

KOSPI | 미디어와엔터테인먼트

키다리스튜디오 (020120)

공간에서 이익난다

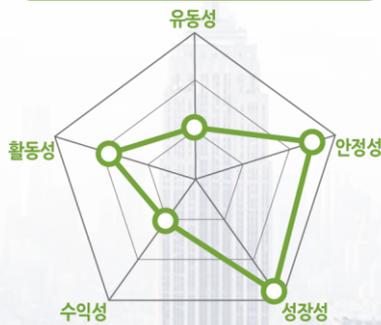
체크포인트

- 동사가 영위하는 산업은 기본적으로 공간(IP 등)이 든든해야 다양한 수익창출(유료결제부터 다른 콘텐츠로의 활용 등)이 가능하다고 판단함
- 투자포인트는 1) 자체 스튜디오를 통해 연간 제작되는 신규 작품 수가 지속적으로 증가하고, 2) 자사 및 타사플랫폼을 통해 글로벌 익스포저가 확대되며, 3) 웹툰/웹소설 IP를 기반으로 OSMU(One Source Multi Use) 사업 기회가 많아질 것으로 예상되는 점
- 2023년 매출액 2,214억원(+27%YoY), 영업이익 155억원(+42%YoY) 전망. 동사의 2023년 예상 PER은 31.9배로 경쟁사 대비 높지만, 1) 동사의 가파른 매출성장률, 2) 높은 글로벌 매출 비중, 3) 영상화 역량 등을 감안 시 이는 부분적으로 설명 가능
- 리스크 요인은 유럽 웹툰 시장 경쟁 과열에 의한 델리톤의 실적 부진

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

콘텐츠 제작자(CP)와 플랫폼 비즈니스를 동시에 영위

동사는 웹툰 및 웹소설 콘텐츠 전문기업으로 1) 웹툰 사업(2022년 3분기 누적 매출 비중 89%), 2) 웹소설 사업(3%)과 3) 영상콘텐츠 제작 및 부가관련 유통 사업(8%)을 영위

투자포인트 1) 자체 스튜디오를 통해 연간 제작 신규 작품 수 증가

키다리스튜디오는 현재 4개의 자체 콘텐츠 제작 스튜디오(봄툰 공작소, 레진 편집부, 스튜디오 웨이브, 스튜디오 M)를 운영 중. 현재 연간 200여 독점 웹툰/웹소설 작품이 신규로 창출 되는데, 2024년까지는 365개 작품(1일 1작품) 수준의 증가가 전망됨

투자포인트 2) 자사 및 타사플랫폼을 통해 글로벌 익스포져 확대

2022년 3분기 기준 약 34%인 동사의 글로벌 매출은 향후 지속적으로 확대될 전망. 자사플랫폼인 봄툰 및 벵툰, 레진코믹스, 텔리툰을 통해서 한국뿐 아니라 글로벌 웹툰 시장 수요에 대응 중. 통합 회원수는 약 4,600만명으로 추산되며, 결제금액도 지속적으로 상승 추세임. 현재 미국, 일본, 프랑스 등 선진국 시장과 태국과 대만과 같은 일부 동남아 시장에 진출 중인데, 중장기적으로 중남미와 유럽, 중국 및 중화권으로 확장이 예상됨

투자포인트 3) 웹툰 IP를 기반으로 OSMU 사업 기회 증대될 전망

동사는 웹툰/웹소설 IP 판매뿐 아니라 드라마 공동제작도 본격적으로 진출해 2023년말부터 순차적으로 가시적인 성과를 확인할 수 있을 것으로 전망됨. CP(콘텐츠 제작자), 플랫폼, 그리고 드라마/영화 제작 역량을 모두 갖추고 있기 때문에, 향후 수직계열화에 따른 영업이익률 상승이 기대되며 글로벌 종합 콘텐츠 기업으로 거듭날 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	267	455	1,191	1,744	2,214
YoY(%)	36.3	70.2	161.8	46.4	27.0
영업이익(억원)	7	46	69	109	155
OP 마진(%)	2.6	10.1	5.8	6.3	7.0
지배주주순이익(억원)	27	1	35	63	112
EPS(원)	166	3	114	173	306
YoY(%)	1,639.9	-98.2	3,671.2	51.1	76.6
PER(배)	24.3	3,238.6	138.9	52.9	31.9
PSR(배)	2.4	3.8	4.1	1.9	1.6
EV/EBIDA(배)	42.4	29.7	41.8	12.5	17.9
PBR(배)	3.3	6.7	2.5	1.5	1.5
ROE(%)	14.5	0.2	2.8	2.8	4.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/13)	9,750원
52주 최고가	18,750원
52주 최저가	5,990원
KOSPI (1/13)	2,386.09p
자본금	174억원
시가총액	3,604억원
액면가	500원
발행주식수	37백만주
일평균 거래량 (60일)	165만주
일평균 거래액 (60일)	159억원
외국인지분율	0.39%
주요주주	다우데이터 외 9인 44.77%
	진도투자목적유한회사 6.47%

Price & Relative Performance



Stock Data

추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	14.4	-45.8
상대주가	4.2	11.7	-32.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율' 임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

■ 기업 개요

1 사업부문과 종속회사 및 주주구성

키다리스튜디오는
웹툰, 웹소설, 영상콘텐츠 제작
및 부가판권 유통 사업을 영위

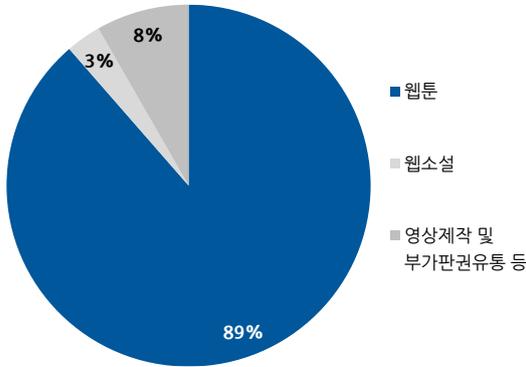
키다리스튜디오의 주요 사업 부문은 1) 웹툰 사업(2022년 3분기 누적 매출 비중 89%), 2) 웹소설 사업(3%), 3) 영상콘텐츠 제작 및 부가판권 유통 사업(8%)이다. 콘텐츠 제작자(CP, Contents Provider)와 플랫폼 비즈니스를 동시에 영위하는 업체이다.

매출의 42%를 차지하는 별도법인인 한국에서 주요 사업을 진행하고 있다. 그 밖의 비상장 종속회사로 DELITOON SAS(매출 비중 6% / 지분율 98.8% / 소재지 프랑스), (주)레진엔터테인먼트(매출 비중 39% / 지분율 94.3% / 소재지 대한민국), Lezhin Entertainment LLC(매출 비중 8% / 지분율 100% / 소재지 미국), Lezhin Entertainment, Corp(매출 비중 5% / 지분율 100% / 소재지 일본)이 있다.

최대주주 및 특수관계인의
지분 비율은 44.2%
(쥬다우데이터 36.0%)

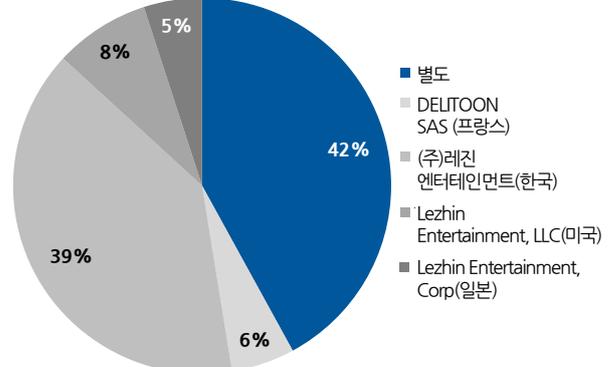
2022년 9월 30일 기준, 키다리스튜디오의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 44.2%로 (쥬다우데이터(최대주주, 지분율 36.0%), (쥬다우기술(계열사, 3.7%), (쥬이머니(계열사, 2.2%) 등이 포함되어 있다. 자기주식수는 574주로 미미하다.

사업부문별 매출 비중(2022년 3분기 누적 기준)



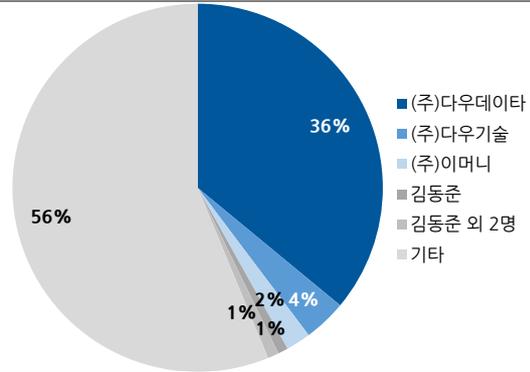
자료: 키다리스튜디오, 한국R협의회 기업리서치센터

자회사별 매출 비중(2022년 3분기 누적 기준)



자료: 키다리스튜디오, 한국R협의회 기업리서치센터

키다리스튜디오의 주주구성



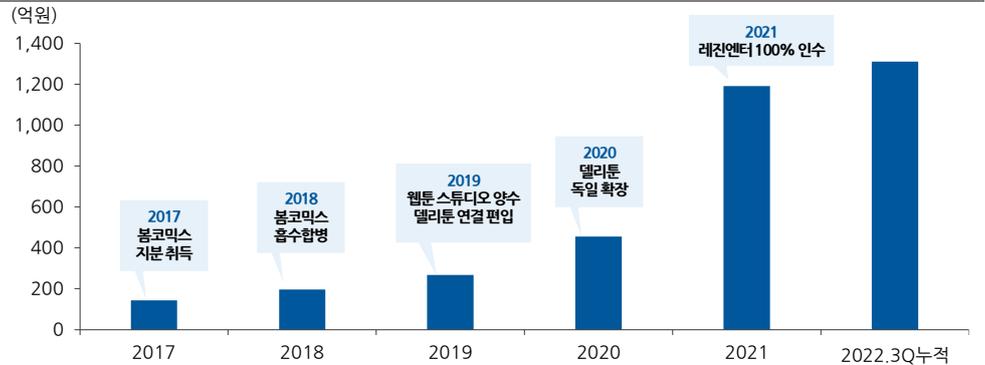
자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 연혁 및 주요 사업부별 소개

