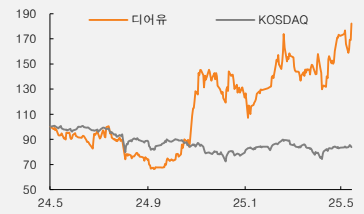


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 67,000원
현재주가(25/5/16)	50,000원
상승여력	34.0%

영업이익(25F, 십억원)	50
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	41
EPS 성장률(25F, %)	109.9
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.1
P/E(25F, x)	27.7
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSDAQ	725.07
시가총액(십억원)	1,187
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	49.1
외국인 보유비중(%)	5.8
베타(12M) 일간 수익률	1.24
52주 최저가(원)	18,220
52주 최고가(원)	50,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	31.2	30.7	95.3
상대주가	26.5	23.6	134.5



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com

디어유

NDR 후기: 지금이 제일 싸다

텐센트 6월 마지막주 런칭, 목표주가 67,000원으로 상향

6월 마지막주 QQ뮤직을 시작으로 TME 버블 서비스가 시작된다. 디어유 핵심 파트너사의 아티스트를 중심으로 순차적으로 서비스를 오픈한다.

서비스 개시가 가시화됨에 따라 목표주가를 직전 52,000원에서 67,000원으로 29% 상향했다. TME 발 매출이 연간으로 반영되는 26년 지배주주순이익을 목표주가 산정에 반영했다.

2025F 전망: 불확실한 재료 빼도 장난 아니다

2분기 구독수는 전고점인 3Q23~1Q24 수준을 회복할 가능성이 매우 높다. 1분기 블랙핑크 지수의 서비스 종료 등으로 구독수는 최근 2년 간 최저치인 188만명으로 하락했다. 그러나 엑소 카이의 복귀, RIIZE와 NCT WISH의 신규 입점 등 모회사 에스엠의 전폭적인 지지로 2분기 구독자수가 급증하고 있다. 두 IP가 입점한 이후 센서타워 WAU가 WoW 20% 증가했다. 이용자 한 명당 평균 구독수 1.6을 적용하면 이론적 구독수 증가율은 34%다. 2분기 에스엠과 JYP 등 주요 아티스트의 컴백이 활발해지고, 플레이브가 6월 일본 데뷔 예정에 있다.

3분기부터는 PG 결제가 도입된다. 기존 결제는 인앱 결제로 전체의 90% 이상의 비중을 차지하는데 수수료가 15~30%에 이른다. PG 결제를 도입하면 4~6%로 수수료율이 대폭 인한다. 결제수수료가 대부분을 차지하는 지급 수수료는 1Q25 기준 매출 대비 48%, 전체 판관비의 70%를 차지한다. PG 결제 전환율 50%로 가정할 경우 지급수수료는 매출 대비 30% 이하로 낮아질 것이다. 이와 함께 전환에 따른 유인책을 함께 적용할 예정으로 이익에 기여할 여지가 보다 크다.

2026F 전망: 실적에 반영하지 않은 재료가 아직도 많다

추가적인 실적 상향의 요인은 세 가지 1) 중국 IP 서비스 오픈, 2) 일본 Bubble for japan에 기존 IP 서비스 추가 오픈, 3) 캐릭터 IP의 확장성이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	49	76	75	98	115
영업이익 (십억원)	16	29	25	50	69
영업이익률 (%)	32.7	38.2	33.3	51.0	60.0
순이익 (십억원)	16	26	20	43	58
EPS (원)	732	1,104	859	1,803	2,455
ROE (%)	12.4	16.9	11.3	20.5	22.9
P/E (배)	39.4	29.1	42.0	27.7	20.4
P/B (배)	4.8	4.5	4.5	5.2	4.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.6	0.4	0.4

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터

1) 중국 IP 서비스 오픈

TME와의 계약에는 K-pop IP 수급은 디어유가, C-pop IP는 TME가 담당한다는 내용이 포함되어 있다. K-pop IP의 버블 서비스는 기존 서비스의 연장이라 할 수 있지만 C-pop IP는 다르다. 기존에 서비스를 해보지 않은 아티스트가 유입되는 새로운 시장으로의 확장이다. 때문에 어떤 IP가 들어오느냐에 따라 실적 기여도의 변동성이 크고, 이러한 불확실성으로 실적 추정치에 반영하지 않았다. 다만 텐센트가 버블 서비스를 매개로 한 새로운 수익화 기회에 상당한 노력을 기울이고 있다는 것을 감안할 때 실적 기여가 클 것으로 예상된다.

