

웹툰과 드라마, 성장 레벨 2단계 격상

Jeong-yeob Park jay.park@miraeasset.com

심플한 아이디어

K-콘텐츠 브랜드 강화에 따른 글로벌 콘텐츠 시장 점유율 확대

- 영화 아카데미 수상, 음악 빌보드 메인 차트 1위 등 문화 강국으로서 성과 두드러짐
- 영화/음악/웹툰/드라마 성공 및 경제 발전 동반되며 K-콘텐츠는 강력한 브랜드를 확립
- 웹툰은 포맷 자체의 매력을 바탕으로, 양질의 플랫폼이 글로벌 확장하며 시장 규모 확대
- 드라마는 글로벌 OTT 경쟁으로 콘텐츠 투자 증가, 이에 따라 제작사 전반에 수주 확대

수혜는 심플 수준 이상

한국계 콘텐츠 선호도 제고로 시장 확장 수혜에 직접적으로 노출

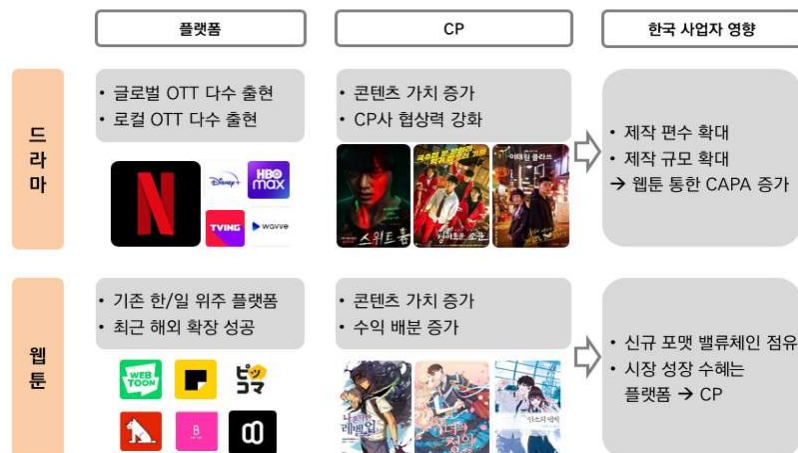
- 과거 '니치', '아시아향'으로 정의되던 한국 콘텐츠는 최근 글로벌 범용 타겟으로 레벨업
- 영상/음악 CP사로서 위상 강화되었으며, 신규 웹툰 포맷 밸류체인을 선점(플랫폼+CP)
- 즉 국내 콘텐츠사 역할이 과거 소규모 CP에서 메이저 CP + 플랫폼 운영사로 격상됨
- 웹툰과 드라마 각각의 특성과, 양 자간 시너지 통해 시장 확대는 장기간 지속될 전망
- 웹툰: 만화의 모바일화로 시장 조기 안착, 2차 저작물 흥행 따른 유저 유입 가속화 기대
- 드라마: 꾸준한 교체 수요(신작), 검증된 소스(웹툰), OTT 마케팅 니즈 높아 성장성 유효

투자 전략

메이저 드라마 제작사와 주요 웹툰 플랫폼/CP사 리레이팅 전망

- 웹툰 플랫폼/CP사: 웹툰 유저와 결제액 확대가 글로벌 지역에서 지속, 최근 2~3년 내 발표된 작품 영상화 시 원작 저작권자의 수익 share 논의 새롭게 시작될 시점
- 드라마 CP사: 글로벌 대작 수주는 글로벌 OTT 플랫폼 성장에 동행 내지 선행함, 최근 국내외 OTT 플랫폼 출시에 이어 향후 경쟁 격화 예상됨에 따라 CP사 가치 상승 예상
- 키다리스튜디오(플랫폼/CP) 높은 Upside: 레진 인수 → 장르 지배력 및 시너지(유통 레버리지) 확보, 니치 장르도 드라마 제작 시작되며 기획 확대 가능, TP 1.7만원(신규)
- 스튜디오드래곤: 웹툰(소스), OTT(전방) 접근성 가장 높은 영상 제작사, TP 12만원(상향)
- 디앤씨미디어: 한/일에 이어 중/미 신규 시장 성장으로부터 수혜 지속, TP 4.5만원(유지)

글로벌 콘텐츠 밸류체인 내에서 한국 사업자들은 기존보다 주체적인 위치를 확보



CONTENTS

I. 한국은 콘텐츠 명품 브랜드를 확립	3
웹툰/드라마 브랜드 강화 → 밸류체인 내 주체적인 위치 확보	3
세계 2위 드라마 제작국으로 올라선 한국	4
II. 드라마 캐파 확대	5
시의적절한 실력 발휘	5
웹툰 덕에 드라마 제작 캐파는 수십배 증가	8
III. 웹툰 플랫폼의 약진	10
네이버웹툰(Webtoon Ent.): 글로벌 부동의 1위	10
카카오페이지/픽코마: 아시아 텃밭으로 확장 시작	13
키다리스튜디오-레진엔터: 돈 잘 버는 니치 장르의 최강자 연합	15
드라마화가 웹툰 밸류체인에 제공하는 실질적 가치	18
Company Analysis	19
키다리스튜디오 (020120)	20
스튜디오드래곤 (253450)	33
디앤씨미디어 (263720)	38

I. 한국은 콘텐츠 명품 브랜드를 확립

웹툰/드라마 브랜드 강화 → 밸류체인 내 주체적인 위치 확보

글로벌 TV시리즈/영화 콘텐츠 광고 카피에 ‘웹툰 원작’, ‘한국’이라는 두 단어는 자주 활용된다. ‘이태원 클라쓰’와 ‘스위트홈’ 성공으로 이들은 글로벌 흥행 가능성을 높이는 주요 키워드가 되었다.

‘한드’, ‘웹툰’이 브랜드화 되고 있다. 이러한 상황에서 다양한 엔터 포맷과 플랫폼의 출현으로 앞으로는 콘텐츠 공급이 더욱 빠르게 늘어난다. 한정된 여가 시간을 투입하는 만큼 엔터 플랫폼은 상위 작품에 트래픽이 몰린다. 이 때문에 콘텐츠 브랜드는 앞으로도 중요성이 커질 것이다.

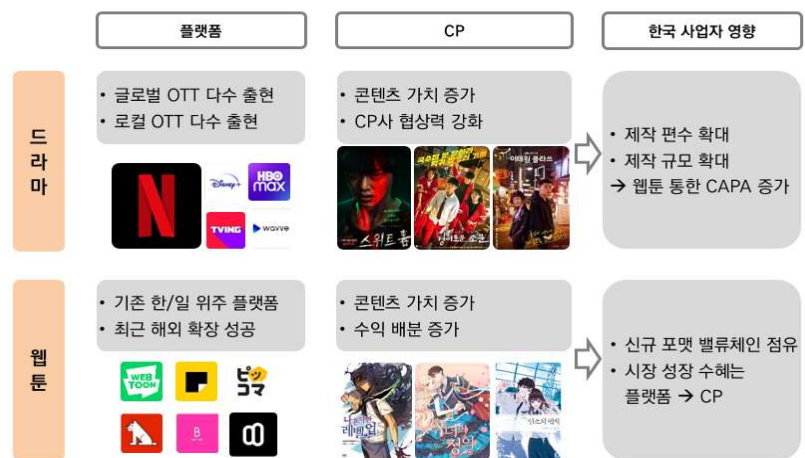
과거 한류는 아시아향 니치콘텐츠 포지셔닝에 가까웠다. 이 때는 국가별 플랫폼을 통해 매출을 일으키는 소규모 CP사 역할을 했다. 브랜딩에 성공한 지금은 전 영역에 걸쳐 주변부에서 중심으로 이동 중이다. CP로서의 점유율 상승과 협상력 강화를 통한 실질적 기회가 창출될 것이다.

한편 웹툰이라는 뉴 콘텐츠 포맷이 성공적으로 안착한 점도 긍정적이다. 한국에서 다양한 시행 착오를 거친 덕분에 콘텐츠/플랫폼 퀄리티가 단연 세계 최고다. 이 시장에서 한국 사업자들은 CP와 플랫폼 역할을 겸하며 밸류체인 내 중요 역할을 성공적으로 수행하고 있다. 시장 확대에 따른 수혜가 기업 실적으로 직결될 수 있는 구조가 자리 잡았다.

문화 브랜드는 일부 마니아 중심으로 형성되어 조용히 발전하다가 대중들의 선택을 받는 순간부터 본격적으로 성장한다. 한 번 자리잡으면 쉽게 반전되지 않기 때문에 국가적 무형자산으로 취급된다. 최근 한국의 국력 강화와 문화 브랜드 형성, 정책적 지원은 서로 맞닿아 있으며, 80~90년대 일본 콘텐츠(J-Pop, 애니메이션)가 해외에서 인정받으며 폭발적으로 성장한 사례와도 공통점이 있다. 일본 애니메이션은 30년이 지난 지금까지도 명맥을 유지하고 있음을 참고할 필요가 있다.

세상은 넓고 봐야할 콘텐츠는 너무 많기 때문에, 문화 강국 브랜딩에 성공한 한국 콘텐츠에 기회가 크다. 이러한 기대감을 반영해 미래 발생할 이익을 기업 밸류에이션에 당겨와도 좋을 시점이다.

그림 1. 드라마 CP 위상 강화, 웹툰 시장 확장 등을 통해 한국 콘텐츠사의 기업 가치 장기 레벨업 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

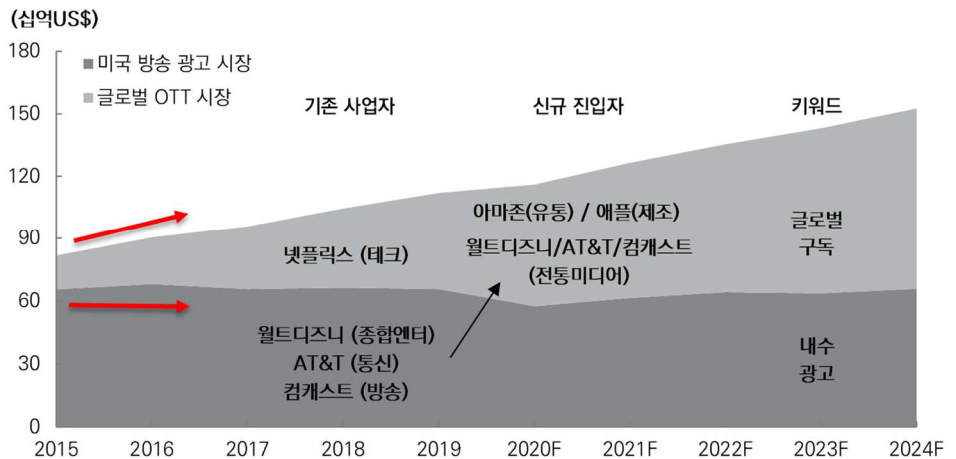
세계 2위 드라마 제작국으로 올라선 한국

2020년에는 ‘킹덤’, ‘사랑의 불시착’, ‘이태원 클라쓰’, ‘스위트홈’ 등 기존 수준을 뛰어 넘는 흥행 드라마가 다수 공개됐다. 여러 국가에서 인지도와 충성도를 높이며 한국은 세계 2위권 드라마 제작국으로 자리 잡았다. 기존 국가별 TV 광고 시장이 글로벌 OTT 시장으로 통합되는 국면에서 실력을 발휘했고, 이에 따라 향후 수 년간의 P, Q 증가로 연결될 가능성이 높아졌다.

요즘 한드에는 즉석 휘귀와 징동닷컴(중국 온라인 커머스 플랫폼)이 PPL로 삽입된다. 중국 베이스 OTT인 아이치이는 ‘지리산’ 판권(국내, 중국 제외)을 250억원 이상에 구입했다. 상반기 tvN과 아이치이에서 방영 확정된 ‘간 떨어지는 동거’도 제작이 진행 중이다. 중국에서 공식 방영은 불가능하지만 동남아 등 기타 시장만으로도 투입 대비 성과가 확보되기 때문이다. 중화권에서의 응축된 한드 수요와 동남아 시장에서의 절대적인 영향력을 실감하는 대목이다.

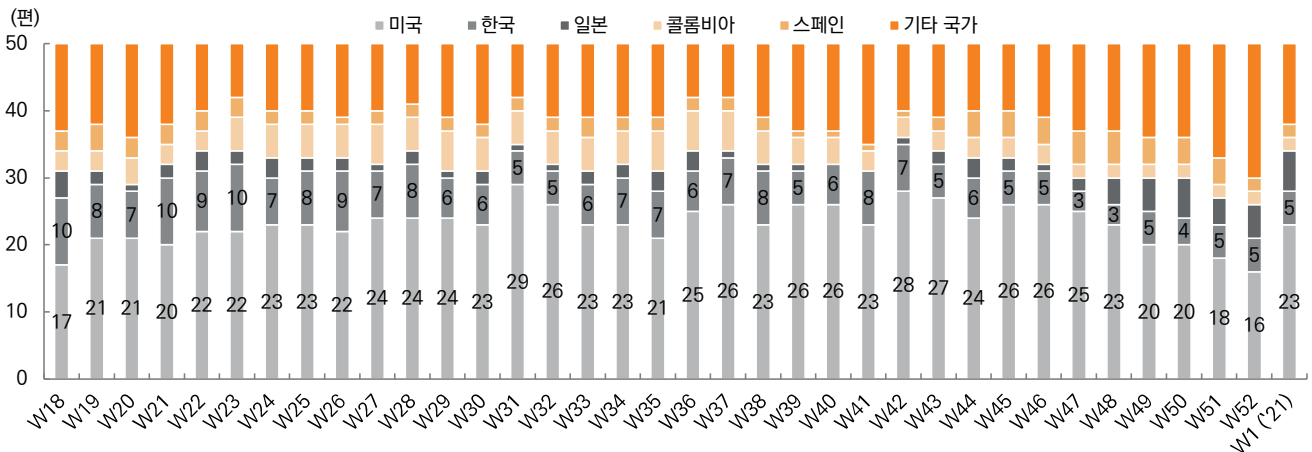
그 밖에도 넷플릭스는 아시아 최초의 콘텐츠 전담 법인을 한국에 세웠다. 애플TV는 동명 소설 기반 드라마 ‘파친코’를 제작하며 21년 중반 아시아에 진출할 예정이다. 디즈니+의 한국 진출도 임박했다. 미국 베이스 글로벌 OTT로부터의 대작 수주 또한 지속적으로 나타날 것이다.

그림 2. OTT의 성장은 1) 구독 BM 도입과 2) 기존 TV 광고 시장이 글로벌 OTT로 통합되는 과정에서 발생



자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 한국은 세계 2위 드라마 제작국: 넷플릭스 주간 Top 50 내 드라마 수 기준



자료: Flixpatrol, 미래에셋대우 리서치센터

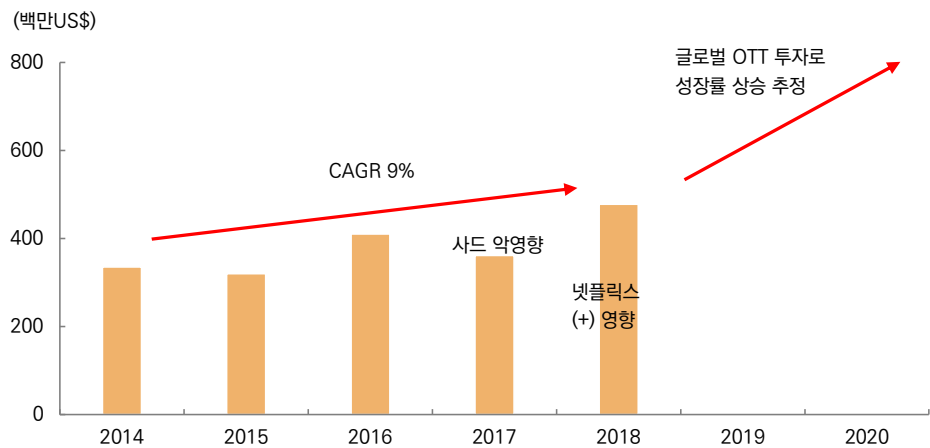
II. 드라마 캐파 확대

시의적절한 실력 발휘

글로벌 OTT 플랫폼을 타고 한국 드라마의 높은 퀄리티가 세상에 완전히 전파됐다. 한국 드라마는 미국 드라마에 이어 세계에서 두 번째로 인기 있다. 퀄리티와 유통망이 동시에 개선되며 방송 콘텐츠 수출 금액은 2014년 약 3,500억원에서 2018년 약 5,000억원으로 연평균 9% 증가했다.

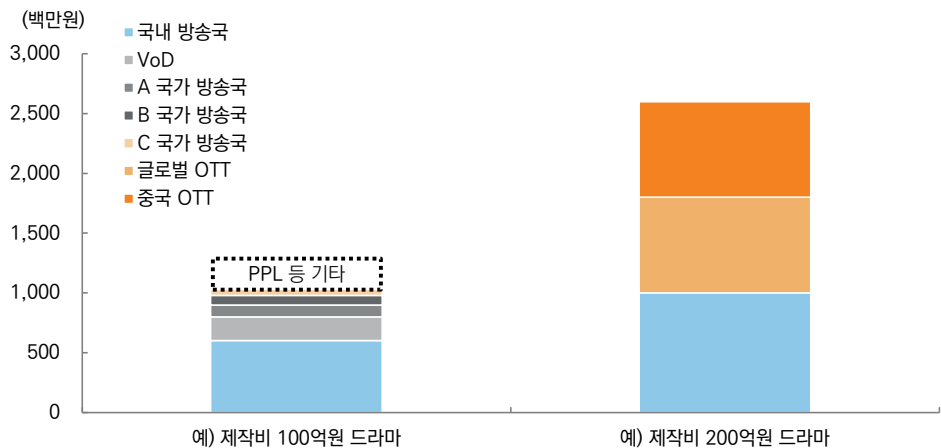
넷플릭스의 성공은 한드 수출 급증의 직접적 계기를 제공했다. 기존의 수출은 주로 로컬 방송국과 지역 OTT를 통해 분절된 형태로 이루어졌다. 이 방법만으로도 문화적으로 친숙한 아시아 지역에서는 장기간 흥행작을 쌓아온 한드 브랜드가 잘 자리잡았지만, 유럽과 미주에서는 공개될 기회가 제한적이어서 존재감이 크지 않았다. 반면 전 지역을 커버하는 넷플릭스의 특세로 글로벌 동시 개봉은 당연한 공개 방식이 됐고, 전 국가 판권을 한데 묶는 플랫폼-CP사 간 협상도 용이해지며 프로젝트 스케일과 수출 건수가 빠르게 증가했다.

그림 4. 한국 방송 콘텐츠 수출 금액



자료: KOCCA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 기존 수출 방식 vs. OTT(미/중) 수출 BM 예시



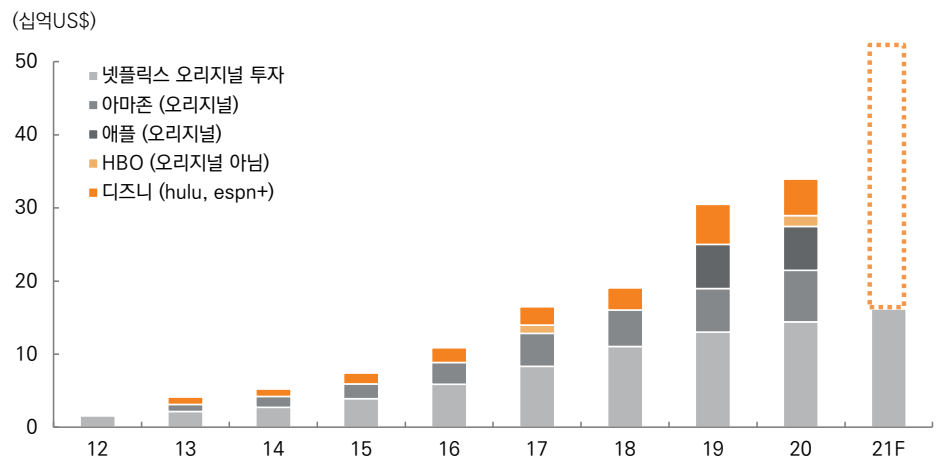
자료: 미래에셋대우 리서치센터

넷플릭스향 콘텐츠 수출은 실적 기여 차원을 넘어서는 소중한 레코드를 제공했다. 플랫폼 변화 과정에서 한국 제작사들이 글로벌 타겟 드라마 제작과 성공을 경험한 것이다. 기존 방송보다 넓은 시장을 타겟으로 두었기에 스케일이 커졌고, 처음에는 낯설었던(아스달 연대기) 초대형 프로젝트도 흥행 성과와 퀄리티가 점차 개선(스위트홈)됐다. 최근 스위트홈의 성공은 후발 OTT 주자들이 아시아, 나아가 전세계 시청자 확보를 위해 한도를 적극 활용할 근거가 될 것이다.

현재 OTT 시장에는 넷플릭스에 이어 월트디즈니(디즈니+, Hulu), AT&T(HBO Max), 애플, 아마존이 일제히 투자 금액을 늘리며 지역 확장을 준비 중이다. 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 등 대형 제작사는 넷플릭스와 다년간 계약을 체결하며 안정적으로 콘텐츠를 공급 중이다. 동 계약은 타 플랫폼과의 협업 가능성을 배제하지 않기 때문에 여전히 고객사 확대의 기회도 존재한다. 장기간 그려왔던 전망이 현실이 되는 시점, 경험치를 쌓은 한국 제작사들이 여럿 있어 긍정적이다.

