

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

미스터블루 (207760)

미스터블루는 매력있어! 환승이 무료거든

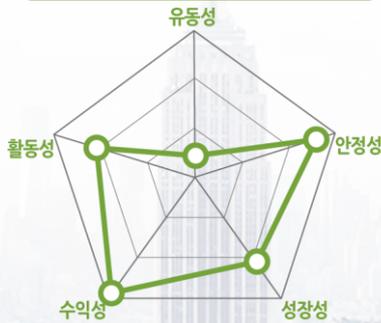
체크포인트

- 동사는 2023~2024년 웹툰, 웹소설, 게임 모든 사업부문에 우호적 상황이 예상되며, 시기별로 투자포인트 환승이 가능
- 투자포인트는 1) 웹툰 부문이 든든한 캐시카우 역할을 하고, 2) 2022년초 웹소설 업체 인수로 '웹소설/웹툰/게임' 밸류체인이 완성되었으며, 3) 2023년말~2024년 신작 게임 '에오스 블랙' 관련 모멘텀을 보유하는 점
- 2023년 매출액 888억원(+15%YoY), 영업이익 98억원(+31%YoY) 전망. 동사의 2023년, 2024년 PER은 각각 32.1배, 18.0배임. 2024년 웹소설과 게임 부문 투자의 결실을 확인할 수 있을 것으로 판단돼 밸류에이션 부담은 점차 낮아질 것으로 예상
- 잠재적 오버행 요소인 미상환전환사채 150억원, 미상환 신주인수권부사채 100억원은 리스크 요인

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



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

미스터블루 (207760)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ

미디어와엔터테인먼트

No.1 만화전문 플랫폼

동사는 1) 만화콘텐츠(47%), 2) 게임(29%), 3) 웹소설(24%) 사업을 영위하는 만화전문 플랫폼 업체

투자포인트 1) 든든한 캐시카우인 웹툰 부문

웹툰 부문 매출액은 2023년, 2024년 각각 전년대비 +5%, +6% 견조하게 성장할 전망. 안정적인 매출 성장은 1) 높은 재구매율, 2) 서비스하는 웹툰 장르의 다양성, 3) 고객의 성별/나이 다양성에 근거함. 또한 웹툰 부문은 양호한 수익성을 시현하고 있는데, 이는 1) 수직계열화 구축, 2) 미안마 현지 제작으로 원가 절감, 3) 고수익 구조인 B2C 비즈니스 비중이 높은 점, 4) 무형 4대천왕 포괄적IP 보유, 5) 해외확장 비용 절감에 기인함

투자포인트 2) 웹소설 업체 인수로 '웹소설/웹툰/게임' 밸류체인 완성

웹소설 부문 매출액은 2023년, 2024년 각각 전년대비 +45%, +11% 성장할 것으로 예상함. 그 배경은 1) 2022년초 인수한 영상출판미디어, 동아미디어의 실적이 2023년 온기로 인식되며, 2) 현재 인기 웹소설의 웹툰화 작업이 진행 중이며, 3) 웹소설 플랫폼이 2023~2024년 중 신규 오픈될 계획이기 때문임. 중장기적으로 웹소설 IP를 기반으로 웹툰화, 영상화, 게임화 등 OSMU(One Source Multi Use) 전략 구사가 용이해질 전망

투자포인트 3) 2023년말, 신작 게임 '에오스 블랙' 출시 모멘텀 보유

게임 부문 매출액은 2023년, 2024년 각각 전년대비 +6%, +102% 성장할 전망. 이는 자회사 블루포스트게임즈의 '에오스' 시리즈의 세번째 이야기인 '에오스 블랙'이 2023년 4분기에 국내에서, 2024년에 대만에서 출시될 것으로 예상되기 때문임. 뿐만 아니라, 동사는 2023년 2~3건의 게임 퍼블리싱을 진행할 예정임

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액(억원)	807	615	772	888	1,182
YoY(%)	26.3	-23.8	25.6	15.0	33.2
영업이익(억원)	144	68	74	98	162
OP 마진(%)	17.8	11.0	9.6	11.0	13.7
지배주주순이익(억원)	122	67	31	65	116
EPS(원)	166	91	42	87	156
YoY(%)	1.4	-45.3	-53.9	108.5	78.1
PER(배)	22.2	33.6	78.3	32.1	18.0
PSR(배)	3.4	3.7	3.2	2.4	1.8
EV/EBIDA(배)	13.5	18.8	8.4	16.8	10.1
PBR(배)	5.1	3.5	3.6	2.8	2.5
ROE(%)	25.4	11.4	4.7	9.2	14.6
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/20)	2,850원
52주 최고가	4,790원
52주 최저가	1,232원
KOSDAQ (3/20)	802.20p
자본금	25억원
시가총액	2,128억원
액면가	100원
발행주식수	75백만주
일평균 거래량 (60일)	850만주
일평균 거래액 (60일)	316억원
외국인지분율	1.84%
주요주주	조승진 외 2인 59.43%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.2	71.8	2.5
상대주가	-10.7	62.8	17.9

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액증가율', 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.

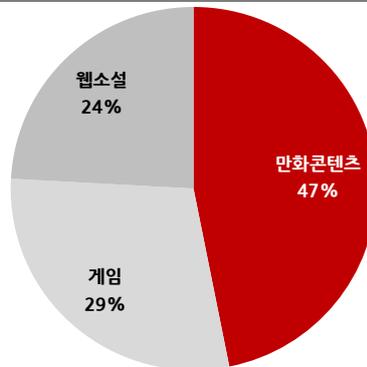
기업 개요

1 사업부문 및 연혁

미스터블루는
만화콘텐츠, 게임, 웹소설
사업을 영위

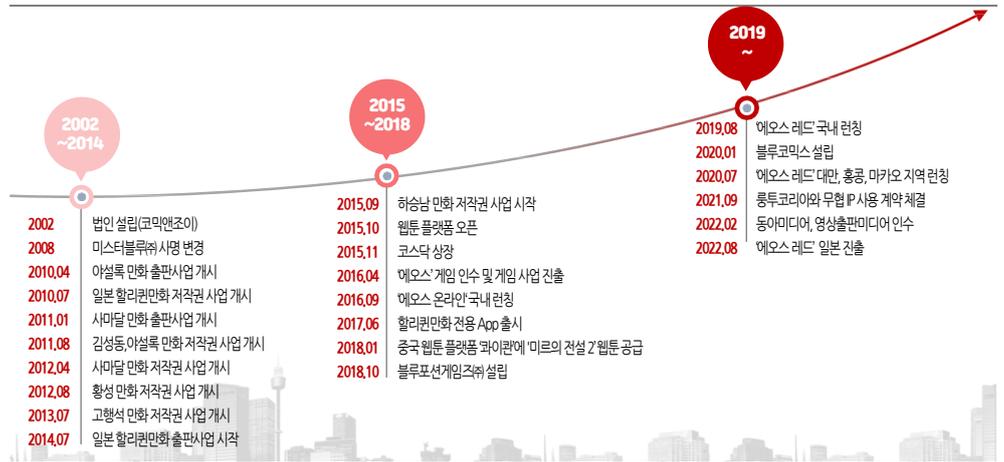
2002년 11월 설립된 미스터블루는 만화 및 소설 콘텐츠를 전자책으로 변환하여 PC 또는 모바일 디바이스를 통해 이용할 수 있도록 서비스하는 온라인 만화 콘텐츠 사업과 웹소설 사업, 만화 콘텐츠를 도서로 출판하여 판매하는 만화 출판사업, 게임 소프트웨어를 개발하여 PC를 통해 서비스하는 온라인게임 사업을 영위한다. 2022년 기준 동사의 사업 부문별 매출 비중은 1) 만화콘텐츠(47%), 2) 게임(29%), 3) 웹소설(24%)이다.

미스터블루의 사업부문별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 미스터블루, 한국IR협회의 기업리서치센터

미스터블루의 연혁



자료: 미스터블루, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁

미스터블루는 2002년 '코믹앤조이'라는 상호로 재미로 행복을 만든다는 사명과 함께 조승진 대표이사에 의해 설립되었다. 이후 2008년 상호를 '주식회사 미스터블루'로 변경했다. 2015년 11월 코스닥시장에 상장되었다.

동사는 2010년부터 순차적으로 야설록, 사마달, 황성 등 국내 무협장르 작가들과 출판사업을 진행하고 저작권 사업을 개시했다. 또한, 2010년 일본의 할리퀸만화(할리퀸사의 할리퀸 로맨스소설을 원작으로 한 만화로, 일본의 만화 팬들에게 꾸준히 사랑받고 있는 콘텐츠)의 저작권 사업을 개시했고, 2014년 출판사업까지 영역을 확장했다.

2015년 동사는 신성장 동력으로 웹툰 플랫폼(웹사이트, 모바일 어플리케이션)을 정식으로 오픈하고 서비스를 시작했다.

2016년 동사는 게임 부문 인수를 통해 또 한번의 도약을 준비한다. 미스터블루는 주식회사 엔비어스 소유의 게임 소프트웨어 '에오스'를 총 45억원에 인수했다. 에오스는 MMORPG(Massively Multiplayer Online Role Playing Game)게임으로 EOS 세계관을 가장 잘 표현한 그래픽으로 실사풍 판타지 월드를 구현한 길러게임이다.

당시 대부분 게임사업과 웹툰사업의 결합은 게임사가 웹툰 캐릭터나 스토리라인 등 지적재산권을 사들여 게임을 제작하는 방식이었다. 웹툰 인지도를 바탕으로한 게임의 경우 기존 팬층을 유입할 수 있어 사업의 위험성을 줄이면서 흥행에 시너지를 낼 수 있을 것이라는 기대감이 컸기 때문이다. 예를 들어, 게임서비스 업체 글리터가 인기 웹툰 '치즈인더트랩'을 연애시뮬레이션 게임으로 만들어 서비스했고, 네오위즈게임즈는 조석의 '마음의 소리'를 모바일 게임으로 출시했다. 하지만, 미스터블루는 직접 게임 콘텐츠를 사들여 더 능동적으로 사업을 진행했다. 인수 과정에서 게임 개발인력 역시 보강하면서, 앞으로 인력 활용을 통해 보유하고 있는 웹툰 저작권을 활용한 모바일 게임 제작 및 서비스를 강화한다는 중장기 계획도 수립했다.

2016년 9월 에오스 온라인 게임을 국내 런칭했지만, 예상보다 빨랐던 콘텐츠 소진으로 인해 실적에 큰 영향을 미치지 못했다. 2년 뒤, 2018년 10월 게임사업부문을 물적분할하여 '블루포션게임즈(주)'를 설립하였고, 자회사 블루포션게임즈(주)는 게임개발 및 퍼블리싱 사업을 전문적으로 영위하고 있다. 이후 2019년 8월 모바일게임 '에오스 레드'를 국내에 출시해 성공을 거두고, 2020년 7월 대만, 홍콩, 마카오 지역에 런칭해 동사의 매출과 이익의 체급을 높였다.

2020년 1월 웹툰 제작 전문 독립 스튜디오인 '블루코믹스'를 설립해 작품성이 우수한 웹툰을 자체 제작하고 있다. 이를 통해 미스터블루 플랫폼뿐만 아니라, 네이버 웹툰, 카카오페이지 등 국내 다수의 플랫폼에 웹툰을 서비스하고 있다.

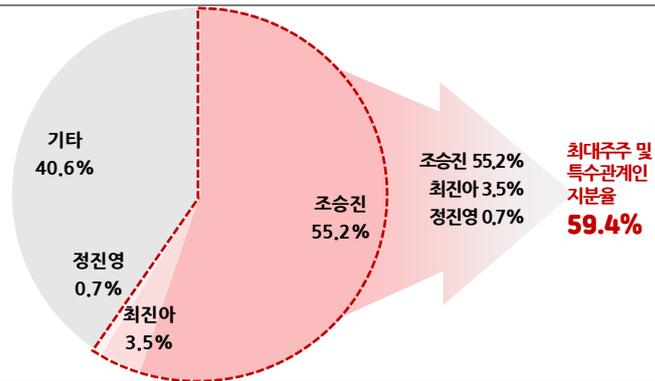
2022년 2월 동사는 웹소설로 사업을 확장하고자 웹소설 전문기업 '영상출판미디어(주)', '(주)동아미디어'를 인수했다. 이를 통해 성공 가능한 IP 판매를 통해 더 큰 부가가치를 형성할 수 있는 밸류체인을 완성하고, 오리지널 IP의 2차 팬덤을 형성하여 다시 플랫폼 유입으로 끌어오는 선순환 구조를 구축할 계획이다.

2 주주구성과 종속회사

최대주주 및 특수관계인의
지분 비율은 59.4%
(대표이사 조승진 55.2%)

현재 미스터블루의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 59.4%로 조승진(최대주주, 지분율 55.2%), 최진아 (3.5%), 정진영(0.7%)이 포함되어 있다. 그 밖에 5% 이상 주주는 없다. 보유하고 있던 자기주식 544,195주는 운영자금 확보 목적으로 2021년 04월 14일에 시간외 대량매매를 통해 전량 처분하였고, 현재 보유하고 있는 자기주식은 없다.

