



미스터블루 (207760)

웹툰이 밀고, 게임이 끌고

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

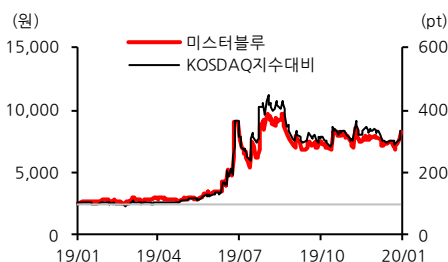
현재 주가(1/15)	8,260원
상승여력	-
시가총액	2,024억원
발행주식수	24,505천주
52 주 최고가 / 최저가	9,690 / 2,420원
90 일 일평균 거래대금	166.07억원
외국인 지분율	1.3%
주주 구성	
조승진 (외 3 인)	60.4%
자사주 (외 1 인)	0.6%
자사주신탁 (외 1 인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	11.2	-8.2	241.3
상대수익률(KOSDAQ)	-0.2	6.2	-8.9	242.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	30	31	66	71
영업이익	4	4	20	22
EBITDA	5	5	21	23
지배주주순이익	3	3	17	18
EPS	116	113	677	741
순차입금	-3	-8	-18	-33
PER	28.1	20.9	12.1	11.2
PBR	2.7	1.8	4.1	3.2
EV/EBITDA	16.3	9.7	8.6	7.3
배당수익률	0.5	0.8	1.2	1.3
ROE	10.1	9.0	41.1	32.2

주가 추이



서

웹툰 성장과 게임 해외 출시로 사상 최대 실적이 기대되는 업체입니다.

온라인 만화게임 업체

미스터블루는 온라인 만화게임 업체이다. 주요 사업 부문은 ①온라인 만화 콘텐츠 프로바이더 및 플랫폼(출판 만화 e-Book, 웹툰, 웹 소설을 온라인 자체 플랫폼과 네이버, 카카오 등 타사 플랫폼에 유통), ②만화 출판, ③게임(에오스 레드)이다. 3Q19 기준 부문별 매출액 비중은 온라인 만화 52%, 만화 출판 5%, 게임 43%이다.

만화 콘텐츠 부문: 온라인 만화 시장 성장 수혜

i) 자체 플랫폼 성장: 국내 온라인 만화 시장은 스마트폰 보급 확대와 스낵 컬처에 대한 욕구 증가 등으로 고 성장하고 있다(15~17년 CAGR 28%). 이에 동사의 자체 플랫폼도 동반 성장 중이다. 올해도 가입자수 증가(600만명, yoy+ 110만명), 평균 결제금액 상승 등으로 결제금액이 전년보다 20% 증가한 300억원 수준이 기대된다.

ii) 신무협 등 신규 콘텐츠 자체 제작: 올해부터 자체(무협 4대 천왕) 및 외부 흥행 무협 IP로 판타지 등이 가미된 신무협, 웹 소설 기반의 웹툰을 자체 제작(오렌지 스튜디오, 블루코믹스)해 자사와 외부 플랫폼에 공급할 예정이다. 이를 통해 안정적 작품 수급, 매출 증대(젊은 독자층 공략), 수익성 개선(원고료 감소) 등이 가능할 것으로 예상된다.

게임 부문: 해외 출시 모멘텀

게임 부문은 '16년 MMORPG 게임 에오스를 인수하며 진출했다. '17~'18년 적자 기록 후 지난해 8월 출시한 에오스 레드(모바일) 흥행으로 실적 턴어라운드 성공했다(3Q19 매출액 171억원, 영업이익 84억원). 올해 일 매출 감소가 예상되나 온기 효과, 국내 iOS 버전 개시(1H), 해외 출시(1H 대만, 2H 일본) 등을 통해 성장이 가능할 전망이다.

