

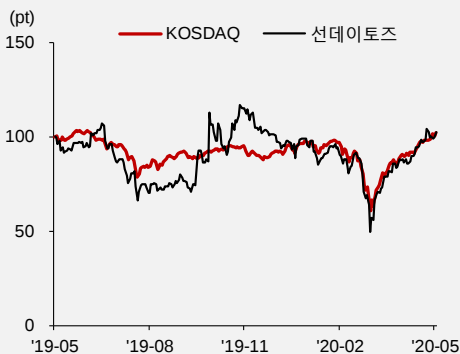
Not Rated

목표주가	- 원
현재주가	21,600 원
Upside	- %

Key Data	2020 년 05 월 25 일
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC

KOSDAQ(pt)	719.89
시가총액 (억원)	2,067
발행주식수 (천주)	9,570
외국인 지분율 (%)	4.7
52 주 고가 (원)	24,650
저가 (원)	10,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.0
주요주주	(%)
스마일게이트홀딩스 외 3 인	35.6
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	19.3 -8.1 4.4
상대주가	4.9 -17.3 0.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

선데이토즈(123420)

역대 최대 신작 + 게임의 플랫폼화

역대 최대 신작들이 몰려 온다

동사가 설립된 이후 한 해에 신작을 5 개 출시한 적은 단 한번도 없었다. 6 월 애니팡 4 를 시작으로 하반기에 추가 4 개의 신작을 출시해 올해 총 5 개의 신작이 출시될 예정이다. 2019 년까지는 연간 1~2 개의 게임 출시와 노후 된 게임의 업데이트 수준이었다면 2020 년 하반기부터는 다수의 신작 게임 출시로 실적 개선이 크게 개선될 것이다. 2017 년부터 매년 30~40 명의 개발자를 꾸준히 충원한 결과물이 나오는 시기가 도래한 것이다.

광고매출, 게임의 플랫폼화

3Q18 부터 게임에 광고를 붙이는 비즈니스를 시작했다. 퍼즐 및 캐주얼 게임 특성상 전체 유저대비 과금유저 비율이 낮기에 비과금 유저를 통한 수익화 차원에서 광고 비즈니스를 도입한 것이다. 이는 비과금 유저 위주로 게임 전에 광고를 노출시키고 광고주로부터 수익을 취하는 방식이다. 광고 매출이 급증하려면 DAU 증가와 광고를 노출 시킬 수 있는 게임의 수가 많아야 한다. 즉, 광고를 걸 수 있는 게임이 플랫폼 역할을 하는 것이다. 올해는 설립 후 가장 많은 신작을 출시하고, 젊은층이 선호하는 게임을 출시하여 DAU 상승이 전망되고 있다. 게임 매출 증가와 함께 광고매출까지 증가하는 효과가 동시에 나타날 것으로 예상된다.

2020 년 제 2 의 전성기 시작!

2020 년은 창립 이후 가장 많은 신작을 출시하며 매출액 1,253 억(+48.5% y-y), 영업이익 155 억(+462.6% y-y)으로 제 2 의 전성기를 맞이하는 해가 될 것으로 전망한다. 5 개의 게임 실적이 연간 온기 반영되고, 마케팅비 감소 효과가 나타나는 2021 년에는 매출액 1,753 억, 영업이익 393 억으로 큰 폭의 실적 개선을 보일 것으로 추정된다. 특히, 고정비용 비용이 연간 약 800 억 수준이기에 다수의 신작 출시 및 히트작으로 인해 매출액이 증가하면 고정비 레버리지 효과가 극대화 될 것이다. 12M Fwd PER 은 9.7x 로 2013~2018 년(2019 년 PER 66.6x 제외) 평균 PER 14.7x 대비 Valuation 매력에 부각되기 시작했고, 2021F PER 은 6.0x 로 저평가가 가속화 될 것으로 판단한다.

