

# 디어유 (376300)

## 미디어/엔터



이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>52,000원 (I)</b>
현재주가 (8/31)	<b>37,200원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	8,176억원
총발행주식수	21,977,166주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	158,821주
52주 고	92,500원
52주 저	31,300원
외인지분율	1.36%
주요주주	에스엠스튜디오스 외 1인 36.39%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.7)	(5.8)	0.0
상대	(1.1)	4.3	0.0
절대(달러환산)	(3.5)	(12.9)	0.0

## 드디어 가시화 되어가는 성장 스토리

### 글로벌 팬 커뮤니케이션 플랫폼 '버블'

동사의 주요 서비스는 『DearU bubble(이하 '버블)』. 2020년 처음 출시된 『DearU bubble』은 팬과 아티스트의 프라이빗 메시징 플랫폼으로, 월간 구독 과금 방식을 통해 수익을 창출. 2022년 6월 기준 버블 유료 구독 수 135만개 달성. 구독자 1명이 구독하는 아티스트 수는 평균 1.7명 수준으로, 플랫폼 내 실제 Paying User 수는 약 80만명으로 추정. 구독자 중 74%가 해외 이용자이며, 10~20대 이용자가 80% 이상이며, 여성 비율이 95% 이상

동사의 주요 주주는 에스엠 100% 자회사인 에스엠스튜디오스(지분율 33.7%)와 JYP Ent(지분율 19.5%). **현재 에스엠과 JYP Ent를 포함한 54개의 매니지먼트 기업들과 계약을 체결한 상태이며, 325명의 아티스트가 버블에 입점해 서비스를 제공중.** 2Q21이후 1년간 동사와 계약을 체결한 기업은 22개 순증했으며, 입점 아티스트 또한 전년대비 96명 순증

### 4Q22부터 성장 스토리 본격화, 2023년 실적 성장 기대

2022년도 동사 매출 516억원(+23% YoY), 영업이익 186억원(+41% YoY, OPM 36%) 전망. **빠르면 4Q22부터 1) 버블 라이브 유료 BM 도입, 2) 다수의 해외 아티스트 영입, 3) 중국 안드로이드 버전 앱 런칭이 이루어질 것으로 예상.** 특히 해외 아티스트 영입의 경우, 일본·미국 등 유명 현지 기획사와 논의가 활발히 이루어지고 있는 것으로 확인. 1), 2), 3) 을 통해 구독 수 증가와 ARPU 상승이 1Q23부터 본격화될 것으로 예상. **2023년도 동사 매출 1,030억원(+100% YoY), 영업이익 405억원(+118% YoY, OPM 39%) 전망**

### 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가 52,000원은 2023년 EPS 1,475원에 Target Multiple 35배를 적용. 시장에서 높은 충성도를 가지는 콘텐츠 IP를 활용하면서, 동시에 높은 수익성을 시현하고 있는 글로벌 플랫폼 사업자는 소수에 불과. 또한 지금까지 동사 플랫폼에 입점한 콘텐츠 공급자(아티스트)는 한국 국적이 대부분이었으나, **향후 해외 국적 아티스트의 입점이 본격화되면, 글로벌 팬 커뮤니케이션 플랫폼으로서 입지도 강화될 것으로 전망.**

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	17	130	400	516	1,030
영업이익	-81	-5	132	186	405
지배순이익	-229	-22	-252	180	324
PER	-	-	-53.3	45.3	25.2
PBR	-	-	13.6	5.8	4.7
EV/EBITDA	-	-	111.2	37.3	16.6
ROE	14,467.1	174.1	-41.6	13.6	20.6

자료: 유안타증권

# Contents

---

1. 2022년 & 2023년 실적 추정	03
------------------------	----

---

2. 투자포인트	06
- (1) 일본시장 선제적 진출 가능성	06
- (2) 케이팝 시장 성장에 따른 유기적 성장	11
- (3) 팬더스트리 사업 영역 공격적 확장·선점	12
- (4) 높은 구독 유지율 →안정적 수익 확보	13

---

3. 『버블』 개요 및 수익구조	14
-------------------	----

---

## 1. 2022년 & 2023년 실적 추정

**2022년도 매출 516억원(+22% YoY), 영업이익 186억원(+41% YoY, OPM 36%)을 전망한다.** 2022년 연말 기준 구독수 166만개를 전망(2Q22 기준 135만개 대비 23% 증가)하며, 월별 구독수가 MoM +3.5% 증가세로 성장할 것을 가정했다. 트와이스, 스트레이키즈, NCT 등 주요 그룹들의 콘서트 재개와 앨범 발매 영향으로 구독수가 지속적으로 순증하고 있는 것으로 확인된다. JYP 소속 신인 그룹인 엔믹스 또한 9월 컴백을 전후로 입점 예정이다. 또한 8월에 실시간 영상 스트리밍 서비스인 ‘버블 라이브’의 오픈 베타서비스를 개시했으며, 동사는 추후 정식 버전 출시와 함께 실시간 영상을 꾸미고 즐길 수 있도록 다양한 디지털 아이템과 이벤트 등을 순차적으로 제공할 예정이다.

**2023년도 매출 1,030억원(+100% YoY), 영업이익 405억원(+118% YoY, OPM 39%)을 전망한다.** 해외 아티스트 영입과 중국 안드로이드 버전 앱 런칭은 4Q22에 이뤄질 것으로 예상되며, 실적 기여는 1Q23부터 온전히 이루어질 것으로 가정했다.

2023년 버블은 해외 아티스트 다수를 영입할 계획에 있기 때문에, 구독수의 빠른 증가가 기대된다. 2023년 연말기준 버블 구독수 300만개 달성을 전망하며, 이는 2022년 연말 기준(166만개) 대비 구독수의 순증분을 +130만개로 가정한 수치이다. 2023년 연간으로 동사의 구독수가 1) 다수의 해외 아티스트 입점으로 40만개 순증, 2) 중국 안드로이드 서비스 런칭으로 40만개 순증, 3) 케이팝 아티스트 팬덤의 유기적 성장으로 50만개 순증이 이뤄질 것으로 가정했다.

참고로 버블 서비스가 2020년 2월에 런칭 됐을 당시, 초기 1년동안 67만개의 구독수를 확보한 바 있다. 이번 4Q22에 다수의 해외 아티스트의 입점 효과로 기대할 수 있는 연간 구독수 순증을 40만개로 가정했기 때문에, 2020년 버블 서비스의 연간 구독수 확보 규모의 60% 수준이다. 다소 보수적인 가정을 적용했으며, 입점 예정 아티스트의 팬덤 규모에 따라 구독수 순증 추정치의 상향 조정 여력은 존재한다. 특히나 동사의 유력 진출 준비 시장 중 하나인 일본 시장의 경우, 동사 해외 유저 국적 비중 2위인 시장이며 음악 시장 규모도 한국 대비 7배 크다.