올해 사상 최대 실적 전망

올해 실적은 자체 플랫폼 내 정액제 단가 인상(19.11, 1만원→2만원), 에오스 레드의 해외 진출 등을 고려 시 매출액 714억원, 영업이익 220억원으로 사상 최대치가 예상된다. 또한 웹툰 시장 성장성, 중일 내 무협 웹툰 성장 가능성, 에오스 레드 해외 출시 등 성장 모멘텀 고려 시 주가 멀티플(20F P/E 11x) 상승 여지도 커 주가의 우상향이 기대된다.

온라인 만화 시장 성장세 지속

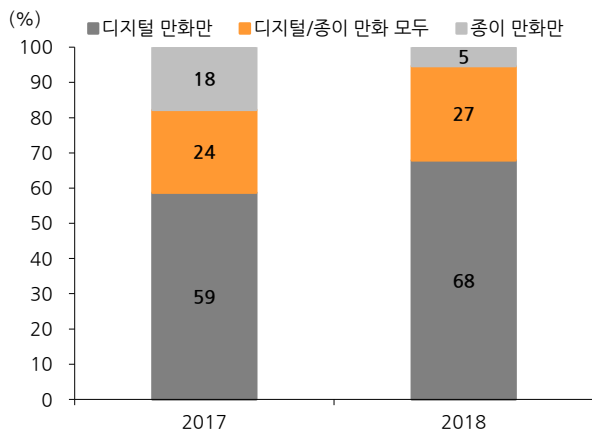
만화도 Paperless 시대

스마트폰 진화(대화면 등), 인터넷 사용 시간 증가 등으로 국내 만화책 시장은 이제 완연하게 Paperless 시대로 진입한 모습이다. 만화 산업 백서의 만화 형태별 이용 경험 조사에 따르면 ‘종이 만화만 이용’한 비율은 ‘17년 18%에서 ‘18년 5%로 급격하게 하락했다. 만화 소비 패턴 변화에 따라 실제 온라인 만화 시장은 국내 만화 산업 내에서 차별적인 고 성장세를 나타내고 있다(15~17년 CAGR 28%).

온라인 만화 관련 업체 관심

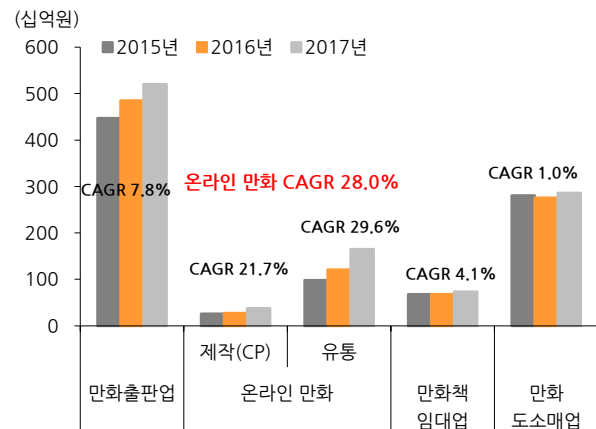
온라인 만화 관련 업체들에 대한 관심이 필요해 보인다. ①잠재적 시장 확대(디지털 만화 이용자 수와 빈도↑), ②유료 이용 비율 상승(17년 20%→‘18년 31%)과 재구매자 증가(1주일에 1~2번 이상 유료 이용 비율↑), ③평균 지출 금액 상승 여지(월평균 지출 비용<소비 가능 금액) 등을 고려 시 온라인 만화 시장의 성장세 지속이 예상되고, 향후 대형 플랫폼 업체들의 상장 시 Valuation 재평가 가능성도 상존하기 때문이다.

