

2023. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 77,000 원

현재주가 (2.10) 64,700 원

상승여력 19.0%

KOSDAQ 시가총액	772.44pt
발행주식수	8,325억원
유동주식비율	1,287만주
외국인비중	61.84%
52주 최고/최저가	11.69%
평균거래대금	122,700원/57,500원
	94.3억원

주요주주(%)
컴투스홀딩스 외 7인 29.53

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	-20.6	-46.7
상대주가	-5.2	-15.7	-38.2

주가그래프



컴투스 078340

보유 자회사 가치 부각은 적자 축소 필요

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 -194억원으로 적자 기록하며 기대치 하회
- ✓ 게임 사업부는 약 10% OPM 이어지나 위지윅 비롯 자회사 적자 279억 발생
- ✓ 메타버스, 콘텐츠 제작 등 자회사 사업 대부분 2022년과 유사한 흐름 예상
- ✓ 자회사 가치 하락 반영, 적정주가 하향. 현 주가는 게임 사업부 PER 20배로 추정
- ✓ 1) 신작 성공 혹은 2) 자회사 축소가 기업 가치 상승 이끌 것으로 기대

4Q22 Review: 게임 사업부는 선방했으나 자회사 손실 확대

컴투스의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,045억원(+16.2% YoY)과 -194억원(적전 YoY)으로 기대치를 하회했다. 게임 영업이익은 85억원을 기록한 것으로 추정된다. 그러나 <재벌집 막내아들> 수익 인식에도 불구하고 위지윅스튜디오 84억원의 적자를 비롯하여 자회사 적자가 279억원에 달했다. 3분기 자회사 적자 107억원과 비교했을 때 연결 실적에 부담이 다소 커졌다. 3분기에 이어 무형자산 손상 차손이 인식되며 세전적자는 503억원을 기록했다.

신작 성공 혹은 자회사 적자 축소가 기업 가치 상승 이끌 것

서머너즈위브 지역 확대 및 제노니아 성과가 기존 게임 매출의 자연감소를 방어하며 게임 사업부 영업이익률은 2022년과 유사한 10%를 전망한다. 2019년 28%에 달했던 별도 영업이익률은 2022년 11%까지 하락했다. 지난 4년간 게임 매출은 4천억대 후반 전후의 유사한 수준을 기록했으나 인건비가 크게 증가한 탓이다.

또한 자회사 적자가 커지고 있어 모회사의 추가 자금 지원을 예상하게 한다. 2021년말 대비 3Q22말 기준 동사의 연결 자회사 중 3개 회사를 제외한 모든 회사의 자본이 감소/잠식 전환되었다. 메타버스, 콘텐츠 제작 등 자회사 사업 대부분 2023년 큰 반전을 기대하기는 어려운 시기로 관련된 영업권 손상을 추가로 가정했다.

동사의 적정주가를 94,000원에서 77,000원으로 하향한다. 기존 적정주가는 2023년 지배 BPS 1배를 사용하였으나 book value 상당수를 차지하는 연결 자회사의 영업권이 손상될 가능성이 높아진 점을 감안하여 BPS에 10% 할인을 적용하였다. 현 시가총액은 게임 사업을 영위하는 별도 법인의 PER 약 20배로 추정된다. 1) 신작의 성공 혹은 2) 자회사 적자 축소가 기업 가치 상승을 이끌 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	509.0	114.1	80.4	6,246	-30.3	75,644	25.5	2.1	11.5	8.5	7.4
2021	558.7	52.6	129.4	10,061	59.0	91,234	15.7	1.7	30.6	12.1	31.6
2022P	717.4	-16.7	34.0	2,641	적전	92,677	22.6	0.6	76.3	2.9	40.2
2023E	734.7	-6.4	-73.5	-5,709	적지	85,780	-11.3	0.8	40.2	-6.4	43.7
2024E	764.7	7.3	-14.2	-1,102	적지	83,490	-58.7	0.8	23.7	-1.3	47.7

(십억원)	4Q22P	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	204.5	176.1	16.2	186.2	9.8	207.2	-1.3	204.6	0.0
영업이익	-19.4	11.1	적전	1.6	적전	4.6	적전	9.7	적전
세전이익	-50.3	26.2	적전	36.7	적전	7.3	적전	-45.3	N/A
지배순이익	-19.9	27.2	적전	26.0	적전	7.3	적전	-31.6	N/A