[표 1] 디어유 연간 실적 추정

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3	17	130	400	516	1,030
1) 버블	-	-	107	376	501	1,018
2) 기타	3	17	23	24	16	12
성장률	-	381%	680%	207%	29%	100%
영업비용	48	95	134	268	330	625
- 인건비	-	-	-	49	80	163
- 지급수수료	13	38	87	200	231	431
영업이익	-45	-78	-4	132	186	405
OPM	-1288%	-468%	-3%	33%	36%	39%

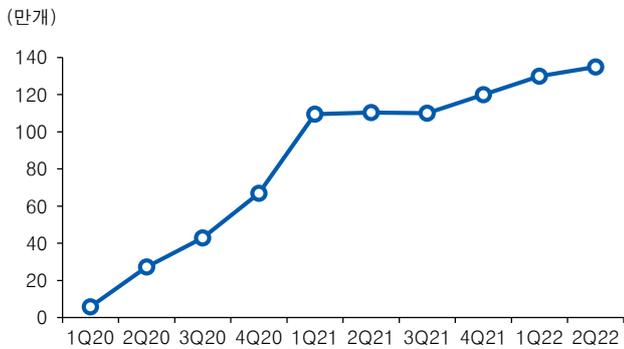
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 시나리오별 디어유 기업가치(2023년 실적 추정치 기준) (단위: 개, 억원)

		Bear	Normal	Bull
2023년 연말 기준 구독 수(개)		240만	300만	370만
매출(Bubble 기준)		874	1,018	1,188
영업이익		364	405	584
순이익		284	324	455
기업 가치	PER 30x	8,528	9,717	13,663
	PER 35x	9,950	<b>11,337</b>	15,941
	PER 40x	11,371	12,957	18,218

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 버블 분기별 평균 구독수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 버블 라이브 서비스 설명



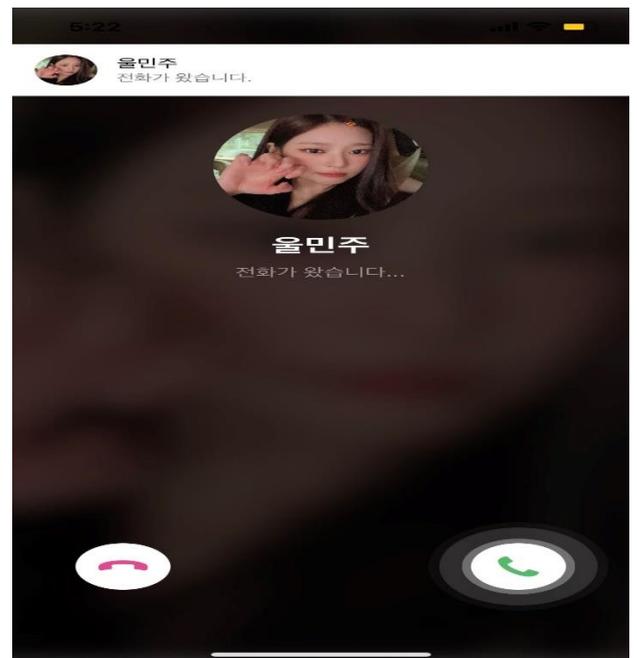
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 버블 라이브 예시 화면



자료: 트위터, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 버블 라이브 예시 화면



자료: 트위터, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 디어유 국내의 Peer Valuation

(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

시가총액		한국 엔터사				한국 플랫폼	글로벌 구독콘텐츠 플랫폼			미국 음악 산업		
		하이브	JYP Ent.	에스엠	와이지엔터	아프리카 TV	Netflix	Spotify	TME	Wamer Music Group	Live Nation Entertainment	MSG Entertainment
		(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)
	시가총액	75,056	21,689	16,466	11,295	8,839	98,124	20,683	8,153	13,973	20,996	3,885
2018	매출액	3,014	1,248	6,122	2,690	1,266	15,794	6,212	2,872	4,005	10,788	1,559
	영업이익	799	287	477	198	271	1,605	-51	266	217	273	23
	순이익	-705	238	306	178	216	1,211	-92	277	307	60	142
	PER	-	36.8	31.8	38.5	18.8	99.9	-	78.4	-	328.9	51.0
	PBR	-	6.6	2.3	1.9	4.2	22.3	8.6	7.9	-	9.4	2.9
2019	매출액	5,872	1,554	6,578	2,536	1,665	20,156	7,572	3,683	4,475	11,548	729
	영업이익	987	435	404	42	372	2,604	-82	580	356	325	-58
	순이익	738	313	-91	-215	344	1,867	-208	577	256	70	11
	PER	-	28.4	-100.5	-28.1	20.2	78.3	-	33.7	-	494.8	-
	PBR	-	5.2	2.1	1.7	5.6	18.7	12.1	6.3	-	13.3	2.5
2020	매출액	7,963	1,444	5,799	2,553	1,966	24,996	8,997	4,230	4,463	1,861	603
	영업이익	1,455	441	65	60	504	4,585	-335	593	-229	-1,653	-94
	순이익	857	295	-702	94	366	2,761	-663	603	-475	-1,725	-182
	PER	60.5	34.4	-10.1	73.5	18.6	68.1	-	52.0	-	-	-
	PBR	5.1	5.2	1.6	2.0	4.4	21.6	17.5	8.1	-	-	-
2021	매출액	12,559	1,939	7,016	3,556	2,723	29,698	11,435	4,845	5,301	6,268	416
	영업이익	1,902	579	675	289	888	6,195	111	507	609	-418	-78
	순이익	1,368	675	1,335	67	710	5,116	-40	470	304	-651	-14
	PER	77.3	21.4	9.3	147.3	20.5	56.0	-	23.3	51.9	-	-
	PBR	4.1	5.5	2.0	2.6	6.7	16.9	18.6	2.9	709.2	-	-
2022E	매출액	16,472	3,086	8,243	4,363	3,228	31,734	12,032	4,060	5,884	14,534	756
	영업이익	2,490	942	911	588	945	5,674	-587	516	711	773	44
	순이익	2,097	711	777	338	767	4,876	-310	601	483	200	7
	PER	35.8	30.5	21.2	33.3	11.5	20.9	-	14.6	28.4	122.4	255.4
	PBR	2.4	6.6	2.4	2.8	3.1	4.9	10.2	1.1	81.3	-	-
2023E	매출액	16,174	3,675	9,626	5,444	3,815	34,173	13,928	4,314	6,329	16,077	799
	영업이익	2,439	1,097	1,153	765	1,147	6,434	-181	575	862	933	58
	순이익	1,917	847	821	459	915	5,677	-144	630	556	346	39
	PER	39.2	25.6	20.1	24.6	9.7	19.4	-	13.6	25.2	66.0	108.1
	PBR	2.3	5.4	2.1	2.5	2.4	4.1	9.9	1.0	25.9	33.9	28.9
	ROE	6.0	24.8	11.3	10.7	29.0	21.3	-	6.6	196.0	14.4	-
	PSR	4.6	5.9	1.7	2.1	2.3	2.9	1.5	1.9	2.2	1.3	4.9

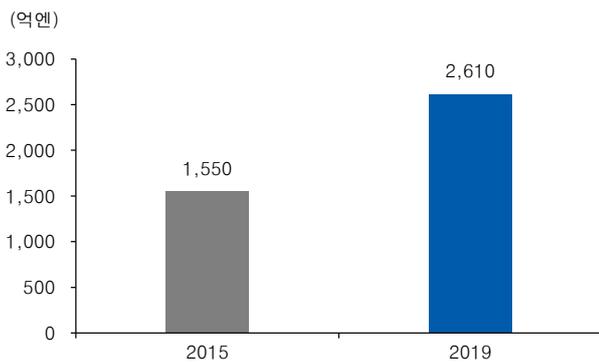
주: 국내 기업은 FnGuide 추정치. 해외 Peer 기업들은 컨센서스 기준. WMG 는 9 월 결산, MSG 는 6 월 결산 기업  
 자료: FnGuide, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 2. 투자포인트 (1): 일본 시장 선제적 진출 가능성

동사가 상장 시점 당시 밝혔던 해외 시장 진출이 4Q22 이후부터 가시화될 것으로 전망한다. 전 세계 음악시장 규모 1,2위인 미국, 일본 시장 진출이 우선적으로 이뤄질 가능성이 가장 높다.

