

외형 성장을 확인

매수
(유지)목표가: 20,000원
상승여력: 24.6%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

2Q21 Review

레진 연결 실적 온기 반영되며 한단계 성장한 외형을 확인

- 매출액 313억원(+168%), OP 18억원(+14.2%), 매출액은 예상치 부합, 이익은 하회
- 본사와 델리톤 트래픽 성장 지속, 레진엔터 연결 편입 효과 온기 반영되어 외형 레벨업
- 비용 확대 원인은 1) 기존 레진엔터 주식보상비용 13억원 2) 델리톤의 서버 화재 관련 복구 비용 등 일회성 요인과, 3) 연간 15~20억원 수준의 PPA 상각비 발생으로 파악
- 따라서 발표된 OP는 일회성 영향 제외 시 기존 추정치(39억원) 범위 내로 볼 수 있음
- 매출액/영업손익: 본사 123억/13억원, 델리톤 33억/-1억원, 레진 178억/13억원 추정
- 운영 중인 7개 플랫폼(5개국)의 트래픽 증가, 자체 작품 유통 증가로 수익성 개선 예상

추가 지역 확장 기대

플랫폼+CP사를 갖춘 상태로 장르와 지역 확장 예정

- 적절한 M&A로 플랫폼과 CP 밸류체인을 점유, 타겟 OPM 20%에 점차 다가갈 전망
- 글로벌 확장이 용이한 웹툰 위주(반기 웹툰 비중 96%, 전년 84%)로 mix 개선
- 1) 동사 플랫폼(본사/레진/델리톤)은 고성장하는 한/미/일 웹툰 시장에 노출되어 있으며 프랑스에 이어 독일에 진출하며 지역 확장을 가속
- 2) 성인 → 일반 장르 확장하며 자체 제작 기능 강화 및 파트너 플랫폼 활용도 제고
- 동남아 지역, 스페인어권 등 신규 시장 출시 통한 외형 확장 기대감 여전히 유효

전망 및 Valuation

매수 의견 및 목표주가 2만원 유지

- 목표 시가총액 6,600억원 산출 = 22년 NP * P/E 35배 적용(디앤씨미디어와 동일 수준)
- 레진 인수 관련 PPA 상각을 새롭게 반영해 22년 OP 추정치를 -15% 하향 조정했으나
- 현 주가는 P/S 3.8배로 Peer(웹툰엔터/왓패드/레디쉬) 대비 여전히 저평가 상황

Key data



현재주가(21/8/13, 원)	16,050	시가총액(백만원)	531,926
영업이익(21F, 백만원)	12,915	발행주식수(백만주)	33
Consensus 영업이익(21F, 백만원)	16,142	유동주식비율(%)	24.8
EPS 성장률(21F, %)	11,161.4	외국인 보유비중(%)	1.1
P/E(21F, x)	47.0	베타(12M) 일간수익률	0.69
MKT P/E(21F, x)	11.1	52주 최저가(원)	7,620
KOSPI	3,171.29	52주 최고가(원)	18,100

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	14.6	105.8
상대주가	6.1	12.1	58.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (백만원)	14,287	19,623	26,738	45,507	118,469	138,124
영업이익 (백만원)	-495	267	703	4,586	12,915	23,146
영업이익률 (%)	-3.5	1.4	2.6	10.1	10.9	16.8
순이익 (백만원)	-2,241	151	2,693	53	10,562	18,267
EPS (원)	-142	10	166	3	342	551
ROE (%)	-13.5	0.9	14.5	0.2	9.1	8.5
P/E (배)	-	235.4	24.3	3,238.6	47.0	29.1
P/B (배)	2.6	2.1	3.3	6.7	2.6	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 전망

표 1. 키다리스튜디오 목표주가 산출: 22F P/E 35배 적용

(십억원)

