

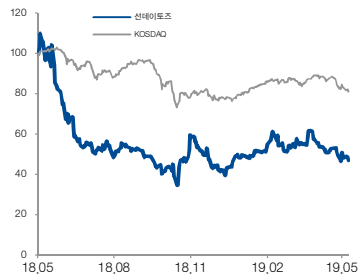
신작 + 해외 + α

현재주가 (5/23)	20,300원	
상승여력	18.2%	
시가총액	1,943억원	
발행주식수	9,570천주	
자본금/액면가	48억원/500원	
52주 최고/최저가	45,200원/14,950원	
일평균 거래대금 (60일)	31억원	
외국인지분율	3.21%	
주요주주	신입캐시투입외인(36.63%)	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-11.7	-22.2 -13.4
상대주가(%p)	-3.6	-17.0 -15.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	-	-	-
After	1,688	3,489	24,000
Consensus	1,358	2,821	
Cons. 차이	24.3%	23.7%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료 WiseFn, 한대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 선데이토즈의 커버리지를 개시하며, 투자 의견 BUY와 목표주가 24,000원 제시
- 올해는 3가지의 신작이 글로벌로 출시되며 포트폴리오가 다각화되는 해. 애니팡 시리즈 이후 공백기가 길었으나 올해와 내년 상반기까지 유명 IP를 활용한 다수 신작이 존재. 디즈니 팝이 4월 2일 출시되었으며, 하반기 중 글로벌 출시가 예정되어 있음. 추가적으로 '크로스파이어' IP 활용 게임 1종과 애니팡 4번째 시리즈의 출시가 하반기로 예정
- 디즈니팝의 국내 출시는 기대에 미치지 못하는 성과를 기록. 초반 지표는 안정적으로 유지됐으나 동사의 기존 출시 게임들과는 달리 카카오프랫폼을 활용하지 않아 유저 모객이 쉽지 않았던 것으로 보임. 초반 유저 모객은 쉽지 않을수 있으나, 카카오프랫폼을 활용하지 않으면 고정비가 줄어들기 때문에 장기적으로는 긍정적인 변화로 판단. 현재 아시아 지역 출시를 위해 일본을 주 타겟으로 현지화 작업을 진행하고 있음
- 또한 하반기에 동사의 대표작인 애니팡 시리즈의 4번째 게임이 출시가 예정되어 있음. 애니팡23 모두 아직까지 유저지표가 아직까지 견고하게 유지되고 있는 상황으로 애니팡4의 유저 모객은 훨씬 수월할 것으로 판단. 하반기는 동남아/중국에서 인기 IP인 '크로스파이어'의 IP를 활용한 캐주얼 게임 신작이 출시되고, 아시아 권에서 흥행이 가능할 것으로 전망
- 1분기 광고 매출은 비수기 효과로 전분기 대비 부진한 모습을 보였으나, 올해 신작 출시와 함께 동반 성장 가능할 전망. 1분기 광고 매출 비중은 약 13.0%이고, 올해 10% 이상의 비중 유지될 것으로 전망. 광고 매출은 약 70%에 육박하는 고마진 상품으로 지속적으로 동사에게 안정적인 수입원으로 성장할 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 979억원(+13.9% YoY), 영업이익 122억원(+42.2% YoY)을 기록할 것으로 예상. 3종의 신작 출시와 함께 이익 기반 확대될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가는 디즈니 팝 출시 후 양호한 초반 지표로 일시 상승하였다가, 지속 하락하고 있는 상황. '위베어베어스 더 퍼즐' 출시 당시 과도한 기대감이 반영된 후 주가가 하락한 경험이 있어 신작에 대한 기대감이 반영되기는 쉽지 않을 것으로 보임. 신작의 성과에 따라 주가 Re-rating 가능할 전망.
- 투자 의견 BUY 제시하며 12M Forward EPS에 Target P/E Multiple 11.0배 (위베어베어스 더 퍼즐 출시 전과 기대감 반영되던 시기의 평균) 적용한 목표주가 24,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	727	125	137	130	1,432	-8.8	18.7	2.0	12.6	11.1	0.0
2018	860	86	99	92	1,037	-27.6	18.0	1.3	10.1	7.5	0.0
2019F	1,002	142	162	149	1,688	62.9	12.0	1.3	7.6	11.1	0.0
2020F	1,317	335	334	340	3,489	106.7	5.8	1.0	2.4	19.7	0.0
2021F	1,099	262	286	266	2,990	-14.3	6.8	0.9	1.4	14.2	0.0

