

디어유 (376300)

속도가 느려도 방향은 옳다

BUY

현재주가(11.28)

33,800

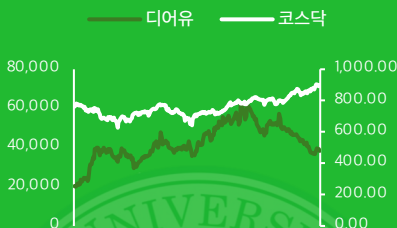
목표주가(12M)

53,808

Key Data

시가총액	7,454억원
발행주식수	23,738,406주
외국인 지분율	7.01%
일평균 거래대금	10억 원
52주 최고가	63,200원
52주 최저가	29,250원
주요주주	에스엠스튜디오스: 31.16%

Stock Price



Research Team

이진아
강우진 김민형
신혜림 한주형

투자포인트 1. 유효한 중장기 성장 모멘텀

디어유는 2024년 대형 IP 이탈 영향으로 인한 일시 조정을 끝내고 2025년 2분기부터 신규 대형 IP 입점(RIIZE, NCT WISH 등)으로 구독자 수 회복이 본격화되고 있다. 글로벌 팬덤 이코노미의 지속 성장, 아티스트 활동 공백기에도 유지되는 매출 안정성을 감안할 때 중장기 성장성은 여전히 견조하다. 단일 매출 구조 특성상 대형 IP 유입은 구독자 증가 → 매출 확대 → 주가 반등의 사이클을 반복해왔으며, 2025~2026년 예정된 군 제대 아티스트 복귀와 중국 신규 IP 입점이 맞물릴 경우 큰 폭의 구독자 수 증가가 기대된다.

투자포인트 2. 중국 사업 최초 확보 기업

: 중국 대형 IP 순차 입점 시 상승 기력 여전

2024년 10월 텐센트뮤직엔터테인먼트(TME)와 계약 체결 및 2025년 6월 QQ뮤직 내 버블 공식 론칭으로, 당사는 업계 최초 중국 내 정식 사업권을 확보한 플랫폼으로 차별화된 포지셔닝을 구축했다. 현재 C-POP 아티스트가 순차 입점 중이며, 중국 내 1.2억 유료가입자를 보유한 QQ뮤직을 활용한 성장 여력은 매우 크다. 중국 사업 초기 성장은 다소 완만하지만 방향성은 확고하며, 추가 IP 유입 시 성장이 가속될 여지가 크다. 해외 매출 비중이 이미 75%에 달하는 만큼, 중국·미국·일본 시장을 중심으로 글로벌 팬덤 시장 성장의 장기 수혜가 가능하다.

[표1] DearU Financial Data

(단위: 억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	757	749	714	117
영업이익	632	588	555	978
EBITDA	647	605	566	996
지배주주순이익	-	-	-	-
EPS	262	244	468	804

자료: Dart, KIRA 4팀

1. INDUSTRY OUTLOOK

1.1. 한국 팬덤 이코노미 시장 분석

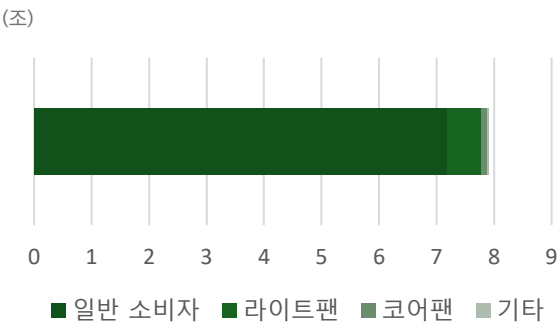
1.1.1 산업 구조

팬덤 산업은 아티스트와의 친밀감을 상품화한 구조로 이루어져 있다. 대표적으로 ‘버블’은 특정 아티스트의 메시지를 받기 위해 월 구독료를 지불하는 서비스다. 과거 아이돌 중심 산업에서 벗어나 현재는 스포츠 스타(김연경, 페이커 등)로까지 영역을 확대하고 있다. 한국 팬덤 시장 규모는 약 7조 9천억 원에 달하며, 완만한 상승세를 이어가는 추세다. 또한 단독 사용률이 평균 40%를 넘어 향후 신규 가입자 증가가 둔화할 경우 앱 간 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 전망된다.

1.1.2 수익 구조

수익의 약 절반 정도를 디어유가 가져간다. 이를 줄이고자 개인권의 가격을 앱에선 5,000원, 웹에선 4,500원으로 설정해 자체 웹 결제 비율을 늘리기 위해 노력하고 있다. 주요 고객층은 주로 여성이고 10대, 20대 젊은 층들이 많이 이용하고 있다. 한국리서치에 따르면 10대, 20대 굿즈 구매 경험 비율이 평균적으로 36%로, 전체 평균인 26%보다 높다. 이런 높은 구매력은 향후 디어유가 콘텐츠를 확장할 때 이를 많이 소비할 것으로 보인다. 스포티파이에 따르면 스포티파이 내 K-pop 스트리밍은 470배가 증가하는 등 아티스트 소통 앱의 꾸준한 유입이 있을 것으로 보인다. 이는 향후 디어유의 소비층이 늘어나 매출이 증가할 것으로 추정된다.

도표 1-1. 국내 팬덤 시장 규모



자료: IBK 투자증권

도표 1-2. 앱별 단독 사용 비율

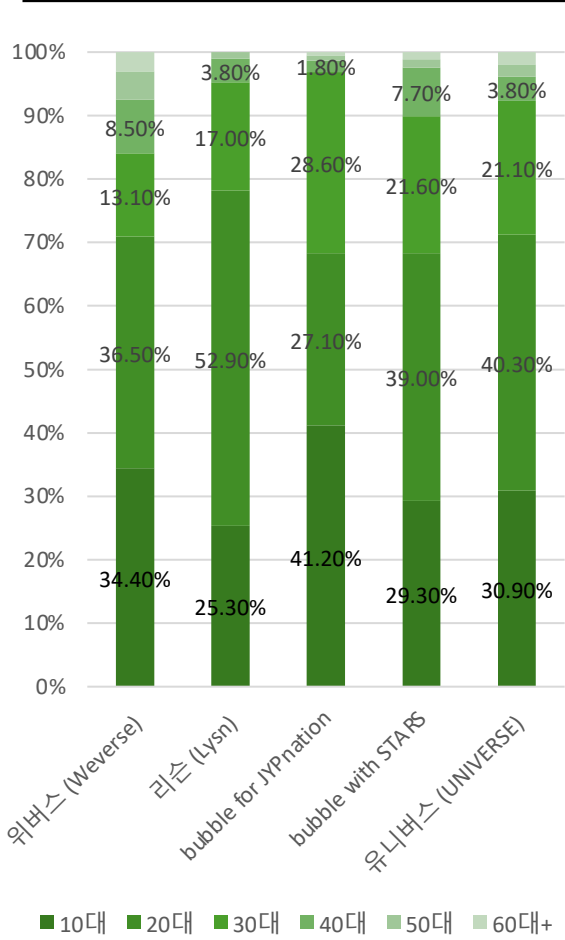
구분(앱)	위버스	리슨	Jyp 버블	Star 버블	유니버스
위버스	88.4	2.7	2.4	2.5	7.3
리슨	28.2	63.7	6.7	6.2	13.1
Jyp버블	45.3	12.0	44.5	22.3	19.7
Star버블	44.9	10.4	21.1	51.0	3.7
유니버스	51.9	8.8	7.5	1.5	47.1

자료: 와이즈앱

1. INDUSTRY OUTLOOK

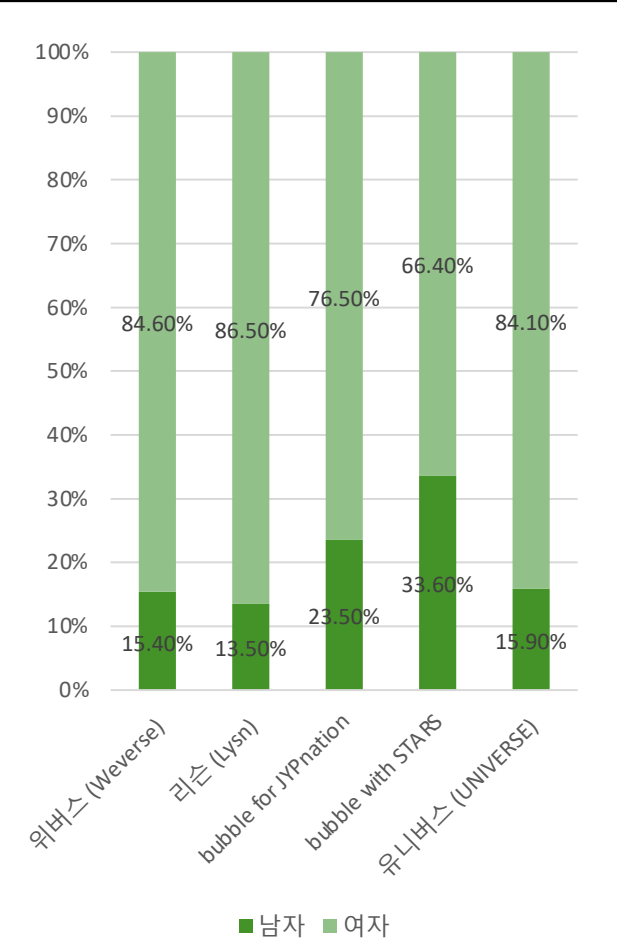
1.1. 한국 팬덤 이코노미 시장 분석

도표 1-3. 국내 팬덤 시장 규모



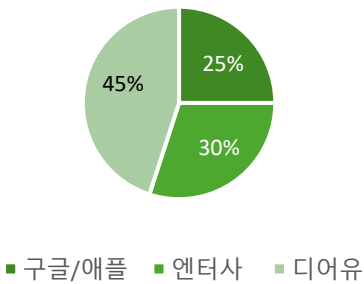
자료: 와이즈앱

도표 1-4. 아티스트 소통앱 성별 분포



자료: 와이즈앱

도표 1-5. 수익 배분 구조



자료: 삼성증권

도표 1-6. 연령별 굿즈 경험 비율

구분	사례 수	있음	없음
남성	1,528	22.4	77.6
여성	1,472	29.8	70.2
10	337	42.4	57.6
20	437	30.7	69.3
30	477	31.2	68.8
40	563	26.5	73.5
50	629	19.4	80.6
60	557	15.1	84.9

