사이클을 장기화하고 있다. 업데이트에 더하여 SWC(서머너즈워 월드 아레나 챔피언십) 등 e스포츠 행사를 개최해 게임 이용자의 이탈을 막고 이용자당 평균 지출(ARPU)을 높이고 있다. 4분기 일매출은 10.3억원으로 추정되며 전분기대비 소폭 증가한다

1Q19 대규모 콘텐츠
업데이트 예정

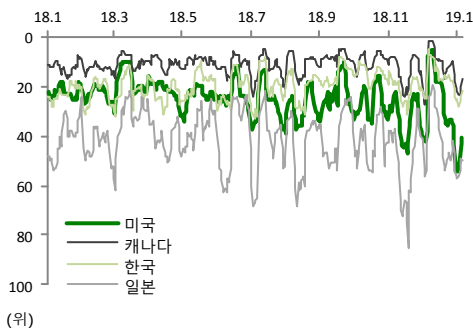
2019년 1분기에는 대규모 콘텐츠 업데이트인 ‘차원의 홀’ 업데이트와 서머너즈워 IP 기반 애니메이션 공개가 예정되어 있다. 상반기 중 서머너즈워 5주년 이벤트도 계획되어 있어 ‘서머너즈 워’ 일매출은 양호한 수준을 유지할 것으로 보인다

도표 3. 서머너즈워 사업 방향성



자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 서머너즈워 주요국가 매출순위



자료: 앱애니, 신영증권 리서치센터
참고: 구글플레이 게임 매출순위

도표 5. 서머너즈워 월드 아레나 챔피언십(SWC)



자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

신작 출시로 게임 매출 다변화

원게임 리스크 해소 필요

동사는 지난 12월 신작 ‘스카이랜더스 링 오브 히어로즈’를 호주, 캐나다, 뉴질랜드 지역 이용자를 대상으로 소프트런칭했다. 3개 국가에서 모두 매출 순위 300위 진입에 실패하며 초기 성과는 부진하지만, 이용자 재접속률이 높아 향후 정식 출시될 경우 보다 양호한 성과를 기대해볼만하다. 미국 지역에서는 2월경 출시될 예정이며 초반 적극적인 마케팅과 유료 아이템 추가 효과로 인한 매출 확대가 기대된다.

‘서머너즈 워 MMORPG’ 역시 연내 출시될 예정이다. 신작 게임의 출시와 흥행은 동사에게 지속적으로 제기되어 오던 단일게임 리스크를 벗어나기 위해 반드시 필요하다. 매출 다변화를 위한 성공적인 신작 게임의 출시가 절실한 시점이다.

도표 6. 컴투스 주요 신작

게임	장르	출시 지역	출시 시기
댄스빌	캐주얼	글로벌	4Q18
스카이랜더스	RPG	글로벌	1Q19
버디크러시	스포츠	글로벌	1Q19
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	글로벌	2H19
히어로즈워 2	MMORPG	글로벌	2H19

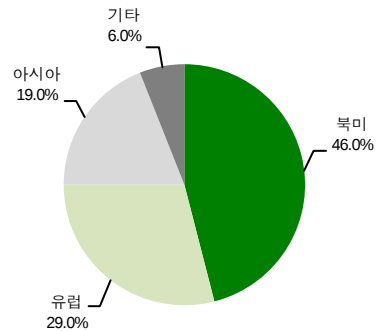
자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 스카이랜더스 : 링 오브 히어로즈