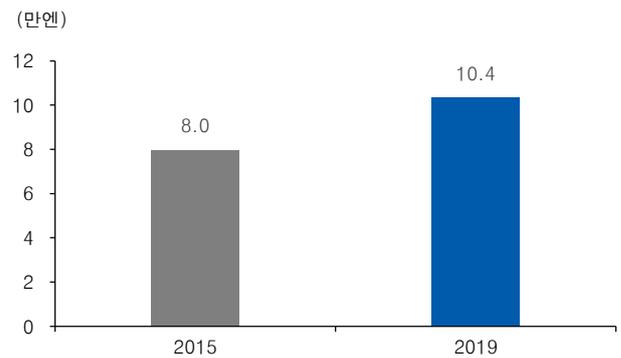
일본 음악 시장 규모는 약 9조원 수준이며, 그 중 **아이돌 음악 시장 규모는 2019년 기준 2.5조 원으로 추산될 정도로[그림 5] 전체 시장 내에서 약 30% 비중을 차지하는 것으로 추정된다.** 또한 **일본 아이돌 소비자 집단은 1인당 연간 소비액이 약 100만원 이상일 정도로[그림 6] 유료 콘텐츠에 대한 지불 용의가 높은 소비자 집단이다.** 타 오타쿠 시장과 비교해보아도 아이돌 소비자 집단의 지출액은 상대적으로 매우 높다. 대표적인 오타쿠 시장인 일본 온라인 게임 시장이 12조원, 소비자 1인당 연간 소비액은 약 44만원 수준인데 반해, **아이돌 시장은 게임 시장 규모의 20% 수준이지만 1인당 연간 소비액은 게임시장보다 2.3배 더 크다[그림 7, 8].**

[그림 5] 일본 아이돌 시장 규모 추이



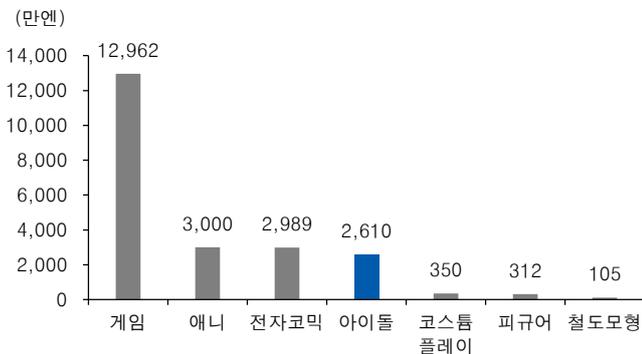
자료: 야노경제연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 일본 아이돌 소비자 1인당 연간 소비액 추이



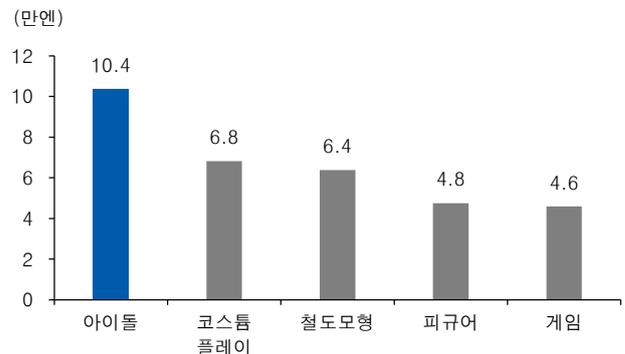
자료: 야노경제연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 일본 오타쿠 시장 규모



자료: 야노경제연구소, 유안타증권 리서치센터

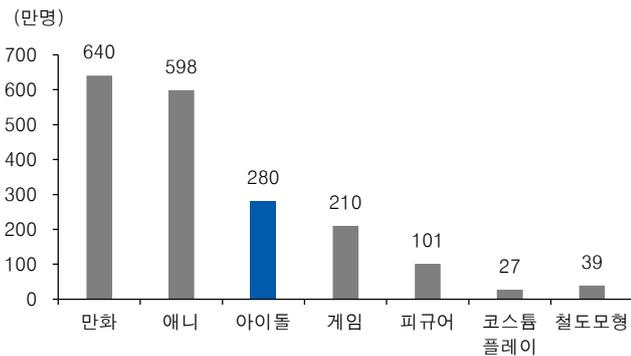
[그림 8] 일본 오타쿠 시장 1인당 연간 소비금액(Top 5)



자료: 야노경제연구소, 유안타증권 리서치센터

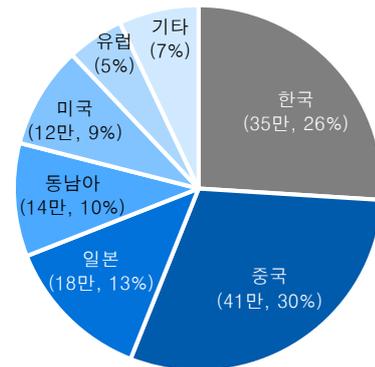
일본에는 소위 ‘오타쿠’ 라는 단어가 있을 정도로, 특정한 대상이나 취미에 지출액을 아끼지 않는 소비 집단 규모가 크고, 서브컬처 시장은 매우 활성화 되어있다. 우선 일본 인구는 약 1억 2,000만명(TAM)으로, 한국 인구 대비 2배 이상 많다. 일본 내 오타쿠 인구는 2020년 기준 전체 인구의 15%인 약 1,866만명(SAM)으로 알려져 있으며, 오타쿠 시장의 주요 연령대는 20~30대로서, 인구 감소를 감안해도 2030년 오타쿠 인구는 전체 인구의 30~40%까지 증가할 것으로 전망되고 있다. 그리고 2020년 기준 ‘아이돌 오타쿠’ 인구는 약 280만명으로 추산된다[그림 9]. 즉, 동 시장이 디어유의 1차 목표 시장(SOM)이라 할 수 있다. 게다가 일반적으로 버블 구독자 특성상 구독자 1명당 구독 멤버가 1.7명인 점을 감안하면, 만약 동사가 일본 시장 본격 진출 이후 기대할 수 있는 구독수의 순증을 최대 480만개(점유율 100% 가정)로 타겟할 수 있다. 참고로 앞서 밝혔듯이 유안타증권 2023년 실적 추정치는 해외 진출로 기대할 수 있는 구독수 순증은 약 40만개로 가정하고 있다. 연간 구독수 순증 40만개에, 2023년 ARPU가 2022년과 동일하다면 매출 140억원 발생, 순이익 42억원 증익을 기대할 수 있다[표 4, 5]. 하지만 버블 라이브 서비스 도입으로 ARPU 상승 가능성은 높아진 상태이므로, 추정 증익 규모는 더 커질 수 있다.