미스터블루의 주주구성



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속회사는

- 1) 더블플러스㈜
- 2) Mr. Blue Myanmar Co., Ltd.
- 3) 블루포션게임즈㈜
- 4) 블루코믹스㈜
- 5) 영상출판미디어㈜
- 6) ㈜동아미디어

미스터블루의 연결대상 종속회사는 1) 더블플러스㈜(지분율: 100%, 출판업), 2) Mr. Blue Myanmar Co., Ltd.(지분율: 99%, 만화제작업), 3) 블루포션게임즈㈜(지분율: 99.5%, 게임소프트웨어 제조 및 서비스), 4) 블루코믹스㈜(지분율: 100%, 만화제작업), 5) 영상출판미디어㈜(지분율 80%, 웹소설 및 웹툰 제작), 6) ㈜동아미디어(지분율 79.2%, 웹소설 및 웹툰 제작)로 총 6개사이다.

연결매출 기준 큰 비중을 차지하는 종속회사는 블루포션게임즈㈜, 영상출판미디어㈜, 그리고 ㈜동아미디어이다. 블루포션게임즈㈜는 2018년 10월 게임사업부문이 물적분할되면서 설립되었고, 게임개발 및 퍼블리싱 사업을 전문적으로 영위하고 있다. 미스터블루는 2022년 2월 영상출판미디어(지분 80%, 177억원)와 동아미디어(지분 70%, 105억원)를 인수했다. 영상출판미디어는 2013년 7월에 설립된 시장점유율 2위의 웹소설 업체로 판타지 무협 등 남성형 장르에 강점이 있다. 대표작으로 '사부님들이 구독 중', '아기볼모가 너무 귀여워' 등이 있다. 동아미디어는 2007년 6월에 설립된 시장점유율 3위의 웹소설 업체로 로맨스와 같은 여성형 장르에 강점이 있다. 대표작으로 '아도니스', '슈공녀', '그림자 없는 밤, 비밀한 연애' 등이 있다.

산업 현황

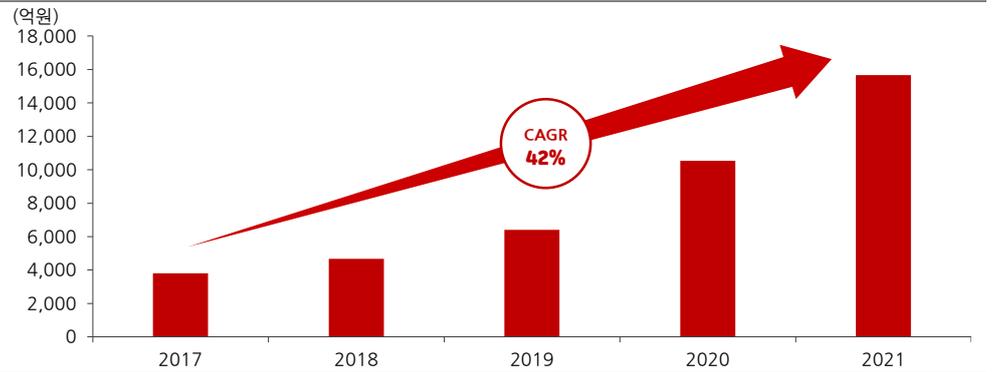
1 국내 및 글로벌 웹툰 시장은 고성장세 시현 중

국내 웹툰 시장
2017~2021년
연평균성장률 42%

국내 웹툰 시장은 2021년 1조 5,660억원을 기록하며, 최근 4년(2017~2021년) 동안 연평균 42%로 고성장했다. 특히, 최근 2년 동안 전년대비 각각 65%, 49%로 매우 높은 성장률을 시현했다. 한국콘텐츠진흥원이 발간한 2022년 웹툰 사업체 실태조사보고서에 따르면 동 시장은 플랫폼사와 CP사(Contents Provider, 콘텐츠 제작자)의 매출로 구성된다. 플랫폼사의 매출 규모는 8,241억원으로 전체 시장의 53%를 차지하고, 웹툰 CP사의 매출액은 7,419억원으로 47%를 차지하고 있다.

웹툰의 고성장은 1) 휴대폰 고사양 및 모바일 앱 등의 급격한 발전과 더불어, 2) 코로나로 인해 헬스장, 영화관, 쇼 팡물 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



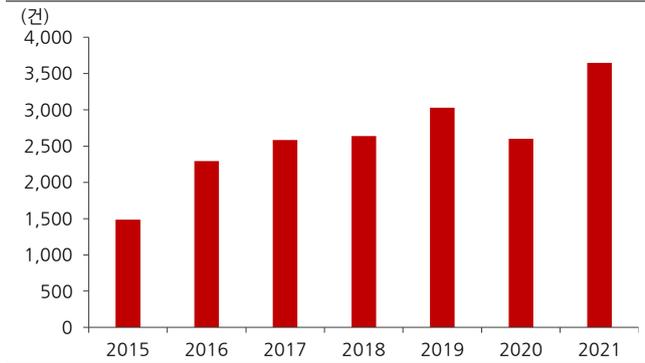
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

웹툰 신규 작품 수 및
작가 수 역시 상승추세

국내 웹툰 시장 성장을 가늠할 수 있는 또다른 지표로서 국내 웹툰 신규 작품 수와 작가 수 추이를 들 수 있다. 한국콘텐츠진흥원에 따르면 신규 웹툰 작품 수는 2015~2021년 연평균 16% 고성장했고, 특히 2021년에 3,649개 작품이 신규로 연재를 시작했으며 이는 전년대비 40% 증가한 수치이다.

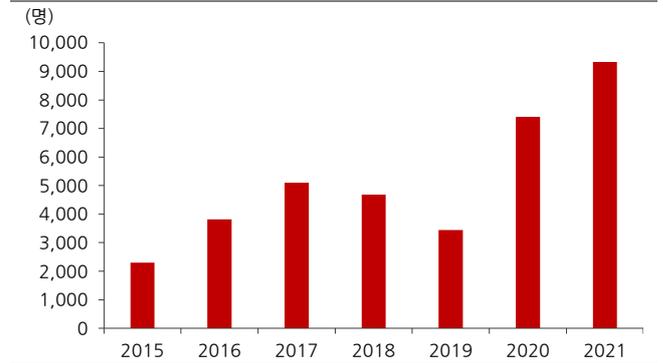
2021년 기준 국내 웹툰 작가수는 9,326명으로 전년대비 26% 증가했다. 주목할 만한 점은 작가 수가 2017년에 5,099명으로 고점을 형성한 후 2019년까지 지속적으로 감소했는데, 2020년과 2021년 전년대비 각각 115%, 26% 급격히 성장했다는 점이다. 이 무렵, 네이버와 카카오와 같은 대형웹툰 플랫폼이 해외시장에 진출하며 작가를 채용하는 수요가 많아졌을 뿐 아니라, 유명 웹툰 작가들이 방송, 유튜브 등에서 영향력이 커지면서 웹툰 시장에서 커리어 시작을 희망하는 젊은 세대가 많아졌다고 사료된다.

국내 웹툰 신규 작품 수 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국저작권위원회 기업리서치센터

국내 웹툰 작가 수 추이

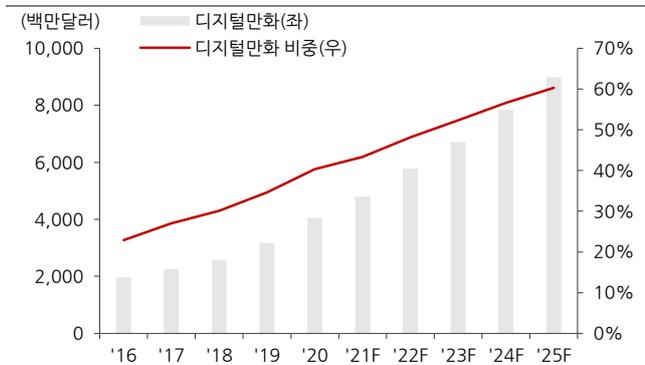


자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국저작권위원회 기업리서치센터

**2016~2020년
글로벌 웹툰시장
연평균성장률 20%**

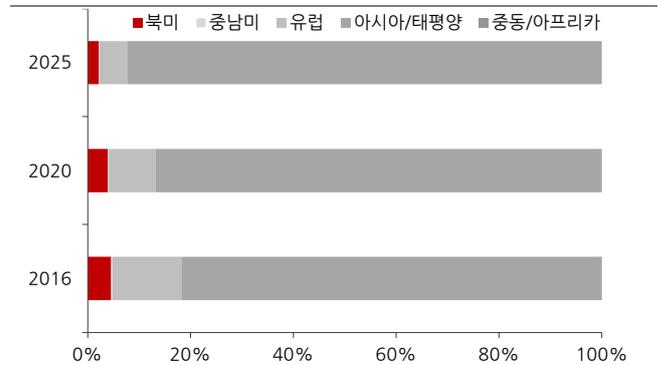
글로벌 디지털만화(웹툰) 시장은 2020년 40.5억달러를 기록하며 전년대비 28% 고성장했다. 2016~2020년으로 기간을 늘려보아도 연평균 20% 고성장세를 보여주고 있다. 반면, 전체 만화시장은 동 기간(2016~2020년) 연평균 4% 성장에 그쳤다. 코로나를 계기로 비대면 서비스 수요가 확대됨에 따라 앞으로도 전세계적으로 웹툰 및 웹소설과 같은 디지털 기반 콘텐츠의 성장이 가속화될 것이라고 예상된다. 전체 만화 중 디지털 만화 비중은 2020년 40%로 2016년 23% 대비 두배 가까이 상승했다. 소프트웨어정책연구소에 따르면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

글로벌 웹툰 시장 추이 및 전망



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국저작권위원회 기업리서치센터

글로벌 웹툰 시장 지역별 비중



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국저작권위원회 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.

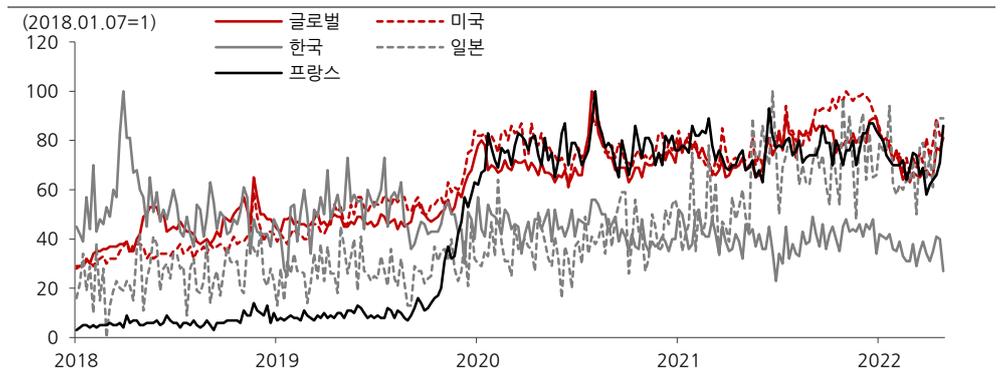
일본은 전통적으로 만화시장 규모가 컸는데 시대적 흐름에 따라 출판만화 시장이 정체되고 점진적으로 디지털화가 진행되었다. 여기에 라인망가(네이버)와 픽코마(카카오) 등 국내업체들이 일본에 진출하며 디지털만화 성장이 가속되고 있다. 그 다음으로는 유럽이 약 9%를 차지하고 있고, 뒤이어 북미가 약 4%를 차지한다. 중남미와 중동/아프리카의 비중은 미미하다.

**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 '웹코믹(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 현지 작가가 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



자료: 구글, 한국R협회의 기업리서치센터

2 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. 예를 들어, 네이버는 네이버웹툰(한국)과 라인망가(일본)에 이어 2018년에 들어서야 전세계 자사 플랫폼의 유료 수익 모델을 도입했다.

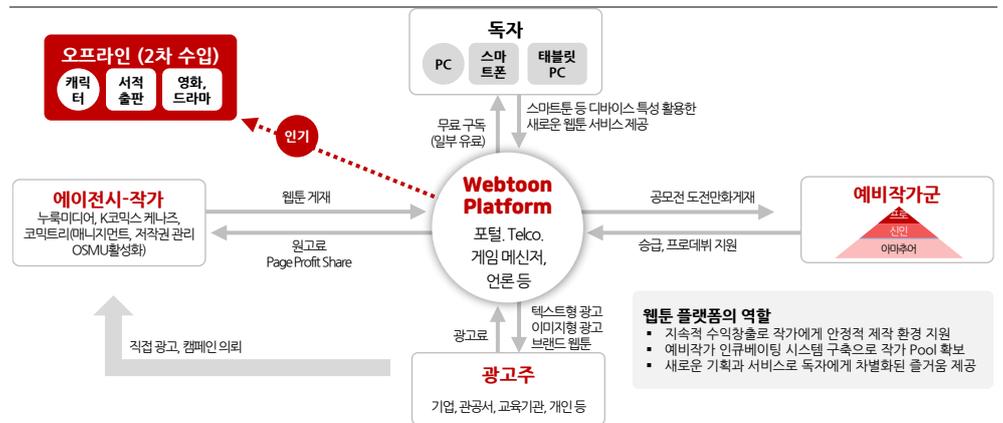
대표적인 수익모델은 1) 유료결제, 2) 광고, 3) 라이선스 수수료, 4) 굿즈 판매이다. 대다수 웹툰 플랫폼이 Freemium(Free + Premium)' 모델을 기본적으로 채택하고 있다. 이는 웹툰 소비자가 기본적으로는 무료로 접근할 수 있지만, 프리미엄 기능이나 인기있는 콘텐츠에 접근하려면 유료결제를 해야 하는 시스템이다. 이러한 부분유료화 정책은 정액제와 달리 보는 만큼 과금되는 특징이 있고, 과금은 에피소드당 500원~1000원 정도의 소액이다.

