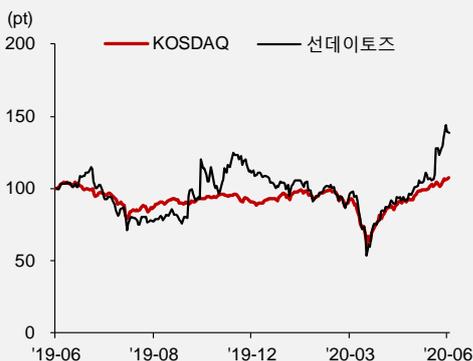


Buy(신규)

목표주가	41,500 원		
현재주가	27,350 원		
Upside	52.0%		
Key Data	2020년 06월 05일		
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC		
KOSDAQ(pt)	749.31		
시가총액 (억원)	2,617		
발행주식수 (천주)	9,570		
외국인 지분율 (%)	3.8		
52 주 고가 (원)	28,500		
저가 (원)	10,500		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	4.1		
주요주주	(%)		
스마일게이트홀딩스 외 3인	35.6		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	42.1	26.6	39.5
상대주가	21.7	4.4	31.8

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

선데이토즈(123420)

제 2의 전성기는 이미 시작되었다!

애니팡 4를 시작으로 실적 개선 본격화

애니팡 4는 6/2일 사전예약을 시작했고, 6/30일 출시예정이다. 사전예약 하루만에 39만명(카카오 기준)을 넘어서며 애니팡 3때 하루 25만명(전체 채널 합산 기준)을 넘어섰다. 과거에는 사전예약과 동시에 마케팅을 시작했기 때문에 사전예약자 수가 빠르게 증가했지만, 이번에는 6월 3째주부터 본격적인 마케팅을 시작하여 출시 직전에 모객 효과를 극대화 할 것이다. 즉, 6월 3째주부터 사전예약자가 빠르게 증가하여 자연스럽게 매출로 이어지는 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

게임주를 매매하는 올드한 전략은 잊어라

2013년 모바일게임이 개화하면서 주식시장에서는 게임주를 플레이하는 패턴이 생겼다. 게임 출시 전 기대감에 매수해서 출시 전후 매도하는 것이다. 그때는 유효했고, 현재는 MMORPG 장르 게임에 한해서 일부 유효할 수도 있다. 하지만 캐주얼&퍼즐 게임은 다르다. 캐주얼&퍼즐 게임의 유저들은 출시 초기보다 게임을 하면서 서서히 과금을 늘려간다. 즉, 매출이 서서히 올라오게 되고, 안정권에 접어들면 그 매출이 유지되는 특성을 가지고 있다. 동사는 하반기 5개의 신작 출시를 예정하고 있다. 먼저 출시한 신작이 안정권에 들어가는 시점에 추가 신작이 출시되어, 연말로 갈수록 실적 증가폭이 가팔라 질 것이다. 이런 이유로 신작 출시전에 반짝 매매하는 전략이 아니라 연말까지 지속적으로 비중을 늘려가는 전략이 적합 할 것이다.

'매수' 의견과 목표주가 41,500원 신규 제시

2020년은 창립 이후 가장 많은 신작을 출시하며 매출액 1,435억(+48.5% y-y), 영업이익 294억(+462.6% y-y)으로 제 2의 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. 신작 출시 및 히트작으로 인해 매출액이 증가하면 고정비 레버리지 효과가 극대화 될 것이다. 2013~2018년(2019년 PER 66.6x 제외) 평균 PER 14.7x 에 신작 출시 지연 가능성을 감안해 30% 할인한 T.PER 10x 를 적용해 목표주가 41,500원(Upside 52%)과 투자의견 매수를 제시한다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	727	860	844	1,435	1,892
영업이익 (억원)	125	86	28	294	535
영업이익률 (%)	17.2	10.0	3.3	20.5	28.3
지배순이익 (억원)	137	99	30	333	549
PER (배)	18.7	18.0	66.5	7.9	4.8
PBR (배)	2.0	1.3	1.4	1.6	1.2
ROE (%)	11.1	7.5	2.2	20.0	28.5
EPS (원)	1,432	1,037	310	3,479	5,737