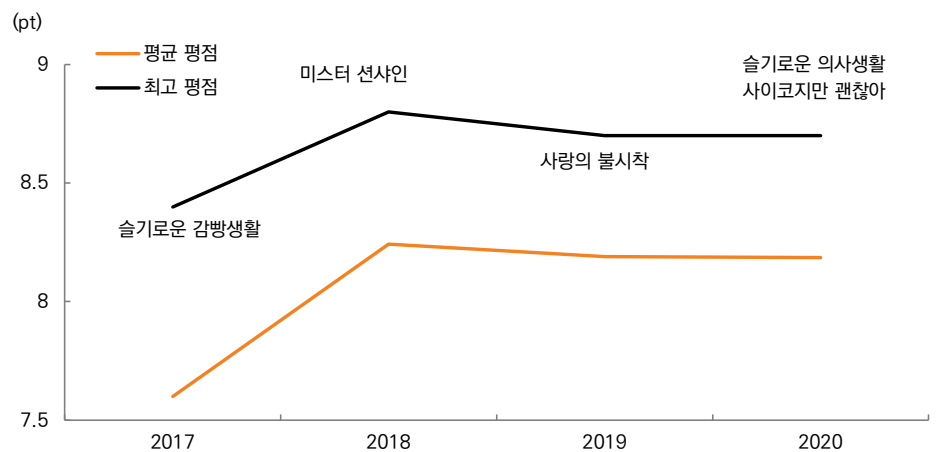
플랫폼 경쟁에 따라 향후 2~3년 간 드라마 제작 수익 모델은 빠르게 다변화될 전망이다. 1) 기존의 텐트폴(‘사랑의 불시착’, 국내 방송국 + 미국계 OTT), 2) 중국 판매 텐트폴(‘지리산’, 지상파 + 중국계 OTT), 3) 미국/중국 OTT 오리지널(‘스위트홈’), 4) 이미 제작해 보유한 다수의 구작 판매 등이 가시화된 방식이며, 다변화된 판권 유통을 통해 한국 제작사 전반의 실적 개선이 예상된다.

그림 6. 글로벌 OTT 투자 규모 추이: OTT 경쟁 본격화의 핵심은 콘텐츠 투자



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 콘텐츠 공급 증가에도 연도별 한국 드라마 평점은 높은 수준 유지 및 상승



자료: IMDb, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 넷플릭스 방영 한국 드라마 정리

넷플릭스 공개일	작품명	제작사	방송국	작가	주연	비고
2016-10	청춘시대	드라마하우스, 셀트리온 엔터	JTBC	박연선	한해리, 한승연, 박은빈	
2017-04	맨투맨	드라마하우스, 마운틴무브먼트스토리	JTBC	김원석	박해진, 박성웅, 김민정	동시방영
2017-11	슬기로운 감빵생활	tvN	tvN	정보훈	박해수, 성동일	오리지널
2017-12	화유기	스튜디오드래곤, JS픽처스	tvN	홍정은, 홍미란	이승기, 차승원, 오연서	오리지널
2018-04	밥 잘 사주는 예쁜 누나	드라마하우스, 콘텐츠케이	JTBC	김은희	손예진, 정해인, 장소연	
2018-05	라이브	스튜디오 드래곤, 초록뱀미디어	tvN	노희경	정유미, 이광수, 배우우	
2018-07	미스터 션사인	스튜디오드래곤, 화엔담픽처스	tvN	김은숙	이병헌, 김태리, 유연석	오리지널
2018-10	뷰티 인사이드	스튜디오앤뉴, 옹필름	JTBC	임메아리	서현진, 이민기, 이다희	
2018-10	마음의 소리(리부트)	크로스픽처스	넷플릭스	박연경, 남숙	성훈, 권유리	오리지널
2018-11	SKY 캐슬	드라마하우스, HB엔터테인먼트	JTBC	유현미	엄정아, 이태란, 윤세아	동시방영(하루뒤)
2018-12	알함브라 궁전의 추억	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어	tvN	송재정	현빈, 박신혜, 박훈	동시방영(한시간뒤)
2019-01	킹덤	에이스토리	넷플릭스	김은희	주지훈, 류승룡, 배우나	오리지널
2019-01	로맨스는 별책부록	스튜디오드래곤, 글앤그림미디어	tvN	정현정	이나영, 이종석, 정유진	
2019-04	페르소나	미스틱스토리, 기리제작사	넷플릭스		아이유	오리지널
2019-04	첫사랑은 처음이라서1, 2	에이스토리	넷플릭스	김란	지수, 정채연, 진영	오리지널
2019-05	봄밤	제이엑스픽처스	MBC	김은희	한지민, 정해인, 김준한	동시방영
2019-06	아스달 연대기	스튜디오드래곤, KPJ	tvN	김영현, 박상연	장동건, 송중기, 김지원	동시방영
2019-06	보좌관-세상을 움직이는 사람들	스튜디오앤뉴, 옹필름	JTBC	곽정환	이정재, 신민아, 이엘리아	동시방영
2019-08	좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	넷플릭스	이아연, 서보라	김소현, 정가람, 송각	오리지널
2019-09	동백꽃 필 무렵	팬엔터테인먼트	KBS2	임상준	공효진, 강하늘, 김지석	동시방영(한시간뒤)
2019-09	배가본드	셀트리온 엔터테인먼트	SBS	장영철, 정경순	이승기, 배우지, 신성록	동시방영
2019-10	나의 나라	셀트리온엔터테인먼트	JTBC	채승대	양세종, 우도환, 김설현	동시방영(한시간뒤)
2019-11	보좌관2-세상을 움직이는 사람들	스튜디오앤뉴, 옹필름	JTBC	이대일	이정재, 신민아, 이엘리아	
2019-12	사랑의 불시착	스튜디오드래곤	tvN	박지은	현빈, 손예진, 서지혜	동시방영 (종료 후)
2020-01	명불허전	본패토리	tvN	김은희	김남길, 김아중	
2020-01	이태원 클라쓰	쇼박스	JTBC	광진의 웹툰	박서준, 김다미, 유재명	동시방영
2020-02	나 홀로 그대	스튜디오드래곤	넷플릭스	류용재	윤현민, 고성희	오리지널
2020-02	하이ENA	키이스트	SBS	김루리	김혜수, 주지훈	동시방영
2020-02	하이바이, 마마!	스튜디오드래곤, 엠아이	tvN	권혜주	김태희, 이규형, 고보결	동시방영(한시간뒤)
2020-03	멜로가 체질	삼화네트웍스	JTBC	이병헌, 김영영	천우희, 전예빈, 한지은	
2020-03	구해줘	스튜디오드래곤	OCN	서주연	택연, 서예지	
2020-03	슬기로운 의사생활	에그이즈커밍	tvN	이우정	조정석, 유연석, 정경호	동시방영
2020-03	킹덤2	에이스토리	넷플릭스	김은희	주지훈, 류승룡, 배우나	오리지널
2020-03	루갈	리엔터테인먼트	OCN	도현	최진혁, 박성웅, 조동혁	동시방영
2020-04	더킹: 영원의 군주	스튜디오드래곤, 화엔담픽처스	SBS	김은숙	이민호, 김고은	동시방영
2020-04	인간수업	스튜디오 329	넷플릭스	진한새	김동희, 정다빈, 박주현	오리지널
2020-05	쌍갑포차	JTBC스튜디오, 삼화네트웍스	JTBC	하윤아	황정음, 육성재	
2020-06	사이코지만 괜찮아	스토리타비, 골드메달리스트	tvN	종요	김수현, 서예지	동시방영 (한시간 뒤)
2020-07	우리, 사랑했을까	드라마하우스, 길픽처스	JTBC	이승진	송지효, 손호준	
2020-08	비밀의 숲2	에이스팩토리	tvN	이수연	조승우, 배우나	동시방영 (한시간 뒤)
2020-09	어비스	스튜디오드래곤, 네오엔터테인먼트	tvN	문수연	박보영, 안효섭	
2020-09	우아한 친구들	제이씨엔, new studio	JTBC	박효연, 김경선	유준상, 송윤아	
2020-09	청춘기록	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤	tvN	하명희	박보검, 박소담, 변우석	동시방영 (한시간 뒤)
2020-09	보건교사 안은영	오노이 프로젝트	넷플릭스	정세랑	정유미, 남주혁	오리지널
2020-10	사생활	도레미엔터테인먼트	JTBC	유성열	서현, 고경표	동시방영 (한시간 뒤)
2020-10	스타트업	하이스토리	tvN	박혜련	배수지, 남주혁	동시방영 (한시간 뒤)
2020-11	경이로운 소문	네오엔터테인먼트	OCN	여지나	조병규, 유준상, 김세정	하루 후 업로드
2020-12	런온	메이스, 콘텐츠지움	JTBC	박시현	임시완, 신세경	동시방영 (한시간 뒤)
2020-12	스위트홈	스튜디오드래곤, 스튜디오N	넷플릭스	홍소리, 김형민, 박소정	송강, 박규영, 이진욱, 고윤정	오리지널
2020-12	도시남녀의 사랑법	클앤그림미디어	카카오투V	정현정, 정다연	지창욱, 김지원, 김민석	동시방영

자료: 미래에셋대우 리서치센터

웹툰 덕에 드라마 제작 캐파는 수십 배 증가

플랫폼 경쟁에 따라 향후 2~3년 간 1) 수주/제작 증가와 2) 판권 유통 경로 다변화가 예상된다.

1) 수주 증가 원인은 OTT 투자 증액이다. 전술한 글로벌 OTT에 더하여 최소 2023년까지는 국산 OTT의 투자도 가세한다. 티빙과 웨이브는 방송사 기반이라는 장점을 활용해 각각 500만 가입자 확보를 목표로한다. 티빙은 최근 JTBC스튜디오의 지분 참여(2대 주주, 16.7%)와 함께 3년 간 4,000억원 투자 계획을 발표했다. 웨이브와 유사한 규모다. 이들은 롱폼 드라마에서 글로벌 사업 자들과 경쟁하는 한편 숏폼/미드폼 등 고유의 틈새 시장을 창출하며 제작 발주를 늘릴 전망이다.

국내 제작사들은 양질의 웹툰을 적극 활용해 제작 편수 증가에 대응할 가능성이 높다. 이태원 클래스, 스위트홈 등 웹툰 드라마 성공 사례를 참고할 만하다. 이 경우 제작사의 캐파는 현재보다 수십배 증가할 수 있다. 이미 1만 편 이상의 타이틀이 서비스 중이기 때문에 이야기 소스는 무제한에 가깝다. 뿐만 아니라 글로벌 지역에서 인지도가 높아지고 있어 웹툰의 활용도도 높아지는 추세다.

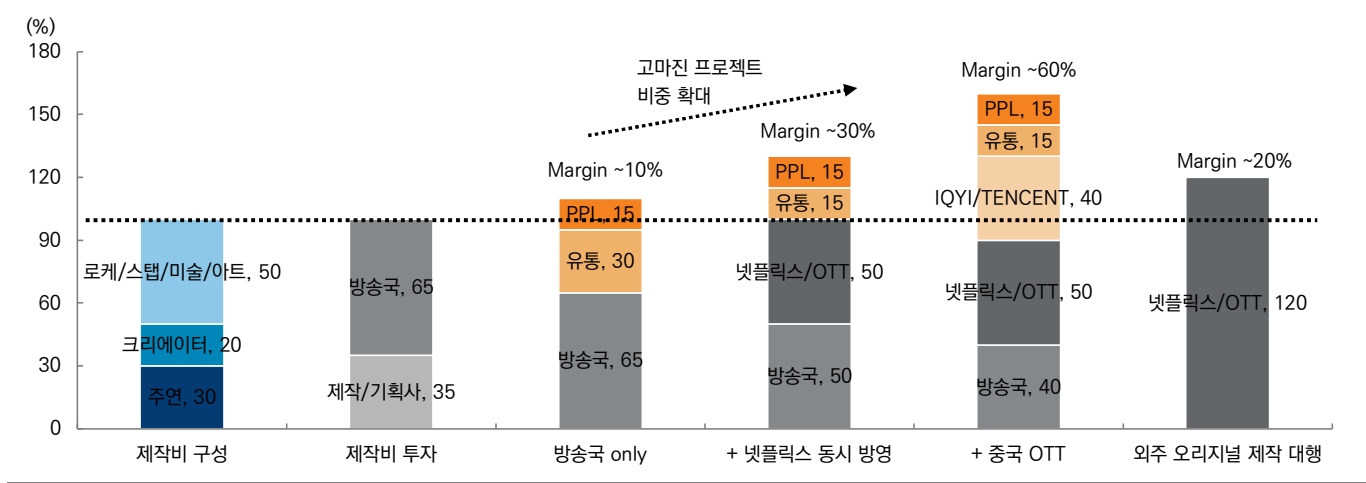
지금까지의 경험을 토대로 보면 드라마 제작사의 연간 제작 능력은 소속 작가의 숫자에 연동된다. 일반적으로 작가 1명은 2년 마다 1편을 집필하기 때문에 계약 작가 숫자의 절반이 각 사 캐파에 해당한다. 1위인 스튜디오드래곤이 100여명의 작가를 보유한 점을 떠올리면 1만 편 이상이 누적된 웹툰을 통한 캐파 확장 상단은 열려있다. 향후 늘어나는 수주에 대응하는 것은 큰 문제가 안 된다.

2) 판권 다변화는 제작사 손익 계산서를 상당 부분 바꿀 것이다. 드라마 제작 수익 모델은 a) 기존의 텐트폴(‘사랑의 불시착’, 국내 방송국 + 미국 OTT), b) 중국 판매 텐트폴(‘지리산’, 지상파 + 중국계 OTT 가능 + 미국계 OTT도 가능), c) 미국/중국 OTT 오리지널(‘스위트홈’), d) 이미 제작해 보유한 다수의 구작 판매, e) 국내 방송국/국내 OTT 외주 제작 등의 형태로 확장될 것이다.

이에 따라 업체별 수익 추정은 향후 a)~e) 모델의 배합과 연간 제작 편수의 조합으로 산출될 것이다. 모델별 특징을 단순화하면 a)는 회당 제작비 10억원 이상, 프로젝트 마진 20~30%, b)는 제작비 15억원 이상, 마진 최대 50% 이상, c)는 제작비 15억원 이상, 마진 15~20%, d)는 제작비 ‘0’(기 인식), 마진 80%(판권 유통 수수료), e)는 제작비 10억원 이하, 마진 10%로 볼 수 있다.

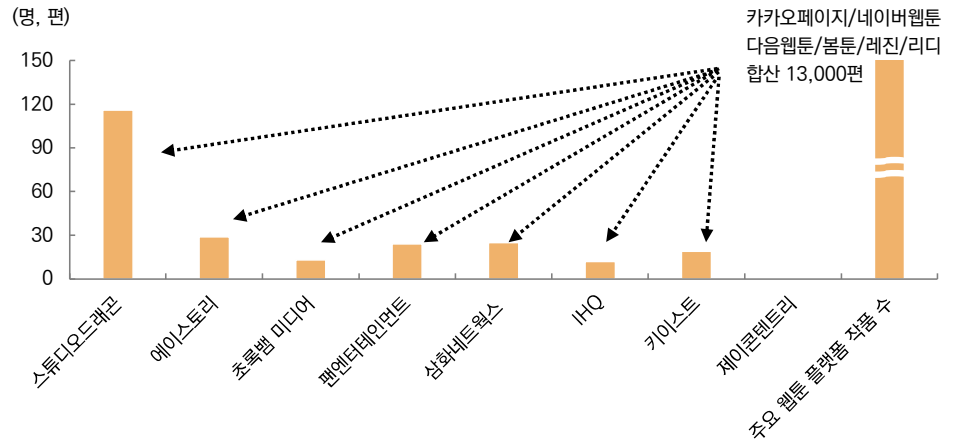
캡티브 채널 보유 제작사들의 사업 영역은 방송국의 편성 정체/둔화, OTT 투자 증액에 따라 a) 위주에서 점차 b), c), d)의 비중이 높아질 전망이다. 제작 스케일이 커지기 때문에 외형이 탄력적으로 증가는 가운데, 중국 개방 속도에 따라서는 마진 확대도 가능한 구조다. 캡티브 미보유 중소 제작사들은 e) 중심에서 c), d)의 기회가 증가할 가능성이 높다. 역시 외형과 마진 확대가 기대된다.

그림 8. 드라마 판권 경로에 따른 다양한 수익 모델



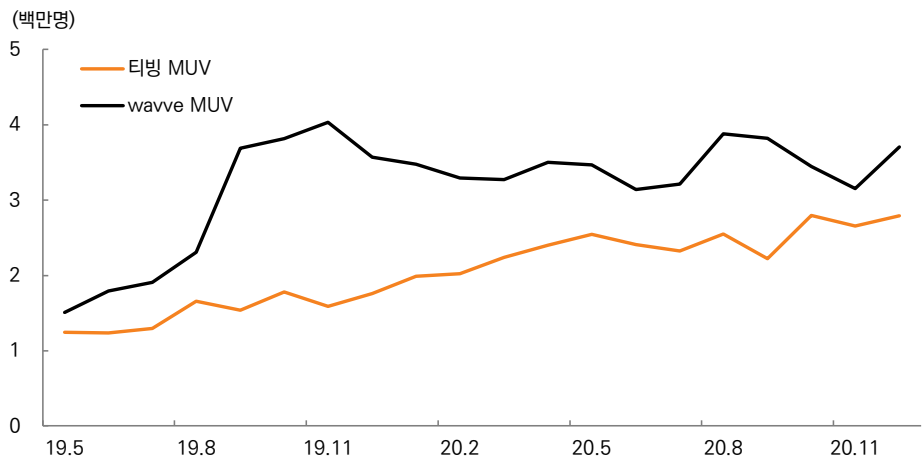
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 기존 제작 캐파는 곧 보유 작가 수, 향후에는 무한한 웹툰 IP가 캐파를 높일 것



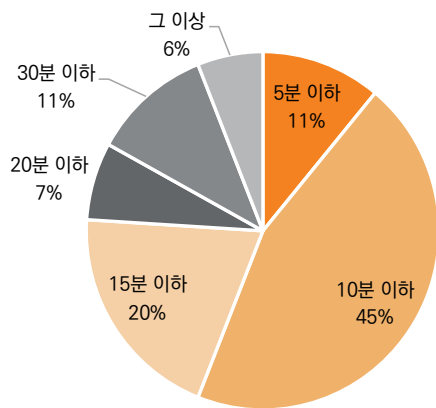
주: 일부 플랫폼에 웹소설 작품 수가 포함됨
 자료: 웹툰인사이트, 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 티빙과 웨이브도 이용자가 증가하는 중



주: 안드로이드, iOS 모바일앱 합산
 자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 10대의 취향: 동영상 1회 시청 시 선호 길이



자료: 메조미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 숏폼/미드폼이 기화: 플레이리스트(네이버)의 15분 웹드라마



자료: 플레이리스트, 미래에셋대우 리서치센터

III. 웹툰 플랫폼의 약진

네이버웹툰(Webtoon Ent.): 글로벌 부동의 1위

네이버웹툰은 글로벌 1위 웹툰 플랫폼으로 20F 추정 연간 거래액은 8,247천억원(+152.3% YoY), 3Q20 거래액은 약 2,200억원(미국 +86%, 한/일 +40% YoY)이다. 글로벌 MAU 6,700만명이며, 지역별로는 한국/일본 4,700만명, 북미 1,200만명, 기타 지역 800만명 등으로 추정된다. 동사는 글로벌 웹툰 트래픽 확대의 일등 공신이자 최대 수혜자다. 장기간 축적된 노하우에 기반한 양질의 서비스와 공격적인 마케팅으로 새로운 시장에서 웹툰 유저들을 확보하는 데 성공했다.

10여년 간 무료로 서비스되다가 2010년 중반 부분 유료화됐다. 한국/일본에서의 성장의 기틀을 다지고 18년 태국, 대만 등 라인 영향권 진출에 성공했다. 19년부터 미국 확장이 본격화 됐고, 유럽과 남미 지역 등 전세계에서 Z세대 중심으로 퍼지며 새로운 엔터 포맷으로 자리잡았다.

20년 라인망가 지분 70%를 인수하고, 본사를 미국으로 옮겨 전체 웹툰 사업을 관장하게 됐다. 사명은 네이버웹툰에서 웹툰엔터테인먼트로 변경했다. 최근 3년 간 트래픽과 결제액 급증으로 기업 가치가 급상승해, 투자 유치 중인 현재 약 10조원으로 평가된다. 최근에는 일본 점유율 확대를 위해 총력을 기울인다. 시장 급성장과 픽코마와의 고강도 경쟁을 동시에 겪으며, 동사는 이용자 락인(lock-in) 및 지속적인 수익 창출을 위해 기존 단행본 중심이었던 콘텐츠를 연재형으로 개편했다.

웹툰 기반의 IP 영상화가 차기 성장 동력이다. ‘스위트홈’, ‘여신강림’을 비롯한 다수의 작품이 네이버웹툰 기반으로 성공하면서 IP 활용 기회도 많아졌다. 2020년 10월 CJ ENM, 스튜디오드래곤과 1) 프리미엄 IP 기획/개발, 2) 디지털 콘텐츠 공동 투자/제작/유통, 3) 티빙 오리지널 및 가입자 확대 위한 사업 제휴 목적으로 상호 간 주식을 교환했다. 한편 미국 소재 영화/TV시리즈/애니메이션 제작사 등과 파트너십을 통해서도 히트작 2차 창작물을 제작 중이다.

개인 크리에이터의 자발적인 업로드 기반으로 콘텐츠를 수급하기 때문에 연재 콘텐츠의 다양성, 확장성 측면에서 잠재력이 크다. 작가와의 콘텐츠/광고 수익 배분, 자막 삽입, 작품 응모 오픈 캠페인 등 기존 콘텐츠 수급 생태계를 신규 시장에도 적용하고 있다. 한국의 ‘도전 만화’, ‘베스트 도전’과 같은 글로벌 아마추어 웹툰 작가 플랫폼 ‘Canvas’가 핵심이다. 창작자 유입으로 콘텐츠 베이스가 지속 성장하고 있어 자가 발전이 가능하다. 이미 글로벌 아마추어 작가는 70만명에 달한다.

