



KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

컴투스 (078340)

야구게임이 이끄는 회복, 신작에 달린 재평가

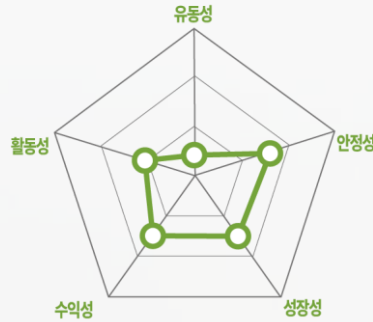
체크포인트

- MLB-KBO-NPB 라이선스를 모두 보유한 야구게임사로, <서머너즈 워>와 야구게임을 핵심 라인업으로 확보. 2026년 매출 7,020억 원·영업이익 350억 원(OPM 5.0%)·지배순이익 105억 원 전망
- 투자포인트: 1) 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자: 배타적 라이선스를 앞세운 야구게임이 이용자 저변(Q) 확대로 연평균 23% 성장하며 고마진 이익원으로 부상, 2) 주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력: 배당·자사주 소각정책과 풍부한 순금융자산이 환원 의지와 여력을 뒷받침, 3) 앱마켓 수수료 인하 최대 수혜: 모바일·자체 퍼블리싱 비중이 높아 수수료 인하(30%→20~25%)에 따른 절감분이 이익 개선으로 이어질 전망
- 2026F PBR은 0.3배로 상장 이후 및 게임 업종 내 최저 수준이나, 낮은 ROE(수익성 부진)를 반영한 할인으로 판단. 시가총액을 상회하는 순금융자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 신작 흥행·야구게임 성장·수수료 인하를 통한 ROE 회복이 재평가 해소의 관건

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2025년 기준, PBR은 1Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

컴투스 (078340)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.orkr
RA 이금민 kmlee@kirs.orkr

MLB-KBO-NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유한 야구게임사

컴투스는 1998년 설립되어 2007년 코스닥에 상장한 모바일 게임사로, MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유. 12년째 서비스 중인 글로벌 RPG 〈서머너즈 워〉와 고성장 중인 야구게임을 양대 핵심 라인업으로 보유하고 있으며, 2024년부터 퍼블리싱 사업을 본격화해 하반기 대작 〈세우스: 오만의 신〉 출시를 앞두고 있음. 2023년 대표이사 교체 이후 비게임 사업을 정리하고 게임 사업에 역량을 집중한 결과, 2026년 매출 7,020억 원·영업이익 350억 원(OPM 5.0%)·지배순이익 105억 원으로 수익성 회복 전망

투자포인트: 야구수수로 인화가 개선하는 수익성, 주주환원이 받치는 하방

① 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자: 배타적 라이선스와 20여 년간 축적한 운영 역량이 진입장벽으로 작용하는 가운데, 야구게임 매출은 2022~2025년 연평균 23% 성장했으며 2026년에도 20.6% 성장한 2,850억 원 전망. 과금 확대보다 이용자 저변(Q) 확대가 성장을 견인해 지속 가능성이 높고, 성숙기에 진입한 RPG를 보완하는 반복 매출형 고마진 이익원으로 부상

② 주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력: 2026년 예상 배당수익률 5.0%로 게임 업종 최상위권의 환원 수준을 유지. 적자기에도 이어 온 9년 연속 배당이력과 자사주 소각정책이 환원 의지를, 1Q26 별도 기준 약 5,000억 원의 순금융자산(현금·금융자산 - 차입금)이 지속적 환원 여력을 뒷받침

③ 애플마켓 수수료 인하 최대 수혜: 구글 인앱결제 수수료 인하(2026년 시행, 30%→20~25%)의 대표 수혜주. 게임부문 매출의 약 95%가 모바일에서 발생하고 자체 개발·퍼블리싱 비중이 높아 수수료 절감 효과가 이익 개선으로 이어질 가능성이 크며, 인화가 선제 적용되는 북미·유럽 매출 비중도 높음. 효과가 온기로 반영되는 2027년에는 연간 100~150억 원의 이익 개선이 가능해 수익성 제고의 핵심 요인으로 판단

밸류에이션: 역사적 최저 PBR, 관건은 수익성(ROE) 회복

현 PBR 0.3배는 상장 이후 및 게임 업종 내 최저 수준이나, 낮은 ROE(수익성 부진)가 반영된 할인 수준. 시가총액을 상회하는 순금융자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 저평가 해소의 관건은 신작 흥행·야구게임 성장·수수료 인하를 통한 ROE 회복 여부로 판단

Forecast earnings & Valuation

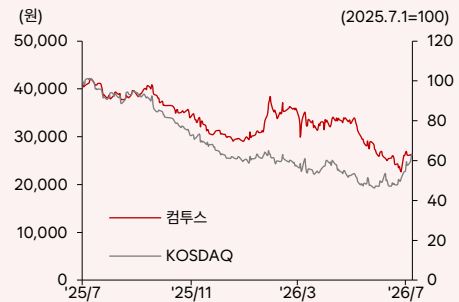
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
YoY(%)	21.2	9.2	-6.2	0.4	0.8
영업이익(억원)	-151	-332	61	26	350
OP 마진(%)	-2.2	-4.5	0.9	0.4	5.0
지배주주순이익(억원)	334	398	-1,078	365	105
EPS(원)	2,593	3,093	-8,462	2,865	870
YoY(%)	-74.2	19.3	적전	흑전	-69.6
PER(배)	23.0	15.9	N/A	10.1	29.7
PSR(배)	1.1	0.9	0.9	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	49.2	N/A	26.0	27.0	10.0
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
ROE(%)	2.9	3.5	-10.4	3.7	1.1
배당수익률(%)	2.2	5.3	2.8	4.5	5.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/14)	25,850원
52주 최고가	41,200원
52주 최저가	22,700원
KOSDAQ (7/14)	783.98p
자본금	6십억원
시가총액	313십억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	16억원
외국인지분율	10.94%
주요주주	컴투스홀딩스 외 7인 31.44% KB자산운용 5.20%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16	-170	-37.3
상대주가	33.3	-0.3	-36.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ 기업 밸류업 공식 법안 주주가치 존중 기업문화로의 변화를 위해 자발적으로 기업가치 제고 노력을 하는 기업. 기업가치 제고 계획을 자율적으로 수립하고, 이행하며 투자자와 소통하는 기업

▶ 글로벌 세그먼트는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업 지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정한 기업

기업 개요

회사 개요 및 연혁

**〈서머너즈 워〉야구게임 등 10년
홍행 IP를 보유한 모바일 게임사**

컴투스는 1998년 설립되어 2007년 코스닥에 상장한 모바일 게임사다. 국내 스마트폰 보급 초기인 2011년 〈타이니팜〉으로 모바일 게임 시장에 본격 진입한 이후 앱스토어 생태계 성장과 함께 외형을 확대해 왔다. 2014년 출시한 〈서머너즈 워: 천공의 아레나〉가 글로벌 흥행에 성공하면서 해외 200여 개국에서 매출이 발생하는 글로벌 매출 기반을 확보했다. 현재 〈서머너즈 워〉(RPG), 〈컴투스프로야구〉(MLB 9이닝스)(스포츠) 등 출시 후 10년 이상 매출이 지속되는 장기 흥행 라인업을 다수 보유하고 있다.

동사의 경쟁력은 긴 업력을 바탕으로 축적한 다장르 개발·운영 역량과 검증된 IP·라이선스에 있다. 스포츠 장르에서는 MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 등 프로야구 라이선스를 확보해 국내외 야구게임 시장에서 선도적 지위를 유지하고 있으며, RPG에서는 글로벌 IP 〈서머너즈 워〉를 12년째 서비스하며 해외 매출 비중이 높은 수익 구조를 이어가고 있다. 여기에 2024년부터 외부 개발사의 게임을 유통·운영하는 퍼블리싱 사업을 본격화해 자체 개발과 글로벌 퍼블리싱을 병행하고 있다. 이를 통해 신규 IP 확보와 장르 확장을 추진하는 동시에, 게임사의 구조적 약점인 차기작 출시 공백을 보완하는 체제를 구축하고 있다.

한편 동사는 2021년 전후로 콘텐츠·블록체인·공연·메타버스 등으로 사업 영역을 확장하며 다수의 기업을 인수했다. 그러나 2023년 대표이사 교체로 기점으로 비주력 사업을 정리하고 게임 사업에 역량을 집중하는 방향으로 전략을 선회했다. 2026년 1분기 말 기준 연결대상 종속회사는 26개이며, 주요 계열사로는 미디어/콘텐츠 부문을 담당하는 위지윅 스튜디오가 있다.

연혁

1998~2016	2017~2021	2022~
1998 법인 설립 1999 한국통신프리텔, 신세기통신 LG와 휴대전화 게임 서비스 계약 체결 세계 최초 모바일 JAVA 게임 개발 2000 통합 엔터테인먼트 사이트 PHONEGAMENET 오픈 2002 미국, 영국, 독일, 이탈리아, 싱가포르 등 해외 게임 서비스 확대 2003 일본 법인, 중국 법인 설립 2005 모바일 게임 유통·판매 서비스 실시 미국 지사 설립 2007 코스닥 상장 2008 iOS 게임 서비스 시작 브라질 모바일 게임 시장 진출 2009 안드로이드 게임 서비스 시작 2011 모바일 게임 플랫폼 컴투스 허브 서비스 시작 2013 게임빌(현 컴투스홀딩스)에 피인수 2014 '서머너즈 워: 천공의 아레나', '닉사의 산' 출시 컴투스·게임빌 통합 플랫폼 '하이브' 출범 싱가포르, 대만 법인 설립 2015 '컴투스프로야구2015' 국내 출시 '엑션플레이드' 글로벌 출시 2016 'MLB 9이닝스 16' 글로벌 출시 2017 '에디션과 스카이랜드스' 모바일 게임 개발 '서머너즈 워: 월드 아레나' 컴퍼니십(SWC) 개회 'MLB 9이닝스 GM' 글로벌 출시 '스카이랜드스 엔터테인먼트'와 '서머너즈 워' IP 확장 관련 파트너십 체결	2018 '체인스트라이크' 글로벌 출시 2019 데이세븐 인수 노바팩토리, 마나코어 인수 '서머너즈 워: 글로벌 뉴저지' '더 다운로드 달성' '바디크라이스' 인도네시아 출시 '드래곤스카이' 유럽, 호주, 아시아 지역 출시 '올비여고' 글로벌 150여개국 출시 '워-비' '헬만자' 국내 출시 2020 동양온라인(현 컴투스스타이징), 아웃오브더박스 디벨로먼트(OOTP), 타카타카스튜디오 인수 'NBA NOW' 글로벌 퍼블리싱 '스토리락' 국내 출시 '서머너즈 워' 중국 판호 발급 클라비언엔터테인먼트 2021 케이뱅크, 미디어엔, 엔스토리허브, 게임제인저 투자 'OOTPGO', '스토리락', '서머너즈 워: 백년전쟁', '바디크라이스' 글로벌 출시 '정글스튜디오', 컴투스스카 설립 '워지윅스튜디오' 출범 인수 데니스스타즈 투자 및 '유키리' '킹덤' 유럽 사업 전략적 제휴 비벌 흡수 합병	2022 5X5 게이밍, 엑스포폴러스, RBW, 메타월드 투자 마이뮤제이션 인수 컴투스프로야구V22 출시 컴투버스 설립 '서머너즈 워: 크로니클' 한국, 북미 출시 2023 '서머너즈 워: 크로니클', 'MLB 9이닝스 라이벌' 글로벌 출시 '프로스트펄크 비온드 더 아이스' 글로벌 퍼블리싱 계약 체결 '스타시드: 아스나아 트리가' 퍼블리싱 계약 체결 컴투스위드 설립 2024 에이비트 전략적 투자 및 신작 퍼블리싱 계약 '전투기 키우기: 스토리커스 1945', '프로스트펄크 비온드 더 아이스', '스타시드: 아스나아 트리가' 글로벌 출시 '데스티니 차일드' P 신작 게임 글로벌 퍼블리싱 계약 올림 흡수 합병 2025 '갯언데드', '서머너즈 워: 러쉬', '마나코어 100' 글로벌 출시 '더 스타라이트' 국내 출시 '프로야구 RISING' 일본 출시 '도원암' P 게임 글로벌 퍼블리싱 계약 '연지적 독자 시점' P 게임 글로벌 퍼블리싱 계약

자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주구성 및 지배구조

컴투스홀딩스 그룹에 속해 있으며,
자사주 소각을 통한 주주환원 진행

2026년 7월 14일 기준 컴투스의 최대주주는 지주회사 컴투스홀딩스로, 보통주 3,780,308주(지분율 31.26%)를 보유하고 있다. 남재관 대표이사 등 특수관계인이 보유한 0.17%를 더한 최대주주 측 지분은 31.43%이며, 이 외에 자기주식 5.35%를 보유하고 있다.

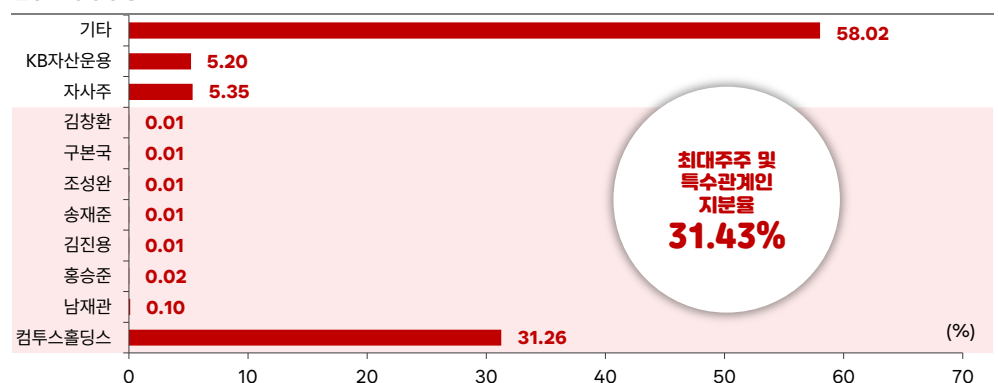
지배구조 측면에서 컴투스는 '컴투스홀딩스 → 컴투스'로 이어지는 지주회사 체제에 속한다. 컴투스홀딩스의 전신은 게임빌로, 2013년 컴투스를 인수한 뒤 2021년 지주사 전환과 함께 사명을 변경했으며, 그 최대주주는 송병준 의장(지분율 33.4%)이다. 컴투스홀딩스는 지분율이 50%에 미치지 않아 컴투스를 관계기업(지분법)으로 반영하며, 지주·투자자와 함께 자체 게임·블록체인(통합 플랫폼 Hive) 사업을 겸하는 사업지주회사다. 다만 최근 자체 사업 부진으로 자산의 대부분이 관계기업으로 보유한 컴투스 지분에 집중돼, 사실상 컴투스가 지주사 가치의 근간을 이루는 구조다.

경영진 측면에서는 2023년 이후의 전략 선회를 이끈 대표이사의 이력이 주목된다. 현 대표이사 남재관은 신영증권·다음커뮤니케이션을 거쳐 카카오게임즈 최고재무책임자(CFO)로 기업공개(IPO)를 이끈 재무 전문가로, 2023년 컴투스에 합류해 2024년 대표이사에 선임됐다(임기 2027년 3월). 취임 이후 인력 효율화와 저수의 자회사 정리를 통해 외형 확장에서 수익성 중심으로 경영 기조를 전환하며 연결 영업이익 흑자 전환을 주도했다.

최근 지분구조상 가장 주목할 변화는 자기주식 정책이다. 동사는 2026년 1월 보유 자사주의 절반인 646,442주(발행주식의 약 5.1%)를 소각했으며, 이에 따라 현재 자사주는 646,442주(5.35%)로 줄었다. 잔여 물량 중 일부는 임직원 성과보상 재원으로 활용될 예정이며, 나머지에 대해서도 추가 소각 여지를 열어두고 있다.