[그림1] 만화 형태별 이용 경험



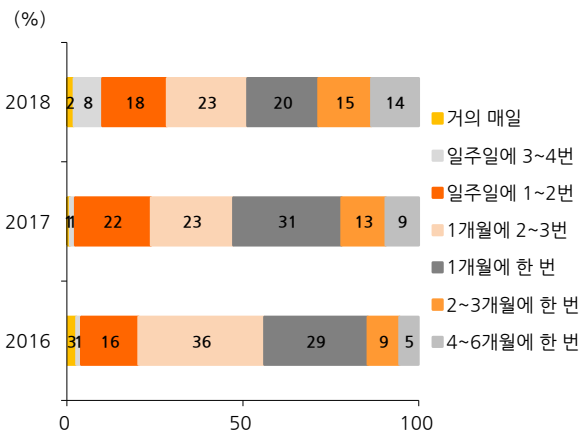
자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 만화 산업 업종별/연도별 매출액 현황



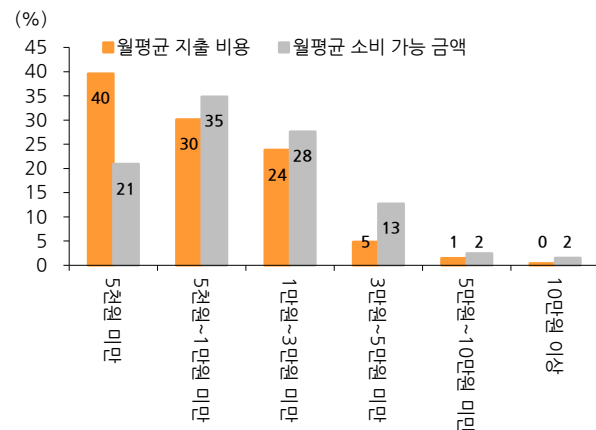
자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디지털 만화 유료 이용 빈도



자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 디지털 만화 유료 이용 시 월평균 지출과 소비가능 금액



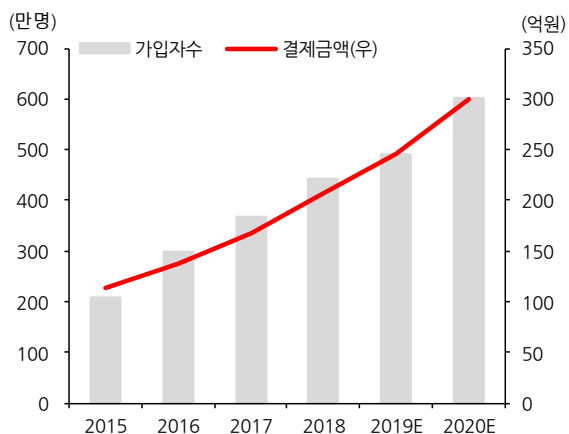
자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

시장 성장 속에 자체 성장 모멘텀 보유

자체 플랫폼 성장 중 동사의 자체 플랫폼도 온라인 만화 시장과 동반 성장하고 있다. 무협만화에 대한 강점 등으로 가입자 수가 지속 증가하며 '18년부터 웹툰 플랫폼 순위가 7위로 상승했다. 올해 가입자 수는 전년 대비 110만명 증가한 600만명이 전망된다. 또한 장기 가입자(충성도↑)수 증가와 콘텐츠 다양화 등으로 건당 평균 결제금액도 증가 추세를 보이고 있어 올해 결제금액은 전년보다 20% 증가한 300억원 수준이 기대된다.

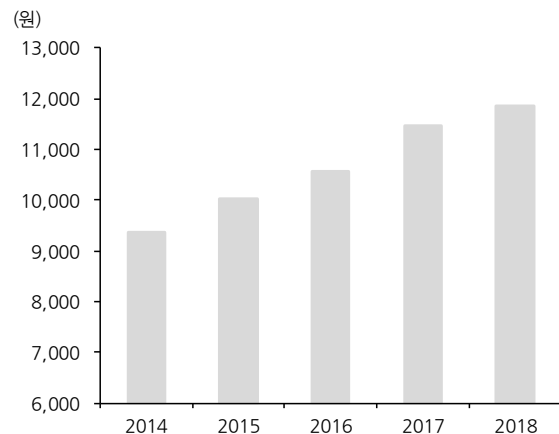
올해 사상 최대 실적 전망 올해 실적은 ①자체 플랫폼 내 정액제 단가 인상의 온기 효과(1만원→2만원, '19.11), ② 해외 출시와 국내 iOS 버전 개시에 따른 에오스 레드의 전년 대비 성장 등으로 매출액 714억원, 영업이익 220억원(사측 게임 목표 매출액 500억원 반영 시 270억원)을 기록할 전망이다. 캐주얼 무협 및 인기 웹 소설의 자체 웹툰 제작을 통한 외형 및 수익성 개선, 중일 내 무협 웹툰 성장 여지 등은 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