최근 웹툰 및 웹소설을 기반으로한 텐트폴(tent pole, 텐트를 칠 때 사용하는 지지대로 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

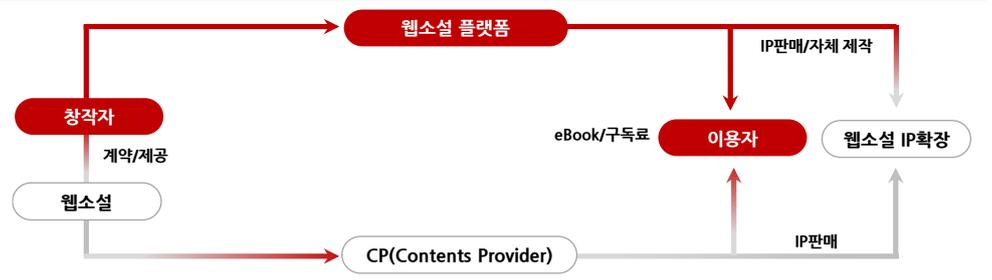
3 웹소설 시장 현황

국내 웹소설 산업 규모
2020년 기준 약 7,415억원

한국출판문화산업진흥원에 따르면 2020년 기준 국내 웹소설 산업 규모는 약 7,415억원으로, 웹소설 플랫폼(약 4,902억원)과 웹소설 에이전시(CP사, 약 2,512억원)으로 구성되어 있다. 2018년 기준 시장 규모가 약 4,000억원으로 추산되었는데, 2년만에 두배 가까이 성장한 셈이다. 최근 웹소설 IP기반으로 웹툰/드라마 제작이 활발히 이뤄짐에 따라 웹툰과 함께 콘텐츠 IP의 원천으로 주목받고 있어 향후 성장이 더욱 기대가 되는 산업이다.

웹소설이란 웹소설 플랫폼에서 연재되는 소설을 지칭하며, 기존의 인터넷 소설에 기원을 두고 있다. 웹소설 생태계는 웹툰과 유사한데 주요한 주체는 크게 1) 창작자, 2) 플랫폼, 그리고 3) CP사이다. 웹소설 작가를 지칭하는 창작자는 웹소설 플랫폼이나 CP사와의 계약을 통해 웹소설을 제공한다. 창작자들이 직접 플랫폼에 투고하기도 하고, 웹소설 공모전을 통해 발굴되기도 한다. 웹소설을 유통하는 역할을 하는 플랫폼은 창작자로부터 직접 웹소설을 제공받기도 하고, 에이전시 역할을 하는 CP사로부터 안정적으로 웹소설을 제공받기도 한다. CP사의 주된 수익 창출 방법은 플랫폼에 연재하며 유통수수료를 수취하는 것이고, 2차적으로는 연재가 완결된 작품을 종이책, 전자책, 부가상품(굿즈) 등의 판매를 통해 수익을 얻기도 한다.

웹소설 산업의 생태계



자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

- 웹소설의 3대 플랫폼 (점유율 77%)**
- 1) 네이버시리즈
 - 2) 카카오페이지
 - 3) 리디북스

웹소설의 3대 플랫폼은 1) 네이버시리즈, 2) 카카오페이지, 3) 리디북스로, 상위 3사의 2020년 점유율은 PV(Page View) 기준으로 77%이다. 그 뒤를 조이라(점유율 10%), 문피아(점유율 6%) 등이 따르고 있다. 상위 5개 유통사의 PV를 합치면 전체의 약 93%를 차지한다.

상위 3사 플랫폼에 등록된 작품을 장르별로 살펴보면, 로맨스 장르 웹소설 작품이 28,768개로 전체의 46%를 차지한다. 판타지 작품이 11,216개(비중 18%), 현대판타지 작품이 8,607개(14%), 로맨스판타지 작품이 7,412개(12%)로 그 뒤를 따르고 있다.

주요 웹소설 플랫폼 PV(Page View) 현황

구분	업체명	PV	비율
1	네이버시리즈	5,958,089,432	35.7%
2	카카오페이지	4,172,696,001	25.0%
3	리디북스	2,760,291,696	16.5%
4	조아라	1,684,965,617	10.1%
5	문피아	985,008,099	5.9%
6	봄툰	114,767,288	0.7%
7	톡소다	104,094,698	0.6%
8	배틀코믹스	77,401,901	0.5%
9	무툰	62,193,879	0.4%
10	미스터블루	56,632,501	0.3%
11	코미코	53,220,310	0.3%
12	케이툰	50,993,334	0.3%
13	버프툰	37,005,255	0.2%
14	미소설	36,540,310	0.2%
15	북팔	13,405,092	0.1%
16	북큐브	10,276,392	0.1%
17	원스토어북스	9,611,549	0.1%
18	피너툰	7,552,654	0.1%
19	기타	496,929,245	2.9%
합계		16,691,675,254	100.0%

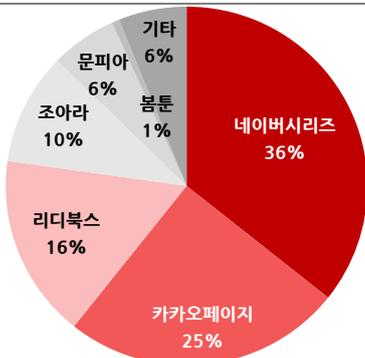
자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

플랫폼 상위 3사의 장르별 등록 작품 현황

장르	카카오페이지		네이버시리즈		리디북스		전체	
	등록 작품 수(개)	비율(%)	등록 작품 수(개)	비율(%)	등록 작품 수(개)	비율(%)	등록 작품 수(개)	비율(%)
로맨스	10,218	48.1	18,260	51.5	290	4.9	28,768	46.0
로판(로맨스판타지)	2,930	13.8	4,181	11.8	301	5.1	7,412	11.8
무협	1,638	7.7	1,890	5.3	804	13.6	4,332	6.9
판타지	4,070	19.2	5,050	14.3	2,096	35.5	11,216	17.9
현판(현대판타지)	2,374	11.2	3,993	11.3	2,240	38.0	8,607	13.8
BL	-	-	1,270	3.6	171	2.9	1,441	2.3
기타	미스터리	-	282	0.8	-	-	282	0.5
	라이트노벨	-	504	1.4	-	-	504	0.8
전체	21,230	100.0	35,430	100.0	5,902	100.0	62,562	100.0

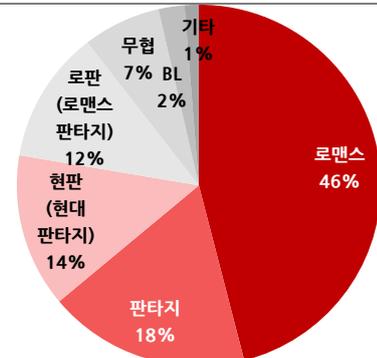
자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

웹소설 플랫폼 점유율(PV 기준)



자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

상위 3사(네이버, 카카오, 리디북스)의 웹소설 작품의 장르별 비중



자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

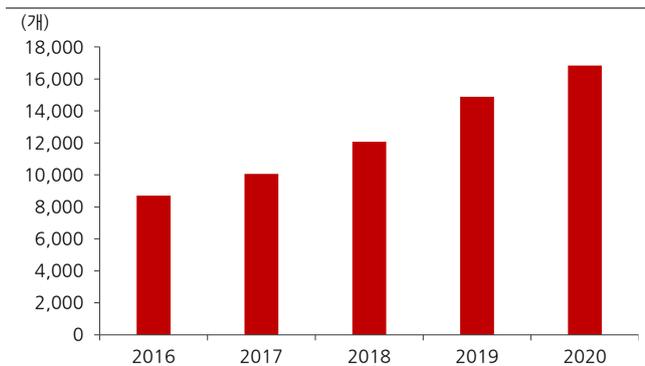
연재 시작연도 기준으로 최근 5년 동안 신규로 등록된 작품 수를 분석하면, 2016년에 8,701개 작품이 신규로 연재되었는데, 매년 작품 수가 증가하여 2020년에는 신규 작품이 16,841개로 나타났다. 신규작품수 증가가 2016~2020년 동안 연평균 18%로 증가한 셈이다. 매년 신규작품수는 확대 추세이고, 3개의 플랫폼 모두 증가하고 있어 성장성이 매우 높은 산업으로 평가된다. 구체적으로 네이버시리즈는 연간 신규 작품 수가 2016년 5,056개에서 2020년 9,519개 작품으로 1.9배 증가했다. 카카오페이지의 경우 신규 작품이 2016년 3,280개에서 2020년 5,531개 작품으로 1.7배 증가했다. 리디북스 역시 증가 추세인데, 2016년 연간 365개 작품이던 연간 신규 작품 생산량이 2020년 1,791개 작품으로 4.9배 이상 증가했다.

웹소설 플랫폼 상위 3사의 연도별 작품 현황

연도	네이버 시리즈		리디북스		카카오페이지		연도별 신규작품	연도별 누적 작품
	신규	누적	신규	누적	신규	누적		
2016	5,056	21,210	365	649	3,280	7,873	8,701	29,732
2017	5,378	26,588	1,197	1,846	3,488	11,361	10,063	39,795
2018	6,958	33,546	1,181	3,027	3,940	15,301	12,079	51,874
2019	8,519	42,065	1,368	4,395	4,991	20,292	14,878	66,752
2020	9,519	51,584	1,791	6,186	5,531	25,823	16,841	83,593
합계	35,430	174,993	5,902	16,103	21,230	80,650	62,562	271,746

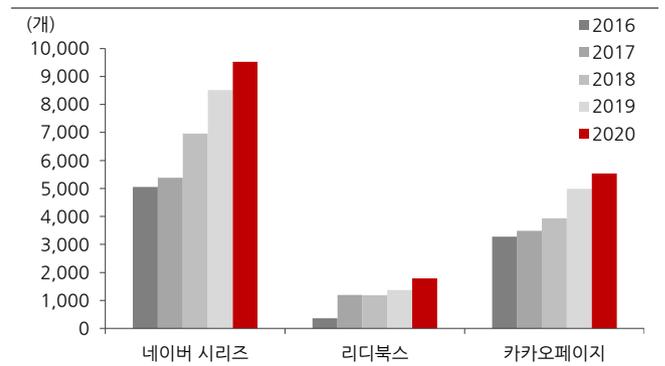
자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

상위 3사(네이버, 카카오, 리디북스) 합산 웹소설 신규 작품수 추이



자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

상위 3사(네이버, 카카오, 리디북스)의 웹소설 신규 작품수 추이



자료: 한국출판문화산업진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

2021년 국내 게임 시장 규모는 21.0조원으로 전년대비 11% 성장

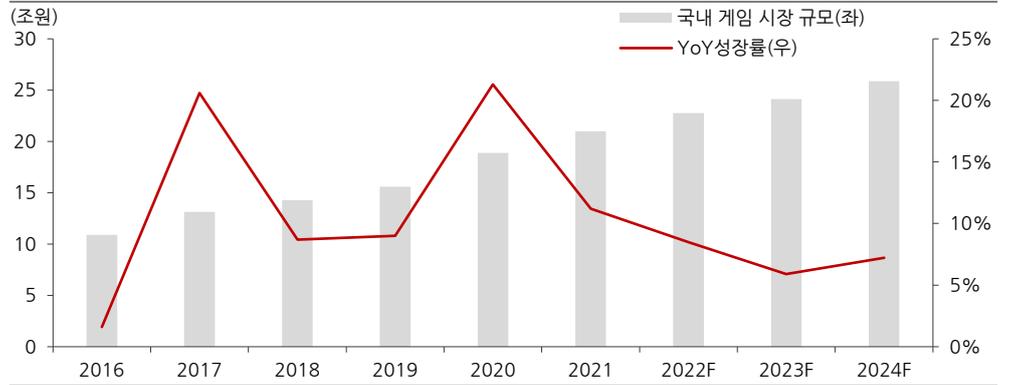
**2016~2021년
국내 게임 산업 연평균성장률
14%로 고성장**

미스터블루 매출의 약 30%는 게임 부문에서 발생한다. 2021년 국내 게임 시장 규모는 21.0조원으로 전년대비 11% 성장했다. 국내 게임업종 2016~2021년 연평균성장률이 14%로 매우 높고, 2020년 코로나 발발로 실내 레저활동이 확대됨에 따라 게임 시장이 2019년 대비 21% 증가한데 이어 2021년 재차 두 자리 수 이상 성장했기 때문에 산업의 성장성이 높다고 판단된다.

콘텐츠진흥원에 따르면, 게임산업은 2021~2024년 동안 연평균 7%로 견조하게 성장할 것으로 전망되고 있다. 2022년 시장 규모는 22.8조원으로 전년대비 8% 성장할 것으로 전망되는데, 구체적으로 코로나19의 영향에서 어느 정도 벗어나며 실외 활동이 다시 본격화되었기 때문에 PC방 및 아케이드 게임장과 같은 게임 유통시장의 성

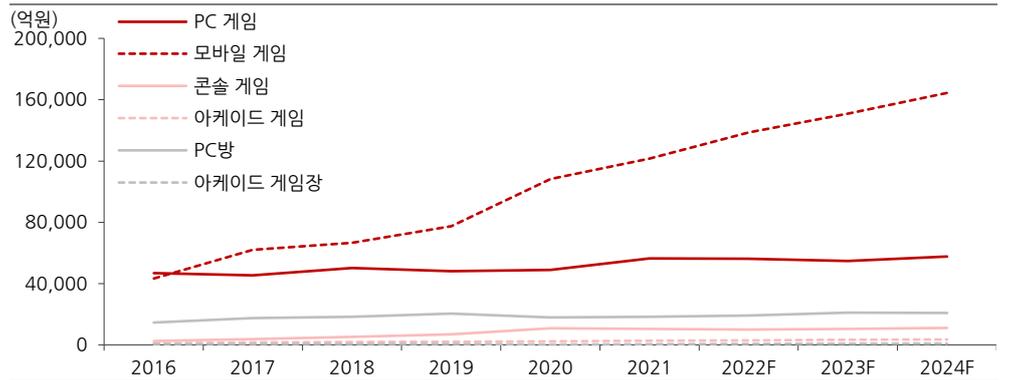
장이 예상되는 반면, 콘솔이나 PC 게임은 소폭 하락할 것으로 예측된다. 모바일 게임 시장은 유명 IP를 활용한 게임의 연이은 성공과 수출 국가의 다변화로 인해 성장을 지속할 것으로 예상된다.