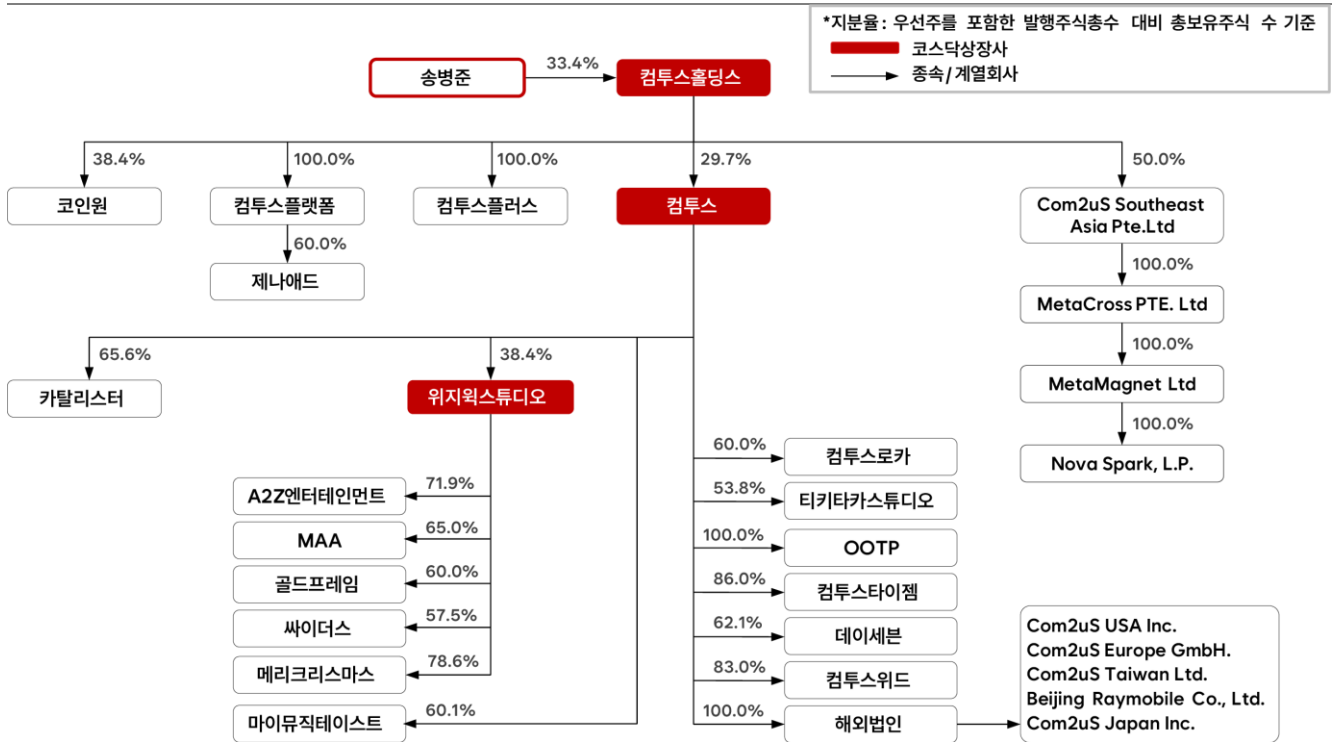
한편, 2026년 1월 남재관 대표이사(10,100주·약 3억 원)를 포함한 임원 9명이 주당 3만 원 안팎에서 자사 주식을 장내매수했고, 이후 5~6월 주가가 2만 원대 중반까지 조정받은 구간에서도 매수가 이어졌다. 이는 현 주가 수준에 대한 저평가 인식이 반영된 신호로 해석된다.

컴투스 주주구성



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스홀딩스 지배구조(2026.03.31)



자료: 컴투스홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 종속기업 및 관계기업

해외법인·게임개발사 미디어 3개
 축의 종속회사를 두고 있으며,
 비주력 정리로 자회사 적자 축소
 진행

연결대상 종속기업

2026년 1분기 말 기준 컴투스의 연결대상 종속회사는 26개이며, 이 중 동사가 직접 지분을 보유한 기업은 15개다. 자회사는 영위 사업에 따라 ① 해외법인, ② 게임개발사, ③ 미디어/콘텐츠의 세 그룹으로 구분된다. 동사는 2023년 대표이사 교체 이후 비주력·부실 프로젝트를 정리하고 게임 사업에 역량을 집중하는 방향으로 계열 구조를 재편해 왔다. 실제로 블록체인·메타버스 사업을 담당하던 카탈리스트(구 컴투버스, 지분 65.6%)는 사업 규모를 축소했고, 게임 자회사 편플로는 2026년 1분기 중 청산됐다. 이러한 구조조정에 힘입어 자회사 합산 영업손실은 2022년 559억 원에서 2025년 135억 원으로 축소됐으며, 이에 따라 자회사 손익 부담도 완화되는 흐름이다.

① 해외법인

동사의 연결 해외법인은 Com2us Japan(일본), Com2us Europe(독일), Com2us Taiwan(대만), Com2us USA(미국), Beijing Raymobile(중국)가 있으며, 5개 기업 모두 지분 100%를 보유한 완전자회사이다. 각 현지법인은 글로벌 거점별 게임 퍼블리싱 및 현지화 작업을 전담하고 있다. 다만 중국 지역의 경우 판호 발급의 특성상 게임서비스는 현지 퍼블리셔인 'Beijing Youkai Technology'를 통해 공급되고 있으며, 중국 법인은 개발 및 자문 역할을 수행하고 있다.

② 게임개발사

동사가 지분을 보유한 게임개발사는 5개이다. 각 기업별로 특화된 게임 장르를 보유하고 있으며, 티키타카스튜디오(지

분율 53.8%)는 모바일 RPG, 데이세븐(지분율 62.1%)은 연애 시뮬레이션 및 인터랙티브 스토리텔링 장르, 컴투스타이젠(지분율 86.0%)은 바둑, 컴투스로카(지분율 60.0%)는 VR게임, OOTP(Out of the Park Developments, 독일)(지분율 100%)는 스포츠 시뮬레이션 장르를 중심으로 게임사업을 영위 중이다. 이중 핵심 자회사는 티키타카스튜디오로 '데스티니 차일드' IP 기반 방치형 RPG 게임을 개발 중이며, 2027년 출시를 목표로 하고 있다.

③ 미디어/콘텐츠

동사는 팬데믹 당시 게임 사업 외 미디어/콘텐츠 방면으로의 사업 다각화를 추진하며 적극적인 인수합병을 진행해왔으며, 그 결과 2025년 미디어/콘텐츠 매출액은 1,228억원으로 전체 매출의 17.6%를 차지하고 있다. 이에 해당하는 자회사는 미디어 제작사인 위지웍스튜디오(지분율 38.42%), 공연 기획사인 마이뮤직테이스트(지분율 60.1%)와 컴투스 위드(지분율 83.0%)가 있다. 그 외에도 위지웍스튜디오 등의 자회사가 지분을 보유한 11개의 손자회사가 있으며, 대부분 엔터, 미디어, 매니지먼트, 영상제작 등의 미디어/콘텐츠 사업을 영위하고 있다.

한편, 7월 14일을 기일로 '엔피'가 위지웍스튜디오를 흡수합병했다. 엔피는 1Q26 기준 동사가 20.73%의 지분을 보유한 관계기업으로 전시, 컨벤션 및 행사대행업을 영위하고 있다. 합병비율은 엔피 : 위지웍스튜디오 = 1 : 0.58이며, 합병 이후 합병법인 '컴투스엔'에 대한 동사의 지분율은 28.3%로 예상된다. 양사는 업황 둔화로 3년간 영업적자를 지속했고 주가가 1,000원을 밑도는 등 상장 유지 부담이 확대됐던 만큼, 이번 합병과 자사주 소각을 통해 경영 효율성 제고를 추진하는 것으로 판단된다.

주요 종속기업(지분율은 2026년 3월 말 기준, 실적은 2025년 연간 기준)

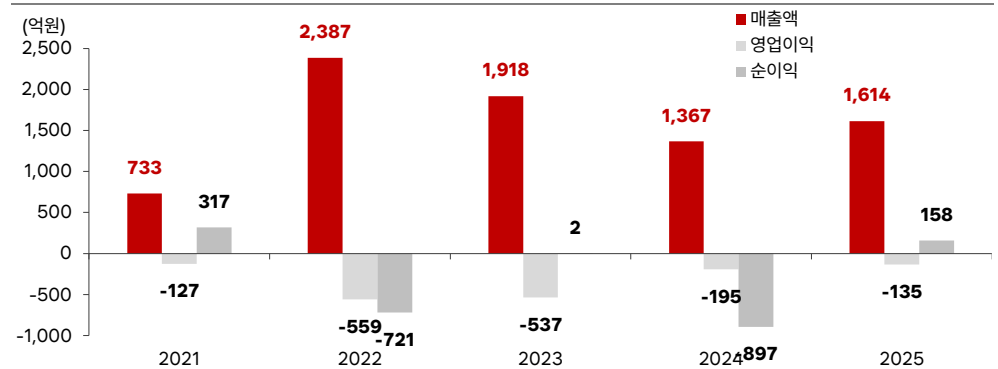
(단위: 억원, %)

구분	법인명	지분율(%)	사업내용	매출	영업이익	순이익
해외	Com2uS USA	100.0	게임 퍼블리싱·현지화(미국)	460	-17	-54
해외	Com2uS Japan	100.0	게임 퍼블리싱·현지화(일본)	171	1	3
게임	OOTP	100.0	스포츠 시뮬레이션(독일)	61	2	1
게임	컴투스타이젠	86.0	온라인 바둑	43	5	6
게임	티키타카스튜디오	53.8	모바일 RPG	37	-3	-3
게임	컴투스로카	60.0	VR 게임	2	-18	-23
게임	데이세븐	62.1	연애 시뮬레이션	2	-6	-7
미디어	위지웍스튜디오	38.4	드라마·영화·예능 제작	1,020	-96	-418
미디어	에이투지엔터테인먼트¹	71.9	방송프로그램 제작	619	-61	-172
미디어	메리크리스마스¹	78.6	드라마·영화 제작	299	12	-30
미디어	마이뮤직테이스트	60.1	글로벌 공연 기획	208	10	34
미디어	싸이더스¹	57.5	영화 제작·배급	199	-16	-21

주¹) 위지웍스튜디오 산하 손자회사, 지분율은 위지웍 보유 기준

자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

자회사 실적 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

관계기업

동사의 관계기업은 총 28개로 동남아 법인 Com2uS Southeast Asia(싱가포르)를 비롯해 다양한 기업과 펀드상품이 속해있다. 게임 사업을 영위하며 창출한 여유 현금을 활용해 적극적으로 투자를 집행하고 있는 것으로 파악된다.

주요 관계기업은 에이버튼으로, 동사가 8.95%의 지분을 보유하고 있다. 에이버튼은 하반기 기대작인 <제우스: 오만의 신>의 개발사이며, 동사는 해당 게임의 퍼블리셔로 3분기 중 한국 지역 출시를 예정하고 있다. 이번 퍼블리싱 계약은 동사의 글로벌 게임 서비스 레퍼런스를 기반으로 체결된 것으로 판단된다. 향후 <제우스: 오만의 신>의 흥행 성과에 따라 에이버튼 지분가치 재평가와 후속 협업 확대 가능성도 기대된다.

주요 관계기업(지분법, 2026년 3월 말 기준, 실적은 2025년 연간 기준)

(단위: 억원, %)

법인명	지분율(%)	사업내용	매출	순이익	지분법손익
미디어캔	29.9	소프트웨어 개발·공급	484	-130	-42
엔피	20.7	전시·컨벤션·행사대행	272	-35	-10
Com2uS Southeast Asia	50.0	동남아 지주(블록체인)	28	526	-
에이버튼	8.95	게임 개발(제우스: 오만의 신)	-	-232	-21

주: 1) 지분법 적용: 관계기업 순이익 중 지분율만큼이 동사 손익에 반영, 주2) 다수 투자조합펀드형 관계기업(크릿벤처스·각종 신기술투자조합 등) 생략
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

1) 비즈니스 모델(2025년 기준)

게임은 별도 본사의 자체
IP·글로벌 퍼블리싱이 핵심,
미디어/콘텐츠는 위자웍스튜디오
중심의 프로젝트형 사업

사업부문

컴투스의 사업부문은 연결기준 ① 게임부문, ② 미디어/콘텐츠 부문으로 구분된다. 2025년 연결 매출 6,964억 원 중 게임부문은 5,736억 원으로 82.4%, 미디어/콘텐츠 부문은 1,228억 원으로 17.6%를 차지한다. (이하 매출비중은 전사 연결매출 대비 기준).

1) 게임부문 (매출비중 82.4%)

게임부문 매출의 약 95%는 모바일게임에서 발생한다. 매출의 대부분은 본사(별도)가 직접 개발·서비스하는 자체 개발 게임에서 나오고, 일부는 퍼블리싱을 통해 확보한다. 수익 모델은 게임을 무료로 제공하고 게임 내 아이템·재화를 판매하는 부분유료화(F2P)가 대부분이다.

별도

RPG (매출비중 41.0%, YoY -15.6%)

RPG 매출은 〈서머너즈 워〉 IP에 집중되어 있다. 〈서머너즈 워: 천공의 아레나〉는 2014년 출시된 글로벌 흥행작으로, 다양한 몬스터(소환수)를 수집·육성해 팀을 구성하고 턴제 전투 방식(이용자와 상대가 순서를 번갈아 가며 한 번씩 행동하는 전투 방식)으로 던전을 공략하거나 전 세계 이용자와 실시간 대전(아레나)을 진행하는 수집형 RPG다.

P(과금): 확률형 아이템이 핵심 수익모델이며, 이용자당 결제액(ARPU)은 매력도 높은 신규 캐릭터와 콘텐츠 공급에 좌우된다. 당사는 정기 업데이트를 통해 신규 소환 캐릭터를 추가하고, 외부 IP 콜라보(2026년 1분기 〈반지의 제왕〉)와 출시 N주년 이벤트를 통해 휴면 이용자의 복귀와 결제 수요를 확대하고 있다.

Q(이용자): 〈서머너즈 워〉는 글로벌 200개국·16개 언어로 서비스되는 12년차 라이브 게임으로, 누적 다운로드 2억 9천만 건, 누적 매출 3조 5천억 원 이상의 이용자 기반을 보유하고 있다. 다만 출시 12년차에 접어들며 신규 이용자 유입이 제한적인 것으로 판단된다. 이에 매출은 신규 이용자 유입보다 기존·휴면 이용자의 재참여에 더 크게 의존하고 있으며, 당사가 2017년부터 매년 글로벌 e스포츠 대회 SWC(Summoners War World Arena Championship, 〈서머너즈 워〉 이용자 대상 글로벌 e스포츠 대회)를 개최하는 것도 충성 이용자층을 유지하기 위한 전략으로 해석된다.

스포츠 (매출비중 33.9%, YoY +15.2%)

스포츠 매출은 야구게임에 집중되어 있다. 당사의 야구게임은 실존 프로야구 선수·구단을 카드 형태로 수집·육성해 자 신만의 팀을 구성하고 리그·대전 콘텐츠를 즐기는 수집·육성형 모바일게임이다. 실제 리그의 선수 실명·구단을 사용할 수 있는 라이선스가 핵심 경쟁력이다. 당사는 MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 3대 프로야구 라이선스를 모두 확보해 MLB 3종·KBO 3종·NPB 1종 등 총 7종의 야구 타이틀을 운영하고 있으며, 대표작으로 MLB 기반 〈MLB 9인싱스〉(MLB 라이벌), KBO 기반 〈컴투스프로야구〉(컴투스프로야구V), 2025년 일본에 출시한 NPB 기반 〈프로야구RISING〉이 있다.

야구게임은 실제 프로야구 리그를 기반으로 하기 때문에 게임의 흥행 주기가 리그 일정과 맞물려 움직인다. 이에 따라 결제(P)와 이용자 트래픽(Q)이 모두 시즌에 연동되며, 프로야구가 진행되는 봄·여름(2분기 전후)이 성수기, 비시즌인 겨울이 비수기인 계절성을 보인다.

P(과금): 야구게임의 수익은 신규 선수 콘텐츠 판매가 중심이다. 이용자는 시즌마다 갱신되는 실제 선수 기반의 카드·선수단을 확보하고 강화하며, 선호 선수와 팀 전력 보장 수요가 결제로 이어진다. 시즌 개막과 WBC 같은 야구 이벤트, 신규 선수 업데이트는 이용자 관심을 높이고 결제를 유도하는 주요 요인으로 작용한다.