자료: 한국콘텐츠진흥원(3000명 대상으로 남녀, 연령별 구분)

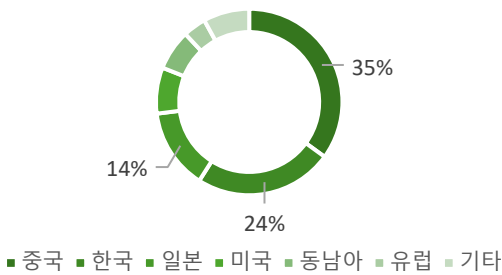
1. INDUSTRY OUTLOOK

1.1. 한국 팬덤 이코노미 시장 분석

앞서 분석한 바와 같이 국내 팬덤 이코노미 시장은 대형 IP 입점 경쟁이 치열한 상황에 놓여 있다. 이에 따라 최근에는 아티스트 소통 애플리케이션의 해외 진출이 증가하는 추세다. 실제 사례로, 위버스의 해외 구독자 비율은 약 90%에 달하며, 디어유 또한 해외 매출 비중이 75%에 이르는 등 해외 시장의 성과가 두드러진다. 이러한 수치는 해외 시장에 대한 심층적인 분석이 필수적임을 보여준다.

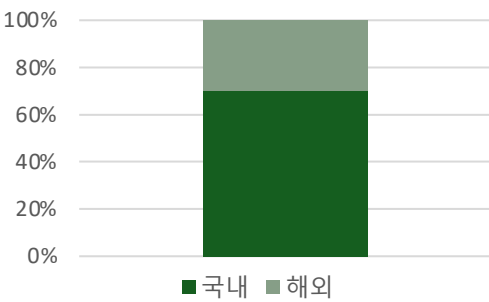
또한 팬덤 이코노미 플랫폼인 b.stage와 위버스의 아티스트 구성 현황을 살펴보면, 약 70%가 K-pop 아이돌로 채워져 있다. 이는 현재까지 산업이 K-pop의 글로벌 흥행에 크게 의존하며 성장해 왔음을 의미한다. 따라서 현시점에서 팬덤 이코노미 플랫폼은 K-pop의 인기에 따라 움직이는 산업 구조로 되어있다고 평가할 수 있다.

도표 1-7. 국내 팬덤 시장 규모



자료: 유안타증권 리서치센터

도표 1-8. b.stage 아티스트 비중



자료: b.stage

도표 1-9. 위버스 아티스트 분포도



자료: 위버스

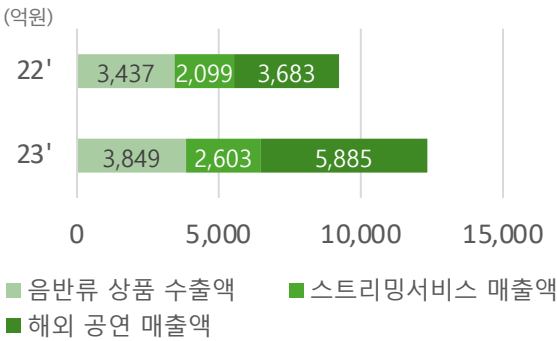
1. INDUSTRY OUTLOOK

1.2. 음반과 아티스트 앱의 상관관계

2020년부터 2023년까지 K-pop 음반 수출량과 디어유 구독자 간 상관관계는 0.77로 높은 상관관계를 유지하고 있다. 하지만 2024년부터 K-pop 수출은 감소했지만 디어유 구독자 수가 늘어나는 등 상관관계가 약해졌다. 이는 아티스트 소통 앱 시장이 성장 궤도로 올라가고 있다는 것으로 보인다.

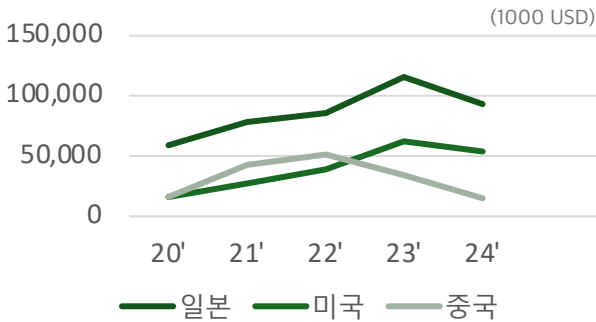
한국소비자원의 조사에 따르면 유료 팬덤 활동을 경험한 사람 중 음반 구매자의 비율은 80%이고, 음악 스트리밍 경험은 47%, 온라인 플랫폼을 결제한 사람의 비율은 20%였다. 즉, 음반을 구매한 4명 중 1명만이 온라인 플랫폼을 결제하고 있는 상황이다. 디어유에서는 아티스트가 직접 올리는 영상, 음성 등의 콘텐츠 확장으로 잠재적 고객층이 될 가능성이 높은 음반 구매자들의 결제를 유도하고 있다.

도표 1-10. K-POP 수출 추이



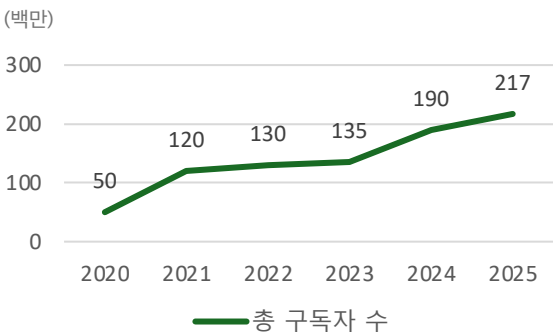
자료: KOTRA

도표 1-11. 나라별 K-POP 음반 수출액



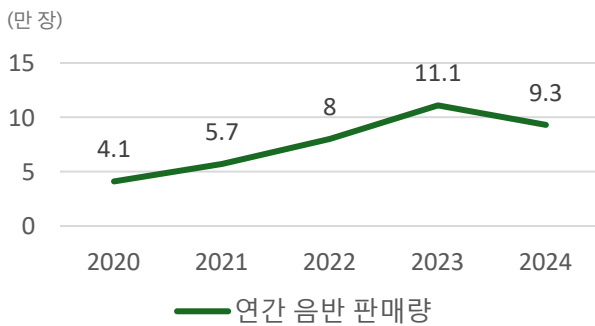
자료: 서울 차트(상위 1-400등 앨범으로 계산)

도표 1-12. 디어유 총 구독자 수



자료: 삼성증권

도표 1-13. 연간 음반 판매량



자료: 서울 차트(상위 1-400등 앨범으로 계산)

1. INDUSTRY OUTLOOK

1.3. 해외 팬덤 이코노미 시장 분석

1.3.1 미국

음악시장 분석 업체 루미네이트(Luminate)가 발표한 2025 중간 보고서에 따르면, 올해 상반기 미국 내 CD 판매량 상위 10위 중 절반이 K-pop 앨범임을 확인할 수 있다. 이는 미국 내 K-pop 핵심 팬층이 상당히 두텁다는 것을 보여준다. 미국의 K-pop 팬들은 한 달 평균 약 24달러(약 3만 원)을 지출하고 있는데, 이는 미국의 J-pop 팬 평균 지출인 16달러(2만원)에 비해 상당히 높은 소비력으로 평가된다. 콘텐츠 수출 마케팅 플랫폼에 따르면 향후 미국 내 K-POP 성장률은 7~15%로 추정된다. 때문에 이와 더불어 아티스트 소통 앱의 매출도 크게 증가할 것으로 예측된다.

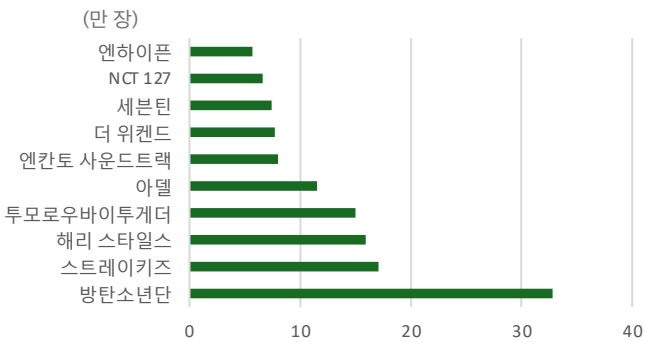
1.3.2 중국

최근 APEC 회담에서 시 주석의 베이징 공연 발언과 더불어 한한령 해제에 대한 기대감으로 중국 시장이 다시 기대받고 있다. 현재 버블 서비스를 중국에서 론칭하는 중국 음악 사이트인 QQ의 유료 가입자 수는 약 1억 2천 명, SVIP(멤버십 프로그램)이 1500만 명 정도로 파악된다. QQ뮤직은 SVIP회원들의 버블 가입 유도를 위해 버블 1개월 이용권과 월 이용료 할인 마케팅을 시행하고 있다. 또한, 중국인 아티스트들이 순차적으로 입점되면서 더 많은 신규 가입자가 유입될 것으로 보인다.