[그림 9] 분야별 일본 오타쿠 인구 수 추정



자료: 아노경제연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 버블 이용자 국적 비중 (2Q22 기준 135만 구독수 가정)



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 구독수 순증과 ARPU 별 연간 매출 기여액 추정치

(단위: 억원)

매출		구독수 순증							
		40만개	100만개	130만개	150만개	200만개	300만개	400만개	500만개
ARPU(원)	4,500	140	351	456	527	702	1,053	1,404	1,755
	5,000	156	390	507	585	780	1,170	1,560	1,950
	5,500	172	429	558	644	858	1,287	1,716	2,145

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 구독수 순증과 ARPU 별 연간 이익 기여액 추정치

(단위: 억원)

순이익(NPM 30% 가정)		구독수 순증							
		40만개	100만개	130만개	150만개	200만개	300만개	400만개	500만개
ARPU(원)	4,500	42	105	137	158	211	316	421	527
	5,000	47	117	152	176	234	351	468	585
	5,500	51	129	167	193	257	386	515	644
기업가치 기대 증분액(ARPU 5,000원, 35x 기준)		1,638	4,095	5,324	6,143	8,190	12,285	16,380	20,475

자료: 유안타증권 리서치센터

디어유가 일본 시장에 본격적으로 진출하고, 일본 국적 아티스트가 입점해 버블 서비스를 개시하게 되면 일본 아이돌 소비 집단의 구독수 증가는 빠르게 일어날 수 있다. 일본 아이돌 소비 문화는 케이팝 아이돌 소비 문화와 크게 다르지 않기 때문이다. 2019년 일본의 중고품 거래 사이트 '라쿠마(라쿠텐 계열사)'가 독자적으로 실시한 설문 조사에 따르면, 여고생 사이에서 아이돌 관련 상품 수요가 급증 추세이며, 이들의 소비성향은 음악 및 영상 구매를 중심으로 확대되고 있는 것으로 나타났다. 특히 좋아하거나 응원하는 아이돌의 악수권 및 브로마이드나 카드 등의 특전을 획득하기 위해, 같은 CD를 대량으로 구매하거나 프리미엄 가격으로 관련 상품을 구입하는 덕질에 얼마나 많은 자금을 투입하는지를 경쟁하는 등 케이팝 소비 문화와 유사한 양상이 나타난다.

게다가 일본에선 버블과 동일한 서비스를 제공하는 플랫폼이 아직 없는 만큼 동사가 일본 시장 진출을 본격화하면, 초기 시장 선점에 유리할 것으로 전망한다. 현재 일본 현지 시장에서 유사 서비스로 분류될 수 있는 아이돌 유료 커뮤니케이션 플랫폼은 AKB48 mail, 자니스 웹일기, bitfan 정도 등이 있지만 세 플랫폼 모두 디어유가 제공하고 있는 양방향 유료 소통(메시징) 서비스는 제공하고 있지 않고 있다. AKB48 mail의 경우, 1인권 가격은 월 400엔으로 버블과 유사한 가격대이나, 멤버들로부터 메시지를 수신만 가능하고 멤버에게 메시지 전송은 불가능한 일방향 소통 플랫폼이다(그림 11). 자니스 웹일기의 경우 월 330엔 구독형 상품을 결제하면, 자니스 사무소 소속 연예인들이 웹에 올린 게시물들을 열람이 가능한 서비스로, 이 또한 일방향 플랫폼이다(그림 12).

[그림 11] AKB48 mail 화면 예시



자료: AKB48 mail, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 자니스 웹일기 화면 예시



자료: 자니스웹일기, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 2021년 오리콘 총 앨범 매출 순위

순위	가수	총매출(억엔)	소속사	그룹구분	인원	데뷔연도
1위	BTS	184.8	하이브	남자	7	2013
2위	Snow Man	114.9	자니스	남자	9	2020
3위	King & Prince	67.7	자니스	남자	5	2018
4위	아라시	67.2	자니스	남자	5	1999
5위	SixTONES	63.3	자니스	남자	6	2020
6위	노키자카46	64.2	소니뮤직, 노스리버	여자	41	2012
7위	YOASOBI	60.7	소니뮤직	혼성	2	2019
8위	Official 髭男dism	40.9	라스토틀라뮤직 엔터	남자	4	2015
9위	Kis-My-Ft2	37.5	자니스	남자	7	2011
10위	Bz	36.8	VERMILLION	남자	2	1988
11위	세븐틴	34.5	하이브	남자	13	2015
12위	NiziU	30.7	JYP	여자	9	2020
13위	자니스 WEST	29.8	자니스	남자	7	2014
14위	V6	29.6	자니스	남자	6	1995
15위	트와이스	28.0	JYP	여자	9	2015
16위	Sexy Zone	24.4	자니스	남자	5	2011
17위	요네즈 캔시	23.8	REISSUE RECORDS	남자	1	1991
18위	아이몽	22.1	엔즈 엔터	여자	1	2015
19위	칸자니∞	22.0	자니스	남자	5	2004
20위	백넘버	20.2	유니버설 뮤직	남자	3	2011
21위	Hey! Say! JUMP	19.7	자니스	남자	7	2007
22위	三代目 J SOUL	19.7	LDH(에이벡스)	남자	7	2010
23위	유우리	19.3	소니뮤직	남자	1	2019
24위	세카이 노 오와리	18.7	아뮤즈	남자	4	2010
25위	히나타자카46	18.5	Seed & Flower(소니뮤직)	여자	22	2019
26위	LiSA	18.2	소니 뮤직	여자	1	1993
27위	Ado	16.4	클라우드 나인	여자	1	2020
28위	KinKi Kids	16.1	자니스	남자	2	1997
29위	히라이 다이	16.0	-	남자	1	1991
30위	후지이 카제	15.5	유니버설 뮤직	남자	1	2019
31위	투모로우바이투게더	15.3	하이브	남자	5	2019
32위	사쿠라자카46	15.1	Seed & Flower(소니뮤직)	여자	14	2020
33위	엔하이픈	14.8	하이브	남자	7	2020
34위	JO1	14.7	CJ ENM, 요시모토 흥업	남자	11	2019
35위	도모토 코이치	13.5	자니스	남자	1	1991
36위	Vaundy	13.2	SDR	남자	1	2019
37위	King Gnu	12.8	-	남자	4	2017
38위	BABYMETAL	12.2	아뮤즈	여자	2	2011
39위	ずっと真夜中でいいのに	12.1	-	-	-	-
40위	나니와단시	12.1	자니스	남자	7	2021
41위	ONE OK ROCK	12.1	10969, 아뮤즈	남자	4	2007
42위	호시노 겐	11.8	아뮤즈	남자	1	2010
43위	NCT127	11.7	에스엠	남자	10	2016
44위	KAT-TUN	11.3	자니스	남자	3	2006
45위	우타다 히카루	11.3	U3 MUSIC	여자	1	1998