Q(이용자): KBO·MLB·NPB 3대 라이선스를 기반으로 폭넓은 이용자층을 확보하고 있으며, 야구 라인업 전체 월간 이용자(MAU)는 약 250만 명으로 추정된다. 시즌이 거듭될수록 콘텐츠가 누적돼 기존 이용자가 유지되는 가운데, 매 시즌 개막이 대형 업데이트와 유사한 역할을 하며 신규 이용자 유입을 유도한다. 특히 최근 프로야구 인기 확대로 10~20대 신규 팬층이 유입되면서, 성장 동력이 과금 강화(P)보다 이용자 저변 확대(Q)에서 나온다는 점이 특징이다.

게임 자회사 (매출비중 5.5%)

게임 자회사는 본사 라인업을 보완하는 개발·서비스 축으로, 크게 모바일게임 개발사와 온라인게임(PC) 서비스사로 구분된다. 모바일게임 개발사로선 데이세븐과 티키타카스튜디오가 있어 본사 퍼블리싱 라인업에 게임을 공급한다. 온라인게임 영역에서는 컴투스아이젠이 온라인 바둑 서비스 〈타이젠〉을, 독일 개발사 Out of the Park Developments가 야구단 운영 시뮬레이션 게임 〈OOTP〉를 서비스하며, 이들이 본사 〈골프스타〉 등과 함께 온라인게임 매출(292억 원)을 구성한다.

2) 미디어/콘텐츠 부문 (매출비중 17.6%)

위지웍스튜디오(지분 38.42%)를 중심으로, 그 산하 영화·드라마·매니지먼트 자회사들이 사업을 영위한다. 부문은 사업 성격에 따라 방송콘텐츠 제작·공연 및 공연기획·VFX로 나뉘며, 작품·공연 등 프로젝트 단위로 매출이 인식되어 분기별 변동성이 크다.

방송콘텐츠 제작 (매출비중 13.4%)

위지웍스튜디오와 그 산하 제작사들이 드라마·영화·예능을 기획·제작하는 사업으로, 미디어/콘텐츠 부문 매출의 대부분을 차지한다. 드라마는 에이투지엔터테인먼트·메리크리스마스, 영화는 사이더스, 애니메이션·시네마틱 영상은 골드프레임이 주력하며, 예능 제작과 연예 매니지먼트는 각각 에이투지엔터테인먼트·엠에이에이가 담당한다. 2026년 주요 라인업으로는 드라마 〈판사 이한영〉(MBC)·〈허수아비〉(ENA)·〈신병 시즌4〉(ENA)·〈킬러들의 쇼핑물 시즌2〉(디즈니+), 영화 〈타짜: 벨제붐의 노래〉, 뮤지컬 〈데스노트〉 등이 있다.

공연 및 공연기획 (매출비중 3.0%)

공연 사업은 마이뮤직테이스트(지분 60.13%)와 컴투스위드(83.0%)가 담당한다. 마이뮤직테이스트는 특정 아티스트의 공연을 원하는 전 세계 팬의 수요를 온라인에서 취합해 실제 콘서트로 성사시키는 팬 주도형 글로벌 공연 플랫폼을 운영한다. 컴투스위드는 컴투스가 2023년 설립한 행사·공연 기획 자회사다.

VFX 및 뉴미디어 (매출비중 1.2%)

VFX(영화·드라마에 적용하는 시각특수효과)는 위지웍스튜디오가 담당하며, CG/VFX와 VR·AR 등 가상화 영상 기술을 제공한다.

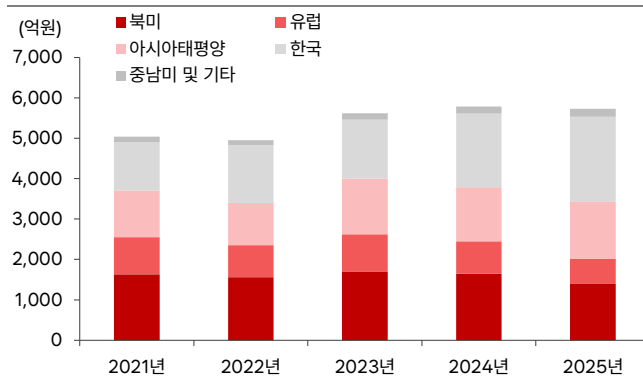
지역별

연결 게임부문 기준 2025년 지역별 비중은 국내 36.5%, 아시아·태평양 24.8%, 북미 24.3%, 유럽 10.9%, 중남미 등 3.6%로 해외 비중이 63.5%에 달한다.

게임별로 보면 지역별 매출 비중은 상이하다. 글로벌 RPG IP 〈서머너즈 워〉는 2025년 해외 매출 비중이 89%(북미 32.7%·아시아 30.3%·유럽 22.8%·국내 11.0%)에 달하는 반면, 야구게임은 KBO 라이선스 기반 〈컴투스프로야구〉 시리즈를 중심으로 국내 매출 비중이 높다. 즉 RPG 비중이 클수록 해외 매출이, 야구게임 비중이 클수록 국내 매출이 확대되는 구조다.

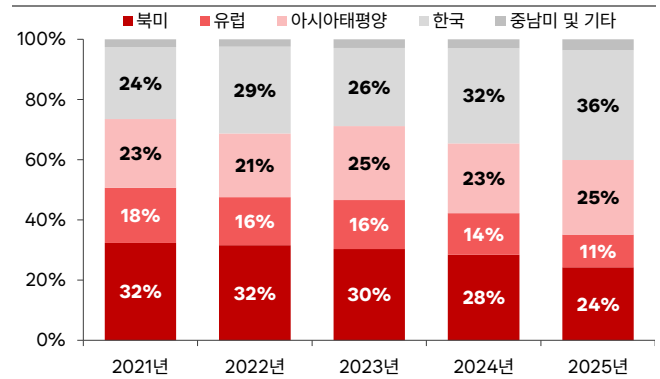
이에 따라 최근 5년간 지역별 비중도 함께 변화했다. 국내 비중은 2021년 약 24%에서 2025년 36.5%로 상승한 반면, 북미는 32%→24%, 유럽은 18%→11%로 하락했는데, 이는 국내 매출이 2021년 1,204억 원에서 2025년 2,093억 원으로 성장(아구게임 호조)한 반면, 북미·유럽 비중이 큰 '서머너즈 워' RPG 매출이 둔화된 데 따른 것이다.

지역별 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 매출비중 추이



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

비교적 안정적인 본업 수익성에

비해 미디어/콘텐츠 자회사 적자가

미치는 영향이 강한 손익구조

비용구조

2025년 연결 영업비용은 6,938억 원으로 매출(6,964억 원)의 99.6%에 달한다. 다만 높은 비용률은 게임 사업 자체의 낮은 수익성 때문이라기보다, 적자가 지속되는 미디어/콘텐츠 자회사가 연결 실적에 반영된 영향이 크다. 실제 별도(게임 본사) 기준 영업이익률은 2025년 30%, 2026년 1분기 6.3%로 회복 흐름을 보이고 있다.

주요 비용항목은 ① 지급수수료 1,871억 원(매출 대비 26.9%), ② 인건비 1,667억 원(23.9%), ③ 외주용역비 965억 원(13.9%), ④ 마케팅비 875억 원(12.6%), ⑤ 로열티 546억 원(7.8%)로 구성된다. 성격별로는 매출에 직접 연동되는 변동비(지급수수료+로열티)가 약 35%, 인건비·기타 등 고정비가 약 38%, 미디어 자회사 제작 물량에 연동되는 준고정비(외주용역비)가 약 14%, 신작 사이클에 좌우되는 재량적 비용(마케팅비)이 약 13%를 차지한다.

지급수수료(매출 대비 26.9%)

대부분 구글·애플 앱마켓에 지급하는 플랫폼 수수료(통상 30%)로, 모바일 인앱결제 매출에 연동되는 변동비다.

해당 계정에는 앱마켓 수수료 외에도 퍼블리싱 수익배분(RS), 즉 외부 개발사의 게임을 유통·운영한 뒤 매출 일부를 개발사에 배분하는 금액이 함께 계상된다.

연결 연간 수수료율은 2024년 31.7%에서 2025년 26.9%로 4.8%p 하락하며 앱마켓 표준 수수료율(30%)보다 낮아졌다. 하락 요인은 ① 〈스타라이트〉 등 퍼블리싱 게임의 서비스 종료로 RS성 수수료가 제거됐고, ② 마켓 수수료가 낮은 원스토어·웹상점 비중이 높은 야구게임의 매출 믹스가 확대된 데 있다. 특히 KBO 라인업은 결제의 약 3분의 1이 원스토어에서 발생해 실질 수수료 부담이 더 낮다.

인건비(매출 대비 23.9%)

급여·퇴직급여·복리후생비·주식보상비용으로 구성되며, 주로 게임 개발·운영 인력 비용이다. 연결 기준 분기 400억 원대(별도 약 300억 원)에서 큰 변동 없이 유지되고 있다. 2020~2022년 개발 인력 확보 경쟁으로 인건비 부담이 크게

확대되며 수익성 악화의 주요 원인으로 작용했다. 2023년 경영진 교체 이후에는 인력 재배치와 프로젝트 효율화를 통해 비용 증가세가 완만해진 것으로 보이나, 신규 프로젝트가 다수 개발 중인 만큼 인건비의 절대 규모가 추가로 줄어들기는 쉽지 않은 것으로 판단된다.

외주용역비(매출 대비 13.9%)

대부분 미디어/콘텐츠 자회사(위지웍스튜디오 등)의 영상 콘텐츠 제작 외주비로, 게임 사업 관련 외주비는 2025년 37억 원(별도 매출의 0.7%)에 불과하다. 연결 외주용역비가 2022년 1,729억 원에서 2025년 965억 원으로 약 44% 감소한 것도 게임 비용 절감보다는 미디어 자회사의 제작 물량 감소를 반영한 결과이며, 실제 자회사 매출도 같은 기간 2,387억 원에서 1,614억 원으로 동반 감소했다. 프로젝트 단위로 인식되는 비용인 만큼 분기 변동성이 크며, 향후 미디어 자회사의 사업 규모에 연동될 전망이다.

마케팅비(매출 대비 12.6%)

신규 이용자 확보와 대형 업데이트 홍보에 집행되는 재량적 비용으로, 회사가 집행 시점과 규모를 조절할 수 있다. 게임별 매출의 20% 이내에서 집행되는 것으로 추정되며, 통상 매출 대비 10%대 초중반에서 운영되는 것으로 파악된다. 2024년 하반기부터 라이브 게임(《서머너즈 워》야구 라인업)의 마케팅 효율화를 집중 테스트한 결과, 별도기준 마케팅비율은 2025년 4분기 6.9%, 2026년 1분기 5.6%까지 낮아졌다. 다만 2분기에는 야구 시즌 개막과 《서머너즈 워》주년 이벤트, 3분기부터는 신작 《제우스: 오만의 신》 마케팅이 반영될 예정이다. 라이브 게임은 효율 중심으로 집행하되 신작은 초기 성과 확보를 위해 마케팅 투입이 확대될 가능성이 높아, 하반기 마케팅비율은 점진적으로 상승할 전망이다.

로열티(매출 대비 7.8%)

MLB·KBO·NPB 야구 라이선스와 일부 외부 IP 콜라보(예: 《반지의 제왕》)에서 발생하는 매출 연동 변동비로, 야구 매출 비중이 높아질수록 부담이 커진다. 실제 매출 대비 로열티율은 2022년 3.5% → 2023년 4.3% → 2024~2025년 7.8%로 상승했으며, 이는 야구 라인업 확대와 로열티율이 높은 MLB 비중 상승을 반영한 결과다.

요율은 모바일 야구게임 시장 규모에 비례해 NPB > MLB > KBO 순으로 파악된다(KBO는 과거 공개된 경쟁사 사례를 감안할 때 4%대 초반으로 추정). 계약은 KBO가 연간, MLB가 2~3년 주기이며, 매출 구간별 슬라이딩 구조(예: 1,000억~1,500억 원 초과 시 요율 하락)를 갖는 것으로 파악된다.

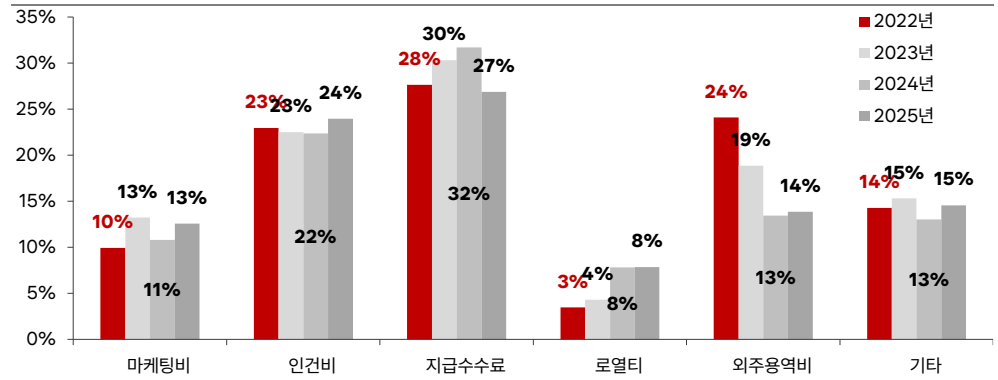
한편, 야구 매출이 고성장하는 국면에서 라이선서가 추가 성과 배분을 요구할 가능성은 잠재적 리스크 요인이나 동사가 KBO 국내 1위·MLB 모바일게임 매출 글로벌 1위 등 3대 리그에서 선도적 지위를 확보한 핵심 파트너로 협상력을 갖춘 만큼 급격한 요율 인상 가능성은 제한적으로 판단된다.

수익성 회복 경로

동사의 손익은 다각화 이전(2020년 이전) 연간 기준 연결 OPM 20~22%·영업이익 1,000억 원대에서, 미디어·메타버스 투자와 인건비 급증이 겹친 2022~2023년 연결 적자로 전환됐다. 이후 2024~2025년 비용 효율화로 흑자 전환했으나, 자회사 적자가 별도 이익을 잠식해 연결 영업이익률은 0%대에 머물러 있다. 고정비(인건비·기타)와 준고정비(외주용역비)는 이미 상당 부분 낮아져 추가 절감 여력이 제한적인 만큼, 향후 이익률 회복의 핵심 경로는 ① 하반기

〈제우스: 오만의 신〉 등 신작 매출 증가에 따른 고정비 희석(영업 레버리지), ② 앱마켓 수수료 인하·웹상점 결제 확대에 따른 변동비율의 구조적 하락, ③ 미디어 자회사 적자 축소로 판단된다. 동사 역시 별도 기준으로는 신작 성공에 따른 두 자릿수 영업이익률을 회복을 지향하며, 자회사 손익 안정이 맞물리면 연결 기준 추가 이익 개선도 가능하다고 보고 있다.

연도별 주요 비용 항목의 매출 대비 비중(연결 기준)



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

5 참고자료

하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉 등 2026~2027년 신작 모멘텀이 신작 흥행 신뢰 회복·리레이팅의 열쇠

신작 파이프라인 (2026~2027년)

동사가 국내 게임주 가운데서도 주가 흐름이 특히 부진했던 배경 중 하나는 신작 흥행에 대한 시장의 신뢰가 약화된 데 있다. 컴투스는 최근 2~3년간 다수의 신작을 선보였으나 기대만큼의 성과로 이어진 사례가 많지 않았고, 그 결과 실적(서머너즈 워)와 야구게임 등 기존 라이브 게임에 의존하는 구조가 이어져 왔다. 이런 맥락에서 2026~2027년 신작 모멘텀, 특히 하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉의 성과는 단순한 매출 이벤트를 넘어 신작 흥행 능력에 대한 시장의 신뢰를 회복하는 계기가 될 수 있으며, 밸류에이션 재평가로 이어질 여지가 있다.

