

시동 걸었다

매수
(유지)

목표가: 20,000원 ▲
상승여력: 41.8%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

1Q21 Review

기대 이상의 레진 인수 효과로 분기 영업이익은 전년 동기 2배 기록, 예상치 상회

- 매출액 199억원(+75.1%), 영업이익 23억원(+107.1%), OPM 11.4%(+1.9%p)
- 본사와 델리톤 트래픽 성장 지속, 레진엔터 3월부터 연결 편입되어 실적 체력 증가
- 자체 작품 유통 채널 확대, 플랫폼(봄툰, 델리톤, 레진) 트래픽 증가 힘입어 수익성 개선
- 매출액/OP는 본사 118억원/12억원, 델리톤 32억원/3억원, 레진 60억원/9억원 추정
- 웹소설 대비 웹툰에 집중된 성장, 전사 매출 중 웹툰 비중은 91%로 증가(전년 78%)

2Q부터 레진 인수 온기 반영

인수 효과 가시화, 실적 눈높이 상향이 타당

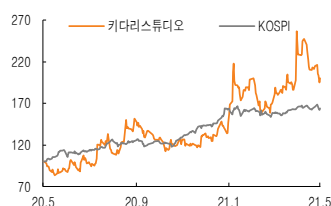
- 3월 인수 완료된 레진엔터 실적은 1Q에 1개월 분만 인식, 2Q부터는 온기 반영될 것
- 21F 매출액 1,229억원(+170.2%), 영업이익 183억원(+298.6%)으로 전망
- 본사 매출 성장률 가정 +17%, 트래픽 상승세인 델리톤/레진 매출 보수적 전망한 수치
- 2Q부터 스튜디오(본사/레진)-플랫폼(본사/델리톤/레진) 간의 작품 교류 활발해져 CP와 플랫폼 역할을 겸하는 동사의 이상적인 입지 더욱 강화될 것 → 수익성 지속 개선 예상
- 웹툰은 장르/지역 확대 + 2차 판권 기획 모색, 웹소설(판무림)은 2차 판권 유통에 주력

전망 및 Valuation

매수 의견 유지, 목표주가 2만원으로 +18% 상향

- 목표 시가총액 6,500억원, 신규 목표주가 산출 시 12MF 순이익에 P/E 35배 적용
- P/S 5배 불과해 Peer(웹툰엔터/왓패드/레디쉬)에 상당한 저평가, 추가 상향 여지 충분
- 동사는 네이버/카카오 계열 플랫폼과 더불어 글로벌 콘텐츠 레버리지가 가능한 사업자
- 금번 실적 통해 21F 이후의 높은 이익 성장률에 대한 가시성이 확인되어 긍정적

Key data



현재주가(21/5/14, 원)	14,100	시가총액(십억원)	462
영업이익(21F, 십억원)	18	발행주식수(백만주)	33
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	16	유동주식비율(%)	24.3
EPS 성장률(21F, %)	18,597.4	외국인 보유비중(%)	0.9
P/E(21F, x)	24.8	베타(12M) 일간수익률	0.42
MKT P/E(21F, x)	11.9	52주 최저가(원)	5,900
KOSPI	3,153.32	52주 최고가(원)	18,100

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.5	57.9	100.0
상대주가	-16.8	24.9	22.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	14	20	27	46	123	154
영업이익 (십억원)	0	0	1	5	18	31
영업이익률 (%)	0.0	0.0	3.7	10.9	14.6	20.1
순이익 (십억원)	-2	0	3	0	17	24
EPS (원)	-142	10	166	3	568	740
ROE (%)	-13.5	0.9	14.5	0.2	48.5	42.7
P/E (배)	-	235.4	24.3	3,238.6	24.8	19.1
P/B (배)	2.6	2.1	3.3	6.7	10.4	6.7
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: 12MF P/E 35배 적용

(십억원)

P/E	20	21F	22F	12MF
현재 P/E (x)	452.7	27.9	19.1	25.0
적정 시총	647	647	647	647
NP	1	17	24	18
Target PE (x)	634.1	39.1	26.7	35.0
적정주가 (원)	19,751	19,751	19,751	19,751
상승여력 (%)	40.1	40.1	40.1	40.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 키다리스튜디오 목표주가 산출: 12MF P/S 5배 적용