자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 스카이랜더스 사전예약자 지역별 비중



자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

III. 기업개요

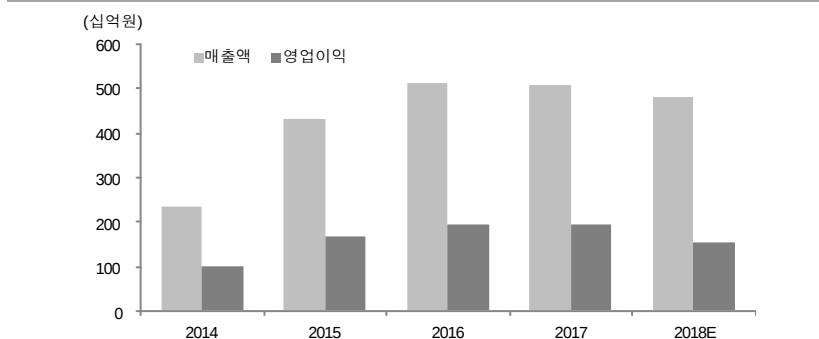
모바일 게임 전문 기업

동사는 1998년 설립된 모바일 게임 전문 기업이다. 사업부문은 게임부문이라는 단 하나의 사업부문으로 이루어져 있으며, 최대주주는 지분의 24.5%를 보유하고 있는 게임빌이다.

해외 매출 비중 81%

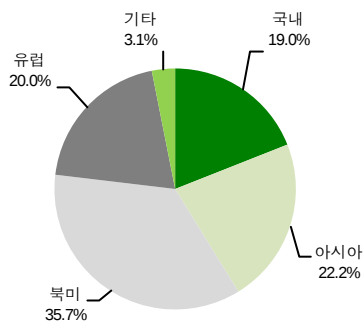
동사의 대표적인 모바일 게임은 ‘서머너즈 워’이며, 대부분의 매출이 북미 지역을 비롯한 해외에서 발생한다. 2017년부터는 전 세계 이용자를 대상으로 서머너즈 워 e스포츠 대회인 ‘SWC(서머너즈워 월드 아레나 챔피언십)’를 개최해 오고 있다. 지역별 매출 비중은 아시아 22%, 북미 36%, 유럽 20%, 국내 19%로 해외 매출의 비중이 상당히 높다.

도표 9. 컴투스 매출액 및 영업이익 추이



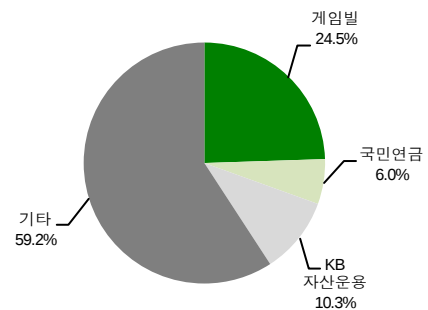
자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 컴투스 매출 구성



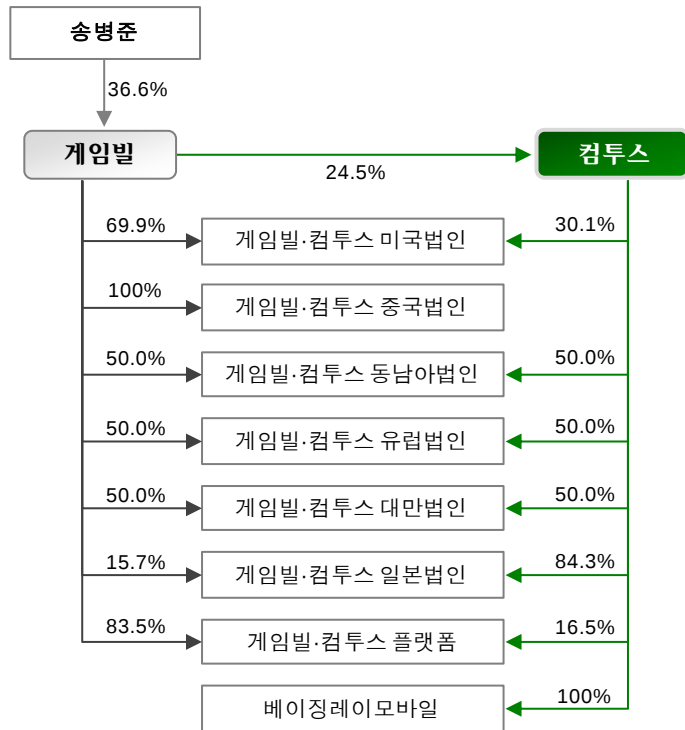
자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터
참고: 2018년 3분기 기준