국내 게임 시장 추이 및 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 게임 시장 플랫폼별 추이 및 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

2016~2021년

게임 플랫폼별 연평균성장률

콘솔 32%

아케이드 27%

모바일 23%

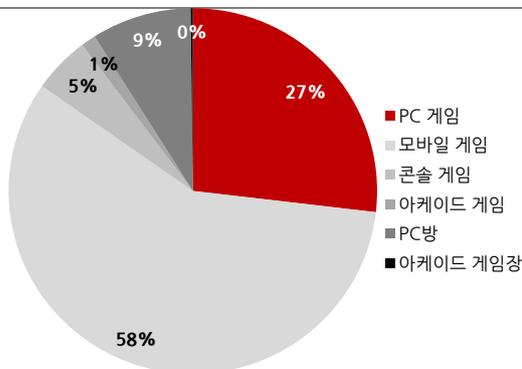
PC 4%

게임 제작 및 배급 업체 부문별로 살펴보면, 전체 게임 시장의 58%를 차지하는 모바일게임의 2021년 매출액이 12.1조원으로 전년 대비 12% 성장했다. 2021년 모바일 게임 국내 매출 상위 퍼블리셔 중 애플 앱스토어에서는 넷마블이 1위, 넥슨이 2위로 순위가 바뀌었으며 엔씨소프트는 3위를 유지했다. 구글 플레이에서는 엔씨소프트가 1위를 유지했으며, 카카오게임즈가 '오딘: 발할라 라이징'의 영향으로 7위에서 2위로 상승했다. 종합적으로 리니지 시리즈의 강세 속에서 '오딘: 발할라 라이징'과 '쿠키런: 킹덤'이 매출 상위권에 변화를 가져온 것이 특징이다.

PC게임은 5.6조원(점유율 27%)으로 전년 대비 점유율이 소폭 상승하면서 15% 증가했다. 이는 일부 PC 게임들의 매출이 크게 증가한 데 기인했다. 대표적으로 넥슨의 '서든어택', 스마일게이트의 '로스트아크', 엠게임의 '열혈강호 온라인' 등의 매출 증가가 전체 PC 게임 시장 매출을 끌어올린 것으로 분석된다. 전체 플랫폼에 걸쳐 전년 대비 매출이 성장했으나, 콘솔 게임은 그 동안의 고성장기에 따른 일시적 피로감에 의해 소폭(-4%) 감소세를 시현했다.

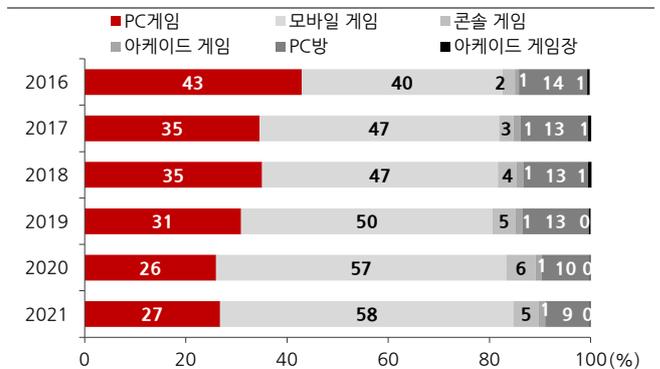
조금 긴 호흡으로 살펴보면, 2016~2021년 동안 플랫폼별 연평균 성장률은 콘솔게임이 32%로 가장 높았고, 아케이드 게임이 27%로 그 뒤를 따랐다. 모바일 게임은 연평균 23% 고성장이면서, 전체 게임시장에서 차지하는 비중이 2016년 40%에서 2021년 58%까지 큰 폭으로 확대되었다. 2021년 기준 콘솔 게임과 아케이드 게임의 매출 비중이 각각 5%, 1%로 작은 점을 감안하면, 게임업종의 성장은 사실상 모바일 게임이 견인했다고 볼 수 있다. 한편, PC게임은 동 기간(2016~2021년) 연평균 4% 성장해, 타 플랫폼 대비 낮은 성장률을 시현했다. PC게임의 비중은 2016년 43%에서 2021년 27%까지 하락했다. PC 온라인 게임을 주로 개발해 왔던 게임사들이 최근 몇 년 동안 기존 인기 IP를 활용한 모바일 게임 개발에 집중하는 모습이다. 다만 일부 게임사들은 신규 IP를 활용한 멀티플랫폼 게임 및 메타버스 게임 개발 등에 나서며 차별화된 모습을 보여주고 있다.

2021년 모바일 게임 비중 58%로 과반 이상을 차지



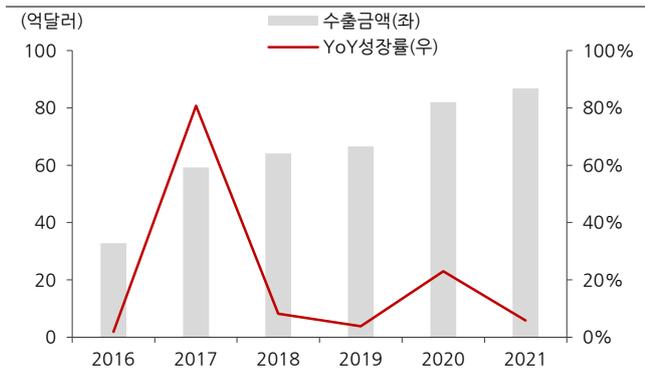
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

모바일 게임 시장 비중: 2016년 40%에서 2021년 58%로 확대



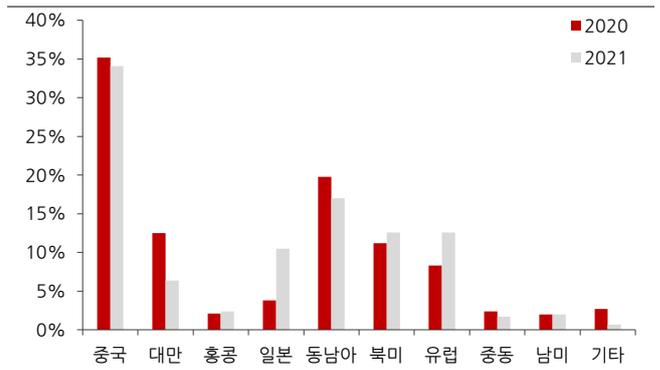
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 게임 산업의 수출액 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 게임산업 주요 수출 국가 비중



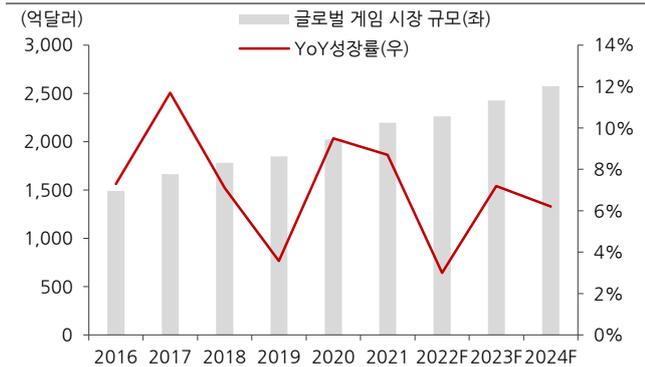
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

2021년 국내 게임산업 수출액 86.7억달러(+6%YoY)

2021년 국내 게임 산업 수출액은 전년 대비 6% 증가한 86.7억달러로 집계되었다. 최근 5년 동안 연평균 21% 고 성장하며 글로벌 시장에서 높아진 위상을 보여주고 있다. 플랫폼별 수출 비중은 국내 시장과 유사하다. 모바일 게임의 수출규모는 전년대비 5% 성장해 53.3억달러를 기록했고 전체 수출의 61%를 차지했다. PC 게임은 전년대비 8% 증가해 31.5억달러를 기록하며 36%를 차지했다. 플랫폼 전체적으로 성장한 가운데, 콘솔게임 수출만 전년 대비 8% 감소했다.

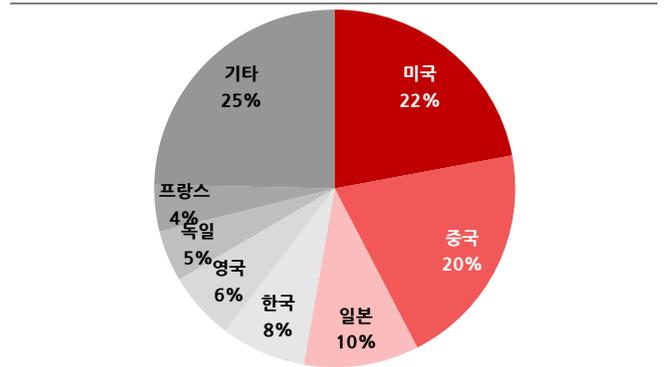
게임산업 주요 수출국은 중국(34%), 동남아(17%), 북미(13%), 유럽(13%), 일본(11%), 대만(6%) 순서이다. 2021년 게임 수출액 전체 중 중국이 차지하는 비율은 전년대비 1%p 줄었지만 여전히 높은 영향력을 보여주고 있다. 동남아와 대만의 비중은 전년대비 각각 3%p, 6%p 하락했다. 반면, 북미, 유럽, 그리고 일본이 차지하는 비중은 전년대비 각각 1%p, 4%p, 7%p 상승하며, 2021년 게임 수출은 선진국에서 더욱 두각을 나타냈다.

글로벌 게임 시장 추이 및 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 게임 시장 국가별 점유율(2021년 기준)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

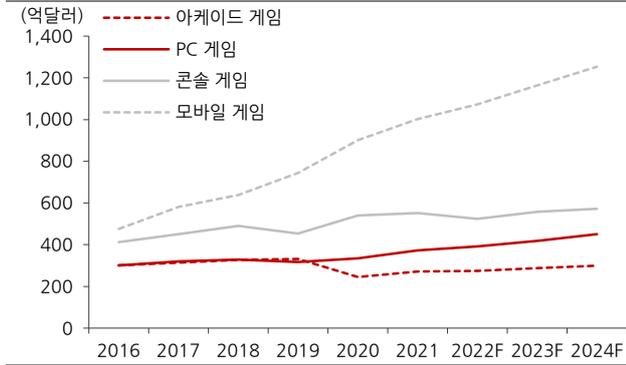
2021년 글로벌 게임 시장 규모 2,198억달러(+9% YoY)
한국시장 점유율은 8%로, 미국(22%), 중국(20%), 일본(10%)에 이어 4위를 차지

2021년 글로벌 게임 시장 규모는 2,198억달러로, 전년대비 9% 증가했다. 글로벌 게임 시장은 2016~2021년 동안 연평균 성장률 8%를 기록하며 견조한 성장세를 시현하고 있다. 콘텐츠진흥원에 따르면 향후 3년 동안 성장률 전망치 역시 5%로 양호하다. 한국의 점유율은 약 8%로, 미국(22%), 중국(20%), 일본(10%)에 이어 4위를 차지하고 있다.

플랫폼 별로 살펴보면, 국내의 흐름과 유사하게 모바일 게임 시장의 성장률이 두드러진다. 글로벌 모바일 게임시장의 2021년 규모는 1,002억달러를 기록하며 전년대비 11% 성장했다. 모바일 게임 시장은 향후 3년 동안 8% 성장을 보이며 전세계 게임시장의 성장을 주도할 것으로 예상된다. 뒤 이어 PC 게임 시장은 2021년 372억달러로 전년대비 11% 성장했다. 아케이드 게임과 콘솔 게임은 전년대비 각각 10%, 2% 성장해, 2021년 게임산업은 모든 플랫폼에서 성장을 기록했다. 글로벌 게임시장의 플랫폼별 비중은 모바일(46%), 콘솔(25%), PC(17%), 아케이드(12%)이다.

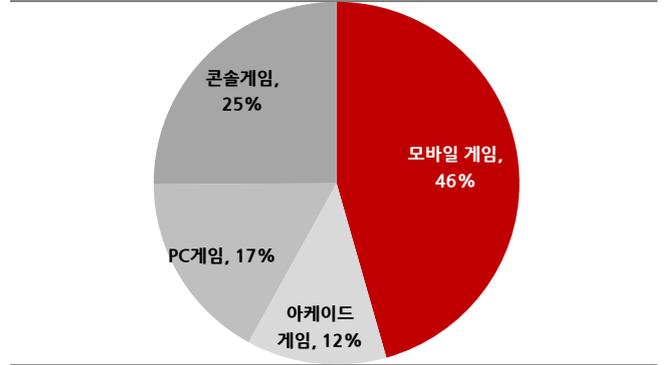
지역별 플랫폼 비중을 살펴보았을 때 주목할 점은 아시아 게임 시장의 모바일 플랫폼 비중이 60%로 매우 높다는 점이다. 이를 토대로 동남아 시장에서 적극적으로 선진 문화를 받아들이면서 때로는 세대를 뛰어넘고 차세대 플랫폼으로 빠르게 발전하는 경향을 확인할 수 있다. 북미와 유럽의 모바일 플랫폼 비중이 각각 36%, 32% 차지하는 점과 대조적이다. 해외확장을 계획하는 국내 게임업체는 수출 시장에 맞게 플랫폼을 포지셔닝할 필요가 있다고 판단된다.