그림 13. 기존 지분 구조: 네이버가 네이버웹툰, 라인이 라인망가 관장

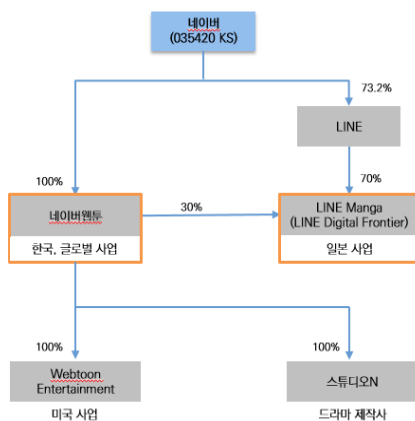
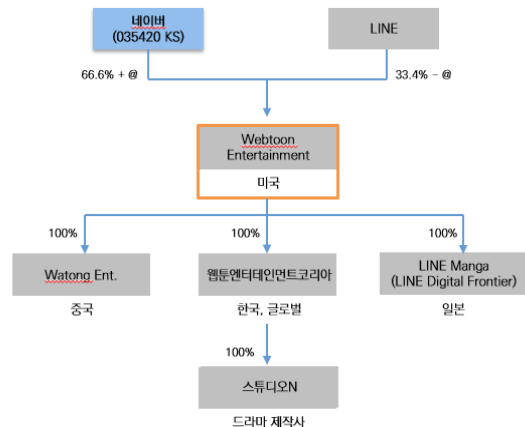


그림 14. 변화된 지분 구조: 웹툰엔터테인먼트가 글로벌 웹툰 사업 관장



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

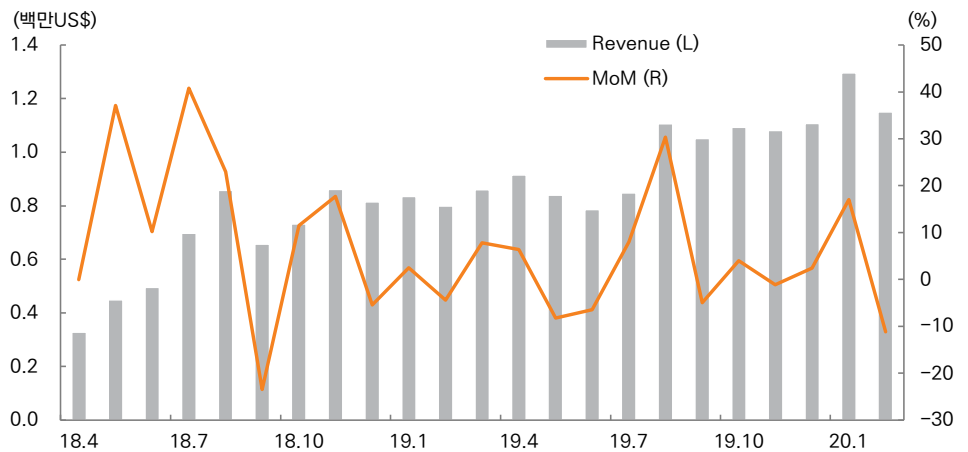
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 네이버웹툰 서비스 분기 거래액과 매출액 (추정)

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
웹툰엔터테인먼트 매출액	14	16	19	23	25	40	46	50	51	60	94
콘텐츠 (웹툰+시리즈)	13	14	14	19	21	29	37	41	41	50	83
한국	13	14	14	18	18	20	26	28	26	30	32
일본 (3Q20부터 합산)	6	8	12	13	16	17	16	17	18	22	29
미국	0	0	0	0	1	4	7	8	9	13	14
기타	0	0	0	0	2	4	5	5	6	7	8
광고/IP/기타	1	2	5	4	4	11	9	9	10	10	11
YoY											
웹툰엔터테인먼트					78.6	150.0	142.1	117.4	102.9	51.1	103.8
콘텐츠 거래액											
웹툰엔터테인먼트	45	46	47	62	60	74	93	100	170	199	229
한국	45	46	46	61	54	61	76	80	73	85	91
일본 (3Q20부터 합산)	31	40	54	58	66	69	68	70	73	83	105
미국	0	0	0	0	2	7	10	12	14	20	21
기타	0	0	0	0	4	6	7	8	9	11	12
일본 제외	45	46	47	62	60	74	93	100	97	116	124

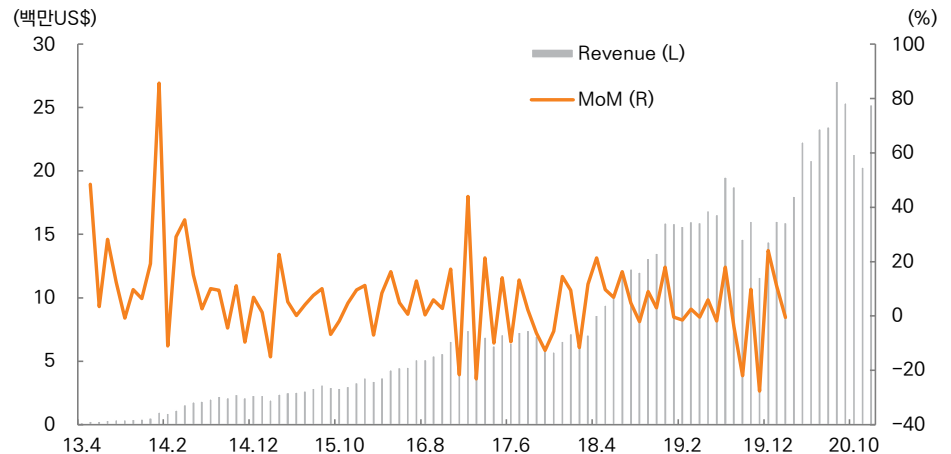
자료: 네이버웹툰, SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 웹툰엔터테인먼트 일본 앱 거래액(라인망가)



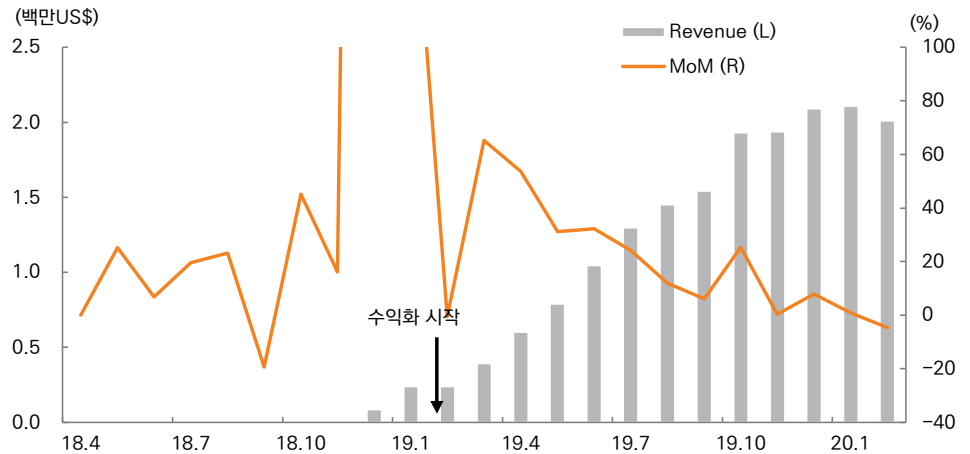
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 16. 웹툰엔터테인먼트 한국 앱 거래액



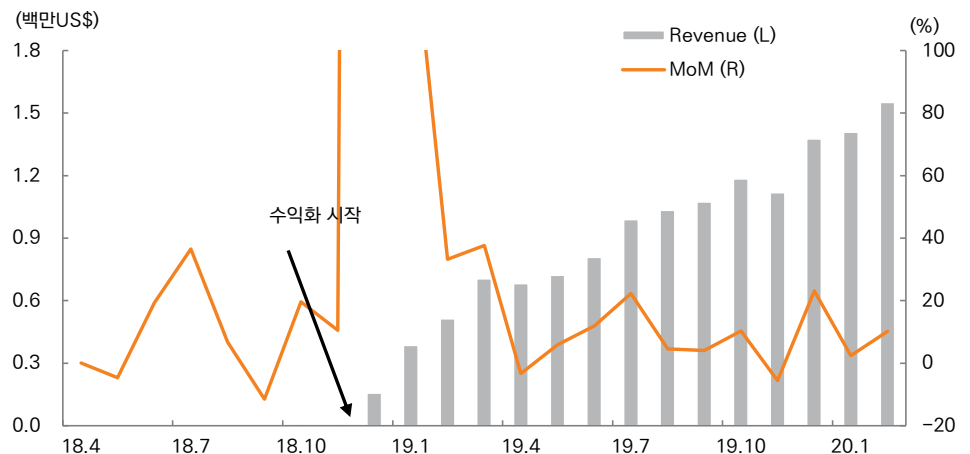
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 17. 웹툰엔터테인먼트 미국 앱 거래액



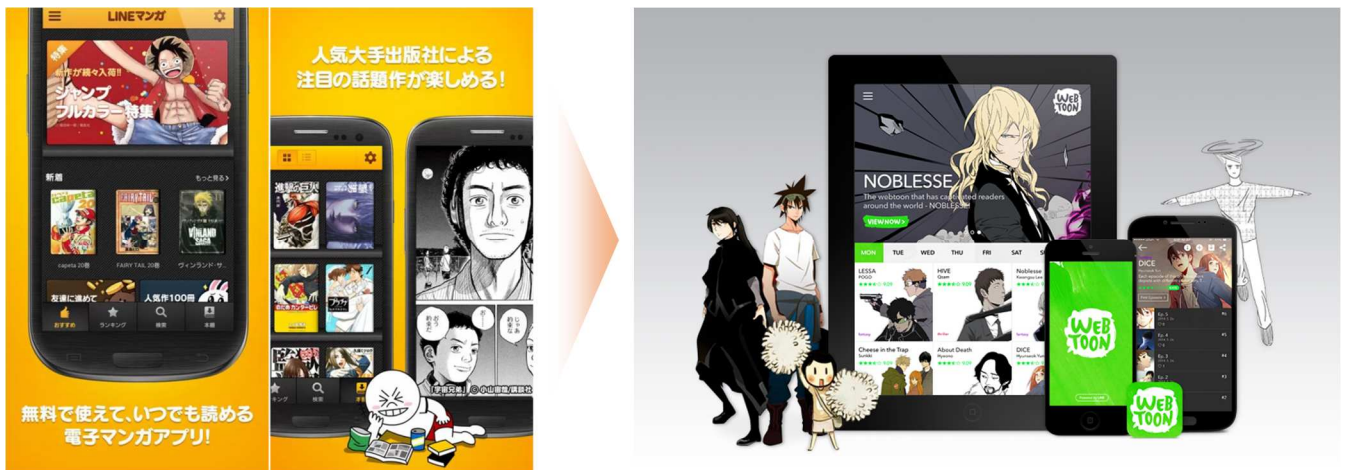
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 18. 웹툰엔터테인먼트 기타 지역 앱 거래액



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 19. 기존 라인망가는 단행본 위주: 경영통합 이후 연재 콘텐츠 증가 시 M/S 상승과 원가를 개선 기대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

카카오페이지/픽코마: 아시아 뒷발로 확장 시작

카카오 계열 웹툰 플랫폼의 20F 추정 합산 거래액은 약 7,600억원(+77% YoY) 수준이다.

카카오페이지의 20F 거래액은 약 3,500억원으로 추정된다. 14년부터 ‘기다리면 무료’, 즉 부분 유료화 모델을 도입해 한국 시장에서 안정적으로 성장해왔다. 국내외 주요 CP사들에 직접 투자하며 콘텐츠 수급 및 퀄리티를 개선시켰고, 2차 저작물 시장 확대에 대비해 IP 권리도 확보했다.

카카오재팬 법인의 자회사인 일본 웹툰 플랫폼 픽코마의 20F 거래액은 약 4,000억원으로 예상된다. 20년 일본 시장이 폭발적으로 성장하면서 거래액이 전년의 3배 수준으로 급증했다. 단행본 위주로 서비스하던 ‘라인망가’, 기존 일본 디지털 웹 만화와 경쟁하며 한국과 같은 연재형 서비스를 일본에 안착시켰다. 전세계 2위 콘텐츠 시장인 일본의 양대 앱 시장에서 비게임부문 매출액 지표 1위를 유지하고 있다. 이에 따라 기존 일본 출판 만화 공급자들이 픽코마를 경유해 웹툰 시장에 진입하기 시작했고, 월 1,700편 수준이었던 신작 편수는 3천건 이상으로 빠르게 확대됐다.

네이버와 달리 동사는 CP사를 통한 조직적 수급에 중점을 둔다. 국내외 주요 CP사 및 검증된 콘텐츠 연합으로부터 작품이 소싱되기 때문에 퀄리티 컨트롤과 연재 스케줄에 대한 통제력이 있다. 직접 지분을 투자한 국내외 CP사 작품이 두루 상위권에 포진되어 있으며, 이 때문에 웹툰 산업의 차기 성장 동력으로 평가 받는 2차 창작물에 대한 수익 배분에도 유리한 측면이 있다.

강점은 IP 영향력이다. 웹툰 중주국에서도 역사가 오랜 클래식 한국 작품 IP를 상당수 보유하고 있다. 해외 진출 시 ‘나 혼자만 레벨업’, ‘황제의 외동딸’, ‘좋아하면 울리는’ 등 소수 히트작에 의한 폭발력 있는 거래액 증가를 경험하고 있다. 실제로 픽코마 공급 작품 중 한국산 IP는 1.3%(타이틀 수)에 불과하지만 전체의 40%에 가까운 매출을 발생시킨다.

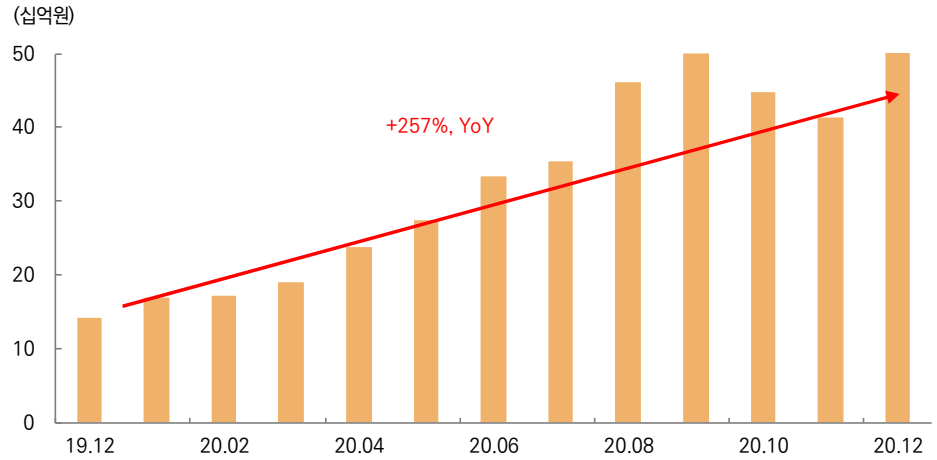
이러한 콘텐츠 영향력을 기반으로 카카오페이지는 21년부터 해외 진출 본격화를 준비 중이다. 동남아 진출을 위해 인수한 인니 베이스 플랫폼 ‘네오바자르’를 전년 ‘카카오페이지 글로벌’로 새롭게 브랜딩했다. 최근에는 북미 웹툰 플랫폼 ‘타파스’의 지분을 30% 취득했다(카카오 지분율도 10%). 타파스는 MAU 300만명, 웹툰/웹소설 약 8만편, 누적 거래액 약 800억원으로 북미 3위권 종합 웹툰 플랫폼으로 카카오페이지 보유 IP의 미국 유통망 역할을 맡는다. 한편 상반기 중 텐센트와 설립한 웹툰/웹소설 합작사를 통해 중국향으로 웹툰 IP를 유통한다. 경쟁력 있는 콘텐츠를 실어나를 거점이 주요 지역에 확보됨에 따라 글로벌 웹툰 시장 성장의 수혜가 지속될 가능성이 높다.

표 3. 카카오 웹툰 서비스 분기 거래액과 매출액 (추정)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
유료 콘텐츠 매출액	44	51	60	64	64	68	79	85	97	119	148
카카오페이지	35	40	45	47	52	52	59	62	69	70	77
픽코마	8	11	15	17	12	16	20	23	28	49	71
비중											
카카오페이지	81%	79%	74%	73%	81%	77%	75%	73%	71%	59%	52%
픽코마	19%	21%	26%	27%	19%	23%	25%	27%	29%	41%	48%
YoY											
합산	75%	76%	68%	70%	48%	33%	31%	33%	51%	75%	88%
카카오페이지	55%	55%	52%	55%	47%	31%	31%	33%	32%	34%	31%
픽코마	306%	253%	142%	130%	51%	43%	29%	35%	131%	212%	259%
거래액											
합산	50	69	80	83	93	101	112	124	140	169	223
카카오페이지	50	53	59	60	68	68	75	79	87	84	91
픽코마		16	21	23	25	33	37	45	54	85	132

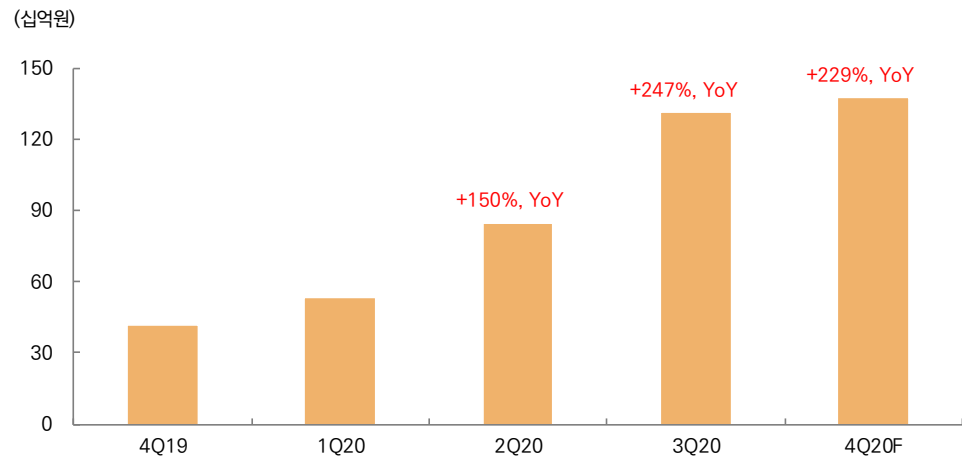
자료: 카카오, Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 픽코마 월 거래액 추이



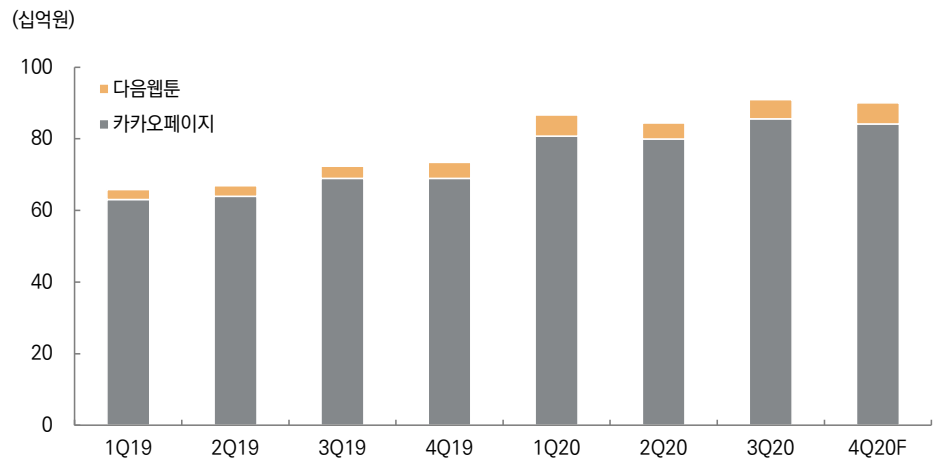
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 21. 픽코마 분기 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 22. 카카오페이지 분기 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

키다리스튜디오-레진엔터: 돈 잘 버는 니치 장르의 최강자 연합

종합 웹툰 플랫폼인 네이버와 카카오 외에도 니치 장르에서 활약 중인 국산 유력 플랫폼이 존재한다. 키다리스튜디오와 레진엔터테인먼트는 BL/성인/로맨스 장르에서 특히 두각을 나타낸다. 이들은 1) 주요 고객 층이 구매력 있는 성인이고, 2) 마니아 유저 중심으로 안정적인 매출이 발생하며, 3) 코로나 이후 웹툰 소비 증가와 함께 글로벌 트래픽 확대에 성공하면서 잠재력을 키워가고 있다.

20년 12월 14일 공시를 통해 키다리스튜디오는 레진엔터테인먼트 인수를 공식화했다. 키다리스튜디오가 신주 13,468,382주(기존 발행주식의 73%)를 발행해 이를 레진엔터테인먼트 기존 주주에게 배정하는 주식 교환 방식으로 진행된다. 인수 이후에는 키다리스튜디오가 레진엔터를 100% 지배하게 된다. 1/22 주총에서 최종 통과되면 2/23 주식 교환이 완료되고 3/15에 신주가 상장된다.

양사 결합은 인수자인 키다리스튜디오에 호재다. 1) 한국/프랑스 플랫폼이면서 콘텐츠에 강한 CP사(키다리)와, 북미 트래픽 성장이 재개된 플랫폼(레진)의 결합이기 때문에 지역 확장을 통한 스튜디오-플랫폼 시너지 창출에 용이하다. 2) 공히 니치 장르 강자라는 측면에서 화학적으로 어울린다. 3) 무엇보다 교환가액으로 산정된 레진엔터 가치(1,230억원)가 저평가 되었다.

공시에 따르면 레진 매출액은 20년 9월까지 380억원, 20F 546억원, 21F 745억원이다. 20F부터 연간 BEP 달성이 가능하다. 최근 가파른 미국 트래픽 성장이 이어진다고 가정하면 동 추정치는 달성 가능성이 있다. 이를 그대로 적용한다면 교환 가액의 P/S는 20F 2.3배, 21F 1.7배에 불과하다.