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	797	773	727	860	844
영업이익 (억원)	255	174	125	86	28
영업이익률 (%)	32.0	22.5	17.2	10.0	3.3
지배순이익 (억원)	204	150	137	99	30
PER (배)	19.6	13.1	18.7	18.0	66.5
PBR (배)	3.8	1.6	2.0	1.3	1.4
ROE (%)	21.5	13.4	11.1	7.5	2.2
EPS (원)	2,131	1,570	1,432	1,037	310

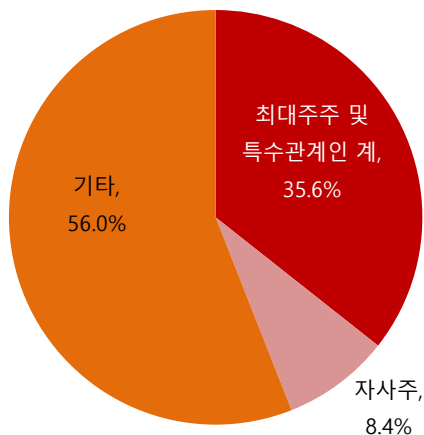
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

애니팡을 개발한 모바일 게임 회사

기업개요

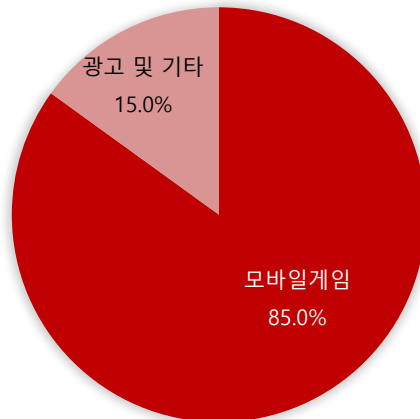
선데이토즈는 2010 년 설립 후 같은 해 상장되었다. 2012 년에 국민게임 '애니팡' 히트로 애니팡 시리즈를 출시하며 모바일 퍼즐 게임의 강자로 자리매김한 모바일 게임 개발사이다. 과거 스마트폰 개화기 당시에는 모바일 게임의 주류는 퍼즐게임이었으나, 스마트폰의 고사양화가 진행된 현재는 MMORPG 게임들이 주류가 되었다. 이에 당사는 2017 년부터 글로벌 IP 를 활용한 게임을 출시하며 해외 진출 확대전략을 구사하고 있다.

그림 1. 지분구조



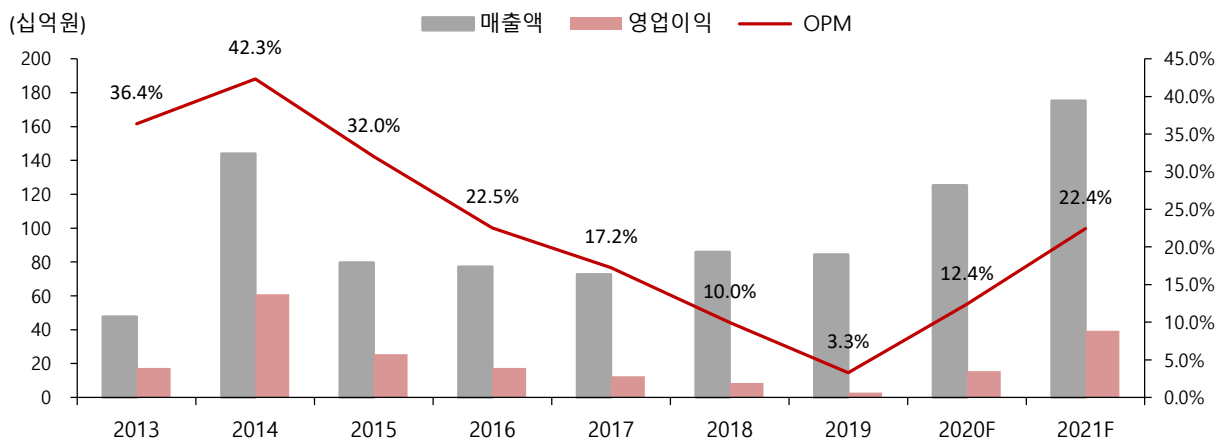
자료: 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

신개념 애니팡 4 가 온다!