〈제우스: 오만의 신〉은 그리스 신화를 배경으로 언리얼 엔진 5로 개발한 대형 MMORPG다. 개발사 에이버튼이 약 200명의 인력을 3년간 투입한 대작으로, 2026년 7월 1일 사전예약을 시작했으며 3분기 국내 출시가 예정돼 있다. 에이버튼은 넥슨 출신 개발 인력이 설립한 스튜디오로, 〈제우스〉와 같은 MMORPG 장르의 〈프라시아 전기〉와 하이브리드 해양 어드벤처 〈데이브 더 다이버〉 개발에 참여한 이력을 보유한 것으로 알려져 있다. 특히 〈데이브 더 다이버〉는 전 세계 누적 800만 장 이상 판매된 PC·콘솔 기반 프리미엄 게임으로, 이러한 개발 트랙레코드는 〈제우스〉에 대한 기대 요인으로 작용하고 있다. 복수의 대형 게임사가 경쟁한 퍼블리싱 판권을 컴투스가 확보했으며, 경쟁 대작이 상대적으로 적은 하반기 출시를 통해 구글·애플 매출 1위를 목표로 하고 있다. 정확한 출시일과 BM(비즈니스 모델)은 7월 말~8월 초 쇼케이스에서 공개될 예정이다.

다만 〈제우스〉는 컴투스의 자체 개발작이 아니라 퍼블리싱 타이틀이라는 점을 감안할 필요가 있다. 퍼블리셔는 개발사를 대신해 마케팅·서버 운영·결제·글로벌 서비스를 담당하고, 그 대가로 게임 매출을 개발사와 배분한다. 이용자 결제액에서 앱마켓 수수료를 차감한 뒤 남은 금액을 퍼블리셔와 개발사가 사전에 정한 비율로 나누는 RS(Revenue Share)

구조다. 따라서 <제우스>가 흥행할 경우 매출의 일정 부분이 컴투스 실적으로 반영되지만, 자체 개발작 대비 이익률은 낮을 것으로 추정된다. 한편 컴투스는 에이버튼 지분 8.95%(장부가 약 140억 원)를 보유하고 있어, 게임 흥행 시 지분가치 상승과 에이버튼 차기작 퍼블리싱 우선권 확보 측면에서도 유리한 위치를 점할 수 있다.

실적 측면에서는 3분기 출시 이후 매출이 일부 반영되고, 4분기부터 온기 반영될 전망이다. 흥행 시 영업 레버리지 효과가 기대되며, <제우스>가 온기 반영되는 2027년부터 이익 개선 폭이 본격 확대될 것으로 판단된다.

<제우스> 외에도 자체 개발 신작 라인업이 대기하고 있다. 일본 애니메이션 IP 기반 다크판타지 턴제 RPG <도원암귀> (2026년, 모바일·PC)를 시작으로, 2027년에는 <데스티니 차일드> IP 기반 방치형 RPG, 코단샤 IP 기반 서바이벌 액션 RPG <가치아쿠타: The Game>(PC·콘솔), 웹툰·웹소설 누적 조회수 20억 회 이상의 <전자적 독자 시점> IP 기반 액션 RPG 등이 출시될 예정이다.

신작 라인업

구분	타이틀	장르	개발사	플랫폼	출시국가	출시예정일정
In-House	도원암귀 Crimson Inferno	다크판타지 턴제 RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌 ²⁾	2026년
	데스티니 차일드 IP ¹⁾	방치형 RPG	컴투스(티키타카스튜디오)	모바일	글로벌	2027년
	가치아쿠타: The Game ¹⁾	서바이벌 액션 RPG	컴투스	PC/콘솔	글로벌 ²⁾	2027년
	A랭크 파티 IP ¹⁾	RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌	2027년
Publishing	제우스: 오만의 신	MMORPG	에이버튼	모바일/PC	한국	3Q26
	전자적 독자 시점 IP ¹⁾	액션 RPG	오프비트	모바일/PC	미정	2027년

주: 1) 게임명 미정으로 추후 변경될 수 있음, 2) 중국 등 일부 국가 제외, 자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

주요일정 및 시가총액 추이

주요 일정

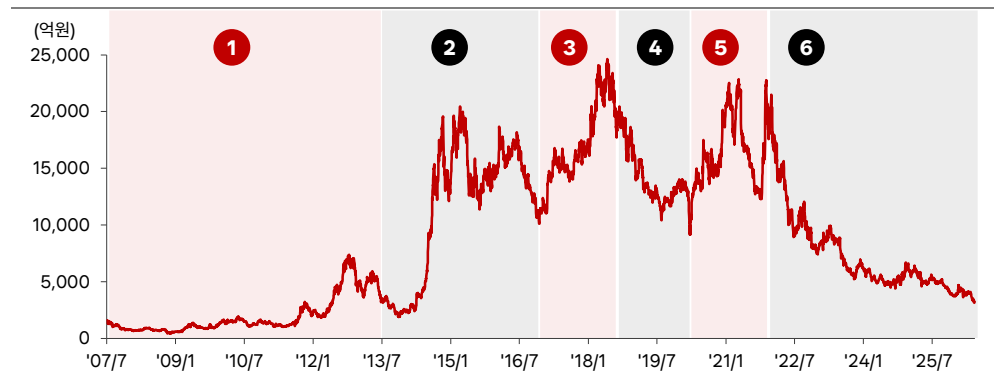
3Q26(7월말~8월 초): 제우스: 오만의 신 쇼케이스 진행. 개발자 미팅, BM 공개 등

3Q26(여름 중): 제우스: 오만의 신 국내 출시

4Q26(12월 말): 한국·일본 지역 애플제 수수료 인하

2H26(시기 미정): 도원암귀 출시. 다만 애니메이션 방영일정에 따라 변동가능성 있음

시가총액 추이



자료: Quantivise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주가 키팩터

- 1) 핵심 IP의 흥행 사이클과 신작 모멘텀
- 2) 게임 섹터 전반의 구조적인 호재: 스마트폰 전환 시기 SNG(Social Network Game, 소셜 네트워크 게임) 장르의 발생 / 팬데믹 시기 블록체인, P2E 테마 등

상장 이후 시가총액 추이

1. 2012년 시총 상승: 스마트폰 전환

- 스마트폰으로의 패러다임 전환기에 모바일 게임 시장에 적극 진출. '타이니팜(2011.09)', '컴투스 프로야구(2012.03)' 등 모바일 SNG 장르 히트작 출시 및 카카오톡 연동으로 유저층을 확장하며 실적 턴어라운드 및 시가총액 상승
- 2012년 하반기를 기점으로 카카오톡 플랫폼 기반 경쟁작 다수 출시 및 신작 출시 지연 우려로 시가총액 하락

2. 2014년 시총 급등 후 1조원대 안착: '서머너즈 워' 글로벌 대흥행

- 2013년 10월 경쟁사인 게임빌(현 컴투스홀딩스)에 인수되며 지배구조 안정화
- '서머너즈 워: 천공의 아레나' 국내(2014.04) 및 글로벌(2014.06) 출시. 이후 글로벌 앱마켓 모바일 RPG 순위권을 유지하며 흥행 기록, 해외 매출비중이 80%를 상회하며 기업가치 재평가. 단일 IP 고마진 구조로 영업이익률 약 38%(2017년 매출 5,080억 원·영업이익 1,946억 원) 기록
- '서머너즈 워' 장기 흥행으로 견조한 실적 유지되었으나, 신작 모멘텀 부재로 단일 IP 리스크가 제기되며 상방 제한

3. 2017~2018년 시총 상승: '서머너즈 워' IP 확장 기대감

- 안정적인 실적 유지 및 글로벌 e스포츠 대회(SWC, 2017년 첫 개최)로 '서머너즈 워' IP 수명 연장. 이후 '서머너즈 워: 크로니클', '서머너즈 워: 백년전쟁' 등 파생 신작 라인업 개발 소식이 전해지며 시가총액 상승

4. 2018/7~2019년 시총 하락: 신작 출시 지연 및 판호 발급 기대감 감소

- '서머너즈 워' IP 차기작 출시 일정 지속 연기. 중국의 판호 발급 제한 조치가 장기화되며 해외 성장 모멘텀 둔화
- 영업이익도 서머너즈 워 IP 노후화에 따른 매출 감소로 하락(영업이익 2017년 1,946억 → 2020년 1,141억 원)

5. 2020~2021년 시총 변동폭 극대화: 팬데믹 테마 수급과 사업부문 다각화

- 코로나 팬데믹이 발발하며 게임 업종 전반의 수혜
- '서머너즈 워: 백년전쟁(2021.04)' 출시 초기 흥행 이후 지표가 빠르게 하락하며 시가총액 변동성 확대
- 2021년 하반기 블록체인·NFT(P2E)·메타버스 테마가 게임업계 블록체인(P2E) 게임 열풍으로 이어짐. 2021년 12월 컴투스의 자체 블록체인 플랫폼 C2X(현 XPLA)와 메타버스 플랫폼 컴투버스를 공개하며 시가총액 2조 원대까지 급등
- 위지웍스튜디오(2021.08)·마이뮤직테이스트 인수로 비게임 다각화 본격화. 연결 인원 1,250→1,975명, 인건비 792→1,645억 원(2년 만에 2배 증가)

6. 2022년~현재 시총 하락: 업종 둔화, 신작 성과 저조, 구조조정

- 2022년 글로벌 금리인상이 시작되며 게임주 멀티플 축소, 테라·루나 사태 이후 암호화폐 시장 냉각 및 매크로 악화. 메타버스 실적 가시성에 대한 의문 제기
- '서머너즈 워: 크로니클' 국내(2022.08)·글로벌(2023.03) 출시 성과가 구작의 감소분을 커버하지 못하며 실적 볼륨 감소. 엔데믹 이후 모바일 게임 시장의 성장 정체와 맞물리며 시가총액 지속 하락
- 미디어/콘텐츠 비게임 분야 사업 다각화 과정에서 비용 부담 증가(자회사 합산 영업이익자 -559억(2022)·-537억 원(2023), 연결 적자 전환). 메타버스 자회사 등 구조조정 진행, 2024년 위지웍스튜디오 영업권 손상차손 약 1,400억 원(일회성·비현금) 인식



투자포인트

1 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자

높은 진입장벽과 긴 서비스 업력을
바탕으로 고수익성의 야구게임
시장을 선점

동사 야구게임은 라이선스 진입장벽과 반복매출 구조를 동시에 갖춘 고마진 캐시카우다. 야구게임은 수요가 한·미·일에 집중된 니치 장르 특성상 대형 게임사의 진입 유인이 낮은 가운데, 동사는 KBO·MLB·NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 확보한 글로벌 유일 사업자로서 선도적 지위를 보유하고 있으며, 배타적 라이선스와 20여 년간 축적한 운영력이 진입장벽으로 작용하고 있다. 실제 프로야구 시즌과 연동되는 콘텐츠 업데이트·반복 결제 구조를 바탕으로 스포츠(야구게임) 매출은 2022년 1,262억 원에서 2025년 2,363억 원으로 연평균 23% 성장했고, 두 자릿수 마진을 창출하며 성장성이 둔화된 RPG매출을 보완하는 핵심 이익원으로 자리 잡았다. 이러한 구조적 강점과 국내 야구 흥행에 힘입어 동사 야구게임 매출은 2026년에도 2,850억 원(+20.6% YoY)으로 두 자릿수 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

글로벌 스포츠 게임 시장의 성장

글로벌 스포츠게임 시장은 2024년 5,069억 달러에서 2033년 8,277억 달러로 연평균 5.6% 성장할 전망이다. 성장 동인은 ① 실제 스포츠와의 연계 강화, ② 부분유료화(F2P)·인앱결제 기반 과금 구조, ③ 지역별 취향을 반영한 콘텐츠(미국·아시아의 야구 등), ④ 시즌제 운영과 지속 업데이트를 통한 제품수명주기(PLC) 장기화다. 이 요인들은 공통적으로 '실제 스포츠와 연동되는 시즌제 라이브 게임'(출시 후에도 시즌마다 콘텐츠를 갱신하며 장기간 서비스되는 게임)에 우호적으로 작용하며, 야구게임은 이 조건에 부합하는 대표 장르다. 구체적으로 야구게임은 실제 프로야구 시즌과 연동해 콘텐츠가 갱신되는 구조로 매 시즌 선수단과 성적 데이터가 바뀌면 신규 카드·능력치 조정·이벤트 업데이트로 이어지고, 이용자는 새 시즌 선수 확보와 팀 전력 보강을 위해 다시 게임에 접속해 결제하는 경향이 있다. 신규 콘텐츠 공급 부담이 큰 RPG와 달리, 실제 야구 관람 수요가 유지되는 한 이용자 유입과 결제가 반복되기 쉬워 연간 구독형에 가까운 반복매출 성격을 갖는다.

한·미·일 3대 시장과 국내 야구의 구조적 성장

야구게임은 야구 인기가 높은 미국·일본·한국에 수요가 집중된 장르다. 실제 2024년 기준 전 세계 모바일 스포츠게임 지출 가운데 일본이 26.7%, 미국이 17.7%, 한국이 9.2%로 이들 3개국이 합계 53.6%를 차지한다. 이 중 동사의 핵심 시장인 국내에서는 KBO 리그의 흥행 확대에 힘입어 야구게임이 고성장하고 있다. 국내 프로야구 관중은 2024년 사상 첫 1,000만 명(1,088만 명, 종전 최다 2017년 840만 명)을 넘어선 뒤 2025년 1,231만 명으로 역대 최다를 경신했고, 2026년 시즌에도 경기당 관중이 전년 대비 약 10% 늘어 증가세가 이어지고 있다.

주목할 점은 이 성장이 팬층 구조 변화에 기반한다는 것이다. 20~30대 여성을 중심으로 신규 팬이 유입되며(2025년 20대 예매자의 여성 비중이 남성을 추월), 응원·굿즈·굿품 콘텐츠 소비가 결합된 팬덤형 관람 문화가 정착됐다. 모바일·온라인 소비에 익숙한 이들이 야구의 새 주력 팬층으로 부상하는 흐름은, 야구게임의 신규 유입과 수요 지속 가능성을 높이는 구조적 배경으로 판단된다.

라이선스와 운영력이 만든 선도적 시장 지위

동사는 총 7종의 야구 타이틀을 서비스하며 KBO·MLB·NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유한 글로벌 유일의 사업자다. 2002년 국내 (컴투스프로야구)를 시작으로 라이선스를 확대해 왔고, 2025년 일본 (프로야구RISING)(NPB) 출시로 3대 리그 라인업을 완성했다. 이로써 글로벌 스포츠게임 지출의 53.6%를 차지하는 3대 시장을 모두 포괄하게 됐으며, 지역별로는 국내(KBO) 압도적 1위, 미국(MLB) 모바일게임 매출 글로벌 1위(MLB 9인닝스), 미국 톱10·대만 톱3위로 지위가 확고한 한편, 일본(NPB)은 2025년 진출한 신규 시장으로 아직 초기 단계다. 각 라이선스의 2025년 연 매출은 MLB·KBO 기준 각각 1,000억 원 안팎으로 추정된다.

동사의 이러한 지위는 두 가지 요인에 기반하는 것으로 판단된다.

첫째, 배타적 라이선스다. 야구게임은 리그·선수협회로부터 선수 실명·구단 사용권을 확보해야만 서비스가 가능한데, 리그는 브랜드 가치 보호를 위해 검증된 운영 레퍼런스를 갖춘 사업자에게만 라이선스를 선별적으로 부여한다. 이 때문에 후발주자가 자본만으로 라이선스를 확보하기는 어렵다.

둘째, 20여 년간 축적한 개발·운영력이다. ABS(자동 볼·스트라이크 판정 시스템)·실시간 경기 연출 등 실제 경기를 정교하게 재현하는 역량이 요구되는데, 이는 오랜 서비스 경험에서만 축적되는 만큼 배타적 라이선스와 맞물려 후발주자가 단기간에 모방하기 어려운 진입장벽으로 작용하는 것으로 판단된다.

나아가 동사는 하나의 라이선스를 여러 장르로 확장하는 멀티 타이틀 운영에도 강점을 갖는다. 동일 라이선스로 시뮬레이션·실시간 대전·구단 경영 등 서로 다른 유형의 게임을 함께 서비스해 라이트 이용자부터 코어 이용자까지 확보하며, 라이선스 한건당 매출을 극대화한다.