1.3.3 일본

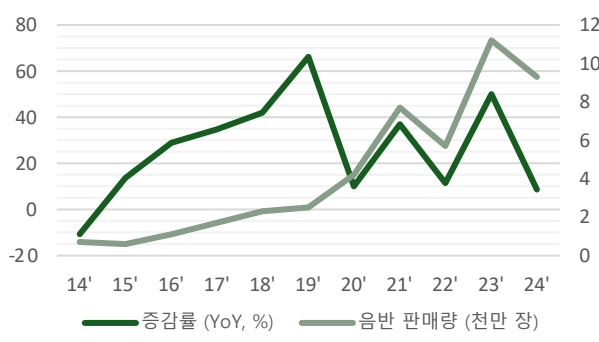
콘텐츠 수출 마케팅 플랫폼에 따르면 K-pop 콘텐츠 소비량은 세계 2위 규모로, 많은 매출을 올릴 수 있는 시장이다. 현재 디어유는 2024년 6월에 버블 서비스를 시작하였고, b.stage는 2024년에 법인을 만드는 등 일본 시장에 진출한지 얼마 되지 않았다. 때문에 향후 J-POP 아티스트들의 입점에 따른 추가적인 매출 상승이 있을 전망이다.

도표 1-14. 음반 판매량



자료: 루미네이트

도표 1-15. 음반 판매량 추이



자료: 관세청(음반 판매량은 우측 축을 기준으로 함)

2. COMPANY OVERVIEW

2.1. 기업 개요

디어유는 2017년 7월 4일, SM엔터테인먼트의 IT 계열사인 에브리싱으로 설립되었다. 초기에는 모바일 노래방 서비스를 주력으로 했으나, 2019년 메신저 앱 개발사 브라이니클을 흡수 합병하며 팬 플랫폼 사업으로의 전환점을 맞이했다. 2020년 2월, 아티스트와 팬이 1:1 형태로 소통하는 구독 기반 프라이빗 메시지 서비스 DearU bubble(디어유 버블)을 출시하며 팬 커뮤니케이션 플랫폼 사업을 본격화했다. 같은 해 3월, 현재의 상호인 디어유로 사명을 변경했으며, 2021년 11월 10일 코스닥 시장에 상장했다.

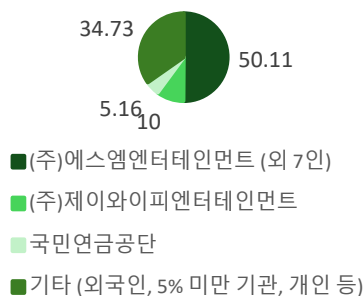
현재 회사의 대표이사는 안종오 대표이사이며, 본사는 서울특별시 강남구에 있다. 주주 현황으로는 SM엔터테인먼트의 자회사인 에스엠스튜디오스 외 7인(50.11%), JYP엔터테인먼트(10.0%)가 참여하여, 강력한 아티스트 IP(지식재산권)를 기반으로 사업을 확장하고 있다. 이 외에 국민연금공단(5.16%) 기타 (34.73%)가 있다.

2.2. 사업 개요

디어유의 핵심 사업은 '팬과 아티스트 간의 소통'이라는 경험을 유료 구독 모델로 제공하는 것이다. 주력 서비스인 디어유 버블은 팬이 월 구독료를 지불하면 선호하는 아티스트로부터 메시지를 1:1 채팅 형태로 수신하고 답장도 보낼 수 있는 서비스다. 이 사업 모델은 아티스트의 활동 공백기에도 지속적인 수익 창출이 가능하여 기존 엔터테인먼트 산업의 한계를 극복한 것으로 평가된다. 또한, 초기 플랫폼 개발 이후에는 서버 운영비, 인건비, 기획사 수익 배분 외에 큰 추가 비용이 발생하지 않는 구조 덕분에 30%가 넘는 높은 영업이익률을 보유하고 있다.

회사는 'Global No.1 Fan Communication Platform'을 비전으로 삼고, 한국에 국한되지 않고 전 세계 다양한 분야의 아티스트와 팬들을 연결하는 글로벌 플랫폼으로의 성장을 목표로 한다.

도표 2-1. 주주 비율



자료: fn 가이드

2. COMPANY OVERVIEW

2.3. 주요 제품군

디어유의 핵심 제품은 '디어유 버블'이며, 이를 바탕으로 버블 라이브, 폰트 등 다양한 부가 기능을 더해 수익 모델을 다각화하고 사용자 경험을 풍부하게 만들고 있다.

디어유 버블 (DearU bubble): 동사의 핵심 비즈니스 모델로, 아티스트가 보낸 텍스트, 사진, 영상, 음성 메시지 등을 팬들의 어플에 1:1 대화창 형태로 전송하는 월 구독형 프라이빗 메시지 서비스이다. 팬들은 본인이 선택한 아티스트에게 메시지를 보낼 수 있으며, 구독 기간이 길어질수록 답장 가능한 글자 수가 늘어나는 혜택을 받는다.

2.3.1 부가 기능 및 신규 서비스

버블 라이브 (bubble LIVE): 2022년 8월에 도입된 실시간 영상 스트리밍 기능이다. 아티스트가 라이브 방송을 시작하면 팬들은 알림을 받고 참여할 수 있으며, 종료 후 24시간 동안 다시 보기가 가능하다.

버블 폰트 (bubble FONT): 2023년 11월에 출시된 유료 부가 서비스로, 월 700원의 추가 구독료로 아티스트의 실제 손글씨로 제작된 폰트를 채팅방에 적용할 수 있다.

AI 펫 버블 (AI Pet bubble): 2025년 2월에 출시된 서비스로, 아티스트의 실제 반려동물이나 직접 구상한 가상 펫을 기반으로 한 AI 캐릭터와 대화할 수 있다.

그림 2-1. 버블 라이브



자료: 디어유

그림 2-2. 버블 폰트

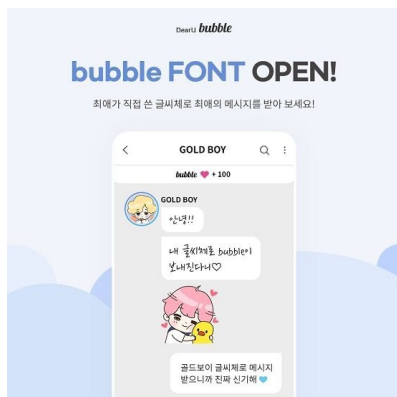
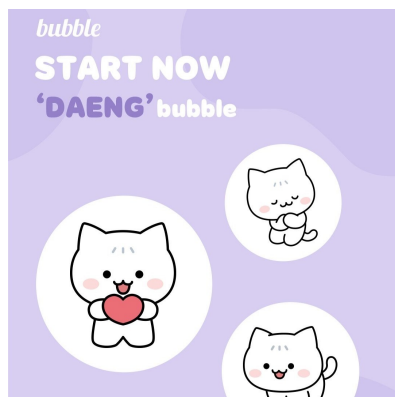


그림 2-3. AI 펫 버블



2. COMPANY OVERVIEW

2.4. 매출 현황 및 구독자 수 추이

2023년 말 (230만): 스타쉽(IVE), IST(더보이즈) 등 대형 3rd Party IP 영입으로 구독자 수 고점을 달성했다.

2024년 4분기 (190만): 2024년 1분기부터 발생한 일부 주요 아티스트(블랙핑크 지수 등)의 계약 종료 및 이탈 영향이 누적되며 구독자 수가 연말 190만 명으로 감소했다.

2025년 1분기 (188만): 4분기의 하락세가 이어지며 분기 최저점을 기록했다.

2025년 2분기 (217만): SM 신인 그룹 RIIZE(라이즈), NCT WISH 등 대형 IP가 신규 입점하며 구독자 수가 4개 분기 만에 +15.4%로 반등에 성공했다.

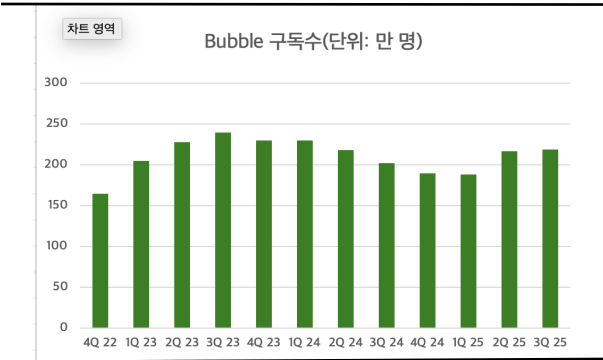
과거 2023년 1월 11일 기준 유니버스 인수, 같은 해 5월 군제대 아이돌인 대형 IP 백현 영입 등으로 인한 평균 구독자 수 약 40만 명 증가, 약 69% 주가 상승 등의 사례를 확인할 수 있다. 이후 디어유 주가의 지속적인 하락 후 2024년 9월을 기점으로 주가가 반등한 것을 볼 수 있는데 이에 대한 하락 원인으로는 대형 IP와의 계약 종료 및 구독자 수 정체에 따른 성장 기대감 하락이 있다. 반등 원인으로는 SM의 신인 그룹 RIIZE(라이즈)와 NCT WISH 등의 성공적 입점, 2024년 10월 중국 텐센트뮤직엔터테인먼트(TME)와 버블 서비스 계약을 체결 등이 있다. 이는 디어유가 IP(지식재산권) 기반 수익 창출 기업임을 보여주며 주가 상승 및 하락의 주요 요인이 IP 영입과 K-콘텐츠 확산에 있음을 알 수 있다. 현재 K-pop 수출이 증가하고 있으며 K콘텐츠가 세계적으로 흥행하는 만큼 디어유의 배우, 아티스트, 글로벌 스타 등 적극적인 대형 IP 영입 노력이 향후 주가 상승에 크게 이바지할 것으로 보인다.