애니팡 4

실시간 대전형태의 신개념 애니팡 4 가 6 월말 출시 예정이다. 이미 CBT 는 끝났고, 6 월초 사전예약을 시작할 것이다. 1 차와 2 차 두번의 CBT 에서 모집인원의 10 배가 넘는 신청자가 몰리며 뜨거운 반응을 이미 확인했다. 2016 년 애니팡 3 가 출시된 이후 4 년이 지나 새로운 시리즈가 출시 되는 것이다. 스마트폰의 고사양화로 인해 MMORPG 가 주류가 된 이후 퍼즐게임들은 비주류가 되어가고 있다. 또, 노후된 IP 로 인해 높은 과금을 하는 젊은층의 이탈로 현재 애니팡 3 유저의 약 80%가 40 대 이상이다. 이번 CBT 에서 속도감 있는 대전형태에 대한 젊은 층의 반응이 뜨거웠다. 이는 젊은 유저들의 유입과 과금 증가로 이어질 것이라 예상한다.

그림 4. 애니팡 4



자료: 언론, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 애니팡 4



자료: 언론, 리딩투자증권 리서치센터

역대 최다 신작들이 몰려 온다

올해 신작 5 개 출시

동사가 설립된 이후 한 해에 신작을 5 개 출시한적은 단 한번도 없었다. 6 월 애니팡 4 를 시작으로 하반기에 추가 4 개의 신작을 출시해 올해 총 5 개의 신작이 출시될 예정이다. 하반기 출시 예정작은 '상하이 애니팡 리메이크 게임', '카툰네트워크 IP 활용한 게임', 'BTS 가 직접 그린 캐릭터 BT21 IP 를 활용한 게임', '글로벌 인기 애니메이션 IP 를 활용한 게임' 이다. 2019 년까지는 연간 1~2 개의 게임 출시와 노후된 게임의 업데이트 수준이었다면 2020 년 하반기부터는 다수의 신작 게임 출시로 실적이 크게 개선될 것이다. 2017 년부터 매년 30~40 명의 개발자를 꾸준히 충원한 결과물이 나오는 시기가 도래 했고, 앞으로도 꾸준히 개발자 풀을 확대해 신작 출시를 지속할 계획이다.

표 1. 출시 예정 라인업

게임명	출시 예정일	출시 지역	장르
애니팡 4	6 월	국내	퍼즐
상하이 애니팡 리메이크 게임	2H20	아시아	퍼즐
카툰네트워크 IP 활용 게임	2H20	아시아	캐주얼
BT21 IP 활용 게임	2H20	국내 및 해외	캐주얼
글로벌 인기 애니메이션 IP 활용 게임	2H20	국내 및 해외	캐주얼

자료: 선데이토즈, 리딩투자증권 리서치센터

광고매출, 게임의 플랫폼화

광고매출은 게임 수와
비례

3Q18 부터 게임에 광고를 붙이는 비즈니스를 시작했다. 퍼즐 및 캐주얼 게임 특성상 전체 유저대비 과금유저 비율이 낮기에 비과금 유저를 통한 수익화 차원에서 광고 비즈니스를 도입한 것이다. 이는 비과금 유저 위주로 게임 전에 광고를 노출시키고 광고주로부터 수익을 취하는 방식이다. 광고 매출이 급증하려면 DAU 증가와 광고를 노출 시킬 수 있는 게임의 수가 많아야 한다. 즉, 광고를 걸 수 있는 게임이 플랫폼 역할을 하는 것이다. 올해는 설립 후 가장 많은 신작을 출시하고, 젊은층이 선호하는 게임을 출시하여 DAU 상승이 전망되고 있다. 게임 매출 증가와 함께 광고매출까지 증가하는 효과가 동시에 나타날 것으로 예상된다.