이러한 선도적 지위는 경쟁 강도가 낮은 야구게임의 니치 시장 구조와 맞물려 향후에도 유지될 가능성이 높다. 야구는 축구·농구와 달리 미국·동아시아·중남미에 인기가 집중된 지역 스포츠로, 글로벌 대형 게임사의 우선순위에 벗어나 있다. 실제로 글로벌 스포츠게임을 대표하는 EA(미국)는 2005년을 끝으로 야구게임에서 철수했고, 서구권의 대작 야구게임은 사실상 소니의 콘솔 타이틀(MLB The Show)만 남아 모바일 시장에는 대형 경쟁자가 부재하다. 그 결과 모바일 야구게임은 지역별 소수의 게임사가 과점하는 구조로, 일본은 코나미가 80% 이상을 점유하고 국내에서도 마구·마구·이사만루 등 경쟁작이 잇따라 사라지면서 동사의 입지가 더욱 공고해졌다.

시장 성장과 선도적 지위가 만든 외형과 수익성의 동반 개선

이러한 시장 성장과 선도적 지위는 동사 야구 사업의 외형 확대와 수익성 개선으로 함께 나타나고 있다.

외형측면에서 동사의 스포츠(야구게임) 매출은 2022년 1,262억 원에서 2023년 1,611억 원, 2024년 2,052억 원, 2025년 2,363억 원으로 3년 연평균 23% 성장했다. 긍정적인 점은 이 성장이 과금 강도 상승보다 이용자 기반 확대에 기인한다는 점이다. 이용자 수와 트래픽 확대는 향후 결제 전환과 객단가 상승으로 이어질 수 있어 가격 인상 중심의 성장보다 지속성이 높다.

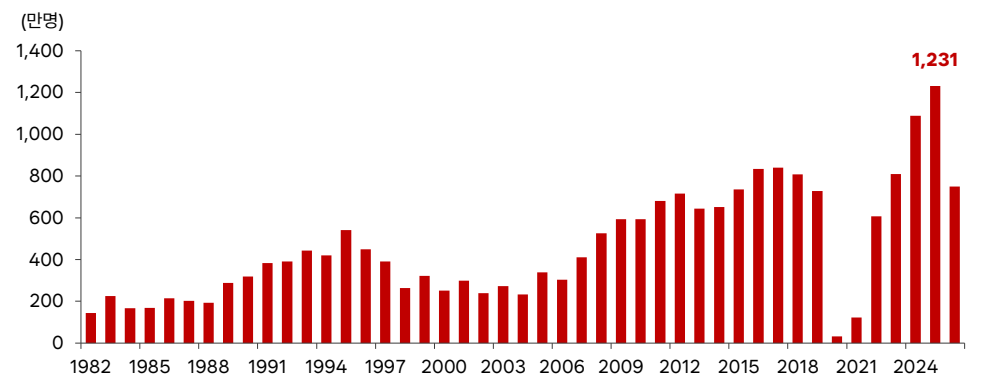
이러한 이용자 기반 확대는 최근 지표에서도 확인된다. 야구 라인업 전체 월간 이용자(MAU)가 약 250만 명으로 추정되는 가운데, 2026년 1분기 (MLB 라이벌)의 DAU와 매출이 전년 대비 각각 19.6%, 29.3% 증가하고 (컴투스프로야구 V)가 월 최대 매출을 경신하는 등 MLB·KBO 라인업이 고르게 성장하고 있다. 특히 결제력이 낮은 신규 유저가 시즌을 거치며 객단가를 점진적으로 높여가는 구조인 만큼, 현재의 이용자 저변 확대는 향후 매출 성장의 선행 지표로 작용할 것으로 판단된다.

수익성 측면에서도 주력 야구 타이틀(컴투스프로야구V)(MLB 9인닝스)의 영업이익률은 두 자릿수 이상으로 파악된다. 야구게임은 라이선스 로열티를 부담함에도 수익성이 양호한데, ① 장기 서비스된 라이브 타이틀 중심이라 신규 유입용 마케팅비 부담이 낮고, ② KBO 라인업은 결재의 약 3분의 1이 수수료가 낮은 원스토어에서 발생하는 데다 야구 7개 타이틀에 자체 웹상점을 도입해 플랫폼 수수료 부담을 낮췄기 때문으로 판단된다.

일본(NPB), 성장 여력은 크지만 성과 개선 여부가 관건

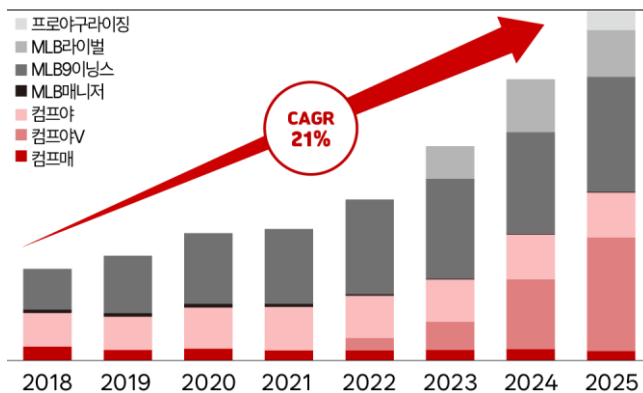
한편 동사는 2025년 일본(NPB) 시장에 진출해 야구게임을 서비스하고 있다. 일본 모바일 야구게임 시장은 연간 약 5,000억 원 규모로 추정되는 세계 최대 시장이지만, 코나미의 (프로야구 스피리츠 A)가 약 80%(4,000억 원 규모)를 점유하고 있다. 장기간 누적된 과금 이력과 선수 기록, 기존 이용자 데이터가 강한 락인 효과를 형성하고 있어 후발주자의 진입 난이도가 높은 것으로 판단된다. 여기에 현지 이용자의 보수적인 게임 이용 성향까지 더해지며, 2025년 출시한 (프로야구RISING)의 첫해 성과는 시장 기대치(연 500억 원 수준)의 절반 이하에 그친 것으로 파악된다. 이에 동사는 2026년 3월 은퇴 선수와 해외 진출 선수까지 선수풀을 확대했으며, 이를 기반으로 성과 개선을 추진할 계획이다.

KBO 리그 관중 수 추이



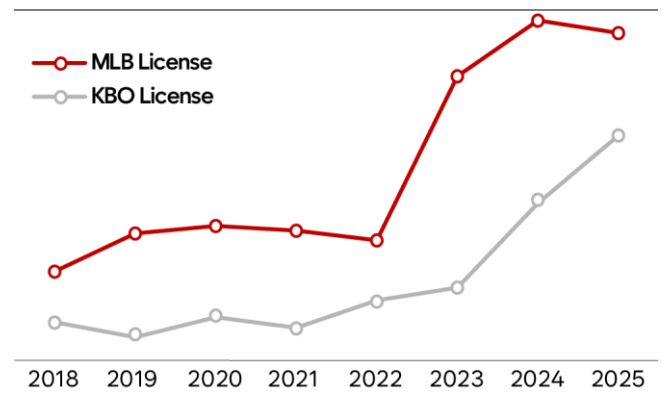
자료: KBO, 한국R협의회 기업리서치센터

야구라인업 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

야구라인업 연평균 DAU



자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

**9년 연속 배당과 자사주 소각을
통해 주주환원 기조를
지속해왔으며, 2025년 기업가치
제고 계획 발표(매출액 성장, ROE
개선, 주주환원을 상향)**

주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력

동사는 2025년 밸류업 공시를 통해 주주환원 재원을 확대했으며, 게임 섹터 내에서도 배당수익률과 배당성향이 모두 상위권에 속한다. 주주환원을 지속할 '의지'는 연결 영업적자 국면에서도 9년 연속 이어 온 배당 이력과 최대주주의 높은 주주환원 유인에서 확인되며, '능력'은 시가총액을 상회하는 순금융자산이 뒷받침한다. 다만 게임주의 재평가와 주주환원의 지속 가능성은 결국 게임 사업의 펀더멘탈(개발·운영 역량)에 좌우되는 만큼, 주주환원은 주가 리레이팅의 트리거라기보다 이익 회복이 확인되기 전까지 하방경직성을 뒷받침하는 요인으로 작용할 전망이다.

컴투스의 기업가치 제고계획

동사는 2025년 3월 기업가치 제고계획을 공시하며 ① 3개년(2025~2027년) 평균 매출성장률 10% 이상, ② 수익성·자본효율성 제고를 통한 ROE 개선, ③ 주주환원을 상향의 세 가지 목표를 제시했다. 핵심은 환원 재원 산정 기준의 변경으로, 종전 '직전 3개년 별도 연평균 영업현금흐름(OCF)의 33%'에서 '직전연도 별도 OCF의 40~60%'로 환원 재원 비율을 상향했다. 실제 2025년 결산 배당으로 DPS 1,300원·총 148억 원을 지급하며 연결 배당성향 40.8%를 기록했고, 2026년 1월에는 자기주식 646,442주(발행주식의 약 5.1%, 약 582억 원)를 소각했다.

주주환원 의지

동사의 주주환원 의지는 오랜 배당 이력과 최대주주의 주주환원 유인에서 확인된다.

첫째, 동사는 2016년 이후 9년 연속 배당을 실시해 왔으며, 게임업계 경쟁 심화로 실적이 둔화되고 연결 영업적자를 기록한 2022~2023년에도 배당 기조를 유지했다.

둘째, 최대주주 컴투스홀딩스(지분 31.26%)의 주주환원 유인이다. 지주회사 성격의 컴투스홀딩스에 동사가 지급하는 배당(2025년 결산 기준 약 46억 원)은 안정적인 현금흐름원 중 하나로 작용하며, 이는 지배주주 차원에서도 동사의 환원 정책을 지속할 유인으로 작용할 것으로 판단된다.

주주환원 능력

환원을 지속할 재무 체력은 대규모 순금융자산이 뒷받침한다. 동사는 2026년 1분기 말 별도 기준 금융자산에서 차입금을 차감한 순금융자산 약 5,080억 원을 보유하고 있어 배당·자사주 소각 재원을 자체적으로 충당할 여력이 충분하다.

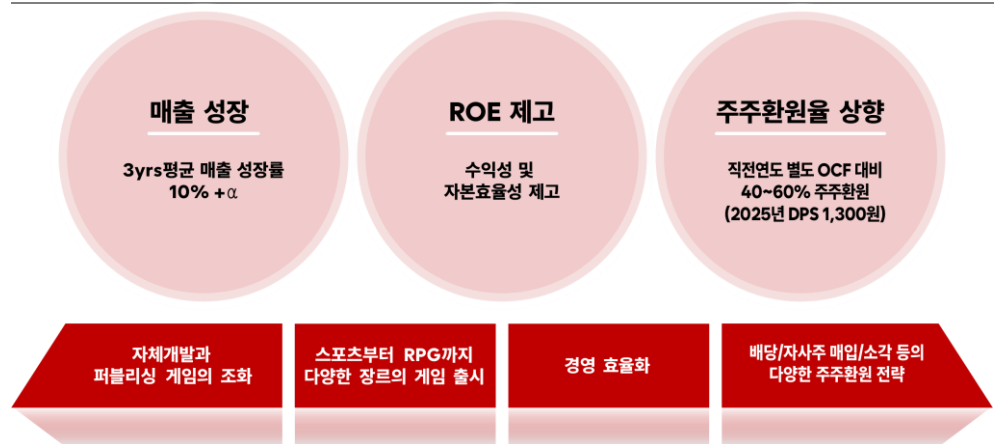
이 같은 주주환원 의지와 재무 체력은 실제 배당 지표에서도 확인된다. 동사는 게임 섹터 내에서 배당수익률과 배당성향이 모두 높은 소수 게임사 중 하나다. 2025년 결산 기준 배당수익률은 4.48%로 섹터 평균(약 1.7%)의 2배를 웃돌고, 배당성향도 40.8%로 섹터 평균(약 17.9%)을 상회한다. 2026년 예상 배당수익률 역시 5.0%로 높은 수준을 이어갈 전망이다.

한편, 밸류업의 핵심은 ROE가 COE를 상회하는 구조를 회복할 수 있는지에 있다. 동사 연결 지배주주 ROE는 2021년까지 대체로 COE를 상회했으나(2020년 제외), 2022~2023년에는 수익성 하락으로 평균 3.2%로 낮아져 COE(12~13%)를 하회했다. 동사는 이를 성장 투자와 주주환원 병행으로 개선한다는 방침이며, 밸류업 공시에서 제시한 2022~2024년 평균 0.56배였던 PBR을 2025년 이후 40% 이상 끌어올린다는 목표 역시 이익 체력 회복을 전제

로 한다.

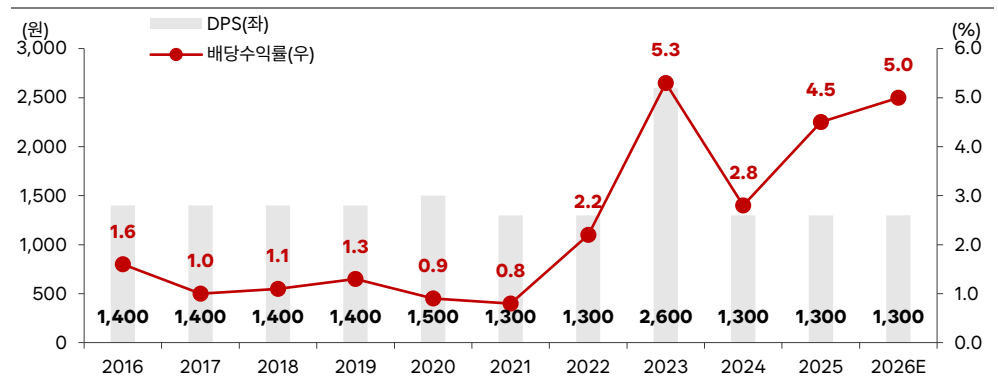
결국 이러한 ROE·PBR 회복과 그에 따른 기업가치 상승 여부는 게임 사업의 펀더멘탈(개발·운영 역량)이 실적으로 확인되느냐에 달려 있는 것으로 판단되며 배당·자사주 소각은 그 이익 회복이 가시화되기 전까지 주가의 하방을 지지하는 보조적 요인으로 작용할 것으로 보인다.

컴투스 주주환원 목표(2025~2027년)



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

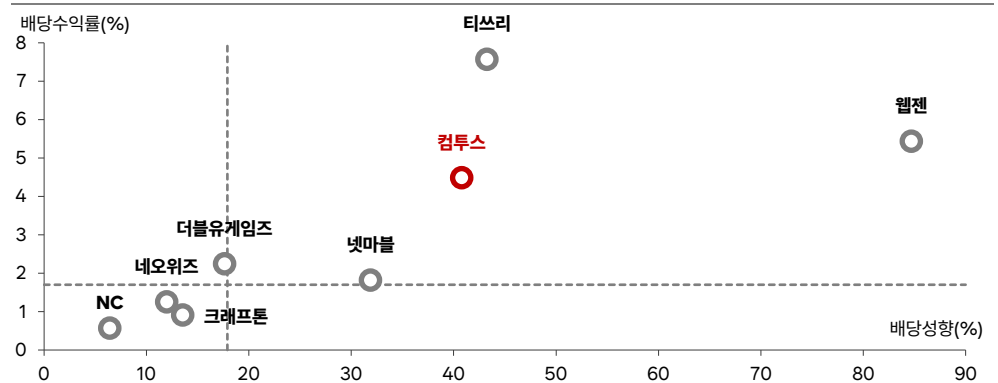
컴투스 연간 DPS·배당수익률 추이



주: 배당수익률은 당해년도 연말 종가 기준

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임 섹터 배당수익률-배당성향 비교(2025년 결산 기준)



주1) 국내 코스피·코스닥 상장 게임사 15개사(KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, DataGuide, 2025년 결산·현금배당 기준), 주2) 점선은 게임 섹터 평균(배당성향 17.9%, 배당수익률 1.7%, 15개사 기준·무배당 포함), 주3) 위메이드는 적자로 배당성향 산정 불가해 제외, 주4) 무배당 6개사(텔어비스·시프트업·카카오게임즈·넥슨게임즈·데브시스터즈·미투온)는 표시 생략, 자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 앱마켓 수수료 인하 최대 수혜

**모바일 자체 퍼블리싱 비중이 높고
북미·유럽 매출이 커 구글 수수료
인하 수혜가 가장 크며, 웹상점
확대도 함께 추진**

동사는 2026년 본격화되는 구글 앱마켓 수수료 인하(중전 일괄 30% → 20~25%)의 대표 수혜주로 판단된다.

