2022년 8월 29일 I Equity Research

콘텐츠 Overweight

내가 언제까지 서브컬쳐일 것 같니?

- 케이팝의 성장 과정을 통해 본 서브컬쳐의 잠재력
- BL, 버튜버, 그리고 게임
- 관련 기업



엔터/레저/미디어 Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com



인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

Special Focus

Top picks 및 관심종목

카카오게임즈(293490) I BUY I TP 80,000원 I CP(8월26일) 52,200원
넥슨게임즈(225570) I Not Rated I CP(8월26일) 17,350원
키다리스튜디오(020120) I Not Rated I CP(8월26일) 9,140원
애니플러스(310200) I Not Rated I CP(8월26일) 2,800원

해외기업

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(8월26일)
ANYCOLOR(5032.JP)	★★★★☆	N/A	7,290USD



출 처
COVER corporation
RIDI Corporation
Cygames, Inc
Kakao Games Corp.

하나증권

CONTENTS

Summary 3

1. BL: 텍스트로 소비하는 서브컬쳐 6
   1) 숨어보는 텍스트에서 영상으로 6
   2) 국내 BL 산업의 규모 8
   3) 네이버와 카카오 웹툰이 걸어갔던 길 9
   4) 중국과 일본, 글로벌 확장의 가능성 11

2. 버츄얼 유튜버: 유튜브로 소비하는 서브컬쳐 12
   1) 2D 아이돌, 버츄얼 유튜버 12
   2) 선행지표는 미국이 일본보다 크다 15
   3) 한국의 버튜버 사업은 어디까지 왔나 17

3. 게임으로 소비하는 서브컬쳐 19
   1) 과금을 할 수 밖에 없는 스토리, <페이트 앤 그랜드오더> 19
   2) 스토리가 돋보이는 리듬게임, <앙상블스타즈> 21
   3) 카카오게임즈가 한국에서 보여준 서브컬쳐 게임의 가능성 22
   4) BTS IP 기반 게임의 변천사 24

Top Picks 및 관심종목 25
   카카오게임즈(293490) 26
   넥슨게임즈(225570) 30
   ANYCOLOR(5032.JP) 33
   키다리스튜디오(020120) 36
   애니플러스(310200) 40

2022년 8월 29일 I Equity Research

콘텐츠

내가 언제까지 서브컬쳐일 것 같니?

케이팝의 성장 과정을 통해 본 서브컬쳐의 잠재력

서브컬쳐의 하나인 케이팝은 쟈니스 주니어나 AKB48 등의 시스템 등 일본의 시스템을 차용해 성장해왔다. 그러나, 일본과 달리 글로벌 플랫폼인 유튜브를 적극 활용하면서 블랙핑크/BTS가 글로벌 아티스트 기준 유튜브 구독자 1/2위를 기록했다. 2023년에는 일본뿐 아니라 미국에서도 드디어 처음으로 현지 아이돌 그룹이 데뷔하는 등 시스템의 역수출을 통한 글로벌 성장이 이루어지고 있다.

BL, 버튜버, 그리고 게임

서브컬쳐는 케이팝과 유사한 글로벌 성장 과정을 밟고 있다. 아이돌 문화는 비록 일본에서 시작했지만 한국에서 BTS/블랙핑크라는 슈퍼 IP와 유튜브를 통해 본격적으로 개화했으며, 이제는 도리어 케이팝이 본고장인 일본과 미국에서 수익화를 시작했다. BL 장르는 키다리와 렌타의 사례에서 볼 수 있듯이 출발은 일본이 빨랐지만, 현재는 한국의 BL 웹툰 플랫폼들이 글로벌에서 더 높은 점유율을 보이고 있다. 웹툰의 글로벌화 과정에서는 넷플릭스 등 글로벌 OTT의 적절한 활용이 핵심적인 역할을 했다. 일본 버츄얼 유튜버 산업은 유튜브를 제대로 활용하지 못한 일본 아이돌 산업과는 다르게, 유튜브를 적극적으로 활용해 이미 영어권 국가로의 진출을 마쳤으며 해당 지역 매출은 고성장 중이다. 게임도 넥슨게임즈의 서브컬쳐 게임이 본고장 일본에서 성과를 보이며, 국산 서브컬쳐 게임의 가능성을 보여줬다.

관련 기업

웹툰/웹소설 플랫폼에서는 키다리스튜디오, 버튜버 산업에서는 일본에서 최근 상장한 일본 기업 애니컬러 외 한국 내 일본의 서브컬쳐 굿즈 유통을 담당하는 애니플러스, 그리고 게임에서는 서브컬쳐 게임의 성공을 확인한 카카오게임즈 외 넥슨게임즈 등이 주요 관심 종목이다. 이 외에도 관련 주로는 래몽래인/NEW(BL 드라마), 조이씨티(프로젝트 M) 등이 있다. 한국에서 글로벌로 성공한 IP를 보유하고 있으며, 굿즈부터 게임까지 수익화 전체 밸류체인을 보유한 기업은 카카오와 하이브다.

Special Focus

Overweight



엔터/레저/미디어 Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com



인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

RA 황지원
02-3771-7784
jiwon.hwang@hanafn.com

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

Summary

서브컬쳐는 케이팝과 유사한 글로벌 성장 과정을 밟고 있다. 아이돌 문화는 비록 일본에서 시작했지만 한국에서 BTS/블랙핑크라는 슈퍼 IP와 유튜브를 통해 본격적으로 개화했으며, 이제는 도리어 케이팝이 본고장인 일본과 미국에서 수익화를 시작했다. BL 장르는 키다리와 렌타의 사례에서 볼 수 있듯이 출발은 일본이 빨랐지만, 현재는 한국의 BL 웹툰 플랫폼들이 글로벌에서 더 높은 점유율을 보이고 있다. 웹툰의 글로벌화 과정에서는 넷플릭스 등 글로벌 OTT의 적절한 활용이 핵심적인 역할을 했다. 일본 버츄얼 유튜버 산업은 유튜브를 제대로 활용하지 못한 일본 아이돌 산업과는 다르게, 유튜브를 적극적으로 활용해 이미 영어권 국가로의 진출을 마쳤으며 해당 지역 매출은 고성장 중이다. 게임도 넥슨게임즈의 서브컬쳐 게임이 본고장 일본에서 성과를 보이며, 국산 서브컬쳐 게임의 가능성을 보여줬다.

서브컬쳐 중 첫 번째로 소개할 BL 장르는 과거 블로그상에서 유행했던 남자 아이돌의 팬픽에서 시작해 웹툰/웹소설 플랫폼에서 인기 콘텐츠로 소비되고 있다. 최근 한국 OTT 왓챠에서 방영된 동명 웹툰 원작 〈시맨틱 에러〉가 크게 흥행했는데 국내 웹툰 플랫폼이 〈김비서가 왜그럴까〉, 〈이태원 클라쓰〉 등 다수 작품의 영상화를 통해 전세계 1위까지 성장한 만큼 BL 역시 영상화 작품을 통한 고성장이 예상된다. 이미 글로벌 확장까지 나타나고 있는데, 대표 BL 플랫폼을 운영하는 키다리 스튜디오는 중국 바이트댄스와 향후 4년 간 5,000개의 웹툰 IP를 공급하는 MG +RS 형태의 콘텐츠 공급 계약을 통해 매년 최소 50억원 이상의 이익 기여가 시작될 것이다. 미국 네이버웹툰의 돈전 만화 코너에서는 인기 상위 10개 중 6작품이 BL/GL 물이다.

2번째 서브컬쳐인 버튜버(버츄얼 유튜버) 산업은 글로벌 슈퍼챗 상위 10위 유튜버 중 8명이 버튜버일 정도로 이미 규모 있는 산업으로 자리 잡았다. 버튜버는 2D 캐릭터를 기반으로, '안의 사람'으로 불리는 성우가 연기를 담당하여 유튜브 콘텐츠를 만들어낸다. 이미 올해 6월에는 버튜버 매니지먼트 기업 애니컬러(5032.JP)가 최초로 일본 시장에 상장했으며 회계 연도 22년 매출은 141억 엔(YoY +85.5%), 영업이익은 42억엔(YoY +188.6%)을 기록했으며, 시가총액 2조원 수준에 거래되고 있다. 매출 비중의 약 절반이 이미 간접 매출인 굿즈에서 발생한다.

일본에서 고 성장하고 있는 버튜버 산업의 핵심 플랫폼은 유튜브인데, 유튜브가 주는 의외성인지 혹은 '덕 중에 덕은 양덕'인건지 2021년 5월에 니지산지EN을 출범한 후 관련 매출은 일본 회계 기준 4Q22 8.1억엔으로 전년 동기 대비 약 30배 증가했다. 413만 명의 구독자를 보유한 글로벌 구독자 수 1위 버튜버 가우르 구라도 니지산지의 일본이 아닌 미국 소속으로, 버튜버 산업은 2023년~2024년에는 영미권을 중심으로 본격적인 성장이 예상된다. 한국의 버튜버는 〈이세계 아이돌〉이 대표적인데, 아직은 개인 유튜브 수준에서 성장하고 있으나 하반기에 카카오엔터가 가상세계 아이돌 서바이벌 예능인 'VIP 30' 제작을 앞두고 있어 점차 산업화 될 것으로 기대된다.

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

3번째로 주목할 서브컬쳐는 게임이다. 카카오게임즈의 〈우마무스메: 프리티더비〉의 성공은 한국에서도 그동안 MMO의 인기에 가려졌던 서브컬쳐 장르가 성공할 수 있음을 보여줬다. 우마무스메는 방대한 앱 내의 스토리와 외부 미디어 믹스를 통해서 캐릭터에 대한 애정을 키우고, 그 애정을 기반으로 과금을 유도한다. 지금까지 한국 MMO가 자극했던 경쟁심과는 다른 지점이다. 우마무스메의 인기로 국내에는 올해와 내년 다수의 서브컬쳐 신작들이 출시를 앞두고 있으며, 우마무스메, 페이트 앤 그랜드오더가 그랬던 것처럼 게임 출시와 함께 애니메이션을 출시한다든가 하는 구체적인 미디어 믹스 계획이 있는 기업에 주목해야한다고 본다. 국내에서는 서브컬쳐 장르가 이제 막 시작되었지만, 이미 넥슨게임즈는 〈블루아카이브〉를 통해 서브컬쳐의 본고장 일본에서 성과를 낸 경험이 있으며, 올해와 내년 예정된 작품들 또한 케이팝과 같이 일본으로의 역수출 성과를 기대한다.