* K-IFRS 연결 기준

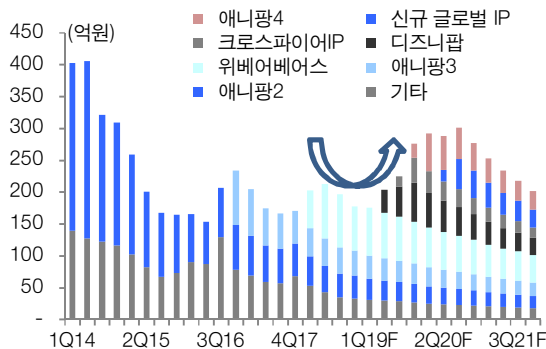
게임 + 해외 + α

2019년은
게임 포트폴리오가
다각화되는 해

애니팡 시리즈로 큰 성장을 겪었던 동사는 그 이후 큰 흥행작을 만들어내지 못하며 실적은 점 점 하락세를 겪고 있다. 하지만 최근 신작들의 출시를 통해 유저층이 다양화되며 유저 풀을 점차 넓히고 있다. 최고 히트작인 애니팡 시리즈의 주요 유저층은 40~60대 인 반면 '스누피 틀린 그림 찾기', '위베어베어스 더 퍼즐' 과 같은 최근 출시작 들의 경우에는 10~30대 유저가 절반 가까이 차지하고 있는 상황이다.

동사는 2019년에 총 3개의 신작을 국내 및 글로벌 향으로 출시한다. 4월 2일 출시한 디즈니 팝 을 시작으로 하반기에 디즈니팝의 글로벌 출시, 크로스파이어 IP 활용 게임 1종(국내/글로벌), 11월 유명 IP 활용 게임이 국내 출시될 예정이다. 기존에는 매년 1~2개의 신작만 출시되었었지만 올해 부터 내년 상반기까지 총 5개의 신작이 런칭될 것으로 전망된다. 2020년 상반기에는 카툰네트워크 의 '위베어베어스', 파워퍼프걸 '어드벤처타임', '검불' IP를 동시 활용한 게임과 '애 니팡' 의 후속작이 예정되어 있다.

〈그림1〉 게임별 매출 추이



자료 : 선데이토즈, 현대차증권

〈그림2〉 4월 2일 출시된 디즈니팝



자료 : 선데이토즈, 현대차증권

〈그림3〉 중국 내 크로스파이어 리그



자료 : 외부자료, 현대차증권

〈그림4〉 카툰네트워크 IP



자료 : 외부자료, 현대차증권

해외매출 증가 + 광고 매출

2019년 신작은 모두
글로벌 출시 예정.
유저 지표 확인 후
마케팅비 집행 예정

동사는 국내 최고 수준의 캐주얼 게임 개발사이지만, 낮은 해외매출 비중과 몇몇 게임에 집중된 높은 매출 비중이 주가 상승의 걸림돌이 되어 왔다. 실제로 2018년에 출시된 '위 베어 베어스 더 퍼즐'의 경우, 국내에서 흥행에 성공한 뒤 해외 매출 기대감이 반영되면서 큰 폭의 주가 상승을 이뤄내 경험이 있다. 하지만 흥행 성과가 기대에 미치지 못하면서 주가는 다시 큰 하락 폭을 기록했다.