M&A로 사업 영역과 매출 규모 확대

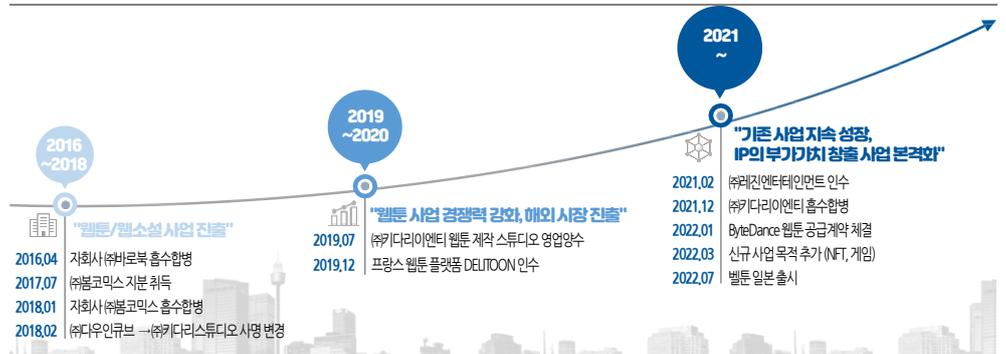
키다리스튜디오의 연혁과 매출액을 살펴보면, 지속적인 M&A를 통해 사업 영역과 매출 규모를 키워왔음을 알 수 있다. 동사는 1987년 '엘렉스컴퓨터'로 설립돼 애플의 매킨토시컴퓨터를 국내에 독점 유통하는 비즈니스로 성장했다. 1996년 코스피에 상장했고, 2002년 다우기술에 인수되면서 다우그룹 내로 편입됐다. 이후, 2016년 바로북, 2018년 봄코믹스를 흡수합병하여 웹툰 및 웹소설 플랫폼 서비스 사업에 본격적으로 진출했다.

M&A와 함께 매출을 키워온 키다리스튜디오



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

키다리스튜디오의 연혁



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁 및 사업부별 소개

2017년 7월, 동사는 (주)봄코믹스 지분을 인수해, 이듬해 1월 자회사 (주)봄코믹스를 흡수합병했다. (주)봄코믹스가 운영한 '봄툰'은 국내 1위 여성 전문 웹툰, 웹소설 플랫폼으로 독자 90% 이상이 여성으로 추정된다. 로맨스, BL(Boy's Love, 남성끼리의 사랑을 소재로 다룬 장르), GL(Girl's Love, 여성끼리의 사랑을 담은 장르) 등의 니치마켓 장르에 특화되어있다. 구매력이 큰 성인 독자가 많은 플랫폼으로 여타 웹툰 플랫폼 대비 유료결제 전환율이 높은 것이 특징적이다. 현재 웹툰뿐만 아니라 웹소설, 영상 및 굿즈판매까지 그 영역을 확대 중이다.

2018년 2월 상호를 (주)다우인큐브에서 (주)키다리스튜디오로 변경했다. 2019년 7월, (주)키다리엔티로부터 웹툰 제작 스튜디오를 양수하면서 콘텐츠 제작 사업을 본격화했다. 이에 따라, 스튜디오에서 제작된 웹툰 타이틀을 자사 플랫폼뿐 아니라 네이버, 카카오페이지 등과 같은 타사플랫폼까지 유통하고, 2차적 저작물에 대한 라이선스 사업과 부가관련 창출이 가능해졌다. 2021년 12월 (주)키다리엔티를 최종적으로 흡수합병하면서 웹툰, 웹소설, 영상 등 IP를 활용한 종합 콘텐츠 기업으로 사업모델을 구축할 수 있게 되었다.

2019년 12월, 프랑스 웹툰 플랫폼인 '델리툰(DELITOON)'을 인수했다. 델리툰을 통해 한국 웹툰 작품을 프랑스어와 독일어로 번역해 서비스 중이다. 2021년 2월, 동사는 주식의 포괄적 교환 계약을 통해 (주)레진엔터테인먼트 주식 인수를 완료했다. (주)레진엔터테인먼트 보유한 플랫폼 '레진코믹스'는 국내 3위 웹툰플랫폼으로 미국과 일본에서도 서비스를 운영 중이다. 동사는 델리툰과 (주)레진엔터테인먼트 인수를 통해 유럽, 미국, 일본 등 선진국 시장으로 사업을 확장하게 되었다. 뿐만 아니라, 자체 스튜디오를 보유한 콘텐츠 제작사인 동사는 두 번의 플랫폼 인수를 통해 수직계열화 구조를 더욱 견고히 하며 시너지를 창출할 수 있게 되었다.

2022년 1월, 동사는 틱톡 모회사인 바이트댄스(ByteDance)로부터 총 규모 약 480억원의 투자를 유치했다. 키다리스튜디오와 종속회사 (주)레진엔터테인먼트가 각각 약 240억원 규모의 투자금을 확보했으며, 동사는 콘텐츠 제작 스튜디오를 설립해 콘텐츠 제작 역량 강화 및 지적재산권(IP) 확보를 위해 투자금을 사용할 계획이다. 동사는 이번 전략적 파트너십 구축을 통해서 향후 4년 동안 IP 4,800종을 약 500억원에 바이트댄스에 공급할 예정이다. 또한, 중국 및 중화권에 동사의 주요 작품들을 선보이는 교두보를 확보하게 되었다.

산업 현황

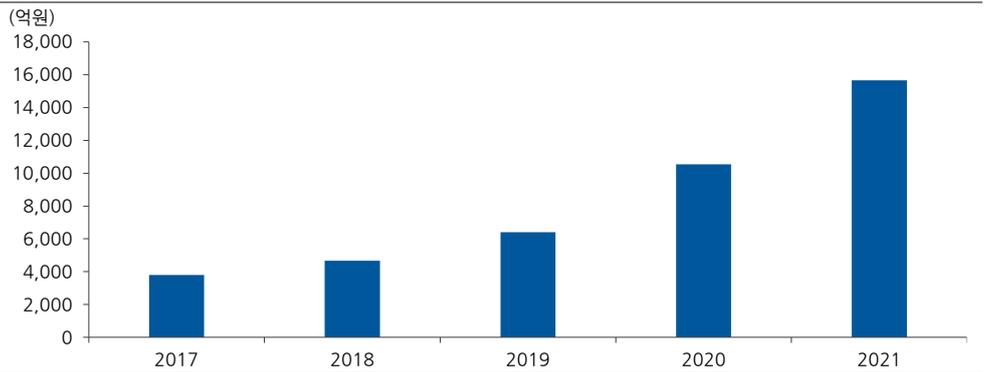
1 국내 웹툰 시장은 연평균 42% 고성장

2017~2021년 국내 웹툰 시장 연평균성장률 42%

국내 웹툰 시장은 2021년 1조 5,660억원 규모로 2017~2021년 연평균 42%로 고성장했다. 특히, 최근 2년 동안 전년대비 각각 65%, 49%로 매우 높은 성장률을 시현했다. 한국콘텐츠진흥원이 발간한 2022년 웹툰 사업체 실태 조사보고서에 따르면 동 시장은 플랫폼사와 CP사의 매출로 구성된다. 플랫폼사의 매출 규모는 8,241억원으로 전체 시장의 53%를 차지한다. 웹툰 CP사의 매출액은 7,419억원으로 47%를 차지한다.

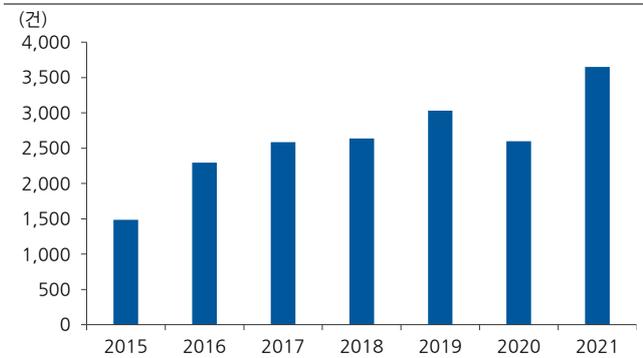
웹툰의 고성장은 1) 휴대폰 고사양 및 모바일 앱 등의 급격한 발전과 더불어, 2) 코로나로 인해 헬스장, 영화관, 쇼 팍몰 등과 같은 외부에서 여가 시간을 보내는 대신 비대면으로 집안에서 할 수 있는 레저 활동인 홈트레이닝, OTT, 웹툰 등의 수요가 확대되었고, 3) OTT 채널확대로 한국드라마에 대한 글로벌 수요가 증가하면서 드라마의 원천 소스가 되는 웹툰 시장 역시 확대된 것에 기인한다.

국내 웹툰 시장 추이



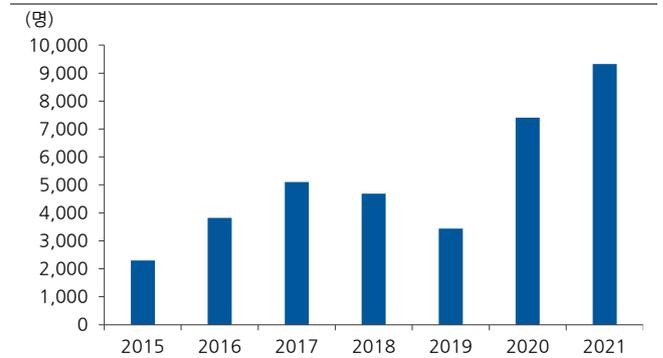
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 웹툰 신규 작품 수 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 웹툰 작가 수 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

웹툰 신규 작품 수 및 작가 수 역시 상승추세

웹툰 시장 성장을 가늠할 수 있는 또다른 지표로서 국내 웹툰 신규 작품 수와 작가 수 추이를 들 수 있다. 한국콘텐츠진흥원에 따르면 2021년 신규 웹툰 작품 수는 3,649개로 전년동기대비 40% 증가했다. 이는 2015~2021년 연평균 16% 성장한 수치이다.

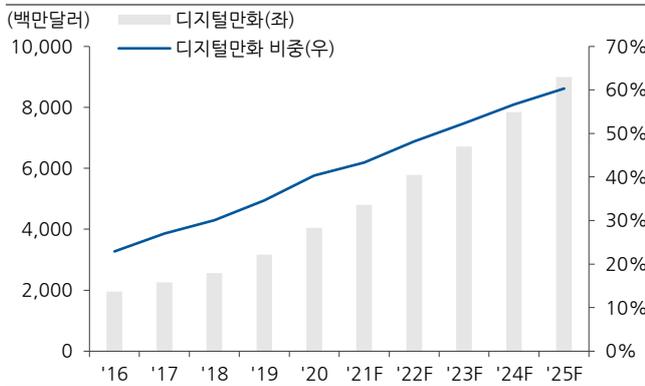
2021년 기준 웹툰 작가수는 9,326명으로 전년대비 26% 증가했다. 주목할 만한 점은 작가 수가 2017년에 5,099명으로 고점을 형성한 후 2019년까지 지속적으로 감소했는데, 2020년과 2021년 전년대비 각각 115%, 26% 급격히 성장했다는 점이다. 이 무렵, 네이버와 카카오와 같은 대형웹툰 플랫폼이 해외시장에 진출하며 작가를 채용하는 수요가 많아졌을 뿐 아니라, 유명 웹툰 작가들이 방송, 유튜브 등에서 영향력이 커지면서 웹툰 시장에서 커리어 시작을 희망하는 젊은 세대가 많아졌다고 사료된다.