버튜버 산업이 한국에서 부진한 이유는 가상의 IP를 접근하는 방식의 차이인데, 펭수와 로지의 차이가 대표적이다. 한국은 로지처럼 가상 인간이 보다 현실적으로 표현되는 기술적 관점에서 접근하고 있는데 반해, 일본은 캐릭터가 2D 형식으로 기술력은 낮지만 확실한 세계관과 캐릭터화를 통해 팬덤을 확보하는 데에 집중한다. 펭수가 다양한 콘텐츠를 통해 직장인을 대변하는 다양한 스토리를 쌓아가면서 결국 팬미팅과 다양한 굿즈 수익화가 이루어지는 것과 같은 접근법이다. 펭수 굿즈는 사지만 로지 굿즈는 없는 실적 측면에서의 차이는 바로 이 스토리 때문인데, 한국에 관련 기업들이 부재한 것이 다소 아쉽다. 잠재적으로 IP에서 굿즈 및 게임까지 모두 수익화가 가능한 기업은 카카오와 하이브로 판단하며, 웹툰의 '레드아이스'와 같은 기업이 스토리 산업에서 나오길 기대한다.

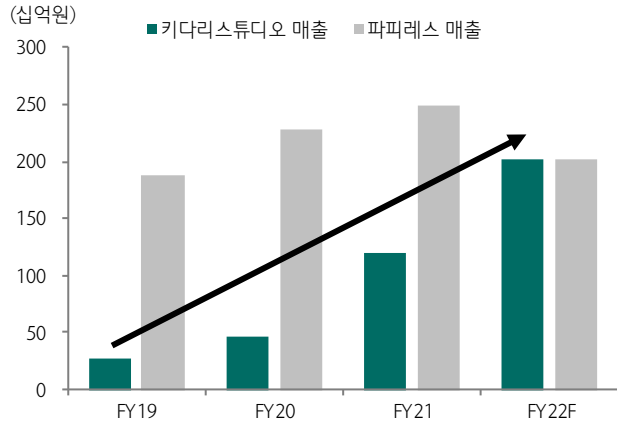
표 1. 관련 주식 정리

산업	종목명	국가	상장 여부	설명
BL 웹툰	키다리스튜디오	한국	020120.KS	국내 최대 여성향 전문 웹툰 플랫폼 '봄툰', '레진코믹스' 운영사
	Papyless	일본	3641.JP	일본 최대 여성향 전문 웹툰 플랫폼 '렌타' 운영사
	픽코마	일본	-	카카오 자회사. 일본 1위 웹툰 플랫폼
BL 영상	래몽래인	한국	200350.KQ	<시맨틱에러> 드라마/영화 제작사
	NEW	한국	160550.KQ	올해 3월 공개한 첫 BL 드라마 '블루밍' 포함 4편의 BL 드라마 해외 선판매 완료
	크래들스튜디오	한국	-	카카오엔터 자회사. <비밀사이> 드라마 제작사
버츄얼 유튜버	카카오엔터테인먼트	한국	-	올 하반기 버츄얼 아이돌 서바이벌 콘텐츠 제작 예정
	애니칼라	일본	5032.JP	일본 2대 버튜버 그룹 '니지산지' 보유
	커버주식회사	일본	-	일본 2대 버튜버 그룹 '홀로라이브' 보유
굿즈	애니플러스	한국	310200.KQ	오프라인/온라인 굿즈 샵 보유. 굿즈 전문 업체 '로운씨앤씨' 인수
서브컬쳐 게임	카카오게임즈	한국	293490.KQ	4분기 나인아크의 수집형 RPG <에버소울> 퍼블리싱 예정
	넥슨게임즈	한국	225570.KQ	<블루아카이브> 개발사
	조이시티	한국	067000.KQ	자회사 모히또게임즈 <프로젝트M> 개발
	사이게임즈	일본	-	<우마무스메: 프리티 더비> 개발사
	시프트업	한국	-	모바일 <승리의 여신: 니케>, PC/콘솔 <프로젝트이브> 개발

자료: 하나증권

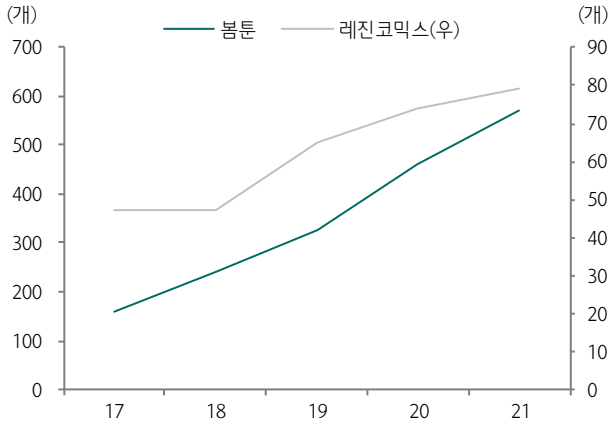
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 1. 키다리스튜디오, 파피레스 재무 비교



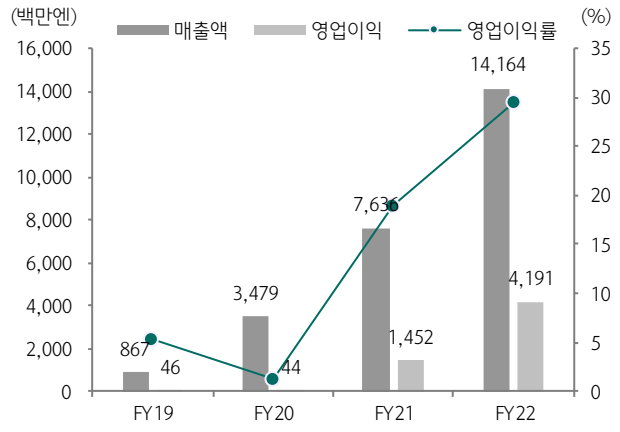
주: 일본은 회계연도 3월 마감으로 22년 확정치
자료: 각 사, 하나증권

그림 2. 봄툰, 레진코믹스 장르에 BL이 포함된 작품 수



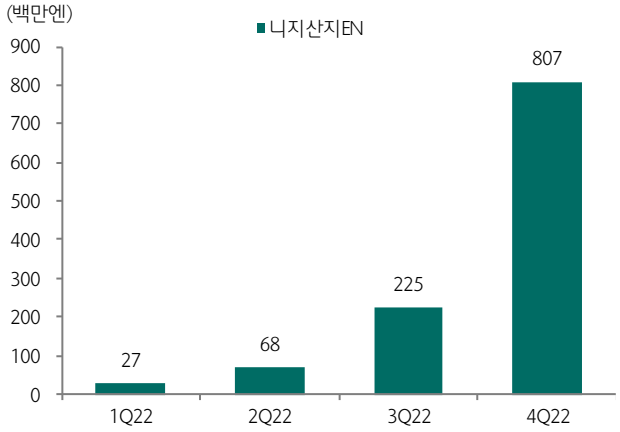
자료: 키다리스튜디오, 하나증권

그림 3. 애니칼라 매출, 영업이익



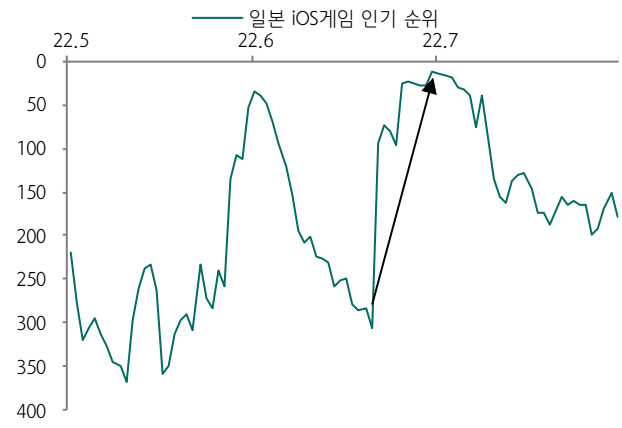
자료: 애니칼라, 하나증권

그림 4. 니지산지EN 매출 성장 추이



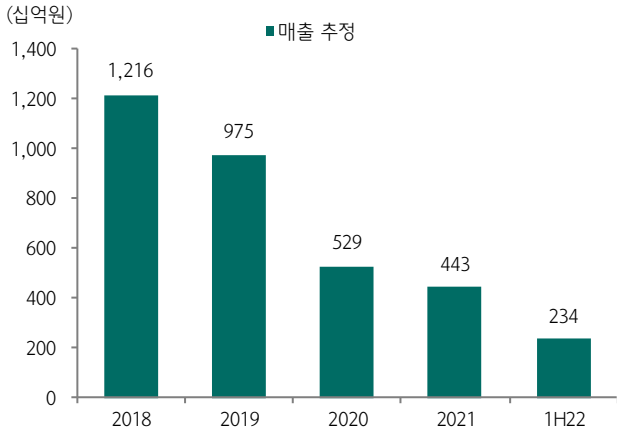
자료: 애니칼라, 하나증권

그림 5. <블루아카이브> PV 영상 공개 이후 인기 순위 역주행



자료: 센서타워, 하나증권

그림 6. 페이트 앤 그랜드오더 매출 추정



자료: Game-i.daa 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

1. BL: 텍스트로 소비하는 서브컬쳐

1. 숨어보는 텍스트에서 영상으로

국내 BL 콘텐츠 OTT 중심으로 본격적으로 영상화되면서 인기

과거 웹툰이나 웹소설에서 주로 다뤄졌던 BL 콘텐츠가 최근 OTT를 중심으로 영상화되면서 인기를 끌고 있다. 올해 초 왓챠에서 방영된 '시멘틱 에러'가 BL드라마의 본격적인 대중화를 이끄는 시발점이 되었는데, 시멘틱 에러는 공개 이후 8주 연속 왓챠 Top 10 1위를 기록했고 7개월이 지난 현재도 4위를 하며 장기 흥행 중이다. 드라마 공개 후 1주일 동안 원작 웹소설은 576%, 동명 웹툰은 312% 매출이 상승했고 드라마 포토 에세이도 2주 만에 3만부 이상 팔렸다. 웨이브에서는 동성 연애 리얼리티 프로그램 '남의 연애'와 '메리퀴어'가 방영됐는데, 방영 당시 웨이브 신규 유료 가입 기여 순위에서 각각 1 · 2위를 기록하는 등 시청자들의 큰 호응을 얻었다. 메리퀴어 출연진 중 동성커플 유튜버인 '뽀송한 준'은 1년 사이에 구독자 수가 100만 명 이상 증가하며 현재 약 200만명에 근접한 구독자 수를 보유하고 있다.