글로벌 게임 시장 플랫폼별 추이 및 전망



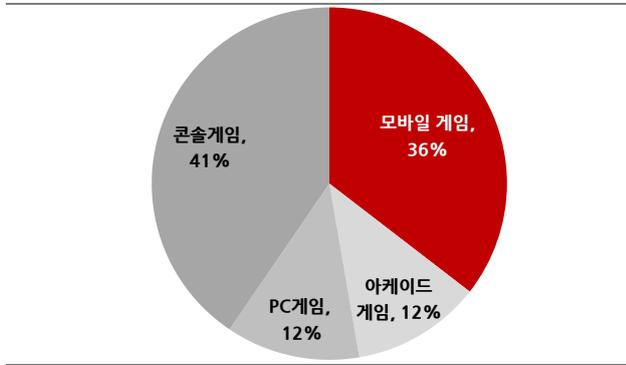
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 게임 시장 플랫폼별 비중(2021년 기준)



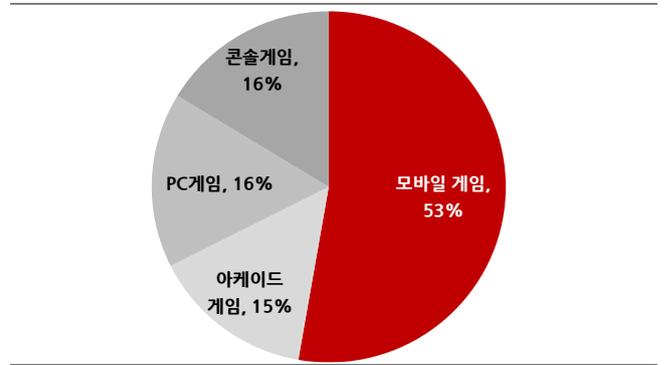
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

북미 게임 시장 플랫폼별 비중(2021년 기준)



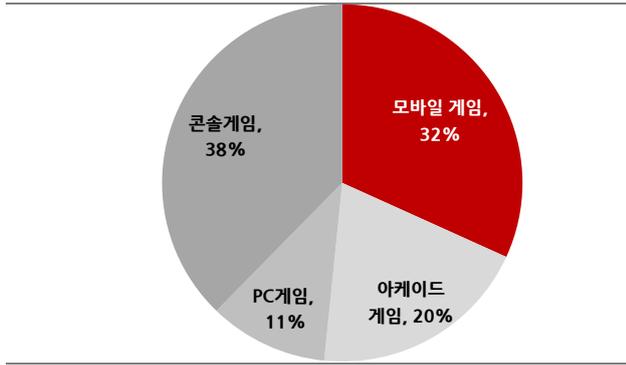
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

남미 게임 시장 플랫폼별 비중(2021년 기준)



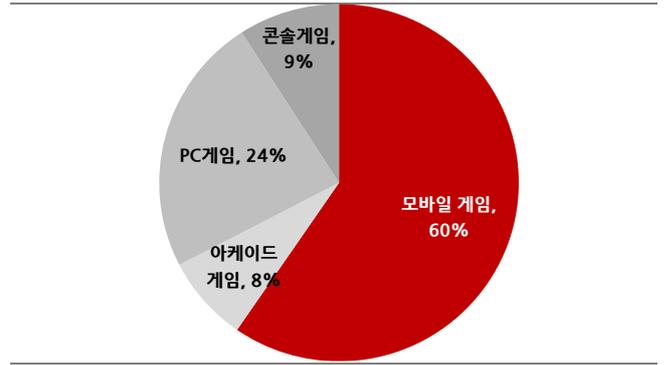
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

유럽 게임 시장 플랫폼별 비중(2021년 기준)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

아시아 게임 시장 플랫폼별 비중(2021년 기준)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

1 웹툰 부문은 든든한 캐시카우

2023년 웹툰 부문 전망치
매출액 380억원(+5%YoY),
영업이익 51억원(+67%YoY)

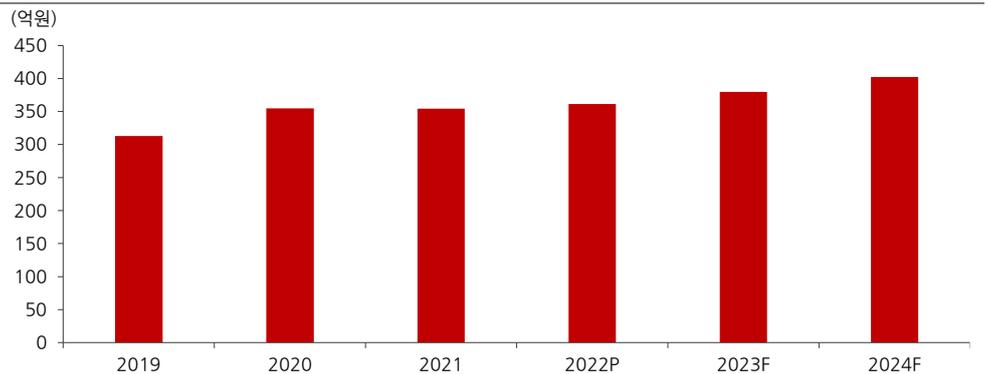
2017~2021년 웹툰매출
연평균 성장률 6%
& 높은 영업이익률
(13%후반~18%초반)

2023년 미스터블루의 웹툰 부문 매출액과 영업이익은 각각 380억원(+5%YoY), 51억원(+67%YoY)으로 전년대비 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 또한, 웹툰 부문 매출액과 영업이익은 2024년에도 전년대비 각각 6%, 10% 성장하며 견실하게 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 예상된다.

최근 4년(2017~2021년) 동안 웹툰 부문 매출액 연평균 성장률은 6%로 안정적인 모습을 보이고 있다. 향후에도 견조한 매출 성장을 전망하는데, 그 근거는 1) 고객의 충성도가 높아 재구매율이 높고, 2) 동사는 무협만화 뿐만 아니라 할리퀸 및 국내 BL(Boy's Love, 남성끼리의 사랑을 소재로 다룬 장르) 분야를 지속적으로 강화시켜 현재 다양한 장르를 서비스하고 있으며, 3) 고객의 성별과 나이가 다양하게 분산되어 있어 고객층이 견고하다고 판단되기 때문이다.

또한, 동사의 웹툰 부문 영업이익은 2017~2021년 동안 13%후반에서 18%초반의 높은 영업이익률을 시현했는데, 이와 같이 탁월한 수익성은 향후에도 유지될 전망이다. 그 이유는 1) 동사는 웹툰 기획부터 제작, 검수, 그리고 플랫폼까지 이어지는 밸류체인을 구축했으며, 2) 미안마에서 현지 인력을 고용해 웹툰을 제작함으로써 원가율을 낮추고 있고, 3) B2B보다 수익성이 좋은 B2C 비즈니스 비중이 50% 이상이고, 4) 무협 4대 천왕 작가(황성, 아설록, 사마달, 하승남)의 포괄적 IP를 2017년에 최종적으로 인수함으로써 여기서 발생하는 이익에 대해 작가에게 IP 사용 비용을 정산해 줄 필요가 없으며, 5) 해외로 확장하는데 있어 B2B 방식을 채택해 플랫폼 홍보를 위한 마케팅비, 번역비와 같은 부대 비용이 발생하고 있지 않기 때문이다.

미스터블루 웹툰 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

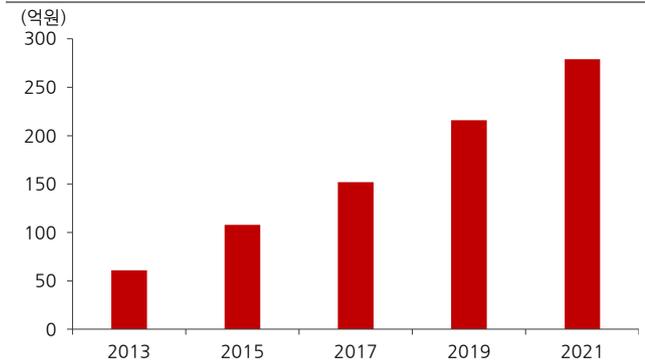
건조한 매출 성장의 근거

- 1) 높은 재구매율
- 2) 서비스하는 장르의 다양성
- 3) 고객의 성별/나이 다양성

동사는 미스터블루 자체 플랫폼을 통해서 무협 만화와 할리퀸로맨스 및 국내 BL 장르를 서비스하는데, 동사의 고객층은 충성도가 높아 재구매율이 높은 편이다. 2021년 기준 동사의 재구매 금액(총 결제액에서 신규 결제액을 차감한 금액)은 279억원으로, 2017~2021년 동안 연평균 16% 고성장하고 있다. 또한, 플랫폼 회원 중 가입기간이 1년 이상된 고객의 비중이 62%로 높다. 5년 이상 가입한 고객 비중도 34%로 매우 높아 충성도 있는 고객을 많이 확보하고 있다.

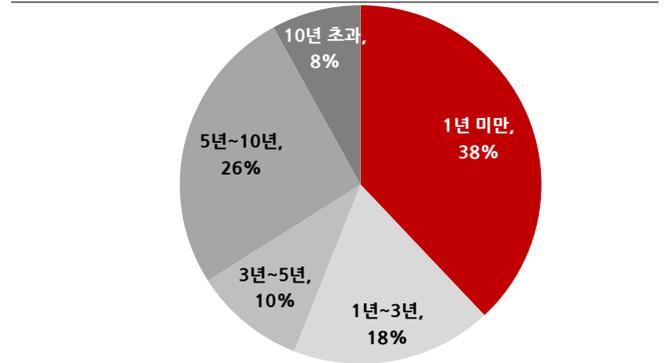
고객의 나이와 성별이 고르게 분배된 것도 미스터블루 플랫폼의 강점이다. 고객의 다양성이 유지될수록 실적 변동성이 낮기 때문이다. 동사의 연령비율은 20대(13%), 30대(28%), 40대(38%), 50대(16%), 60대 이상(5%)이다. 특히 30~40대 고객층은 구매력을 갖추고 있기 때문에 매출과 이익의 안정성이 높다고 판단된다. 다만, 10~20대 고객층 비중이 다소 낮은 점은 중장기 성장성에 있어서 불리한 측면이기에 향후 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 동사는 2019년 오렌지스튜디오를 설립해 문하생을 양성하면서 무협 시나리오를 제작하고 있는데, 기존의 무협 만화를 젊은 감각에 맞게 리마스터링하거나 MZ세대를 흡수할 수 있는 무협만화를 신규로 제작하는데 노력을 기울이고 있다. 유료결제 고객 기준으로 성별을 살펴보면 여성이 56%, 남성이 44%로 고객의 성별도 고르게 배분되어 있다.

재구매 금액(총 결제액-신규 결제액) 추이



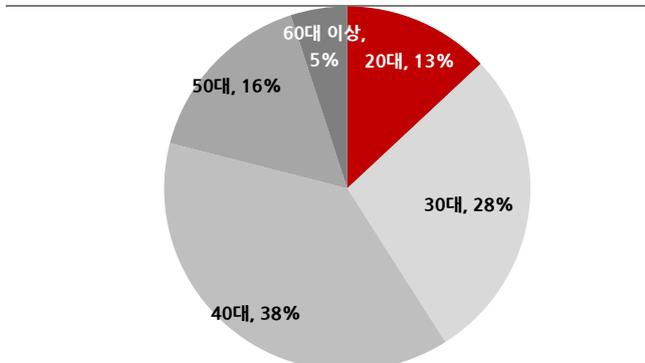
자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

가입기간별 고객 비중



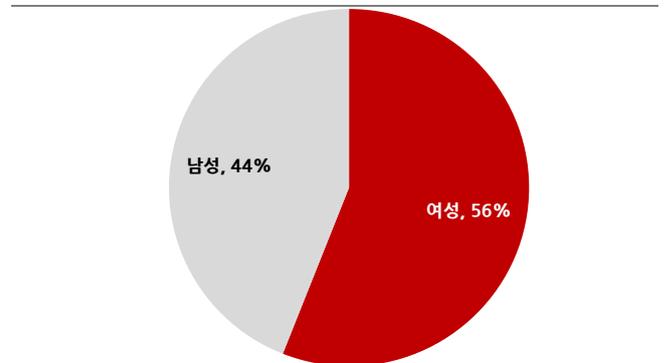
자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

연령별 고객 비중



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

성별 유료 결제 비중



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

양호한 수익성의 근거

- 1) 수직계열화 구축
- 2) 미얀마 현지 제작
- 3) 높은 B2C 비즈니스 비중
- 4) 무협 4대 천왕 포괄적 IP 보유
- 5) 해외확장 비용 절감

미스터블루의 웹툰 부문 영업이익률은 두 자릿수 중후반으로 높은 편이다. 양호한 수익성은 향후에도 유지될 것으로 전망하는데, 이는 1) 수직계열화 구축, 2) 미얀마 현지 제작으로 낮은 원가를 실현, 3) 높은 B2C 비즈니스 비중, 4) 무협 4대 천왕의 포괄적 IP 보유, 5) 해외확장 비용 절감에 기인한다.