특히 모바일 매출과 자체 퍼블리싱 비중이 높아 수수료 절감분이 이익으로 반영되기 쉬운 구조이며, 야구게임·신작 성장에 따른 영업 레버리지와 맞물릴 경우 2025년 연결 0.4%(별도 3.0%)에 그친 영업이익률 회복을 앞당기는 요인으로 작용할 수 있다.

모바일게임사는 그동안 인앱결제 매출의 약 30%를 앱마켓에 지급해 왔으나, 2026년부터 수수료 부담이 구조적으로 낮아지는 국면에 진입했다. 직접적 계기는 구글과 에픽게임즈의 반독점 소송(2025년 11월 합의)으로, 구글은 2026년 3월 중전 일괄 30%였던 인앱결제 수수료를 인하하는 개편안을 발표했다.

핵심은 '누가 결제하느냐'에 따라 인하 폭을 달리한 점이다. 신규 설치 이용자(게임을 새로 설치한 이용자)의 결제는 중전 수수료율 30%에서 실부담 20%로 10%p, 기존 이용자(기존 설치)의 결제는 수수료율 30%에서 25%로 5%p 낮아진다(모두 구글 성장·품질 프로그램 참여 기준). 이러한 인하는 크로스플랫폼(스마트폰·PC 등 여러 기기에서 같은 게임을 이어서 즐기는 기능) 지원 등 구글이 정한 성장·품질 요건을 충족한 게임에 적용된다. 신규 설치 이용자 결제에 더 큰 인하 폭을 적용한 것은 신규 이용자 유입을 촉진하기 위한 구조로 판단된다. 시행 시기는 미국·EU·영국 2026년 6월, 한국·일본 2026년 말, 기타 지역 2027년 9월까지 순차 적용된다.

수혜 강도는 ① 모바일 매출 비중이 높아 앱마켓 수수료 부담이 크고, ② 게임을 직접 유통(자체 퍼블리싱)해 절감분이 이익으로 반영되는 기업일수록 클 것으로 판단된다. 동사는 게임부문 매출의 약 95%가 모바일이고, 자체 개발·퍼블리싱 비중이 높다. 여기에 2025년 기준 <서머너즈 워>의 북미·유럽 매출 비중이 55.5%(북미 32.7%·유럽 22.8%)로 절반을 상회해, 국내 게임사 중 수수료 인하 수혜 강도가 큰 축에 속한다. 특히 인하가 미국·유럽부터 우선 시행되는 만큼(2026년 6월), 해당 지역 비중이 높은 동사는 상대적으로 이른 시점부터 수혜가 반영될 수 있다. 다만 추가 인하가 적용되는 신규 설치 우대 요율(실부담 20%)은 신규 이용자 유입이 활발한 게임에 집중되는 만큼, 신규 유입이 제한적인

성숙 IP(서머너즈 워)에서는 수혜 폭이 상대적으로 제한될 수 있다.

앞서의 앱마켓 수수료 인하가 요율 자체를 낮추는 경로라면, 동사는 이와 별개로 앱마켓을 우회하는 자체 웹상점(자체 결제) 확대도 병행하고 있다. 웹상점은 결제를 앱마켓 외부에서 처리해 수수료 부담 자체를 줄이는 방식으로, 동사는 이미 야구 7개 타이틀에 도입을 완료했으며 타이틀별 결제액의 약 10~30%가 웹상점에서 발생하는 것으로 파악된다. 앱마켓 수수료 대신 PG 수수료(약 3%)만 부담해 수익성 개선 효과가 크며, (서머너즈 워)도 도입 준비를 마친 상태다.

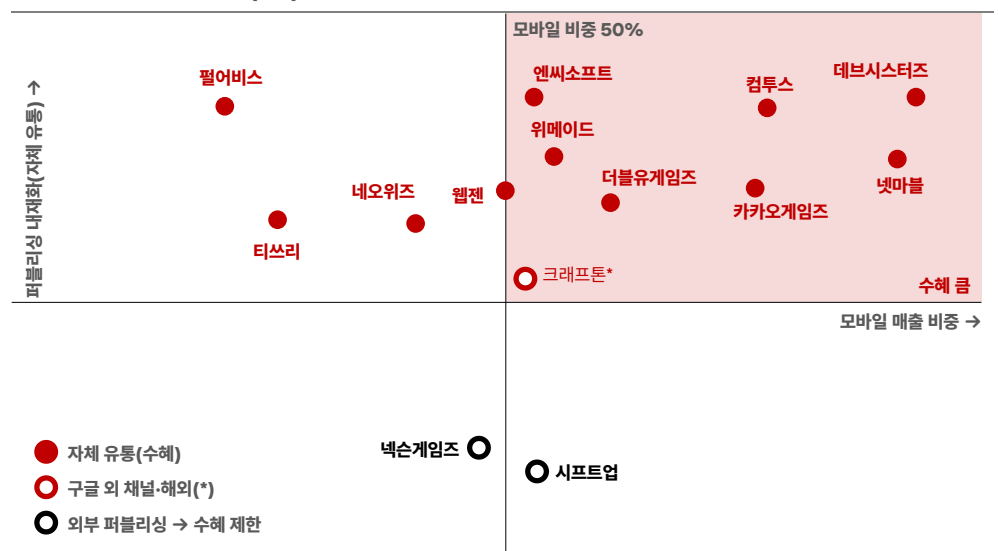
정량적 의미도 적지 않다. 5%p 단순 인하만으로 연 100~150억 원의 이익 개선이 가능한 것으로 판단되며, 이는 2025년 연결 영업이익(26억 원) 및 별도 영업이익(161억 원)에 견줘 상당한 규모다. 웹상점 확대와 신작 믹스까지 반영되는 온전한 효과는 2027년 3분기부터 나타날 전망이다. 수수료 인하는 인건비 등 고정비 절감이 일단락된 동사 손익 구조에서, 매출 증가 없이도 마진 개선이 가능한 주요 비용 효율화 수단이다. 여기에 야구게임·신작 매출이 늘어 고정비 부담이 완화되면, 별도 영업이익률의 두 자릿수 회복을 앞당기는 동력이 될 수 있다.

Google Play 인앱결제 수수료 개편

구분	종전	서비스 수수료(프로그램 참여 / 미참여)	결제 수수료	실질 부담(참여 / 미참여)
기존 설치 이용자	30%	20% / 25%	+5%p	25% / 30%
신규 설치 이용자	30%	15% / 20%	+5%p	20% / 25%
정기 구독	15%	10%	+5%p	15%
소규모(연매출 100만 달러 미만)	15%	10%	+5%p	15%

주1) 결제 수수료 5%p는 구글 자체 결제 시스템 이용 시 부과, 미국영국EEA 기준(제3자 결제 시 PG 수수료 별도), 주2) '프로그램'은 구글 앱 경험 프로그램(Apps Experience)·Google Play Games 레벨업 프로그램을 의미, 참여 시 신규기준 설치에 우대 서비스 수수료 적용, 주3) 정기 구독과 연 매출 첫 100만 달러 구간은 신규기준 설치나 프로그램 참여 여부와 무관하게 서비스 수수료 10% 단일 적용, 자료: 구글 개발자 블로그, 언론 종합, 한국IR협의회 기업리서치센터

게임사별 수수료인하 수혜강도(추정)



주1) KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, 비게임 사업이 포함된 미투온 제외, 주2) 회사별 공시 기준 상이(모바일 단독·게임사업 전체·모바일+PC 합산 등)로, 정밀 수치가 아닌 상대적 포지셔닝 기준, 주3) 넷마블·데브시스터즈·엔씨소프트·카카오게임즈·위메이드는 모바일 비중 단독 미공시로 제품 부문별 매출 합산 추정치, 주4) (*) 모바일 비중은 높으나 매출이 구글플레이가 아닌 외부 채널·해외(OS) 중심으로 발생, 이번 수수료 인하의 직접 수혜 제한
자료: 각 사 2025년 사업보고서(매출 유형·부문별 공시 및 퍼블리싱 계약) 재구성, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1Q26 실적 Review

외형은 둔화되었으나,
야구게임 성장과 비용효율화로
수익성 개선

1Q26 동사는 매출 1,447억 원(-13.9% YoY), 영업이익 51억 원(+206.9% YoY, OPM 3.5% / +2.5%p), 지배주주순이익 -105억 원(적자전환)을 기록했다. 매출은 〈서머너즈 워〉 하향세와 미디어 자회사 매출 감소로 역성장했으나, 마케팅 비·외주용역비 축소와 고마진 야구게임 성장에 힘입어 영업이익은 큰 폭으로 개선됐다. 지배주주순이익 적자는 보유 상장주식 평가손실에 따른 것으로, 게임 사업의 영업 회복 흐름과는 구분해 볼 필요가 있다.

매출(-13.9% YoY)

RPG 매출은 566억 원(-25.5% YoY)으로, 12년차 〈서머너즈 워〉의 하향세가 이어지며 전사 매출 감소의 주된 요인으로 작용했다.

반면 스포츠 매출은 639억 원(+23.9% YoY)으로 WBC·시즌 개막 효과에 힘입어 성장하며 처음으로 RPG 매출을 넘어섰다.

자회사 합산 매출도 219억 원(-41.6% YoY)으로 크게 줄었는데, 이는 2023년 이후 비주력 자회사를 정리해 온 구조조정이 주된 요인으로 작용한 가운데, 위지웍스튜디오의 콘텐츠 제작이 하반기에 집중되는 계절적 요인이 더해진 결과로 판단된다.

영업이익(+206.9% YoY, OPM 3.5% / +2.5%p)

영업이익은 51억 원으로 전년 동기 17억 원 대비 세 배 이상 증가했고, OPM도 1.0%에서 3.5%로 2.5%p 상승했다. 이익 개선은 별도 법인과 자회사 부문 모두에서 나타났다. 별도 게임 본사 영업이익은 77억 원(+47.1% YoY, OPM 6.3%)으로 개선됐고, 자회사 부문 영업적자도 -36억 원에서 -26억 원으로 축소됐다.

매출이 감소했음에도 영업이익이 크게 늘어난 것은 전년 동기 대비 영업비용이 267억 원 줄었기 때문으로, 감소분은 마케팅비와 외주용역비에 집중됐다.

① 마케팅비는 1Q25 182억 원에서 1Q26 78억 원으로 감소했다(매출 대비 비중 11%→5%). 신작이 없는 분기에 라이브 게임(〈서머너즈 워〉야구게임) 중심으로 마케팅을 효율적으로 집행하면서 별도 수익성 개선을 이끌었다.

② 외주용역비는 1Q25 228억 원에서 1Q26 108억 원으로 감소했다(매출 대비 비중 14%→7%). 2023년 이후 이어진 미디어 부문 구조조정(메타버스 사업 정리·인력 효율화)으로 관련 비용이 축소된 가운데, 계절적 제작 물량 감소도 작용했다.

지배주주순이익

지배주주순이익은 -105억 원으로 적자전환했다. 영업이익이 개선됐음에도 순손실을 기록한 것은 보유 상장주식(케이뱅크·에스엠 등)의 공정가치 하락에 따른 금융상품평가손실 약 362억 원이 반영됐기 때문이다. 이는 게임 사업과 무관한 비현금·평가성 손실로, 보유 지분의 주가 변동에 따라 분기별 손익 변동성이 크게 나타날 수 있다.

2026년 실적 전망

자회사 구조조정 영향으로
타라인 성장은 제한적이지만,
신작 출시 효과와 야구게임의
기여로 수익성의 큰 폭 성장을
전망

2026년 실적은 매출 7,020억 원(+0.8% YoY), 영업이익 350억 원(+1,228.8% YoY, OPM 5.0%+4.6%p), 지배순이익 105억 원을 기록할 전망이다. 매출은 야구게임의 두 자릿수 성장과 신작 〈제우스〉 매출 반영에도, 자회사 구조조정에 따른 외형 축소가 이를 상당 부분 상쇄하며 성장률이 제한적일 전망이다. 반면 영업이익은 고마진 게임 매출 확대와 마케팅 효율화가 맞물리며 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 지배순이익은 2025년 일회성 지분법이익 744억 원 소멸과 상장주식 평가손실 부담에도, 영업이익 개선과 2025년 무형자산손상 750억 원 소멸에 힘입어 흑자를 유지할 전망이다.

매출

2026년 부문별 매출액은 스포츠(야구) 2,850억 원(+20.6% YoY), RPG 3,050억 원(+6.7% YoY, 신작 〈제우스: 오만의 신〉 500억 원 포함), 자회사 1,000억 원(-38.0% YoY), 기타 120억 원을 기록할 전망이다.

스포츠(+20.6% YoY)는 KBO 〈컴투스프로야구〉 시리즈가 성장을 견인하고, MLB도 WBC 이후 회복 국면에 진입하며 두 자릿수 성장을 이어갈 전망이다. 야구게임은 시즌이 누적될수록 콘텐츠가 축적되고 10~20대 신규 유저가 유입되는 구조로, 객단가(P)보다 이용자 수(Q) 증가가 성장을 주도하고 있다. 이를 감안하면 2026년에도 전년(+15%)을 상회하는 20% 내외의 성장이 가능할 것으로 판단된다.

RPG(+6.7% YoY)

- 12년차 IP인 〈서머너즈 워〉는 노후화로 하락세가 이어질 전망이다. 다만 하락 폭은 2분기 들어 두 자릿수에서 한 자릿수로 완화된 것으로 파악된다. 정기 대규모 업데이트와 대형 IP 콜라보(1분기 〈반지의 제왕〉, 2분기 〈장송의 프리렌〉) 시 기존 유저가 재유입되고 있어, 캐시카우 역할을 유지하는 수준의 완만한 하락세가 이어질 것으로 판단된다.

- 신작(제우스, 500억 원)은 3분기(8월 말 예상) 국내 출시 후 4분기부터 온기 반영될 전망이다. 〈제우스: 오만의 신〉은 넥슨 출신 개발진이 설립한 에이버튼의 MMORPG로, 동사는 이용자 결제액에서 앱마켓 수수료를 차감한 금액을 개발사와 배분하는 총액 인식 구조로 매출을 반영한다. 다만 실제 반영 매출은 신작 흥행 강도와 개발사 배분율에 좌우되므로, 출시 초기 성과를 보수적으로 반영했다.

자체개발 신작 〈도원암귀〉는 4분기 말 출시가 예정되어 있으나, 일본 IP 홀더사의 애니메이션 2기 방영 일정과 연동되어 출시 시점이 유동적이다. 따라서 2026년 매출 기여는 제한적일 것으로 판단된다.

자회사(-38.0% YoY)는 위지윅스튜디오 등 콘텐츠 자회사의 청산·합병을 통한 구조조정 영향으로 외형이 큰 폭 감소할 전망이다.

영업이익

2026년 영업이익은 350억 원(OPM 5.0%, +4.6%p YoY)으로 전년(26억 원) 대비 큰 폭 개선될 전망이다. 고마진 야구게임 매출 확대와 전사 비용 효율화가 맞물리며 수익성 회복을 이룰 것으로 판단된다.

지급수수료(1,930억 원)는 구글 앱마켓 수수료 인하(북미·유럽 2026년 6월 말부터 반영)와 웹상점·윈스토어 결제 확대라는 하락 요인이 있으나, 신작 〈제우스〉 퍼블리싱에 따른 개발사 수익배분이 지급수수료로 계상되면서 2026년 연간 지급수수료율은 27~28% 안팎으로 소폭 상승할 전망이다.

로열티(650억 원)는 대부분 야구 라이선스(MLB·KBO·NPB) 사용료로, 매출 구간별 슬라이딩 구조이나 요율 변동은 제한적일 것으로 판단된다.

인건비(1,660억 원)는 신작 다수 개발에도 불구하고 ROI 기반 프로젝트 정리, 인력 재배치, AI 도입에 따른 운영 효율화로 전년과 유사한 수준에서 통제될 전망이다.

마케팅비(800억 원)는 기존 라이브 게임의 경우 매출의 10% 내외에서 효율 집행 기조를 유지하는 가운데, 신작 (제우스)에는 3·4분기 약 100억 원이 집중 투입될 전망이다.