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
매출 추정												
매출	133.3	193.4	186.2	204.5	161.2	201.3	191.3	180.9	558.7	717.4	734.7	764.7
모바일게임	97.8	130.9	123.7	111.5	99.5	139.5	130.7	115.7	485.1	463.9	485.4	472.8
미디어/컨텐츠 서비스	32.8	59.0	59.9	73.8	59.0	58.3	58.4	65.2	59.8	225.5	240.8	283.5
기타	2.7	3.5	2.3	0.0	2.7	3.5	2.3	0.0	13.8	8.5	8.5	8.5
% YoY												
매출	14.3	26.5	64.7	16.2	20.9	4.1	2.7	-11.5	9.8	28.4	2.4	4.1
게임	-13.0	-11.0	13.7	-4.6	1.7	6.6	5.6	3.8	-3.3	-4.4	4.6	-2.6
미디어/컨텐츠 서비스				23.4	80.0	-1.2	-2.7	-11.8	N/A	277.1	6.8	17.7
기타	-35.4	-40.4	-47.0	N/A	0.0	0.0	0.0	N/A	90.3	-38.5	0.0	0.0
매출원가												
매출원가	56.3	81.3	81.8	103.0	67.5	66.1	68.1	77.6	159.9	322.4	279.3	285.1
% to sales	42.3	42.0	43.9	50.4	41.9	32.8	35.6	42.9	28.6	44.9	38.0	37.3
% YoY	134.7	192.7	162.9	33.7	19.8	-18.6	-16.8	-24.7	79.9	101.6	-13.4	2.1
판매비												
판매비	79.6	108.3	102.9	120.9	104.9	135.7	106.2	115.1	346.1	411.6	461.8	472.3
% to sales	59.7	56.0	55.2	59.1	65.1	67.4	55.5	63.6	62.0	57.4	62.9	61.8
% YoY	6.1	-5.1	48.9	37.4	31.7	25.3	3.2	-4.8	13.1	18.9	12.2	2.3
이익 추정												
영업이익	-2.7	3.8	1.6	-19.4	-11.2	-0.5	17.1	-11.8	52.6	-16.7	-6.4	7.3
% YoY	적전	-65.6	-87.7	적전	적지	적전	973.9	적지	-53.9	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	-2.0	2.0	0.9	-9.5	-6.9	-0.3	8.9	-6.5	9.4	-2.3	-0.9	1.0
세전이익	-2.6	18.1	36.7	-50.3	-13.1	-2.2	14.8	-84.8	145.3	1.9	-85.2	-26.4
% YoY	적전	51.9	-45.7	적전	적지	적전	-59.6	적지	40.2	-98.7	적전	적지
지배주주순이익	5.6	22.3	26.0	-19.9	-4.4	1.1	12.0	-82.2	129.4	34.0	-73.5	-14.2
% YoY	-80.3	91.5	-58.0	적전	적전	-95.0	-53.9	적지	61.1	-73.7	적전	적지

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표3 3Q22말 기준 컴투스 연결 자회사 재무 상황: 2021년 대비 자본 크게 악화

종속기업명	유동자산	비유동자산	자산 계	유동부채	비유동부채	부채 계	자본 계
Beijing Raymobile Co., Ltd.	6,408	252	6,660	154	74	227	6,433
Com2uS Japan Inc.	3,019	4,519	7,539	917	1,919	2,836	4,702
(주)데이세븐	1,033	661	1,694	380	399	779	915
(주)노바코어	1,295	177	1,471	4,663	-	4,663	-3,191
(주)티키타카스튜디오	396	27	423	604	118	722	-299
(주)컴투스타임젼	5,154	1,784	6,938	827	286	1,113	5,825
Out of the Park Developments GmbH	1,709	11	1,720	2,504	-	2,504	-784
(주)올엠	1,380	13,804	15,184	12,606	4,064	16,670	-1,486
(주)정글스튜디오	1,037	387	1,424	1,694	80	1,775	-351
(주)컴투스로카	1,142	607	1,749	199	102	300	1,448
(주)위지웍스튜디오	140,281	233,520	373,800	115,788	11,331	127,119	246,682
(주)마이뮤직테이스트	33,655	6,088	39,743	88,764	717	89,481	-49,738
(주)컴투버스	13,679	2,014	15,693	733	150	883	14,810
에스앤에스-팩투스3호	620	7,280	7,900	-	-	-	7,900
CRIT Ventures C Fund L.P.	14,348	-	14,348	143	-	143	14,205

주: 백만원 단위

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표4 Vs. 2021말 기준 컴투스 연결 자회사 재무 현황

종속기업명	유동자산	비유동자산	자산 계	유동부채	비유동부채	부채 계	자본 계
Beijing Raymobile Co., Ltd.	5,811	258	6,068	250	91	340	5,728
COM2US JAPAN Inc.	4,160	4,016	8,176	937	2,135	3,072	5,104
(주)데이세븐	1,937	1,809	3,747	711	982	1,693	2,054
(주)노바코어	4,041	193	4,234	4,393	-	4,393	-159
(주)티키타카 스튜디오	1,166	37	1,203	658	124	782	421
(주)컴투스타임젼	4,379	2,123	6,502	878	296	1,174	5,328
Out of the Park Developments GmbH	775	23	798	969	-	969	-172
(주)올엠	1,960	13,232	15,191	7,069	5,167	12,236	2,956
(주)정글스튜디오	683	311	994	152	111	263	732
(주)컴투스로카	2,737	64	2,801	13	-	13	2,789
(주)위지웍스튜디오	192,991	177,479	370,469	98,286	8,171	106,457	264,013