동사는 웹툰 기획부터 제작, 검수, 그리고 플랫폼까지 이어지는 밸류체인을 구축했다. 수직계열화를 통해 추가적인 수익성 확보 및 웹툰의 대량생산, 연재 주기 단축(주1회 연재에서 주2회 연재)이 가능하다. 먼저, 동사는 오랜 지스튜디오라는 무협 시나리오 제작 스튜디오를 설립해 무협작가 및 문하생을 양성하면서 기획 단계에 해당하는 시나리오 구상과 콘티 제작을 하고 있다. 여기서 완성된 시나리오를 토대로 미스터블루 미얀마 법인에서 만화 및 웹툰화 작업을 진행한다. 미스터블루 미얀마는 현지 인력을 채용해 끊임없는 습작을 통해 완성도 높은 만화를 제작하고 있다. 현재 320여명의 인력을 보유하고, 이는 연간 약 3,000권의 만화 제작이 가능한 규모이다. 미얀마에서 대량으로 제작된 만화는 자회사 블루코믹스에서 검수과정을 거쳐 자사 및 타사 플랫폼에 연재되고 있다. 블루코믹스에는 현재 40명의 웹툰 제작 전문 인력이 근무 중이며, 향후 추가 인력 충원을 통해 지속적으로 인력을 확대할 계획이다. 통상적으로 웹툰은 시나리오부터 그림까지 제작 전반을 1명의 작가가 작업하기 때문에 한 작품을 주 1회 연재하는 것이 일반적이는데 반해, 동사는 블루코믹스 스튜디오와 미스터블루 미얀마 법인의 웹툰 제작 전문 인력을 활용해 주 2회 연재 가능한 제작 환경을 구축하고 있다. 이렇게 제작된 웹툰은 자사 플랫폼(미스터블루, B2C)과 타사 플랫폼(B2B)을 통해 유통되고 있다.

수직계열화된 웹툰 제작 시스템



자료: 미스터블루, 한국IP협회의 기업리서치센터

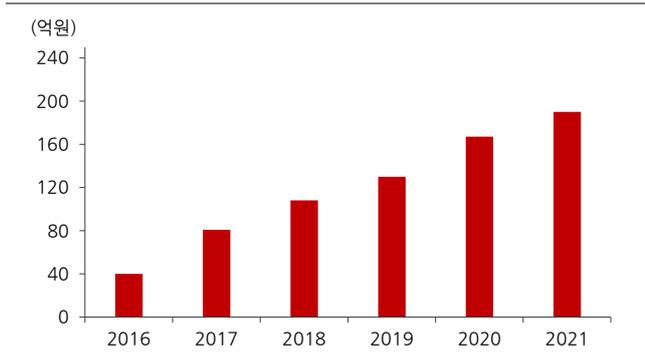
한국드라마를 포함한 K-콘텐츠의 원천소스로서 한국 웹툰의 인기가 높아짐에 따라, 최근 그림작가의 수급이 어려워지고 그림작가의 인건비도 크게 상승했다. 동사는 미얀마에 오래전에 진출해 그림작가 수급의 어려움을 해결하며, 동시에 원가경쟁력을 확보해 수익성 측면에서도 강점을 보유하고 있다.

배타적 발행권을 보유하는 웹툰의 경우 원칙적으로 IP(Intellectual Property, 지식재산권)가 작가에 귀속되고, 플랫폼사는 웹툰에서 발생하는 매출에서 정해진 비율만큼 유통수수료를 수취하는 구조이다. 동사의 자사플랫폼(미스터블루, B2C 비즈니스)을 통해 발생하는 매출은 동사가 유통수수료를 모두 수취한다. 하지만, 타사플랫폼(네이버웹툰, 카카오페이지 등, B2B 비즈니스)을 통해 발생하는 매출은 타사플랫폼에 유통수수료를 먼저 정산하고 남은 금액을 동사와 작가가 다시 수익배분을 하기 때문에, B2B 비즈니스보다 B2C 비즈니스의 수익성이 더 양호하다.

동사가 유통하는 웹툰의 절반 이상이 B2C 비즈니스로, 자사플랫폼을 통해 매출이 발생하고 있어 높은 수익성에 기여하고 있다.

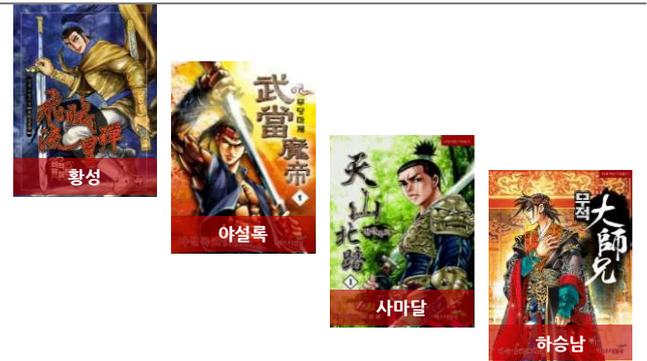
뿐만 아니라, 동사는 무협 4대 천왕 작가(황성, 아설록, 사마달, 하승남)의 포괄적 IP를 2017년에 최종적으로 인수함으로써 캐시카우 콘텐츠를 다량 확보하고 있다. 2021년말 기준 황성, 아설록, 사마달, 하승남 작가의 작품은 총 1,867타이틀로 55,742권에 해당한다. 기존 타이틀뿐만 아니라 향후에 4대 천왕 작가들이 제작하는 무협 만화/웹툰에서 발생하는 매출 역시 작가에게 IP 사용 비용을 정산해 줄 필요가 없기 때문에, 이는 수익성이 매우 높은 매출이라고 판단된다. 참고로 동사의 무협 만화/웹툰 매출액은 2021년 기준 190억원으로 전년대비 14% 증가했으며, 당해 웹툰 매출의 약 54%를 차지한다. 2017~2021년 동안 무협 만화/웹툰 매출액은 연평균 24%로 증가해 견조한 성장세를 시현하고 있다. 동사가 보유하는 무협 IP(황성, 아설록, 사마달, 하승남)는 무협 장르 내에서 높은 비중을 차지하며, 향후 자체 IP를 기반으로한 영상물 제작 및 게임화가 가능하기 때문에 회사 기업가치를 제고하는 요소라고 판단된다.

무협만화 매출액 추이



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

자체 보유 무협 4대 천왕 IP(총 1,867타이틀로 55,742권)



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 10개 국가에 약 350개 웹툰 공급 중



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

마지막으로, 동사는 현재 타사플랫폼을 통해 글로벌 10개국에 약 350개 웹툰 작품을 공급하고 있다. 현재 연간 20억원의 순수익이 발생하고 있는데, 플랫폼 홍보를 위한 마케팅비와 번역비 같은 부대 비용이 발생하고 있지 않기 때문에 수익성 측면에서 긍정적이라고 판단한다. 웹툰의 글로벌 서비스에 있어서 현지 언어 번역은 필수적인 요소이기 때문에, 자사플랫폼을 통해 해외 진출시 번역료 등에 의한 수익성 훼손 우려가 있다. 다만, 해외확장을 통한 성장성 확보 및 중장기적 측면에서는 직진출 방식이 더 유리할 수 있다.

2022년초 웹소설 업체 인수로 '웹소설/웹툰/게임' 밸류체인 완성

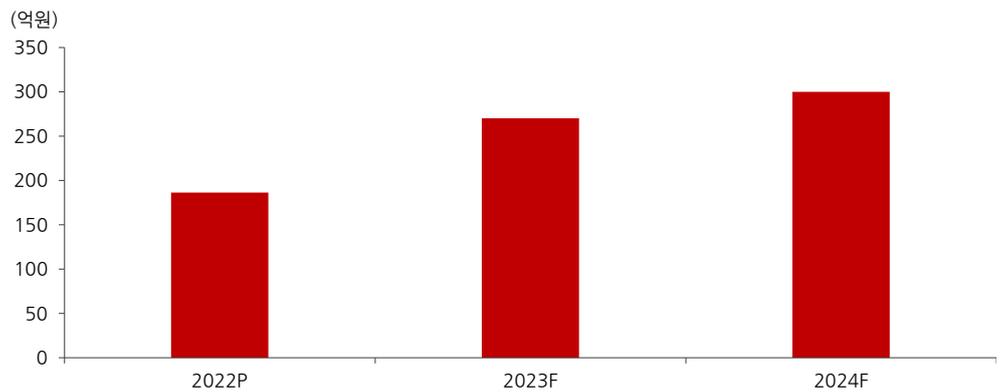
2023년 웹소설 부문 전망치
매출액 270억원(+45%YoY),
영업이익 24억원(+70%YoY)
성장 근거

- 1) 영상출판미디어, 동아미디어 실적이 2023년 온기로 반영
- 2) 웹툰화 작업 진행 중
- 3) 웹소설 플랫폼 오픈

2023년 미스터블루의 웹소설 부문 매출액과 영업이익은 각각 270억원(+45%YoY), 24억원(+70%YoY)으로 전년 대비 큰 폭으로 성장할 것으로 전망한다. 또한, 동 부문 2024년 매출액과 영업이익은 각각 300억원(+11%YoY), 29억원(+20%YoY)이 예상된다. 성장의 근거는 1) 2022년초 인수한 영상출판미디어, 동아미디어의 실적이 2023년 온기로 인식되며, 2) 양 사의 웹소설 중 대중성이 높은 몇몇 작품의 웹툰화 작업이 올해 이루어 질 것이고, 3) 웹소설 플랫폼을 구축하고 있어 2023~2024년 중에 신규 오픈될 것으로 기대되기 때문이다.

중장기적으로는 확보된 웹소설 IP를 기반으로 웹툰화, 영상화, 게임화 등 OSMU(One Source Multi Use) 전략으로 활용할 것으로 전망된다. 동사는 웹소설 업체 인수를 통해 '웹소설, 웹툰, 게임'으로 이어지는 밸류체인을 완성했다. 가장 원천 IP라고 할 수 있는 웹소설은 다양한 미디어 확장성을 가지고 있기 때문에, 기술연구소 내 웹소설 팀을 신설하며 웹소설 IP 경쟁력을 강화시킬 것으로 전망된다.

미스터블루 웹소설 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

영상출판미디어 소개

회사명	영상출판미디어
대표이사	임광순
설립월	2013년 7월
주요 사업	전자책(웹소설, 웹툰), 종이책
주요 콘텐츠	사부님들이 구독 중, 아기불모가 너무 귀여워 등 

자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

동아미디어 소개

회사명	동아미디어
대표이사	박성면
설립월	2007년 6월
주요 사업	전자책(웹소설, 웹툰), 종이책
주요 콘텐츠	아도니스, 슈공녀, 그림자 없는 밤, 비밀한 연애 등 

자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

- 동사는 2022년초 웹소설 업체 두 군데 인수**
- 1) 영상출판미디어
 - 2) 동아미디어

미스터블루는 2022년 2월 영상출판미디어(지분 80%, 177억원)와 동아미디어(지분 70%, 105억원)를 인수했다. 영상출판미디어는 2013년 7월에 설립된 시장점유율 2위의 웹소설 업체로 판타지 무협 등 남성형 장르에 강점이 있다. 웹툰과 웹소설을 제작하여 카카오페이지, 네이버시리즈 등에 공급하고 있으며, 해외 작가들을 영입하고 글로벌 시장까지 작품을 수출하는 중이다. 대표작으로 '사부님들이 구독 중', '아기불모가 너무 귀여워' 등이 있다. 2021년 매출액과 당기순이익은 각각 67억원, 3억원(당기순이익률 4.0%)이다.

동아미디어는 2007년 6월에 설립된 시장점유율 3위의 웹소설 업체로 로맨스와 같은 여성형 장르에 강점이 있다. 카카오페이지와 네이버, 리디북스 등 다양한 플랫폼으로 작품을 공급 중이다. 대표작으로 '아도니스', '슈공녀', '그림자 없는 밤', '비밀한 연애' 등이 있다. 2021년 매출액과 당기순이익은 각각 88억원, 14억원(당기순이익률 15.8%)이다.

3 2023년말, 신작 게임 '에오스 블랙' 출시 모멘텀 보유

- 2023년 게임 부문 전망치 매출액 238억원(+6%YoY)**

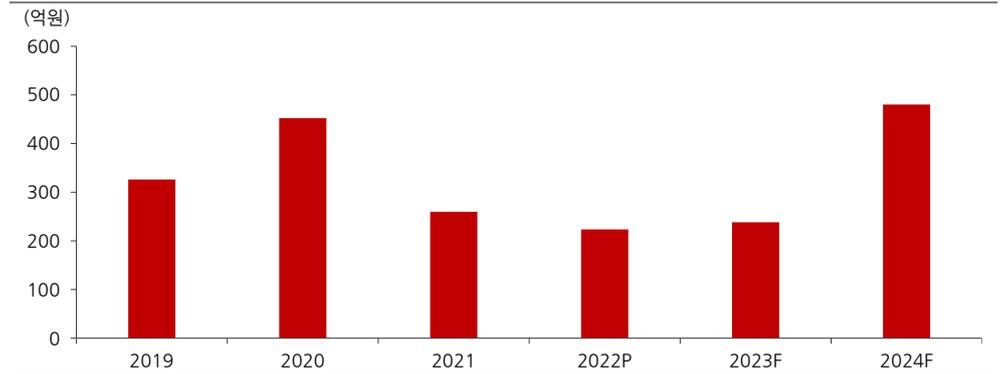
2023년 미스터블루의 게임 부문 매출액과 영업이익은 각각 238억원(+6%YoY), 23억원(-24%YoY)으로 다소 이렇지만, 2024년 매출액과 영업이익은 각각 480억원(+102%YoY), 77억원(+240%YoY)으로 큰 폭의 성장이 예상된다.