그림 2-4. 버블 오픈 시 썸네일



자료: 디어유

도표 2-2. 버블 구독자 수 추이



자료: 디어유, 키라 4팀

2. COMPANY OVERVIEW

2.5. 밸류체인 및 주요 이벤트

2.5.1 밸류체인

동사의 밸류체인은 IP(지식재산권)를 공급받아 디지털 플랫폼을 통해 구독 서비스로 가공하여 최종 소비자에게 판매하는 B2B2C 구조가 특징이다.

1단계: IP 공급 (Upstream)

동사의 B2B 고객사인 SM, JYP, 스타쉽 등 100여 개의 국내외 엔터테인먼트사가 핵심 자산인 아티스트 IP를 플랫폼에 공급(입점)

2단계: 플랫폼 운영 (Midstream)

동사(디어유)는 버블(bubble)플랫폼의 개발, 글로벌 서버 운영, 다국어 번역 서비스, 결제 시스템 등 모든 IT 인프라를 운영

3단계: 서비스 구독 (Downstream)

최종 소비자인 220만 명(25년 3분기 기준) 이상의 글로벌 팬덤이 구글 플레이스토어, 애플 앱스토어를 통해 버블 앱을 다운로드하고, 원하는 아티스트의 이용권(월 4,500원~5,000원)을 결제하여 서비스를 구독

4단계: 수익 배분 (Revenue Share)

발생한 구독 매출에서 앱 마켓 수수료를 제외한 후, 디어유와 IP 공급사(엔터사)가 정해진 비율(통상 디어유 30~40%, 엔터사 60~70% 추정)로 수익을 배분

도표 2-3. 디어유 밸류체인



자료: 키라 4팀

2. COMPANY OVERVIEW

2.5. 밸류체인 및 주요 이벤트

2.5.2 주요 이벤트

중국 시장 본격 진출 (C-pop): 2024년 10월 중국 텐센트뮤직엔터테인먼트(TME)와 버블 서비스 계약을 체결, 2025년 6월 30일 QQ뮤직 내 버블 서비스를 공식 런칭했다. 이는 K-pop IP의 중국 수출뿐만 아니라, 막대한 규모의 중국 현지 아티스트(C-pop) IP가 신규로 입점하는 초대형 이벤트다.

군 제대한 대형 IP 유입 가능성: 과거 백현의 사례에서 볼 수 있듯 복귀 혹은 신규 유입되는 대형 IP의 영입은 구독자 수 상승으로 이어진다. 특히 입대 전 구독을 했던 경우, 아티스트의 군 복무 기간 동안 결제는 이루어지지 않지만, 사용자의 계정에는 구독 '경과 일수'가 디데이 형태로 지속적으로 증가하는 특성이 있다. 그 결과 전역 시점에는 별도의 비용 부담 없이 누적된 높은 경과 일수가 표시되며, 이는 아티스트 복귀 후 해당 서비스 이용을 자연스럽게 이어가도록 만드는 심리적 요인으로 작용한다.

* 2025년 4분기~2026년 2분기 제대 예정 아이돌: 아스트로 차은우, NCT 태용, Wanna One 김재환, NCT 재현, 세븐틴 정한

그림 2-5. QQ뮤직 버블 오픈



자료: TME, QQ뮤직



3. INVESTMENT POINT

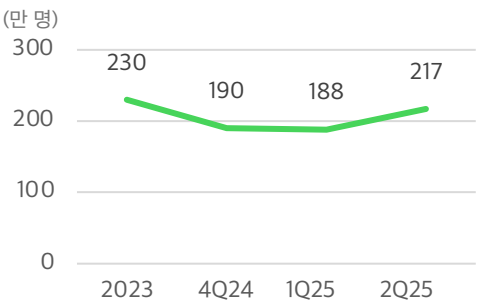
3.1. 유효한 중장기 성장 모멘텀

디어유는 글로벌 팬덤 이코노미의 구조적 성장과 구독 기반 비즈니스 모델의 안정성을 바탕으로 중장기 성장 모멘텀이 유효한 플랫폼 기업으로 평가된다. 우선, 국내 팬덤 시장은 약 7.9조원 규모로 완만한 성장세를 유지하고 있으며, 해외 시장에서는 위버스(Weverse; 하이브 기반 아티스트 소통앱) 해외 구독자 비중이 약 90%, 디어유 해외 매출 비중이 75%에 달하는 등 산업 전반이 글로벌화 단계로 진입하고 있다. 스포티파이 기준 K-POP 스트리밍이 470배 증가하는 등 팬덤 콘텐츠 소비 역시 견조하게 확대되고 있다. 이러한 글로벌 성장 환경 속에서 디어유는 아티스트·스포츠 스타·배우·크리에이터 등 IP군의 다변화가 빠르게 진전되며 플랫폼 주소시장이 확장되는 중이다.

또한 동사는 월 구독료 기반의 반복 매출 구조를 보유하고 있으며, 플랫폼 특성상 추가 비용 부담이 제한적인 가운데 30% 이상의 높은 영업이익률을 유지하고 있다. 아티스트의 활동 공백기에도 매출이 유지된다는 점에서 전통 엔터테인먼트 대비 변동성도 낮다. 실제로 주요 IP 입점 시 구독자 수와 주가가 레버리지 효과를 일으켜 성장 모멘텀을 강화해 왔다. 2023년에는 스타쉽·IST 등 대형 3rd-party IP 유입으로 구독자 수가 230만명까지 증가하며 주가가 약 69% 상승한 바 있다. 반면 2024년 주요 IP 이탈로 구독자가 감소한 시기에는 주가 조정이 나타나는 등 디어유의 실적과 기업가치는 IP 확장에 대한 민감도가 높다.

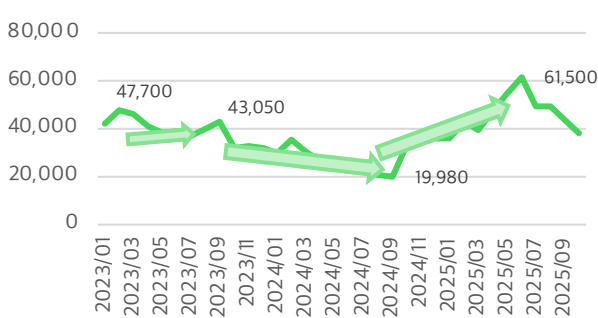
2025년 2분기에는 RIIZE·NCT WISH 등 대형 IP 입점으로 구독자 수가 188만명에서 217만명으로 반등(+15.4%)하며 성장 사이클의 재개가 확인되었다. 이는 향후 신규 IP 확보 및 장기적인 IP 파이프라인 강화가 동사의 성장을 지속적으로 견인할 수 있음을 시사한다. 특히 최근 음반 수출과의 과거 높은 상관관계(0.77)가 2024년 이후 약화되며, 플랫폼 자체 성장 동력이 강화되고 있다는 점도 긍정적이다.

도표 3-1. 구독자 수



자료: fn 가이드

도표 3-2. 디어유 주가



3. INVESTMENT POINT

3.2. 유일한 중국 사업 확보 기업

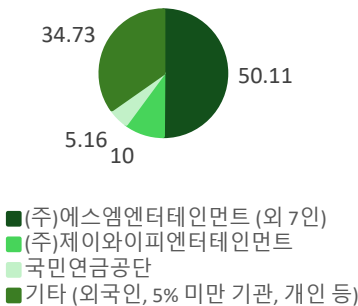
디어유는 글로벌 아티스트 소통 플랫폼 중 최초로 중국 내 정식 사업권을 확보한 기업으로, 향후 중국 시장 성장성과 C-pop 대형 IP 확보 여부가 동사의 밸류에이션을 결정할 핵심 요인으로 판단된다.

동사는 2024년 10월 텐센트뮤직엔터테인먼트(TME)와 버블 서비스 계약을 체결하였으며, 2025년 6월 QQ뮤직 내에서 버블 서비스를 공식 론칭했다. 이는 단순 K-pop 수출 확장을 넘어 중국 로컬 아티스트(C-pop)의 신규 입점이 가능해진 첫 사례로, 플랫폼 비즈니스 모델의 시장 규모를 본질적으로 확장하는 계기라고 본다. 따라서 C-pop 아티스트의 순차 입점 및 QQ뮤직 이용자들의 버블 구독 전환이 본격화될 경우 구독자, 매출, 기업 가치 상승이 예견된다.