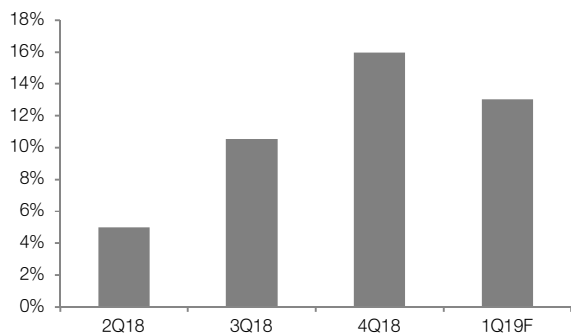
'위 베어 베어스'의 경우 해외 진출 당시 높은 마케팅비를 사용했으나, 흥행을 기대했던 북미 시장에서 좋은 성과를 기록하지 못하며 낮은 수익성을 거뒀다. 올해 글로벌로 출시되는 게임들에 한해서는 글로벌 출시 후 유저지표 확인 후 마케팅비를 투입하며 좀 더 높은 수익성을 가져갈 수 있을 것으로 전망한다. 또한 크로스라이어 IP의 경우에는 동남아시아 및 중국에서 크게 인기를 얻고 있는 IP이기 때문에 큰 마케팅비 활용없이 이용자를 순조롭게 확보할 수 있을 것으로 예상한다.

고마진 인앱 광고 매출의
지속적인 증가

게임 내 광고를 도입해 수익을 얻는 새로운 비즈니스 모델은 동사의 새로운 수익 창출원이 되어 가고 있다. 2018년 5월부터 전체 게임에 도입을 하기 시작하면서 현재는 전체 매출의 15~16%를 차지할 만큼 점차 확장성을 넓혀가고 있다. 새로운 신작이 출시될 때마다 신작에 광고 매출이 도입되기 때문에 신작 출시에 맞춰 광고 매출을 자연스럽게 증가할 것으로 전망한다. 또한 광고 매출의 경우 마진이 70%에 이를 만큼 고 마진 상품으로 수익성은 지속적으로 개선될 것으로 예상된다.

'위 베어 베어스'의 실망감으로 향후 해외 진출에 대한 기대감으로 주가가 오르는 쉽지 않을 것으로 예상되지만, 북미 및 아시아 시장에서의 성공을 한번 확인 시켜줄 수 있고 광고 매출의 지속적인 성장이 보여진다면 밸류에이션 Re-rating은 가능할 것으로 전망한다.

〈그림5〉 광고매출 비중의 증가 추이



자료: 선데이토즈, 현대차증권

〈그림6〉 게임 내 광고 모습



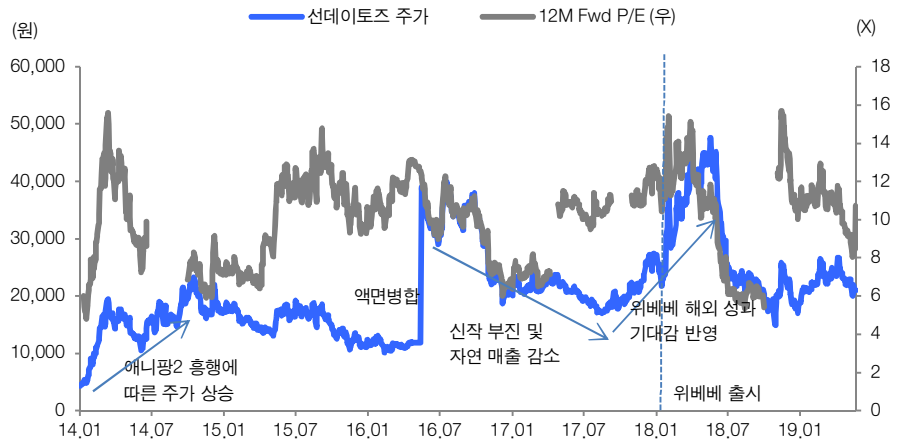
자료: 선데이토즈, 현대차증권

Valuation

선데이토즈 Target P/E 11배 적용 당사는 선데이토즈의 목표주가로 12M forward EPS에 P/E multiple 11.0배(위베어베어스더 퍼즐에 대한 기대감이 반영되지 전과 후의 평균)를 적용한 24,000원을 제시한다. 동사는 국내 최고 수준의 캐주얼 게임 개발업체이나 소수 게임에 대한 높은 매출 의존도 탓에 낮은 밸류에이션을 받아왔다. 동사의 주가가 Re-rating되는 경우를 살펴보면 애니팡 시리즈가 흥행했을 때 주가 상승이 이루어졌고 이후로는 신작 부진 및 자연 매출 감소로 주가는 지속 우 하향 하였다.