2 글로벌 웹툰시장은 연평균 20% 고성장

2016~2020년 글로벌 웹툰시장 연평균성장률 20%

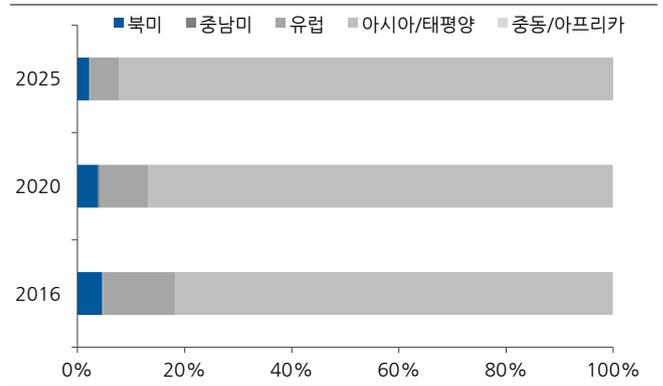
글로벌 디지털만화(웹툰) 시장은 2020년 40.5억달러를 기록하며 전년대비 28% 고성장했다. 2016~2020년으로 기간을 늘려보아도 연평균 20% 고성장세를 보여주고 있다. 반면, 전체 만화시장은 동 기간(2016~ 2020년) 연평균 4% 성장에 그쳤다. 코로나를 계기로 비대면 서비스 수요가 확대됨에 따라 앞으로도 전세계적으로 웹툰 및 웹소설과 같은 디지털 기반 콘텐츠의 성장이 가속화될 것이라고 예상된다. 전체 만화 중 디지털 만화 비중은 2020년 40%로 2016년 23% 대비 두배 가까이 상승했다. 소프트웨어정책연구소에 따르면 2025년 디지털만화 비중은 60%까지 확대될 것으로 예측된다.

글로벌 웹툰 시장 추이 및 전망



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국콘텐츠진흥원 기업리서치센터

글로벌 웹툰 시장 지역별 비중



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국콘텐츠진흥원 기업리서치센터

디지털 만화에서 아시아 태평양이 차지하는 비중(87%) 압도적, 일본과 한국이 선도

2020년 기준, 글로벌 디지털 만화 시장에서 아시아/태평양 시장이 차지하는 비중은 87%로 압도적인데, 일본과 한국이 디지털 만화를 선도하는 국가이기 때문이다. 한국에서는 디지털만화 태동기에 자사 포털사이트 유입을 목적으로 네이버와 카카오가 웹툰을 무료로 제공했기 때문에 웹툰이 대중화되었다. 이후, 2010년대부터 웹툰을 전문적으로 제공하는 사이트가 많아지고 네이버와 카카오 역시 부분유료화를 진행하며 시장규모가 확대되었다. 일본은 전통적으로 만화시장 규모가 컸는데 시대적 흐름에 따라 출판만화 시장이 정체되고 점진적으로 디지털화가 진행되었다. 여기에 라인망가(네이버)와 픽코마(카카오) 등 국내업체들이 일본에 진출하며 디지털만화 성장이 가속

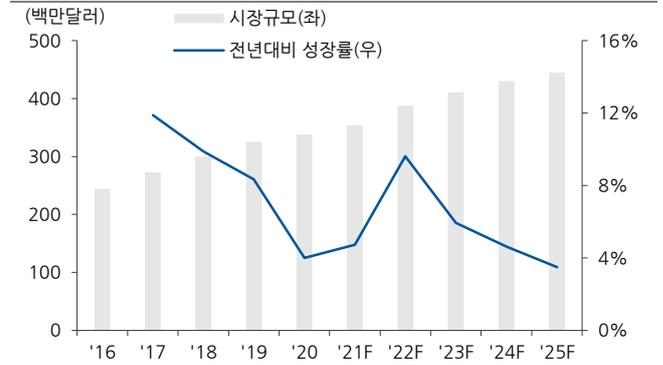
되고 있다. 그 다음으로는 유럽이 약 9%를 차지하고 있고, 뒤이어 북미가 약 4%를 차지한다. 중남미와 중동/아프리카의 비중은 미미하다.

일본 웹툰 시장 추이 및 전망



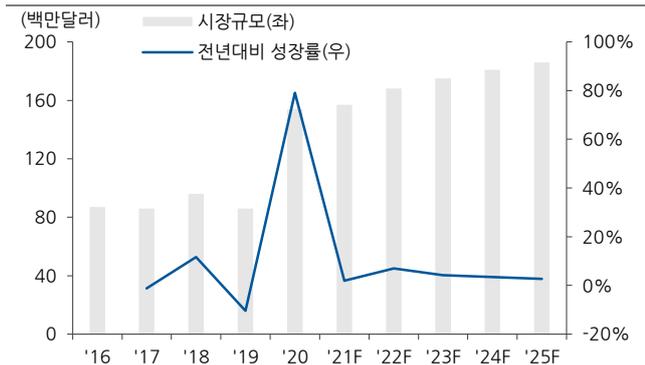
자료: 소프트웨어정책연구소, 한국IR협회의 기업리서치센터

EU&영국 웹툰 시장 추이 및 전망



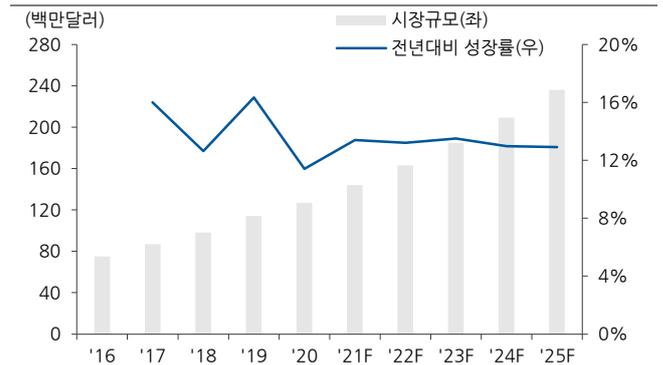
자료: 소프트웨어정책연구소, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 웹툰 시장 추이 및 전망



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 웹툰 시장 추이 및 전망



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국IR협회의 기업리서치센터

2020년 일본의 디지털만화시장 규모는 31.8억달러로 전년대비 32% 성장했다. 애니메이션 ‘귀멸의 칼날’ 흥행으로 인한 인쇄만화 및 디지털만화로의 확산효과가 발생했고, 코로나 발발로 인해 집안에서 하는 레저활동의 증가 역시 디지털 만화 시장 성장을 가속화했다.

2020년 EU와 영국의 디지털만화시장 규모는 3.4억달러로 전년대비 4% 성장했다. 유럽시장 내 성장은 코로나로 인한 홈엔터테인먼트 콘텐츠 수요 증가와 넷플릭스 인기로 인한 원작 웹툰의 관심 증대에 기인한 것으로 판단된다.

같은 해 미국 시장규모는 1.5억달러로 전년대비 78% 고성장했다. 글로벌 시장에 타격을 주었던 코로나의 영향 및 이에 대형 출판사들이 빠르게 대응해 디지털화가 가속화되었기 때문이다. 게다가, 넷플릭스 영화/드라마의 원작인 웹툰의 수요가 급증했고, comiXology, 마블, DC코믹스 등 대형 출판사의 구독서비스 수요 증가 및 Diamond Comic사의 출판 만화책 유통 중단 등도 영향을 미쳤다.

2020년 중국 시장규모는 1.3억달러로 전년대비 12% 성장했다. 고성장은 코로나로 인한 긍정적 영향과 텐센트, 바이두, 알리바바 등 중국 대형 디지털만화 사업자의 빠른 디지털 전환 대응에 기인했다.

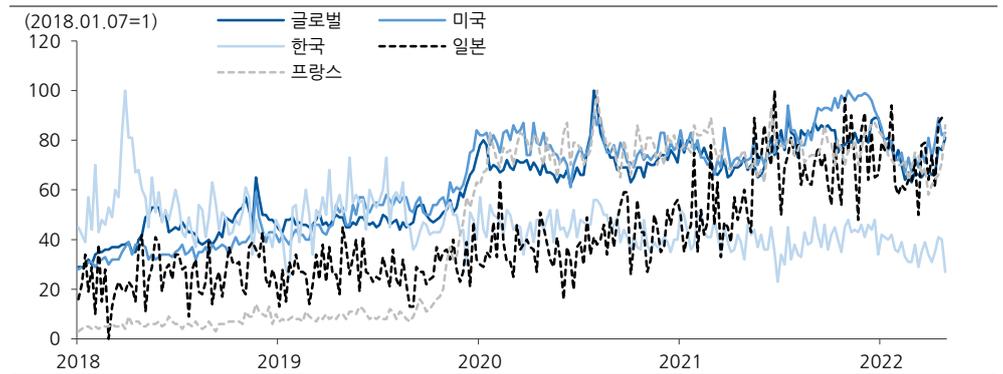
소프트웨어정책연구소에 따르면, 글로벌 주요국인 일본, EU&영국, 미국, 중국의 디지털만화 시장은 2020~2025F 동안 각각 연평균 20%, 6%, 4%, 13% 고성장할 것으로 전망된다. 웹툰 시장은 2020년에 큰 성장을 맞이했고 앞으로도 지속적으로 시장의 관심을 받을 것으로 판단된다.

**웹툰은 한국에서 유래한
디지털 만화**

인터넷을 통해 연재하고 배포하는 만화를 뜻하는 웹툰(Webtoon, 'World Wide Web'에서의 'Web'과 'Cartoon'에서의 'toon'이 합성된 조어)이라는 용어자체가 한국에서 처음 만들어진 단어로서, 현재 해외에서 "한국에서 유래한 디지털만화 형식"을 지칭하는 고유명사로 쓰이고 있다. 참고로, 외국에서 인터넷 만화를 통칭하는 단어는 '웹 코믹(Webcomic)'이다. 'cartoon'은 애니메이션 만화 또는 신문에 실리는 작은 컷의 만평을 의미하고, 'comic'은 만화책을 의미하는 'comic book'의 준말이기 때문이다. 한국 대형 플랫폼들이 해외에 진출하면서 현지작가가 연재하는 작품도 많아졌고, 그에 따라 웹툰이 단순히 한국에서 만들어져 세계적으로 유통되는 디지털만화가 아닌 디지털만화를 통칭하는 말로 변화하고 있다.