P/E	20	21F	22F	12MF
현재 P/E (x)	515.3	49.1	28.7	33.7
적정 시총	640	640	640	640
NP	1	11	18	16
Target PE (x)	627.6	59.8	35.0	41.0
적정주가 (원)	19,549	19,549	19,549	19,549
상승여력 (%)	21.8	21.8	21.8	21.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 키다리스튜디오 목표주가 산출: 22F P/S 기준 4.7배

(십억원)

P/S	20	21F	22F	12MF
현재 P/S	11.5	4.4	3.8	4.3
적정 시총	649	649	649	649
Revenue	46	118	138	123
Target PS	14.3	5.5	4.7	5.3
적정주가 (원)	19,830	19,830	19,830	19,830
상승여력 (%)	23.5	23.5	23.5	23.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. M&A 사례: 웹툰/웹소설 업체는 P/S 15배 이상의 높은 밸류로 최근 인수됨

(십억원, x)

	20년 매출액	인수 가격	20년 PSR
왓패드 (네이버)	38.5	685	17.8
래디쉬 (카카오)	21.8	450	20.6

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

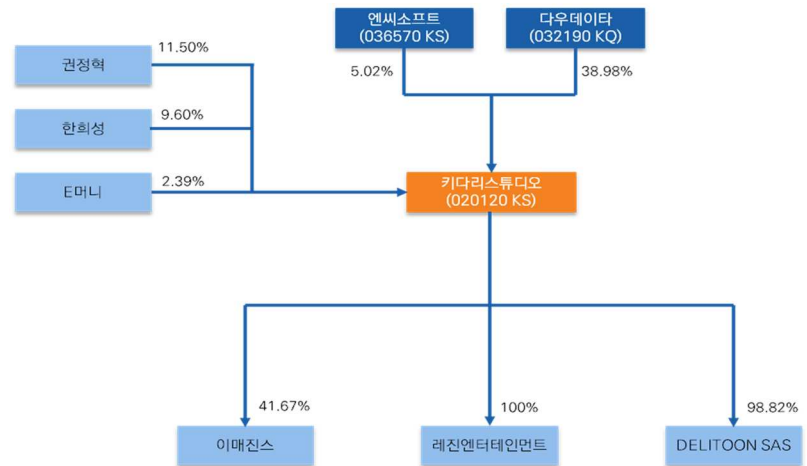
표 4. 키다리스튜디오 분기 및 연간 실적 전망

(백만원, %, %p)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	11,336	11,663	11,957	10,551	19,853	31,263	32,726	34,627	45,507	118,469	138,124
본사	10,048	10,051	10,802	9,540	11,818	12,300	12,963	13,165	40,441	50,245	60,294
델리툰	2,400	3,200	2,700	2,500	3,200	3,300	3,400	3,600	10,800	13,500	16,875
레진엔터	0	0	0	0	6,000	17,800	18,500	20,000	0	62,300	68,530
연결 조정	-1,111	-1,588	-1,545	-1,489	-1,164	-2,137	-2,137	-2,137	-5,734	-7,576	-7,576
영업이익	1,081	1,611	1,307	588	2,267	1,839	4,237	4,572	4,586	12,915	23,146
영업이익률	9.5	13.8	10.9	5.6	11.4	5.9	12.9	13.2	10.1	10.9	16.8
본사	1,118	1,173	1,640	1,452	1,199	1,275	1,352	1,412	5,383	5,237	7,386
델리툰	-2,438	-2,762	-3,033	-3,364	280	-100	340	360	-5,863	880	2,184
레진엔터	0	0	0	0	940	1,300	3,145	3,400	0	8,785	15,077
기타 (PPA 상각 등)	0	0	0	0	-151	-636	-600	-600	0	-1,987	-1,500
세전이익	1,001	-799	858	-918	2,543	1,662	4,437	4,772	142	13,414	23,146
당기순이익	752	-664	506	-522	2,010	1,325	3,549	3,818	73	10,701	18,286
순이익률	6.6	-5.7	4.2	-4.9	10.1	4.2	10.8	11.0	0.2	9.0	13.2
YoY											
매출액	114.2	136.3	56.2	19.1	75.1	168.1	173.7	228.2	70.2	160.3	16.6
키다리	89.8	103.6	56.3	18.5	17.6	22.4	20.0	38.0	60.5	24.2	20.0
델리툰	-	24.6	80.0	38.9	33.3	3.1	25.9	44.0	227.3	25.0	25.0
레진엔터	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0
영업이익	266.4	흑전	561.9	168.5	109.8	14.2	224.2	677.5	552.5	181.6	79.2
당기순이익	250.6	적지	흑전	적전	167.1	흑전	601.3	흑전	-96.8	14,614.0	70.9