(십억원)

P/S	20	21F	22F	12MF
현재 P/S	10.1	3.8	3.0	3.5
적정 시총	654	654	654	654
Revenue	46	123	154	131
Target PS	14.4	5.3	4.2	5.0
적정주가 (원)	19,970	19,970	19,970	19,970
상승여력 (%)	41.6	41.6	41.6	41.6

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	21F PSR
왓패드 (네이버)	38.5	685	17.8
래디쉬 (카카오)	21.8	450	20.6

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

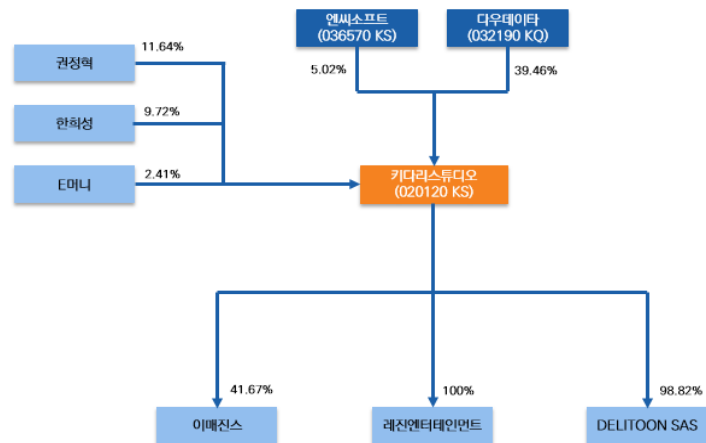
표 4. 키다리스튜디오 분기 및 연간 실적 전망

(백만원, %, %p)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	11,336	11,663	11,957	10,551	19,853	32,150	34,872	36,073	45,507	122,949	154,185
본사	10,048	10,051	10,802	9,540	11,818	11,790	12,362	11,448	40,441	47,418	54,531
델리툰	2,400	3,200	2,700	2,500	3,200	3,360	3,510	3,625	10,800	13,695	17,119
레진엔터	0	0	0	0	6,000	19,000	21,000	23,000	0	69,000	89,700
연결 조정	-1,111	-1,588	-1,545	-1,489	-1,164	-2,000	-2,000	-2,000	-5,734	-7,164	-7,164
영업이익	1,081	1,611	1,307	588	2,267	4,578	5,570	5,867	4,586	18,283	30,665
영업이익률	9.5	13.8	10.9	5.6	11.4	14.2	16.0	16.3	10.1	14.9	19.9
본사	1,118	1,173	1,640	1,452	1,199	1,405	1,577	348	5,383	4,529	10,299
델리툰	-2,438	-2,762	-3,033	-3,364	280	803	743	1,079	-11,597	-17,954	-21,544
레진엔터	0	0	0	0	940	4,370	5,250	6,440	0	-28,384	24,791
세전이익	1,001	-799	858	-918	2,543	5,378	6,370	6,667	142	20,958	30,665
당기순이익	752	-664	506	-522	2,010	4,249	5,032	5,267	73	16,558	24,226
순이익률	6.6	-5.7	4.2	-4.9	10.1	13.2	14.4	14.6	0.2	13.5	15.7
YoY											
매출액	114.2	136.3	56.2	19.1	75.1	175.7	191.6	241.9	70.2	170.2	25.4
키다리	89.8	103.6	56.3	18.5	17.6	17.3	14.4	20.0	60.5	17.3	15.0
델리툰	-	-	80.0	38.9	33.3	5.0	30.0	45.0	227.3	26.8	25.0
레진엔터	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0
영업이익	266.4	흑전	561.9	168.5	109.8	184.2	326.3	897.7	552.5	298.6	67.7
당기순이익	250.6	적지	흑전	적전	167.1	흑전	894.3	흑전	-96.8	22,666.2	46.3