해외에서는 BL물이 이미 메인 장르 중 하나로 자리잡음

국내는 과거 아이돌 그룹 팬픽에서 시작된 BL물의 역사가 웹툰/웹소설을 타고 OTT로 영상화되면서 최근에서야 수면 위로 올라오기 시작했다. 반면 해외에서 BL 콘텐츠는 이미 하나의 메인 장르로 탄탄한 팬층을 구축하고 있다. 넷플릭스에서 올해 4월 공개된 영국 만화 원작 드라마'하트스토퍼'는 공개 직후 엄청난 호평을 받으며 일간 글로벌 Top10을 기록했고, 그 다음달 2개의 시즌을 추가로 확정했다. 태국에서는 BL 드라마가 인기를 끈지 이미 4~5년 정도 됐으며 공영방송에서 정규 편성될 정도로 대중화돼있다. 일본은 BL 드라마의 최대 생산국으로 글로벌 흥행 작품을 다수 보유하고 있다. 이미 BL물이 자리잡은 해외의 사례를 봤을 때 한국 BL물의 확장성도 기대된다. 일례로 한국 BL 드라마 '나의 별에게' 시즌1은 국내외에서 입소문을 타면서 영화 형태로 각색되어 넷플릭스 등 글로벌 OTT에 공급됐고, 올해 시즌2가 티빙에서 독점 공개됐다.

표 2. 시맨틱에러 OSMU 과정

	웹소설	웹툰	애니메이션	드라마	영화
이미지					
플랫폼	리디북스	리디북스/만타코믹스	라프텔	왓챠/래몽래인(제작)	왓챠(배급)/래몽래인(제작)
연재/방영시기	2017~2018	2020~2021	2021	2022	2022.08.31
관람 등급	19세 이상/15세 이상 두 가지 버전 출시	15세 이상 관람가	19세 이상/15세 이상 두 가지 버전 출시	12세 이상 관람가	12세 이상 관람가
기타	2018 리디북스 BL소설 대상 수상	2020 리디북스 BL코믹 어워드 수상	-	8주 연속 왓챠 Top 10 순위 1위 기록	

자료: 리디북스, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 7. 시맨틱에러 주연 배우 씨네21 커버 장식



자료: 씨네21, 하나증권

그림 8. 웨이브 남남 연애 리얼리티쇼 '메리퀴어', '남의연애'



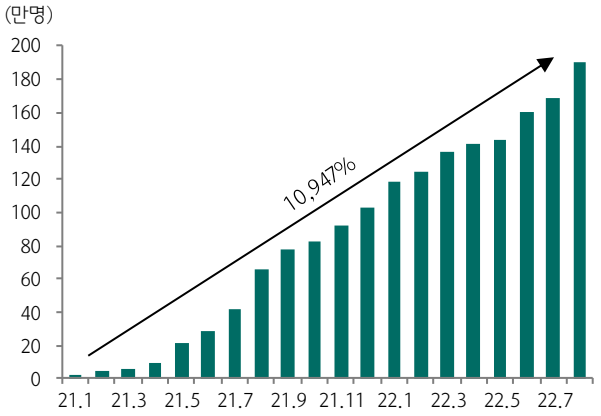
자료: 웨이브, 하나증권

그림 9. 넷플릭스 하트스토퍼



자료: 넷플릭스, 하나증권

그림 10. 뽀송한 준 구독자 수 추이



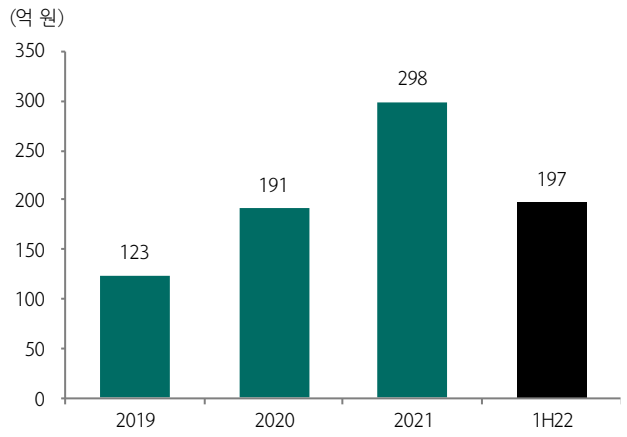
자료: 유튜브, 하나증권

2. 국내 BL 산업의 규모

봄툰/레진코믹스 매출 대부분이 BL 작품에서 발생

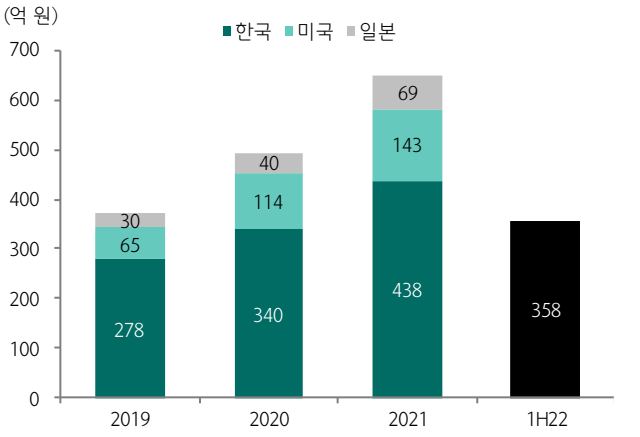
일부 영상화가 시작되긴 했으나, 국내 BL 산업은 아직 웹소설과 웹툰을 중심으로 전개되고 있다. BL 특화 웹툰 기업인 키다리스튜디오의 플랫폼 봄툰과 레진코믹스의 22년 상반기 국내 거래액은 447억원이며, MAU는 대략 40만 명으로 추정된다. 봄툰과 레진코믹스의 상위권 작품들은 대부분 BL 작품이며, 상위권 작품들이 매출의 대부분을 차지하는 콘텐츠 매출의 특성을 고려하면 봄툰과 레진의 매출 대부분이 BL 작품에서 발생한다고 추정해도 무리가 없다. 키다리 이외에도 비상장회사 중 BL물 비중이 높은 플랫폼으로는 '리디북스'가 있으며, 리디북스의 21년 연간 매출 2,000억원 중 99% 이상이 콘텐츠 매출임을 고려하면 BL 작품의 실제 거래액 및 MAU는 40만 명 이상이 될 것으로 본다. 리디북스는 작년 싱가포르투자청(GIC)을 비롯해 국내외 투자자로부터 3,000억원 규모의 글로벌 투자 유치에 성공하며 유니콘으로 등극했고 현재 상장 준비 중에 있다.

그림 11. 봄툰 결제액 추이



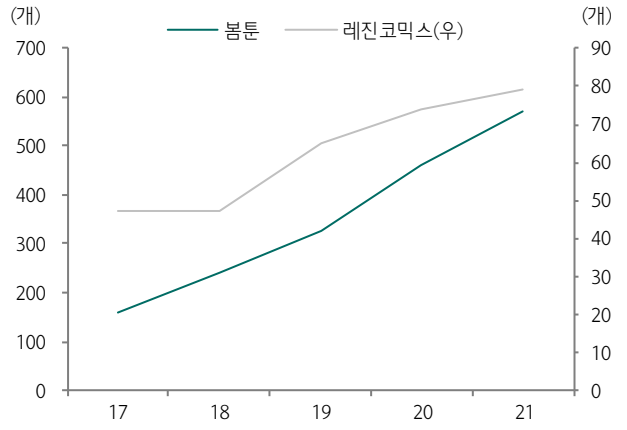
자료: 키다리스튜디오, 하나증권

그림 12. 레진코믹스 거래액 현황



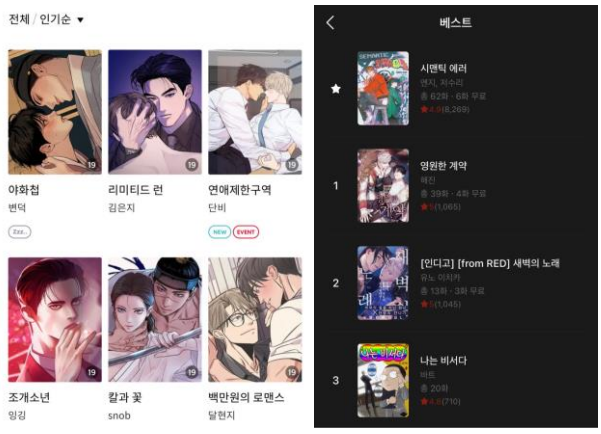
자료: 키다리스튜디오, 하나증권

그림 13. 봄툰, 레진코믹스 장르에 BL이 포함된 작품 수



자료: 키다리스튜디오, 하나증권

그림 14. 레진코믹스/리디북스 BL 웹툰 인기순



자료: 키다리스튜디오, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

3. 네이버와 카카오 웹툰이 걸어갔던 길

영상 흥행은 원작 웹툰 트래픽/거래액 증가로 이어짐

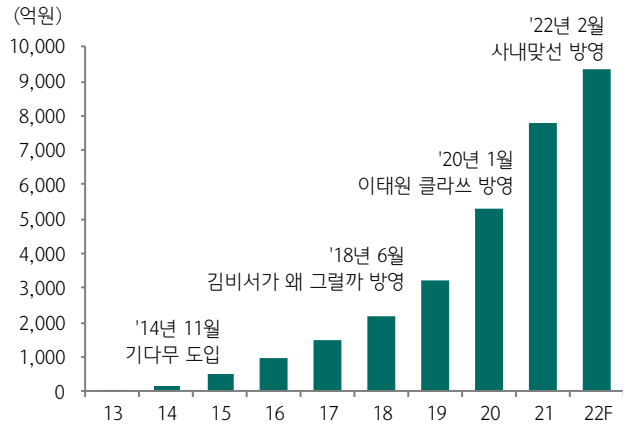
영상화로 인한 글로벌 인기는 플랫폼 트래픽 증가로 이어질 것으로 전망한다. 네이버 웹툰 원작 넷플릭스 시리즈 '지금 우리 학교는'은 공개 직후 3주 연속 넷플릭스 TV 쇼 부문 글로벌 1위를 기록했고 미국 지역에서도 일간 1위에 등극한 바 있다. 글로벌 흥행 이후 원작 웹툰의 주간 조회수는 약 80배, 주간 거래액 59배 증가했다. 카카오페이지의 웹툰 '사내 맞선' 역시 드라마 공개 이후 조회수가 태국에서 10배, 인도네시아/대만에서 13배 가량 증가했으며, 일본 픽코마에서는 매출이 2배 가량 증가했다고 밝힌 바 있다.