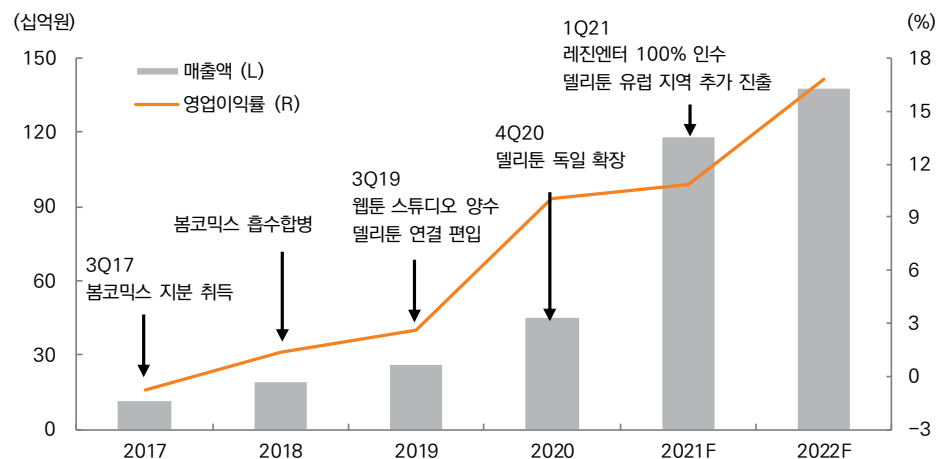
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 레진엔터 인수 이후 키다리스튜디오 주주 및 자회사 현황



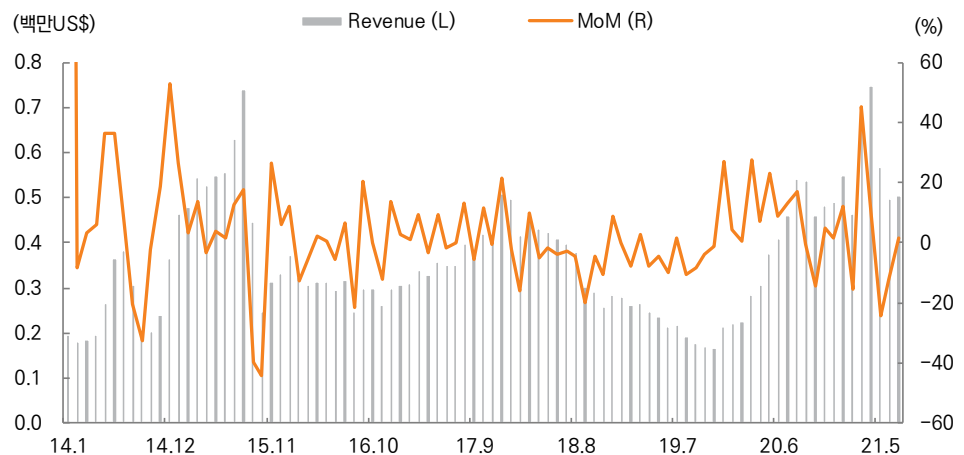
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 동사의 M&A history: 외형과 수익성 동반 개선세 뚜렷