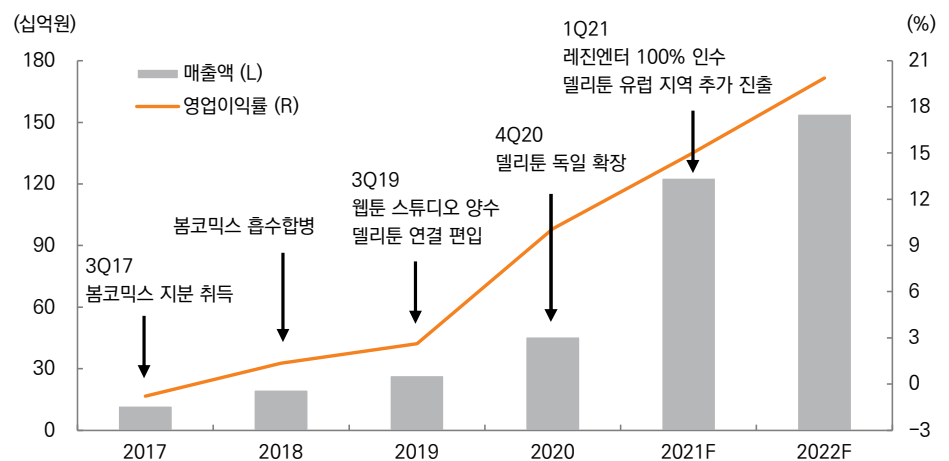
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

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



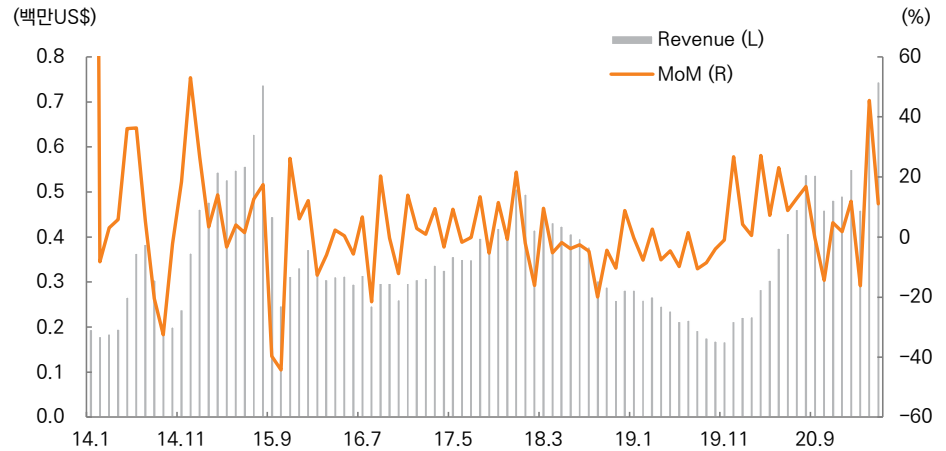
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 자체 제작 스튜디오 확장 이전 결정: 콘텐츠 레버리지 확대에 대한 시의 적절한 대비



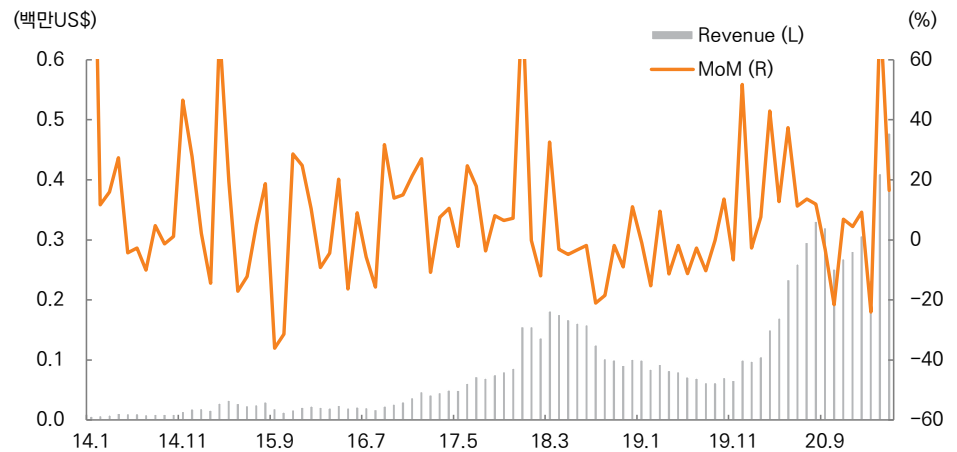
자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 레진코믹스 글로벌 거래액: 4Q19 이후 꾸준한 반등