표 2. 연도별 출시 게임 수

출시년도	신규게임 수	게임명
2012	1	애니팡
2013	1	애니팡 사천성
2014	2	애니팡 2, 아쿠아스토리
2015	2	상하이 애니팡, 애니팡 맞고
2016	3	애니팡 포커, 애니팡 3, 애니팡 터치
2017	2	애니팡 섯다, 스누피 틀린그림찾기
2018	2	위 베어 베어스 더 퍼즐, Slot Mate
2019	1	디즈니팡
2020F	5	애니팡 4 외 4 개

자료: 선데이토즈, 리딩투자증권 리서치센터

표 3. 실적추이

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	47.6	144.1	79.7	77.3	72.7	86.0	84.4	125.3	175.3
모바일게임	47.5	143.9	79.4	76.0	71.7	79.0	71.7	99.3	134.7
광고 및 기타	0.1	0.2	0.3	1.3	0.9	7.0	12.7	26.0	40.6
영업이익	17.3	61.0	25.5	17.4	12.5	8.6	2.8	15.5	39.3
<i>OPM</i>	<i>36.4%</i>	<i>42.3%</i>	<i>32.0%</i>	<i>22.5%</i>	<i>17.2%</i>	<i>10.0%</i>	<i>3.3%</i>	<i>12.4%</i>	<i>22.4%</i>
지배주주순이익	14.0	48.4	20.4	15.0	13.7	9.9	3.0	16.8	34.7
<i>NIM</i>	<i>29.3%</i>	<i>33.6%</i>	<i>25.6%</i>	<i>19.4%</i>	<i>18.9%</i>	<i>11.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>13.4%</i>	<i>19.8%</i>
y-y									
매출액	100.1%	202.6%	-44.7%	-3.0%	-6.0%	18.4%	-1.8%	48.5%	39.9%
모바일게임		203%	-45%	-4%	-6%	10%	-9%	39%	36%
광고 및 기타		172%	10%	396%	-30%	678%	81%	104%	56%
영업이익	98.9%	252.1%	-58.2%	-31.7%	-28.1%	-31.7%	-67.7%	462.6%	153.0%
지배순이익	84.6%	246.7%	-57.8%	-26.3%	-8.8%	-27.6%	-70.1%	467.1%	106.5%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

2020년 제2의 전성기 시작!

제2의 전성기

2020년은 창립 이후 가장 많은 신작을 출시하며 매출액 1,253억(+48.5% y-y), 영업이익 155억(+462.6% y-y)으로 제2의 전성기를 맞이하는 해가 될 것이다. 2020년은 신작 출시가 하반기에 몰려있어 연간 온기 실적 반영이 되지 않고, 신작 출시에 따른 마케팅비 증가에도 불구하고 최근 3년간 소수의 신작 출시와 히트작 부재에 따른 부진을 만회할 것으로 예상된다. 5개의 게임 실적이 연간 온기 반영되고, 마케팅비 감소 효과가 나타나는 2021년에는 매출액 1,753억, 영업이익 393억으로 큰 폭의 실적 개선을 보일 것으로 추정된다. 특히, 고정비성 비용이 연간 약 800억 수준이기에 다수의 신작 출시 및 히트작으로 인해 매출액이 증가하면 고정비 레버리지 효과가 극대화 될 것이다. 12M Fwd PER은 9.7x로 2013~2018년(2019년 PER 66.6x 제외) 평균 PER 14.7x 대비 Valuation 매력력이 부각되기 시작했고, 2021F PER은 6.0x로 저평가가 가속화 될 것으로 판단한다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
자산총계	1,153	1,340	1,376	1,525	1,554
유동자산	1,066	1,163	999	975	1,227
현금및현금성자산	40	52	197	197	167
단기금융자산	973	1,042	734	662	940
매출채권및기타채권	50	66	52	76	103
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	87	177	377	550	327
장기금융자산	22	105	274	434	129
관계기업등투자자산	43	46	66	71	109
유형자산	9	11	17	22	51
무형자산	2	3	4	4	3
부채총계	104	139	103	155	186
유동부채	90	118	77	138	147
단기차입부채	0	0	0	0	10
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	63	87	74	94	110
비유동부채	14	21	26	17	39
장기차입부채	0	0	0	0	23
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,050	1,201	1,273	1,370	1,368
지배주주지분*	1,047	1,192	1,273	1,370	1,368
비지배주주지분	3	9	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	797	773	727	860	844
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	797	773	727	860	844
판매비와관리비	541	599	601	774	816
영업이익	255	174	125	86	28
EBITDA	258	178	130	92	46
비영업손익	20	17	23	35	32
이자수익	14	9	14	33	33
이자비용	0	0	0	0	2
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	0	-0	-0	-1	1
관계기업등관련손익	-2	-6	-6	-5	14
기타비영업손익	7	14	16	8	-14
세전계속사업이익	275	191	148	121	59
법인세비용	69	35	6	21	30
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	206	156	141	99	30
지배주주순이익*	204	150	137	99	30
비지배주주순이익	2	6	4	0	0
기타포괄손익	-1	-3	1	-4	-3
총포괄손익	204	153	142	96	27