웹툰이라는 검색어를 조회한 구글트렌드를 살펴보면 전세계적으로 웹툰에 대한 관심, 디지털 만화에 대한 수요를 간접적으로 파악할 수 있다. 2021년 이후 글로벌을 비롯해 미국, 일본, 프랑스 모두 2018년초 대비 3~4배에 가까운 검색트렌드를 보여주고 있다. 그 이유 중의 하나로 한국에서 발전한 웹툰이 네이버, 카카오 등 한국 업체들의 적극적인 해외 진출로 글로벌 여러 국가에서 포지션이 확대되고 있기 때문이라고 판단된다. 네이버웹툰과 카카오페이지가 일본을 비롯한 동남아, 프랑스, 영어권 국가에서 공격적으로 한국 작품을 번역해서 소개하기도 하고 현지 작가들의 작품을 연재하기도 하면서, 웹툰의 인지도와 인기가 상승하는 추세이다.

지역별 '웹툰'의 구글트렌드 추이



3 웹툰의 수익화는 진행 중

웹툰의 대표적인 수익모델은

- 1) 유료결제,
- 2) 광고,
- 3) 라이선스 수수료,
- 4) 굿즈 판매

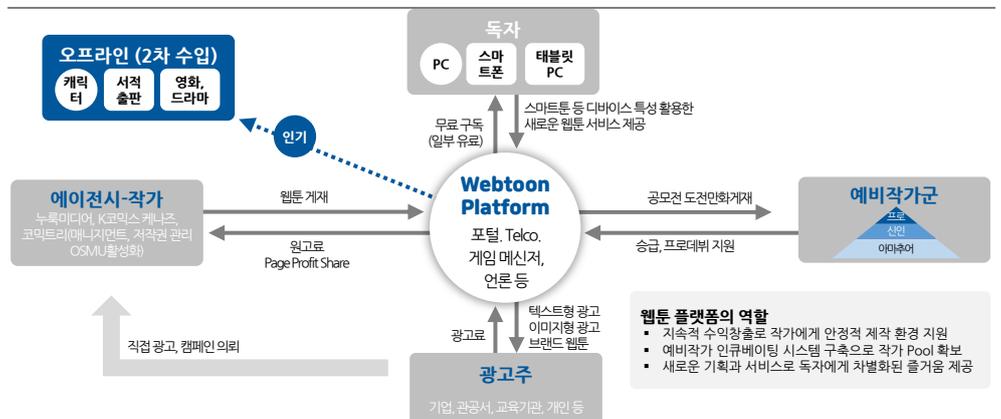
웹툰이라는 콘텐츠가 대중의 사랑을 받은 것은 오래되었지만, 수익화 모델이 구체화된 것은 최근이다. 예를들어, 네이버는 네이버웹툰(한국)과 라인망가(일본)에 이어 2018년에 들어서야 전세계 자사 플랫폼의 유료 수익 모델을 도입했다.

대표적인 수익모델은 1) 유료결제, 2) 광고, 3) 라이선스 수수료, 4) 굿즈 판매이다. 대다수 웹툰 플랫폼이 Freemium(Free + Premium)' 모델을 기본적으로 채택하고 있다. 이는 웹툰 소비자가 기본적으로는 무료로 접근할 수 있지만, 프리미엄 기능이나 인기있는 콘텐츠에 접근하려면 유료결제를 해야 하는 시스템이다. 이러한 부분 유료화 정책은 정액제와 달리 보는 만큼 과금되는 특징이 있고, 과금은 에피소드당 500원~1000원 정도의 소액이다. 최근 웹툰 및 웹소설을 기반으로한 텐트폴(tent pole, 텐트를 칠 때 사용하는 지지대)로 각 제작사의 사업 성패를 가를 만한 대작 영화와 드라마가 많이 탄생하면서, 웹툰 시장에서 라이선스 수익과 관련 굿즈 판매 비중이 점차 상승하는 추세이다.

웹툰 플랫폼은 자체적으로 인기작가와 계약하거나 공모전을 통해 신인 작가를 발굴하기도 한다. 혹은 CP사를 통해 안정적으로 작품을 소싱받기도 한다. 인기작가와 계약 시 자사 플랫폼에 일정 기간 동안 독점으로 연재하는 것을 계약조건으로 하는 경우가 많은데, 경쟁력 있는 작가진을 확보하는 것과 인기 독점 작품 수는 플랫폼의 경쟁력 이기 때문이다. 즉, 인기있는 독점 작품이 많을수록 독자들로 하여금 플랫폼에 잔존하게 하고 유료 결제를 이끌어 낼 수 있다.

CP사는 플랫폼에 안정적으로 작품을 공급해주고, 작가들이 작품활동에 전념할 수 있도록 인프라 등을 지원하는 역할을 한다. CP사는 인기작가와 계약을 통해 작품을 제작하기도 하고, 작가를 직접 고용하기도 한다. 사내에 고용된 작가는 웹툰을 직접 집필하는 것 외에도, 웹소설을 웹툰화 하거나 일본의 웹툰(대부분 흑백) 혹은 오래전에 연재된 웹툰을 디지털화하고 채색 등을 보완해 재탄생시키기도 한다. 이런 작업은 해외에 자회사 혹은 사무소 등을 꾸려 인력을 고용해 진행하기도 한다.

웹툰 플랫폼의 수익화 모델 구조도



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 자체 스튜디오를 통해 연간 제작되는 신규 작품 수 증가할 전망

**연간 독점적으로 제작되는
신규 작품 수는
현재 200여 작품에서
2024년 365개 작품으로
확대될 전망**

키다리스튜디오는 현재 4개의 자체 콘텐츠 제작 스튜디오(붐툰 공작소, 레진 편집부, 스튜디오 웨이브, 스튜디오 M)를 운영하면서, 성별 및 세대, 장르별 니즈에 맞는 다양한 성격의 작품을 제작하고 있다. 이들 스튜디오에서 외주 작가와의 계약 및 직원작가를 통해 작품을 생산한다. 향후, 1) 인기작가와의 외주계약을 확대하면서도 추가적으로 2) 직원작가 채용을 통해 웹소설의 웹툰화, 일본 웹툰의 리뉴얼, 남성향 작품 자체 제작 등의 사업도 키울 전망이다. 이에 따라, 현재 4개의 플랫폼을 통해 연간 200여 독점 웹툰/웹소설 작품이 신규로 창출되는데, 2024년까지는 365개 작품(1일 1작품) 수준의 증가가 전망된다.

키다리스튜디오는 처음에는 플랫폼 중심으로 시작했지만 콘텐츠 IP의 가치가 커지자 2019년 7월 계열사인 키다리엔티의 CP 사업을 양수하면서 본격적으로 동 사업을 확장하고 있다. CP 사업을 강화해 플랫폼과 시너지를 창출하는 밸류체인 모델을 구축했다.

2022년초 글로벌 플랫폼 비즈니스모델을 지향하는 틱톡의 모회사인 바이트댄스로부터 신규 투자자금을 유치하며 CP사로 낙점되면서 향후 동사의 콘텐츠 제작 역량은 더욱 향상될 것으로 판단된다. 그 일환으로 2022년말 베트남에 현지 인력 4~5명을 고용해 원활한 웹툰 공급에 박차를 가하고 있다. 현지인력을 활용하여 저렴한 인건비로 오래된 웹툰의 채색을 보정하고, 흑백이 많은 일본 웹툰을 채색해 자사 플랫폼에 공급하려는 목적이다. 이를 통해 원가 절감뿐만 아니라, 향후 동사 웹툰 작품들을 번역해 베트남 현지 플랫폼에 유통을 하려는 계획도 가지고 있다.

키다리스튜디오의 자체 제작 스튜디오 현황

<p>붐툰 공작소</p> <p>세계의 여성을 즐겁게 만드는 콘텐츠</p> <p>여성향 콘텐츠 제작 스튜디오</p> <p>제작 콘텐츠 붐툰 우선 공급</p> <p>제작 > B > 타 플랫폼</p> <p>자사 웹소설의 웹툰화 스튜디오 알랑즈</p> <p>〈자사 웹소설의 웹툰화 진행〉 독점 웹툰 매월 80작품 이상 연재 중</p>	<p>스튜디오 웨이브 <i>studio Weib</i></p> <p>전체 일상물 콘텐츠 위주 제작 스튜디오</p> <p>제작 콘텐츠 네이버 시리즈/웹툰 카카오페이지 우선 공급</p> <p>제작 > S > 타 플랫폼</p> <p>일본 민화의 웹툰화 진행</p>
<p>레진 편집부</p> <p>전체 여성향, 남성향 콘텐츠 제작 스튜디오</p> <p>부가가치(OSMU) 창출 가능 콘텐츠 제작 확대</p> <p>제작 콘텐츠 레진 우선 공급</p> <p>제작 > R > 타 플랫폼</p>	<p>스튜디오 M</p> <p>남성향 콘텐츠 제작 스튜디오</p> <p>일본 GIGATOONSTUDIO와 공동 제작 레진 우선 공급 후 레진 글로벌 플랫폼, 엘리툰 공급</p> <p>제작 > M > 타 플랫폼</p> <p>22년 30작품 이상 출시 예정, 메인 작가 60명 이상 영입</p>

자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사 플랫폼을 구체적으로 설명하면, 봄툰 공작소는 여성향 콘텐츠를 제작하는 스튜디오이다. 봄툰공작소에서 계약되어있는 외주작가를 통해 동사 플랫폼에 독점적으로 월 80작품의 웹툰을 연재하고 있다. 자체 제작 콘텐츠는 자사플랫폼인 봄툰에 우선공급되며, 통상적으로 2~3년의 시차를 두고 타 플랫폼까지 연재한다. 봄툰공작소의 하위 레이블인 스튜디오 말랑스에서 직원작가들을 채용해 여성향 웹소설을 웹툰화하는 작업도 수행 중이다.