자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

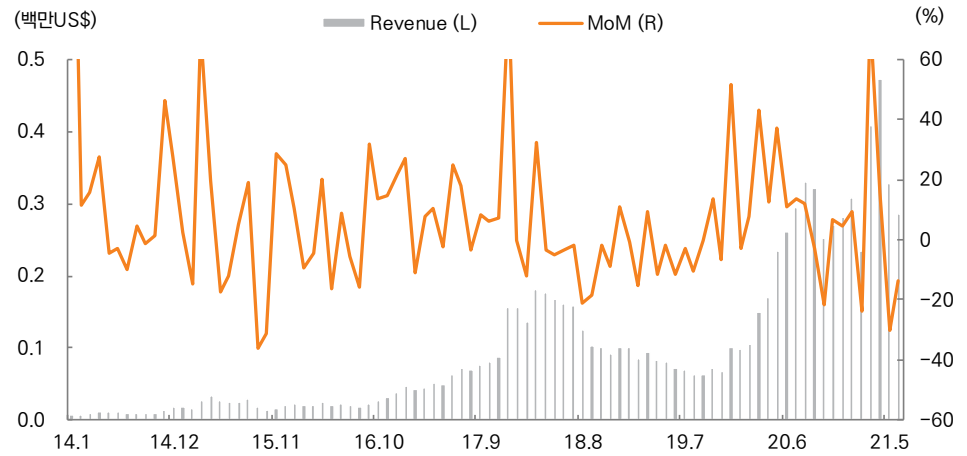
그림 3. 레진코믹스 글로벌 거래액: 4Q19 이후 꾸준한 반등



주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음

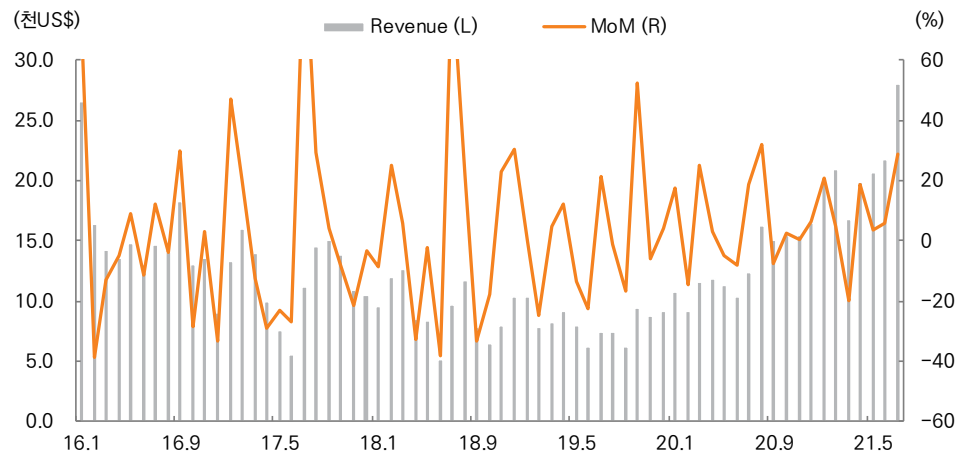
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 레진코믹스 미국 거래액: 인상적인 상승세



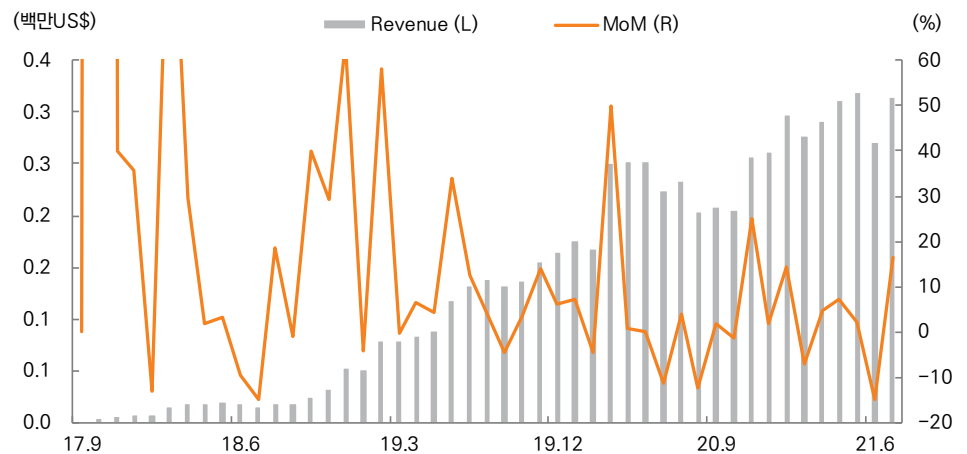
주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 봄툰(키다리스튜디오 국내) 거래액: 2H19부터 상승세