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

애니팡 4 를 시작으로 실적 개선 본격화

애니팡 4

애니팡 4 는 6/2 일 사전예약을 시작했고, 6/30 일 출시예정이다. 사전예약 하루만에 39 만명(카카오 기준)을 넘어서며 애니팡 3 때 하루 25 만명(전체 채널 합산 기준)을 넘어섰다. 그러나 과거 수많은 게임들의 사례를 봤을 때, 사전예약자 수가 매출액과 비례하지 않는다는 것은 이미 다 알고 있을 것이다. 동사도 이를 잘 알고 있기에 이번부터는 전략을 변경했다. 과거에는 사전예약과 동시에 마케팅을 시작했기 때문에 사전예약자 수가 빠르게 증가했지만, 이번에는 6 월 3 짜주부터 본격적인 마케팅을 시작하여 출시 직전에 모객 효과를 극대화 할 것이다. 즉, 6 월 3 짜주부터 사전예약자가 빠르게 증가하여 자연스럽게 매출로 이어지는 흐름이 나타날 것으로 전망된다.

그림 1. 애니팡 4



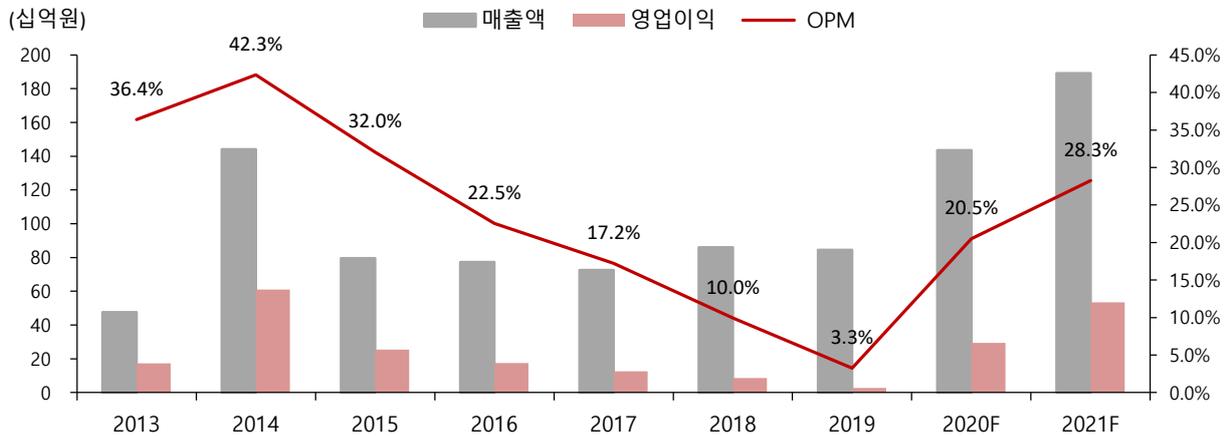
자료: 선데이토즈, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 애니팡 4



자료: 선데이토즈, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

역대 최다 신작들이 몰려 온다

올해 신작 5 개 출시

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. 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	6/30	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. 퍼블 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, 젊은 층이 선호하는 게임을 출하여 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

게임주를 매매하는 올드한 전략은 잊어라

장르별 차별화 전략

2013 년 모바일게임이 개화하면서 주식시장에서는 게임주를 플레이하는 패턴이 생겼다. 게임 출시 전 기대감에 매수해서 출시 전후 매도하는 것이다. 그때는 유효했고, 현재는 MMORPG 장르 게임에 한해서 일부 유효할 수도 있다. MMORPG 개발사의 경우 1 개의 게임을 위해 몇 년을 준비하고 실패하면 다시 몇 년을 기다려야 하기 때문에 그런 것이다. 하지만 캐주얼&퍼즐 게임은 다르다. 개발사 입장에서 상대적으로 다작을 할 수 있고 유지하는데 있어 부담이 덜하다. 또, 캐주얼&퍼즐 게임의 유저들은 출시 초기보다 게임을 하면서 서서히 과금을 늘려간다. 즉, 매출이 서서히 올라오게 되고, 안정권에 접어들면 그 매출이 유지되는 특성을 가지고 있다. 동사는 하반기 5 개의 신작 출시를 예정하고 있다. 먼저 출시한 신작이 안정권에 들어가는 시점에 추가 신작이 출시되어, 연말로 갈수록 실적 증가폭이 가팔라 질 것이다. 이런 이유로 신작 출시전에 반짝 매매하는 전략이 아니라 연말까지 지속적으로 비중을 늘려가는 전략이 적합 할 것이다.