중국 내 QQ뮤직은 약 1.2억 명의 유료 가입자를 보유하고 있으며, SVIP 멤버십만 1,500만명 수준이다. TME는 버블 신규 가입 유도를 위해 1개월 이용권 지급 및 월 이용료 할인 프로모션까지 진행하고 있어, 초기 시장 진입 장벽은 이미 낮아진 상황이다. 현재까지는 C-pop 아티스트 4팀이 입점한 초기 단계로 성장 속도는 다소 완만하나, 향후 추가 입점을 위해 노력하고 있는 만큼 플랫폼의 확장 및 성장 방향성은 명확하다. 중국 사업 비중이 아직 과반을 넘지 않았음에도 불구하고, 리슨(Lysn)의 중국 시장 초기 확산 속도(3년 내 200만명 돌파)를 고려하면 중국향 구독자 고성장 가능성을 배제할 수 없다.

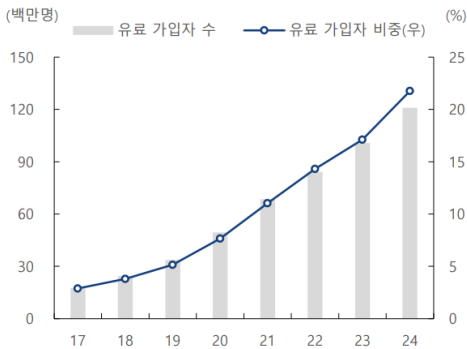
더불어 2025년 4분기~2026년 상반기에는 차은우, 태용, 김재환, 재현, 정한 등 다수의 대형 K-pop 아티스트가 군 복무를 마치고 순차적으로 복귀할 예정이다. 이러한 이벤트는 기존 팬덤의 재구독을 자연스럽게 유도하는 심리적 효과가 있어 구독자 확대의 또 다른 요인으로 작용할 전망이다. 중국 로컬 IP 확장과 글로벌 K-pop 신규/복귀 IP 유입이라는 두 가지 큰 축은 동사에 구조적인 수익 향상을 제공할 것으로 보여 현 주가는 중장기 가치 대비 저평가 구간으로 판단했다.

도표 3-3. QQ뮤직 - 버블 1개월 이용권 제공 프로모션



자료: TME

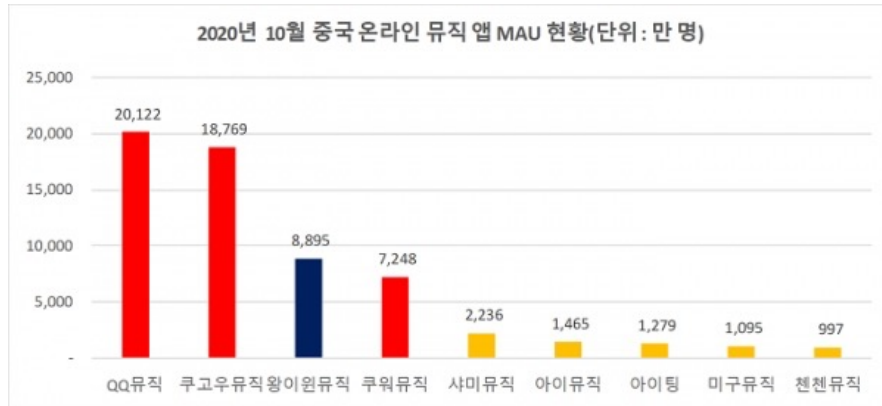
도표 3-4. 텐센트뮤직 유료 가입자 수 및 전체 MAU 대비 비중 추이



자료: TME, iM증권 리서치 본부

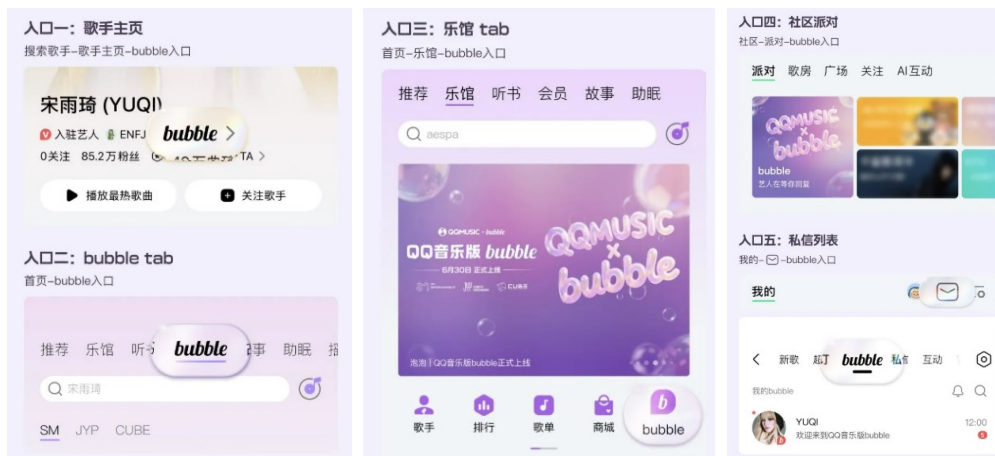
3. INVESTMENT POINT

도표 3-5. 2020년 10월 중국 온라인디지털음악 APP MAU총수량



자료: Fastdata

그림 3-1. QQ뮤직에서 버블 들어가는 방법



자료: QQ뮤직

4. VALUATION

4.1. 매출 추정

동사 매출액은 버블 매출과 기타 매출로 이루어져 있으나 24년 기준 버블 매출의 비중이 99.5%이며 기타 매출의 비중이 점점 줄어들고 있으므로 버블 매출을 곧 동사의 전체 매출로 보았다. 버블 매출은 버블 구독자 수의 변동과 버블 가격 변동을 고려하여 연간 평균 구독자 수(Q)* 구독자 1인당 연간 평균 매출액(P)으로 추정하였다.

아티스트와 1대1 소통을 하는 서비스 특성상 아티스트의 버블 입점 및 종료가 구독자 수와 직결되어 변동성을 반영하여 추정하였다. 앞선 사례로 '24년 2Q부터 '25년 1Q까지 제로베이스원과 더보이즈 버블 종료, NCT 재현 군복무로 인한 서비스 중단 등 대형 IP들이 버블을 떠나며 구독자 수가 감소세를 보인 바 있다. 그러나 '25년 1Q에 RIIZE, NCT WISH가 오픈하고 EXO의 KAI, 몬스타엑스의 기현, 주현이 군 제대 후 복귀하며 감소한 구독자 수의 회복이 있었다. '25년 3Q에는 JYP의 KickFlip과 EXO의 세훈, 이영지 등이 입점하여 구독자 수가 더 증가할 것으로 예상된다.

구독자 수의 성장에 있어서 주목해야 할 것은 중국향 버블의 확장 속도이다. 디어유는 25년 2Q에 중국향 버블서비스를 런칭한 바 있으며 9월 말 기준 C팝 아티스트가 3팀, 11월에 1팀이 추가된 상태로 성장이 더디게 진행 중이다. 사업의 성장 속도가 기대치에 미치지 못하고 있으나 TME 보유 플랫폼에 추가 입점도 예정되어 있는 등 속도가 좀 더딜 뿐 방향성은 변함없다고 판단된다.

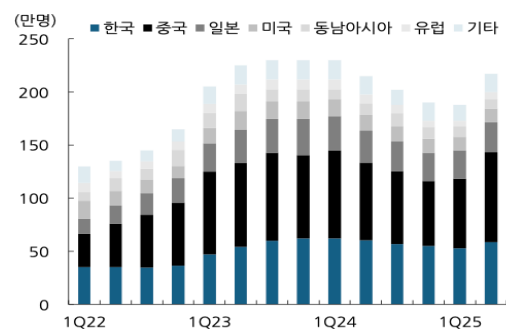
현재 버블 매출의 절반 수준이 중국에서 발생하고 있으며 리슨(버블서비스 어플)이 18년 12월 26일 첫 출시 이후 21년에 구독자 수 100만을, 22년에 200만을 돌파한 사실로 보아 약 3년 간의 성장률이 기대된다.

도표 4-1. 버블 구독자 수 추이



자료: 디어유

도표 4-2. 국가별 분기 구독자 수 추이



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

4. VALUATION

4.1. 매출 추정

4.1.1. 연간 구독자 수

증권사 리포트 자료 참고하여 국가별 구독자 비중을 구했고 이를 토대로 공시된 전체 구독자 수에 각 국가별 비중을 곱하여 2025년 1,2,3분기 국가별(한국/중국/일본/미국/기타) 구독자 수를 산출하였다.

(1) 한국, 일본, 미국, 중국, 기타 국가 Q 추정

2025년 평균 구독자 수는 2025년 분기별·국가별 구독자 수를 산정한 뒤 이를 평균하는 방식으로 추정하였다. 한국의 경우, 분기마다 신규·이탈 아티스트 명단이 공시된다는 점을 활용하였다. 2025년 2분기 합류 아티스트들의 인스타그램 팔로워 수를 합산하고 1분기 대비 2분기 구독자 수 증가분과의 비율을 산출한 뒤, 동 비율을 4분기에 적용하여 4분기 추가 유입 구독자 수를 추정하였다. 중국을 제외한 국가들은 완만한 증가 추세를 보여 Base 성장률 2%를 3분기 구독자 수에 적용해 4분기 구독자 수를 산정하였다. 한편, 중국은 4분기에 약 15만명 신규 유입이 발생할 것이라는 타 증권사 추정치를 반영하여 별도 가정으로 반영하였다.

이와 같은 절차를 통해 2025년 분기별 전체 구독자 수를 산출한 후 평균을 계산한 결과, 2025년 평균 전체 구독자 수는 약 216만명으로 추정된다. 이후 2025년 평균 구독자 수에 국가별 구독자 비중을 곱해 2025년 국가별 구독자 수를 도출하였으며 중국을 제외한 국가는 2024~2025년 평균 구독자 수 CAGR 1.5%를 적용해 중기 구독자 수 전망을 산정하였다.