주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 델리툰(키다리스튜디오 프랑스+독일) 거래액: 꾸준한 상승



주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. 미국 레진코믹스 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	해시태크 내용	19세 이용가
1	Pian Pian (피엔피엔)	영해신	BL	BL/ Pretty Boy/ Food/ Boss_Employee	o
2	Love after marriage (대표님, 저 결혼했어요)	HotRead	로맨스	Revenge/ Lovehate/ Office/ Lovetriangle	x
3	A Man of Virtue (정숙한 남자)	강이, 옥	BL	BL/ HotBoys/ Hardcore/ Office	o
4	BJ Alex (BJ알렉스)	밍과	BL	BL/ Pretty Boy/ Food/ Boss_Employee	o
5	Mad Place (매드플레이스)	유나	BL	Mystery/ Drama/ Crime/ BL	o
6	Love for sale (백만원의 로맨스)	달현지	BL	PartTimer/ AgeGap/ Dating/ BL	o
7	Painter of the Night (야화첩)	변덕	BL	BL/ Obsessive/ Rough/ Historical	o
8	The virgin witch (마녀, 30세)	박미남	성숙	ReverseHarem/ Magic/ Comedy/ FantasyWorld	o
9	Love shuttle (애인 셔틀)	애주	BL	BL/ Tsundere/ Hotboys/ Omegaverse	o
10	Sign (수화)	커	BL	BL/ LivingTogether/ PartTimer/ Boss_Employee	o

자료: 레진코믹스, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 국내 레진코믹스 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	해시태크 내용	19세 이용가
1	레바톤	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
2	끈적하게 만들어주는 오일 마사지	키사키 노아	로맨스	로맨스/ 현대물/ 연하남/ 마사지	o
3	마이크 없이도 들려	알버트, 양은지	BL	능글공/ 떡대수/ BJ/ 달달물/ 고수위	o
4	조개소년	조이, 잉깅	BL	BL/ 능글공/ 계락수/ 연하공	o
5	러브 인 비트윈	다식	BL	츄데레수/ 다공일수/ 연하공/ 짝사랑/ BL	o
6	인시크릿	이파도	BL	비밀/ 동거/ 섹스파트너/ BL	o
7	쓰레기의 정사	존	BL	떡대수/ 절륜공/ 떡대공/ 모럴리스/ 고수위	o
8	색화점	김흥건	드라마	드라마/ 고수위/ 하렘	o
9	애랑 했어?	PYO	드라마	드라마/ 옴니버스/ 썰만화/ 후방주의	o
10	퍼펙트 하프	럽피	판타지	판타지/ 후방주의/ 전쟁/ 로맨스/ 하렘	o