표 3. 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	20.1	18.9	18.5	26.8	28.4	25.3	35.6	54.3	86.0	84.4	143.5	189.2
기존 모바일게임	17.5	16.1	15.6	22.4	23.8	21.4	19.3	17.4	79.0	71.7	81.8	73.7
애니팡4							7.2	6.3			13.5	18.0
신작2							1.5	3.6			5.1	7.2
신작3								7.2			7.2	14.4
신작4								4.8			4.8	18.0
신작5								2.4			2.4	14.4
광고 및 기타	2.6	2.8	2.9	4.4	4.6	3.9	7.6	12.6	7.0	12.7	28.7	43.6
영업이익	1.9	0.6	2.1	(1.8)	2.9	2.6	5.6	18.3	8.6	2.8	29.4	53.5
OPM	9.6%	2.9%	11.1%	-6.7%	10.2%	10.3%	15.7%	33.7%	10.0%	3.3%	20.5%	28.3%
지배주주순이익	2.9	0.7	2.3	(2.9)	7.9	3.2	5.5	16.6	9.9	3.0	33.3	54.9
NIM	14.3%	3.8%	12.3%	-10.8%	27.9%	12.8%	15.6%	30.5%	11.5%	3.5%	23.2%	29.0%
y-y												
매출액	-1.7%	-15.5%	-15.6%	26.8%	41.1%	33.8%	92.0%	102.3%	18.4%	-1.8%	70.1%	31.8%
기존 모바일게임	-14%	-24%	-20%	26%	36%	33%	24%	-23%	10%	-9%	14%	-10%
광고 및 기타	1200%	155%	26%	29%	77%	39%	162%	186%	678%	81%	126%	52%
영업이익	-8.1%	1172.5%	-32.0%	-153.3%	49.3%	369.4%	171.9%	-1117.9%	-31.7%	-67.7%	965.0%	81.8%
지배주주순이익	49.1%	-35.9%	-28.2%	-178.6%	176.4%	350.6%	143.3%	-670.0%	-27.6%	-70.1%	1023.7%	64.9%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 4. 실적추정 주요 가정

게임명	예상 출시일	출시 지역	장르	출시분기	평균 일매출 추정치	2021년 평균 일매출 추정치
애니팡4	06월 30일	국내	퍼즐		0.8억	0.5억
상하이 애니팡 리메이크 게임	9월	아시아	퍼즐		0.5억	0.2억
카툰네트워크 IP 활용 게임	10월	아시아	캐주얼		0.8억	0.4억
BT21 IP 활용한 게임	11월	국내 및 해외	캐주얼		0.8억	0.5억
글로벌 인기 애니메이션 IP 활용 게임	12월	국내 및 해외	캐주얼		0.8억	0.4억

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 5. 국내 매출 순위에 따른 일매출 추정치

국내 매출 순위(구글)	일매출 추정치
1위	30억
2위	20억
10위 이상	2억
20위 이상	1.5억
30위 이상	0.7억

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 6. 기존게임 일매출 추이 (6/6 일 기준)

게임명	순위	출시일	일매출 추정치
디즈니팝타운	일본 127위(iOS)	4Q19	약 0.8억
애니팡3	국내 66위	2016	약 0.4억
위베어베어스더퍼즐	국내 99위	2018	약 0.3억
애니팡2	국내 100위	2014	약 0.2억