네이버웹툰은 최근 다수 VC로부터 펀딩 추진 중이며, 논의되는 가치는 5조~10조 수준으로 보도됐다. 중간 값 7.5조원과, 당사 추정 거래액 기준 P/S는 20F 9.1배, 21F 5.9배다. 장르적 한계와, 수급 생태계 질적인 차이를 이유로 레진에 할인 요인은 있지만, 그럼에도 저평가로 판단하는 이유다.

참고로 키다리스튜디오 신주를 부여 받을 레진엔터테인먼트 기존 주주는 한희성 38.8%, 권정혁 22.5%, IMM PE 16.3%, 엔씨소프트 9.6% 등이다. 재무적 투자자의 투자 기간이 길고 당시 밸류에이션도 높아 여전히 손실 구간이지만(IMM은 2016년 진입, 금번 주식 교환 가격은 당시 밸류에이션의 50% 수준), 교환 신주는 1년 보호 예수가 적용된다. **단기 오버행 리스크는 제한적이다.**

표 4. 키다리스튜디오-레진엔터테인먼트 주식 교환 관련 일정

주식 교환 관련 일정	날짜	
교환·이전계약일	2020년 12월 14일	
주주확정기준일	2020년 12월 29일	
주주명부 폐쇄기간	시작일	2020년 12월 30일
	종료일	2020년 12월 30일
주식교환·이전 반대이사 통지접수기간	시작일	2021년 01월 07일
	종료일	2021년 01월 21일
주주총회 예정일자	2021년 01월 22일	
주식매수청구권	시작일	2021년 01월 22일
행사기간	종료일	2021년 02월 15일
구주권제출기간	시작일	2021년 01월 22일
	종료일	2021년 02월 22일
매매거래정지예정기간	시작일	-
	종료일	-
교환·이전일자	2021년 02월 23일	
신주권교부예정일	-	
신주의 상장예정일	2021년 03월 15일	

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

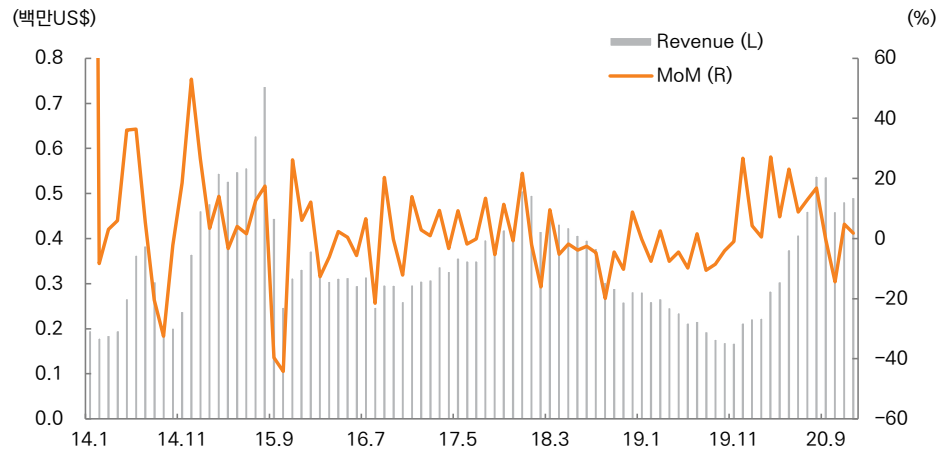
키다리스튜디오는 BL 장르에 특화된 플랫폼이자 CP사다. 상장사 중 웹툰 플랫폼에 순도 높게 투자할 수 있는 유일한 방법이다. 동사는 잠재력 있는 스토리를 발굴해 웹툰/웹소설, 교육, 영화 등 콘텐츠로 개발/유통한다. 본래 반도체 SW를 판매하다가 18년 1월 봄코믹스(봄툰)를 흡수합병하면서 사명을 바꾸고 웹툰 사업을 시작했다. 19년 4월 키다리아엔티의 웹툰 제작/유통 부문을 양수했다. 다우키움그룹 소속으로 최대주주는 다우데이터(52.7%), 다른 특수관계인 지분은 8.0%다. 연 70여편의 웹툰을 자체 제작(스튜디오)하고 이를 자체 플랫폼(국내 봄툰, 프랑스 델리툰)에 연재 중이다. 홀드백이 지난 연재 작품들은 카카오, 네이버, 레진코믹스 등 타사 플랫폼에도 재유통된다.

레진엔터테인먼트는 성숙한 독자를 위한 어른의 만화 서비스를 표방한다. 13년 앱 플랫폼을 론칭했고, 이례적으로 시작 시점부터 부분 유료화 모델을 적용해 동 시장을 빠르게 선점했다. 한국 시장에서는 2H16 이후 불법 플랫폼과 유사 사업자 출현으로 인해 성장이 둔화됐다. 반면 미국 내 웹툰 포맷이 소개되고, 코로나로 인해 소비가 급증하면서 부활 단계에 들어선 것으로 파악한다. 가파른 외형 성장에 힘입어 20F부터 흑자 전환이 예상된다.

양 사가 특화된 장르는 네이버/카카오와 같은 시장 지배자가 없는 니치 장르다. 특성 상 이들의 직접 진출은 가능성이 낮기 때문에 경쟁 요소가 제한적이다. 구매력 있는 성인 대상이라 과금력이 강한 점도 장점이다. 봄툰은 인기작 상위 10편 중 9편, 레진은 8편이 성인용이다.

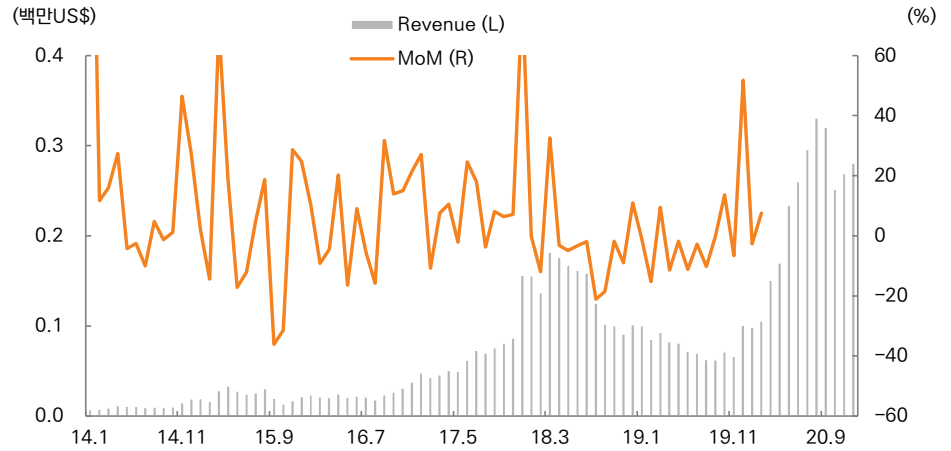
키다리스튜디오 자체 국내 플랫폼 봄툰의 경우 유료회원 약 200만명 중 90% 가량이 여성이다. 운영 조직 구성(편집/프로듀서)과 마케팅 등 전반적인 초점이 특정 세그먼트에 쏠려 있기 때문에 급격한 이용자 증감은 나타나지 않는다. 다만 마니아 중심으로 안정적인 매출액이 발생해 확실한 캐시카우로서 기능하다.

그림 23. 레진코믹스 글로벌 거래액: 급격히 반등



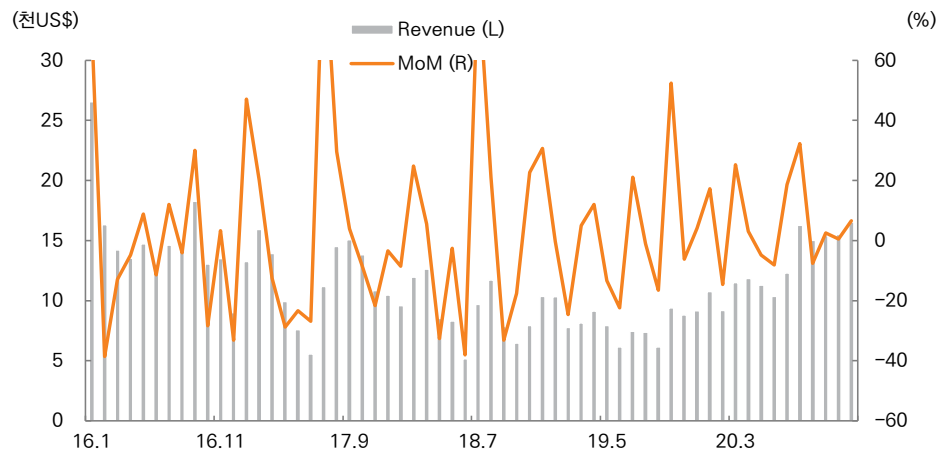
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 24. 레진코믹스 미국 거래액: 인상적인 상승세



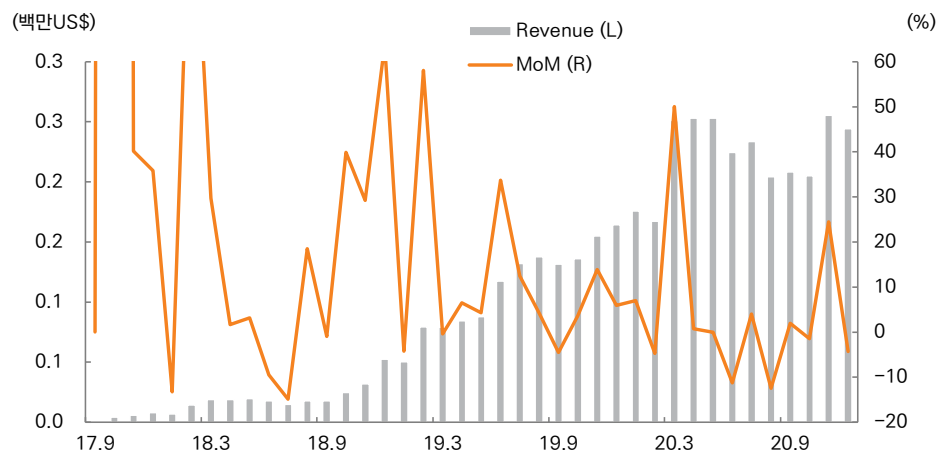
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 25. 봄툰(키다리스튜디오 국내) 거래액: 2H19부터 상승세



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 26. 델리툰(키다리스튜디오 프랑스) 거래액: 꾸준한 상승



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

드라마화가 웹툰 밸류체인에 제공하는 실질적 가치

국내의 OTT 플랫폼발 콘텐츠 수요 폭증과 높아지는 한류 드라마 선호에 대응하기 위해 드라마 제작사는 웹툰 IP를 활용할 수밖에 없다. 현재 여러 플랫폼에 다양한 장르의 웹툰 IP 수만 편이 누적 및 연재 중이다. 이처럼 웹툰은 1) 활용 가능한 콘텐츠 베이스가 양적으로 풍부하고 2) 검증된 흥행 성과로 2차 창작물의 성공률을 함께 높이며 3) 드라마 크리에이터들의 공수를 덜어주어 드라마 제작사의 제작 캐파를 급격히 증가 및 효율화 시킨다. 드라마 제작사에는 필수적인 스토리 소스다.

웹툰 IP 영상화는 웹툰 플랫폼/CP사에도 성장 동력이 된다. 1) 손익 측면에서는 비용 투입 없이 추가로 발생하는 매출원이라 리스크 없이도 부가 수익 창출이 가능하다. 2) 콘텐츠 측면에서는 2차 창작을 염두에 둔 새로운 시도를 유발해 장르 다변화, 프로젝트 스케일 대형화, 콘텐츠 퀄리티 발전 및 인지도 확대(이용자 재유입) 등을 꾀할 수 있다.

영상화 시의 수익 배분은 당사자 간의 세부 계약 사항으로서 아직 자세히 알려진 바가 없으며 프로젝트 케이스마다 다를 것이다. 당사는 대략적인 수익 배분 변수를 1) 영상화 판권의 거래 형태(정액 MG or 정률 RS)와 2) 드라마/영화화 권리의 귀속 주체(작가, CP사, 플랫폼)로 보고 있다.

1) 웹툰의 영상화 판권은 과거 정액 일시불(1억원 이하)로 거래되다가, 2019년을 전후해 제작비 일부(5% 이하)를 저작권자가 배분 받는 논의가 시작된 것으로 본다. 즉, 3년 이상이 지난 구작 웹툰은 대체로 영상화 판권 판매의 실익이 제한적이고, 3년 내 신작 웹툰은 제작 규모에 따라서는 비교적 쓸쓸한 수익원이 될 수 있다.

2) 영상화 권리는 과거에는 중요히 여겨지지 않고 방치되다가, 최근 들어 높은 활용도가 알려지며 저작권 귀속 여부가 이슈가 됐다. 역시 2018년을 전후해 일어난 변화로 보고 있으며 이전 작품들은 당연히 플랫폼사가 권리를 가졌으나, 이후 연재작은 해당 권리에 대한 작가/CP사의 주장이 받아들여져 3자 간 영상화 판권 재분배가 시작된 것으로 본다.

정리하면 구작 웹툰은 영상화 판권이 낮은 가격으로 일시불 거래되며 이 수익의 대부분이 플랫폼에 귀속된다. 2~3년 내 신작부터는 전체 제작비의 일정 비율(5% 이하)을 영상화 판권 명목으로 수취하는 것이 가능해졌으며 이 권리는 작가/CP사/플랫폼이 나눈다. 킹덤과 스위트홈을 계기로 웹툰 기반 드라마 프로젝트가 대형화되고 있어 영상화 관련 웹툰 플랫폼/CP사 몫은 기존의 5~10배 수준으로 커질 전망이다. 금년부터 이와 관련된 수익을 추정치에 실질 반영하는 것도 가능하다.

그림 27. 신작 웹툰이 드라마화되기 시작하면 플랫폼/CP사의 기회가 현실화



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Company Analysis

키다리스튜디오 (020120/매수) 레진을 등에 업고 장르 지배력 확대

스튜디오드래곤 (253450/매수) 빅벳은 대장한테 온다

디앤씨미디어 (263720/매수) 나혼렘 이후를 기대

레진을 등에 업고 장르 지배력 확대

매수
(신규)

목표가: 17,000원
상승여력: 42.9%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

기업 소개

제작(CP)과 유통(플랫폼) 밸류체인을 함께 보유한 니치 장르의 강자

- 밸류체인 익스포저: 자체 플랫폼 봄툰(국내), 델리툰(프랑스)와 제작 스튜디오를 보유
- 다우키움그룹 소속, 주요 주주 다우데이터(52.7%), 이머니(4.3%), 특수관계인(3.8%)
- 연 80여편의 웹툰 제작, 자체 플랫폼 및 카카오/네이버/레진 등 타사 플랫폼에 재유통

레진 인수로 한 단계 도약

한국, 일본, 북미, 유럽 시장에 노출된 3위 웹툰 사업자로 도약

- 레진 100% 인수 예정: 신주 1,347만주(73% 증자) 발행, 이를 레진 기존 주주에 배정
- 키다리는 한국/프랑스, 레진은 미국/일본 점유, 지역 확장 통해 제작-유통 시너지 기대
- 니치 장르 강자 간 화학적 결합도 긍정적, 기존의 파트너십이 보다 견고해질 전망
- 교환가액(1,230억원)은 P/S 기준 20F 2.3배, 21F 1.7배로 명백한 저평가 판단

니치 장르의 가능성

경쟁이 제한된 시장을 선점, 향후 확장은 추가 Upside 요인

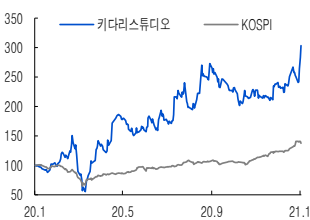
- 로맨스, BL, GL 등 니치 장르에 강한 면모, 객단가 높고 이탈률 낮은 확실한 캐시카우
- 네이버/카카오 진입이 제한된 상황에서 히트작을 보유해 시장 확장의 수혜 안정적
- 최근 타사에서 BL 드라마 ‘컬러러쉬’ 제작, 웹툰 드라마 장르 확장은 동사의 잠재 기회

투자 전략

'매수' 의견 및 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 키다리-레진엔터 인수 완료 기준 21F P/S 4.1배, P/E 40배에 해당
- 밸류에이션 적용 시 네이버웹툰 P/S를 30% 할인, 디앤씨미디어 P/E를 15% 할증
- 21F 연결 매출액 1,342억원(+31.1%), 영업이익 171억원(+148.9%) 전망
- 20F 흑전 이후 이익 레버리지 기대, 델리툰 추가 확장, 미국 레진 트래픽이 핵심 변수

Key data



현재주가(21/1/15, 원)	11,900	시가총액(십억원)	220
영업이익(20F, 십억원)	6	발행주식수(백만주)	32
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	5	유동주식비율(%)	39.3
EPS 성장률(20F, %)	-47.3	외국인 보유비중(%)	2.5
P/E(20F, x)	112.3	베타(12M) 일간수익률	1.54
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	2,190
KOSPI	3,085.90	52주 최고가(원)	11,900

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	30.5	74.7	205.9
상대주가	16.6	24.7	121.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	14	20	27	48	134	165
영업이익 (십억원)	0	0	1	6	17	27
영업이익률 (%)	0.0	0.0	3.7	12.5	12.7	16.4
순이익 (십억원)	-2	0	3	2	13	21
EPS (원)	-142	10	166	87	445	649
ROE (%)	-13.5	0.9	14.5	6.3	38.2	40.0
P/E (배)	-	235.4	24.3	112.3	26.8	18.3
P/B (배)	2.6	2.1	3.3	6.4	9.2	6.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Valuation

매수 의견 및 목표주가 17,000원 제시 (Upside 43%)

키다리스튜디오에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 17,000원으로 분석을 개시한다. **목표주가는 레진엔터 인수 실적을 기준으로 21F P/S 4.1배, 21F P/E 40배에 해당한다.** 글로벌 트래픽 급증에 따라 20년 흑전에 성공한 점과, 21F 이후 이익 레버리지가 기대되는 점에 긍정적 관점으로 접근했다.

1위 플랫폼에 30% 할인 적용한 P/S 4.1배: 글로벌 1위인 네이버웹툰 펀딩 가치 기준 21F P/S를 할인했다. 키다리-레진은 니치 장르에서의 강점을 바탕으로 글로벌 지배력 확보에 성공했다. 트래픽 급증에 이어질 장기 성장성에 긍정적 접근하는 한편, 니치 장르 한계도 함께 감안하고자 했다.

당사는 2019년 이후 웹툰 산업 리포트를 통해 웹툰엔터테인먼트(네이버웹툰)의 적정 밸류로 10조원을 제시했다. 글로벌 지배력을 가진 차세대 엔터 플랫폼이라는 점을 근거로, 앞서 디지털화를 겪은 동영상과 음원 대표 플랫폼(넷플릭스 가입자 성장기 7-8배, 스포티파이 6-7배)이 부여 받던 밸류에이션을 참고한 것이었다. 당시 가치 평가를 위해 차기년도 거래액에 PSR 8배를 적용했다. 최근 보도에 따르면 네이버웹툰은 나스닥 상장예 앞서 미국계 VC로부터 5조~10조원 가치로 펀딩을 추진 중이다. 중간 값 7.5조원과, 당사 추정 거래액 기준 P/S는 20F 9.1배, 21F 5.9배다.

대표 CP사에 15% 할증 적용한 P/E 40배: 디앤씨미디어 목표 P/E를 할증한 것이다. 키다리-레진은 유일하게 상장된 글로벌 웹툰 플랫폼사인 점과, 플랫폼이 CP사에 비해 가진 장점을 고려했다.

웹툰 밸류체인 내에서 글로벌 확장의 수혜는 플랫폼사 → 히트작 보유 CP사로 연결된다. 플랫폼은 이용자 확보 후에는 트래픽과 결제액이 쉽게 줄지 않고, 다양한 콘텐츠 바스켓을 운영하기 때문에 안정적인 사업이다. 이에 비해 CP사는 시장 성장의 수혜를 함께 누리지만, 개별 작품의 수명과 히트에 따라 실적 변동 리스크가 잠재한다. 키다리-레진은 플랫폼과 CP 역할을 겸하고 있으며, 글로벌 트래픽을 안정적으로 확보했기 때문에 순수 CP사 대비 할증 요인이 분명하다고 판단한다.