자료: 레진코믹스, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 봄툰(국내) 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	뷰수 (만)	해시태크 내용	19세 이용가
1	새디스틱 뷰티	우연희&이금산	로맨스	4,190	로맨스/ 오직봄툰/ SM/ 하드코어/ 삼각,다각관계/ 절륜녀/ 능력녀	o
2	사파리 게임	혈액	BL	84	BL/ 원기회복/ 원나잇/ 미인공/ 다정공	o
3	새디스틱 뷰티: 외전	우연희&이금산	로맨스	644	로맨스/ 오직봄툰/ SM/ 하드코어/ 삼각,다각관계/ 절륜녀/ 능력녀	o
4	환관제조일기	김달	개그	73	개그/ 능력녀/ 동양풍/ 코믹개그	x
5	후즈 유어 데디	안코	BL	1,202	BL/ 판타지/ 궁정물/ 사건물/ 강공/ 능욕공	o
6	남사친이 좋아진 이유	파파	로맨스, 개그	1,897	로맨스/ 개그/ 토요일재/ 로코/ 귀여움/ 현대물/ 친구에서연인	o
7	디파인 더 릴레이션십	플로나	BL	202	BL/ 오메가버스/ 알파알파/ 현대물/ 다정공	o
8	도와줘요 SOS	과인	BL	40	BL/ 바게트공/ 밝힘수/ 소꿉친구/ 짝사랑공/ 다정공	o
9	귀태	팽권	BL	3,022	BL/ 호러물/ 동양풍/ 고수위/ 친구에서연인/ 다정수	o
10	나를 나쁜 아이로 만들어 줘	하이다 나나코	BL	32	BL/ 현대물/ 캠퍼스물/ 고수위/ 하드코어/ 친구에서연인	o

자료: 봄툰, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 델리툰(프랑스) 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	뷰수 (만)	즐거찾기 수
1	Les corbeaux aussi aiment tout ce qui brille (까마귀는 반짝이는 것을 좋아해)	씨씨, 무지	로맨스, 판타지	18	879
2	L'Enfant des Ténèbres (괴물 공작가의 계약 공녀)	민작, 리아란	로맨스, 판타지	1,000	15,561
3	Comment survivre quand on est la femme du héros (양판소 주인공의 아내로 살아남기)	녹끼	로맨스, 판타지	1,000	13,604
4	La Duchesse sans âme (빈껍데기 공작부인)	한진서	로맨스, 판타지	308	4,854
5	piège dans un mariage frauduleux (이건 명백한 사기 결혼이다)	박해담	로맨스, 판타지	310	5,736
6	Les corbeaux aussi aiment tout ce qui brille (까마귀는 반짝이는 것을 좋아해) 성인버전	씨씨, 무지	로맨스, 판타지	2	87
7	Rien qu'illusion (모든 게 착각이었다)	밈	로맨스, 역사	162	3,836

자료: 델리툰, 미래에셋증권 리서치센터

키다리스튜디오 (020120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	26,738	45,507	118,469	138,124
매출원가	18,135	28,233	62,313	70,326
매출총이익	8,603	17,274	56,156	67,798
판매비와관리비	7,900	12,688	43,242	44,652
조정영업이익	703	4,586	12,915	23,146
영업이익	703	4,586	12,915	23,146
비영업손익	1,569	-4,444	371	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2,272	142	13,286	23,146
계속사업법인세비용	-1	69	2,713	4,861
계속사업이익	2,273	73	10,573	18,286
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,273	73	10,573	18,286
지배주주	2,693	53	10,562	18,267
비지배주주	-420	20	11	19
총포괄이익	2,029	203	10,545	18,286
지배주주	2,460	184	10,534	18,267
비지배주주	-431	18	11	19
EBITDA	1,740	6,196	12,915	23,146
FCF	709	5,095	3,650	18,741
EBITDA 마진율 (%)	6.5	13.6	10.9	16.8
영업이익률 (%)	2.6	10.1	10.9	16.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.1	0.1	8.9	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(백만원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	22,269	25,250	58,819	80,721
현금 및 현금성자산	10,864	11,000	27,989	45,922
매출채권 및 기타채권	1,774	2,838	16,559	19,101
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	9,631	11,412	14,271	15,698
비유동자산	19,705	22,906	186,678	188,465
관계기업투자등	5,010	5,440	6,235	7,269
유형자산	483	1,564	4,493	4,493
무형자산	12,283	12,779	172,631	173,031
자산총계	41,974	48,155	245,497	269,185
유동부채	8,194	20,219	38,936	44,330
매입채무 및 기타채무	1,463	1,418	10,564	12,317
단기금융부채	3,201	12,379	12,315	13,294
기타유동부채	3,530	6,422	16,057	18,719
비유동부채	12,811	745	994	1,002
장기금융부채	12,545	731	948	948
기타비유동부채	266	14	46	54
부채총계	21,005	20,964	39,930	45,333
지배주주지분	20,565	27,185	205,550	223,817
자본금	8,480	9,253	16,369	16,369
자본잉여금	6,012	13,081	173,759	173,759
이익잉여금	9,230	9,230	19,792	38,059
비지배주주지분	404	6	17	36
자본총계	20,969	27,191	205,567	223,853