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 회색 표시 그룹은 한국 기획사 소속 그룹, 노란색 표시 그룹은 여성 일본 아이돌 그룹

[표 7] 2021년 오리콘 총 앨범 매출 순위

순위	가수	총매출(억엔)	소속사	그룹구분	인원	데뷔연도
46위	INI	11.3	CJ ENM, 요시모토 흥업	남자	11	2021
47위	히프노시스 마이크	11.3	-	-	-	-
48위	BiSH	11.1	WACK	여자	6	2015
49위	요루시카	10.9	레인보우 엔터	혼성	2	2017
50위	DISH//	10.7	스타더스트 프로모션	남자	4	2012
51위	THE RAMPAGE from	10.4	LDH(에이벡스)	남자	16	2017
52위	쿠와타 케이스케	9.7	-	남자	1	1956
53위	Mrs. GREEN APPLE	9.5	EMI Records	혼성	5	2015
54위	RADWIMPS	9.1	voque ting	남자	3	2003
55위	Aqours	8.8	Lontis	-	-	2015
56위	BE : FIRST	8.7	BMSG	남자	7	2021
57위	케이키자카46	8.5	Seed & Flower(소니뮤직)	여자	28	2015
58위	NEWS	8.3	자니스	남자	3	2003
59위	스트레이키즈	8.2	JYP	남자	8	2018
60위	Eve	8.2	TOY'S FACTORY	남자	1	2016
61위	Novelbright	8.0	ZEST, Universal Sigma Label	남자	5	2013
62위	스다 마사키	7.9	탑코트	남자	1	2017
63위	SKE48	7.7	ZEST	여자	61	2009
64위	[Alexandros]	7.2	유니버설 뮤직 재팬	남자	4	2010
65위	블랙핑크	7.0	YG	여자	4	2016
66위	미야모토 히로지	6.8	유니버설 뮤직	남자	1	1966
67위	모닝구 무스메 22	6.7	업프론트 프로모션	여자	13	1998
68위	GLAY	6.6	LSG	남자	4	1994
69위	Little Glee Monster	6.4	와타나베 엔터, 소니뮤직	여자	3	2014
70위	22/7	6.3	소니뮤직	-	-	2016
71위	도쿄지헨	6.2	흑묘당	혼성	5	2004
72위	아스트로	6.1	판타지오	남자	6	2016
73위	millennium parade	6.1	-	남자	11	2019
74위	yama	6.0	-	남자	1	2020
75위	THE YELLOW MONKEY	5.8	-	남자	4	1991
76위	MAN WITH A MISSION	5.8	eggman	남자	5	2010
77위	Aimer	5.8	agehasprings	여자	1	2011
78위	EXILE	5.8	LDH(에이벡스)	남자	19	2001
79위	오타키 에이이치	5.8	-	남자	1	1972
80위	스핏츠	5.8	유니버설 뮤직 재팬	남자	4	1991
81위	ENDRECHERI	5.7	자니스	남자	1	1991
82위	STU48	5.7	STU	여자	37	2017
83위	마카로니 엔피츠	5.7	TOY'S FACTORY	남자	4	2012
84위	니지가사키 학원 스쿨 아	5.7	-	-	-	-
85위	Generations form EXILE	5.7	LDH(에이벡스)	남자	7	2012
86위	헨타이신시클럽	5.5	TOY'S FACTORY	남자	3	2017
87위	Da-ice	5.4	에이벡스	남자	5	2014
88위	Awesome City Club	5.4	-	혼성	3	2013
89위	사이니	5.4	SM	남자	4	2008
90위	AKB48	5.3	DH	여자	83	2006

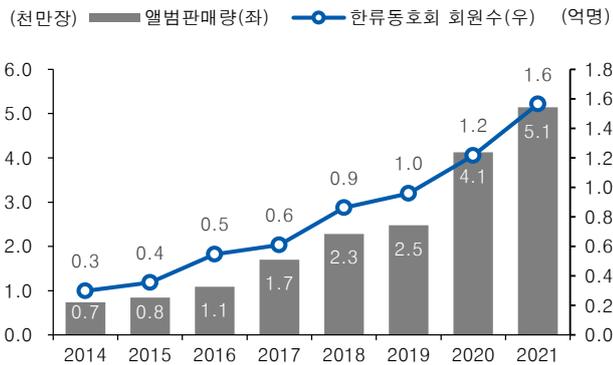
자료: 유안타증권 리서치센터 주: 회색 표시 그룹은 한국 기획사 소속 그룹, 노란색 표시 그룹은 여성 일본 아이돌 그룹

## 투자포인트(2): 케이팝 시장 성장에 따른 유기적 성장

동사는 케이팝 팬덤 시장 성장에 따라 유기적 성장이 가능한 사업구조를 가지고 있다. 버블은 케이팝 대표 기획사인 에스엠과 JYP엔터의 아티스트들을 비롯해, 54개의 기획사들의 아티스트들이 입점해있다. 동 아티스트들이 다양한 외부 활동(음반·콘서트 등)을 통해 각자의 팬덤을 키워나가면, 소위 새로 아티스트에 ‘입덕’ 하는 팬들은 동사 플랫폼으로 자연스럽게 모이게 된다. 이 과정 속에서 엔터사들은 아티스트 IP 가치를 높이거나 팬덤을 육성하기 위해 여러 투자비용을 선집행해야 하지만, 동사는 그러한 부담이 없다.

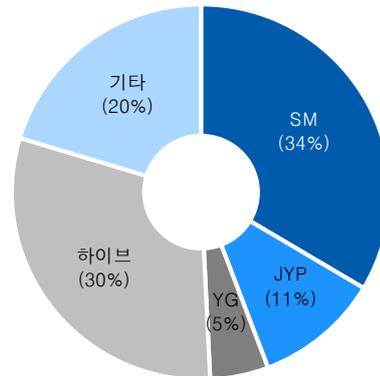
버블은 개시한지 2년 6개월 밖에 안 된 서비스이기 때문에, 향후 동 플랫폼으로 신규 유입시킬 수 있는 팬덤 잠재 규모도 상당하다. 2021년 기준 케이팝 팬은 약 1.6억명으로 추산되는데(그림 13), 현재 동사가 확보한 135만 구독수는 전체 글로벌 케이팝 팬덤의 0.9%에 불과한 수준으로 볼 수 있다. 2021년 기준 케이팝 앨범 판매량은 5천만장으로, 유료 콘텐츠 소비층을 약 2,500만명(인당 2장 구매 가정)으로 추정해 볼 수 있다. 동사의 기대 시장 침투율 최대 65%(SM+JYP+기타 소속사)를 적용 시(그림 14), 동사의 잠재 고객 수는 약 1,600만명에 달한다.