하반기 본격적인 BL 영상화 모멘텀

- **왓챠 '신입사원'**
- **크래들스튜디오 '비밀사이'**
- **키다리스튜디오 '오 나의 어시님', '해피메리엔딩'**
- **NEW '따라바람', '트랙터는 사랑을 싣고', '본아페티'**
- **넘버쓰리픽쳐스 '비의도적 연애담'**

웹툰/웹소설 시장에는 이 같은 BL 콘텐츠들이 이미 주요 장르로 자리잡았고, 해당 종류의 콘텐츠를 지속적으로 즐기는 안정적인 팬덤도 존재한다. OTT의 발달로 장르의 경계가 허물어지고 전술했듯 '시멘틱에러'의 흥행으로 BL 콘텐츠가 수면 위로 올라오면서 제작사 및 배우들의 BL 콘텐츠에 대한 관심도 더욱 높아졌다. 특히 웹툰이나 웹소설로 흥행했던 작품을 드라마화함으로써 원작의 팬덤이 작품 흥행으로 이어지고 드라마의 흥행이 다시 원작의 트래픽 증가로 이어지는 선순환 구조가 성립되는 경우가 많다. 하반기에는 더 많은 BL 콘텐츠들이 준비되어 있는데, 왓챠는 BL웹소설을 원작으로 한 오리지널 드라마 '신입사원'을 공개할 예정이고 '시멘틱에러'의 제작사인 래몽래인도 NEW와 함께 '트렉터는 사랑을 싣고'를 준비하고 있다. 그 외에도 NEW 2편, 키다리스튜디오 2편, 크래들스튜디오(카카오엔터 자회사) 1편, 넘버쓰리픽쳐스 1편 등이 하반기 공개 예정이다.

그림 15. 카카오페이지 연간 거래액 추이



주: 카카오페이지 원작 흥행 드라마 방영 시기 표기
자료: 카카오, 하나증권

그림 16. 하반기 기대작 왓챠 오리지널 '신입사원'



자료: 언론, 하나증권

표 3. 키다리스튜디오 영상화 예정 작품 리스트

	영상화 예정 작품	연재 플랫폼	영상화 제작사	장르	관람 등급
1	하숙집 5번지(제작 완료)	봄툰	이모션스튜디오	BL, 로맨스	15세 이용가
2	해피메리엔딩	봄툰	원포인트미디어	BL, 로맨스	15세 이용가
3	오 나의 어시님	봄툰	이모션스튜디오	BL, 로맨스	19세 이용가
4	불멸의 날들	레진코믹스	스튜디오드래곤	SF, 스릴러	15세 이용가
5	세기의 악녀	봄툰	필름몬스터	로맨스	15세 이용가
6	쩔 해주세요!	봄툰	키다리스튜디오, 팬엔터테인먼트, 제페토	로맨스	15세 이용가
7	힘내라 여대리	봄툰	팬엔터테인먼트	BL, 개그	15세 이용가
8	피치못할 게이다!	봄툰	어바웃필름	로맨스	15세 이용가
9	조국과 민족	레진코믹스	-	시대극, 느와르	15세 이용가
10	무명의 등불	레진코믹스	-	로맨스, 시대극	15세 이용가
11	킬링 스토킹	레진코믹스	-	BL	19세 이용가
12	연애소설 읽는 교수	봄툰	-	GL, 로맨스, 드라마	15세 이용가
13	4컷 용사	레진코믹스	-	판타지, 개그	15세 이용가
14	킬러가 사랑에 빠졌을 때	레진코믹스	-	BL	15세 이용가
15	동천만물수리점	카카오페이지	-	판타지, 드라마	전체 이용가

주: 음영 처리된 작품은 BL, GL요소가 포함된 작품
자료: 하나증권

표 4. 웹툰 원작 드라마

방송 연도	방송사	작품명	원작
2020	SBS	편의점 샛별이 냄새를 보는 소녀 하이드 지킬, 나	활화산, 스기키 하루미 <편의점 샛별이> 만취(서수경) <냄새를 보는 소녀> 이충호 <지킬박사는 하이드씨!>
	JTBC	쌍갑포차 이태원 클라쓰	배예수 <쌍갑포차> 광진 <이태원 클라쓰>
	tvN	여신강림 메모리스트	야옹이 <여신강림> 재후 <메모리스트>
	넷플릭스	스위트홈 좋아하면 울리는	김칸비, 황영찬 <스위트홈> 천계영 <좋아하면 울리는>
2021	SBS	모범택시	까를로스, 크크재진 <모범택시>
	JTBC	알고 있지만,	정서 <알고있지만,>
	tvN	유미의 세포들 간 떨어지는 동거 나빌레라	이동건 <유미의 세포들> 나 <간 떨어지는 동거> Hun <나빌레라>
	OCN	크라임 퍼즐 경이로운 소문 루갈 타인은 지옥이다 빙의 애간장	Meen <크라임 퍼즐> 장이 <경이로운 소문> 릴매(Rel.mae) <루갈> 김용키 <타인은 지옥이다> 후렛샤, 김홍태 김희란, 김병관
	티빙	백수세끼 술꾼도시여자들	치즈 <백수세끼> 미깡 <술꾼도시처녀들>
	넷플릭스	D.P 지옥	김보통 <D.P 개의 날> 연상호 <지옥: 두개의 삶>
2022F	SBS	사내맞선 어게인 마이 라이프	해화 <사내 맞선> 이해날 장편소설 원작-> 웹툰 제작
	JTBC	마음의 숙제	고아라 <마음의 숙제>
	OCN	우월한 하루	팀 겟네임 <우월한 하루>
	티빙	아일랜드 내과 박원장 방과 후 전쟁활동 아직 최선을 다하지 않았을 뿐 샤크 시즌2	윤인완/양경일, 만화 <아일랜드> 웹툰 <내과 박원장> 원작 하일권 <방과 후 전쟁활동> 일본 만화 원작 웹툰 <샤크> 원작
	넷플릭스	마스크걸 안나라수마나 택배기사 지금 우리 학교는 사냥개들	매미, 희새 <마스크걸> 하일권 <안나라수마나> <택배기사> 주동근 <지금 우리 학교는> 정찬 <사냥개들>
	디즈니플러스	무빙 커넥트	강풀 <무빙> 신대성 <커넥트>

자료: 언론 종합, 하나증권. 주: 동일 작품 시리즈는 라인업에서 제외

4. 중국과 일본, 글로벌 확장의 가능성

중국은 의외로 BL 작품이 활발하게 소비되는 시장

중국은 의외로 BL 작품이 활발하게 소비되는 시장이다. 중국의 대표적인 웹툰 플랫폼인 콰이칸에는 BL 코드가 포함된 작품이 다수 포함되어 있으며, 앞서 언급한 BL드라마 '시맨틱 에러'는 웨이보에서 실시간 검색어 1위를 차지한 바 있다. 8월 18일 기준, 콰이칸 인기 순위 상위 10작품 중 3작품이 BL 코드가 포함된 작품이다. 그중 수익 2위 작품인 '인어함락'은 관심 작품으로 등록한 구독자 수가 118만 명에 달한다. 키다리스튜디오는 22년 2월 중국 바이트댄스와 향후 4년간 5,000개의 웹툰 IP를 공급하는 콘텐츠 공급 계약을 체결했다. 이보다 빠른 22년 1월에는 바이트댄스가 키다리와 자회사인 레진엔터테인먼트에 총 476억원의 지분 투자를 단행한 바 있다. 키다리는 향후 4년간 바이트댄스로부터 최소 보장 수익인 미니멈개런티(MG) 수익만 500억원을 수취할 것으로 예상하며, 성과에 따라 RS도 수취할 예정이다. 2분기 실적 서프라이즈에서 확인했듯이 해당 비즈니스의 영업 마진은 40%에 육박해 향후 4년간 매년 50억원이 넘는 이익 기여가 가능할 것으로 예상한다.

일본 시장 규모는 한국 상회
미국 도전만화 코너 TOP 10 중 6 작품이 BL/GL 코드 포함

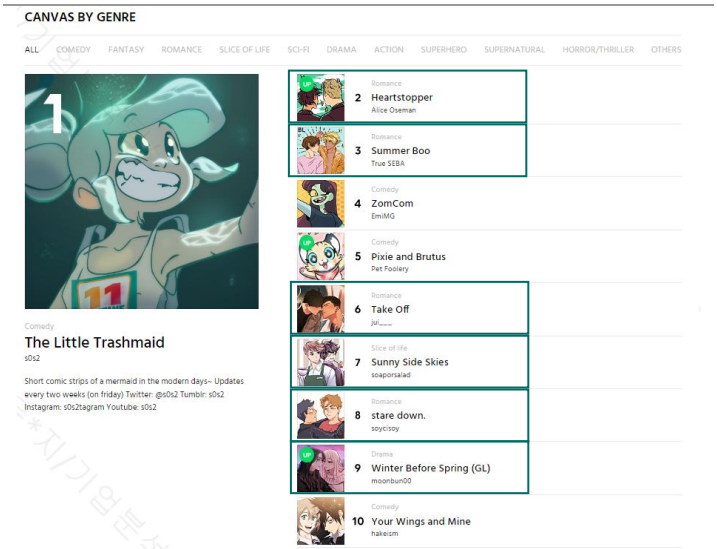
일본에서 여성향 플랫폼인 '렌타'를 운영하는 Papyless(3641.JP)의 경우, 회계연도 22년 매출액은 한화로 2,024억원으로 키다리의 22년 예상 매출액과 유사한 수준이다. 일본에서는 렌타 이외에도 라인망가, 픽코마와 같은 주류 웹툰 플랫폼에서도 BL물을 소비하고 있기 때문에 정확한 추정은 어려우나 일본 BL 시장 규모는 훨씬 클 것으로 예상한다. 미국에서도 BL 콘텐츠는 인기있는데 미국 네이버웹툰의 도전만화 코너인 'CANVAS'의 인기 상위 10작품 중 6작품이 BL/GL 코드가 포함된 콘텐츠다.