[그림5] 미스터블루 자체 플랫폼 가입자수와 결제금액



자료: 미스터블루, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 건당 평균 결제금액



자료: 미스터블루, 한화투자증권 리서치센터

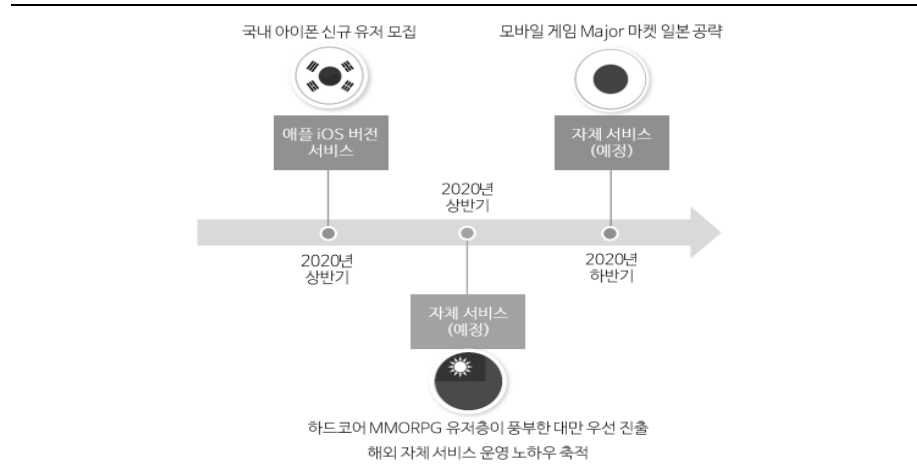
[표1] 디지털만화 주 이용 서비스

순위	2016		2017		2018	
	서비스	(%)	서비스	(%)	서비스	(%)
1	네이버웹툰	66.9	네이버웹툰	76.9	네이버웹툰	81.1
2	다음웹툰	16.8	다음웹툰	9.4	카카오페이지	7.2
3	카카오페이지	5.5	레진코믹스	3.8	다음웹툰	5.3
4	KT	4.9	카카오페이지	2.9	레진코믹스	2.3
5	답툰	2.4	케이툰	1.2	답툰	0.9
6	레진코믹스	1.3	답툰	0.7	케이툰	0.8
7	짱툰	0.6	투믹스	0.5	미스터블루	0.8
8	코미코	0.4	저스툰	0.3	투믹스	0.7
9	봄툰	0.1	폭스툰	0.3	봄툰	0.3
10	기타	1.1	기타	4.0	기타	0.6

주: 2016년, 2017년의 단수 응답과 2018년 1순위 응답을 비교

자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 에오스 레드 신규 마켓 출시 계획



자료: 미스터블루, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 미스터블루 연간 실적 추이

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	171	240	302	310	658	714
만화 콘텐츠	169	214	281	293	317	357
온라인 만화 및 웹툰	149	191	249	265	290	330
출판 만화	20	23	32	28	27	27
게임	0	26	20	17	341	357
기타	2	1	1	0	0	0
영업이익	37	47	36	40	199	220
이익률	22%	20%	12%	13%	30%	31%
만화 콘텐츠	37	34	47	51	50	74
게임	0	14	-11	-12	149	146
기타	0	0	0	0	0	0
당기순이익	-61	40	31	28	165	182