외주용역비(630억 원)는 대부분 미디어 자회사의 콘텐츠 제작비로, 자회사 구조조정에 연동해 전년(965억 원) 대비 큰 폭 감소할 전망이다.

한편 미디어 자회사 영업손익은 구조조정을 거치며 적자 폭이 축소될 전망이다. 여기에 7월 14일 위지웍스튜디오가 관계기업 엔피에 흡수합병됨에 따라 동사의 유효지분율은 38%에서 28%로 낮아진다. 이 과정에서 지배력을 상실할 경우 위지웍스튜디오는 연결 대상에서 제외되고 지분법 대상으로 전환될 수 있다. 이 경우 그동안 연결 영업이익에 반영되던 미디어 자회사 적자가 제외되면서, 연결 OPM 개선 여지도 추가로 발생할 것으로 추정된다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 105억 원을 기록할 전망이다. 다만 2025년 순이익(365억 원)을 견인했던 을지로 신사옥 개발 PFV(트윈웍스, 지분 49%)의 자산재평가 지분법이익 744억 원이 2026년에는 발생하지 않고, 보유 상장주식(케이뱅크·에스엠)의 주가 하락에 따른 금융자산평가손실도 이어지며 순이익 개선 폭은 제한적일 전망이다. 한편 2025년 순이익을 훼손했던 무형자산손상(750억 원)은 미디어 자회사 영업권이 이미 대부분 상각되어 2026년에는 대규모 추가 손상 가능성이 낮은 것으로 파악된다.

실적표

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022년	2023년	2024년	2025년	2026E
매출액	1,578	1,730	1,728	1,903	1,680	1,848	1,612	1,824	1,447	7,171	7,396	6,939	6,964	7,020
YoY	-13.7	-21.5	-1.8	18.7	6.5	6.8	-6.7	-4.2	-13.9	28.4	31	-6.2	0.4	0.8
별도	1,267	1,545	1,342	1,418	1,306	1,395	1,210	1,440	1,229	4,784	5,478	5,573	5,350	6,020
RPG	817	974	795	800	759	733	638	728	566	3,400	3,724	3,386	2,858	3,050
스포츠	425	535	508	583	516	619	537	691	639	1,262	1,611	2,052	2,363	2,850
캐주얼	13	15	20	16	10	8	16	2	5	62	63	64	35	30
기타	12	21	19	18	21	36	18	19	19	59	81	70	94	90
자회사	311	185	386	486	375	453	402	384	219	2,387	1,918	1,367	1,614	1,000
YoY														
RPG	-15.7	-16.4	-6.9	8.8	-7.1	-24.7	-19.7	-9.1	-25.5	-3.2	9.5	-9.1	-15.6	6.7
스포츠	45.2	38.7	7.4	27.1	21.3	15.7	5.7	18.5	23.9	15.9	27.6	27.4	15.2	20.6
캐주얼	46.5	116.6	-23.5	-22.8	-24.6	-49.3	-18.8	-90.6	-49.4	-69.8	1.2	1.9	-45.2	-14.6
기타	-61.3	10.5	-15.7	125.1	73.7	68.4	-6.0	8.8	-10.2	30.8	36.2	-13.3	33.9	-4.1
자회사	-40.9	-70.6	0.5	27.6	20.6	144.9	4.3	-20.9	-41.6	225.6	-19.7	-28.7	18.1	-38.0
영업비용	1,566	1,716	1,714	1,882	1,663	1,834	1,808	1,632	1,396	7,338	7,728	6,878	6,938	6,670
비용률(%)	99.3	99.2	99.2	98.9	99.0	99.3	112.2	89.5	96.5	102.3	104.5	99.1	99.6	95.0
마케팅비	146	307	141	156	182	313	270	110	78	711	978	749	875	800
인건비	402	371	375	404	403	405	439	421	414	1,645	1,665	1,551	1,667	1,660
지급수수료	528	611	549	512	479	474	426	493	437	1,982	2,241	2,200	1,871	1,930
로열티	89	99	158	197	117	140	153	136	140	249	319	543	546	650
외주용역비	171	101	276	384	228	255	275	206	108	1,729	1,393	931	965	630
기타	231	228	215	229	254	247	246	266	218	1,022	1,132	904	1,014	1,000
영업이익	12	14	14	22	17	14	-196	192	51	-167	-332	61	26	350
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	44.3	0.1	적전	789.1	206.9	적전	적지	흑전	-57.0	1,228.8
OPM	0.7	0.8	0.8	1.1	1.0	0.7	-12.2	10.5	3.5	-2.3	-4.5	0.9	0.4	5.0
별도	62	93	69	32	52	49	-14.5	20.4	7.7	39.2	20.5	25.6	16.1	4.2
자회사	-5.0	-7.9	-5.4	-1.1	-3.6	-3.6	-5.1	-1.2	-2.6	-5.59	-5.37	-1.95	-1.35	-7.0
YoY														
별도	흑전	7.7	-5.3	2.8	-1.5	-4.6	적전	53.4	4.7	-4.0	-4.7	2.4	-3.6	16.1
자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익	113	37	32	-1,260	74	87	-113	317	-105	334	398	-1,078	365	105
YoY	-86.2	-55.6	-82.5	적지	-34.6	137.7	적전	흑전	적전	-74.2	19.2	적전	흑전	-71.2
NPM	7.2	2.1	1.9	-66.2	4.4	4.7	-7.0	17.4	-7.2	4.7	5.4	-15.5	5.2	1.5

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

Historical Valuation: 역사적 저점 수준의 PBR

이익 변동성이 커 PER보다
PBR이 유효하며, 2026F 0.3배로
역사적·업종 최저이나 재평가
관건은 ROE 회복

동사는 이익 기반 지표(PER, 주가/주당순이익)만으로 평가하기는 어려운 것으로 판단된다. 순이익이 게임 사업의 영업 성과보다 보유 금융자산 평가손익·자회사 손상 등 영업외 요인에 크게 좌우되며 흑자와 적자를 오가기 때문이다. 실제로 2024년 4분기 대규모 순손실 이후 적자가 이어지며 상당 기간 PER 산정이 어려웠고, 흑자 구간에서도 이익 규모에 따라 배수가 크게 변동해 밸류에이션 지표로서의 설명력은 제한적인 것으로 판단된다.

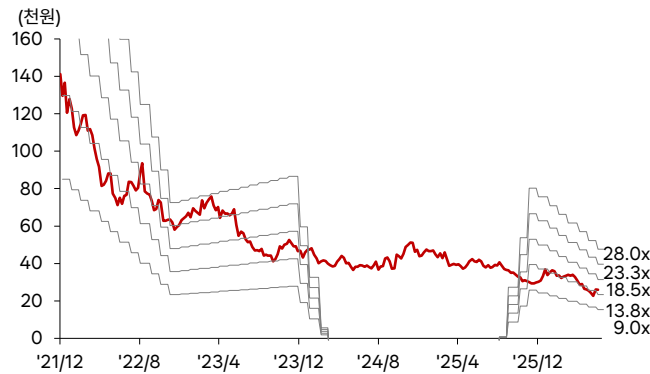
이 경우 이익 변동성이 큰 국면에서도 상대적으로 안정적으로 산출되는 PBR(주가/주당순자산) 중심의 접근이 합리적인 것으로 판단된다. PBR은 ① 이익이 적자이거나 변동성이 커 PER를 적용하기 어려운 기업에도 활용할 수 있고, ② 순자산을 기준으로 주가의 하방을 가늠하는 데 유용하다. 특히 순금융자산을 대규모로 보유한 동사에는 상대적으로 유효한 지표로 판단된다.

동사의 PBR은 현재 0.3배로 상장 이후 최저치를 기록하고 있다. 2021~2022년 1.0~1.6배 수준에서 거래되던 PBR은 2023년 이후 0.4~0.6배로 낮아졌고, 현재는 해당 밴드의 최하단이자 최근 5년 평균(약 0.6배)을 하회하는 수준이다. 주요 상장 게임사 비교 기준으로도 2026년 예상 PBR은 0.3배로 가장 낮다(주요 게임사 평균 약 0.98배). 게임 업종 전반의 밸류에이션이 역사적 저점권에 머무는 가운데, 동사는 업종 내에서도 가장 큰 폭의 디스카운트를 받고 있는 것으로 파악된다.

다만 이처럼 역사적·업종 최저 수준의 PBR이 곧바로 저평가를 의미한다고 보기는 어렵다. PBR은 ROE(자기자본이익률)와 COE(자기자본비용)의 함수로 결정되며($PBR \approx (ROE - g) / (COE - g)$), ROE가 COE를 하회하는 기업의 PBR이 1배를 밑도는 것은 이론적으로 자연스러운 결과로 볼 수 있다. 따라서 저PBR 기업은 ① 재무위험이 높아 자본비용이 큰 경우와 ② 재무위험은 낮지만 수익성(ROE)이 부진한 경우로 구분해 볼 필요가 있다. 이 중 재무위험이 제한적인 가운데 ROE 회복 가능성이 확인되는 기업은 수익성 개선과 함께 PBR 할인 해소를 기대할 수 있다(자료: A. Damodaran, 『투자 전략 바이블』).

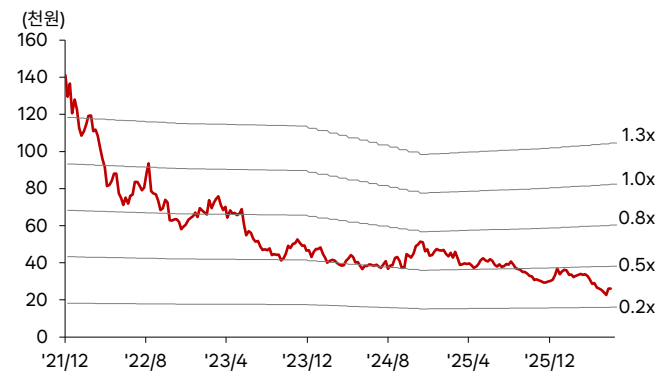
동사의 경우 ①에는 해당하지 않는 것으로 판단된다. 차입을 웃도는 순금융 자산을 보유하고 있기 때문이다. 결국 관건은 ②, 즉 수익성이다. 현재 PBR(0.3배)에 반영된 낮은 ROE(2022~2023년 평균 3.2%로, COE 12~13%를 크게 하회)가 회복될 수 있는지가 밸류에이션 재평가의 핵심 변수로 판단된다. 따라서 동사의 저PBR이 이익률 회복과 함께 해소될 할인 요인인지, 아니면 낮은 ROE로 정당화되는 밸류에이션인지는 아래 할인 요인과 그 해소 가능성을 함께 점검할 필요가 있다.

컴투스 PER 밴드 차트



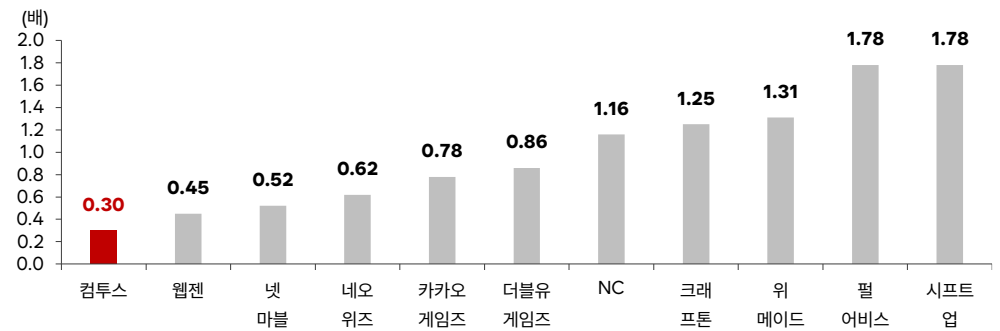
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

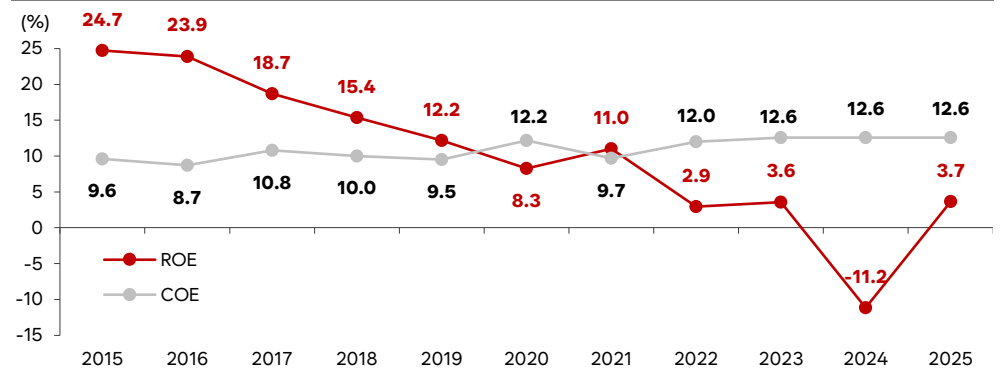
주요 상장 게임사 PBR 비교(2026F)



주: 7월 14일 종가 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스 ROE vs. COE



주: 1) ROE는 연결 지배주주 기준, 2) 2025년 COE는 2024년과 동일한 값(12.6%)으로 가정

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

할인 요인: 수익성 부진과 이익 지속성에 대한 낮은 신뢰

고마진 IP 둔화 자회사 적자로
낮아진 수익성과, 신작 흥행 신뢰
부족에 따른 이익 지속성 의구심이
저PBR의 배경

① 고마진 IP 둔화와 자회사 비용 부담

동사의 연결 영업이익률은 2017년 38.3%에서 2025년 0.4%로 하락했고, 연결 지배주주 ROE도 2016년 23.9%에서 2022~2023년 3% 안팎(평균 3.2%)으로 낮아진 뒤 2024년 -10.4%로 적자 전환했으며, 2025년에도 3.7%에 그쳤다.

원인은 두 가지로 판단된다.

첫째, 2017년 38%대 이익률을 뒷받침하던 고마진 IP 〈서머너즈 워〉가 성숙기에 진입하며 이익 기여도가 낮아졌으나, 이를 대체할 신작 흥행이 이어지지 못했다.

둘째, 2020~2021년을 전후로 미디어·콘텐츠·블록체인 등 비게임 영역으로 사업을 확장하는 과정에서 저수익·적자 사업이 연결 실적에 반영됐다. 이 시기 인건비는 792억 원에서 1,645억 원으로 증가했고(2020~2022년), 자회사 적자도 확대됐다. 2025년에는 자회사 적자 135억 원이 별도 게임 영업이익 161억 원의 대부분을 상쇄하면서 연결 영업이익률이 0.4%에 그쳤다. 결국 고마진 이익원의 기여도가 낮아지는 가운데 비게임 사업의 손익 부담이 더해지며, 매출이 증가해도 이익률이 회복되지 못하는 구조가 이어졌다.

② 신작 흥행률(hit-ratio)에 대한 낮은 신뢰

국내 게임주가 전반적으로 낮은 멀티플을 적용받는 것은, 시장이 게임사가 벌어들이는 이익의 지속성을 신뢰하지 못하기 때문이다. 흥행작 하나로 큰 이익을 낼 수는 있어도 그 성과가 다음 작품으로 이어진다는 신뢰가 없으면 낮은 멀티플 배수가 적용되며, 관건은 검증된 IP의 보유 자체가 아니라 IP·개발 역량을 바탕으로 이익을 반복 창출할 수 있는지에 있다. 동사는 이 점에서 특히 낮은 평가를 받고 있다. 〈서머너즈 워〉와 야구게임이라는 검증된 IP를 보유했음에도 최근 수년간 〈스타시드〉〈더 스타라이트〉 등 다수 신작이 기대에 미치지 못했고, 신작 흥행률에 대한 시장의 신뢰도 낮아졌다. 낮은 이익률에 더해 이익 회복의 지속성도 아직 확인되지 않았다는 점이, 주가가 자산가치 대비 할인받는 배경으로 판단된다.

리레이팅 조건: ROE 회복의 지속성

관건은 ROE가 COE를 다시
웃도는 구조로 돌아서는지
여부이며, 세 경로가 확인되면
PBR도 0.6배 수준으로 회복될 수
있음

동사가 시장에서 저수익 기업으로 평가받고 있는 만큼, 게임 사업의 수익성 개선이 연결 실적과 ROE 회복으로 이어지는 시점이 직접적인 리레이팅 트리거가 될 전망이다.