[그림 13] 연간 케이팝 앨범 판매량 및 한류동호회 인원수 추이



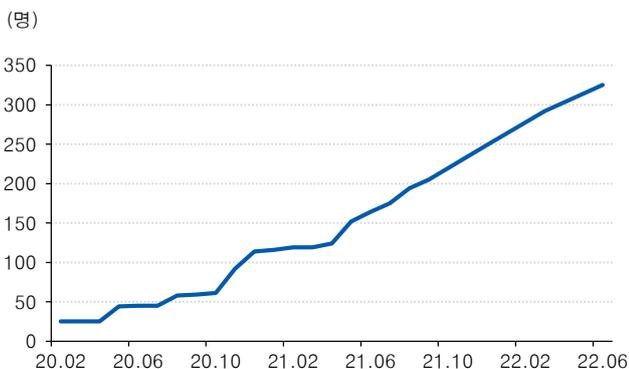
자료: 가온차트, 외교부, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 2021년 기획사별 음반 판매 점유율



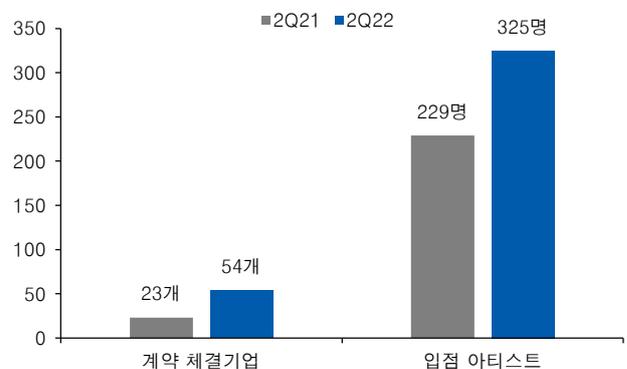
자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 버블 참여 아티스트 추이(누적)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 디어유와의 계약 체결기업 및 입점 아티스트 수 비교(2Q21vs2Q22)



자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트(3): 팬더스트리 사업 영역 공격적 확장·선점

동사의 타켓 시장은 케이팝 시장에 한정되지 않는다. 동사는 글로벌 팬 커뮤니케이션 플랫폼을 지향하며, 스포츠스타, 배우, 인플루언서 및 크리에이터(MCN) 등 다양한 분야의 아티스트들을 영입하고 있다. 2022년 3월 MCN기업 트레저헌터 소속 크리에이터 전용 앱 ‘버블 포 트레저헌터’ 런칭을 시작으로, 2022년 5월 스포츠 스타 전용 앱인 ‘버블 포 스포츠’, 2022년 7월 배우 전용 앱 ‘버블 포 액터즈’ 등을 런칭했다(그림 17~20).

다양한 영역에서의 아티스트가 버블에 지속적으로 입점이 되고 있는 배경은 콘텐츠 공급자(아티스트)들 입장에서 버블 서비스가 매력적인 수익 창출원이기 때문이다. 매니지먼트사가 아티스트 개인에게 지급하는 정산비율은 밝혀진 바 없으나, 아티스트가 직접 참여하는 콘텐츠인만큼 아티스트의 높은 기여도를 반영할 것으로 추정된다. 예를 들어, 아티스트가 10만개의 구독수만 확보해도 아티스트 개인은 연간 10억원 이상의 수익을 수취할 수 있다(아티스트:엔터사 정산비율=6:4 가정).

[그림 17] 크리에이터 전용 프라이빗 메시지 앱 ‘버블 포 TH’ 런칭



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] ‘버블 위드 스타즈’ 에 입점한 댄서 립제이, 모니카



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 스포츠 스타 전용 프라이빗 메시지 앱 ‘버블 포 스포츠’ 런칭



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 배우 전용 프라이빗 메시지 앱 ‘버블 포 액터즈’ 런칭



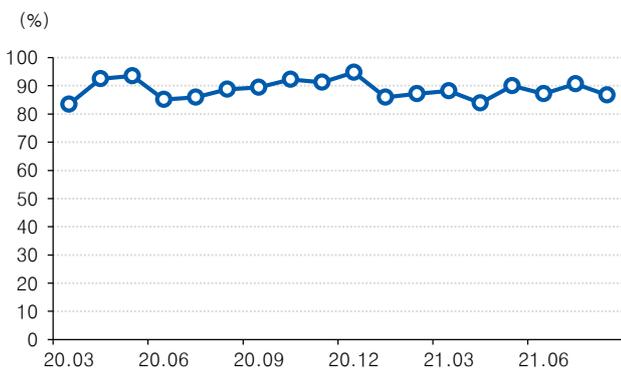
자료: 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트(4): 높은 구독 유지율→안정적 수익 확보

구독 기반 비즈니스의 핵심 지표는 구독 유지율(Retention Rate)이라 할 수 있다. 고객 유지율은 이탈률(Churn Rate)에 반비례하며, 구독자들의 콘텐츠/서비스에 대한 만족도를 정량 수치로 확인할 수 있는 중요한 지표라 할 수 있다. 버블의 구독유지율은 약 90%대를 보이며, 이는 글로벌 콘텐츠 플랫폼들과 비교해도 비등한 수준이다(그림 21, 22). 구독자들이 버블 서비스에 대해 높은 만족도와 충성도를 보이고 있다는 의미이며, 이는 향후 동 플랫폼이 안정적인 수익을 지속 확보할 수 있을 것이라 전망하는 근거이다.

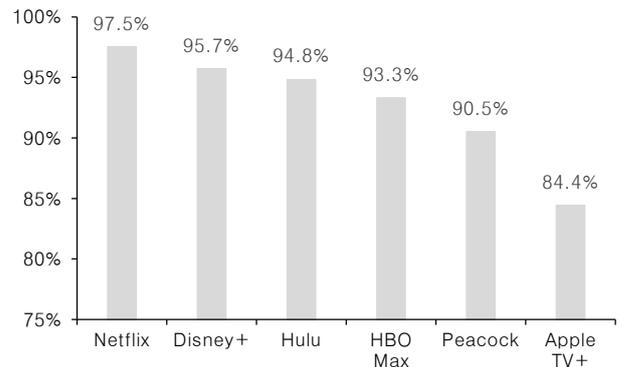
또한 버블엔 구독자가 서비스를 지속 구독하도록 유도하는 장치들이 있다. ① 버블 내에서만 소비가 가능한 독점 콘텐츠(음성, 사진, 영상) 제공과, ② 구독기간에 따른 아티스트에게 송신 가능한 글자 수 변화이다. 후자의 경우 구독자 입장에서선 구독을 지속할수록, 아티스트에게 보낼 수 있는 글자 수가 늘어나는 프리미엄을 받을 수 있도록 하는 것이다(그림 24). 특히 구독 해지 이후 재구독을 할 경우 구독했던 기간이 제로로 리셋되기 때문에, 구독자는 구독 해지를 꺼려할 수 밖에 없다.