자료: 선데이토즈, 리딩투자증권 리서치센터

기존게임을 통한 보수적 실적 추정

보수적인 실적 추정

'애니팡 3'는 2016년에 출시해 현재 국내 구글플레이 기준 매출순위 66위를 하고 있다. 출시 후 4년이 지났음에도 일매출이 약 0.4억 수준으로 유지되고 있다. 한국보다 3배 이상 큰 시장인 일본에서 '디즈니팝타운'은 iOS 기준 매출순위 127위로 일매출 약 0.8억을 유지하고 있다. 이 두게임을 통해 보면 국내에서 애니팡 4는 애니팡 3보다 높은 일매출을 보일 것이고, 아시아 및 해외로 출시되는 4개의 신작은 해외에서 100위권의 매출 순위만 보여도 일매출이 0.8억 이상 나올 것으로 예상할 수 있다. 보수적 추정을 위해 출시 초기에 나타나는 신작효과는 반영하지 않았다. 또, 출시 후 1~2개 분기가 지나면 출시 분기 대비 일매출이 40~50% 가량 감소할 것으로 추정했다.

제 2의 전성기는 이미 시작되었다.

제 2의 전성기 시작

2020 년은 창립 이후 가장 많은 신작을 출시하며 매출액 1,435 억(+70.1% y-y), 영업이익 294 억(+965.0% y-y)으로 제 2의 전성기를 맞이하는 해가 될 것이다. 2020 년은 신작 출시가 하반기에 몰려있어 연간 온기 실적 반영이 되지 않고, 신작 출시에 따른 마케팅비 증가에도 불구하고 최근 3 년간 소수의 신작 출시와 히트작 부재에 따른 부진을 만회할 것으로 예상된다. 5 개의 게임 실적이 연간 온기 반영되고, 마케팅비 감소 효과가 나타나는 2021년에는 매출액 1,892 억, 영업이익 535 억으로 큰 폭의 실적 개선을 보일 것으로 추정된다. 특히, 고정비성 비용이 연간 약 800 억 수준이기에 다수의 신작 출시 및 히트작으로 인해 매출액이 증가하면 고정비 레버리지 효과가 극대화 될 것이다. 2013~2018 년(2019 년 PER 66.6x 제외) 평균 PER 14.7x 에 신작 출시 지연 가능성을 감안해 30% 할인한 T.PER 10x 를 적용해 목표주가 41,500 원(Upside 52%)과 투자 의견 매수를 제시한다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	1,376	1,525	1,554	2,005	2,588
유동자산	999	975	1,227	1,725	2,226
현금및현금성자산	197	197	167	532	686
단기금융자산	734	662	940	1,030	1,330
매출채권및기타채권	52	76	103	135	175
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	377	550	327	281	362
장기금융자산	274	434	129	40	51
관계기업투자자산	66	71	109	134	173
유형자산	17	22	51	59	76
무형자산	4	4	3	4	5
부채총계	103	155	186	353	388
유동부채	77	138	147	162	209
단기차입부채	0	0	10	13	17
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	74	94	110	140	181
비유동부채	26	17	39	192	179
장기차입부채	0	0	23	25	32
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,273	1,370	1,368	1,652	2,201
지배주주지분*	1,273	1,370	1,368	1,652	2,201
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	727	860	844	1,436	1,892
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	727	860	844	1,436	1,892
판매비와관리비	601	774	816	1,142	1,357
영업이익	125	86	28	294	535
EBITDA	130	92	46	314	561
비영업손익	23	35	32	62	82
이자수익	14	33	33	37	49
이자비용	0	0	2	2	2
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-1	1	0	0
관계기업등관련손익	-6	-5	14	-2	-3
기타비영업손익	16	8	-14	29	38
세전계속사업이익	148	121	59	356	617
법인세비용	6	21	30	23	68
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	141	99	30	333	549
지배주주순이익*	137	99	30	333	549
비지배주주순이익	4	0	0	0	0
기타포괄손익	1	-4	-3	-0	-0
총포괄손익	142	96	27	332	549