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	24	30	31	66	71
매출총이익	24	30	31	66	71
영업이익	5	4	4	20	22
EBITDA	5	5	5	21	23
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	5	4	3	20	22
당기순이익	4	3	3	17	18
지배주주순이익	4	3	3	17	18
증가율(%)					
매출액	40.6	25.5	2.7	112.4	8.5
영업이익	28.1	-23.3	9.2	403.4	10.6
EBITDA	39.3	-13.4	10.3	313.1	9.9
순이익	흑전	-22.3	-11.2	499.1	9.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	19.6	12.0	12.8	30.2	30.8
EBITDA 이익률	22.3	15.4	16.5	32.1	32.6
세전이익률	20.0	12.6	11.0	30.8	31.1
순이익률	16.7	10.3	8.9	25.1	25.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	2	3	6	12	18
당기순이익	5	4	3	17	18
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	-3	-1	1	-6	-1
매출채권 감소(증가)	-1	0	0	-10	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	-1	0
투자현금흐름	-11	-1	-5	-3	-3
유형자산처분(취득)	-1	-1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-8	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-2	1	-3	-1	-2
재무현금흐름	-2	-1	2	3	-2
차입금의 증가(감소)	-1	1	3	3	0
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0	-2
배당금의 지급	0	1	0	0	2
총현금흐름	6	5	5	18	19
(-)운전자본증감(감소)	3	1	-2	6	1
(-)설비투자	1	1	0	0	0
(+)자산매각	-8	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-6	1	5	10	17
(-)기타투자	0	-1	0	0	0
잉여현금	-7	2	5	10	17
NOPLAT	4	3	3	16	18
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	3	1	-2	6	1
(-)Capex	1	1	0	0	0
OpFCF	1	2	6	11	18

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	14	16	23	46	62
현금성자산	6	6	13	26	41
매출채권	4	4	4	14	16
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20	22	21	22	22
투자자산	1	1	0	1	1
유형자산	7	8	8	8	8
무형자산	12	13	13	13	13
자산총계	35	38	44	68	84
유동부채	8	8	12	19	19
매입채무	1	1	2	1	1
유동성이자부채	3	3	5	8	8
비유동부채	0	1	1	1	1
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	8	9	12	20	20
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	20	19	20	20	20
이익잉여금	5	7	10	26	41
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	27	29	32	48	64

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	169	116	113	677	741
BPS	1,099	1,194	1,314	1,981	2,621
DPS	25	15	20	100	110
CFPS	241	202	217	720	790
ROA(%)	12.1	7.7	6.7	29.5	23.9
ROE(%)	16.3	10.1	9.0	41.1	32.2
ROIC(%)	22.5	12.2	13.0	60.0	58.1
Multiples(x, %)					
PER	22.8	28.1	20.9	12.1	11.2
PBR	3.5	2.7	1.8	4.1	3.2
PSR	3.7	2.6	1.9	3.0	2.8
PCR	16.0	16.1	10.9	11.4	10.5
EV/EBITDA	16.9	16.3	9.7	8.6	7.3
배당수익률	0.6	0.5	0.8	1.2	1.3
안정성(%)					
부채비율	29.6	29.9	38.0	40.3	30.6
Net debt/Equity	-9.8	-10.1	-25.3	-37.5	-50.8
Net debt/EBITDA	-48.7	-63.4	-158.5	-85.7	-139.8
유동비율	180.4	196.8	198.8	243.9	325.2
이자보상배율(배)	48.1	53.5	46.8	131.8	130.7
자산구조(%)					
투하자본	77.7	78.4	64.2	53.1	43.4
현금+투자자산	22.3	21.6	35.8	46.9	56.6
자본구조(%)					
차입금	10.3	9.3	13.5	14.2	11.1
자기자본	89.7	90.7	86.5	85.8	88.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 1월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%