예상 현금흐름표 (요약)

(백만원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	776	5,216	3,898	18,741
당기순이익	2,273	73	10,573	18,286
비현금수익비용가감	-328	7,588	3,586	4,861
유형자산감가상각비	354	489	0	0
무형자산상각비	684	1,120	0	0
기타	-1,366	5,979	3,586	4,861
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,151	-2,257	-7,564	455
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	165	-786	-843	-2,679
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	458	-102	84	30
법인세납부	-12	-107	-2,711	-4,861
투자활동으로 인한 현금흐름	-9,560	-5,045	10,259	-752
유형자산처분(취득)	-67	-121	-247	0
무형자산감소(증가)	-455	-2,107	-1,937	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	-188	-354	-354	-352
기타투자활동	-8,850	-2,463	12,797	0
재무활동으로 인한 현금흐름	18,778	52	3,213	979
장단기금융부채의 증가(감소)	15,746	-2,637	154	979
자본의 증가(감소)	4,500	7,843	167,794	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1,468	-5,154	-164,735	0
현금의 증가	9,984	137	16,989	17,933
기초현금	879	10,864	11,000	27,989
기말현금	10,864	11,000	27,989	45,922

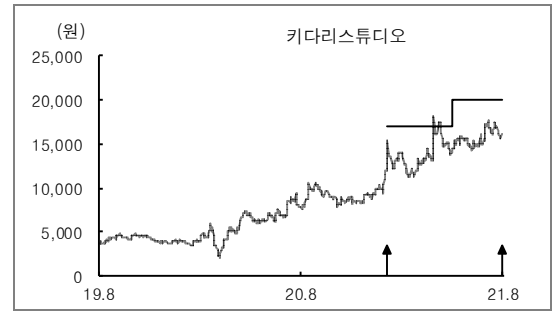
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	24.3	3,238.6	47.0	29.1
P/CF (x)	33.7	22.5	35.0	23.0
P/B (x)	3.3	6.7	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	42.4	29.7	40.0	21.6
EPS (원)	166	3	342	551
CFPS (원)	120	437	458	698
BPS (원)	1,213	1,469	6,202	6,753
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	36.3	70.2	160.3	16.6
EBITDA증가율 (%)	165.2	256.1	108.4	79.2
조정영업이익증가율 (%)	163.3	552.3	181.6	79.2
EPS증가율 (%)	1,560.0	-98.2	11,300.0	61.1
매출채권 회전율 (회)	20.4	20.4	12.5	7.9
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	47.9	101.4	415.1	360.5
ROA (%)	7.5	0.2	7.2	7.1
ROE (%)	14.5	0.2	9.1	8.5
ROIC (%)	5.0	11.8	10.3	10.1
부채비율 (%)	100.2	77.1	19.4	20.3
유동비율 (%)	271.8	124.9	151.1	182.1
순차입금/자기자본 (%)	23.3	7.8	-7.2	-14.2
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
키다리스튜디오 (020120)				
2021.05.17	매수	20,000	-	-
2021.01.18	매수	17,000	-18.98	6.47



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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 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.