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	99	97	45	463	541
당기순이익	141	99	30	333	549
현금유입(유출)이없는수	-1	23	53	-12	50
자산상각비	5	6	18	20	26
영업자산부채변동	-19	-44	-33	125	-37
매출채권및기타채권	15	-19	-28	-36	-39
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	-10	16	18	22	41
투자활동현금흐름	46	-96	-16	-26	-397
투자활동현금유입액	1,227	981	1,135	606	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	1,180	1,077	1,151	632	397
유형자산	12	7	5	27	42
무형자산	3	1	0	2	2
재무활동현금흐름	0	0	-59	-48	10
재무활동현금유입액	0	0	0	8	11
단기차입부채	0	0	0	3	4
장기차입부채	0	0	0	5	7
재무활동현금유출액	0	0	59	55	0
단기차입부채	0	0	9	0	0
장기차입부채	0	0	0	3	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	0	0
현금변동	145	0	-30	389	155
기초현금	52	197	197	167	532
기말현금	197	197	167	556	686

투자지표

(단위: 원,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,432	1,037	310	3,479	5,737
BPS*	13,307	14,313	14,294	17,263	22,996
CFPS	1,032	1,009	472	4,834	5,652
SPS	7,592	8,985	8,819	15,005	19,770
EBITDAPS	1,361	961	482	3,285	5,864
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*	18.7	18.0	66.5	7.9	4.8
PBR*	2.0	1.3	1.4	1.6	1.2
PCFR	26.0	18.5	43.6	5.7	4.9
PSR	3.5	2.1	2.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	19.7	19.4	42.7	8.4	4.7
재무비율					
매출액증가율	-6.0	18.4	-1.8	70.1	31.8
영업이익증가율	-28.1	-31.7	-67.7	964.6	81.9
지배주주순이익증가율*	-9.4	-29.9	-70.1	1,023.7	64.9
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	17.2	10.0	3.3	20.5	28.3
EBITDA이익률	17.9	10.7	5.5	21.9	29.7
지배주주순이익률*	19.5	11.5	3.5	23.2	29.0
ROA	9.2	5.9	1.8	16.5	23.3
ROE	11.1	7.5	2.2	22.0	28.5
ROIC	-550.5	352.3	23.8	1,794.4	-2,542.5
부채비율	8.1	11.3	13.6	21.4	17.6
차입금비율	0.0	0.0	2.4	2.3	2.2
순차입금비율	-18.6	-45.0	-57.3	-69.9	-67.7

(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.

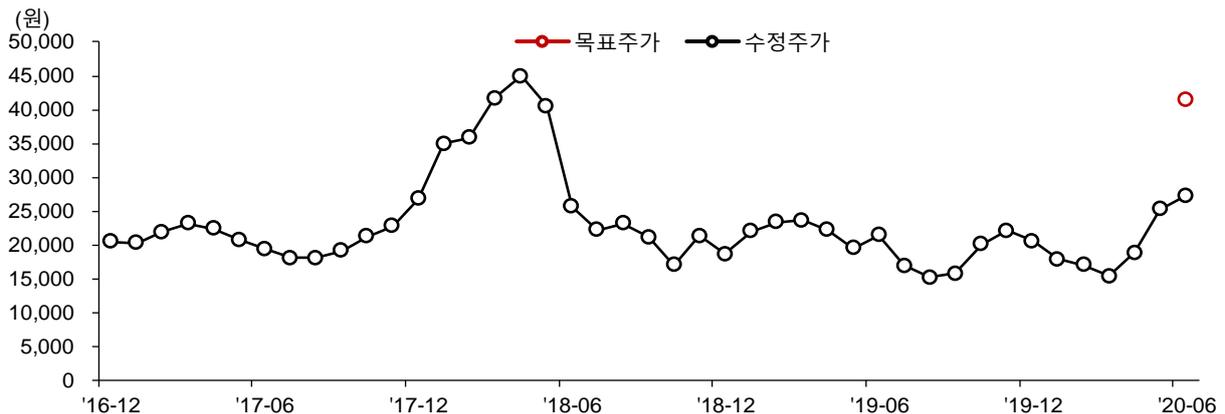
본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

선데이토즈(123420)		
일자	2020-05-26	2020-06-08
투자의견	Not Rated	BUY(신규)
목표주가		41,500 원
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 ± 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 ± 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%