도표 11. 컴투스 주주 구성



자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터
참고: 2018년 3분기 기준

도표 12. 컴투스 지배구조



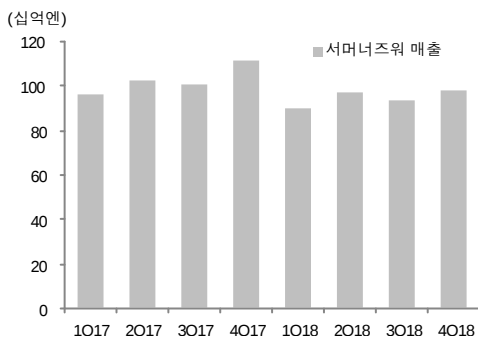
자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

참고: 2018년 3분기 기준

스포츠 장르 게임의
매출 기여 지속 전망

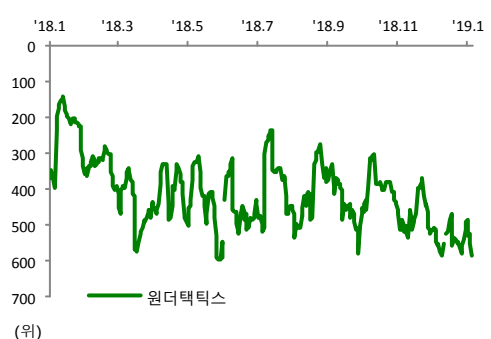
실적에 가장 크게 기여하는 게임은 ‘서머너즈 워’이지만, RPG 장르 이외에 스포츠 장르 게임들도 강세를 보인다. 과거 ‘골프스타’, ‘남시의 신’ 등 스포츠 장르의 게임을 출시해 흥행에 성공한 바 있으며, 현재는 ‘MLB 9 이닝스’, ‘컴투스 프로야구’ 등 야구 게임을 중심으로 한 스포츠 게임 라인업이 유의미한 성과를 내고 있다. 연내 골프를 주제로 한 모바일 스포츠 게임 ‘버디크러시’도 출시될 예정이며 향후 스포츠 게임의 매출 기여가 지속될 것으로 전망된다.

도표 13. 서머너즈워 매출 추정치



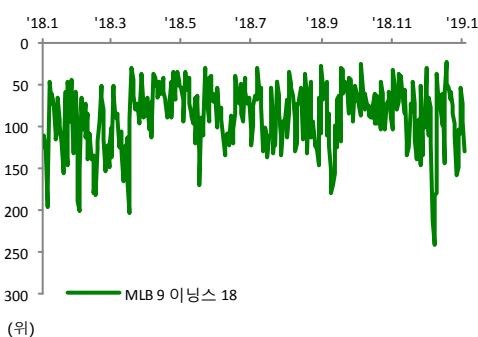
자료: 신영증권 리서치센터 추정

도표 14. 원더텍스 매출순위



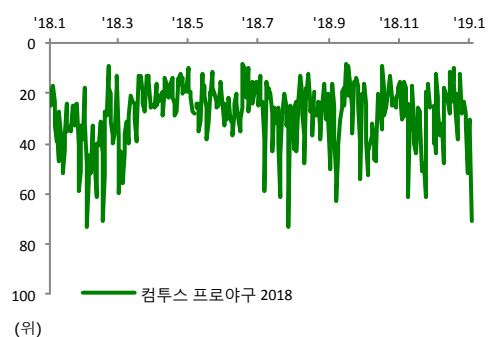
자료: 앱애니, 신영증권 리서치센터
참고: 국내 구글플레이 게임 매출순위

도표 15. MLB9이닝스 매출순위



자료: 앱애니, 신영증권 리서치센터 추정
참고: 국내 구글플레이 게임 매출순위

도표 16. 컴투스프로야구 매출순위



자료: 앱애니, 신영증권 리서치센터 추정
참고: 국내 구글플레이 게임 매출순위

IV. 실적추정

19년 매출액 5,387억원
영업이익 1,704억원

컴투스의 2019년 매출액은 전년대비 11.7% 증가한 5,387억원으로 예상된다. 2019년 상반기 예정되어 있는 ‘차원의 홀’ 업데이트와 매년 진행되는 SWC 효과로 ‘서머너즈 워’의 매출은 꾸준히 유지될 것으로 전망한다. 신작 ‘스카 이랜드스: 링 오브 히어로즈’의 일매출은 약 3억원을 밑도는 수준으로 가정 했으며, 기존 ‘서머너즈 워’의 해외 매출 대비 이익 기여가 크지 않을 것으로 판단한다.