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동으로인한현금흐름	103	166	99	97	45
당기순이익	206	156	141	99	30
현금유입(유출)이없는수익	57	30	-1	23	53
자산상각비	3	4	5	6	18
영업자산부채변동	4	4	-19	-44	-33
매출채권및기타채권감	36	-16	15	-19	-28
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무증	-17	19	-10	16	18
투자활동현금흐름	-87	-152	46	-96	-16
투자활동현금유입액	1,517	1,586	1,227	981	1,135
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	1,604	1,738	1,180	1,077	1,151
유형자산	8	5	12	7	5
무형자산	2	1	3	1	0
재무활동현금흐름	-10	-2	0	0	-59
재무활동현금유입액	1	0	0	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	12	2	0	0	59
단기차입부채	0	0	0	0	9
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	-0	-0
현금변동	6	12	145	0	-30
기초현금	34	40	52	197	197
기말현금	40	52	197	197	167

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
주당지표 및 추가배수					
EPS*	2,131	1,570	1,432	1,037	310
BPS*	10,937	12,455	13,307	14,313	14,294
CFPS	1,073	1,737	1,032	1,009	472
SPS	8,324	8,077	7,592	8,985	8,819
EBITDAPS	2,692	1,860	1,361	961	482
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	19.6	13.1	18.7	18.0	66.5
PBR*	3.8	1.6	2.0	1.3	1.4
PCFR	39.0	11.8	26.0	18.5	43.6
PSR	5.0	2.5	3.5	2.1	2.3
EV/EBITDA	15.5	11.0	19.7	19.4	42.7
재무비율					
매출액증가율	-44.7	-3.0	-6.0	18.4	-1.8
영업이익증가율	-58.2	-31.7	-28.1	-31.7	-67.7
지배주주순이익증가율*	-57.4	-24.2	-9.4	-29.9	-70.1
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	32.0	22.5	17.2	10.0	3.3
EBITDA이익률	32.3	23.0	17.9	10.7	5.5
지배주주순이익률*	25.9	20.2	19.5	11.5	3.5
ROA	22.7	14.0	9.2	5.9	1.8
ROE	21.5	13.4	11.1	7.5	2.2
ROIC	-231.9	-391.2	-550.5	352.3	23.8
부채비율	9.9	11.6	8.1	11.3	13.6
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4
순차입금비율	-39.0	-8.5	-18.6	-45.0	-57.3

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

선데이토즈(123420)

일자	2020-05-26
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 $\pm$ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 $\pm$ 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%