영업이익 23억원(-24%YoY)
 신규 모바일게임 '에오스 블랙'
 2023년 4분기 국내 출시
 2024년 대만 출시 예정

된다.

동사 게임부문 모멘텀은 2023년말부터 2024년에 걸쳐있는데, 자회사 블루포션게임즈의 '에오스' 시리즈의 세번째 이야기인 '에오스 블랙'이 2023년 4분기에 국내에서, 2024년에 대만에서 출시될 예정이기 때문이다.

미스터블루 게임 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 2016년 '쥬엔비어스'로부터 '에오스(EOS)' 게임소프트웨어 관련 자산 일체를 총 45억원에 인수했다. 에오스는 MMORPG 게임(Massively Multiplayer Online Role Playing Game, 온라인으로 연결된 다수의 사용자가 온라인상의 같은 공간에서 각각 역할을 맡아 동시에 즐길 수 있는 게임)으로 EOS 세계관을 가장 잘 표현한 그래픽으로 실사풍 판타지 월드를 구현한 길러게임이다. 인수 후 PC게임 '에오스 블루'를 출시했으나, 예상보다 빨랐던 콘텐츠 소진으로 인해 실적에 큰 영향을 미치지 못했다. 당시 모바일게임 시장이 급성장하고 있어 시장 흐름에 맞게 모바일 게임 '에오스 레드'를 2019년 8월 국내에서 출시했고, 연이어 2020년 7월 대만을 비롯한 동남아 지역에서 런칭했다. 에오스 IP의 인기로 2019년과 2020년 게임매출액은 각각 326억원, 452억원을 기록했다. 영업이익 역시 2019년 96억원(영업이익률 29.3%), 2020년 80억원(영업이익률 17.7%)을 기록하며 동사 이익 성장을 견인했다. 출시한지 3년이 지난 2022년에도 꾸준한 매출액을 유지하며 흑자기조를 유지하고 있다. '에오스 블랙'은 기존 세계관 속에서 다른 스토리의 게임이라 '에오스' IP에 충성도가 있는 기존 유저층을 잘 흡수할 것으로 예상돼 성공 가능성이 높다고 판단된다.

동사는 게임부문 신규 사업으로 모바일게임 퍼블리싱(게임 개발사의 게임을 받아서 유통하는 비즈니스, 게임 서비스 인프라를 구축하고, 게임의 번역 및 현지화, 서버 관리, 홍보, 이벤트, 유저 관리 및 분석, 게임시장 분석, 운영 체계 구축 등 게임의 서비스에 관련한 모든 사항들을 책임지고 운영하는 것) 비즈니스를 하고 있다. 2022년 8월 방치형 RPG 게임인 '다크히어로 대쉬'를 퍼블리싱했고, 2023년 2~3건의 게임 퍼블리싱을 진행할 예정이다.



실적 추이 및 전망

1 2022년 매출 772억원(+26%YoY), 영업이익 74억원(+10%YoY)

2022년 매출액 772억원
(+26%YoY), 영업이익 74억원
(+10%YoY) 기록

2022년 매출액 772억원(+26%YoY), 영업이익 74억원(+10%YoY), 영업이익률 9.6%(-1.4%pYoY)를 기록했다. 구체적으로 1) 웹툰 부문 매출액은 362억원(+2%YoY), 2) 웹소설 부문 매출액은 186억원, 3) 게임 부문 매출액은 224억원(-14%YoY)를 기록했다.

2022년 매출액과 영업이익의 성장은 대부분 신규 비즈니스인 웹소설 부문이 기여했다. 미스터블루는 2022년 2월 영상출판미디어(지분 80%, 177억원)와 동아미디어(지분 70%, 105억원)를 인수했다. 2021년 두 회사의 합산 매출액은 155억원인데 반해, 동사가 2022년 2월 인수한 후 웹소설 부문 매출액이 186억원으로 증가했기 때문에 의미 있는 성장세라고 판단된다. 웹툰 부문 매출성장률이 2%에 그친 점과 신작의 부재로 게임 매출이 감소한 점은 아쉽다.

2 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액 888억원
(+15%YoY), 영업이익 98억원
(+31%YoY) 전망

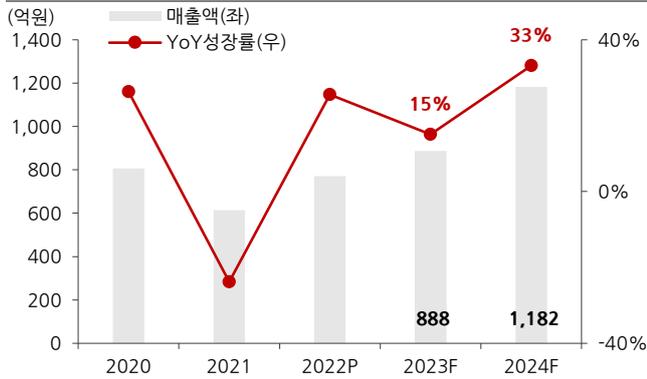
2023년 매출액 888억원(+15%YoY), 영업이익 98억원(+31%YoY), 영업이익률 11.0%(+1.4%pYoY)를 전망한다. 매출 성장은 전 부문에 걸쳐 이루어질 것으로 전망하는데, 세부적으로 1) 웹툰 부문 매출액은 380억원(+5%YoY), 2) 웹소설 부문 매출액은 270억원(+45%YoY), 3) 게임 부문 매출액은 238억원(+6%YoY)으로 전망한다.

캐시카우 역할을 하는 웹툰 부문은 미스터블루 자체플랫폼에서 제공되는 다양한 장르의 웹툰을 바탕으로 나이 및 성별이 다양한 고객층을 확보하고 있고, 고객들의 충성도가 높아 재구매 금액이 상승추세에 있다. 2023년 이익률도 상승할 것으로 판단하는데, 1) 저렴한 인건비를 활용할 수 있는 미얀마 법인에서 제작이 확대될 것으로 보이고, 2) 웹소설 IP를 기반으로 인기작품들이 웹툰화되면 수익성이 좋은 자체플랫폼(B2C 비즈니스) 비중이 상승할 수 있다고 판단되기 때문이다.

2023년 웹소설 부문 역시 기대가 큰데, 성장의 근거는 1) 2022년초 인수한 영상출판미디어, 동아미디어의 실적이 2023년 온기로 인식되며, 2) 양 사의 웹소설 중 대중성이 높은 몇몇 작품의 웹툰화 작업이 올해 이루어 질 것이고, 3) 웹소설 플랫폼을 구축하고 있어 2023~2024년 중에 신규 오픈될 것으로 기대되기 때문이다.

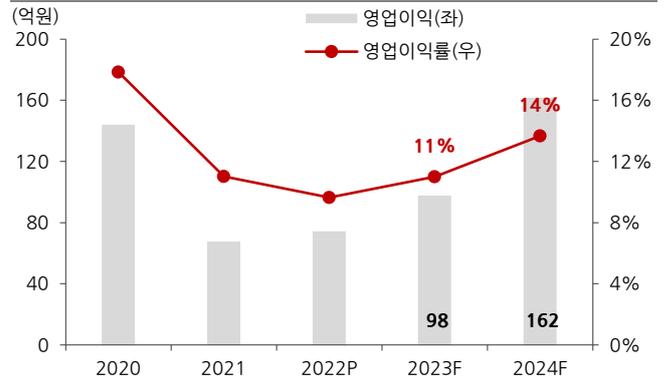
게임부문은 상반기에는 퍼블리싱 게임이, 연말에는 신작 '에오스 블랙'이 성장에 기여할 전망이다. 특히, '에오스 블랙'은 2023년 12월에 국내에서, 2024년에 대만에서 출시될 예정인데, 현재 서비스중인 '에오스 레드'가 출시한 지 3년이 지난 2022년에도 꾸준한 매출액을 유지하며 흑자기조를 유지한 만큼, '에오스 블랙'이 '에오스' IP에 충성도가 있는 기존 유저층을 잘 흡수할 것으로 예상돼 성공 가능성이 높다고 판단된다.

미스터블루의 연간 매출 전망



자료: 미스터블루, 한국IR협회의 기업리서치센터

미스터블루의 연간 영업이익 전망



자료: 미스터블루, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	807	615	772	888	1,182
만화콘텐츠	355	354	362	380	402
웹소설	-	-	186	270	300
게임	452	260	224	238	480
영업이익	144	68	74	98	162
지배주주순이익	122	67	31	65	116
전년대비 증감률					
매출액	26.3	-23.8	25.6	15.0	33.2
영업이익	3.8	-53.0	9.9	31.2	65.6
지배주주순이익	1.7	-44.9	-53.7	109.1	78.1
영업이익률	17.8	11.0	9.6	11.0	13.7
지배주주순이익률	15.2	11.0	4.0	7.3	9.8

자료: 미스터블루, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 2024년 연간 실적 전망

2024년 매출액 1,182억원 (+33%YoY), 영업이익 162억원(+66%YoY) 전망

2024년 매출액 1,182억원(+33%YoY), 영업이익 162억원(+66%YoY), 영업이익률 13.7%(+2.7%pYoY)를 전망한다. 2024년은 2022~2023년 웹소설과 게임 부문에서 투자한 결실을 완연하게 확인하는 해가 될 것으로 전망한다. 부문별 매출액은 1) 웹툰 402억원(+6%YoY), 2) 웹소설 300억원(+11%YoY), 3) 게임 480억원(+102%YoY)으로 전망한다.

게임 부문이 가장 기대되는데, 2023년말 국내 및 2024년 대만에서 신작 게임 '에오스 블랙'의 출시가 예정되어 있기 때문이다. 게임의 특성상 런칭 직후 매출이 가장 크기 때문에, 2024년 게임부문 실적모멘텀이 매우 크게 나타날 것으로 예상된다. 웹소설 부문에서는 늦어도 2024년 중 플랫폼 오픈이 예상되어, 단순 CP사로서의 역할을 넘어 플랫폼까지 확장하는 밸류체인을 구축할 것으로 전망한다. 자사플랫폼(B2C 비즈니스)을 통한 유통수수료가 매출과 이익에 반영되면서 매출 및 영업이익 성장에 기여할 전망이다. 웹툰은 캐시카우 역할을 하며 꾸준한 성장세가 예상된다.


Valuation
2023년, 2024년 예상 PER은 각각 32.1배, 18.0배

**현재 밸류에이션은
산업의 성장성을 반영 중,
투자회수기에 접어드는
2024년으로 갈수록
밸류에이션 부담은 완화될 전망**

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 32.1배, 18.0배에 거래되고 있다. 국내외 웹툰/웹소설/만화 산업에 종사하는 경쟁사(NAVER, 카카오, 키다리스튜디오, 디앤씨미디어, China Literature, Toei Animation)의 2023년, 2024년 평균 PER은 각각 29.5배, 25.0배이다.

동사의 PER 밸류에이션에 참고해야 하는 이슈가 몇 가지 있다. 먼저, 1) 2022년 PER이 매우 높게 형성되어 있는데, 이는 실현손실이 아닌 평가손실에 의한 것으로 착시효과이다. 구체적인 내용은 동사가 발행한 전환사채를 평가하는데 있어, 2022년 연말 주가가 크게 상승함에 따라 금융비용(파생상품평가손실)이 크게 인식되었다. 2) 2023년 PER은 높아 보이지만 국내외 웹툰/웹소설/만화 산업에 종사하는 경쟁사의 2023년 PER 역시 약 20배~50배에 형성되어 있어, 이는 고정장하는 IP기반 콘텐츠(웹툰/웹소설 등) 산업에 높은 밸류에이션을 부여하고 있기 때문이라고 판단된다. 마지막으로, 3) 웹소설과 게임 부문의 투자회수기에 접어드는 동사의 2024년 PER은 18.0배로 역사적 밸류에이션뿐 아니라, 경쟁사 대비 상대 밸류에이션 부담이 크게 완화된다는 점이다.

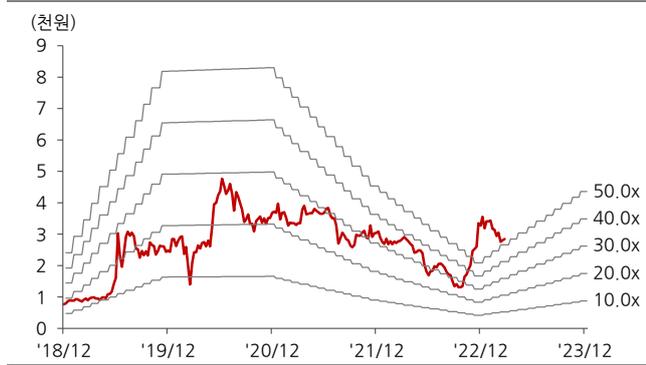
웹툰 및 콘텐츠 사업에 투자 시 때때로 PSR 밸류에이션을 적용하기도 하는데, 이는 웹툰/웹소설 플랫폼들이 수익성보다 대형화, 가입자 및 결제액 순증에 높은 가치를 부여받기 때문이다. 미스터블루의 2023년 예상 PSR은 2.4배로 국내외 경쟁사(3.6배) 대비 낮은 수준이다.