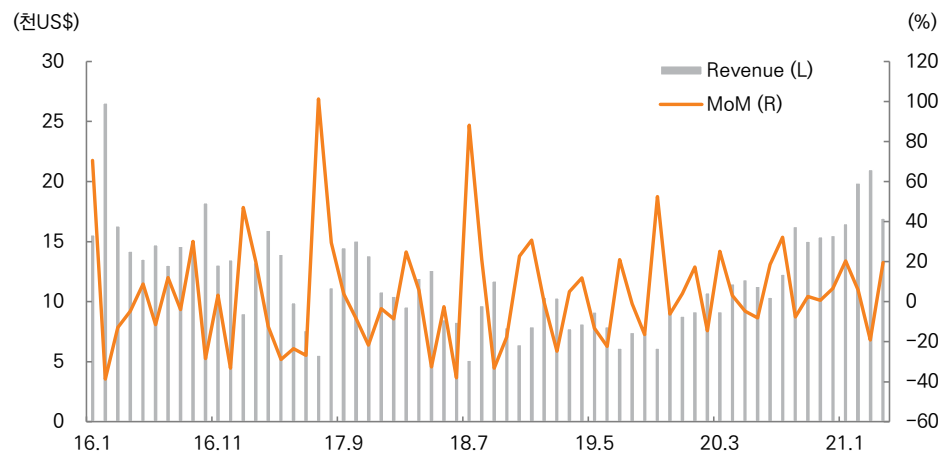
주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 레진코믹스 미국 거래액: 인상적인 상승세



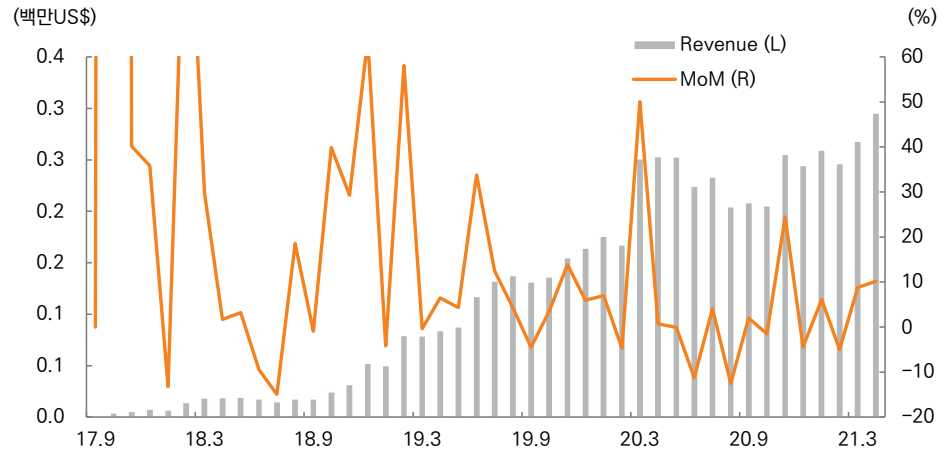
주: 위 거래액은 추세 확인 목적으로 SensorTower 추정치를 참고하였으며 절대치는 실제와 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 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 7. 델리툰(키다리스튜디오 프랑스) 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	My Cute Beast (귀여운 야수님)	Heim, Haesol (하임, 정해솔)	로맨스	Pets/ Comedy/ Lighthearted/ Romance	x
2	Pian Pian (피엔피엔)	Haerin Young (영해신)	BL	BL/ Pretty Boy/ Food/ Boss_Employee	o
3	A Man of Virtue (정숙한 남자)	GGANG-E, Wook (강이, 욱)	BL	BL/ HotBoys/ Hardcore/ Office	o
4	BJ Alex (BJ알렉스)	Mingwa (밍과)	BL	BL/ HotBoys/ Fuckbuddy/ BDSM	o
5	Yours to Claim (주인의 사정)	ZZIN-BAM, WAJE (찐밤, 와제)	BL	BL/ Romance/ PrettyBoy/ OnCampus	o
6	The Dragon's Proposal (용의주도 황비)	Jaju, SANMAT (자주, 산말)	로맨스	Bodyswap/ Rebirth/ Drama	x
7	Sexercise (섹서사이즈)	Choe Namsae, Shuroop (최남새, 슈룹)	성인	Romance/ Comedy/ Sports	o
8	Love is an illusion (사랑은 환상)	Fargo(파고)	bl	BL/ NSFW/ HotBoys/ Omegaverse	o
9	Painter of the Night	Byeonduck(변덕)	BL	BL/ Obsessive/ Rough/ Historical	o
10	Just a Meowment (묘한 인생)	Kkanaria	로맨스	Lovetriangle/ Office/ Pets/ FantasyWorld	x