레진편집부(스튜디오)는 여성향 및 남성향 콘텐츠를 전반적으로 제작하고 있다. 봄툰공작소와 마찬가지로 자사 플랫폼인 레진코믹스(플랫폼)에 우선적으로 콘텐츠를 공급하고 있다. 레진코믹스가 성인물 비중(약 90%)이 높은 플랫폼이기 때문에, 레진편집부 역시 플랫폼 성격에 맞는 작품을 제작하고 있다. 외주작가와의 계약을 통해 CP사의 역할을 하고 있다. 레진편집부에서 OSMU(One Source Multi Use) 창출이 가능한 콘텐츠의 비중이 확대될 전망이다. 동 스튜디오에서 제작된 '조국과 민족', '킬링스토킹'은 IP 판매 및 영상제작이 확정되었다.

키다리아엔티 소속 스튜디오였던 스튜디오웨이브(studio Weib)는 성별 및 나이 관계없이 대중적인 일상물 콘텐츠 위주로 제작하고 있다. 콘텐츠는 네이버시리즈, 네이버웹툰, 카카오페이지에 우선적으로 공급하고 있다. 인기 작품으로 '빛과 그림자', '외과의사엘리제'와 '메디컬환생' 등이 있다.

2021년에 설립한 스튜디오M은 남성향 콘텐츠를 전문으로 제작하고 있다. 현재 70명의 직원작가가 고용되어 웹툰을 제작 중이다. 자체 제작 이외에도 일본 GIGATOON STUDIO와 공동으로 웹툰을 제작 중이다. 직원작가를 통해 일본 망가를 웹툰화하고 있다. 스튜디오M에서 제작된 웹툰은 레진코믹스에 우선 공급 후, 레진 글로벌 플랫폼 및 텔리툰으로 공급되고 있다.

2 자사 및 타사플랫폼을 통해 글로벌 익스포저 확대

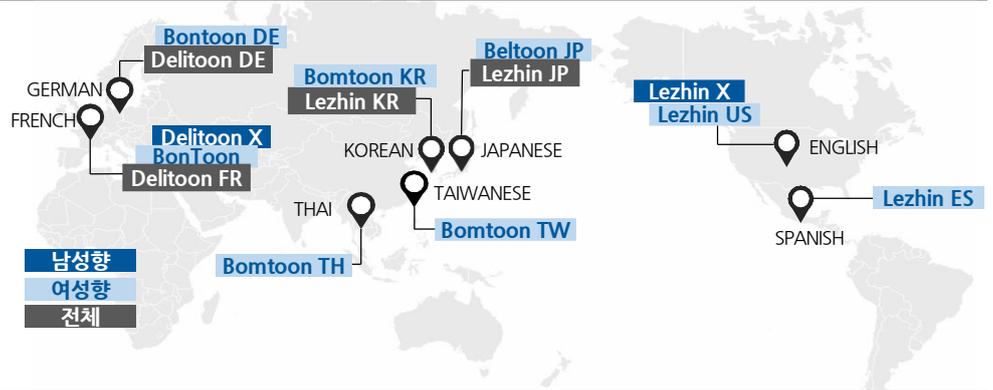
현재 8개 언어,
14개 자사 플랫폼을 통해
해외시장 노출 중 &
바이트댄스 투자로 해외매출은
더욱 증가할 전망

키다리스튜디오는 자사플랫폼과 타사플랫폼을 활용해서 글로벌 매출 비중을 확대해 나갈 것으로 전망된다. 2022년 3분기 기준 약 34%인 동사의 글로벌 매출은 향후 지속적으로 확대될 전망이다. 현지화된 플랫폼을 출시하면서 해외 시장에 직접 진출하게 되면 초기에는 마케팅 및 번역 비용과 같은 고정비가 들지만, 유료결제 가입자수가 일정수준을 넘어서면 이익레버리지 효과를 기대할 수 있다. 이는 향후 밸류에이션 프리미엄 요소로 작용할 것으로 판단된다.

먼저, 동사는 자사플랫폼인 봄툰 및 벨툰(봄툰의 일본 플랫폼), 레진코믹스, 텔리툰을 통해서 한국뿐 아니라 글로벌 웹툰 시장 수요에 대응하고 있다. 현재 자사 플랫폼을 통한 통합 회원수는 약 4,600만명으로 추산되며, 결제금액도 지속적으로 상승하는 추세이다. 자사플랫폼을 통해 현재 8개 언어로 번역되고 있고, 해외 14개 플랫폼으로 운영되고 있다. 자사플랫폼이 현재 커버하고 있는 시장은 미국, 일본, 프랑스 등 선진국 시장과 태국과 대만과 같은 일부 동남아 시장이다. 향후 중남미와 유럽 타지역으로 확장이 예상된다.

게다가, 동사는 CP사(컨텐츠 제작자)로서 타사플랫폼을 통해 해외시장 노출을 확대할 것으로 예상된다. 2022년초 바이트댄스의 투자를 통해 중화권 및 동남아 시장으로 확대가 예상되는데, 이는 동사가 플랫폼사로서 현재 커버하고 있지 않는 지역이라 전세계 커버리지 확대 측면에서 의미가 크다고 본다.

키다리스튜디오의 웹툰 서비스는 현재 8개 언어, 14개 플랫폼으로 운영 중



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

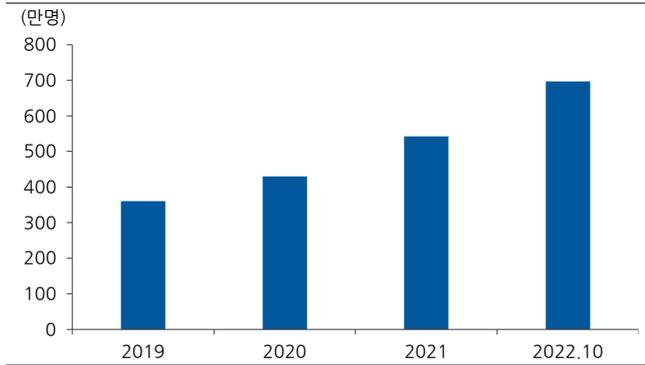
자사플랫폼 수익모델은
유료결제

동사 플랫폼의 수익은 대부분 가입자의 유료결제에 의해 발생한다. 가입자가 일정금액 코인을 결제하고, 에피소드당 2~4코인을 사용해 구독한 만큼 과금되는 구조이다. 결제액에서 당기에 코인이 소진된 만큼 매출액으로 인식된다. 광고수익은 없다. 에피소드당 평균 가격은 한국과 동남아가 500원, 미국, 일본, 프랑스, 독일이 1,000원 수준이다.

국내 1위 여성향 웹툰 플랫폼인 봄툰의 누적가입자는 2022년 10월기준 697만명으로 매년 100만명 이상 확대되고 있다. 결제금액은 2022년 3분기 기준 291억원으로, 2021년 연간 결제액(298억원)에 비등한다. 결제금액 기준 매년 50% 이상 높은 성장률을 시현하고 있다. 현재 한국어, 태국어, 대만어, 일본어로 서비스를 운영 중이다. 현재 23,000여 작품을 서비스 중으로 BL과 로맨스 비중이 각각 44%, 40%로 높은 비중을 차지하고 있다.

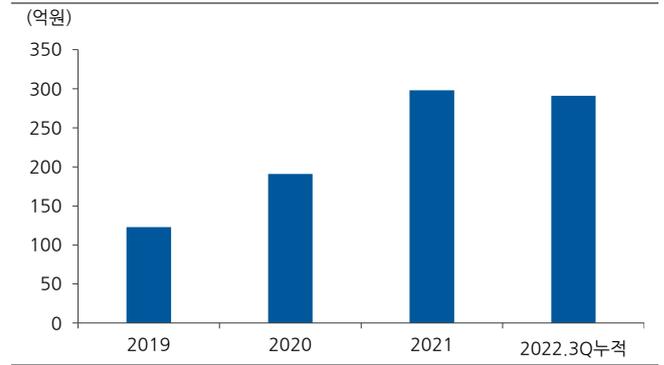
키다리스튜디오는 2022년 7월 일본판 봄툰 플랫폼인 '벨툰'을 신규 출시했다. 봄툰 서비스가 국내뿐 아니라, 태국 등 해외 시장에서도 경쟁력이 있다는 판단으로 일본으로의 사업 확장을 결정했다. 일본내 경쟁 서비스로 여성향 웹툰 플랫폼인 '렌타'가 있는데, 연매출이 2,500억원으로 동 시장의 잠재성이 크다고 본다. 벨툰은 2023년부터 온기로 실적에 반영되어 기대가 크다.

봄툰 가입자 수



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

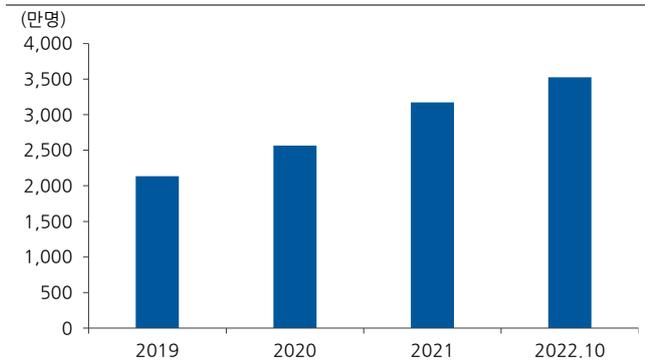
봄툰 결제금액



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

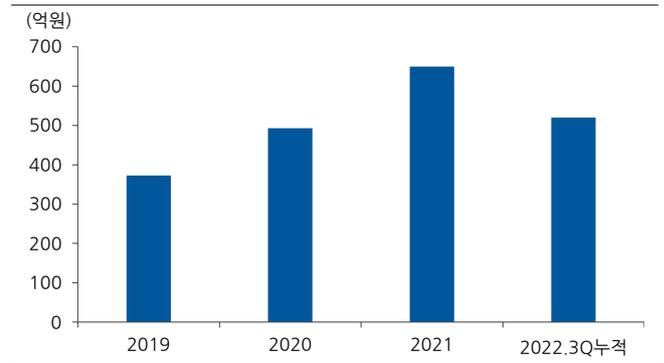
레진코믹스는 세계최초로 유료 웹툰 시장을 열어준 플랫폼으로 국내는 물론이고, 미국과 일본 시장에서 직접 서비스를 운영 중이다. 현재 1만 2,700여 작품을 한국(한국어), 미국(영어), 일본(일본어), 중남미(스페인어)로 운영 중이다. 레진의 누적가입자수는 2022년 10월기준 3,524만명으로 매년 20% 이상 증가하고 있다. 결제금액은 2022년 3분기 기준 520억원이다. 2021년 연간 결제액은 650억원으로 전년대비 30% 이상 성장했다. 여성향 비중이 높았던 동사는 최근 남성향 작품 비중이 30%까지 올라오며 장르를 다양화하고 있다.