그림 17. 중국 콰이칸 인기 순위 2위 오메가버스 세계관 "인어함락"



자료: 콰이칸, 하나증권

그림 18. 미국 네이버웹툰 도전만화 상위 10작품 중 6작품이 퀴어 콘텐츠



주: 박스로 표시된 콘텐츠가 BL/GL 등 퀴어 코드가 포함된 작품
자료: 웹툰엔터테인먼트, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2. 버츄얼 유튜버: 유튜브로 소비하는 서브컬쳐

1. 2D 아이돌, 버츄얼 유튜버

유튜브 글로벌 슈퍼챗 수익 상위 10개 유튜버 중 8명은 가상의 캐릭터

유튜브 글로벌 슈퍼챗 수익 상위 10개 유튜버 중 8명은 가상의 캐릭터다. 루시아라는 버츄얼 유튜버는 활동 기간 동안 슈퍼챗으로만 누적 40억원이 넘는 금액을 벌었다. 버튜버 대부분은 3D도 아닌 2D 캐릭터의 모습을 하고 있으며, '안의 사람'으로 불리우는 성우가 연기를 담당한다. 현재 가장 구독자가 많은 버튜버는 커버 주식회사 소속의 '가우르 구라'이며 구독자 수는 400만 명이 넘는다. 올해 6월에는 버튜버 매니지먼트 회사인 ANYCOLOR(5032.JP)가 최초로 일본 시장에 상장했으며, 현재 시가총액은 2조원에 달한다. 애니칼라는 회계 연도 22년 매출 141억 엔(YoY +85.5%), 영업이익 42억엔(YoY +188.6%)을 기록했다. 23년 매출은 최대 210억엔(YoY +48%), 영업이익은 65억엔(YoY +55%)까지 성장할 수 있을 것으로 예상한다.

버튜버는 애니메이션 오타쿠들을 위한 최적의 2D 아이돌로써, 쌍방 소통이 가능하다

버튜버는 쌍방 소통이 가능한 애니메이션 캐릭터로, 기존 애니메이션의 팬들에게 소구한다. 애니메이션 캐릭터와 마찬가지로 버츄얼 유튜버도 캐릭터와 '안의 사람'이라고 불리는 성우로 구성되어 있으며, 팬들은 캐릭터와 성우를 분리해서 인식한다. 일부 팬들은 안의 사람에 대한 정보를 '빨간 약'이라고 부르며 알고 싶어 하지 않는다. 버튜버들은 애니메이션 캐릭터와 마찬가지로 촘촘한 서사를 가지고 있으며, 키, 나이, 생일뿐 아니라 혈액형, 별자리, MBTI까지 가진다. 버튜버들은 소속사의 가이드 하에 아이돌과 마찬가지로 짜여진 스케줄을 따라서 방송하고, 활동하며 팬덤을 키운다.

버튜버 사업의 수익원은 크게 1)라이브스트리밍 수익, 2) 프로모션, 3) 굿즈 사업

상장사인 ANYCOLOR의 재무제표를 통해 파악한 버튜버 사업의 수익원은 크게 1)라이브스트리밍 수익, 2) 프로모션, 3) 굿즈 사업이다. 라이브스트리밍 수익은 유튜브 혹은 트위치에서 하루 3~4시간의 생방송을 진행하면서 받는 슈퍼챗 수익의 합산 값이다. 라이브스트리밍 수익은 전체 매출에서 20% 가량을 차지하며, 팬덤이 공고해질수록 간접 매출 비중은 올라간다.

프로모션은 기업과 계약을 통한 광고 활동을 통한 수익으로, 22년 연간 프로모션 수익은 YoY 기준 두 배 이상 성장했다. 주로 〈블루아카이브〉, 〈뱅드림〉과 같은 서브컬쳐 게임들이 버튜버와 콜라보를 진행한다. 이러한 외부 광고의 가파른 증가는 팬들이 '버튜버가 쓰는 물건을 사고 싶다, 버튜버가 하는 게임을 해보고 싶다'라는 생각을 하기 시작했다는 것인데, 성격, 혈액형, 나이, 고향에 이르기까지 체계적인 세계관 구축 작업이 있었기에 가능한 일이다.

버튜버 사업의 매출에서 50% 가까운 매출 비중을 차지하는 것은 커머스 사업, 즉 캐릭터 관련 굿즈 판매이다. 일본 애니메이션 산업 전체를 보아도 굿즈 사업은 가장 큰 수입원이다. 20년 연간 일본 애니메이션 산업의 매출 규모는 2.4조엔에 달하며, 이 중 내수와 수출 비중이 반반이다. 내수 시장 1.2조 중에서 굿즈 매출 비중은 5,800억 엔에 달한다. 버튜버 굿즈는 실물 굿즈에서 오디오드라마, ASMR 음원, 버츄얼 콘서트 CD 등 나날이 종류가 다양해지고 있다.

그림 19. 글로벌 슈퍼챗 수익 상위 10명 중 8명이 버츄얼 유튜버

1	-	Rushia Ch. 潤羽るしあ #ホロライブ #hololive	₩4,388,304,471	273,923	6	-	Kanata Ch. 天音かなた #ホロライブ #hololive	₩2,374,454,156	162,409
2	-	Coco Ch. 桐生ココ #ホロライブ #hololive	₩3,947,091,619	432,399	7	-	Lamy Ch. 雪花ラミィ #ホロライブ #hololive	₩2,356,684,305	239,242
3	-	Pekora Ch. 兎田ぺこら #ホロライブ #hololive	₩3,191,089,315	249,106	8	-	가로세로연구소 #가로세로연... #가세연	₩2,340,572,796	75,310
4	-	Marine Ch. 宝鐘マリン #ホロライブ #ホロライブ...	₩2,794,828,286	207,841	9	-	Aqua Ch. 湊あくあ #VTuber #湊あくあ	₩2,285,878,876	152,509
5	-	jun channel #うんこちゃん #加藤純一	₩2,455,532,662	104,236	10	-	Kuzuha Channel #葛葉 #くずは	₩2,238,172,336	115,696

자료: 플레이보드, 하나증권

그림 20. 버튜버 방송 모습



자료: 버츄얼유튜버 위키, 하나증권

그림 21. 버튜버 선발을 위한 오디션 공고



자료: 트위터, 하나증권

그림 22. 가우르 구라의 캐릭터 세부 설정

Personal Details

Gender	Female
Age	between 9,000 and 10,000 years old (has forgotten exact number after ~5,000 years)[6]
Birthday	20 June
Height	141 cm (4'7")[6]
Zodiac Sign	Gemini
Emoji	

자료: 버츄얼유튜버 위키, 하나증권

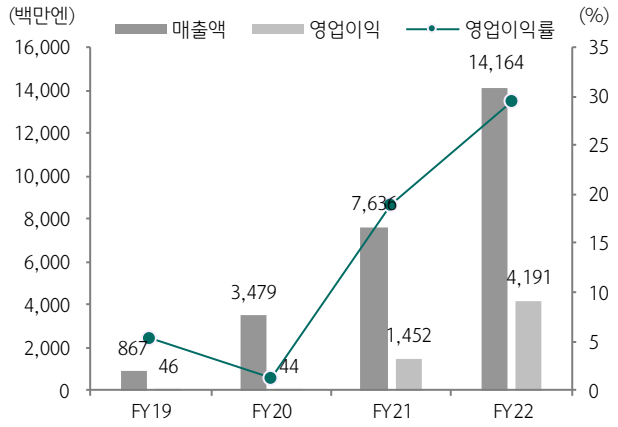
그림 23. 니지산지 소속 버튜버 단체샷



자료: 니지산지, 하나증권

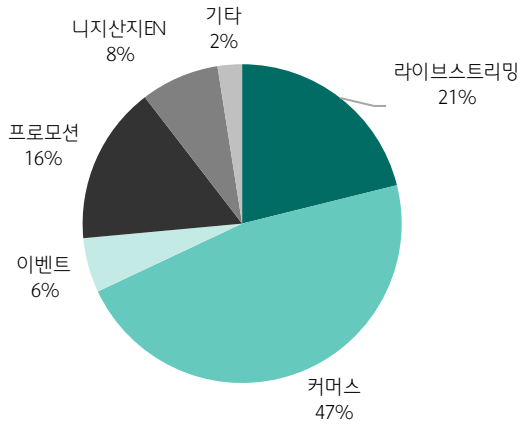
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 24. 애니칼라 매출, 영업이익 추이