2) 일본 Bubble for japan에 K-pop IP 입점

동사는 m-up 홀딩스 합작법인의 서비스 Bubble for japan에 K-pop 입점을 준비중이다. 해당 어플을 운영하며 일본에서 인앱결제 서비스가 사용자 진입 장벽으로 작용한다는 교훈을 얻었기 때문이다.

일본은 애플에서 인앱결제 서비스를 강제하지 않은 두 국가 중 하나다(나머지 하나는 태국). 그만큼 디지털 결제 서비스가 보편화되지 않았기 때문이다. Bubble for japan 이용자들도 90%가 인앱결제가 아닌 편의점 또는 통신사 결제 등 비 디지털 결제 서비스를 이용하고 있다. 중국 시장에서 앱마켓 입점 때문에 접근하지 못했던 잠재 시장이 80%(아이폰 시장 점유율 적용)였던 것처럼 일본 시장도 결제 방식으로 접근하지 못했던 시장이 숨겨져 있었던 것이다. 따라서 중국 서비스 오픈 후 K-pop IP를 Bubble for japap 앱에서 서비스할 수 있는 시스템 개발에 착수, 연내 출시를 준비중이다. 해당 서비스가 도입되면 일본 사용자가 추가 유입될 것으로 판단하는데 국가 비중이 기존 10% 중반대에서 20%까지 증가할 수 있을 것으로 판단한다.

3) 캐릭터 IP의 확장성

5월 15일 버블에서 서비스를 오픈한 잔망 루피 역시 국내보다 중국 시장에서의 기대감이 크다. 잔망 루피는 보로로의 캐릭터 루피의 스피노프 버전으로 중국 SNS 샤오홍수 계정 개설 7개월만에 팔로워수 440만명을 달성했다. 이에 힘입어 밀크티 브랜드 헤이티, 러러차, 미니소 등과의 콜라보 제품을 출시하는 등 팬덤이 형성돼 있다.

AI pet bubble 또한 ASP 증가에 기여하고 있다. AI pet bubble은 아티스트의 서브 계정으로 구독수에 포함되지 않고 구독 가격이 절반(2,400원)이다. 현재 서비스중인 태민의 pet bubble 전환율은 약 20% 대로 유지되고 있어 ASP 상승에 기여하고 있다. 실제로 버블의 ASP는 3Q24 2,900원 → 4Q24 3,100원 → 1Q25 3,100원으로 증가 추세에 있다. 이모티콘, 손글씨(월 700원) 등 부가 서비스 적용 IP가 증가함에 따라 이러한 현상이 지속될 것으로 판단한다.

표 1. 디어유 실적 추정표

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출	20.3	19.1	17.7	17.8	17.5	23.7	27.5	29.6	75.7	74.9	98.4	115.2
QoQ/YoY	-3%	-6%	-7%	0%	-1%	35%	11%	8%	54%	-1%	28%	15%
일본 로열티 매출		0.01	0.04	0.05		0.10	0.14	0.18		0.10	0.50	0.72
중국 로열티 매출						0.0	1.3	1.4			2.7	5.0
판권비	13.1	12.0	11.4	12.9	12.1	15.1	10.3	11.1	47.1	49.4	48.4	46.1
인건비	3.4	3.0	2.5	2.7	2.7	4.0	3.1	3.4	9.6	11.6	13.8	15.5
지급수수료	8.7	8.2	8.1	8.4	8.4	10.1	6.2	6.6	34.6	33.4	31.3	25.8
영업이익	7.2	7.1	6.3	4.9	5.2	8.6	17.3	18.5	28.6	25.4	49.9	69.2
영업이익률	35%	37%	36%	27%	30%	36%	61%	61%	38%	34%	49%	58%
QoQ/YoY	-19%	-1%	-10%	-23%	13%	58%	85%	8%	76%	-11%	86%	36%
Key data												
월평균 구독수(mn)	2.3	2.2	2.0	1.9	2.0	2.3	2.5	2.6	2.2	2.1	2.3	2.6
월평균 ARPU(W)	2,939	2,956	2,919	3,118	3,274	3,112	3,236	3,236	2,835	2,981	3,432	3,510
IP수(#)	607	613	622	627	627	656	662	662	482	610	634	647