표 5. P/S로 본 키다리-레진 적정 가치 (x, 십억원, %)

P/S	20F	21F	22F
현재 P/S	3.7	2.8	2.3
적정 시총 (교환 신주 발행 기준)	554	554	554
Revenue	102	134	165
Target PS	5.4	4.1	3.4
적정주가 (원)	17,339	17,339	17,339
상승여력 (%)	45.7	45.7	45.7

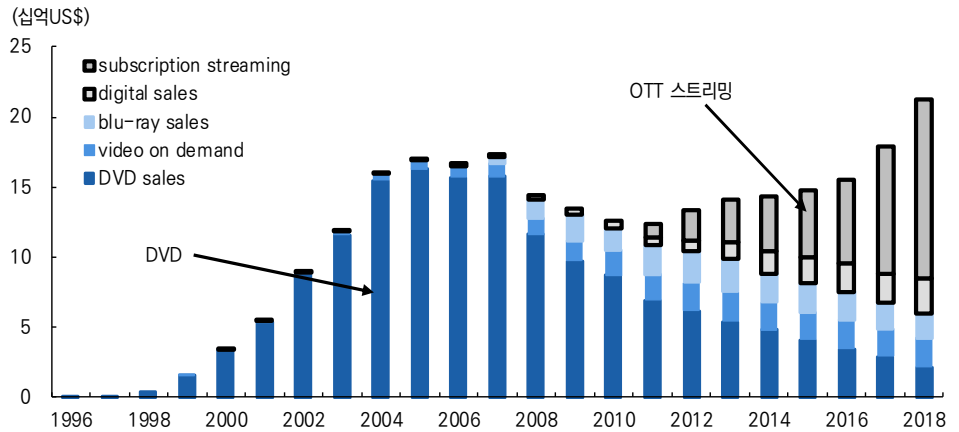
주: 교환 신주는 1,347만주로 주식 수는 기존 1,851만주 대비 73% 증가할 예정
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. P/E로 본 키다리-레진 적정 가치 (x, 십억원, %)

P/E	20F	21F	22F
현재 P/E	154.0	28.5	18.3
적정 시총 (교환 신주 발행 기준)	533	533	533
NP	2	13	21
Target PE	215.8	40.0	25.7
적정주가 (원)	16,673	16,673	16,673
상승여력 (%)	40.1	40.1	40.1

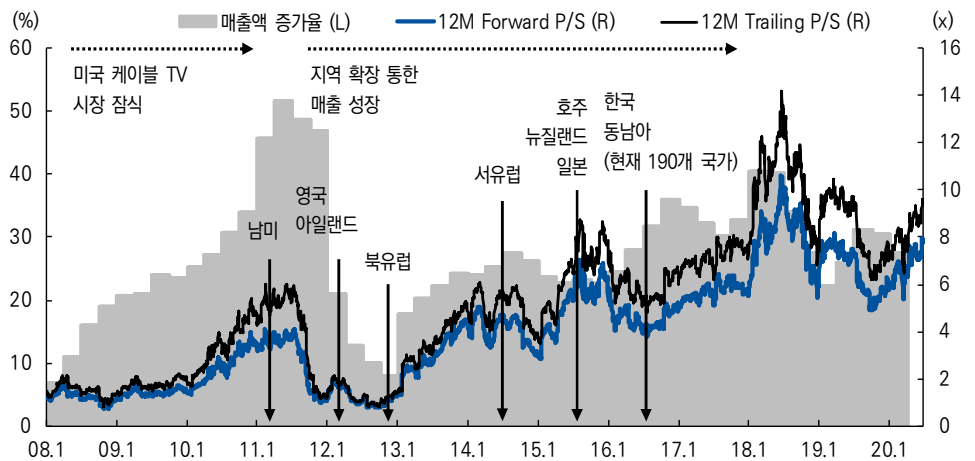
주: 교환 신주는 1,347만주로 주식 수는 기존 1,851만주 대비 73% 증가할 예정
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 적절한 매체는 시장을 키운다: OTT 전환으로 미국 홈비디오 시장 반등



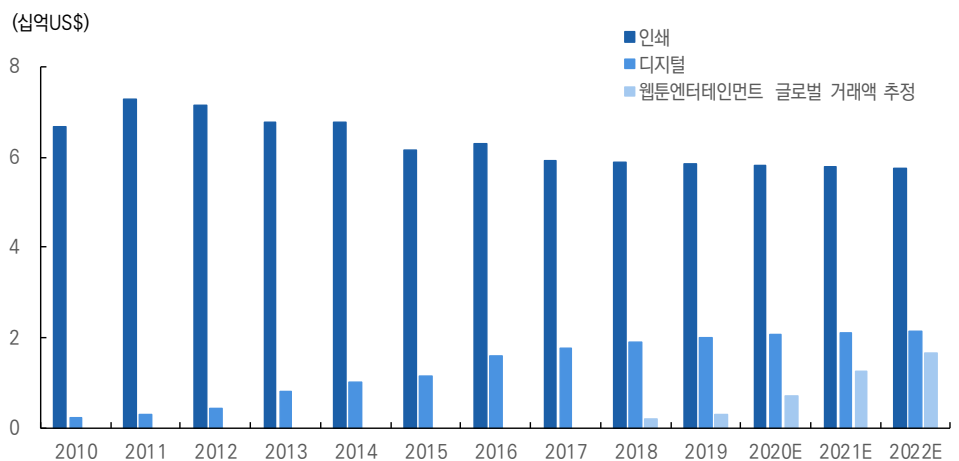
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. NETFLIX 매출액 증가율과 PSR: 글로벌 확장기에 매출액과 밸류에이션 동시 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 만화 콘텐츠도 스트리밍이 표준이 된다면 시장 규모 월등히 증가할 것



자료: ICv2, PwC, SNE, 미래에셋대우 리서치센터

실적 추정

20년 예상대로 흑전에 성공, 21년부터 이익 레버리지 발생 전망

21F 매출액 1,342억원(+31.1% YoY), 영업이익 171억원(+148.9%)을 전망한다. 이는 레진엔터테인먼트 인수를 가정한 실적이다. 20년에는 코로나 관련 미디어 소비 증가와, 글로벌 웹툰 소비량 증가 트렌드에 힘입어 양사가 성공적으로 흑자 구간에 진입했다.

실적 개선의 핵심은 1) 레진 인수로 인한 콘텐츠 유통 레버리지와 2) 봄툰(국내), 델리툰(프랑스), 레진코믹스(글로벌, 미국 위주)의 거래액 증가 지속이다. 키다리스튜디오와 레진엔터테인먼트는 공히 플랫폼과 CP를 겸업하는 사업자다. 앱 마켓 수수료 및 작가 배분 원가를 제외한 매출 총이익이 판권비 허들을 넘는 시점부터 레버리지를 기대할 수 있는 수익 모델을 가졌다.

따라서 양 사가 성공적으로 흑자 전환한 20년 이후부터는 트래픽 증가에 대한 이익 탄력도가 커진다. 웹툰 트래픽의 하방 경직성과, 양 사 전문 분야의 견고한 마니아층 수요를 감안하면 실적 하방은 제한적이지만 높은 상승 여력을 기대할 수 있다. 델리툰의 유럽 지역 추가 확장, 미국 내 레진코믹스의 트래픽 확대 지속 여부 등은 향후 업사이드 변수다.

표 7. 키다리스튜디오-레진엔터테인먼트 연간 실적 전망

	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
(백만원, %)						
매출액	63,228	66,471	66,602	102,397	134,235	165,311
키다리스튜디오	11,904	19,623	26,738	47,824	59,760	73,719
레진엔터테인먼트	51,324	46,848	39,864	54,573	74,475	91,592
영업이익	-12,545	-9,474	-4,602	6,855	17,059	26,573
영업이익률	-19.8	-14.3	-6.9	6.7	12.7	16.1
키다리스튜디오	-93	267	703	5,669	8,466	12,742
영업이익률	-0.8	1.4	2.6	11.9	14.2	17.3
레진엔터테인먼트	-12,452	-9,741	-5,305	1,186	8,593	13,831
영업이익률	-24.3	-20.8	-13.3	2.2	11.5	15.1
당기순이익(NOPAT)	-2,199	151	2,273	2,471	13,328	20,749
순이익률	-3.5	0.2	3.4	2.4	9.9	12.6
키다리스튜디오	-2,199	151	2,273	1,524	6,604	9,939
순이익률	-18	1	9	3	11	13
레진엔터테인먼트	0	0	0	947	6,724	10,810
세후영업이익률	0.0	0.0	0.0	1.7	9.0	11.8
YoY						
매출액		5.1	0.2	53.7	31.1	23.2
키다리스튜디오		64.8	36.3	78.9	25.0	23.4
레진엔터테인먼트		-8.7	-14.9	36.9	36.5	23.0
영업이익		적지	적지	흑전	148.9	55.8
키다리스튜디오		흑전	163.3	706.5	49.4	50.5
레진엔터테인먼트		적지	적지	흑전	624.5	61.0
당기순이익(NOPAT)		흑전	1,405.6	8.7	439.4	55.7
키다리스튜디오		흑전	1,405.6	-33.0	333.4	50.5
레진엔터테인먼트					610.0	60.8

주: 레진엔터테인먼트 실적은 감사인의 실사 및 추정치 적용

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 키다리스튜디오 분기 및 연간 실적 전망

(백만원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F	2021F	2022F
매출액	5,293	4,936	7,654	8,855	11,336	11,663	11,957	12,868	47,824	59,760	73,719
별도	5,293	4,936	6,910	8,050	10,048	10,051	10,802	11,230	42,131	51,842	63,881
콘텐츠	5,237	4,918	7,641	8,855	11,336	11,663	11,957	12,868	47,824	59,760	73,719
웹툰	2,662	2,883	6,030	6,855	8,878	9,750	10,055	10,968	39,651	51,546	65,463
웹소설	2,575	2,034	1,611	2,000	2,458	1,913	1,903	1,900	8,173	8,214	8,255
반도체 SW	55	19	13	0	0	0	0	0	0	0	0
델리툰	0	0	743	805	1,289	1,612	1,155	1,638	5,693	7,918	9,838
영업이익	295	-8	197	219	1,081	1,611	1,307	1,671	5,669	8,466	12,742
영업이익률	5.6	-0.2	2.6	2.5	9.5	13.8	10.9	13.0	11.9	14.2	17.3
세전이익	215	8	-11	2,060	1,001	-799	858	1,222	2,282	8,466	12,742
당기순이익	215	-53	-24	2,136	752	-664	506	929	1,524	6,604	9,939
순이익률	4.1	-1.1	-0.3	24.1	6.6	-5.7	4.2	7.2	3.2	11.1	13.5
YoY											
매출액	29.1	-9.0	45.3	83.4	114.2	136.3	56.2	45.3	78.9	25.0	23.4
별도	29.1	-9.0	31.2	66.7	89.8	103.6	56.3	39.5	67.3	23.0	23.2
델리툰	-	-	-	-	-	-	55.3	103.4	267.6	39.1	24.2
영업이익	흑전	적전	흑전	58.2	266.4	흑전	561.9	663.0	706.5	49.4	50.5
당기순이익	흑전	적전	적지	7,393.6	250.6	적지	흑전	-56.5	-33.0	333.4	50.5

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 레진엔터테인먼트 연간 실적 전망

(백만원, %)

(백만원, %, %p)	2017	2018	2019	3Q20 누적	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	51,324	46,848	39,864	38,000	54,573	74,475	91,592	110,951	133,383
콘텐츠/광고	50,232	45,920	39,067	37,371	53,770	74,476	91,592	110,952	133,382
한국	40,477	30,775	27,970	24,285	33,632	42,822	52,865	65,268	80,746
일본	2,856	3,997	3,551	4,309	7,430	12,494	14,621	17,006	19,710
미국	6,352	10,465	7,096	8,298	12,065	18,410	23,241	27,674	31,755
기타 해외	547	683	450	479	643	750	865	1,004	1,171
출판/Goods	1,091	927	796	629	801	0	0	0	0
B2C	49,684	44,687	37,872	34,396	48,468	64,726	80,587	98,516	119,315
B2B	1	0	179	2,010	3,995	8,300	9,398	10,643	12,054
광고	0	550	566	486	664	700	742	789	842
출판	877	843	746	448	568	0	0	0	0
Goods	214	84	50	181	233	0	0	0	0
기타 해외	547	683	450	479	643	750	865	1,004	1,171
영업이익	-12,452	-9,741	-5,305	-527	1,186	8,593	13,831	19,303	25,734
영업이익률	-24.3	-20.8	-13.3	-1.4	2.2	11.5	15.1	17.4	19.3
법인세비용	0	0	0	0	239	1,868	3,021	4,225	5,766
세후영업이익	0	0	0	0	947	6,724	10,810	15,079	19,968
YoY									
매출액		-8.7	-14.9	-	36.9	36.5	23.0	21.1	20.2
콘텐츠/광고		-8.6	-14.9	-	37.6	38.5	23.0	21.1	20.2
한국		-24.0	-9.1	-	20.2	27.3	23.5	23.5	23.7
일본		40.0	-11.2	-	109.2	68.2	17.0	16.3	15.9
미국		64.8	-32.2	-	70.0	52.6	26.2	19.1	14.7
기타 해외		24.9	-34.1	-	42.9	16.6	15.3	16.1	16.6
출판/Goods		-15.0	-14.1	-	0.6	-100.0	-	-	-
영업이익		적지	적지	-	흑전	624.5	61.0	39.6	33.3
세후영업이익		-	-	-	-	610.0	60.8	39.5	32.4

주: 레진엔터테인먼트 실적은 감사인의 실사 및 추정치 적용

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

투자 포인트

레진 인수로 니치 장르를 지배한다

종합 웹툰 플랫폼인 네이버와 카카오 외에도 니치 장르에서 활약 중인 국산 유력 플랫폼이 존재한다. 키다리스튜디오와 레진엔터테인먼트는 BL/성인/로맨스 장르에서 특히 두각을 나타낸다. 이들은 1) 주요 고객 층이 구매력 있는 성인이고, 2) 마니아 유저 중심으로 안정적인 매출이 발생하며, 3) 코로나 이후 웹툰 소비 증가와 함께 글로벌 트래픽 확대에 성공하면서 잠재력을 키워가고 있다.

20년 12월 14일 공시를 통해 키다리스튜디오는 레진엔터테인먼트 인수를 공식화했다. 키다리스튜디오가 신주 13,468,382주(기존 발행주식의 73%)를 발행해 이를 레진엔터테인먼트 기존 주주에게 배정하는 주식 교환 방식으로 진행된다. 인수 이후에는 키다리스튜디오가 레진엔터를 100% 지배하게 된다. 1/22 주총에서 최종 통과되면 2/23 주식 교환이 완료되고 3/15에 신주가 상장된다.

양 사 결합은 인수자인 키다리스튜디오에 호재다. 1) 한국/프랑스 플랫폼이면서 콘텐츠에 강한 CP사(키다리)와, 북미 트래픽 성장이 재개된 플랫폼(레진)의 결합이기 때문에 지역 확장을 통한 스튜디오-플랫폼 시너지 창출에 용이하다. 2) 공히 니치 장르 강자라는 측면에서 화학적으로 어울린다. 3) 무엇보다 **교환가액으로 산정된 레진엔터 가치(1,230억원)가 저평가** 되었다.

공시에 따르면 레진 매출액은 20년 9월까지 380억원, 20F 546억원, 21F 745억원이다. 20F부터 연간 BEP 달성이 가능하다. 최근 가파른 미국 트래픽 성장이 이어진다고 가정하면 동 추정은 달성 가능성이 있다. 이를 그대로 적용한다면 교환 가액의 P/S는 20F 2.3배, 21F 1.7배에 불과하다.

참고로 키다리스튜디오 신주를 부여 받을 레진엔터테인먼트 기존 주주는 한희성 38.8%, 권정혁 22.5%, IMM PE 16.3%, 엔씨소프트 9.6% 등이다. 재무적 투자자의 투자 기간이 길고 당시 밸류에이션도 높아 여전히 손실 구간이지만(IMM은 2016년 진입, 금번 주식 교환 가격은 당시 밸류에이션의 50% 수준), 교환 신주는 1년 보호 예수가 적용된다. 단기 오버행 리스크는 제한적이다.

표 10. 키다리스튜디오-레진엔터테인먼트 주식 교환 관련 일정

주식 교환 관련 일정	날짜	
교환·이전계약일		2020년 12월 14일
주주확정기준일		2020년 12월 29일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2020년 12월 30일
	종료일	2020년 12월 30일
주식교환·이전 반대이사 통지접수기간	시작일	2021년 01월 07일
	종료일	2021년 01월 21일
주주총회 예정일자		2021년 01월 22일
주식매수청구권 행사기간	시작일	2021년 01월 22일
	종료일	2021년 02월 15일
구주권제출기간	시작일	2021년 01월 22일
	종료일	2021년 02월 22일
매매거래정지예정기간	시작일	-
	종료일	-
교환·이전일자		2021년 02월 23일
신주권교부예정일		-
신주의 상장예정일		2021년 03월 15일

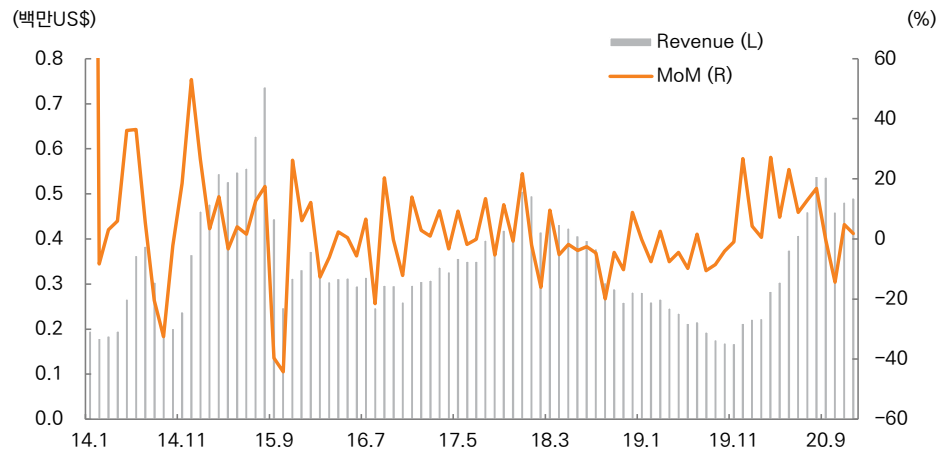
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

키다리스튜디오는 BL 장르에 특화된 플랫폼이자 CP사다. 상장사 중 웹툰 플랫폼에 순도 높게 투자할 수 있는 유일한 방법이다. 동사는 잠재력 있는 스토리를 발굴해 웹툰/웹소설, 교육, 영화 등 콘텐츠로 개발/유통한다. 본래 반도체 SW를 판매하다가 18년 1월 봄코믹스(봄툰)를 흡수합병하면서 사명을 바꾸고 웹툰 사업을 시작했다. 19년 4월 키다리아엔티의 웹툰 제작/유통 부문을 양수했다. 다우키움그룹 소속으로 최대주주는 다우데이터(52.7%), 다른 특수관계인 지분은 8.0%다. 연 70여편의 웹툰을 자체 제작(스튜디오)하고 이를 자체 플랫폼(국내 봄툰, 프랑스 델리툰)에 연재 중이다. 홀드백이 지난 연재 작품들은 카카오, 네이버, 레진코믹스 등 타사 플랫폼에도 재유통된다.

레진엔터테인먼트는 성숙한 독자를 위한 어른의 만화 서비스를 표방한다. 13년 앱 플랫폼을 론칭했고, 이례적으로 시작 시점부터 부분 유료화 모델을 적용해 동 시장을 빠르게 선점했다. 한국 시장에서는 2016년 하반기 이후 불법 플랫폼과 유사 사업자 출현으로 인해 성장이 둔화됐다. 반면 미국 내 웹툰 포맷이 소개되고, 코로나로 인해 소비가 급증하면서 동사 트래픽과 결제액은 부활 단계에 들어선 것으로 파악한다. 가파른 외형 성장에 힘입어 20F부터 흑자 전환이 예상된다.

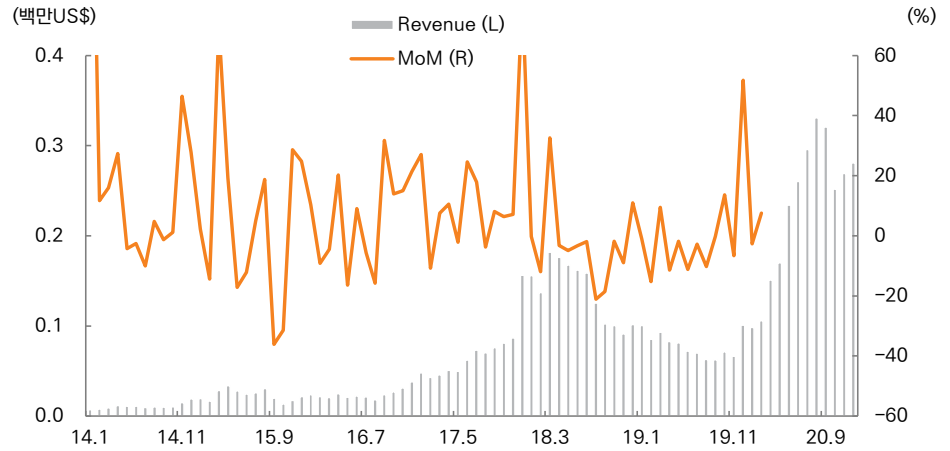
양 사가 특화된 장르는 네이버/카카오와 같은 시장 지배자가 없는 니치 장르다. 특성 상 이들의 직접 진출은 가능성이 낮기 때문에 경쟁 요소가 제한적이다. 구매력 있는 성인 대상이라 과금력이 강한 점도 장점이다. 봄툰은 인기작 상위 10편 중 9편, 레진은 8편이 성인용이다.