2019년 영업비용은 전년 대비 11.9% 증가한 1,704억원으로 전망한다. 매출 증가에 따라 지급수수료가 증가하며 신작 출시에 따라 마케팅비 지출이 확대 되어 전체 비용이 증가한다. 2019년 영업이익은 전년대비 11.4% 증가한 1,704억원으로 전망한다.

도표 17. 컴투스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	114.0	124.1	119.8	124.2	131.6	129.8	137.8	139.4	508.0	482.2	538.7
(YoY % growth)	-5.2%	-4.1%	-4.7%	-6.3%	15.4%	4.6%	15.0%	12.2%	-1.0%	-5.1%	11.7%
국내	16.7	21.1	20.4	23.9	26.7	26.8	27.5	27.6	66.4	82.1	108.6
해외	97.3	103.0	99.4	100.3	104.9	103.0	110.3	111.8	443.0	400.0	430.1
영업비용	74.6	87.7	81.8	85.1	89.6	89.2	94.0	95.4	313.5	329.2	368.3
(YoY % growth)	6.3%	9.1%	7.2%	-1.7%	20.1%	1.7%	14.9%	12.1%	16.3%	5.0%	11.9%
인건비	11.3	14.3	12.4	12.8	13.2	13.6	14.0	14.5	48.3	50.8	55.3
지급수수료	41.3	44.9	42.9	44.5	47.1	46.5	49.3	49.9	165.4	173.6	192.9
마케팅비	13.3	18.7	17.9	18.6	19.7	19.5	20.7	20.9	66.6	68.5	80.8
로열티	2.8	3.7	3.2	3.7	3.9	3.9	4.1	4.2	12.9	13.4	16.2
기타	5.9	6.1	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8	6.0	20.3	22.9	23.2
영업이익	39.4	36.4	38.0	39.1	42.0	40.6	43.8	44.0	194.6	152.9	170.4
(YoY % growth)	-21.3%	-25.6%	-23.3%	-15.1%	6.5%	11.6%	15.2%	12.5%	358.8%	-21.4%	11.4%
영업이익률	34.6%	29.4%	31.7%	31.5%	31.9%	31.3%	31.8%	31.6%	38.3%	31.7%	31.6%
당기순이익	36.5	35.2	29.7	28.9	32.8	31.7	34.8	35.3	142.4	130.3	134.3
(YoY % growth)	-0.6%	-6.3%	-25.3%	2.0%	-10.0%	-10.0%	17.0%	8.3%	290.8%	-8.5%	0.2%
순이익률	32.0%	28.3%	24.8%	23.2%	24.9%	24.4%	25.3%	22.4%	28.0%	27.0%	24.2%

자료: 컴투스, 신영증권 리서치센터

컴투스(078340.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	513.0	508.0	482.2	538.7	513.2
증가율(%)	18.3	-1.0	-5.1	11.7	-4.7
매출원가	51.5	51.3	54.7	58.6	59.4
원가율(%)	10.0	10.1	11.3	10.9	11.6
매출총이익	461.5	456.7	427.5	480.1	453.8
매출총이익률(%)	90.0	89.9	88.7	89.1	88.4
판매비와 관리비 등	269.5	262.0	329.2	368.3	364.0
판매비율(%)	52.5	51.6	68.3	68.4	70.9
영업이익	192.0	194.6	152.9	170.4	149.2
증가율(%)	15.7	1.4	-21.4	11.4	-12.4
영업이익률(%)	37.4	38.3	31.7	31.6	29.1
EBITDA	195.2	197.4	155.9	171.7	149.8
EBITDA마진(%)	38.1	38.9	32.3	31.9	29.2
순금융손익	6.3	7.6	15.4	12.0	15.3
이자손익	8.2	10.1	12.4	14.0	17.3
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-9.7	7.8	-6.2	-2.2
총속및관계기업 관련손익	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
법인세차감전계속사업이익	198.9	193.2	176.8	176.9	162.9
계속사업손익법인세비용	47.2	50.9	46.5	46.5	42.9
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	151.8	142.4	130.3	134.3	120.0
증가율(%)	20.7	-6.2	-8.5	3.1%	-7.9
순이익률(%)	29.6	28.0	27.0	24.2	23.4
지배주주지분 당기순이익	151.8	142.4	130.3	130.3	120.0
증가율(%)	20.7	-6.2	-8.5	0.0	-7.9
기타포괄이익	-6.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
총포괄이익	145.2	141.5	129.4	129.4	119.1