자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 디어유 Valuation

항목	값	
26F 지배주주순이익(십억원)	58.3	
Target P/E	27.4	SM과 JYP의 Target P/E 평균
목표 시가총액(십억원)	1,594	
주식수(천주)	23,738	
목표주가(원)	67,000	
현재주가(원)	50,000	
상승여력	34.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 시나리오별 TME발 K-pop 아티스트 추가 매출 추정

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
기존 구독						
월평균 구독수(mn)	1.88	2.31	2.48	2.58	2.3	2.8
중국 구독수 비중	35%	35%	35%	35%	32%	32%
중국 구독수(mn)	0.66	0.81	0.87	0.90	0.81	0.91
정상 iOS 비중						
Bear	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Base	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Bull	28%	28%	28%	28%	28%	28%
중국 잠재 추가 사용자(월평균)						
Bear			0.39	0.40	0.36	0.41
Base			0.74	0.77	0.69	0.77
Bull			2.24	2.33	2.09	2.35
TME 매출(CNYmn)						
Bear			27	27	67	137
Base			51	51	126	260
Bull			154	154	384	789
디어유 로열티(CNYmn)						
Bear			2.66	2.66	7	14
Base			5.06	5.06	13	26
Bull			15.37	15.37	38	39
환율(W/CNY)			192	192	192	192
디어유 로열티(Wmn)						
Bear			626	651	1,277	2,623
Base			1,188	1,236	2,425	4,983
Bull			3,610	3,755	7,365	15,136

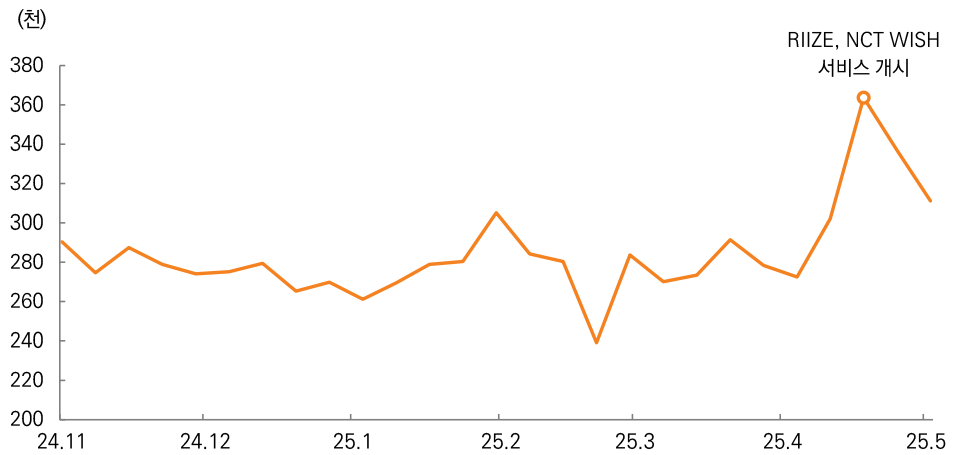
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 시나리오별 TME발 C-pop 아티스트 추가 매출 추정

	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
IP수			10	10	10
구독자			10,000	10,000	10000
중국 매출(CNYmn)			7.50	7.50	17
디어유 로열티(Wmn)			115.06	115.06	258