그림 31. 레진코믹스 글로벌 거래액: 급격히 반등



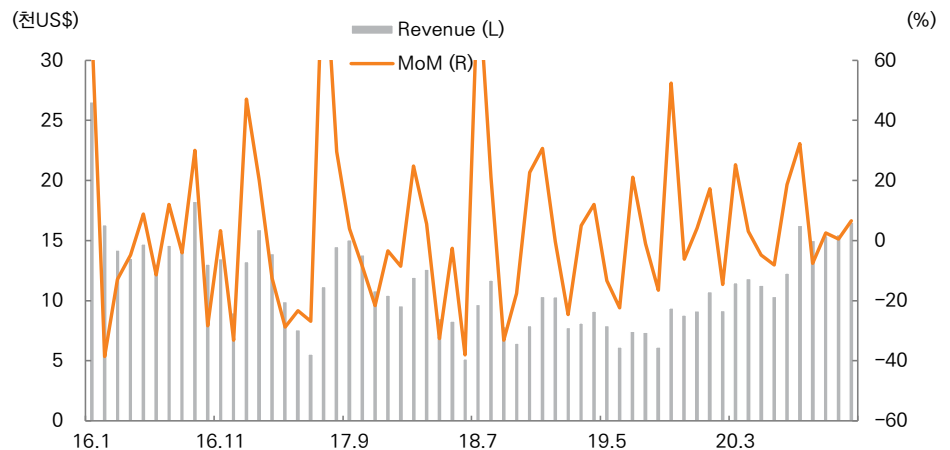
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 32. 레진코믹스 미국 거래액: 인상적인 상승세



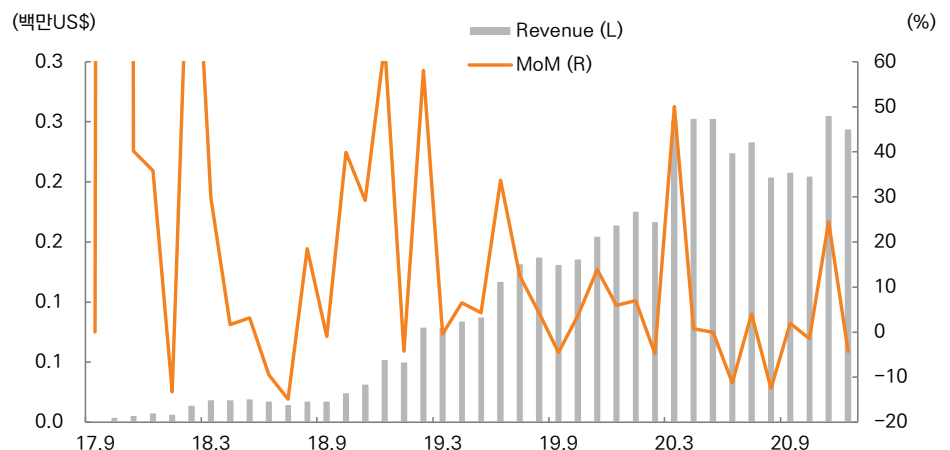
주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 33. 봄툰(키다리스튜디오 국내) 거래액: 2H19부터 상승세



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 34. 델리툰(키다리스튜디오 프랑스) 거래액: 꾸준한 상승



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

니치 장르도 확장성이 있다

동사 콘텐츠는 로맨스, BL(Boy Love), GL(Girl Love) 등 니치 장르에 강한 면모를 보인다. 이는 타겟 독자 층의 확장성이 제한적인 장르로서 동사의 한계점으로 평가되곤 한다. 그러나 역설적으로 네이버/카카오 등 유력 경쟁자가 진입하지 않아 지배력 약화 가능성 또한 제한적이다. 안정적인 캐시카우가 보장된 상황에서, 인접 장르 및 지역으로의 확장 가능성은 여전히 열려 있어 긍정적이다.

네이버/카카오와 경쟁하지 않는다: 자체 플랫폼 붐툰은 회원 약 400만명 중 90% 가량이 여성이다. 운영 조직(편집/프로듀서)과 마케팅 등 전반적인 초점이 특정 세그먼트에 쏠려 있어 급격한 이용자 증감은 나타나지 않지만, 마니아 중심으로 안정적인 매출액이 발생하는 캐시카우다.

히트작 보유 → 글로벌 확장 가능성: 2개의 유명 히트작이 있어 한/일 신규 유저 유입 또는 해외 성장으로부터 수혜 가능성이 크다. ‘빛과 그림자’는 6개국 7개 플랫폼(프랑스 델리툰, 중국 콰이칸, 일본 픽코마/코미코, 태국 코미코, 인니 웹코믹스, 미국 태피툰)에 유통되며 단일 작품으로만 연 25억원이 발생한다. ‘외과의사 엘리제’도 6개국 6개 플랫폼에 서비스해 연매출이 20억원 이상이다. 최근 성장세가 독보적인 ‘픽코마’에서도 동사의 작품은 상위권에 포진해 있다.

프랑스 시장 익스포저: 동사는 프랑스 1위 플랫폼 델리툰의 최대주주(지분 지속 취득해 98.8% 확보)다. 국내 자체 제작 및 레진코믹스(협업 관계) 콘텐츠를 번역해 불어권에 유통한다. 20년 연초 네이버웹툰이 프랑스에 진출하면서 인접 국가에서 웹툰에 대한 관심이 폭증하고 있다. 자체 제작 기능과 플랫폼을 보유한 상태로, 성장하는 시장에 익스포저가 있는 동사에 기대감이 유효하다

안정적인 국내 캐시카우(붐툰)에 기반한 일본/프랑스 기획 확대로 이익 구조가 개선되는 시점이다. 아직 이익 규모는 영세하지만 히트작 베이스가 증가하고, 프랑스 델리툰을 온기 연결하는 점이 이익 탄력을 높이고 있다.

한편 니치 장르 드라마 제작 추진도 잠재 가치 상승 변수다. 스토리위즈(KT 그룹의 웹소설/웹툰 콘텐츠 자회사)는 20년 12월 말 OTT 드라마 제작사 컨버전스티비와 BL 주제의 드라마 ‘컬러러쉬’를 공동 제작했다. 현재 Skylife VoD, 네이버시리즈온, 동남아 OTT VIU, 미주/유럽 VIKI 등에서 동시 서비스 되고 있다. 웹툰의 드라마화가 순정/학원물에서 그치지 않고 마니아 타겟 장르에서도 새롭게 시도되고 있어 동사에게도 추후 기획 요인이 발생할 가능성이 있다.

그림 35. 웹소설-웹툰-드라마화로 이어지는 니치 콘텐츠



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 레진엔터테인먼트 한국 인기 작품 Top 10

연도	랭킹	작품명	작가	장르	해시태크 내용	19세 여부
2019	1	야화첩	변덕	BL	BL/ 주종관계/ 절륜공/ 동양풍/ 후방주의	o
	2	던전 속 사정	레바	판타지	성인용품/ 모험/ 병맛/ 판타지	o
	3	러브 오어 헤이트	그림: 박담/ 글: 영하	BL	고수위/ 삼각관계/ 미인수/ 연예인/ 연하공	o
	4	BJ 알렉스	밍과	BL	BL/ 후회공/ 얼굴천재/ 섹스파트너/ 고수위	o
	5	레바툰	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
	6	순결한 죄	오계	로맨스	로맨스/ 트라우마/ 하드코어/ 고수위/ 페티쉬	o
	7	사랑은 환상!	파고	BL	육아/ 페로몬/ 츠데레수/ 오메가버스/ BL	o
	8	수화	커	BL	BL/ 다정/ 카페/ 연애/ 귀여움/ 달달물/ 수상작	o
	9	거절 못하는 여자	그림: 가나다라 / 글: 나인티스 매거진	드라마	드라마/ 후방주의/ 능력녀/ 능욕/ 오피스/	o
	10	S플라워	진미	로맨스	다각관계/ 여공남수/ 걸크러쉬/ 주종관계/ SM/ 로맨스	o
2018	1	순결한 죄	오계	로맨스	로맨스/ 트라우마/ 하드코어/ 고수위/ 페티쉬	o
	2	BJ 알렉스	밍과	BL	BL/ 후회공/ 얼굴천재/ 섹스파트너/ 고수위	o
	3	수화	커	BL	BL/ 다정/ 카페/ 연애/ 귀여움/ 달달물/ 수상작	o
	4	사랑은 환상!	파고	BL	육아/ 페로몬/ 츠데레수/ 오메가버스/ BL	o
	5	톡투미	은별	로맨스	로맨스/ 여신/ 고수위/ 연애/ 캠퍼스/	o
	6	레바툰	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
	7	세 개의 점	흰귀	BL	BL/ 계략공/ 미인공/ SM/ 삼각관계	o
	8	사랑하는 소년	제크	BL	BL/ 재회물/ 연상수/ 짝사랑/ 연하공	o
	9	그 끝에 있는 것	하리보	BL	BL/ 쌍둥이/ 재회물/ 영혼바뀜/ 학원/ 왕따	x
	10	그녀의 채널	그림: 시가렛머리/ 글: 다블	드라마	드라마/ sf/ 씬/ 허렘/ 후방주의/	o
2017	1	순결한 죄	오계	로맨스	로맨스/ 트라우마/ 하드코어/ 고수위/ 페티쉬	o
	2	사랑하는 소년	제크	BL	BL/ 재회물/ 연상수/ 짝사랑/ 연하공	o
	3	톡투미	은별	로맨스	로맨스/ 여신/ 고수위/ 연애/ 캠퍼스/	o
	4	그 끝에 있는 것	하리보	BL	BL/ 쌍둥이/ 재회물/ 영혼바뀜/ 학원/ 왕따	x
	5	어쩌라GO!	워린	드라마	드라마/ 허렘/ 씬/ 친구	o
	6	속죄캠프	람작	드라마	하드코어/ 감금/ 납치/ 복수/ 모렐리스/ 수상작/ 드라마	o
	7	우리사이느은	이연지	로맨스	로맨스/ 다각관계/ 짝사랑/ 씬/ 친구)연인/ 캠퍼스	x
	8	너란 남자	그림: WAJE/ 글: JS, WAJE	BL	BL/ 츠데레/ 재회물/ 삼각관계/ 소꿉친구/ 꿈	x
	9	레바툰	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
	10	로열 서번트	그림: 청년/ 글: Master Gin	BL	BL/ 귀족/ 이종족/ 냉혈공/ 주종관계/ 수상작	o
2016	1	어쩌라GO!	워린	드라마	드라마/ 허렘/ 씬/ 친구	o
	2	어디까지 해봤어?	비비	일상	섹스파트너/ 부부/ 성인용품/ 섹스가이드/ 일상	o
	3	속죄캠프	람작	드라마	하드코어/ 감금/ 납치/ 복수/ 모렐리스/ 수상작/ 드라마	o
	4	우리사이느은	이연지	로맨스	로맨스/ 다각관계/ 짝사랑/ 씬/ 친구)연인/ 캠퍼스	x
	5	나성기의 스테디	그림: 옛지옛지/ 글: 허스키눔	드라마	섹스파트너/ 후방주의/ 허렘/ 학원/ 드라마	o
	6	마녀의 스캔들	그림: PINKO/ 글: ALMA	로맨스	치정/ 후방주의/ 다각관계/ 능력녀/ 로맨스	o
	7	레이디 가든 시즌1 시즌2	스튜디오 질풍	드라마	드라마/ 허렘/ 씬/ 친구	o
	8	레바툰	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
	9	최강왕따	노도환	액션	액션/ 재벌/ 고등학교/ 복수/ 폭력/ 왕따	x
	10	꿈속의 주인님	손희준	판타지	주종관계/ 악마/ 고수위/ 후방주의/ 판타지	o
2015	1	우리사이느은	이연지	로맨스	로맨스/ 다각관계/ 짝사랑/ 씬/ 친구)연인/ 캠퍼스	x
	2	꿈속의 주인님	손희준	판타지	주종관계/ 악마/ 고수위/ 후방주의/ 판타지	o
	3	말할 수 없는 남매	월로우	로맨스	걸크러쉬/ 고등학교/ 코믹/ 비밀/ 로맨스	x
	4	4컷용사	고지라군	판타지	이종족/ 마왕/ 모험/ 개그/ 판타지	x
	5	살신성인	허세녀	미스터리	살인/ 복수/ 스릴러/ 학원/ 미스터리	x
	6	드러그랜드	이현민	드라마	불륜/ 드라마	o
	7	백도사	그림: 이끼/ 글: 날릴	판타지	모험/ 도사/ 요괴/ 이종족/ 수인물/ 판타지	x
	8	나성기의 스테디	그림: 옛지옛지/ 글: 허스키눔	드라마	섹스파트너/ 후방주의/ 허렘/ 학원/ 드라마	o
	9	세컨드	안나래	로맨스	전남친/ 연하남/ 원나잇/ 드라마/ 치정/ 로맨스	o
	10	어느 날 잠에서 깨어보니 베이글녀가 되어 있었다	탱크가이	개그	복수/ 짝사랑/ 여신/ 남녀바뀜/ 개그	x

자료: 레진엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 레진엔터테인먼트 미국 인기 작품 Top 10

연도	랭킹	작품명	작가 영문	장르	해시태크 내용	19세 이용가
2019	1	BJ Alex	Mingwa	BL	BL/ HotBoys/ Fxckbuddy/ BDSM/ Hardcore	o
	2	Love is an illusion!	Fargo	BL	BL/ NSFW/ HotBoys/ Omegaverse	o
	3	A man of virtue	그림: WOOCK/ 글: GGANG-E,	BL	BL/ HotBoys/ Hardcore/ Office	o
	4	A guy like you	그림: WAJE/ 글: JS, WAJE	BL	BL/ FantasyWorld/ LoveTriangle/ MemoryLoss/ ChildhoodFriends/ OnCampus	x
	5	Sign	Ker	BL	BL/ LivingTogether/ PartTimer/ Boss_Employee/ ContestWinner	o
	6	Love shuttle	Aeju	BL	BL/ Tsundere/ Hotboys/ Omegaverse	o
	7	Painter of the Night	Byeonduck	BL	BL/ Obsessive/ Rough/ Historical/ Depraved/ Hardcore	o
	8	The Lady and Her Butler	Jade	로맨스	Romance/ LivingTogether/ Crush/ Drama/ SliceOfLife	x
	9	Killing stalking	Koogi	BL	BL/ Depraved/ Hardcore/ Lockedup/ Psychopath/ Obsessive/ ContestWinner	o
	10	Love or hate	Youngha, Bakdam	BL	BL/ Obsessive/ StepFamily/ LoveTriangle/ Lovehate	o
2018	1	A guy like you	그림: WAJE/ 글: JS, WAJE	BL	BL/ FantasyWorld/ LoveTriangle/ MemoryLoss/ ChildhoodFriends/ OnCampus	x
	2	The Lady and Her Butler	Jade	로맨스	Romance/ LivingTogether/ Crush/ Drama/ SliceOfLife	x
	3	BJ Alex	Mingwa	BL	BL/ HotBoys/ Fxckbuddy/ BDSM/ Hardcore	o
	4	Love is an illusion!	Fargo	BL	BL/ NSFW/ HotBoys/ Omegaverse	o
	5	Killing stalking	Koogi	BL	BL/ Depraved/ Hardcore/ Lockedup/ Psychopath/ Obsessive/ ContestWinner	o
	6	Sign	Ker	BL	BL/ LivingTogether/ PartTimer/ Boss_Employee/ ContestWinner	o
	7	He does a body good	그림: Park Hyeongjun/ 글: Lee Wonsik	Mature	Hardcore/ Supernatural/ AverageGuy/ Harem/ Mature	o
	8	At the end of the road	Haribo	BL	BL/ Rebirth/ ChildhoodFriends/ Romance/ HighSchool/ BodySwap	x
	9	Can't take my eyes off you	Team Manna	BL	Lighthearted/ Romance/ Celeb/ BL	x
	10	The greatest wolf of my life	그림: Kim Byung-gwan/ 글: Ran	로맨스	Romance/ Superpowers/ Lighthearted/ LoveTriangle/ Celeb	x
2017	1	Killing stalking	Koogi	BL	BL/ Depraved/ Hardcore/ Lockedup/ Psychopath/ Obsessive/ ContestWinner	o
	2	At the end of the road	Haribo	BL	BL/ Rebirth/ ChildhoodFriends/ Romance/ HighSchool/ BodySwap	x
	3	A guy like you	그림: WAJE/ 글: JS, WAJE	BL	BL/ FantasyWorld/ LoveTriangle/ MemoryLoss/ ChildhoodFriends/ OnCampus	x
	4	King's maker	Haga, Kang Jiyoung	BL	FantasyWorld/ BL/ Royalty/ Revenge/ Historical	x
	5	Something About Us	Lee Yunji	로맨스	Romance/ Crush/ Wholesome/ OnCampus/ ChildhoodFriends	x
	6	Blood bank	Silb	BL	BDSM/ Rough/ Master_Servant/ Vampire/ BL	o
	7	He does a body good	그림: Park Hyeongjun/ 글: Lee Wonsik	Mature	Hardcore/ Supernatural/ AverageGuy/ Harem/ Mature	o
	8	The baker on the first floor	Gyaga	BL	BL/ Creatives/ LoveTriangle/ Outcast/ PrettyBoy/ NSFW/ Neighbors	o
	9	Window to Window	Lee Aru	BL	BL/ Voyeur/ Hotboys/ OnCampus/ Hardcore/ ChildhoodFriends	o
	10	Make me bark	Sagold	BL	BL/ LivingTogether/ PrettyBoy/ OnCampus	o
2016	1	Pulse	Ratana Satis	GL	Doctors/ LivingTogether/ Trauma/ GirlCrush/ ContestWinner/ GL	o
	2	4 Cut Hero	Gojira-Kun	SF/판타지	Demonking/ SF/Fantasy/ FantasyWorld/ Comedy/ Adventure	x
	3	Something About Us	Lee Yunji	로맨스	Romance/ Crush/ Wholesome/ OnCampus/ ChildhoodFriends	x
	4	He does a body good	그림: Park Hyeongjun/ 글: Lee Wonsik	Mature	Hardcore/ Supernatural/ AverageGuy/ Harem/ Mature	o
	5	Blood bank	Silb	BL	BDSM/ Rough/ Master_Servant/ Vampire/ BL	o
	6	My secret brother	Willow	로맨스	Romance/ ComingOfAge/ Comedy/ HighSchool	x
	7	The love doctor	그림: Bansook/ 글: Chamsae	GL	ComingOfAge/ Wholesome/ OnCampus/ GL	x
	8	Her Pet	Pito	GL	Wholesome/ Friendship/ HighSchool/ Pets/ GL	x
	9	Daily Witch	Sungwon	GL	GirlCrush/ LivingTogether/ Lighthearted/ Magic/ GL	x
	10	Stand up!	Warren	Mature	AverageGuy/ Magic/ Office/ Superpowers/ Mature	o

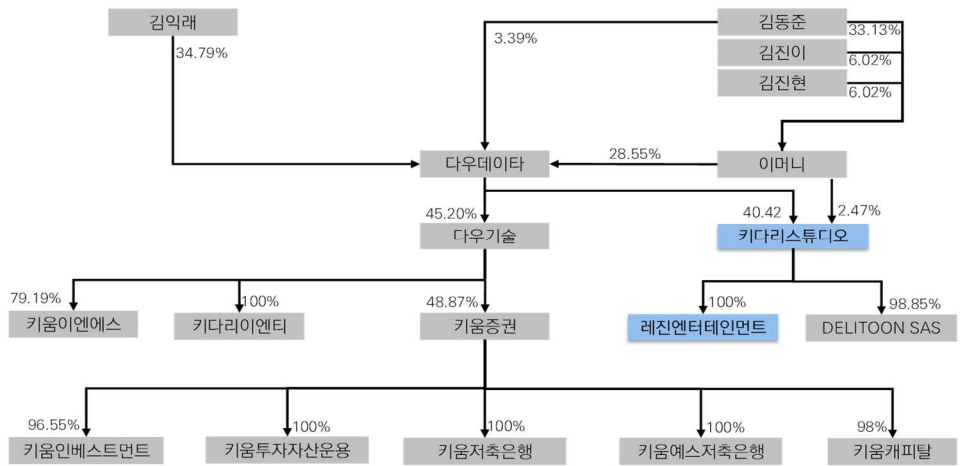
자료: 레진엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

기업 소개

동사는 니치 장르에 강한 플랫폼이자 CP사다. 잠재력 있는 스토리를 발굴해 웹툰/웹소설, 교육, 영화 등 콘텐츠로 개발/유통한다. 자체 웹툰 플랫폼 ‘봄툰’, ‘델리툰’, 웹소설 플랫폼 ‘판무림’, 웹툰 제작 스튜디오 등을 통해 웹툰 밸류체인 역량 전반을 지속 강화하고 있다. 본래 반도체 SW를 판매하다가 18년 1월 봄코믹스(봄툰)를 흡수합병하면서 사명을 바꾸고 웹툰 사업을 시작했다. 19년에는 웹소설 플랫폼 판무림을 론칭하고, 키다리엔티의 웹툰 제작/유통 부문을 양수했다. 20년 12월 레진엔터테인먼트와 주식 교환을 통한 인수가 이사회 결의됐다.

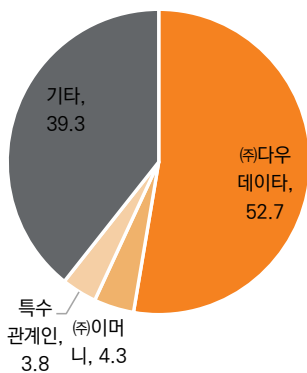
다우키움그룹 소속으로 최대주주는 다우데이터(52.7%), 다른 특수관계인 지분은 8.0%다. 연 70여편의 웹툰을 자체 제작(스튜디오)하고 이를 자체 플랫폼(국내 봄툰, 프랑스 델리툰)에 연재 중이다. 홀드백이 지난 연재 작품들은 카카오, 네이버, 레진코믹스 등 타사 플랫폼에도 재유통된다.