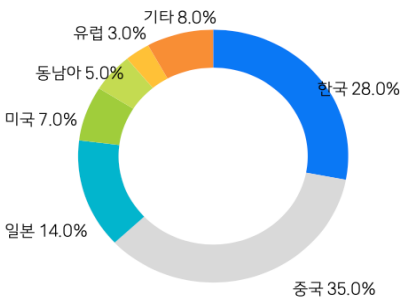
중국은 타 증권사 리포트에 따라 2026년 약 137만명, 2027년 약 324만명의 추가 유입이 발생할 것으로 예상하였고 2028년 이후에는 성장률 둔화를 반영해 Base 성장률 2%를 적용하는 보수적 시나리오를 채택하였다.

도표 4-1. 구독자 수(Q) 추정

(단위: 만 명)	한국	일본	북미	중국	기타	합
국가별 구독자 비중	0.28	0.14	0.07	0.35	0.16	1
2024						210
2025 1분기	52.6	26.3	13.2	65.8	30.1	188
2025 2분기	60.8	30.4	15.2	76	34.7	217
2025 3분기	61.3	30.7	15.3	76.7	35	219
2025 4분기	67.7	31.3	15.6	91.7	35.7	242
2025	60.6	30.3	15.2	75.8	34.6	216.5
2026	61.5	30.8	15.4	212.8	35.2	355.6
2027	62.5	31.2	15.6	536.8	35.7	681.8
2028	63.4	31.7	15.8	547.5	36.2	694.7
2029	64.3	32.2	16.1	558.5	36.8	707.8

자료: 디어유, 삼성증권, 키라 4팀

도표 4-2. 국가별 구독자 비중(1Q25 기준)



자료: 디어유, 삼성증권

4. VALUATION

4.1. 매출 추정

4.1.2. 구독자 1인당 연간 평균 매출액

구독자 1인당 연간 평균 매출액은 21년 이후로 크게 변동이 없으며 가격 상승으로 인한 일시적 증가와 향후 감소세를 반영하여 과거 3개년의 평균 값으로 flat하게 추정하였다.

4.1.3. 연간 구독자 수(Q)* 구독자 1인당 연간 평균 매출액(P)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
구독수(단위:명)	1,200,000	1,650,000	2,257,500	2,100,000	2,165,052	3,556,161	6,817,587	6,946,689	7,078,265
매출추정 Table									
(단위: 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
총 매출액		49,193,860,961	75,691,871,495	74,863,520,691	71,441,521,397	117,344,799,634	224,964,053,758	229,224,132,099	233,565,823,965
1인당 매출		29,814	33,529	35,649					
1인당 평균 매출		32,998							

4. VALUATION

4.2. 비용 추정

4.2.1. 매출원가 추정

매출원가는 지급수수료를 기준으로 산정하였다. 동사는 팬-아티스트 커뮤니케이션 플랫폼으로 자체적으로 재고를 생산·보유하거나 콘텐츠를 제작하지 않아 재무제표상 매출원가 계정이 거의 없고 매출액 전액이 매출총이익으로 인식되는 구조다. 대신 구독 매출 발생 시 애플 앱스토어·구글 플레이스토어 등 인앱 결제 채널에 지급하는 결제 수수료와 아티스트 IP 사용에 대한 수수료가 매출에 비례해 발생하는 핵심 변동비이며 실제로 지급수수료의 대부분이 인앱 결제 수수료, 플랫폼 수수료로 구성되어 있는 것으로 증권사 리포트와 외부 분석 자료에서 확인된다.

이에 본 리포트에서는 지급수수료를 사실상의 매출원가로 간주하여 매출원가를 추정하였다. 구체적으로 2022~2024년 사업보고서 및 리서치 자료를 바탕으로 매출액 대비 지급수수료 비중을 산출한 결과, 동 비율이 매년 40% 중반에서 안정적으로 형성되어 있어 3개년 평균치인 45.51%를 대표값으로 사용하였다. 향후 추정 매출액에 이 평균 수수료율(45.51%)을 곱해 지급수수료를 추정하고 이를 매출원가로 대응시켜 디어유의 실질적인 수익 구조와 레버리지 효과를 보다 보수적으로 반영하였다.

4.2.2. 판매비와 관리비

판매비는 금액적 중요성이 큰 인건비를 축으로 추정하였으며 기타 항목은 매출액 대비 과거 3개년 비중 평균을 구한 뒤 물가상승률을 가산하는 항목과 비중을 고정하는 항목으로 구분하였다. 우선 2022~2024년 사업보고서 상 공시된 직원 수를 바탕으로 연간 증가율을 산출하고 이를 토대로 2025년은 11%, 2026년은 8%의 증가율을 적용하였다. 2025년에는 해외 사업 안착을 위한 인력 확충이 집중될 것으로 보고 과거 직원 수 증가율(CAGR)을 반영해 성장 구간으로 가정하였고 2026년부터는 업무 효율화에 따라 인력 증가세가 완만해질 것으로 판단하였다. 2027년 이후에는 성숙기에 진입한다고 보고 증가율을 2%, 1.5%, 1%로 단계적으로 하향 적용하여 장기 직원 수를 추정하였다.

급여는 공시된 2022~2024년 급여액의 증가율을 직원 수 산정 방식과 동일하게 적용해 과거 구간을 재현하였고 2025~2029년에는 인건비 상승(연봉 인상, 인력 Mix 변화)을 감안해 급여액 증가율 5.1%를 일괄 적용하였다. 이렇게 추정된 직원 수와 1인당 급여액을 곱해 2025~2029년 급여 비용을 산출하였다. 퇴직급여와 복리후생비는 1인당 비용을 도출한 뒤, 과거 3개년 평균치를 구해 추정 직원 수에 곱하는 방식으로 추정하였다. 다만 2024년 퇴직급여에는 임원 퇴직으로 인한 일회성 비용이 반영되어 있어 왜곡을 방지하기 위해 평균 계산에서 제외하였다.

4. VALUATION

4.2. 비용 추정

여비교통비, 접대비, 기타비용은 매출 대비 비중이 매년 유사한 수준을 유지해 온 점을 감안해 2026년까지는 과거 3개년 평균 비중을 적용하고, 2027년부터는 업무 효율화와 규모의 경제로 비중이 점진적으로 하락할 것으로 가정하였다. 이들 항목에는 실질 구매력 유지를 위해 물가상승률 2%를 가산하였다. 반면 통신비, 전력비, 보험료는 계약 구조상 일정 수준의 고정비 성격이 강하고 매출 변동과의 연동성이 제한적인 것으로 판단해 매출 대비 비중을 고정하였다.

감가상각비는 디어유의 비즈니스 특성을 반영해 고정값으로 가정하였다. 당사는 팬 플랫폼 기반의 자산경량화 구조를 보유하고 있어 유형자산 규모가 매우 작고(최근 공시 기준 유형자산은 전체 자산 대비 비중이 미미한 수준) 주요 투자 역시 서버·컴퓨터 등 소규모 IT 장비와 사용권자산(리스) 중심으로 이루어진다. 증권사 리포트에서도 유형자산 감가상각비와 무형자산 상각비가 연간 약 10억 원 내외로 중기 전망 구간(2024~2027년)에 걸쳐 거의 동일한 수준으로 추정되고 있어 실적에 미치는 영향이 제한적이면서 안정적인 흐름을 보이는 것으로 나타난다. CAPEX 역시 소규모 유지·보수 투자 위주로 연간 투자 규모가 크지 않고 변동성이 낮은 점을 확인할 수 있다.

이에 따라 본 추정에서는 감가상각비를 매출 연동 항목이 아닌 구조적 고정비로 분류하고 과거 실적 수준을 기준으로 한 고정 금액을 적용하였다. 이는 디어유의 플랫폼·소프트웨어 중심 사업 모델과 낮은 설비투자 부담을 반영함과 동시에 영업 레버리지 분석 시 감가상각비가 이익 변동성에 미치는 영향을 과도하게 확대하지 않기 위한 보수적 가정이다.

4.2.3. 영업외손익 추정

영업외손익은 금융손익, 기타손익, 지분법손익으로 구분하여 추정하였다. 금융손익은 현금성 자산의 증가와 금리 레벨을 감안해 보수적으로 연 4% 성장하는 것으로 가정하였다. 기타손익은 최근 3개년 수치가 일회성 요인을 제외하면 큰 변동 없이 유지된 점을 근거로 3개년 평균치를 기준으로 Flat하게 두되, 물가상승률 2%를 가산해 점진적 증가만 반영하였다.

4.2.4. 법인세 추정

법인세비용은 유효법인세율을 적용하는 방식으로 산정하였다. 세전순이익에 최근 2개년 유효법인세율(법인세비용/세전순이익) 평균치인 21%를 적용해 향후 추정기간 전체의 법인세비용을 추정하였다.