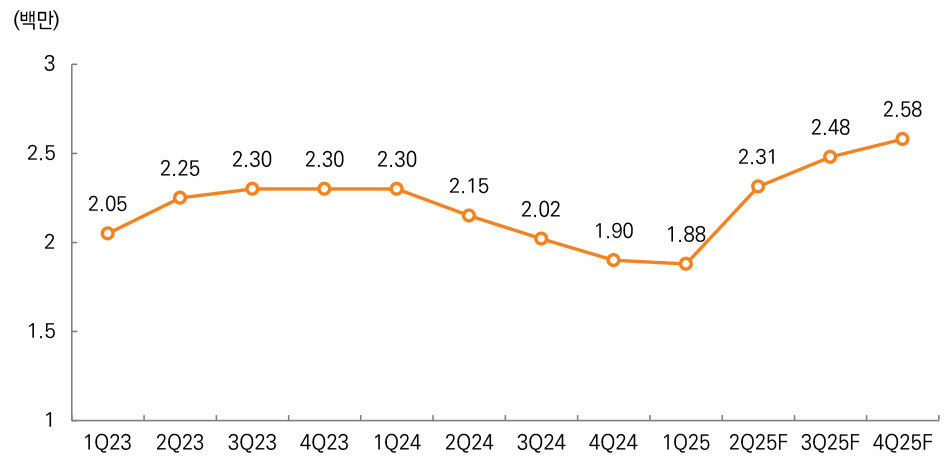
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. RIIZE, NCT WISH 입점 이후 WAU 20% 증가(WoW)



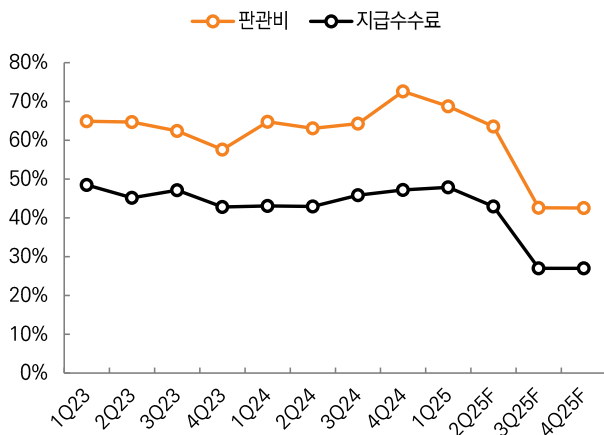
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2Q25 월평균 구독수 전고점 탈환 추정



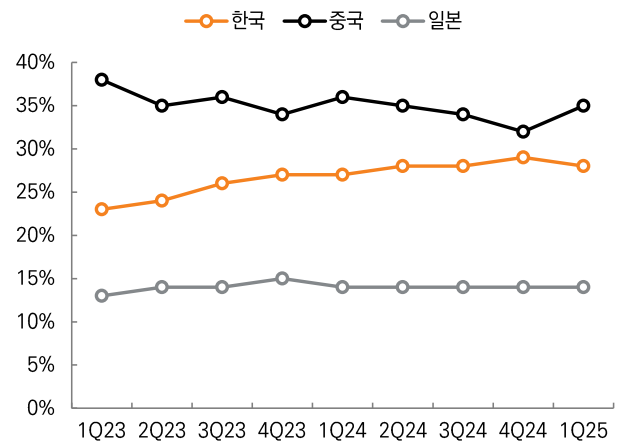
자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출 대비 판관비 및 지급수수료 비중