레진코믹스 가입자 수



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

레진코믹스 결제금액



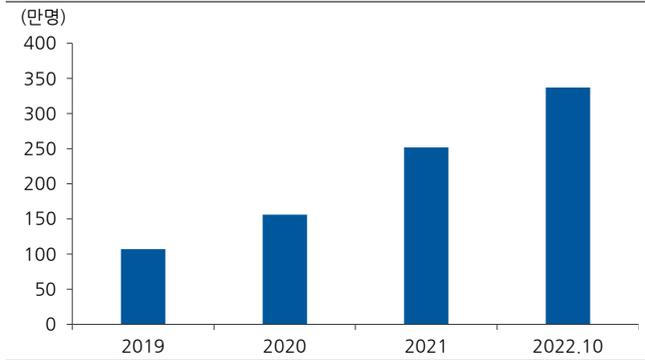
자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

키다리스튜디오는 유럽 최초 웹툰 플랫폼인 텔리툰을 인수하며 해외시장의 교두보를 마련했다. 텔리툰은 봄툰과 마찬가지로 여성향 웹툰 콘텐츠를 주력으로 하고 있다. 현재 프랑스어와 독일어로 5개 플랫폼을 운영 중이다. 게재된 작품 수는 1,000작품 이상이다. 현재 유럽지역 내 웹툰플랫폼의 경쟁이 치열해짐에 따라, 추가적인 유럽국가 진출은 순연된 상황이다.

2022년 10월기준 텔리툰의 누적가입자수는 337만명으로, 봄툰과 마찬가지로 매년 100만명에 가까운 신규가입자가 유입되면서 성장세를 보여주고 있지만, 결제액이 이에 못 미쳐 매출액은 2022년 3분기 기준 83억원으로, 전년 동기 대비 14% 역성장했다. 국내 타티어 웹툰 플랫폼들이 유럽지역에 경쟁적으로 진출하면서 독자들이 분산되고 있는 것으로 판단된다. 참고로, 2020년과 2021년에는 전년대비 각각 71%, 10% 성장했다. 키다리스튜디오는 텔리

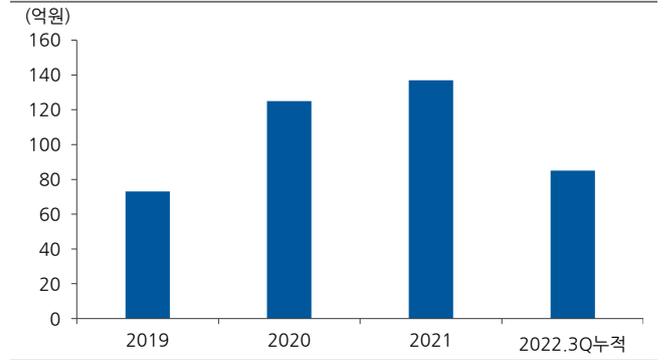
돈에 대한 투자를 지속적으로 진행할 계획으로 동사 플랫폼은 로맨스 및 BL과 같은 특화된 시장에 경쟁력이 있기 때문에 경쟁 과열 국면을 잘 버틴다면 매출의 재성장 및 수익성 확보가 가능할 것으로 예상된다.

델리톤 가입자 수



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

델리톤 결재금액



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 웹툰/웹소설 IP를 기반으로 OSMU 사업 기회 증대될 전망

IP를 활용한

공동제작 드라마 5편은

2023년말부터 순차적으로

방영될 예정

동사는 웹툰/웹소설 IP를 기반으로 드라마 및 영화 등 다른 콘텐츠로 활용하는 OSMU(One Source Multi Use) 사업 기회가 많아질 것으로 판단된다. 가시적인 성과는 2023년말부터 순차적으로 확인될 것이다. 또한, 동사는 CP사, 플랫폼, 그리고 드라마/영화 제작 역량을 모두 갖추고 있기 때문에, 향후 수직계열화에 따른 영업이익률 상승이 기대되며 글로벌 종합 콘텐츠 기업으로 거듭날 전망이다.

키다리스튜디오는 웹툰/웹소설 IP 판매뿐 아니라 IP를 활용한 영상콘텐츠 제작에도 본격적으로 참여할 계획이다. 현재 웹툰 IP를 기반으로 영상화된 작품으로는 “하숙집 오버지”와 “오! 나의 어시님”이 있다. 향후 타스튜디오와 공동으로 제작할 구체적인 계획이 있는 작품은 “세기의 악녀”(필름몬스터 공동제작), “힘내라! 여대리”(팬엔터테인먼트 공동제작), “피치못할 게이더!”(어바웃필름 공동제작), “쩔 해주세요!”(팬엔터테인먼트 공동제작), “불멸의 날들”(스튜디오드래곤 공동제작)로 총 5 작품이다. 위 작품들은 2023년 하반기부터 순차적으로 촬영하는 것을 목표로 하고 있고, 2023년말부터 2025년까지 방영될 것으로 판단된다.

공동제작사가 스튜디오드래곤이나 필름몬스터와 같이 편성권이 있는 종편사의 계열사 혹은 팬엔터테인먼트와 같이 드라마에 오랜 업력이 있는 회사들이기 때문에 제작 및 방영에 큰 어려움이 없을 것으로 전망된다. 또한, 소위 ‘대작’이 탄생할 경우 굿즈 등 부가적인 매출도 발생할 수 있을 것으로 예상된다. 드라마 공동제작 외에도, 연간 10편 내외였던 웹툰 IP 판매 역시 2023년 이후 20편 내외로 확대될 것으로 전망된다. 동사의 OSMU 사업 기회는 중장기 성장동력으로서 높은 가치가 있다고 판단된다.

키다리스튜디오의 드라마 공동제작 라인업

작품명	연재 플랫폼	공동제작사
세기의 악녀	넷플	필름몬스터
힘내라! 여대리	넷플	팬엔터테인먼트
피치못할 게이다!	넷플	어바웃필름
절해주세요!	넷플	팬엔터테인먼트
불멸의 날들	레진코믹스	스튜디오드래곤

자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

키다리스튜디오의 드라마 공동제작 라인업



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

1 3Q22 누적 매출 1,311억원(+53%YoY), 영업이익 85억원(+12%YoY)

**2022년 3분기 누적기준
매출 1,311억원(+53%YoY),
영업이익 85억원(+12%YoY)
기록**

키다리스튜디오의 2022년 3분기 누적 매출액은 전년동기대비 53% 증가한 1,311억원을 기록했다. 동사 매출의 성장은 봄툰과 레진엔터테인먼트의 가입자수 및 결제액 증가에 따른 두 플랫폼 매출 증가가 대부분 기여했다. 1) 봄툰을 포함하는 동사 별도 매출액은 2022년 3분기 누적으로 641억원으로 전년동기대비 63% 증가했다. 2) 또한, 레진엔터테인먼트 누적 매출은 692억원으로 전년동기대비 60% 증가했다. 3) 기업개요에서 언급했던대로 바이트댄스로의 공급계약이 2022년 2분기에 100억원 이상 발생했다. 참고로, 바이트댄스향 매출은 봄툰과 레진의 매출에 배분되어 반영되었다. 반면 델리툰의 누적매출은 유럽지역내 네이버 및 카카오의 사세 확장에 따른 경쟁 강화로 인해 전년동기대비 14% 감소했다.

2022년 3분기 누적 영업이익은 전년동기대비 12% 증가한 85억원(영업이익률 6.5%, -2.4%pYoY)을 기록했다. 50% 이상 성장한 매출을 감안하면 다소 아쉬운 영업이익이다. 1분기 매출은 배증했으나 영업이익은 전년동기대비 -1%YoY 감소했다. 이는 신규 채용으로 인한 인건비 부담 증가와 해외 진출로 인한 마케팅 비용이 발생했기 때문이다. 바이트댄스향 공급계약이 발생했던 2분기에는 영업이익이 72억으로 전년동기대비 큰 폭(+290%)으로 증가했다. 하지만, 3분기는 영업적자 9억원을 기록하며 전년동기(영업이익 35억원) 대비 매우 부진한 이익을 시현했다. 3분기 부진했던 영업이익의 배경은 1) 봄툰과 레진코믹스 플랫폼에서 인기작품의 대부분이 휴재에 들어가며 3분기 매출성장률이 전년동기대비 8%에 그쳤고, 2) 번역비용 등 글로벌 확장에 비용이 많이 발생했으며, 3) 2022년 3월에 개봉한 영화 “뜨거운 피”의 비용이 약 8억원 반영되었고, 4) 지속적으로 부진한 실적을 보였던 델리툰이 약 13억원 적자를 기록했기 때문이다.

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	267	455	1,191	1,744	2,214
별도(봄툰)	252	404	540	871	1,176
델리툰	33	109	123	108	121
레진			622	932	1,165
영업이익	7	46	69	109	155
지배주주순이익	27	1	35	63	112
전년대비 증감률					
매출액	36.3	70.2	161.8	46.4	27.0
영업이익	163.3	552.5	50.9	57.9	41.9
지배주주순이익	1,683.7	-98.0	6,575.0	76.9	78.2
영업이익률	2.6	10.1	5.8	6.3	7.0
지배주주순이익률	10.1	0.1	3.0	3.6	5.1

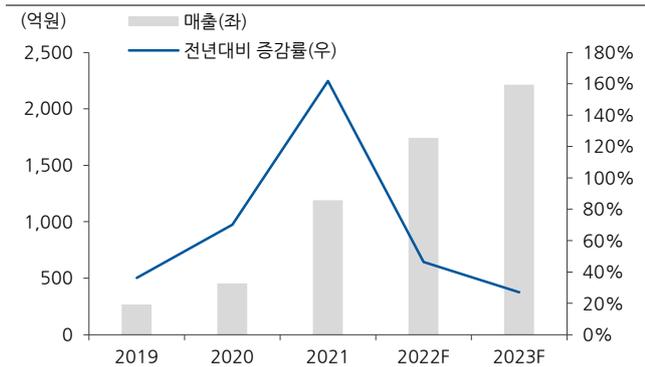
자료: 키다리스튜디오, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 2022년 연간 실적 전망

2022년 매출액
1,744억원(+46%YoY),
영업이익 109억원(+58%YoY)
전망

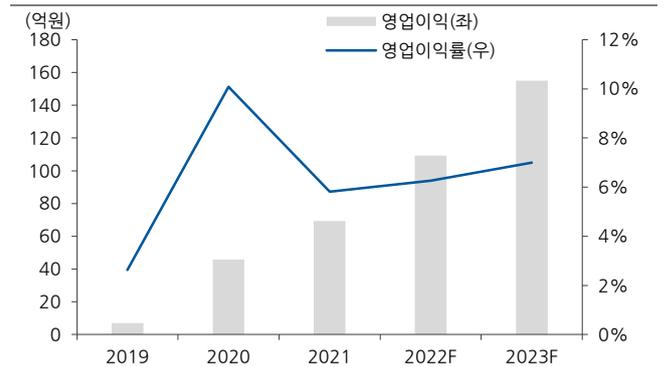
2022년 매출액 1,744억원(+46%YoY), 영업이익 109억원(+58%YoY), 영업이익률 6.3%(+0.5%pYoY)를 전망한다. 3분기에 부진했던 매출은 4분기에 다시 고성장(+30%YoY)할 것으로 전망된다. 붐툰과 레진코믹스의 인기작 품 연재가 재개되면서 결재액이 다시 회복한 것으로 파악된다. 영업이익은 전년동기에는 채용확대, 텔리툰 적자 기록, 상여금 지급 등으로 적자(-7억원)를 기록했으나, 올해는 흑자(+24억원) 전환할 것으로 예상된다.