2018년에 동사의 주가는 아주 큰 폭의 변동이 발생한 바 있다. ‘위 베어 베어스 더 퍼즐’의 국내 흥행과 함께 해외 확장 기대감에 따라 의미있는 주가 상승이 일어난 후, 흥행이 기대감에 미치지 못하고 주가는 다시 큰 폭으로 하락하였다. 하지만 올 해는 다시 한번 기대감을 가져볼 만한 시점으로 판단한다. 동사의 최고 흥행 IP인 ‘애니팡’ 시리즈의 후속작이 하반기에 출시될 예정이고, 유명 글로벌 IP를 활용한 3종의 신작이 국내 및 글로벌로 출시된다.

〈그림7〉 선데이토즈 주가추이



자료: Wisein, 한디치증권

〈표1〉선데이토즈 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
선데이토즈	디즈니팝	국내	캐주얼	2Q19
	디즈니팝	글로벌	캐주얼	2H19
	크로스파이어 IP 활용 게임 1종	국 /글로벌	캐주얼	2H19
	애니팡 4	국내	캐주얼	2H19

자료: 한디치증권

〈표2〉선데이토즈 분기실적 추이 및 전망

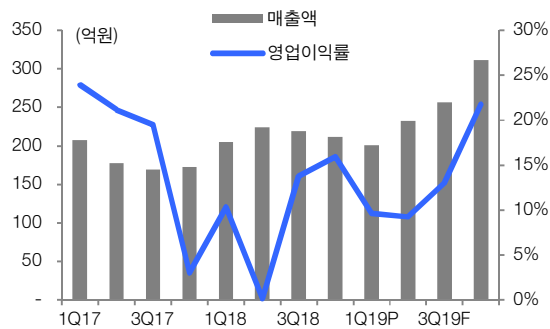
(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	205	224	220	211	201	233	257	311
모바일게임	203	213	196	178	175	204	225	276
기타	2	11	23	34	26	29	32	35
영업비용	184	224	189	178	182	211	223	243
인건비	28	36	33	35	38	40	38	41
게임수수료	106	109	100	93	88	103	112	123
연구개발비	15	15	17	18	21	19	21	27
지급수수료	9	17	17	21	22	19	21	25
광고선전비	17	40	15	3	3	22	23	16
기타	8	7	7	8	9	9	9	11
영업이익	21	0	30	34	19	22	33	68
영업이익률	10.3%	0.2%	13.8%	15.9%	9.6%	9.3%	13.0%	21.8%
세전이익	29	11	38	43	32	33	42	75
세전이익률	13.9%	5.0%	17.3%	20.2%	16.1%	14.0%	16.3%	24.2%
순이익	19	11	32	37	29	29	37	67
순이익률	9.4%	5.0%	14.5%	17.5%	14.5%	12.6%	14.3%	21.4%