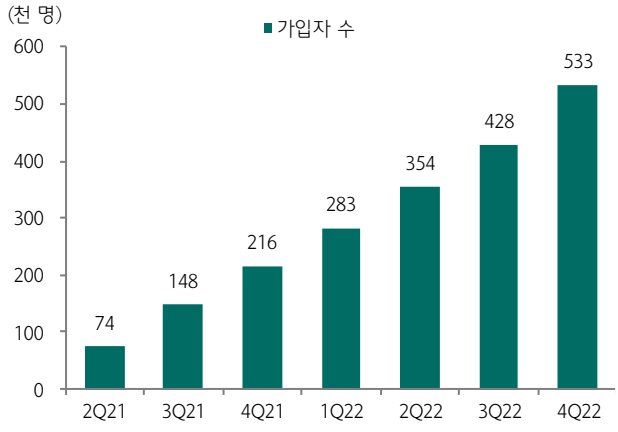
자료: 애니칼라, 하나증권

그림 25. 애니칼라 22년 매출 구성- 커머스 47%, 슈퍼챗 21%



자료: 애니칼라, 하나증권

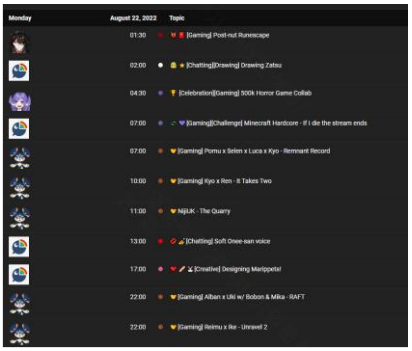
그림 26. 니지산지 팬클럽/커머스 사이트 가입자 수 증가 추이



자료: 애니칼라, 하나증권

그림 27. 니지산지 라이브 스케쥴 VS 에스파 활동 스케쥴

니지산지 22일 방송 일정



에스파 활동 스케쥴



자료: 애니칼라, SM, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2. 선행지표는 미국이 일본보다 크다

일본을 넘어선 미국 버츄얼 유튜버 구독자 수

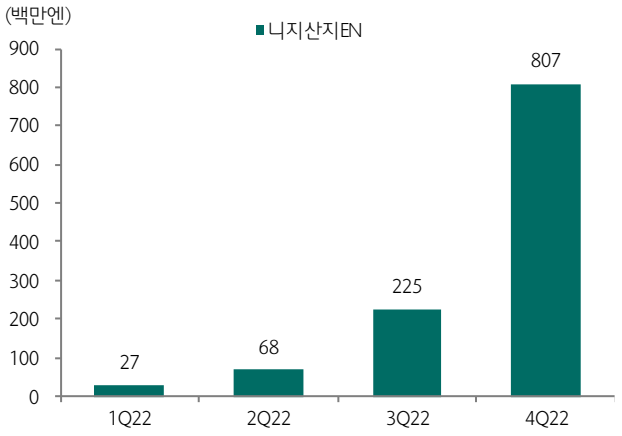
미국 버츄얼 유튜버의 구독자 수는 이미 일본을 넘어서면서, 오는 23년과 24년 영미권 중심의 성장이 예상된다. 홀로라이브의 북미권 유닛인 홀로라이브EN의 멤버들은 원조인 홀로라이브JP 멤버들보다 더 많은 팔로워 수를 자랑한다. 버츄얼 유튜브 랭킹 사이트인 버튜버 랭킹에 따르면, 글로벌 인기 1위 버튜버는 홀로라이브EN 소속으로, 구독자 412만 명을 보유한 가우르 구라(Gawr Gura)이다. 3위 역시 같은 홀로라이브EN 소속의 모리 칼리오페(Mori Calliope)로, 200만 명이 넘는 구독자를 보유했다. 니지산지도 21년 5월 미국에 니지산지EN을 출범했으며, 22년 연간으로 니지산지EN을 통해 11억엔이 넘는 수익을 올렸다. 니지산지EN은 아직 사업 초기 단계로 라이브스티리밍 매출 비중이 50%가 넘는다. 굿즈 산업이 발전한 일본에서는 라이브스트리밍 매출 비중이 20% 이하인 것을 고려하면, 23년과 24년 EN을 중심으로 한 성장이 예상된다.

그림 28. 버츄얼 유튜버 순위 1위와 3위는 홀로라이브 영미 지부 소속 가우르 구라와 모리 칼리오페



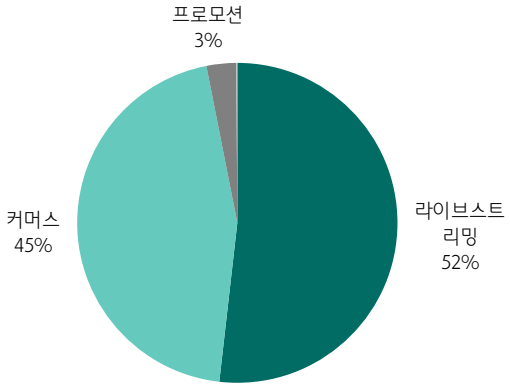
자료: Vtuber랭킹, 하나증권

그림 29. 니지산지EN 분기 매출 추이



자료: 애니칼라, 하나증권

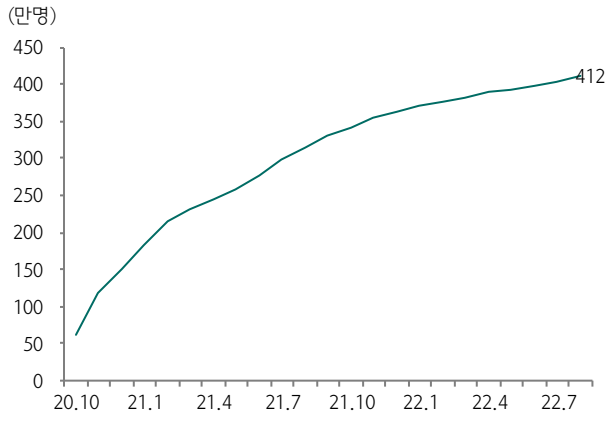
그림 30. 니지산지 EN 매출 구성



자료: 애니칼라, 하나증권

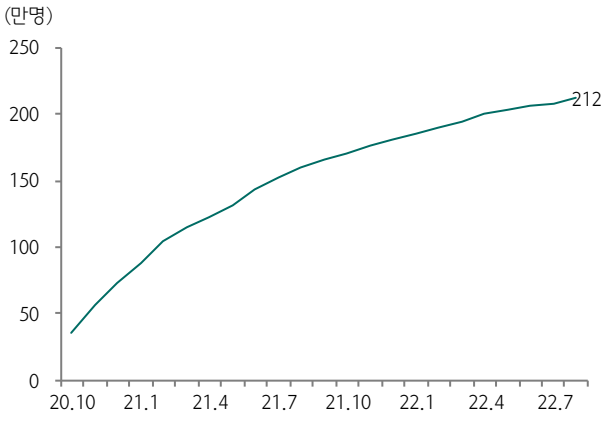
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 31. 홀로라이브EN 소속 '가우르 구라' 유튜버 구독자 추이



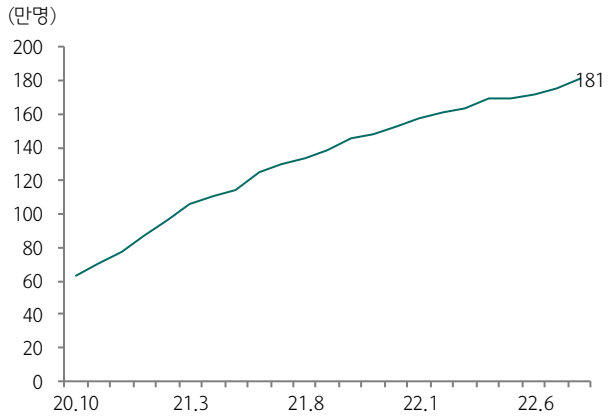
자료: 유튜브, 하나증권

그림 32. 홀로라이브 EN 소속 '모리 칼리오페' 유튜버 구독자 추이



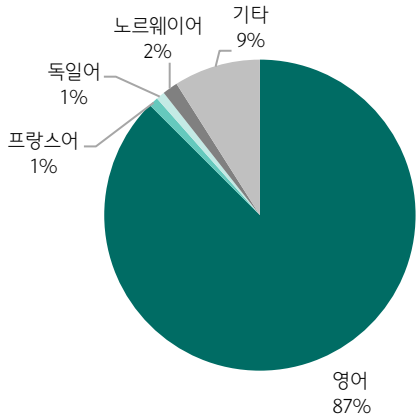
자료: 유튜브, 하나증권

그림 33. 홀로라이브 공식 채널 구독자 추이



자료: 유튜브, 하나증권

그림 34. 홀로라이브 EN 소속 '왓슨 아멜리아' 구독자 국가 구성



자료: 유튜브, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

3. 한국의 버튜버 사업은 어디까지 왔나

한국 기업은 버츄얼 휴먼에 집중

한국 게임 및 엔터기업들 대부분에서 하는 사업은 버츄얼 유튜버가 아니라 버츄얼 휴먼이다. 국내 기업들이 로지, 한유아, 애나, 위니 등 국내 버츄얼 휴먼들을 통해 보여주고자 하는 것은 자사가 인간과 매우 유사한 버츄얼 휴먼을 만들 수 있다는 기술력을 보유했다는 점이다. 반면, 일본에서 버튜버 그룹인 니지산지, 홀로라이브를 운영하는 회사들은 기술적인 측면 보다는 버튜버 개인의 서사, 개성에 집중한다. 홀로라이브를 운영하는 커버주식회사의 VR 기술을 한국 기업들과 비교해서는 초라한 수준이다.

이세계 아이돌은 고무적인 시도

오히려 일본 기업과 유사한 방식의 버츄얼 유튜버 양성은 대기업이 아니라 유튜버 집단에서 일어나고 있다. 스트리머 우왁굳의 이세계 아이돌('이세돌')은 2021년 8월 결성해 12월 첫 싱글 'RE:WIND'로 데뷔한 버추얼 걸그룹이다. 우왁굳 팬카페인 '왁물원'에 사이버 아이돌 육성 프로젝트 공지를 올려 오디션 참가자를 모집했고 최종 6인이 선발돼 현재는 가상의 엔터테인먼트인 '왁엔터테인먼트'에 소속돼 활동하고 있다. 데뷔곡은 발매 당시 벅스(음원차트) 1위, 가온차트 다운로드 부문 1위 등을 기록했으며, 공식 뮤직비디오 누적 조회수는 900만회를 돌파했다. 올해 3월에는 싱글 2집을 발매했고 실제 아이돌과 동일하게 공식 유튜브 채널인 '왁타버스(43만명)'를 통해 MV와 티저를 공개하고 있다. 멤버별로 유튜브 개인 채널을 개설해 팬들과 다양한 방식으로 소통하고 있는데 멤버들 모두 16~20만명 수준의 구독자 수를 보유하고 있다. 멤버 6명 모두 모두 트위치 한국어 채팅 방송 인기 Top10 안에 들며 안정적인 인기를 유지하고 있다. 데뷔 이후 큰 화제를 얻은 이세돌은 최근 카카오페이지와 공식 웹툰을 제작하기로 결정했다.