키다리스튜디오의 연간 매출 전망



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

키다리스튜디오의 연간 영업이익 전망



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액
2,214억원(+27%YoY),
영업이익 155억원(+42%YoY)
전망

2023년 매출액 2,214억원(+27%YoY), 영업이익 155억원(+42%YoY), 영업이익률 7.0%(+0.7%pYoY)를 전망한다. 매출성장의 근거는 세 가지이다. 먼저, 1) 동사의 자사플랫폼인 붐툰과 레진의 매출은 전년대비 각각 35%, 25% 성장할 전망이다. 동사는 최근 몇 년 동안 자체스튜디오 역량을 강화하면서 외주작가 계약 및 직원 작가 채용을 확대해왔다. 이에 따라 자사플랫폼에 연재하는 독점 작품 수도 지속적으로 증가하면서 플랫폼 매출 확대로 이어질 전망이다. 2) 바이트댄스 IP 공급 역시 2023년에 발생할 것으로 예상된다. 3) 동사의 영상 사업부문에서 추진 중인 드라마 공동제작은 2023년부터 점진적으로 매출을 발생시킬 전망이다. 2023년말부터 순차적으로 방영이 예상돼 2024~2025년에 더욱 기대가 되는 부문이다.

2023년에도 성장에 따른 비용 확대가 수반될 것으로 예상해 영업이익률은 소폭 상승하는데 그칠 것으로 전망한다. 벨툰, 텔리툰, 레진 미국 및 일본 법인 등 해외플랫폼에서 번역돼 연재되는 작품수가 증가됨에 따라 번역비용 및 마케팅 비용이 발생할 것으로 전망된다. 본격적인 매출성장에 따른 이익레버리지 발생은 2024년 이후가 될 것으로 전망한다. 2024년부터는 해외플랫폼에서 적정 가입자수가 확보되고, 웹툰/웹소설 제작 및 플랫폼 사업부터 영상 및 굿즈 제작까지 종합 콘텐츠 회사로서의 밸류체인이 본격화 단계에 접어들 것으로 전망된다.

Valuation

동사의 2023년 예상 PER과 PSR은 각각 31.9배, 1.6배

키다리스튜디오의 경쟁사 대비 밸류에이션은

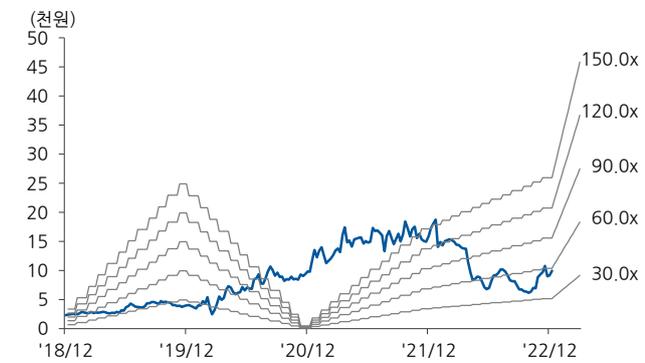
- 1) PER은 높지만,
- 2) PSR은 낮음

현재 키다리스튜디오의 2023년 예상실적 기준 PER은 31.9배로 경쟁사 대비 높은 편이다. 국내외 웹툰/웹소설 및 만화산업에 종사하는 경쟁사의 2023년 평균 PER은 26.5배이다. 참고로, 동사는 최근 5개년(2018~2022년) 동안 PER밴드 30~150배 범위에서 거래되었다.

웹툰 및 콘텐츠 사업에 투자 시 때때로 PSR 밸류에이션을 적용하기도 하는데, 이는 웹툰/웹소설 플랫폼들이 수익성보다 대형화, 가입자 및 결제액 순증에 높은 가치를 부여받기 때문이다. 키다리스튜디오의 2023년 예상 PSR은 1.6배로 글로벌 피어 대비(3.7배) 낮은 수준이다.

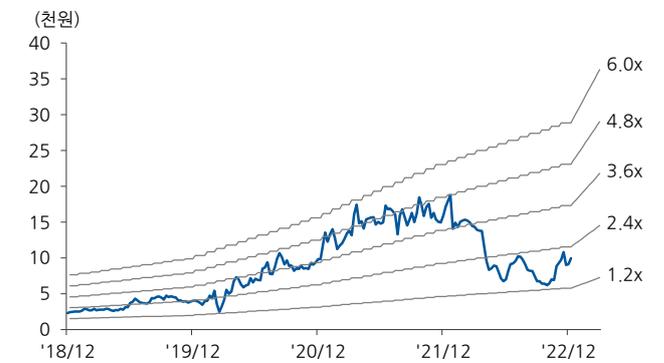
종합해보면, 키다리스튜디오가 매출액 기준으로는 경쟁사 대비 낮게 평가되고 있지만, 이익률이 상대적으로 낮아 이익 기준으로는 높게 평가되고 있다. 현재는 글로벌 확장에 따른 투자가 지속되고 있어 이익률 상승이 제한적이지만, 이익레버리지가 본격화되는 2024년 이후에는 경쟁사 대비 높은 PER 밸류에이션이 다소 완화될 수 있다는 의미로 해석된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

- 동사의 1) 가파른 매출성장률,
- 2) 높은 글로벌 매출 비중,
- 3) 영상화 역량 등을 감안 시, 경쟁사 대비 높은 밸류에이션은 일부 설명 가능

결론적으로, 동사의 PER 밸류에이션은 현재 타사 대비 높지만, 이는 1) 동사의 2020~2023F 연평균 매출 성장률이 69%로 예상돼 경쟁사 대비 두드러지고, 2) 네이버와 카카오는 웹툰 선두주자이지만 타산업이 포함되어 직접비교가 어려우며, 3) 국내 중소형사와 비교 시에 키다리스튜디오의 글로벌 익스포저가 높고 자체 플랫폼을 보유하며 드라마/영화제작 역량까지 확보한 점에서 차별되기 때문에 동사의 높은 밸류에이션이 부분적으로 설명이 가능하다고 사료된다. 또한, 2024년 이후 이익레버리지가 본격화되면 높은 PER 밸류에이션은 다소 완화될 것이라고 전망한다.

앞서 산업현황에서 설명했듯이 웹툰시장의 유료화가 2010년대 후반부터 시작되고, 네이버와 카카오와 같은 국내 일류 업체들이 해외진출을 시작하면서 최근 몇 년 동안 산업 성장에 대한 기대감이 고조되었다. 게다가, 2020년 코로나 발발로 인해 비대면 레저활동의 수요가 급증하면서 산업성장에도 불을 지폈다. 빅테크 업체들이 자사 플랫폼 내 콘텐츠 강화에 집중하면서 콘텐츠산업 내 인수합병과 같은 투자가 활발하게 진행되었다.

키다리스튜디오 역시 동 시기에 텔리툰, 레진엔터테인먼트를 인수했고, 바이트댄스로부터 투자를 받았다. 이런 과정 속에서 2020~2021년 동안 웹툰산업의 리레이팅이 지속되었다. 2022년 경기침체, 성장주에 대한 기피, 코로나 수혜 종료 우려감 등이 반영되어 주가와 밸류에이션이 하락했지만, 동 산업의 성장성 및 글로벌 수요를 감안하면 웹툰산업에 지속적으로 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

키다리스튜디오와 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 백만원, 백만엔)