[그림 21] 버블 구독 유지율 추이



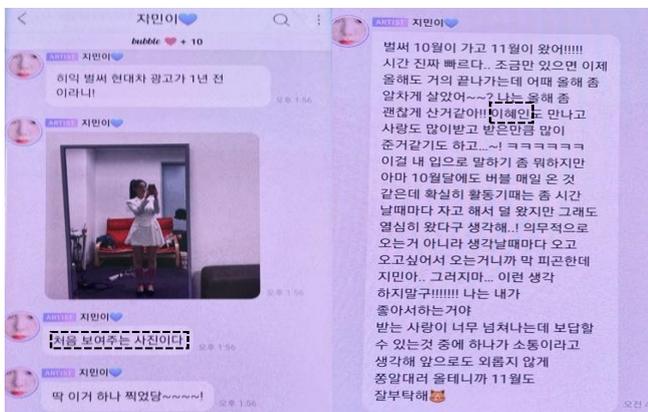
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 글로벌 구독형 콘텐츠 플랫폼들의 구독 유지율 비교



자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 버블 내 프라이빗 콘텐츠 제공



자료: 버블, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 버블 구독기간에 따른 답장 가능 글자 수

### 답장할 수 있는 글자 수가 어떻게 되나요?

구독 기념일마다 답장 가능한 글자 수가 추가되며, 다음 구독 기념일 까지 해당 혜택이 유지됩니다. 기념일 기준, 답장 가능한 글자 수는 아래와 같습니다.

- 1~49일: 30자
- 50일: 50자
- 77일: 77자
- 100일: 100자
- 150일: 150자
- 200일: 200자
- 300일: 300자
- 365일: 365자
- 400일: 400자
- 500일: 500자

이후 기념일은 좀 더 다양한 혜택을 준비 중입니다 :)

자료: 버블, 유안타증권 리서치센터

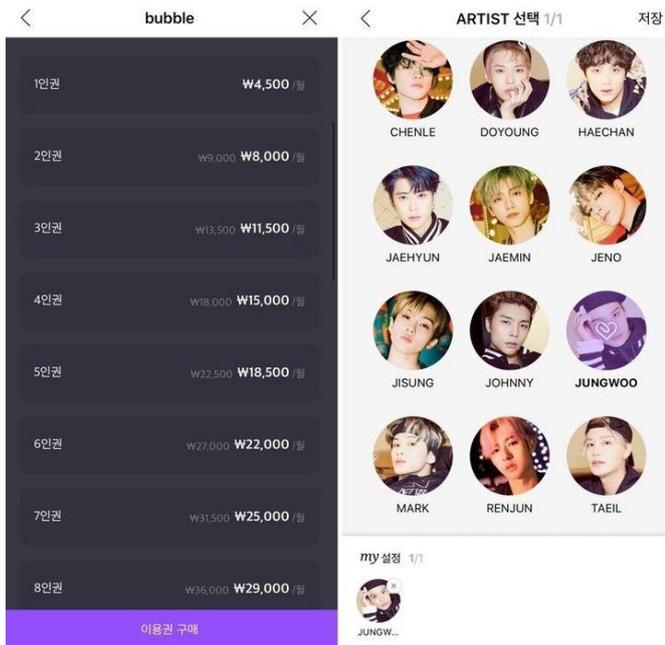
### 3. 버블 개요 및 수익구조 분석

『DearU bubble(이하 버블)』은 아티스트와의 실시간 양방향 소통 플랫폼이다.

버블은 카카오톡 개인 대화방과 비슷한 인터페이스를 통해 1:1 채팅을 하는 듯한 경험을 연출한다. 예를 들어, 아티스트가 자신에게 온 메시지들을 일괄 확인하면 구독자 채팅방에선 보낸 메시지에 '읽음(숫자 1이 사라짐)' 표시가 뜬다.

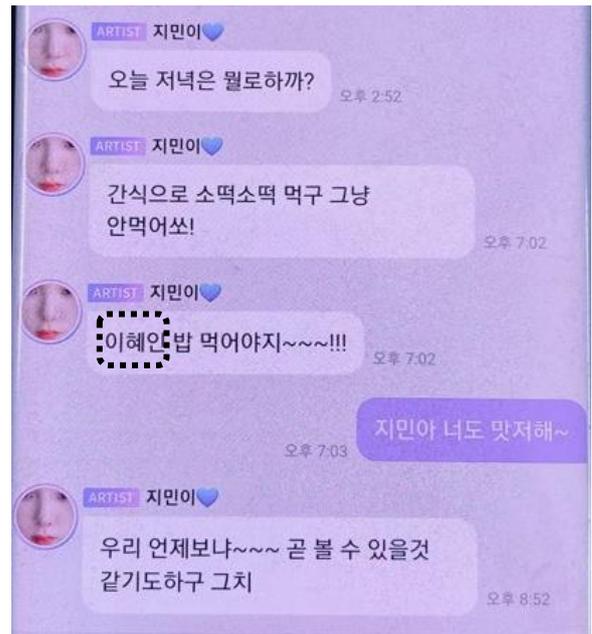
또한 기본적으로 버블에서 아티스트가 작성한 메시지는 모든 구독자에게 동일한 메시지로 동시 발송되지만, 아티스트가 특정 기호(@@@) 입력을 하게 되면 해당 기호는 각 구독자가 설정한 닉네임으로 치환되어 메시지가 전송된다(그림 26). 구독자는 아티스트가 자신을 부르는 호칭을 이름이나 '누나', '오빠' 등으로 자유롭게 설정할 수 있고, 아티스트의 메시지와 내 답장이 자연스럽게 이어지는 모양새가 되면 팬들은 큰 만족감을 얻는 것으로 알려져 있다.

[그림 25] 버블 이용권 구매 및 아티스트 선택 화면



자료: 버블, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 버블 대화 샘플



자료: 버블, 유안타증권 리서치센터

동사는 매출액 인식에 있어 순액법을 적용하고 있어, 엔터테인먼트 회사에게 지급(정산)하는 수수료를 차감한 금액이 매출액으로 인식된다. 플랫폼(구글, 애플) 인앱결제 수수료는 지급수수료 계정으로 계상되어 비용처리된다. 종합해보면 거래금액 기준 이해관계자들의 수익배분 비율은 디어유 45%, 엔터사 30%, 플랫폼(구글/애플) 25%로 요약된다[그림 27].

버블의 주요 특징 중 하나는 **그룹 구독권을 판매하지 않고, 멤버 개인권 구독권을 판매한다는 점이다**. 유저 1명이 구독할 수 있는 아티스트 수는 여러 명이며, 그만큼 인당 구독료도 올라간다. 1인 구독권은 4,500원이나, 유저가 구독하는 아티스트 수는 평균 1.6~1.8명 수준이기 때문에 매월 8,000원 이상의 구독료를 지불하는 유저들도 상당수이다. 구독자 입장에서선 단일 그룹만 구독할 필요도 없고, 여러 그룹에서 구독자가 선호하는 개별 멤버들만을 각각 선택해 구독이 가능하다. 예를 들면 버블 이용자는 NCT의 태용, 에스파의 윈터, 레드벨벳 조이를 동시에 구독하는 것이 가능하며, 월 1.2만원을 지불하면 된다[그림 28].