그림 36. 키다리스튜디오 및 다우키움그룹 지배구조도



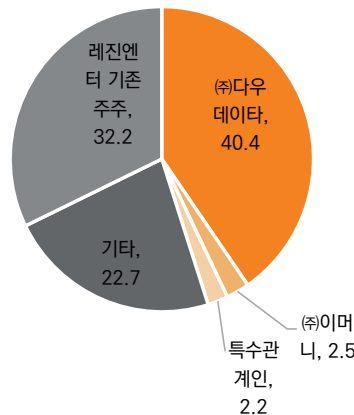
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 레진 인수 전 지분 구조



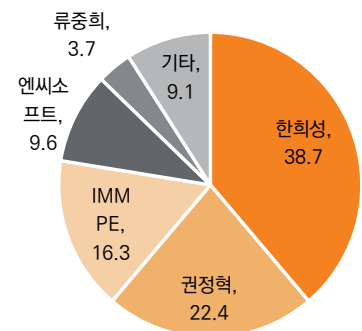
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 레진 인수 이후 지분 구조 예상



주1: 주식 보유 상황 공시에 근거한 추정치
주2: 교환 신주는 1년간 보호 예수
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 레진엔터테인먼트 기존 주주 구성



주: 19년 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

키다리스튜디오 (020120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	27	48	134	165
매출원가	18	30	87	107
매출총이익	9	18	47	58
판매비와관리비	8	12	30	31
조정영업이익	1	6	17	27
영업이익	1	6	17	27
비영업손익	1	-4	0	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	2	17	27
계속사업법인세비용	0	1	4	6
계속사업이익	2	2	13	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2	2	13	21
지배주주	3	2	13	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	2	2	13	21
지배주주	2	2	14	21
비지배주주	0	0	0	-1
EBITDA	2	5	16	25
FCF	1	0	25	22
EBITDA 마진율 (%)	7.4	10.4	11.9	15.2
영업이익률 (%)	3.7	12.5	12.7	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.1	4.2	9.7	12.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	22	24	49	72
현금 및 현금성자산	11	7	32	53
매출채권 및 기타채권	2	3	3	4
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	9	14	14	15
비유동자산	20	24	25	29
관계기업투자등	5	7	8	9
유형자산	0	1	2	2
무형자산	12	14	15	16
자산총계	42	47	75	101
유동부채	8	11	24	29
매입채무 및 기타채무	1	2	6	7
단기금융부채	3	4	4	4
기타유동부채	4	5	14	18
비유동부채	13	8	9	9
장기금융부채	13	8	8	8
기타비유동부채	0	0	1	1
부채총계	21	19	33	38
지배주주지분	21	28	42	62
자본금	8	9	9	9
자본잉여금	6	13	13	13
이익잉여금	9	11	24	45
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	21	28	42	62

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	1	1	25	22
당기순이익	2	2	13	21
비현금수익비용가감	0	5	3	4
유형자산감가상각비	0	0	0	-1
무형자산상각비	1	-1	-1	-1
기타	-1	6	4	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-5	13	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	0	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	0
법인세납부	0	0	-4	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-10	-3	0	0
유형자산처분(취득)	0	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	0	0
기타투자활동	-11	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	19	0	1	0
장단기금융부채의 증가(감소)	16	-4	1	0
자본의 증가(감소)	4	8	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-4	0	0
현금의 증가	10	-4	25	20
기초현금	1	9	7	32
기말현금	11	7	32	53

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	24.3	112.3	26.8	18.3
P/CF (x)	33.7	26.9	22.4	15.1
P/B (x)	3.3	6.4	9.2	6.1
EV/EBITDA (x)	42.4	39.1	12.5	7.1
EPS (원)	166	87	445	649
CFPS (원)	120	365	532	789
BPS (원)	1,213	1,526	1,300	1,949
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	35.0	77.8	179.2	23.1
EBITDA증가율 (%)	100.0	150.0	220.0	56.3
조정영업이익증가율 (%)	-	500.0	183.3	58.8
EPS증가율 (%)	1,560.0	-47.6	411.5	45.8
매출채권 회전을 (회)	20.4	23.1	53.3	57.4
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	47.9	55.6	72.2	54.0
ROA (%)	7.5	3.4	21.8	23.6
ROE (%)	14.5	6.3	38.2	40.0
ROIC (%)	4.8	15.4	70.2	159.8
부채비율 (%)	100.2	67.2	80.1	61.7
유동비율 (%)	271.8	218.6	202.6	244.8
순차입금/자기자본 (%)	23.3	15.3	-49.3	-65.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.9	0.0	0.0	0.0

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋대우 리서치센터

빅벳은 대장한테 온다

매수
(유지)

목표가: 120,000원 ▲
상승여력: 20.4%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

최고의 제작력을 검증

'한드'와 '웹툰' 브랜드화의 장본인

- 회당 제작비 약 30억원의 대작 오리지널 '스위트홈' 외주 제작을 통해 경쟁력을 입증
- 동 작품은 넷플릭스 인기 순위 최고 3위, 현재 15위권을 유지 중
- OTT 주간 Top 50 내 한국은 미국에 이어 세계 2위 드라마 제작 국가로 포지셔닝

웹툰 IP 활용으로 캐파 확대

21F 이후 유통망 확장에 더해 제작 Capa도 증가한다

- 21F 글로벌 OTT(디즈니+, 애플TV)와 로컬 OTT(티빙, 웨이브)의 공격적 투자 예상
- 대작 제작 경험과 히트작 작가 다수 보유한 동사는 최우선 협상 대상이 될 전망
- 유통망 확대: 방송사/넷플릭스 → 중국향 판매(수익성), 국내외 OTT(외형) 비중 확대
- 제작 캐파 확대: 네이버 지분 교환(웹툰 IP 우선권), 티빙-네이버 결합 상품 출시 통해 스포츠/미드폼 콘텐츠 다양화가 예상되며, 기존 캐파 한계(보유 작가)는 빠르게 상향될 것

4Q20 Preview

매출액 1,289억원(+32.4% YoY), 영업이익 106억원(흑전 YoY) 전망

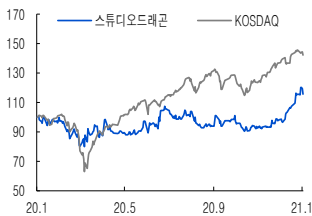
- 드라마 편성 감소에 따라 편성 매출 감소(-29.5%)했지만 대작 오리지널 판매로 흑전
- 3Q20 인식된 중국향 구작 판권 매출(약 60억원)은 4Q20에는 발생하지 않음

투자 전략

'매수' 의견 유지, 목표주가 12만원으로 +12% 상향

- 판권 유통과 제작 캐파 동시 확대 국면, 외형과 수익성 장기 개선 기대감 유효
- 22F P/E 40배 적용해 목표 시가총액 3.6조원 도출
- 네이버웹툰 IP와, 글로벌 OTT의 대작 수주 시 가장 우선 순위에 위치한 프리미엄 주목

Key data



현재주가(21/1/15, 원)	99,700	시가총액(십억원)	2,991
영업이익(20F, 십억원)	55	발행주식수(백만주)	30
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	56	유동주식비율(%)	43.1
EPS 성장률(20F, %)	53.8	외국인 보유비중(%)	11.9
P/E(20F, x)	63.9	베타(12M) 일간수익률	0.37
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	69,100
KOSDAQ	964.44	52주 최고가(원)	103,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.4	12.7	15.4
상대주가	13.4	-8.7	-18.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	287	380	469	517	601	711
영업이익 (십억원)	33	40	29	55	82	117
영업이익률 (%)	11.5	10.5	6.2	10.6	13.6	16.5
순이익 (십억원)	24	36	26	41	65	91
EPS (원)	1,050	1,278	941	1,448	2,169	3,024
ROE (%)	12.9	9.3	6.4	9.2	13.0	15.7
P/E (배)	61.9	72.3	85.9	63.9	46.0	33.0
P/B (배)	4.9	6.5	5.3	5.9	5.6	4.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

표 13. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

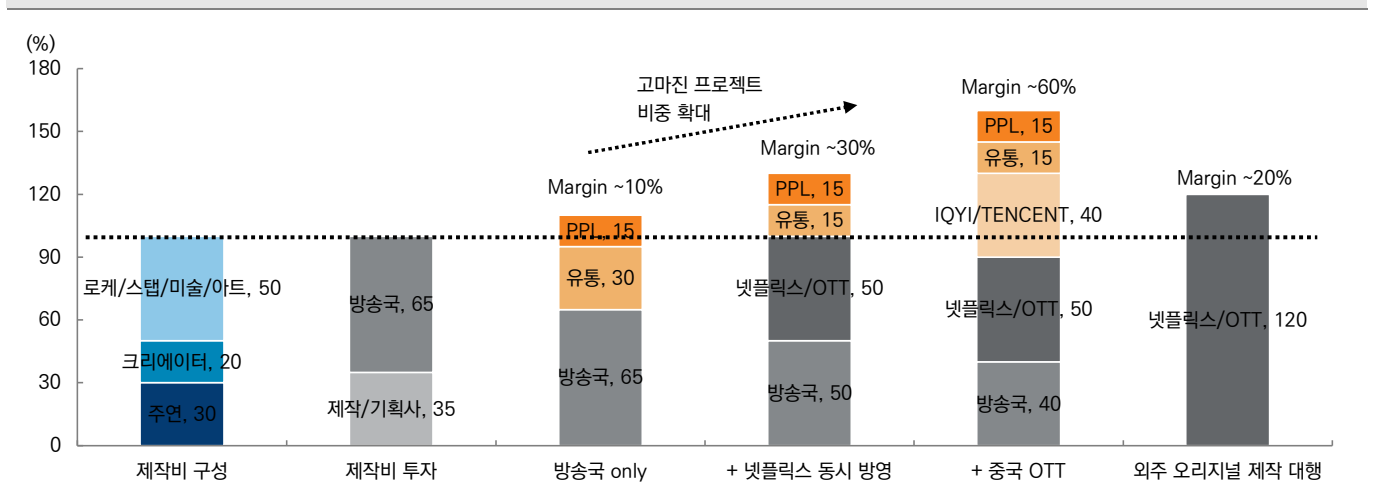
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F	2021F	2022F
매출액	112	128	131	97	120	161	106	129	517	601	711
편성	44	58	61	46	45	65	46	36	192	190	178
판매	56	60	60	43	67	76	51	82	275	353	467
기타	12	10	10	9	8	20	10	11	49	57	66
원가	97	113	116	95	104	140	85	112	440	495	568
제작비(오리지널 포함)	49	65	71	49	62	75	47	69	253	297	325
지급수수료	15	10	10	11	11	14	11	14	50	66	86
유무형자산상각	27	32	28	28	26	45	19	21	111	98	114
기타	6	6	6	7	4	5	8	8	25	35	43
판관비	4	5	4	6	5	5	5	7	22	23	26
EBITDA	38	43	40	24	38	63	35	32	168	180	231
영업이익	11	11	11	-4	11	17	16	11	55	82	117
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	10.5	15.1	8.2	10.6	13.7	16.4
세전이익	13	12	13	-5	12	17	15	11	56	86	119
당기순이익	9	7	12	-2	8	13	11	9	41	65	91
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.0	8.3	10.0	6.6	7.9	10.8	12.8
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	7.6	25.9	-19.0	32.4	10.3	16.3	18.2
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-21.7	-8.0	-1.0	-6.4
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	91.6	25.6	28.3	32.0
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	25.0	21.4	16.5	15.0
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-8.5	0.0	44.3	-10.8	32.0	15.6	7.3	28.2
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	4.1	56.8	46.7	흑전	92.0	49.6	41.7
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	-7.6	84.0	-8.5	흑전	55.7	58.5	39.4
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	5.5	25.0	26.0	24.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.5	2.0	2.5	1.0	7.0	8.0	10.0

주: K-IFRS 연결 기준

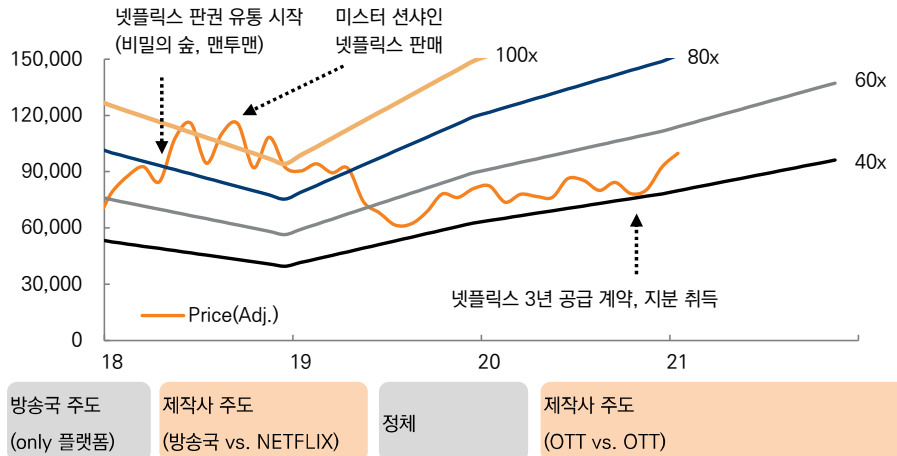
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 동사는 중국 OTT 고객 추가로 수익성 개선, 외주 오리지널 제작으로 외형 개선이 가능



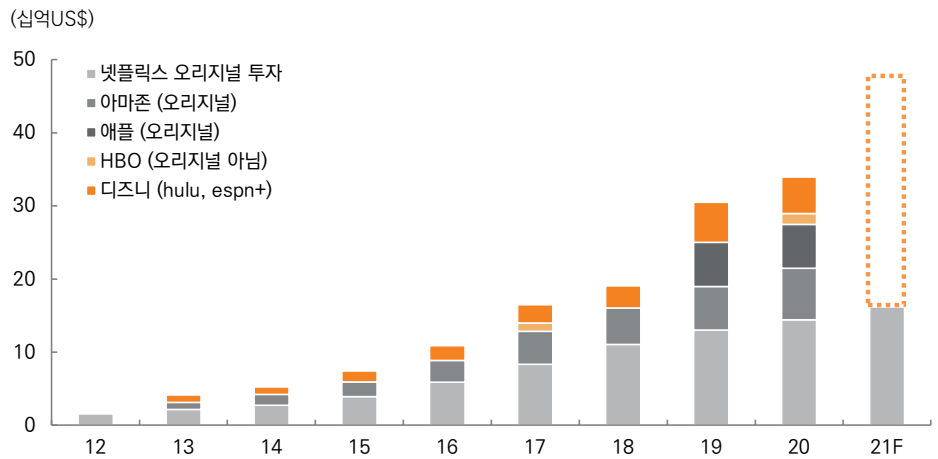
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 21년 제작사의 협상력 우위 → 멀티플 확장이 기대된다



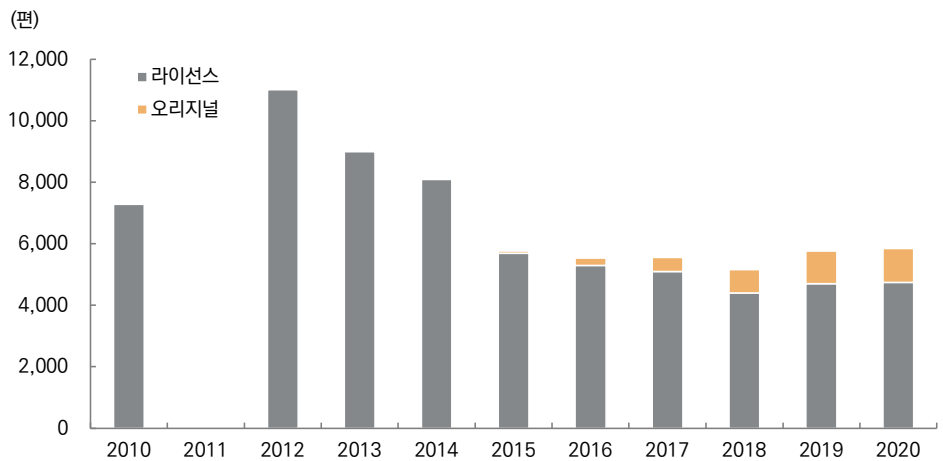
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 프리미엄의 이유: OTT 확장에 따른 전체 콘텐츠 예산 증가는 당연할 것인데



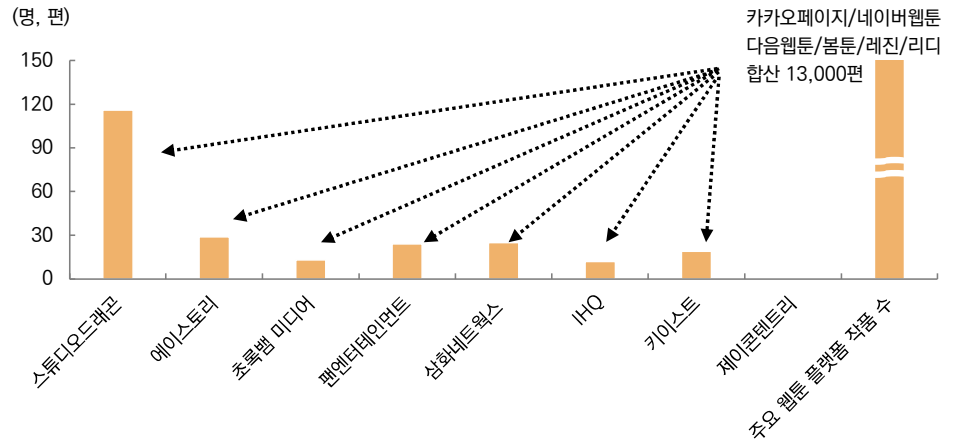
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 프리미엄의 이유: 증가한 예산은 상위권 대작 오리지널 제작에 집중적으로 쓰일 것



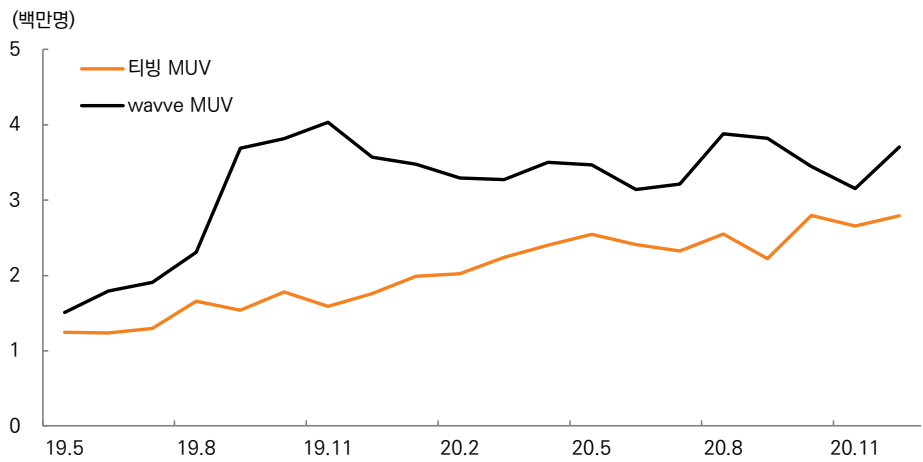
자료: Reelsgood, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 앞으로도 웹툰 IP가 드라마 작가 역할을 한다



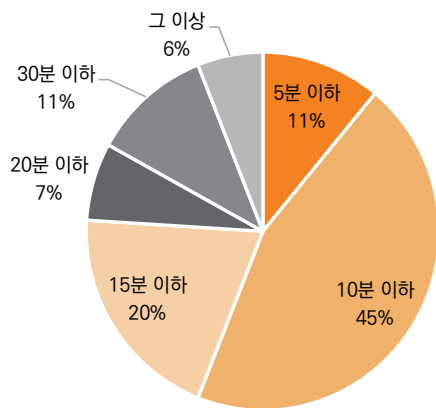
주: 일부 플랫폼에 웹소설 작품 수가 포함됨
 자료: 웹툰인사이드, 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 티빙과 웨이브도 이용자가 증가하는 중



주: 안드로이드, iOS 모바일앱 합산
 자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 10대의 취향: 동영상 1회 시청 시 선호 길이



자료: 메조미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 숏폼/미드폼이 기호: 플레이리스트(네이버)의 15분 웹드라마



자료: 플레이리스트, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	469	517	601	711
매출원가	421	440	495	568
매출총이익	48	77	106	143
판매비와관리비	19	22	23	26
조정영업이익	29	55	82	117
영업이익	29	55	82	117
비영업손익	4	1	4	2
금융손익	3	2	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	56	86	119
계속사업법인세비용	7	15	21	29
계속사업이익	26	41	65	91
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	26	41	65	91
지배주주	26	41	65	91
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	26	41	65	91
지배주주	26	41	65	91
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	146	168	125	159
FCF	-13	50	109	134
EBITDA 마진율 (%)	31.1	32.5	20.8	22.4
영업이익률 (%)	6.2	10.6	13.6	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	7.9	10.8	12.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	57	109	134
당기순이익	26	41	65	91
비현금수익비용가감	124	128	61	67
유형자산감가상각비	2	3	2	1
무형자산상각비	115	111	41	41
기타	7	14	18	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-143	-96	3	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-29	-18	-23
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	11	4	5
법인세납부	-19	-16	-21	-29
투자활동으로 인한 현금흐름	-81	19	-28	-47
유형자산처분(취득)	0	-7	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-30	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-42	39	-1	-2
기타투자활동	-39	-13	3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	0	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	0	1
자본의 증가(감소)	2	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-2	0	-1
현금의 증가	-93	75	81	86
기초현금	153	60	135	216
기말현금	60	135	216	302

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	244	319	427	549
현금 및 현금성자산	60	135	216	302
매출채권 및 기타채권	84	111	129	152
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	100	73	82	95
비유동자산	337	350	338	348
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	7	5	4
무형자산	233	205	194	203
자산총계	582	669	765	897
유동부채	145	192	223	264
매입채무 및 기타채무	64	85	99	117
단기금융부채	2	3	3	4
기타유동부채	79	104	121	143
비유동부채	8	8	8	8
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	153	200	231	272
지배주주지분	428	469	534	625
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	322	323	323	323
이익잉여금	94	135	200	290
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	428	469	534	625

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	85.9	63.9	46.0	33.0
P/CF (x)	15.1	15.5	23.7	18.9
P/B (x)	5.3	5.9	5.6	4.8
EV/EBITDA (x)	15.0	15.7	22.1	16.9
EPS (원)	941	1,448	2,169	3,024
CFPS (원)	5,346	5,961	4,205	5,265
BPS (원)	15,242	15,637	17,805	20,829
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.4	10.2	16.2	18.3
EBITDA증가율 (%)	27.0	15.1	-25.6	27.2
조정영업이익증가율 (%)	-27.5	89.7	49.1	42.7
EPS증가율 (%)	-26.4	53.9	49.8	39.4
매출채권 회전을 (회)	6.2	5.3	5.0	5.1
재고자산 회전을 (회)	1,620.7	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	22.1	20.6	18.8	18.4
ROA (%)	4.8	6.6	9.1	10.9
ROE (%)	6.4	9.2	13.0	15.7
ROIC (%)	8.7	13.5	22.6	32.9
부채비율 (%)	35.8	42.6	43.3	43.5
유동비율 (%)	168.4	166.1	191.3	208.1
순차입금/자기자본 (%)	-21.2	-29.6	-41.0	-48.8
조정영업이익/금융비용 (x)	58.1	97.3	140.0	189.5