	키다리스튜디오	NAVER	카카오	디앤씨미디어	대원미디어	미스터블루	China Literature	Toei Animation	
시장 구분	KS	KS	KS	KQ	KQ	KQ	HKEX	TSE	
주가(원, 위안, 엔)	9,750	195,000	62,000	26,700	15,550	3,185	35.1	12,260	
시가총액	3,604	319,896	276,163	3,277	1,956	2,378	35,633	509,580	
자산총계	2019	420	122,995	87,373	535	1,361	623	26,250	94,019
	2020	482	170,142	119,540	637	1,447	703	21,316	105,477
	2021	2,901	336,910	227,796	882	1,641	807	23,297	126,883
자본총계(지배)	2019	206	58,052	52,254	415	785	429	19,397	74,692
	2020	272	73,672	62,989	520	842	534	15,094	85,120
	2021	2,228	235,356	99,844	685	903	652	17,186	96,044
매출액	2019	267	43,562	30,701	421	1,915	639	8,348	54,819
	2020	455	53,041	41,568	577	2,662	807	8,526	51,595
	2021	1,191	68,176	61,367	674	2,998	615	8,668	57,020
	2022E	1,744	81,815	72,626	620	3,137	NA	8,524	74,566
	2023E	2,214	96,208	84,627	756	3,212	NA	9,175	71,293
영업이익	2019	7	11,550	2,068	79	37	139	1,194	16,063
	2020	46	12,153	4,559	137	72	144	(4,475)	15,457
	2021	69	13,255	5,949	151	123	68	2,173	17,904
	2022E	109	13,177	5,982	63	196	NA	1,256	22,599
	2023E	155	14,589	7,844	143	198	NA	1,630	20,991
영업이익률 (%)	2019	2.6	26.5	6.7	18.8	1.9	21.7	14.3	29.3
	2020	10.1	22.9	11.0	23.7	2.7	17.8	(52.5)	30.0
	2021	5.8	19.4	9.7	22.5	4.1	11.0	25.1	31.4
	2022E	6.3	16.1	8.2	10.1	6.2	NA	14.7	30.3
	2023E	7.0	15.2	9.3	18.9	6.2	NA	17.8	29.4
당기순이익(지배)	2019	27	5,831	(3,010)	49	11	120	1,096	11,438
	2020	1	10,021	1,556	109	41	122	(4,484)	11,068
	2021	35	164,899	13,922	151	57	67	1,847	12,820
	2022E	63	9,265	15,352	62	111	NA	1,280	16,961
	2023E	112	11,929	5,713	130	110	NA	1,548	15,386
ROE(%)	2019	0.0	10.6	(5.8)	12.4	1.4	32.1	5.8	16.1
	2020	0.2	15.2	2.7	23.2	5.0	25.5	(26.0)	13.9
	2021	2.8	106.7	17.1	25.1	6.5	11.4	11.4	14.2
	2022E	2.8	3.9	14.3	8.6	12.3	NA	6.8	16.9
	2023E	4.8	4.9	4.8	16.2	14.1	NA	8.0	13.6
PER(배)	2019	24.3	52.7	(42.8)	48.3	77.2	14.9	26.7	18.1
	2020	3,238.6	48.0	219.3	41.6	28.6	22.2	NA	43.8
	2021	138.9	3.8	35.9	33.6	47.1	33.5	22.0	32.4
	2022E	52.9	26.4	47.4	25.1	17.6	NA	28.1	29.4
	2023E	31.9	25.6	38.8	25.3	14.5	NA	23.2	31.8
PBR(배)	2019	3.3	4.7	2.4	5.7	1.0	4.1	1.5	2.8
	2020	6.7	5.9	5.3	8.6	1.3	5.0	3.4	5.7
	2021	2.5	2.4	4.9	7.4	2.8	3.5	2.4	4.3
	2022E	1.5	1.2	2.2	3.8	1.5	NA	2.0	4.6
	2023E	1.5	1.2	2.3	3.8	1.3	NA	1.8	4.1
PSR(배)	2019	2.5	7.1	4.2	5.6	0.4	2.8	3.5	3.8
	2020	3.8	9.1	8.2	7.8	0.4	3.4	6.0	9.4
	2021	4.1	9.1	8.2	7.5	0.9	3.7	4.7	7.3
	2022E	1.9	3.3	3.2	4.2	0.6	NA	4.2	6.8
	2023E	1.6	3.3	2.8	4.3	0.6	NA	3.9	7.1
배당수익률(%)	2019	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.9
	2020	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.6
	2021	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.7

주: 1) 키다리스튜디오의 2022, 2023년 수치는 당사 전망치, 경쟁사의 2022, 2023년 수치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 1월 13일 종가 기준
 자료: Fnguide, THOMSON REUTERS, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

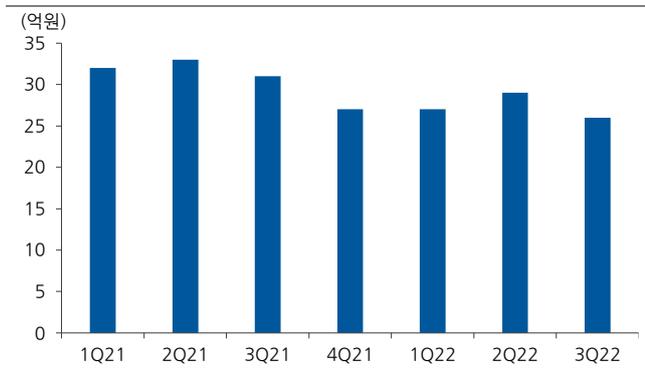
델리툰 실적 부진

**유럽지역 경쟁심화에 의한
델리툰의 부진은 리스크 요인**

델리툰은 2022년 들어 성장이 정체되고 적자를 내는 등 부진한 실적을 기록 중이다. 2022년 3분기 누적 기준 매출액은 83억원으로 전년동기대비 14% 감소했고, 42억원의 순손실을 기록했다. 부진한 실적의 근본적인 배경은 유럽지역 내 경쟁심화이다. 키다리스튜디오는 2019년에 델리툰을 인수하면서, 웹툰의 프랑스어 및 독일어 번역서비스를 확대하고 향후 유럽내 타 지역확장에 대한 기대감을 키우고 있었다. 하지만, 프랑스는 유럽최대의 만화 시장으로 네이버, 카카오, NHN 등 국내 굴지의 웹툰사들이 동 시장에 진출하면서 경쟁이 치열해졌다. 현재는 2019년 12월에 프랑스 시장에 진출한 네이버웹툰이 동 시장에서 1위를 점유하고 있는 것으로 파악된다.

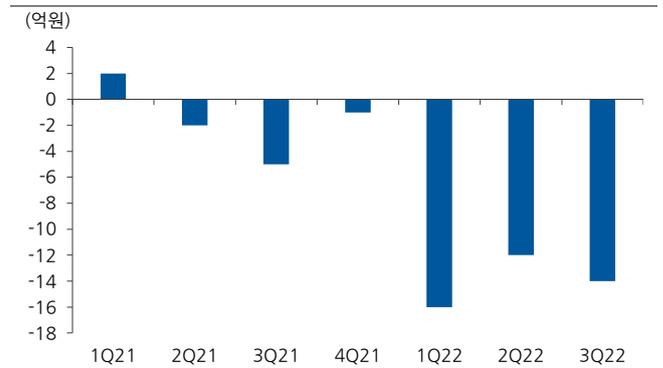
동사는 델리툰에 대한 투자를 지속적으로 진행할 것으로 보인다. 플랫폼 경쟁력을 위해서는 일정 수준 이상의 작품 수를 확보해야하기 때문에 단기적으로는 번역비 및 마케팅비 확대에 따른 진통이 예상된다. 하지만, 동사 플랫폼은 로맨스 및 BL과 같은 특화된 시장에 경쟁력이 있기 때문에 경쟁 과열 국면을 잘 버틴다면 수익성 확보가 가능할 것으로 예상된다.

델리툰의 분기별 매출 추이



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

델리툰의 분기별 당기순이익 추이



자료: 키다리스튜디오, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	267	455	1,191	1,744	2,214
증가율(%)	36.3	70.2	161.8	46.4	27.0
매출원가	181	282	681	1,020	1,287
매출원가율(%)	67.8	62.0	57.2	58.5	58.1
매출총이익	86	173	510	724	928
매출이익률(%)	32.2	38.0	42.8	41.5	41.9
판매관리비	79	127	441	615	773
판매비율(%)	29.6	27.9	37.0	35.3	34.9
EBITDA	17	62	123	242	178
EBITDA 이익률(%)	6.5	13.6	10.3	13.9	8.0
증가율(%)	165.4	256.0	98.6	96.6	-26.5
영업이익	7	46	69	109	155
영업이익률(%)	2.6	10.1	5.8	6.3	7.0
증가율(%)	163.3	552.5	50.9	57.9	41.9
영업외손익	16	-44	-26	-5	-3
금융수익	5	2	24	27	30
금융비용	7	44	36	24	25
기타영업외손익	17	-2	-14	-9	-8
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	23	1	43	104	152
증가율(%)	650.7	-93.8	2,963.2	138.8	46.2
법인세비용	-0	1	8	37	33
계속사업이익	23	1	35	66	118
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	1	35	66	118
당기순이익률(%)	8.5	0.2	3.0	3.8	5.3
증가율(%)	1,405.6	-96.8	4,756.1	88.0	78.2
지배주주지분 순이익	27	1	35	63	112

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	8	52	173	217	156
당기순이익	23	1	35	66	118
유형자산 상각비	4	5	23	37	-17
무형자산 상각비	7	11	31	96	40
외환손익	0	1	7	0	0
운전자본의감소(증가)	-12	-23	51	17	15
기타	-14	57	26	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-96	-50	-2	-56	-47
투자자산의 감소(증가)	-49	-25	-60	-55	-47
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-1	-9	0	0
기타	-46	-24	67	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	188	1	-13	6	5
차입금의 증가(감소)	28	4	-1	6	5
사채의증가(감소)	118	0	0	0	0
자본의 증가	45	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-12	0	0
기타현금흐름	-0	-1	3	-0	-0
현금의증가(감소)	100	1	160	167	114
기초현금	9	109	110	270	437
기말현금	109	110	270	437	551

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	223	252	800	1,155	1,429
현금성자산	109	110	270	437	551
단기투자자산	0	0	125	125	126
매출채권	17	28	85	124	157
재고자산	0	0	3	5	6
기타유동자산	97	115	317	464	589
비유동자산	197	229	2,102	2,024	2,048
유형자산	5	16	25	-12	5
무형자산	123	128	1,745	1,649	1,609
투자자산	67	74	177	232	278
기타비유동자산	2	11	155	155	156
자산총계	420	482	2,901	3,179	3,477
유동부채	82	202	649	852	1,024
단기차입금	30	37	186	186	186
매입채무	4	1	1	2	3
기타유동부채	48	164	462	664	835
비유동부채	128	7	25	33	41
사채	88	0	0	0	0
장기차입금	6	0	2	2	2
기타비유동부채	34	7	23	31	39
부채총계	210	210	674	885	1,065
지배주주지분	206	272	2,228	2,291	2,402
자본금	85	93	174	174	174
자본잉여금	60	131	2,015	2,015	2,015
자본조정 등	-31	-45	-95	-95	-95
기타포괄이익누계액	-0	2	2	2	2
이익잉여금	92	92	132	194	306
자본총계	210	272	2,228	2,294	2,412

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	24.3	3,238.6	138.9	52.9	31.9
P/B(배)	3.3	6.7	2.5	1.5	1.5
P/S(배)	2.4	3.8	4.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	42.4	29.7	41.8	12.5	17.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	166	3	114	173	306
BPS(원)	1,213	1,469	6,418	6,258	6,564
SPS(원)	1,647	2,599	3,843	4,808	6,050
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	14.5	0.2	2.8	2.8	4.8
ROA	7.5	0.2	2.1	2.2	3.6
ROIC	4.4	7.1	3.2	4.2	7.6
안정성(%)					
유동비율	271.8	124.9	123.2	135.6	139.6
부채비율	100.2	77.1	30.2	38.6	44.1
순차입금비율	23.3	7.8	-7.3	-14.1	-17.9
이자보상배율	N/A	6.8	15.8	19.3	26.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.0	0.7	0.6	0.7
매출채권회전율	20.4	20.4	21.2	16.7	15.8
재고자산회전율	N/A	N/A	690.4	410.2	386.2

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.