주: 백만원 단위

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	509.0	558.7	717.4	734.7	764.7
매출액증가율 (%)	8.5	9.8	28.4	2.4	4.1
매출원가	88.9	159.9	322.4	279.3	285.1
매출총이익	420.1	398.7	395.0	455.4	479.6
판매관리비	306.0	346.1	411.6	461.8	472.3
영업이익	114.1	52.6	-16.7	-6.4	7.3
영업이익률	22.4	9.4	-2.3	-0.9	1.0
금융손익	13.4	44.2	15.5	-7.8	-7.3
중속/관계기업손익	-1.9	43.8	-0.2	-2.1	-2.1
기타영업외손익	-22.0	4.7	3.3	-68.9	-24.4
세전계속사업이익	103.6	145.3	1.9	-85.2	-26.4
법인세비용	27.2	23.7	11.3	-0.3	-6.8
당기순이익	76.4	121.5	-9.4	-84.9	-19.6
지배주주지분 순이익	80.4	129.4	34.0	-73.5	-14.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	716.1	644.9	621.9	604.1	650.6
현금및현금성자산	58.0	253.7	179.9	362.3	400.0
매출채권	53.5	63.9	95.8	81.8	74.1
재고자산	0.0	6.2	12.4	12.4	12.4
비유동자산	333.1	1,213.9	1,324.9	1,246.9	1,199.9
유형자산	13.1	86.8	98.9	107.5	112.7
무형자산	46.3	343.2	381.7	293.2	240.9
투자자산	232.3	716.6	794.1	796.1	796.2
자산총계	1,049.1	1,858.8	1,946.8	1,851.1	1,850.5
유동부채	65.9	175.3	319.3	514.7	523.2
매입채무	0.0	0.0	1.0	1.0	1.1
단기차입금	1.1	39.3	109.3	299.7	299.7
유동성장기부채	0.0	9.0	3.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	270.6	239.4	48.3	74.3
사채	0.0	190.4	190.4	0.0	0.0
장기차입금	0.0	3.4	3.4	3.4	33.4
부채총계	72.0	445.9	558.7	563.1	597.5
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.0	208.1	208.1	208.1	208.1
기타포괄이익누계액	2.8	109.5	109.5	109.5	109.5
이익잉여금	833.1	945.2	963.8	875.0	845.6
비지배주주지분	3.9	239.1	195.7	184.3	178.9
자본총계	977.1	1,412.9	1,388.1	1,288.0	1,253.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	102.5	90.2	27.1	-45.3	39.5
당기순이익(손실)	76.4	121.5	-9.4	-84.9	-19.6
유형자산상각비	6.1	8.7	13.9	17.4	20.9
무형자산상각비	2.6	5.2	14.1	12.5	11.1
운전자본의 증감	-6.7	4.5	-4.3	-5.9	-4.3
투자활동 현금흐름	-44.6	-52.2	-157.8	253.5	-8.7
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-6.6	-26.0	-26.0	-26.0
투자자산의감소(증가)	-66.6	-440.5	-77.5	-2.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-35.0	156.3	56.9	-25.8	7.0
차입금의 증감	-0.7	269.4	79.0	-3.0	30.0
자본의 증가	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.3	195.7	-73.8	182.3	37.8
기초현금	35.7	58.0	253.7	179.9	362.3
기말현금	58.0	253.7	179.9	362.3	400.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	39,560	43,422	55,756	57,104	59,436
EPS(지배주주)	6,246	10,061	2,641	-5,709	-1,102
CFPS	9,838	6,574	2,217	-4,104	1,852
EBITDAPS	9,549	5,165	877	1,823	3,052
BPS	75,644	91,234	92,677	85,780	83,490
DPS	1,500	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	0.9	0.8	2.2	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.5	15.7	22.6	-11.3	-58.7
PCR	16.2	24.1	26.9	-15.8	34.9
PSR	4.0	3.6	1.1	1.1	1.1
PBR	2.1	1.7	0.6	0.8	0.8
EBITDA	122.9	66.5	11.3	23.5	39.3
EV/EBITDA	11.5	30.6	76.3	40.2	23.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	12.1	2.9	-6.4	-1.3
EBITDA 이익률	24.1	11.9	1.6	3.2	5.1
부채비율	7.4	31.6	40.2	43.7	47.7
금융비용부담률	0.1	0.5	0.9	1.0	1.0
이자보상배율(x)	339.8	17.7	-2.5	-0.9	1.0
매출채권회전율(x)	10.0	9.5	9.0	8.3	9.8
재고자산회전율(x)		180.0	77.0	59.2	61.6

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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