카카오엔터 참여로 산업화 초석

카카오엔터테인먼트가 올 하반기 런칭을 발표한 버츄얼 아이돌 서바이벌 예능 'VIP 30'은 산업화의 첫걸음이 될 수 있을 것이다. VIP30은 걸그룹 아이돌 30명이 가상 세계에서 새로운 캐릭터로 경쟁하는 과정을 담는 것으로, '마이 리틀 텔레비전'을 제작한 박진영 CP와 '퀸덤'을 제작한 조욱형 CP가 총괄 연출을 맡는다. 카카오는 콘텐츠 웹툰-영상-게임으로 이어지는 밸류체인을 모두 갖춘 기업으로 버튜버 콘텐츠가 성공할 경우 시너지가 기대된다.

그림 35. '이세계 아이돌' 선발 대회 포스터 및 계약 조건



자료: 왁물원, 하나증권

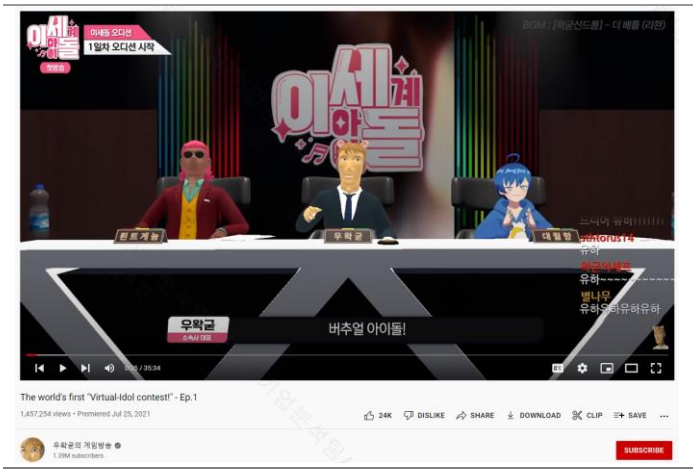
그림 36. 데뷔곡 'RE: WIND' 뮤직비디오- 조회수 900만



자료: 왁타버스, 하나증권

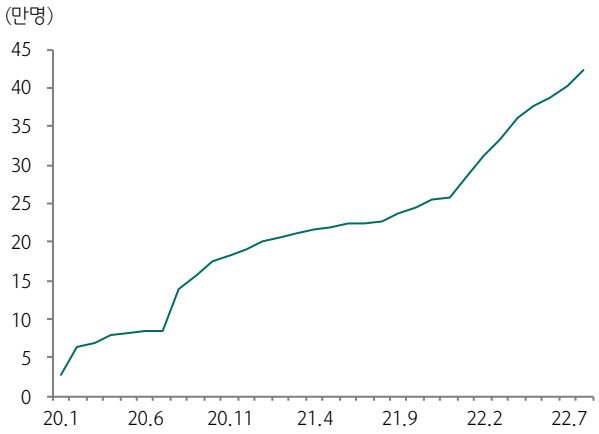
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 37. '이세계 아이돌' 오디션 유튜브 캡쳐- 조회수 1.4백만



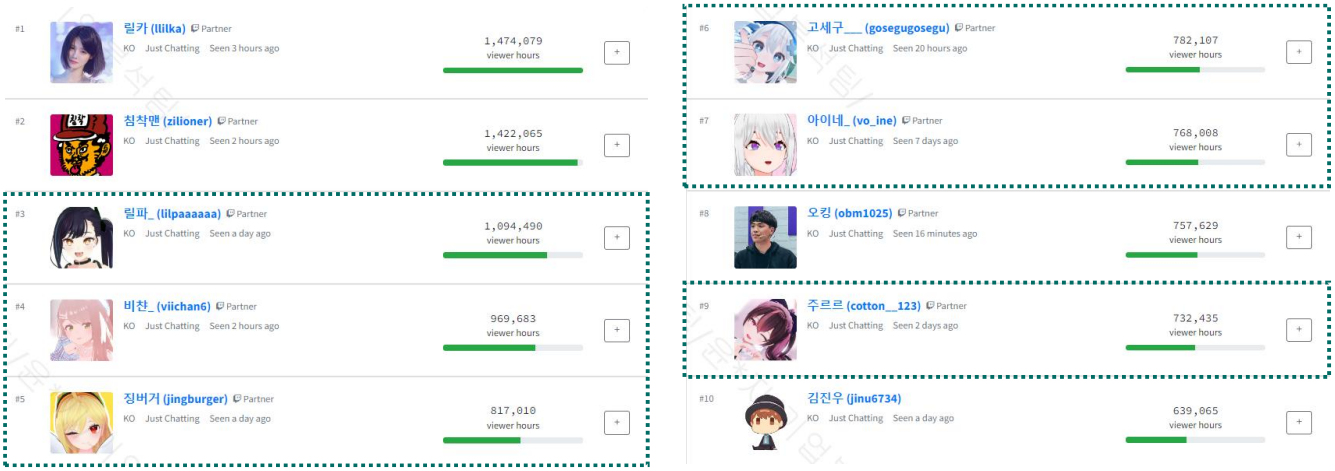
자료: 하나증권

그림 38. 왁타버스 유튜브 채널 구독자 추이



자료: 유튜브, 하나증권

그림 39. 트위치 한국어 채팅 방송 인기 Top 10에 이세돌 소속 버튜버 6명 전원 포함



자료: 트위치메트릭스(TwitchMetrics), 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

3. 게임으로 소비하는 서브컬쳐

1) 과금을 할 수 밖에 없는 스토리, <페이트 앤 그랜드오더>

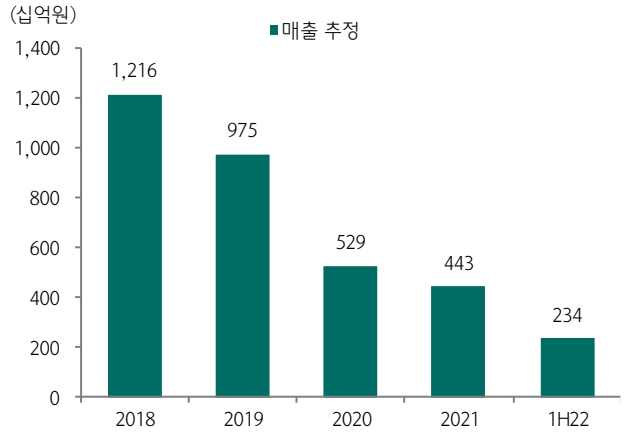
페이트 IP를 활용한 방대한 스토리가 게임의 핵심

2015년 출시한 수집형 RPG 게임 페이트 앤 그랜드오더(이하 페그오)는 누적으로 5조원의 매출을 기록했다. 페그오는 게임성이랄 것이 없는 게임으로 유명하다. 게임성 보다는 페이트 IP를 활용한 방대한 스토리가 게임의 핵심이다. 게임 내 전투 자체는 캐릭터 3명을 고르면 자동으로 싸움을 진행하는 매우 단순한 방식이며, 공략법도 딱히 없다. 국내 MMORPG의 핵심 과금 요소인 PvP 콘텐츠도 부재하며, PvE 콘텐츠도 시간이 많이 소요될 수도 있으나 무소과금으로도 충분히 해결이 가능하다.

스토리로 빌드업한 애정은 과금을 할 수 밖에 없는 이유

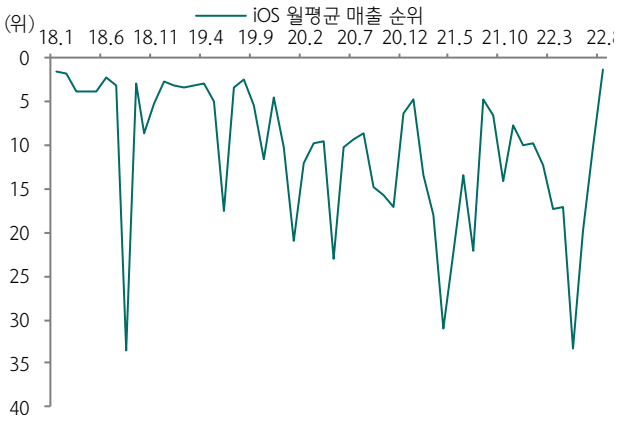
페그오는 한 캐릭터를 뽑는 갓챠를 열기 전에 수개월 간의 스토리로 애정을 빌드업한다. 스토리를 진행하는 동안 캐릭터에 대한 애정이 생기게 되고, 그런 애정은 1%의 낮은 확률에도 해당 캐릭터를 가지기 위해서 과금을 지속하는 원동력이 된다. 과거 단건 판매로 끝나던 그래픽 노벨 게임과 달리 매 스토리가 추가될 때마다 반복 매출이 발생한다. TV/영화 애니메이션, 카툰 등 IP에 대한 애정을 리뉴얼해줄 수 있는 미디어믹스 역시 핵심이다.