자료: 레진코믹스, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 국내 레진코믹스 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	해시태크 내용	19세 이용가
1	체형! Xx의 현장	강언니, 미스피엠	BL	연예인/ 존잘님/ 유혹/ 합숙	o
2	야화첩	변덕	BL	BL/ 주종관계/ 절륜공/ 동양풍/ 후방주의	o
3	만져서 봉인해제	짐티지	드라마	고수위/ 하렘/ 후방주의/ 드라마	o
4	크고 아름다워	너굴, 박수정	로맨스	로맨스/ 현대물/ 소설원작/ 달달물	o
5	러브러브 원더랜드	푸딩가, 햄딩가	드라마	고수위/ 후방주의/ 게임/ 판타지/ 드라마	o
6	이게 무슨 일이야	민국23	드라마	소꿉친구/ 연애/ 캠퍼스/ 로맨스/ 드라마	o
7	비밀유지보안법	팀딱콩	로맨스	여공남수/ SM/ 삼각관계/ 오피스	o
8	레바툰	레바	일상	일상/ 병맛/ 코믹/ 유쾌함/ 작가일상	x
9	러브 오어 헤이트	박담, 영하	BL	고수위/ 삼각관계/ 미인수/ 연예인/ 연하공	o
10	이사님의 디저트	12	BL	순진수/ 능글공/ 썸/ 계약관계/ BL	o

자료: 레진코믹스, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 봄툰(국내) 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	뷰수 (만)	해시태크 내용	19세 이용가
1	아는 사람 이야기	온우주, 서랭	BL	38.1	BL/ 캠퍼스물/ 귀여움/ 친구에서연인	x
2	연하공 수난기	보리	BL	35	BL/ 현대물/ 오직봄툰/ 로코/ 소프트	x
3	디어 도어 (DEAR DOOR)	Pluto	BL, 판타지	373.2	BL/ 판타지/ 열혈연재/ 현대판타지/ 천사,악마,마족/ 한신공/ 악마공,경찰수	o
4	왜 안 돼요, 대표님?!	채오, 탄금	BL	19.9	BL/ 기다봄/ 춘데레공/ 연상공	x
5	피그말리온	돌문어	BL, 판타지	35.3	BL/ 로맨스/ 판타지/ 개그	o
6	세 번째 결말	초봄	BL	27.6	BL/ 오직봄툰/ 재회/ 미인공	x
7	비트윈어스	노루	BL	439.3	BL/ 기다봄/ 학원물/ 현대물	o
8	농담이 진담된다	도벳	BL	36.3	BL/ 오직봄툰/ 귀여움/ 현대물/ 학원물	x
9	범을 길들이는 요령	콤	BL	71.9	BL/ 판타지/ 현대물/ 귀신유령	x
10	모더니스트	원추리	BL	20.8	BL/ 감성/ 잔잔/ 애절물	o