자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 구독수 주요 국가별 비중



자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터

디어유 (376300)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	76	75	98	115
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	76	75	98	115
판매비와관리비	47	49	48	46
조정영업이익	29	25	50	69
영업이익	29	25	50	69
비영업손익	4	1	4	5
금융손익	5	5	7	9
관계기업등 투자손익	0	0	0	1
세전계속사업손익	33	26	54	74
계속사업법인세비용	6	6	11	16
계속사업이익	26	20	43	58
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	26	20	43	58
지배주주	26	20	43	58
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	26	20	43	58
지배주주	26	20	43	58
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	31	28	52	72
FCF	9	23	44	58
EBITDA 마진율 (%)	40.8	37.3	53.1	62.6
영업이익률 (%)	38.2	33.3	51.0	60.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	34.2	26.7	43.9	50.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	147	167	209	264
현금 및 현금성자산	57	107	133	176
매출채권 및 기타채권	12	11	12	13
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	78	49	64	75
비유동자산	43	42	40	38
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	3	2	1
무형자산	10	12	10	9
자산총계	191	209	249	302
유동부채	17	16	18	18
매입채무 및 기타채무	10	11	12	13
단기금융부채	1	1	0	0
기타유동부채	6	4	6	5
비유동부채	4	3	3	3
장기금융부채	4	3	3	3
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	21	19	21	21
지배주주지분	170	190	228	281
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	162	162	162	162
이익잉여금	-15	6	43	97
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	170	190	228	281

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	13	23	44	59
당기순이익	26	20	43	58
비현금수익비용가감	6	3	7	10
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	4	1	5	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	0	-1	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	1	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	0	0	0
법인세납부	0	-6	-11	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-41	28	-13	-10
유형자산처분(취득)	-3	0	0	-1
무형자산감소(증가)	-4	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-28	29	-13	-9
기타투자활동	-6	2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	3	-1	-6	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	4	-1	0	0
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-5	-5
기타재무활동	-4	0	-1	0
현금의 증가	-27	51	25	44
기초현금	84	57	107	133
기말현금	57	107	133	176

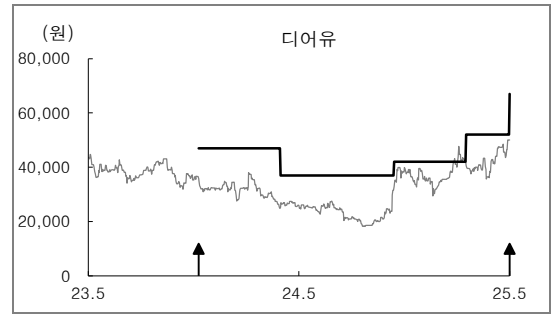
자료: 디어유, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	29.1	42.0	27.7	20.4
P/CF (x)	23.5	37.1	23.8	17.5
P/B (x)	4.5	4.5	5.2	4.2
EV/EBITDA (x)	21.0	25.5	19.1	13.3
EPS (원)	1,104	859	1,803	2,455
CFPS (원)	1,365	971	2,100	2,862
BPS (원)	7,141	8,000	9,588	11,829
DPS (원)	0	215	215	215
배당성향 (%)	0.0	25.0	11.9	8.8
배당수익률 (%)	0.0	0.6	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	53.9	-1.1	31.4	17.1
EBITDA증가율 (%)	81.4	-8.4	87.9	36.6
조정영업이익증가율 (%)	75.8	-11.2	96.4	38.5
EPS증가율 (%)	50.9	-22.2	109.9	36.2
매출채권 회전율 (회)	14.3	11.4	15.4	17.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	15.3	10.2	18.7	21.2
ROE (%)	16.9	11.3	20.5	22.9
ROIC (%)	103.0	57.4	101.2	140.6
부채비율 (%)	12.4	10.1	9.3	7.6
유동비율 (%)	874.2	1,045.2	1,157.6	1,455.8
순차입금/자기자본 (%)	-71.8	-75.7	-79.9	-83.6
조정영업이익/금융비용 (x)	447.3	227.6	515.5	759.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
디어유 (376300)				
2025.05.19	매수	67,000	-	-
2025.03.05	매수	52,000	-20.31	-3.85
2024.10.31	매수	42,000	-10.86	13.57
2024.04.17	매수	37,000	-35.89	-14.73
2023.11.27	매수	47,000	-32.75	-19.15



* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.