주: KIFRS 연결 기준

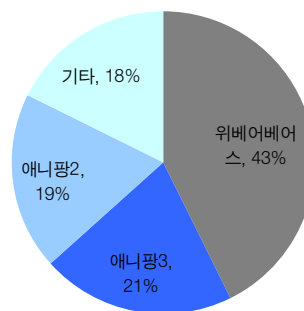
자료: 선데이토즈, 현대차증권

〈그림8〉 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 선데이토즈, 현대차증권

〈그림9〉 게임별 매출 비중



자료: 선데이토즈, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	727	860	1,002	1,317	1,099
증가율 (%)	-6.0	18.4	16.5	31.5	-16.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	727	860	1,002	1,317	1,099
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-6.0	18.4	16.5	31.5	-16.6
판매관리비	601	774	860	982	837
판매비율 (%)	82.8	90.0	85.8	74.6	76.2
EBITDA	130	92	149	340	266
EBITDA 이익률 (%)	17.9	10.7	14.9	25.8	24.2
증가율 (%)	-26.8	-29.4	62.1	128.0	-21.9
영업이익	125	86	142	335	262
영업이익률 (%)	17.2	10.0	14.2	25.4	23.8
증가율 (%)	-28.1	-31.7	66.0	135.7	-21.8
영업외손익	29	40	44	46	65
금융수익	34	41	43	44	64
금융비용	1	2	1	1	1
기타영업외손익	-4	1	2	3	2
증속/관계기업관련손익	-6	-5	-4	-4	-4
세전계속사업이익	148	121	182	377	323
세전계속사업이익률	20.3	14.0	18.2	28.6	29.4
증가율 (%)	-22.7	-18.4	50.9	106.9	-14.3
법인세비용	6	21	21	43	37
계속사업이익	141	99	162	334	286
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	141	99	162	334	286
당기순이익률 (%)	19.5	11.5	16.1	25.4	26.0
증가율 (%)	-9.4	-29.9	62.9	106.7	-14.3
지배주주지분 순이익	137	99	162	334	286
비지배주주지분 순이익	4	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-4	0	0	0
총포괄이익	142	96	162	334	286

(단위: 억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	99	97	178	336	274
당기순이익	141	99	162	334	286
유형자산 상각비	4	5	6	4	3
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-19	-44	14	2	-12
기타	-28	34	-5	-4	-4
투자활동으로인한현금흐름	46	-96	-332	-38	-72
투자자산의 감소(증가)	-190	-164	-238	-21	159
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-7	0	0	0
기타	249	74	-95	-17	-230
재무활동으로인한현금흐름	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	145	0	-154	298	202
기초현금	52	197	197	43	341
기말현금	197	197	43	341	543

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	999	975	979	1,303	1,703
현금성자산	197	197	43	341	543
단기투자자산	734	662	761	783	1,017
매출채권	49	68	105	108	85
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	19	48	70	72	57
비유동자산	377	550	781	797	635
유형자산	17	22	16	12	9
무형자산	4	4	3	2	2
투자자산	341	505	743	764	605
기타비유동자산	15	19	19	19	19
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,376	1,525	1,760	2,100	2,338
유동부채	77	138	203	209	165
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	77	138	203	209	165
비유동부채	26	17	26	26	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	17	26	26	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	103	155	228	235	186
지배주주지분	1,273	1,370	1,531	1,865	2,151
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	162	162	162	162	162
자본조정 등	-97	-79	-79	-79	-79
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,160	1,239	1,400	1,734	2,020
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,273	1,370	1,531	1,865	2,151

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	1,478	1,037	1,688	3,489	2,990
EPS(지배순이익 기준)	1,432	1,037	1,688	3,489	2,990
BPS(자본총계 기준)	13,307	14,313	16,002	19,491	22,481
BPS(지배지분 기준)	13,307	14,313	16,002	19,491	22,481
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	18.2	18.0	12.0	5.8	6.8
PER(지배순이익 기준)	18.7	18.0	12.0	5.8	6.8
PBR(자본총계 기준)	2.0	1.3	1.3	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	2.0	1.3	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	12.6	10.1	7.6	2.4	1.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-9.4	-29.9	62.9	106.7	-14.3
EPS(지배순이익 기준)	-8.8	-27.6	62.9	106.7	-14.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.4	7.5	11.1	19.7	14.2
ROE(지배순이익 기준)	11.1	7.5	11.1	19.7	14.2
ROA	10.4	6.8	9.8	17.3	12.9
안정성 (%)					
부채비율	8.1	11.3	14.9	12.6	8.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A