이익률 개선 경로는 세 가지로 판단된다.

첫째, 신작 흥행이다. 하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉이 흥행할 경우 매출 증가와 영업 레버리지 효과가 나타날 수 있으며, 3분기 초기 흥행 지표와 4분기 온기 매출이 주요 점검 변수다.

둘째, 야구게임의 반복매출이다. 게임 실적은 통상 특정 신작 흥행에 크게 좌우되지만, 야구게임은 매 시즌 개막과 함께 매출이 반복 발생해 단일 신작 의존도가 낮다. 반복매출 비중이 커질수록 이익 변동성은 낮아지고 예측 가능성은 높아지며, 이는 시장이 더 높은 멀티플을 부여할 수 있는 이익 안정성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

셋째, 앱마켓 수수료 인하다. 수수료 인하는 매출 증가 없이도 마진을 개선할 수 있는 요인으로, 북미·유럽부터 순차 적용되는 인하와 자체 웹상점 확대로 수수료를 하락 방향은 뚜렷하다. 다만 우대 요율 적용 조건에 따라 실제 인하 폭이 달라질 수 있어, 실질 수수료를 하락 폭은 확인이 필요하다.

이들 요인이 이익을 개선으로 확인될 경우 신작 흥행 지속성에 대한 우려가 완화되며 리레이팅 여력이 재부각될 전망이다. 과도한 디스카운트가 해소되면서 2026F 기준 0.3배에 머물고 있는 PBR이 5년 평균(약 0.6배) 수준으로 점진 회복될 여지가 있다.

【1】 밸류에이션 하방: 순금융자산과 주주환원이 지지

순금융자산과 적극적인 주주환원 정책으로 밸류에이션 하방을 방어

리레이팅 기대와 별개로, 현 주가의 하방은 순금융자산과 주주환원이 지지하고 있다. 동사가 보유한 금융자산에서 차입금을 차감한 순금융자산은 2026년 1분기 말 연결 기준 약 6,400억 원(별도 약 5,080억 원)으로 시가총액(약 3,126억 원, 7/14 기준)을 크게 상회한다(단, 상당액이 케이뱅크·에스엠 등 상장주식으로 주가 변동에 노출되는 점은 감안).

밸류에이션 관점에서 보면, 게임주의 시가총액은 기존 게임과 보유 순금융자산이 뒷받침하는 방어가치(하방)와, 성공 시 실현되고 실패 시 사라지는 옵션 성격의 신작 기대분(상방)으로 나뉘 볼 수 있다. 동사의 경우 이미 시가총액을 상회하는 순금융자산에 기존 게임 사업의 이익 창출력까지 감안하면, 현 주가에 하반기 출시 예정인 (제우스: 오만의 신) 등 신작의 흥행 기대가 반영된 부분은 크지 않은 것으로 판단된다.

주주환원도 하방을 뒷받침한다. 동사는 밸류업 공시에 따라 결산 배당과 자사주 소각을 실제 집행했으며, 배당수익률과 배당성향 모두 게임 섹터 평균을 크게 웃도는 수준이다.

현재의 낮은 ROE도 추가 악화보다는 회복 가능성에 무게를 둘 필요가 있다. 지배주주 ROE가 2022년 이후 낮은 수준에 머문 데에는 보유 상장주식 평가손실과 자회사 손상 등 영업외·비현금성 요인이 크게 반영됐다. 별도 게임 본사의 수익성이 회복되고 있어(2026년 1분기 별도 영업이익률 6.3%), 영업 기준 이익이 정상화될 경우 ROE와 PBR도 함께 개선될 여지가 있다.

결국 'ROE가 COE를 다시 상회하는 구조'의 회복은 게임 사업의 펀더멘탈이 실적으로 확인될 때 가능하다. 순금융자산과 주주환원은 그 전까지 주가의 하방을 지지하는 요인이며, 본격적인 리레이팅은 이익 개선의 지속성이 확인되는 시점에 나타날 것으로 판단된다.

⚠️ 리스크 요인

❗ <서머너즈 워> 매출 둔화 리스크

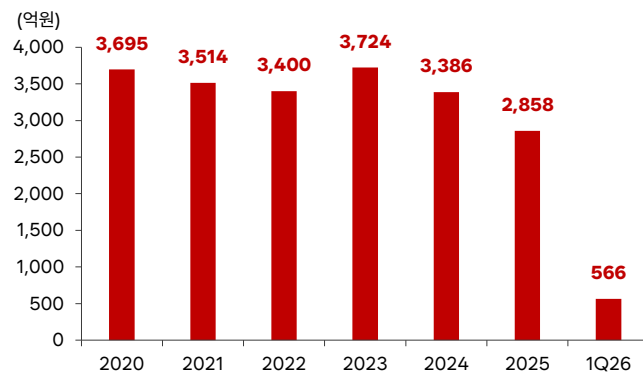
**12년차 장수 라이브게임의
점진적인 트래픽 감소를 상쇄할 수
있는 방안 마련 필요**

RPG 부문 매출은 2023년 3,724억 원을 정점으로 2024년 -9.1%, 2025년 -15.6%(2,858억 원) 감소하고 있으며, 이는 2025년 기준 별도 매출의 약 53%(전사 연결매출의 41.0%)로, 대부분이 12년차 단일 IP <서머너즈 워>에서 발생한다.

<서머너즈 워>의 매출 둔화는 12년차 라이브 게임의 구조적 노후화에서 비롯된다. 신규 이용자 유입이 제한되면서 매출이 기존·휴면 이용자의 재참여에 의존하는 가운데, 동사가 공급하는 신규 콘텐츠가 이용자의 소비 속도를 따라가지 못하면서 매출 하향세가 이어지고 있다. 이에 동사는 외부 IP 콜라보(2026년 1분기 <한지의 제왕> 콜라보로 직전 콜라보 대비 매출 약 47% 증가), 출시 12주년 대규모 업데이트(소환 마일리지 시스템·룬 프리셋 도입 등 과금·편의 개선), 매년 개최하는 글로벌 e스포츠 대회(SWC)를 통해 이용자층 유지에 나서고 있다. 다만 이러한 대응은 매출 하향세를 완화하는 수준에 그칠 가능성이 높으며, 추세 자체를 반전시키기는 어려운 것으로 판단된다.

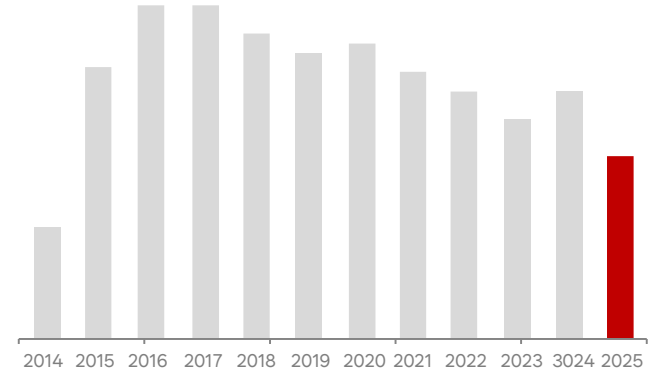
외형 유지는 이 감소분을 야구게임과 신작이 얼마나 상쇄하느냐에 달려 있다. 그러나 동사의 신작은 최근 2~3년간 대부분 기대에 미치지 못했고, 파이프라인 다수가 퍼블리싱·신규 IP 중심이어서 흥행 불확실성이 크다. 여기에 글로벌 게임시장 성장률이 2024~2027년 연평균 3.7%로 둔화되는 가운데, 중국 게임의 공세(2025년 글로벌 모바일 상위 100대 퍼블리셔 중 중국 비중 약 35%)까지 겹치며 경쟁 강도와 이용자당 결제액(ARPU) 하락 압력이 커지고 있다. 신작 흥행이 뒷받침되지 않는다면 RPG부문의 실적 반등 폭은 제한적일 수 있다.

RPG 부문 매출 연간 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

<서머너즈 워> 연간 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

미디어 자회사 적자와 영업권 손상 부담

사업 다각화 과정에서 비용 부담이 발생했으나, 추가적인 대규모 손상 발생 가능성은 낮음

2025년 자회사 합산 영업손익은 -135억 원으로 별도 영업이익(161억 원)을 잠식하며 연결 영업이익이 26억 원(OPM 0.4%)에 그쳤다. 손실은 팬데믹 기간 다각화 과정에서 인수한 미디어·콘텐츠 자회사에 집중돼 있으며, 주된 배경은 2021년 위지윅스튜디오·마이뮤직टे이스트를 고가에 인수하며 계상한 대규모 영업권·무형자산이다.

인수 이후 미디어 업황 둔화와 산하 제작사 부진으로 회수가능액이 장부가를 밑돌면서, 연결 순이익은 세 가지 경로에서 훼손돼 왔다. ① 무형자산 손상차손은 위지윅스튜디오·마이뮤직टे이스트·카탈리스트(구 컴투버스) 등을 대상으로 2023년 219억 원 → 2024년 1,529억 원 → 2025년 750억 원 인식됐고, ② 관계기업투자 손상차손은 2023~2024년 각각 약 290억 원, ③ 지분법손실은 연 100~140억 원대가 반영됐다. 그 결과 무형자산·영업권 장부가는 2023년 말 2,661억 원에서 2026년 1분기 말 689억 원으로 약 74% 축소됐다.

다만 이러한 부담은 2023년 이후 완화 국면에 진입한 것으로 판단된다. 동사는 2023년을 기점으로 메타버스 사업(컴투버스)을 정리하고 인력·비용 효율화를 진행해 위지윅스튜디오의 분기 영업손실을 최근 10억 원대(1Q26 기준)까지 낮췄으며, 2026년 자회사 흑자 전환을 목표로 제시하고 있다. 자회사 합산 영업손실이 매년 축소되는 가운데, 손상 부담의 기반이 됐던 영업권·무형자산 잔액도 689억 원까지 감소해 과거와 같은 대규모 손상이 재발할 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

최대주주 컴투스홀딩스의 재무 부담

컴투스홀딩스의 재무부담 지속 및 보유지분 담보 제공

최대주주 컴투스홀딩스(동사 지분 31.26%)의 재무 부담은 지배구조 측면에서 점검이 필요한 요인이다. 홀딩스는 게임·블록체인 등 자체 사업 매출이 2025년 860억 원(-42.4% YoY)으로 감소하고, 관계기업투자손실이 더해지며 영업적자(사업손실 -198억 원)를 지속했다. EBITDA도 2021년 429억 원 흑자에서 2024년 -458억 원으로 전환된 뒤 2025년 -39억 원에 머물렀고, 이 과정에서 총차입금은 2021년 1,434억 원에서 2026년 3월 말 2,080억 원(1년 내 만기 도래하는 단기성 비중 84.6%)까지 증가해 2026년 6월 단기신용등급이 A3에서 A3-로 조정됐다.

특히 홀딩스는 보유 동사 지분의 약 90%(약 335만 주)를 6개 금융기관에 담보로 제공하고 있어, 주가 변동성이 확대될 경우 담보 유지 부담이 커질 수 있다. 다만 홀딩스는 코인원 지분 매각대금 등을 활용해 차입금 상환에 대응할 계획인 만큼, 향후 영업현금창출력 개선 여부를 지속적으로 확인할 필요가 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
증가율(%)	21.2	9.2	-6.2	0.4	0.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	6,924	7,728	6,878	6,938	6,670
판매비율(%)	102.2	104.5	99.1	99.6	95.0
EBITDA	185	-62	303	217	518
EBITDA 이익률(%)	2.7	-0.8	4.4	3.1	7.4
증가율(%)	-72.1	적전	흑전	-28.3	138.4
영업이익	-151	-332	61	26	350
영업이익률(%)	-2.2	-4.5	0.9	0.4	5.0
증가율(%)	적전	적지	흑전	-57.0	1,228.8
영업외손익	220	811	-1,530	-312	-243
금융수익	582	1,526	1,087	1,231	541
금융비용	381	427	909	845	647
기타영업외손익	19	-289	-1,707	-697	-136
총속/관계기업관련손익	-30	-49	-126	661	-80
세전계속사업이익	39	430	-1,595	375	27
증가율(%)	-98.8	3,881.6	적전	흑전	-92.7
법인세비용	111	284	-75	282	22
계속사업이익	-75	202	-1,520	94	5
중단사업이익	-21	275	0	0	0
당기순이익	-93	421	-1,520	94	5
당기순이익률(%)	-1.4	5.7	-21.9	1.3	0.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	-94.3
지배주주지분 순이익	334	398	-1,078	365	105

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-110	-92	155	-392	248
당기순이익	-93	421	-1,520	94	5
유형자산 상각비	165	145	134	125	131
무형자산 상각비	171	125	108	66	37
외환손익	56	15	15	14	0
운전자본의감소(증가)	-269	-37	-135	-448	-100
기타	-140	-761	1,553	-243	175
투자활동으로인한현금흐름	-1,218	885	-400	68	-214
투자자산의 감소(증가)	-954	287	-652	232	-86
유형자산의 감소	7	328	15	8	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-133	-222	-112	-57	-60
기타	-138	492	349	-115	-68
재무활동으로인한현금흐름	531	-1,091	289	-109	-141
차입금의 증가(감소)	588	-789	442	152	8
사채의증가(감소)	-15	0	-4	147	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-154	-303	-148	-148	-149
기타	112	1	-1	-260	0
기타현금흐름	-8	-2	53	-7	-54
현금의증가(감소)	-805	-300	98	-440	-161
기초현금	2,537	1,732	1,432	1,530	1,089
기말현금	1,732	1,432	1,530	1,089	1,087

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	6,062	4,486	4,543	4,159	4,178
현금성자산	1,732	1,432	1,530	1,089	1,087
단기투자자산	2,579	1,766	1,385	1,500	1,508
매출채권	755	756	931	778	784
재고자산	101	89	159	88	88
기타유동자산	894	443	537	704	710
비유동자산	12,927	12,674	11,917	11,997	11,854
유형자산	976	588	654	409	278
무형자산	3,555	2,661	1,245	546	508
투자자산	7,842	8,775	9,370	10,130	10,155
기타비유동자산	554	650	648	912	913
자산총계	18,988	17,160	16,460	16,156	16,033
유동부채	3,259	3,460	4,418	4,914	4,930
단기차입금	1,070	150	1,718	2,021	2,021
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,189	3,310	2,700	2,893	2,909
비유동부채	2,501	1,332	1,543	551	555
사채	1,906	709	709	0	0
장기차입금	45	5	171	7	7
기타비유동부채	550	618	663	544	548
부채총계	5,760	4,792	5,961	5,465	5,485
자배주주지분	11,390	11,147	9,645	9,953	9,910
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	2,081	2,081	2,083	2,078	2,078
자본조정 등	-823	-1,007	-1,145	-1,150	-1,150
기타포괄이익누계액	405	338	155	191	191
이익잉여금	9,662	9,671	8,488	8,770	8,726
자본총계	13,228	12,368	10,499	10,691	10,548

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	23.0	15.9	N/A	10.1	29.7
P/B(배)	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
P/S(배)	1.1	0.9	0.9	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	49.2	N/A	26.0	27.0	10.0
배당수익률(%)	2.2	5.3	2.8	4.5	5.0
EPS(원)	2,593	3,093	-8,462	2,865	870
BPS(원)	88,522	87,510	75,719	78,141	81,959
SPS(원)	52,642	57,549	54,479	54,674	57,965
DPS(원)	1,300	2,600	1,300	1,300	1,300
수익성(%)					
ROE	2.9	3.5	-10.4	3.7	1.1
ROA	-0.5	2.3	-9.0	0.6	0.0
ROIC	1.1	-4.1	-9.9	13.9	4.9
안정성(%)					
유동비율	186.0	129.7	102.8	84.6	84.7
부채비율	43.5	38.7	56.8	51.1	52.0
순차입금비율	-2.9	-0.7	10.4	13.4	13.6
이자보상배율	-1.4	-2.3	0.4	0.1	1.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.7	9.8	8.2	8.2	9.0
재고자산회전율	82.9	77.8	55.9	56.4	79.8