4. VALUATION

4.2. 비용 추정

판매비와 관리비 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
급여	6,697,316,000	7,727,829,000	9,197,723,000	10,730,155,629	12,179,585,051	13,056,758,767	13,928,493,266	14,785,234,887
퇴직급여	644,279,000	626,032,000	1,295,291,000	816,240,811	881,540,076	899,170,878	912,658,441	921,785,025
복리후생비	820,579,000	1,209,429,000	1,091,064,000	1,259,868,894	1,360,658,405	1,387,871,574	1,408,689,647	1,422,776,544
여비교통비	80,146,000	114,289,000	140,029,000	123,879,598	203,475,883	344,195,002	280,570,338	238,237,140
접대비	224,469,000	259,456,000	249,232,000	276,907,337	454,828,443	757,229,005	654,664,121	547,945,423
통신비	17,280,000	19,472,000	20,621,000	21,050,596	34,576,223	66,286,765	67,542,019	68,821,319
전력비	29,086,000	38,771,000	30,661,000	36,031,119	59,182,173	113,459,323	115,607,869	117,797,577
세금과공과	274,518,000	53,043,000	59,757,000	168,585,758	276,907,064	530,864,051	540,916,868	551,162,275
감가상각비	95,109,000	135,057,000	324,996,000	191,911,708	315,220,623	604,315,738	615,759,488	627,422,474
사용권자산상각비	334,357,000	372,035,000	802,781,000	534,266,058	877,547,711	1,682,364,204	1,714,222,641	1,746,691,415
보험료	60,779,000	96,919,000	80,773,000	85,607,844	140,613,402	269,572,754	274,677,575	279,880,192
지급수수료	22,725,787,000	34,613,688,000	33,388,631,000	32,511,953,042	53,401,838,886	102,377,729,490	104,316,426,543	106,292,264,673
무형자산상각비	96,870,000	1,371,433,000	1,391,611,000	921,034,036	1,512,825,487	2,900,267,888	2,955,189,411	3,011,163,107
주식보상비용	360,553,000	-	-	-	-	-	-	-
기타비용	447,119,000	428,586,000	1,376,931,000	801,573,870	1,316,608,652	2,065,170,014	1,402,851,688	714,711,421
합계	32,908,247,000	47,066,039,000	49,450,101,000	48,479,066,301	73,015,408,080	127,055,255,453	129,188,269,915	131,325,893,472
직원수	74	86	92	102	110	112	114	115
직원 증가율				0.11	0.08	0.02	0.015	0.01
1인급여액	90,504,270	89,858,477	99,975,250	105,073,988	110,432,761	116,064,832	121,984,138	128,205,329
급여액 증가율				0.051	0.051	0.051	0.051	0.051
1인당퇴직급여	8,706,473	7,279,442	14,079,250					
1인당복리후생비	11,088,905	14,063,128	11,859,391					
매출액	49,193,860,961	75,691,871,495	74,863,520,691	71,441,521,397	117,344,799,634	224,964,053,758	229,224,132,099	233,565,823,965
여비교통비 비율	0.002	0.002	0.002	0.0017	0.0017	0.0015	0.0012	0.001
접대비 비율	0.005	0.003	0.003	0.0038	0.0038	0.0033	0.0028	0.0023
통신비 비율	0.000	0.000	0.000	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003
전력비 비율	0.001	0.001	0.000	0.0005	0.0005	0.0005	0.0005	0.0005
세금과공과 비율	0.006	0.001	0.001	0.0024	0.0024	0.0024	0.0024	0.0024
감가상각비 비율	0.002	0.002	0.004					
사용권자산상각비 비율	0.007	0.005	0.011					
보험료 비율	0.001	0.001	0.001	0.0012	0.0012	0.0012	0.0012	0.0012
지급수수료 비율	0.462	0.457	0.446					
무형자산상각비 비율	0.002	0.018	0.019					
주식보상비용 비율	0.007	0.000	0.000					
기타비용 비율	0.009	0.006	0.018	0.011	0.011	0.009	0.006	0.003

손익계산서 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	49,193,860,961	75,691,871,495	74,863,520,691	71,441,521,397	117,344,799,634	224,964,053,758	229,224,132,099	233,565,823,965
매출원가	22,725,787,000	34,613,688,000	33,388,631,000	32,511,953,042	53,401,838,886	102,377,729,490	104,316,426,543	106,292,264,673
추정판관비	32,908,247,000	47,066,039,000	49,450,101,000	48,479,066,301	73,015,408,080	127,055,255,453	129,188,269,915	131,325,893,472
판매비 및 관리비	10,182,460,000	12,452,351,000	16,061,470,000	15,967,113,259	19,613,569,194	24,677,525,963	24,871,843,372	25,033,628,799
영업이익	39,011,400,961	63,239,520,495	58,802,050,691	55,474,408,138	97,731,230,440	200,286,527,795	204,352,288,727	208,532,195,166
금융손익	1,623,704,126	5,682,977,614	10,626,863,379	6,216,962,308	6,465,640,800	6,724,266,432	6,993,237,090	7,272,966,573
기타손익	(1,002,042,057)	(1,625,492,133)	(4,439,947,911)	(2,402,943,914)	(2,451,002,793)	(2,500,022,848)	(2,550,023,305)	(2,601,023,772)
법인세차감전순이익	16,907,275,658	32,654,926,251	31,149,235,311	59,288,426,532	101,745,868,448	204,510,771,379	208,795,502,511	213,204,137,968
법인세	511,091,954	6,465,302,993	6,760,967,797	12,450,569,572	21,366,632,374	42,947,261,990	43,847,055,527	44,772,868,973
당기순이익	16,396,183,704	26,189,623,258	24,388,267,514	46,837,856,960	80,379,236,074	161,563,509,389	164,948,446,983	168,431,268,995
영업외손익	621,662,069	4,057,485,481	6,186,915,468	3,814,018,394	4,014,638,008	4,224,243,584	4,443,213,784	4,671,942,802

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

(1) Why DCF Method?

동사 밸류에이션에는 상대가치평가(PER, PBR) 대신 절대가치평가법인 DCF(Discounted Cash Flow)를 적용하였다.

첫째, 디어유는 DearU bubble을 중심으로 한 구독형 팬 커뮤니케이션 플랫폼을 영위하는 IT·플랫폼 기업으로 공장·설비·재고가 없는 asset-light 구조를 가지고 있다. 매출 대부분이 앱 구독과 인앱결제에서 발생하며 유형자산 투자 부담이 적은 대신 높은 이익률과 영업 레버리지 효과를 시현하는 사업 모델이어서 회계상 이익보다는 장기 자유현금흐름(FCF)에 기반한 평가가 더 타당하다.

둘째, 동사는 K-POP 및 글로벌 팬덤 산업 성장에 레버리지된 고성장 플랫폼으로 현재 실적보다 향후 성장 궤적이 기업가치에 더 큰 영향을 미친다. DearU bubble은 2024년 말 기준 157개 이상 소속사, 600명 이상의 IP, 4분기 평균 약 190만 구독자를 확보하고 있으며 해외 이용 비중이 72%에 달하는 글로벌 서비스다. 2024년 일본향 ‘bubble for Japan’, 북미향 ‘the bubble’ 론칭에 이어 2025년에는 텐센트뮤직과 협업한 중국향 서비스 론칭도 예정되어 있어 중장기 매출·이익 성장은 아티스트 입점·라인업 확장과 함께 구조적으로 확대될 가능성이 크다. 이러한 성장 스토리는 매출·마진·투자계획을 연도별로 모델링해 미래 현금흐름을 할인하는 DCF를 통해 가장 정교하게 반영할 수 있다.

셋째, 동사는 ‘1:1 프라이빗 메시지 기반 팬 커뮤니케이션 플랫폼’이라는 독자적인 비즈니스 모델을 보유하고 있어 적절한 상장 Peer를 찾기 어렵다. 기존 엔터테인먼트사들은 매니지먼트·음반·공연 비중이 높고 네이버·카카오 등 빅테크 플랫폼은 사업 포트폴리오와 수익 구조가 과도하게 분산되어 있어 동사와 단순 멀티플 비교가 적절하지 않다. 더불어 동사는 이익미실현기업 특례를 통해 코스닥에 상장한 이력이 있어 과거 실적 기반 Historical 멀티플 산정에도 한계가 존재한다. 따라서 본 보고서에서는 향후 5개년 재무전망을 바탕으로 자유현금흐름을 추정하고 WACC로 이를 현재가치로 할인하는 DCF 모델을 통해 동사의 내재가치를 산출하였다.

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

(2) 유효법인세

과거 2개년 실제 법인세 비용 / 세전이익을 평균하여 21%로 설정하였다. 추정기간 동안 세율 변동이 크지 않다고 보고 고정 적용.

(3) CapEx

서비스 확장(글로벌 아티스트 온보딩, 시스템 고도화, 인프라 투자)을 반영하여 매출 대비 23%를 적용하였다. 실제 모형에서 2024~2029E CapEx는 이 비율을 매출에 곱해 산출했다.

(4) NWC 증감

선결제·구독 기반 플랫폼 사업 특성상 운전자본이 크지 않고 과거 재무제표에서도 매출 대비 운전자본 변동이 미미한 수준이었던 점을 고려해 ΔNWC 는 0으로 가정하였다. 즉, FCFF 산식에서 ΔNWC 항목은 추정기간 동안 비용·수익 변동에 의미 있는 영향을 주지 않는다고 판단했다.

(5) WACC

- 자기자본비용(K_e) : CAPM 기반
- 무위험이자율(R_f) : 분석 기준 시점의 한국 10년 만기 국채 수익률 수준을 가정.
- 시장위험프리미엄(ERP) : 국내·글로벌 장기 평균(약 5% 내외)을 적용.
- 베타(β) : 엔터/플랫폼 peer(국내 엔터 3사 및 콘텐츠 플랫폼 업체)의 레버리지드 베타를 추정된 뒤, 디어유의 순현금 구조를 반영한 타깃 레버리지로 재조정.
- 추가 프리미엄 : 중소형 성장주 디스카운트 해소를 위한 소형주 프리미엄, 해외 매출 비중 확대에 따른 환율·규제 리스크를 1%p 내외로 가산.