종합해보면, 미스터블루의 밸류에이션은 경쟁사와 유사한 수준이다. 또한, 동사의 2023년 PER 밸류에이션은 높아보일 수 있지만, 2022~2023년에 투자하는 웹소설과 게임 부문에서 결실을 2023년말~2024년에 확인할 수 있을 것으로 판단돼 점차 밸류에이션 부담이 낮아질 것으로 예상된다.

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 산업 성장에 불을 지폈다. 빅테크 업체들이 자사 플랫폼 내 콘텐츠 강화에 집중하면서 콘텐츠산업 내 인수합병과 같은 투자가 활발하게 진행되었다. 미스터블루 역시 동 시기에 기존에 강점이 있던 무협만화 뿐 아니라 할리퀸 및 국내 BL장르에 꾸준히 투자하며 고객의 다양성 확보에 주력했고, 웹소설 2, 3위 업체를 인수해 '웹소설/웹툰/게임'이라는 밸류체인을 완성하며 IP를 통한 OSMU(One Source Multi Use) 전략을 구사할 토대를 완성했다.

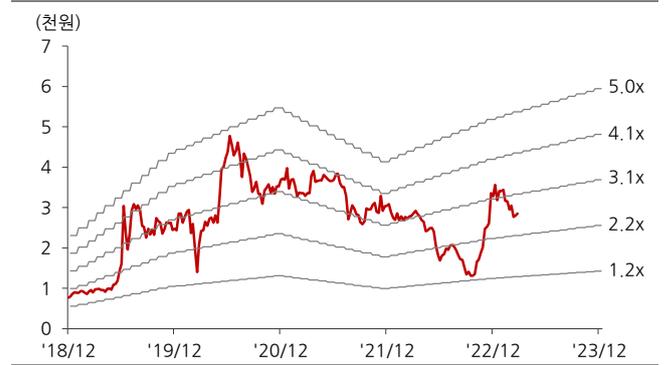
이런 과정 속에서 2020~2022년 상반기 동안 웹툰산업의 리레이팅이 지속되었다. 2022년 하반기 경기침체 리스크를 바탕으로한 성장주에 대한 기피 현상, 코로나 수혜 종료 우려감 등이 반영되어 주가와 밸류에이션이 하락했지만, 동 산업의 성장성 및 글로벌 수요를 감안하면 웹툰 및 웹소설 산업에 지속적으로 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

미스터블루와 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 백만원, 백만엔)

	미스터블루	NAVER	카카오	키다리스튜디오	디앤씨미디어	China Literature	Toei Animation
시장 구분	KQ	KS	KS	KS	KQ	HKEX	TYO
추가(원,위안,엔)	2,850	201,500	61,000	7,590	19,740	32	12,300
시가총액	2,128	330,559	271,809	2,806	2,423	32,237	509,144
자산총계	2019	623	122,995	87,373	420	535	26,250
	2020	703	170,142	119,540	482	637	21,316
	2021	807	336,910	227,796	2,901	882	23,297
자본총계(지배)	2019	429	58,052	52,254	206	415	19,397
	2020	534	73,672	62,989	272	520	15,094
	2021	652	235,356	99,844	2,228	682	17,186
매출액	2019	639	43,562	30,701	267	421	8,348
	2020	807	53,041	41,568	455	577	8,526
	2021	615	68,176	61,367	1,191	674	8,668
	2022P	772	82,201	71,068	1,694	612	7,626
	2023F	888	97,747	81,739	2,214	741	9,278
	2024F	1,182	111,808	92,193	2,367	967	10,093
영업이익	2019	139	11,550	2,068	7	79	1,194
	2020	144	12,153	4,559	46	137	(4,475)
	2021	68	13,255	5,949	69	151	2,173
	2022P	74	13,047	5,803	43	59	629
	2023F	98	14,527	7,188	155	130	1,407
	2024F	162	17,344	8,662	182	127	1,960
영업이익률(%)	2019	21.7	26.5	6.7	2.6	18.8	14.3
	2020	17.8	22.9	11.0	10.1	23.7	(52.5)
	2021	11.0	19.4	9.7	5.8	22.5	25.1
	2022P	9.6	15.9	8.2	2.5	9.6	8.2
	2023F	11.0	14.9	8.8	7.0	17.5	15.2
	2024F	13.7	15.5	9.4	7.7	13.1	19.4
당기순이익(지배)	2019	120	5,831	(3,010)	27	49	1,096
	2020	122	10,021	1,556	1	109	(4,484)
	2021	67	164,899	13,922	35	151	1,847
	2022P	31	7,603	13,529	(28)	61	608
	2023F	66	11,303	5,240	112	119	1,659
	2024F	117	13,824	6,324	182	118	1,798
ROE(%)	2019	32.1	10.6	(5.8)	0.0	12.4	5.8
	2020	25.5	15.2	2.7	0.2	23.2	(26.0)
	2021	11.4	106.7	17.1	2.8	25.1	11.4
	2022P	4.7	3.3	14.1	(1.0)	8.7	3.5
	2023F	9.2	4.8	4.5	4.8	15.2	8.4
	2024F	14.6	5.5	5.3	7.6	13.4	8.1
PER(배)	2019	14.9	52.7	N/A	24.3	48.3	26.7
	2020	22.2	48.0	219.3	3,238.6	41.6	N/A
	2021	33.6	3.8	35.9	138.9	33.6	22.0
	2022P	78.3	38.3	18.5	NA	45.2	45.2
	2023F	32.1	29.3	51.7	25.1	20.4	19.5
	2024F	18.0	23.9	42.8	15.4	20.5	17.9
PBR(배)	2019	4.1	4.7	2.4	3.3	5.7	1.5
	2020	5.1	5.9	5.3	6.7	8.6	3.4
	2021	3.5	2.4	4.9	2.5	7.4	2.4
	2022	3.6	1.2	2.5	1.2	3.7	1.5
	2023F	2.8	1.2	2.3	1.2	2.9	1.6
	2024F	2.5	1.2	2.2	1.1	2.6	1.4
PSR(배)	2019	2.8	7.1	4.2	2.5	5.6	3.5
	2020	3.4	9.1	8.2	3.8	7.8	6.0
	2021	3.7	9.1	8.2	4.1	7.5	4.7
	2022	3.2	3.5	3.3	1.7	4.5	3.6
	2023F	2.4	3.4	3.3	1.3	3.3	3.5
	2024F	1.8	3.0	2.9	1.2	2.5	3.2
배당수익률(%)	2019	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
	2020	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	2021	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

주: 1) 미스터블루 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 20일 증가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

미상환 전환사채와 신주인수권부사채는 잠재적 오버행 요소

미상환 전환사채 150억원,
미상환 신주인수권부사채
100억원 보유

동사는 2022년말 기준, 미상환 전환사채 150억원을 보유하고 있다. 동 전환사채는 2022년 2월 11일에 발행했고, 만기일은 2027년 02월 11일, 전환청구기간은 2023년 2월 11일부터 2027년 2월 10일까지이다. 현재 전환가액은 2,809원이다. 또한, 동사는 미상환 신주인수권부사채 100억원도 보유하고 있다. 신주인수권부사채의 발행일과 만기일, 신주인수권 행사가능기간은 전환사채와 동일하다.

미상환전환사채는 주가가 전환가액 이상으로 상승 시 투자자가 주식으로 전환하여 매도할 수 있기 때문에, 투자 시 반드시 고려해야하는 오버행(주식 시장에서 언제든지 매물로 쏟아질 수 있는 잠재적인 과잉 물량 주식을 의미하는 용어) 리스크이다. 전환권과 신주인수권이 모두 행사된다면 이는 전체 발행 주식수의 약 12%에 해당되어 적지 않은 물량이라고 판단된다.

다만, 최근 몇 년 동안 웹툰, 드라마제작사 등 K-콘텐츠 산업에 종사하는 대부분의 중소형 업체들 재무적 투자자에게 전환사채 등의 투자를 많이 받았기에, 이러한 오버행 요소는 미스터블루만이 보유한 리스크 요인은 아니다. 최근 콘텐츠 산업에서의 자금조달 목적은 성장하는 업체에 대응하기 위해 1) 양질의 콘텐츠 제작, 2) IP확보, 3) 유명한 작가 등을 확보한 스튜디오 및 CP사 인수 등이다.

동사 역시 2022년초 웹소설 CP사인 '영상출판미디어'와 '동아미디어' 인수를 위해 전환사채와 신주인수권부사채를 발행했다. 자금을 기반으로 '웹소설, 웹툰, 게임'으로 이어지는 밸류체인을 완성했고, 중장기적으로 확보된 웹소설 IP를 바탕으로 웹툰화, 영상화, 게임화 등 OSMU(One Source Multi Use) 전략 구사가 가능할 것으로 판단돼 회사의 역량을 한층 더 높일 수 있는 기회요인으로 변화시킬 수 있다고 판단한다.

미상환 전환사채 보유 내역

구분	무기명식 무보증 사모 전환사채
발행 권면총액(억원)	150
발행일	2022년 02월 11일
만기일	2027년 02월 11일
전환청구가능 기간	2023년 2월 11일 ~ 2027년 2월 10일까지
전환가액(원)	1주당 2,809원

자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

미상환 신주인수권부사채 보유 내역

구분	무기명식 무보증 사모 신주인수권부사채
발행 권면총액(억원)	100
발행일	2022년 02월 11일
만기일	2027년 02월 11일
전환청구가능 기간	2023년 2월 11일 ~ 2027년 2월 10일까지
전환가액(원)	1주당 2,809원

자료: 미스터블루, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	807	615	772	888	1,182
증가율(%)	26.3	-23.8	25.6	15.0	33.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	807	615	772	888	1,182
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	663	547	697	790	1,021
판매비율(%)	82.2	88.9	90.3	89.0	86.4
EBITDA	178	95	101	128	187
EBITDA 이익률(%)	22.0	15.4	13.0	14.4	15.8
증가율(%)	10.7	-46.7	6.3	27.4	45.5
영업이익	144	68	74	98	162
영업이익률(%)	17.8	11.0	9.6	11.0	13.7
증가율(%)	3.8	-53.0	9.9	31.2	65.6
영업외손익	0	7	-33	-14	-12
금융수익	7	7	37	4	4
금융비용	5	1	72	18	17
기타영업외손익	-2	2	2	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	144	75	41	84	150
증가율(%)	1.6	-48.0	-44.6	102.8	78.1
법인세비용	22	7	10	18	33
계속사업이익	122	67	31	66	117
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	122	67	31	66	117
당기순이익률(%)	15.2	11.0	4.1	7.4	9.9
증가율(%)	1.7	-44.9	-53.5	109.1	78.1
지배주주지분 순이익	122	67	31	65	116

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	183	87	82	103	160
당기순이익	122	67	31	66	117
유형자산 상각비	11	10	13	13	10
무형자산 상각비	23	17	13	18	15
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	41	1	8	7	18
기타	-14	-8	17	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-115	-47	-398	-37	-94
투자자산의 감소(증가)	-70	-30	33	-3	-8
유형자산의 감소	0	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-22	-6	-11	0	0
기타	-23	-12	-421	-34	-86
재무활동으로인한현금흐름	-65	33	241	19	59
차입금의 증가(감소)	-40	-20	-0	26	67
사채의증가(감소)	0	0	250	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-8	-6	-7	-7
기타	-19	61	-3	0	-1
기타현금흐름	-1	2	2	-0	-0
현금의증가(감소)	2	75	-73	85	125
기초현금	215	216	291	218	303
기말현금	216	291	218	303	428

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
유동자산	472	588	605	744	1,005
현금성자산	216	291	218	303	428
단기투자자산	150	192	256	290	376
매출채권	70	52	76	87	116
재고자산	0	0	3	4	5
기타유동자산	36	53	52	60	80
비유동자산	230	219	759	731	714
유형자산	95	94	99	85	76
무형자산	112	99	524	507	491
투자자산	9	6	31	34	42
기타비유동자산	14	20	105	105	105
자산총계	703	807	1,364	1,475	1,719
유동부채	164	146	532	584	715
단기차입금	20	0	0	0	0
매입채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	144	146	531	583	714
비유동부채	5	9	150	151	154
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	9	150	151	154
부채총계	169	154	682	735	869
지배주주지분	534	652	681	739	848
자본금	25	25	75	75	75
자본잉여금	211	236	192	192	192
자본조정 등	-30	5	5	5	5
기타포괄이익누계액	-0	-1	-2	-2	-2
이익잉여금	328	387	412	470	578
자본총계	534	653	683	741	850

주요투자지표

	2020	2021	2022P	2023F	2024F
P/E(배)	22.2	33.6	78.3	32.1	18.0
P/B(배)	5.1	3.5	3.6	2.8	2.5
P/S(배)	3.4	3.7	3.2	2.4	1.8
EV/EBITDA(배)	13.5	18.8	8.4	16.8	10.1
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
EPS(원)	166	91	42	87	156
BPS(원)	719	878	912	990	1,135
SPS(원)	1,094	827	1,036	1,189	1,583
DPS(원)	12	8	10	10	10
수익성(%)					
ROE	25.4	11.4	4.7	9.2	14.6
ROA	18.5	8.9	2.9	4.6	7.3
ROIC	59.1	35.0	13.1	13.4	23.8
안정성(%)					
유동비율	287.2	404.1	113.8	127.5	140.6
부채비율	31.7	23.6	99.9	99.2	102.3
순차입금비율	-64.3	-73.1	4.4	7.6	-24.4
이자보상배율	135.0	298.7	5.4	5.5	9.8
활동성(%)					
총자산회전율	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7
매출채권회전율	11.0	10.1	12.1	10.9	11.6
재고자산회전율	3,487.0	4,121.6	465.6	254.6	271.9

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.