나혼렘 이후를 기대

매수
(유지)

목표가: 45,000원
상승여력: 19.4%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

4Q20 Preview

매출액 170억원(+95.7% YoY), 영업이익 41억원(+59.7% YoY), 시장 기대 부합 예상

- 작품 라인업 확대 및 해외 수출 증가 따른 외형 증가 지속
- 4Q 웹툰 해외 매출액 57억원(YoY +240%, QoQ +20%), 3Q에 이어 빠른 성장 추정
- OPM 전망치 24.2%(QoQ +1.0%p), 국내외 거래액 증가에 따른 영업 레버리지
- 일본 픽코마 호조가 동사 작품 결제액 증가로 연결, 웹툰산업 proxy 포지션 지속 전망

후속작을 기다린다

견조한 실적 체력 지속: 1) 픽코마 트래픽 호조, 2) 대표작 후재 종료와 신작 론칭

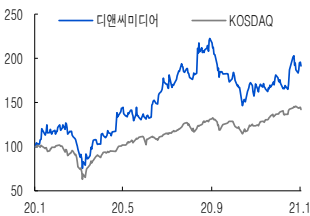
- 일본 웹툰 이용자/ARPU 동반 증가, 픽코마/라인망가의 앱 매출 순위는 전체 5위 이내
- 경쟁 서비스(라인망가) 개편, 픽코마 프로모션 통해 일본 웹툰 시장 성장세 가속화
- 당사 추정 기준 픽코마는 4Q 매출(약 +360% YoY)과 다운로드(+124%) 호조 지속
- ‘나혼렘’, ‘공작가의 하녀’ 등 동사 히트작은 상위권 조회 수는 지키고 있으나
- 상위권을 위협하는 신작 수급이 이어지고 있어 동사도 후속 흥행작 추가가 필요한 시점

투자 전략

투자이견 ‘매수’ 및 목표주가 4.5만원 유지

- 21F NP 157억원 * 목표 P/E 35배 유지, China Literature는 유료화 이후 P/E 40~70x
- 성장의 기울기 급해진 일본 웹툰 시장으로 인해 동사 이익 체력 향상 지속
- 픽코마 내 한국 작품 비중은 5%이나 거래액은 40%, ‘나혼렘’ 이후 히트작 출현 가능
- 전자책 플랫폼(카카오페이지/네이버웹툰/리디 등) 상장/투자 이슈 부각 시 재평가 예상
- 추가 성장 동력 1) 카카오의 지역 확장(중국/대만/태국/미국)에 따른 동사 수혜
- 추가 성장 동력 2) 스토리 IP 활용(드라마, 게임) 증가에 따른 이익 레버리지

Key data



현재주가(21/1/15, 원)	37,700	시가총액(십억원)	463
영업이익(20F, 십억원)	14	발행주식수(백만주)	12
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	14	유동주식비율(%)	52.0
EPS 성장률(20F, %)	126.7	외국인 보유비중(%)	1.1
P/E(20F, x)	40.3	베타(12M) 일간수익률	0.89
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	14,800
KOSDAQ	964.44	52주 최고가(원)	43,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.8	14.8	84.8
상대주가	6.0	-7.0	30.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	27	32	42	59	76	102
영업이익 (십억원)	5	6	8	14	19	28
영업이익률 (%)	18.5	18.8	19.0	23.7	25.0	27.5
순이익 (십억원)	5	5	5	11	16	23
EPS (원)	442	408	403	913	1,274	1,888
ROE (%)	14.2	14.4	12.4	23.8	25.9	29.0
P/E (배)	16.0	34.6	48.3	40.3	29.6	20.0
P/B (배)	2.6	4.6	5.6	8.4	6.7	5.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

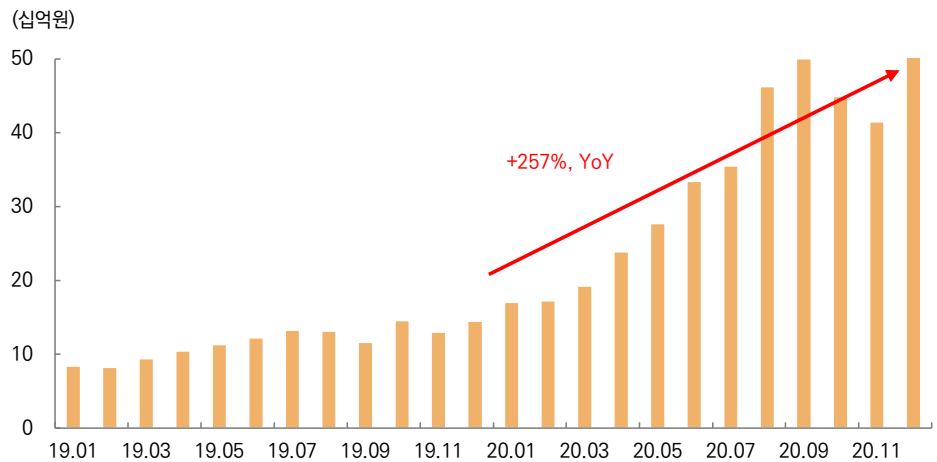
표 14. 디앤씨미디어 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 백만장, %p)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	9.6	10.8	13.1	8.7	12.6	14.0	15.5	17.0	42.1	59.2	76.0
전자책	7.2	8.1	9.3	10.3	10.7	12.5	13.6	15.2	34.9	52.0	68.9
카카오페이지향	4.2	4.7	5.5	5.6	5.6	7.3	8.2	9.9	20.0	31.0	44.6
Non-카카오페이지향	3.0	3.4	3.8	4.7	5.1	5.1	5.4	5.3	22.2	28.2	31.3
종이책	1.9	1.6	1.8	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	7.1	6.8	6.6
국내	9.0	9.8	11.7	10.4	10.7	9.8	10.8	11.3	40.9	42.6	46.8
해외	0.6	1.0	1.4	1.7	1.9	4.2	4.8	5.7	4.7	16.6	29.2
영업비용	8.0	9.2	11.0	6.1	9.9	10.8	11.9	12.9	34.2	45.6	57.2
급여	0.9	1.0	1.1	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1	3.5	4.4	4.5
지급수수료	6.0	6.9	8.2	5.9	8.0	8.8	9.8	10.6	26.9	37.2	47.6
영업이익	1.7	1.6	2.0	2.6	2.7	3.2	3.6	4.1	7.9	13.6	18.8
영업이익률	17.4	15.0	15.7	29.7	21.3	22.8	23.2	24.2	18.8	23.0	24.8
세전이익	1.7	1.7	2.1	2.6	2.8	3.3	3.8	4.3	8.2	14.2	19.6
당기순이익	1.4	1.3	1.6	0.6	2.3	2.6	3.0	3.4	4.9	11.2	15.7
순이익률	14.8	11.8	12.3	6.4	18.2	18.3	19.0	20.0	11.5	18.9	20.6
YoY											
매출액	28.2	34.4	55.6	6.3	31.1	30.0	19.1	95.7	31.4	40.4	28.4
전자책	38.7	41.0	44.5	72.3	48.8	54.6	46.4	47.7	49.5	49.2	32.5
종이책	-15.8	-26.2	-3.7	-20.4	-5.5	-10.0	-1.5	-2.0	-16.9	-4.6	-2.0
국내	26.3	27.6	48.7	22.6	19.0	0.4	-7.4	8.1	31.2	4.2	9.8
해외	62.3	195.7	153.2	239.3	200.8	328.8	239.4	240.0	165.0	252.8	76.3
영업이익	20.7	-7.8	26.3	55.1	60.6	96.9	76.5	59.7	23.2	71.8	38.4
당기순이익	18.7	-11.9	20.7	-41.5	61.1	101.2	84.8	514.7	-1.3	131.0	39.8
주요 가정											
카카오페이지 거래액	66	67	72	73	87	84	91	90	279	352	405
픽코마 거래액	26	34	38	42	54	85	132	138	140	408	474

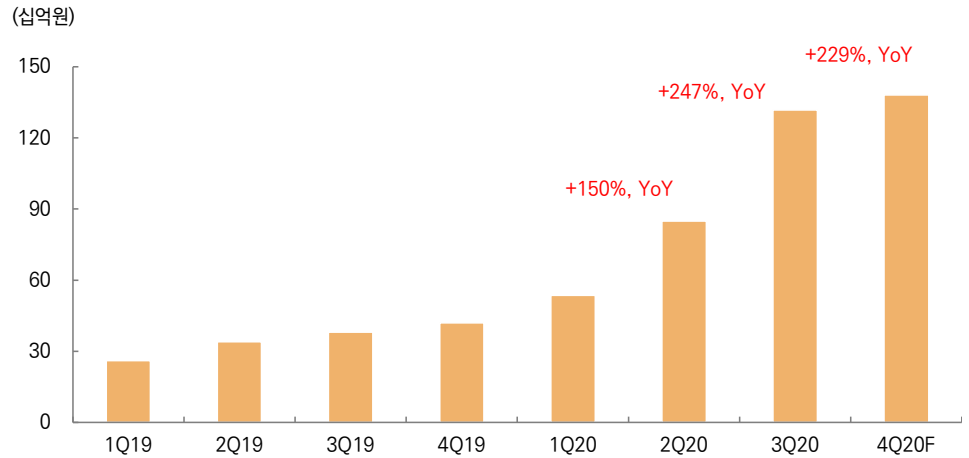
자료: 디앤씨미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 픽코마 12월 거래액은 YoY +257% 증가 (자체 추정)



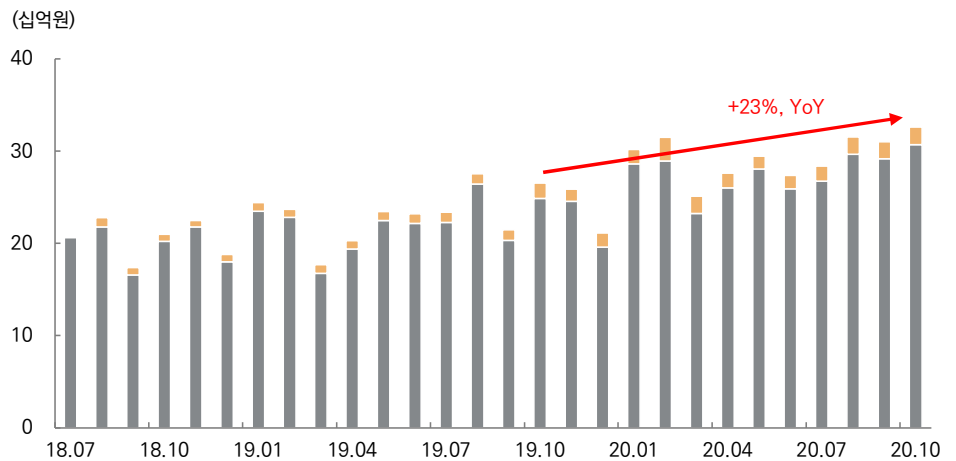
주: SensorTower 추정치 참고, 실제 발표치와 차이 있음
 자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 픽코마 4Q20 거래액은 YoY +229% 증가 (자체 추정)



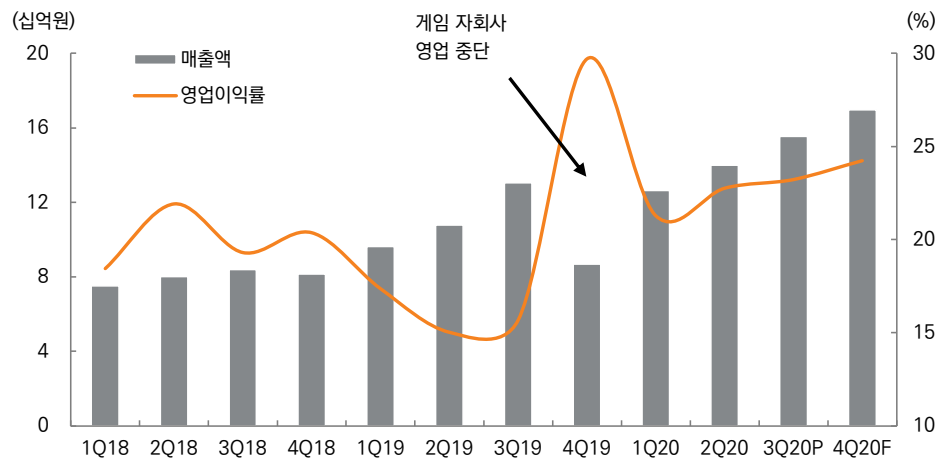
주: SensorTower 추정치 참고, 실제 발표치와 차이 있음
 자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 카카오페이지(다음웹툰 합산) 10월 거래액은 YoY +23% 증가



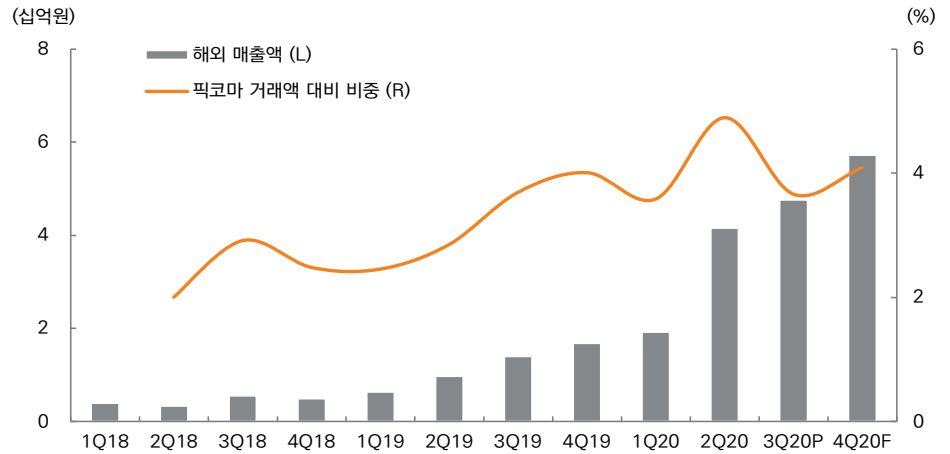
주: SensorTower 추정치 참고, 실제 발표치와 차이 있음
 자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 매출과 이익률 동반 상승 구간



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 동사의 해외 매출액은 2Q20부터 폭증



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 픽코마와 라인망가는 일본 전체 앱 매출액 기준 10위권 이내를 꾸준히 유지, 10위 내 Non-게임은 라인망가/픽코마/라인 분

Rank	App Name	Category	Revenue	Change	Rank	App Name	Category	Revenue	Change	Rank	App Name	Category	Revenue	Change
1	PayPay Corporation PayPay-페이페이(キャッシュレスでスマートにお支払い)	Free	\$55,328*		Free +1	Mojang Minecraft	Paid	\$680.00		Free	KONAMI 프로야구スピリッツA	Free	\$3,219*	
2	LINE Corporation LINE	Free	\$41,229*		Free +1	CAPCOM 몬스터ハンター ストーリーズ	Paid	\$500.00		Free +3	KFLAG, Inc. 몬스터스타이크	Free	\$2,865*	
3	Bubblegum Games LLC Project Makeover	Free	\$36,847*		Free +3	OLIVESTONE Lab. MOODA	Paid	\$120.00		Free -1	SQUARE ENIXドラゴンクエストタクト	Free	\$1,784*	
4	Zoom ZOOM Cloud Meetings	Free	\$4,629*		Free -3	Yoko Yamamoto 280blocker:コンテンツブロッカー-280	Paid	\$500.00		Free	GungHo Online Entertainment, Inc. バズル&ドラゴンズ	Free	\$2,576*	
5	DEJAE-CAN CO.,LTD 出前館	Free	\$4,256*		Free +2	SQUARE ENIXドラゴンクエストV 天空の花嫁	Paid	\$1040.00		Free +3	Kobal Japan Corp. ピッコマ	Free	\$1,351*	
6	AMZN Mobile LLC Amazonプライム・ビデオ	Free	\$3,451*		Free -2	ComenSeed Corporation パチスロ モンスターハンター-ワールドFTM	Paid	\$1220.00		Free -3	Vizstar, Inc. 密魂-じゅんたま-	Free	\$9,359*	
7	Google LLC YouTube	Free	\$2,730*		Free -2	Tantissa AutoSleep Watchを使って睡眠を自動で追跡します	Paid	\$490.00		Free -1	Niantic, Inc. Pokémon GO	Free	\$3,922*	
8	Mercari, Inc. メルカリ(メルペイ)・フリマアプリ&スマホ決済	Free	\$2,700*		Free	Bennett Foddy Getting Over It	Paid	\$610.00		Free -1	miHoYo Limited 原神	Free	\$5,807*	
9	株式会社NTTフコモ d払い - スマホ決済アプリ、キャッシュレスでお支払い	Free	\$18,823*		Free +9	EXINQA LLC ビューマン フォール フラット	Paid	\$610.00		Free +2	LINE Corporation LINEマンガ	Free	\$11,714*	
10	Uber Technologies, Inc. Uber Eats(ウーバーイーツ) 出前/デリバリー注文	Free	\$25,122*		Free +3	SQUARE ENIXドラゴンクエストVII エデンの戦士たち	Paid	\$1840.00		Free	SQUARE ENIXドラゴンクエストウォーク	Free	\$1,064*	

주: 1월 15일 Sensortower 기준
 자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

디앤씨미디어 (263720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	42	59	76	102
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	42	59	76	102
판매비와관리비	34	46	57	74
조정영업이익	8	14	19	28
영업이익	8	14	19	28
비영업손익	0	0	1	1
금융손익	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	14	20	29
계속사업법인세비용	2	3	4	6
계속사업이익	7	11	16	23
중단사업이익	-2	0	0	0
당기순이익	5	11	16	23
지배주주	5	11	16	23
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	5	11	16	23
지배주주	5	11	16	23
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	8	14	19	28
FCF	4	18	17	25
EBITDA 마진율 (%)	19.0	23.7	25.0	27.5
영업이익률 (%)	19.0	23.7	25.0	27.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	18.6	21.1	22.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	5	18	17	25
당기순이익	5	11	16	23
비현금수익비용가감	2	3	3	5
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	2	3	3	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	6	1	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	0	-2	-3
재고자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-1	-2	-4	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-7	28	0	0
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-6	28	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2	-2	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	2	-2	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	0	43	16	24
기초현금	9	9	52	68
기말현금	9	52	68	93

자료: 디앤씨미디어, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	49	66	87	117
현금 및 현금성자산	9	52	68	93
매출채권 및 기타채권	6	7	8	11
재고자산	1	2	3	3
기타유동자산	33	5	8	10
비유동자산	4	5	6	7
관계기업투자등	1	2	3	4
유형자산	3	3	2	2
무형자산	0	0	0	0
자산총계	53	72	93	124
유동부채	11	18	23	31
매입채무 및 기타채무	1	2	3	4
단기금융부채	2	0	0	0
기타유동부채	8	16	20	27
비유동부채	1	1	1	2
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	2
부채총계	12	19	24	33
지배주주지분	42	53	68	91
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	16	16	16	16
이익잉여금	20	31	47	70
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	42	53	68	91

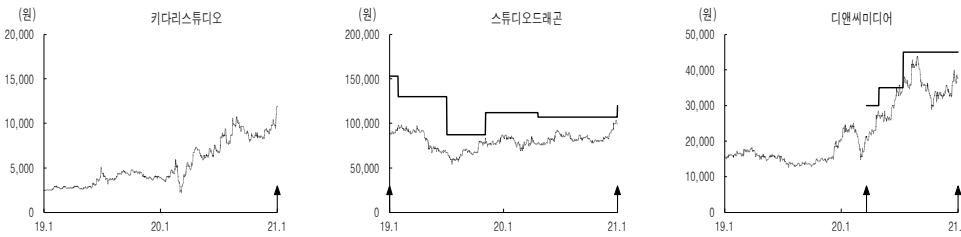
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	48.3	40.3	29.6	20.0
P/CF (x)	36.1	32.2	24.3	16.4
P/B (x)	5.6	8.4	6.7	5.0
EV/EBITDA (x)	28.1	28.8	20.8	13.1
EPS (원)	403	913	1,274	1,888
CFPS (원)	539	1,145	1,553	2,296
BPS (원)	3,448	4,360	5,634	7,522
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	31.3	40.5	28.8	34.2
EBITDA증가율 (%)	33.3	75.0	35.7	47.4
조정영업이익증가율 (%)	33.3	75.0	35.7	47.4
EPS증가율 (%)	-1.2	126.6	39.5	48.2
매출채권 회전을 (회)	9.2	9.8	10.5	10.7
재고자산 회전을 (회)	48.4	39.4	33.5	34.1
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	10.0	17.9	19.0	21.4
ROE (%)	12.4	23.8	25.9	29.0
ROIC (%)	119.9	426.3	-1,005.8	-727.2
부채비율 (%)	28.7	36.6	35.9	35.9
유동비율 (%)	432.5	364.0	374.3	377.5
순차입금/자기자본 (%)	-15.8	-98.4	-100.3	-101.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2,138.9	1,913.3	17,179.0	47,319.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
키다리스튜디오 (020120)					2019.02.15				
2021.01.17	매수	17,000	-	-	2018.11.08	매수	130,000	-36.25	-24.38
스튜디오드래곤 (253450)					2019.02.15				
2021.01.17	매수	120,000	-	-	2018.11.08	매수	153,000	-36.75	-25.42
스튜디오드래곤 (253450)					2020.07.30				
2020.05.08	매수	107,000	-21.50	-3.08	2020.07.30	매수	45,000	-	-
2019.11.22	매수	112,000	-29.35	-22.32	2020.05.15	매수	35,000	-15.33	3.29
2019.07.21	매수	87,000	-22.51	-4.14	2020.04.06	매수	30,000	-21.44	-5.00

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.