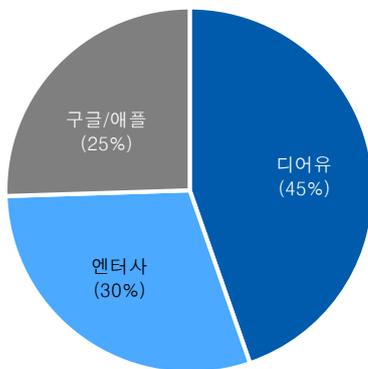
[표 8] 버블 수익구조

(단위: 억원)

구분	거래금액 (a)	플랫폼 수수료 (b)=(a)*수수료율	엔터정산 수수료 (c)=((a)-(b))*40%	영업수익(매출) (d)=(a)-(c)	영업이익(지급수수료만 반영) (e)=(d)-(b)
합계	100	26	30	70	45
구글	30	5	10	20	15
애플	70	21	20	50	29

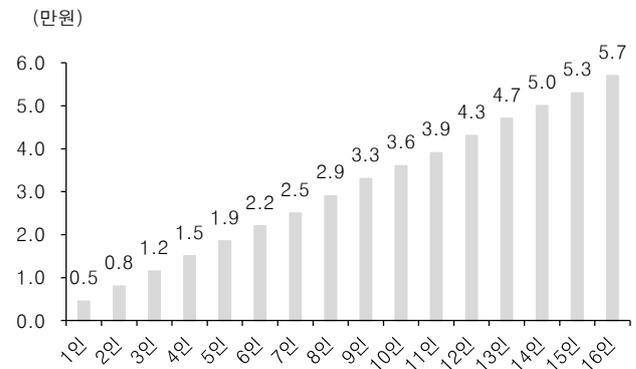
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 버블 수익배분 비율



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 버블 구독 멤버수별 이용권 금액



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 (376300) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	17	130	400	516	1,030
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17	130	400	516	1,030
판매비	98	135	268	330	625
영업이익	-81	-5	132	186	405
EBITDA	-77	1	136	188	406
영업외손익	-149	-9	-376	29	10
외환관련손익	0	-1	-2	0	0
이자손익	-3	-4	-1	0	0
관계기업관련손익	-17	3	0	0	0
기타	-129	-8	-374	29	10
법인세비용차감전순손익	-230	-14	-244	216	416
법인세비용	0	9	9	35	91
계속사업순손익	-230	-22	-252	180	324
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-230	-22	-252	180	324
지배지분순이익	-229	-22	-252	180	324
포괄순이익	-232	-22	-254	178	322
지배지분포괄이익	-231	-22	-254	178	322

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-32	16	81	553	664
당기순이익	-230	-22	-252	180	324
감가상각비	3	3	3	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	44	13	-55	-15	-48
기타현금흐름	152	22	385	388	387
투자활동 현금흐름	0	-1	-731	-1	-1
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	-2	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-729	-1	-1
재무활동 현금흐름	22	-10	893	25	25
단기차입금	0	27	0	0	0
사채 및 장기차입금	25	0	-26	-26	-26
자본	0	0	868	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-37	51	51	51
연결법위변동 등 기타	0	1	0	-433	-433
현금의 증감	-10	6	243	144	254
기초 현금	29	20	25	268	412
기말 현금	20	25	268	412	666
NOPLAT	-81	-8	137	186	405
FCF	-32	16	79	553	664

자료: 유안타증권

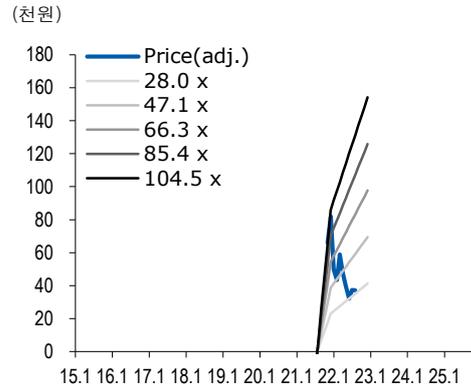
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	24	56	1,060	1,214	1,511
현금및현금성자산	20	25	268	412	666
매출채권 및 기타채권	2	30	58	66	108
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	87	80	275	274	273
유형자산	2	1	2	1	0
관계기업 등 지분관련자산	2	0	0	0	0
기타투자자산	3	2	3	3	3
자산총계	111	137	1,336	1,488	1,783
유동부채	87	155	93	93	93
매입채무 및 기타채무	49	76	54	54	54
단기차입금	15	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	4	7	-19	-46
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	25	0	0	-26	-53
부채총계	116	159	100	73	47
지배지분	-3	-23	1,236	1,414	1,737
자본금	83	83	110	110	110
자본잉여금	211	211	1,512	1,512	1,512
이익잉여금	-298	-319	-574	-393	-69
비지배지분	-2	0	0	0	0
자본총계	-6	-23	1,236	1,414	1,737
순차입금	35	19	-996	-1,166	-1,447
총차입금	55	45	0	-26	-52

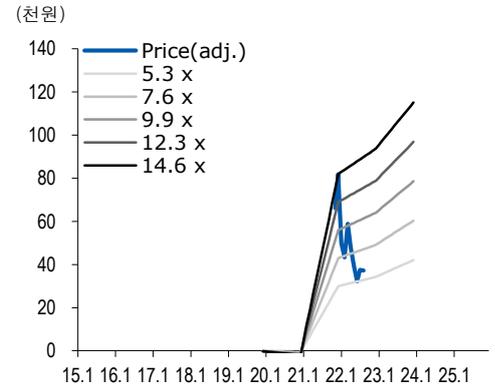
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	-1,373	-135	-1,438	821	1,475
BPS	-19	-136	5,623	6,435	7,902
EBITDAPS	-4,598	34	728	854	1,848
SPS	101	781	2,138	2,350	4,689
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	-53.3	45.3	25.2
PBR	-	-	13.6	5.8	4.7
EV/EBITDA	-	-	111.2	37.3	16.6
PSR	-	-	35.9	15.8	7.9

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	0.0	675.1	206.6	29.1	99.5
영업이익 증가율 (%)	na	적지	혹전	40.7	117.6
지배순이익 증가율 (%)	na	적지	적지	혹전	79.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-482.9	-3.5	33.1	36.1	39.3
지배순이익률 (%)	-1,360.9	-17.2	-63.1	34.9	31.5
EBITDA 마진 (%)	-455.9	0.4	34.1	36.3	39.4
ROIC	-576.7	-47.2	521.0	294.7	406.6
ROA	-414.4	-18.2	-34.3	12.8	19.8
ROE	14,467.1	174.1	-41.6	13.6	20.6
부채비율 (%)	-2,075.2	-702.1	8.1	5.2	2.7
순차입금/자기자본 (%)	-1,108.2	-85.1	-80.6	-82.5	-83.3
영업이익/금융비용 (배)	-25.4	-1.0	60.9	0.0	0.0

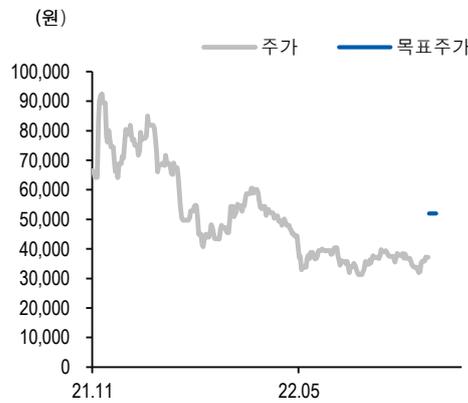
P/E band chart



P/B band chart



디어유 (376300) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-09-01	BUY	52,000	1년		
2021-11-09	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이혜인)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.