이와 같은 가정을 통해 산출된 자기자본비용을 약 10% 수준으로 도출하고 부채비중이 매우 낮다는 점을 감안해 $WACC \approx K_e$ 로 단순화하여 10%를 최종 할인율로 채택하였다.

(6) 부채비용 및 자본구조

디어유는 2024년 기준 순현금성자산이 170,431,519,191원으로 풍부한 현금 포지션을 보유하고 있으며 이자부채는 리스부채 3,916,270,235원에 대부분 한정되어 있다. 실제 WACC 계산에서는 리스부채를 차입금(D)으로 인식하였으나 $D/(D+E)$ 비중이 매우 작아 세후 부채비용이 전체 WACC에 미치는 영향이 미미하다고 보고 결과적으로 WACC를 10%로 고정하였다.

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

(7) 영구성장률(g) 가정

영구성장률 $g = 1\%$

디어유 사업보고서에서 제시하는 장기 성장성 지표 및 산업 성장률을 참고해, 한국 경제의 잠재 성장률 및 글로벌 엔터 플랫폼 산업의 성숙 단계임을 감안한 보수적 수준으로 설정하였다. 영구성장률을 과도하게 높게 두지 않기 위해 장기 인플레이션 및 GDP 성장률보다 낮거나 비슷한 수준에서 1%로 제한하였다.

(8) FCFF 산출 과정

DCF 모델은 영업이익 → 세후영업이익 → FCFF → 현가(PV) 순으로 계산된다.

(8-1) Step 1 : 영업이익(EBIT) 추정

1. 매출액

추정된 매출액 사용하였다.

2. 영업이익

추정 매출액에서 추정 판관비를 차감하여 산출된 영업이익을 사용하였다.

(8-2) Step 2 : 세후영업이익(NOPAT) 계산

위에서 구한 EBIT에 유효법인세율 21%를 적용하여 NOPAT을 산출하였다.

* 예시) 2025E의 경우,

$$55,474,408,138 * 0.79 = 43,824,782,429$$

(8-3) Step 3 : 감가상각비·CapEx·NWC 반영

1. 감가상각비 D&A

판관비에서 추정된 감가상각비들의 합으로 반영하였다.

2. CapEx

매출 대비 23% 비율을 적용해 성장투자 수준을 반영하였다.

3. NWC 증감

앞서 언급한 것처럼 운전자본 투입이 크지 않은 비즈니스 모델임을 감안해 추정기간 동안 ΔNWC 는 0으로 가정하였다.

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

(8-4) Step 4 : FCFF 계산

위 요소들을 이용해 각 연도 FCFF를 다음과 같이 산정한다.

$$FCFF_t = NOPAT_t + D\&A_t - CapEx_t - \Delta NWC_t$$

* 2024(Base) FCFF : 5,049,759,179원

* 2025E~2029E FCFF:

28,897,561,267원 → 52,689,272,354원 → 111,221,644,316원 → 113,543,480,987원 → 115,938,440,018원

이처럼 초기에는 CapEx 부담으로 인해 FCFF 증가폭이 제한적이거나 2027E 이후 영업이익 확대 및 해외 투자 효율화로 FCFF가 1000억 원 이상으로 크게 증가하는 구조를 반영하였다.

(9) FCFF 할인 및 Terminal Value 산출

(9-1) 추정기간 FCFF의 현재가치

WACC 10%를 기준으로 2025E~2029E FCFF를 각각 현재가치로 할인한다.

$$PV(FCFF_t) = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

2025E~2029E 현재가치(PV)는 다음과 같다.

26,270,510,243원 → 43,544,853,185원 → 83,562,467,555원 → 77,551,725,283원 → 71,988,649,569원

이를 합산하면 302,918,205,835원으로 모델의 추정 기간 FCFF 현재가치 합계에 해당한다.

(9-2) Terminal Value

2029E 이후의 영구기간은 지속성장 모형(Gordon Growth Model)으로 처리한다.

공식에 따라 산출된 TV(2029년 시점)를 다시 현재 시점으로 할인한 값이 영구 가치(TV) 현재가치 합계 807,872,622,943원이다.

(9-3) Enterprise Value 도출

Enterprise Value(기업가치)는 추정 기간 FCFF 현재가치 합계와 영구 가치 현재가치 합계를 합으로 계산된다.

* Enterprise Value = 1,110,790,828,779원

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

(10) EV에서 Equity Value 및 목표주가로

(10-1) 순현금 조정

EV는 기업 전체의 영업자산 가치이므로 순현금/부채 조정을 통해 Equity Value를 얻는다.

* EV : 1,110,790,828,779원

* 2024 순현금성자산 : 170,431,519,191원

* 2024 총 리스부채 : 3,916,270,235원

Equity Value = 1,110,790,828,779 + 170,431,519,191 - 3,916,270,235 = 1,277,306,077,735

이는 모델 상 Equity Value(시가총액) 항목에 해당한다.

(10-2) 적정 목표주가 산출

마지막으로 Equity Value를 발행주식수로 나누어 적정주가를 도출한다.

$$\text{목표주가} = \frac{1,277,306,077,735}{23,738,406} \approx 53,808 \text{ 원}$$

계산 결과, 적정 목표주가 53,808원을 제시한다.

(11) 모델의 해석

디어유는 플랫폼·콘텐츠 기반 구독 비즈니스로 운전자본 부담이 적고 성장기에 있는 만큼 CapEx 비중이 높지만 시간이 갈수록 영업 레버리지와 투자 효율화로 FCFF가 크게 증가하는 구조를 모델에 반영하였다. WACC 10%, 영구성장률 1%라는 보수적인 할인 조건에도 불구하고 2027E 이후 급격한 영업이익/FCFF 확대가 기업가치의 대부분을 설명하며 순현금 1,700억 원 이상을 보유한 탄탄한 재무구조가 Equity Value를 추가로 상향시킨다. 이 과정을 통해 도출된 기업가치 1.11조 원, 시가총액 1.28조 원, 목표주가 53,808원은 디어유의 중장기 성장성과 재무 구조를 동시에 반영한 결과라고 볼 수 있다.

4. VALUATION

4.3. Valuation - DCF Method

	(단위: 원)							
항목	2022년 (제6기)	2023년 (제7기)	2024년 (제8기)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액 (영업이익)	49,193,860,961	75,691,871,495	74,863,520,691	71,441,521,397	117,344,799,634	224,964,053,758	229,224,132,099	233,565,823,965
매출원가 (지급수수료)	22,725,787,000	34,613,688,000	33,388,631,000	32,511,953,042	53,401,838,886	102,377,729,490	104,316,426,543	106,292,264,673
매출총이익	49,193,861,000	75,691,871,000	74,863,521,000					
판매비와관리비 (판매비)	10,182,460,000	12,452,351,000	16,061,470,000	15,967,113,259	19,613,569,194	24,677,525,963	24,871,843,372	25,033,628,799
영업이익	39,011,400,961	63,239,520,495	58,802,050,691	55,474,408,138	97,731,230,440	200,286,527,795	204,352,288,727	208,532,195,166
영업외손익 (순)	621,662,069	4,057,485,481	6,186,915,468	3,814,018,394	4,014,638,008	4,224,243,584	4,443,213,784	4,671,942,802
법인세차감전순이익	16,907,275,658	32,654,926,251	31,149,235,311	59,288,426,532	101,745,868,448	204,510,771,379	208,795,502,511	213,204,137,968
법인세비용	511,091,954	6,465,302,993	6,760,967,797	12,450,569,572	21,366,632,374	42,947,261,990	43,847,055,527	44,772,868,973
당기순이익	16,396,183,704	26,189,623,258	24,388,267,514	46,837,856,960	80,379,236,074	161,563,509,389	164,948,446,983	168,431,268,995
DCF (FCFF) Model								
항목			2024 (Base)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
(A) 영업이익			58,802,050,691	55,474,408,138	97,731,230,440	200,286,527,795	204,352,288,727	208,532,195,166
(B) 세후영업이익			19,898,707,979	43,824,782,429	77,207,672,048	158,226,356,958	161,438,308,094	164,740,434,182
(C) 감가상각비 D&A			2,519,388,000	1,647,211,802	2,705,593,821	5,186,947,830	5,285,171,540	5,385,276,996
(D) CapEx			17,368,336,800	16,574,432,964	27,223,993,515	52,191,660,472	53,179,998,647	54,187,271,160
(E) NWC 증감			-	-	-	-	-	-
(F) 잉여현금흐름 FCFF (B+C-D-E)			5,049,759,179	28,897,561,267	52,689,272,354	111,221,644,316	113,543,480,987	115,938,440,018
잉여현금흐름 현재가				26,270,510,243	43,544,853,185	83,562,467,555	77,551,725,283	71,988,649,569

유효법인세율 (Eff. Tax Rate)	0.21
D&A (% of Revenue)	0.08
CapEx (% of Revenue)	0.23
NWC 증감 (% of Revenue)	-
WACC	0.10
영구성장률 (g)	0.01
총 발행주식수	23,738,406
2024 순현금성자산	170,431,519,191
2024 총 리스부채	3,916,270,235

추정 기간 FCFF 현재가 합계	302,918,205,835
영구 가치 (TV) 현재가 합계	807,872,622,943
Enterprise Value	1,110,790,828,779
Equity Value (시가총액)	1,277,306,077,735
적정 목표주가	53,808