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	654.3	768.0	903.6	1,127.5	1,340.4
현금및현금성자산	90.0	25.8	104.5	131.4	260.5
매출채권 및 기타채권	74.4	88.0	72.1	80.2	78.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	107.7	102.6
비유동자산	57.7	70.3	56.6	54.8	53.7
유형자산	2.6	2.9	1.0	0.4	0.1
무형자산	2.6	2.7	1.6	1.0	0.6
투자자산	22.3	34.5	33.3	33.8	35.3
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	712.0	838.3	960.3	1,182.3	1,394.0
유동부채	74.4	76.5	86.4	96.2	106.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	9.2	1.5	1.4	1.2	1.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.6	0.9	0.9	100.9	200.9
사채	0.0	0.0	0.0	100.0	200.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.0	77.4	87.2	197.1	307.0
자배주주지분	635.0	760.9	873.0	985.2	1,087.1
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.5	208.5	208.5	208.5
기타포괄이익누계액	6.8	5.9	5.0	4.1	3.2
이익잉여금	434.8	559.7	672.7	785.8	888.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	635.0	760.9	873.0	985.2	1,087.1
총차입금	0.0	0.0	0.0	100.0	200.0
순차입금	-570.7	-670.1	-819.6	-825.2	-941.6

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	156.0	134.5	156.7	22.6	133.5
당기순이익	151.8	142.4	130.3	130.3	120.0
현금유출이없는비용및수익	43.4	50.1	36.4	33.2	25.6
유형자산감가상각비	1.9	1.6	1.8	0.7	0.2
무형자산상각비	1.3	1.1	1.1	0.7	0.4
영업활동관련자산부채변동	4.1	-11.1	24.1	-108.4	13.4
매출채권의감소(증가)	1.3	-13.2	15.9	-8.2	1.3
재고자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-107.7	5.1
매입채무의증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.1
투자활동으로인한현금흐름	-131.4	-182.0	-75.6	-85.1	-94.8
투자자산의 감소(증가)	8.0	-11.7	1.9	0.1	-0.9
유형자산의 감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-1.1	-1.1	0.0	0.0	0.0
단기금융투자자산의감소(증가)	-128.2	-163.5	-70.9	-78.7	-87.3
재무활동으로인한현금흐름	-19.6	-15.9	-17.5	82.7	82.7
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.2	-0.9	15.1	6.7	7.7
현금의 증가	5.2	-64.2	78.7	26.9	129.1
기초현금	84.8	90.0	25.8	104.5	131.4
기말현금	90.0	25.8	104.5	131.4	260.5

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	11,796	11,066	10,125	10,129	9,329
BPS	51,150	60,724	69,437	78,155	86,073
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
Multiples (배)					
PER	7.4	12.3	11.2	11.2	12.2
PBR	1.7	2.2	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	2.8	5.5	8.3	6.9	7.4
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	11.9%	-6.2%	-8.5%	0.0%	-7.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	15.4%	1.1%	-21.0%	10.1%	-12.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	26.5%	20.4%	15.9%	14.0%	11.6%
ROE(지배순이익 기준)	26.5%	20.4%	15.9%	14.0%	11.6%
ROIC	957.6%	674.5%	783.4%	230.1%	108.7%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	7.8%	7.3%
안전성(%)					
부채비율	12.1%	10.2%	10.0%	20.0%	28.2%
순차입금비율	-89.9%	-88.1%	-93.9%	-83.8%	-86.6%
이자보상배율	6,487.4	8,420.1	0.0	0.0	0.0