자료: 봄툰, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 델리툰(프랑스) 실시간 랭킹

랭킹	작품명	작가	장르	뷰수 (만)	즐거찾기 수
1	Ombres et Lumieres (빛과 그림자)	Ryuhyang, heewon (류향, 희원)	로맨스, 판타지	2,100	81,415
2	La maitresse du Soleil (태양의 주인)	Solddam, Konn (솔뎜, 콘)	로맨스, 사극	18.9	4,939
3	The beginning after the end (끝이 아닌 시작)	TutleMe, Fuyuki23	액션, 어드벤처	74.9	8,542
4	La Fleur et la Bete (꽃을 문 짐승)	Ju-Rung, Solddam (솔뎜)	로맨스, 판타지	37.1	5,786
5	Ma soeur ma offert un heros (언니가 남자 주인공을 주워 왔다)	Doubu, Moon si hyun (문시현)	로맨스, 판타지	13.2	4,124
6	L'Imperatrice d'un Autre Monde (이세계의 황비)	Lim Seo-rim, Lee Young Yuu (임서림)	로맨스, 판타지	200	18,685
7	Le Chant de la Lune (악역에게 정체를 들려버렸다)	Chara, Cha Sohee (차소희)	로맨스, 판타지	6.6	2,999

자료: 델리툰, 미래에셋증권 리서치센터

키다리스튜디오 (020120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	27	46	123	154
매출원가	18	28	60	72
매출총이익	9	18	63	82
판매비와관리비	8	13	44	52
조정영업이익	1	5	18	31
영업이익	1	5	18	31
비영업손익	1	-5	4	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	0	22	31
계속사업법인세비용	0	0	5	6
계속사업이익	2	0	17	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2	0	17	24
지배주주	3	0	17	24
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	2	0	17	24
지배주주	2	0	19	26
비지배주주	0	0	-1	-2
EBITDA	2	6	22	33
FCF	1	5	40	31
EBITDA 마진율 (%)	7.4	13.0	17.9	21.4
영업이익률 (%)	3.7	10.9	14.6	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.1	0.0	13.8	15.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	22	25	74	108
현금 및 현금성자산	11	11	59	91
매출채권 및 기타채권	2	3	3	4
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	9	11	12	13
비유동자산	20	23	20	20
관계기업투자등	5	5	6	7
유형자산	0	2	1	0
무형자산	12	13	11	9
자산총계	42	48	94	129
유동부채	8	20	49	59
매입채무 및 기타채무	1	1	5	6
단기금융부채	3	12	22	25
기타유동부채	4	7	22	28
비유동부채	13	1	1	1
장기금융부채	13	1	1	1
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	21	21	49	60
지배주주지분	21	27	45	69
자본금	8	9	9	9
자본잉여금	6	13	13	13
이익잉여금	9	9	27	51
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	21	27	45	69

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	1	5	40	31
당기순이익	2	0	17	24
비현금수익비용가감	0	8	9	9
유형자산감가상각비	0	0	1	0
무형자산상각비	1	1	3	2
기타	-1	7	5	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-2	18	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-1	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	0	0	-5	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-10	-5	-1	-1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-2	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-10	-3	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	19	0	10	3
장단기금융부채의 증가(감소)	16	-3	10	3
자본의 증가(감소)	4	8	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-5	0	0
현금의 증가	10	0	48	32
기초현금	1	11	11	59
기말현금	11	11	59	91

자료: 키다리스튜디오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	24.3	3,238.6	24.8	19.1
P/CF (x)	33.7	22.5	16.5	14.1
P/B (x)	3.3	6.7	10.4	6.7
EV/EBITDA (x)	42.4	29.7	18.9	12.1
EPS (원)	166	3	568	740
CFPS (원)	120	437	855	1,001
BPS (원)	1,213	1,469	1,362	2,102
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 (%)	35.0	70.4	167.4	25.2
EBITDA증가율 (%)	100.0	200.0	266.7	50.0
조정영업이익증가율 (%)	-	400.0	260.0	72.2
EPS증가율 (%)	1,560.0	-98.2	18,833.3	30.3
매출채권 회전율 (회)	20.4	20.4	43.2	46.9
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	47.9	101.4	227.4	155.2
ROA (%)	7.5	0.2	24.5	21.8
ROE (%)	14.5	0.2	48.5	42.7
ROIC (%)	5.0	11.8	142.4	-647.6
부채비율 (%)	100.2	77.1	111.0	86.8
유동비율 (%)	271.8	124.9	151.8	183.6
순차입금/자기자본 (%)	23.3	7.8	-81.0	-94.4
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
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 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.