그림 40. 페그오 추정 매출



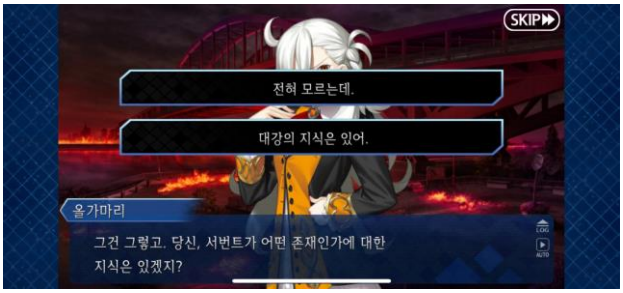
자료: Game-i.daa, 하나증권

그림 41. 페그오 월평균 iOS 매출 순위



자료: Game-i.daa, 하나증권

그림 42. 페그오 핵심 콘텐츠는 스토리



자료: 페그오, 하나증권

그림 43. 간단한 전투 요소 가미



자료: 애니, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

표 5. 페이트 시리즈 미디어 믹스 총정리

	작품명	발매년도	등장매체
1	Fate/stay night	2004년 1월	비주얼노벨
2	Fate/hollow ataraxia	2005년 10월	비주얼노벨
3	Fate/stay night	2005년 12월	코믹스
4	Fate/stay night (딘스나)	2006년 1월	애니메이션
5	히무로의 천지 Fate/school life.	2006년 11월	코믹스
6	Fate/Zero	2006년 12월	라이트노벨
7	페이트/타이가 콜로세움	2007년 9월	비디오 게임
8	Fate/kaleid liner 프리즈마 이리야	2007년 9월	코믹스
9	Fate/strange Fake(만우절 단편)	2008년 4월	만우절
10	Fate/unlimited codes	2008년 6월	비디오 게임
11	페이트/타이가 콜로세움 어퍼	2008년 8월	비디오 게임
12	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 2wei!	2009년 4월	코믹스
13	Fate/Zero 스페셜 드라마 CD	2009년 8월	사운드 드라마
14	Fate/stay night: Unlimited Blade Works (딘스나)	2010년 1월	애니메이션 극장판
15	Fate/EXTRA	2010년 7월	비디오 게임
16	Fate/Zero	2010년 12월	코믹스
17	카니발 판타즘	2011년 8월	애니메이션
18	Fate/Zero	2011년 10월	애니메이션
19	Fate/Prototype (단편 영상)	2011년 12월	단편 애니메이션
20	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 3rei!!	2012년 5월	코믹스
21	Fate/Apocrypha	2012년 12월	라이트노벨
22	Fate/EXTRA CCC	2013년 3월	비디오 게임
23	Fate/hollow ataraxia (코믹스)	2013년 5월	코믹스
24	Fate/Prototype: 창은의 프래그먼츠	2013년 7월	라이트 노벨
25	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 (애니메이션)	2013년 7월	애니메이션
26	Fate/EXTRACCC 폭스 테일	2013년 10월	코믹스
27	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 2wei! (애니메이션)	2014년 07월	애니메이션
28	Fate/stay night Unlimited Blade Works	2014년 10월	애니메이션
29	Fate/Prototype 드라마 CD: 선상의 메리크리스마스 살인사건	2014년 11월	사운드 드라마
30	로드 엘멜로이 2세의 사건부	2014년 12월	라이트노벨
31	Fate/strange Fake	2015년 1월	라이트노벨
32	Fate/strange Fake (코믹스)	2015년 1월	코믹스
33	Fate/Labyrinth	2015년 4월	라이트노벨
34	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 2wei! Herz	2015년 7월	애니메이션
35	**Fate/Grand Order**	**2015년 7월**	**모바일 게임**
36	에미야씨네의 오늘의 밥상	2016년 1월	코믹스
37	Fate/Apocrypha (코믹스)	2016년 6월	코믹스
38	Fate/kaleid liner 프리즈마☆이리야 3rei!! (애니메이션)	2016년 7월	애니메이션
39	Fate/Koha-ace 제도성배기담	2016년 11월	코믹스
40	Fate/EXTELLA	2016년 11월	비디오 게임
41	Fate/Grand Order: First Order	2016년 12월	단편 애니메이션
42	Fate/Apocrypha (애니메이션)	2017년 7월	애니메이션
43	Fate/kcaleid liner 프리즈마☆이리야 설하의 맹세	2017년 8월	애니메이션극장판
44	Fate/Grand Order-mortalis:stella-	2017년 7월	코믹스
45	Fate/Grand Order-turas réalta-	2017년 8월	코믹스
46	Fate/stay night Heaven's Feel: L. Presage flower	2017년 10월	애니메이션 극장판
47	Fate/Prototype: 창은의 프래그먼츠 (드라마 CD)	2017년 10월	사운드 드라마
48	Fate/Grand Order x 히무로의 천지 7인의 최강 위인들~	2017년 12월	단편 애니메이션
49	Fate/Grand Order: First Order	2017년 12월	단편 애니메이션
50	Fate/Grand Order-Moonlight/Lost room-	2017년 12월	단편 애니메이션
51	에미야씨네의 오늘의 밥상 (애니메이션)	2018년 1월	오리지널 넷 애니메이션
52	Fate/EXTRA Last Encore	2018년 1월	애니메이션
53	Fate/EXTELLA LINK	2018년 6월	비디오 게임
54	Fate/Grand Order Arcade	2018년 7월	아케이드 게임
55	Fate/Requiem	2018년 12월	라이트노벨
56	로드 엘멜로이 2세의 사건부: {레일 체펠린} 그레이스 노트 0화	2018년 12월	애니메이션 스페셜
57	만화로 배우는 FGO!	2018년 12월	애니메이션 스페셜
58	Fate/stay night Heaven's Feel: IL. Lost Butterfly	2019년 1월	애니메이션 극장판
59	Fate/Grand Order - 영령검호 7번승부-	2019년 1월	코믹스
60	Fate/Grand Order - 신주쿠 사건 -	2019년 2월	코믹스
61	Fate/Grand Order - 심해전뇌낙토 SERA.PH-	2019년 2월	코믹스
62	Fate/Grand Order - 아가르타의 여자 -	2019년 3월	코믹스
63	Fate/Grand Order - 이단의 세일럼 -	2019년 3월	코믹스
64	로드 엘멜로이 2세의 사건부 (레일 체펠린 그레이스 노트	2019년 7월	애니메이션

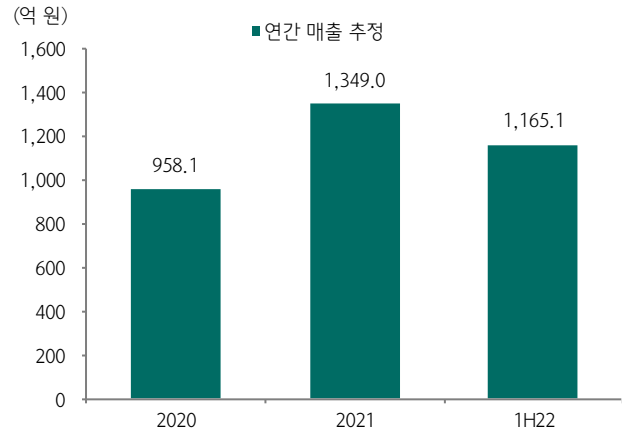
자료: 하나증권

2) 스토리가 돋보이는 리듬게임, <앙상블스타즈>

앙스타 역시 리듬게임은 거들 뿐, 핵심은 스토리를 통해 구축한 팬덤

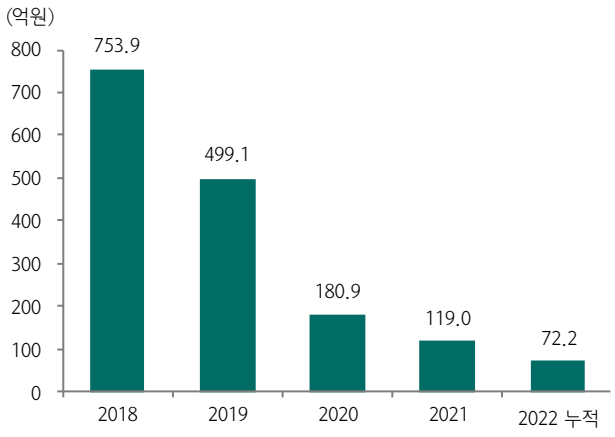
아이돌을 육성하는 스토리를 핵심으로 삼는 리듬게임 '앙상블스타즈!! Music'(이하, 앙스타) 역시 페그오와 같이 가챠 과금 구조를 통해 올 상반기만 1,000억원이 넘는 인게임 매출을 올렸다. 앙스타 역시 인게임 콘텐츠인 리듬게임은 거들 뿐, 핵심은 스토리를 통해 각각의 캐릭터 및 유닛의 팬층을 구축하는 것이다. 앙스타 세계관에는 총 14개의 아이돌 그룹이 존재하며, 멤버 수는 47명에 달한다. 유저들은 보통 1~2명의 최애 캐릭터를 가지게 되며, 해당 캐릭터를 현실 아이돌 멤버처럼 덕질한다. 평소 홈페이지에 공지되는 스케쥴을 따라서 덕질을 하다가, 15~25일 간격으로 신규 업데이트되는 갓챠에 최애캐가 등장하면 신규 의상을 얻기 위해 1% 확률의 갓챠에 과금을 쏟아붓는 형식이다.

그림 44. 앙상블스타즈!! Music 매출



자료: Game-i.daa, 하나증권

그림 45. 앙상블스타즈!! Basic 매출



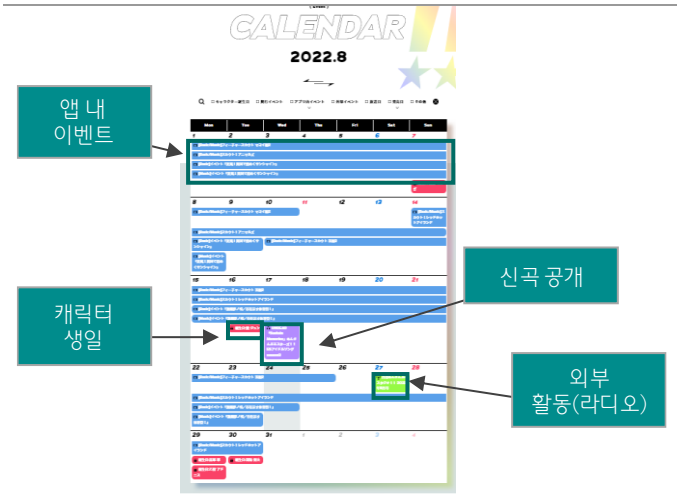
자료: Game-i.daa, 하나증권

그림 46. 앙상블스타즈!! Music 인게임- 대화



자료: Happy Elements, 하나증권

그림 47. 앙스타 아이돌 스케쥴 표



자료: Happy Elements, 하나증권

3) 카카오게임즈가 한국에서 보여준 서브컬쳐 게임의 가능성

우마무스메의 성공으로 확인한 유저풀

카카오게임즈가 퍼블리싱한 우마무스메의 예상을 상회하는 성과는 스토리 기반의 수집형 RPG가 한국에서도 유의미한 유저풀을 가지고 있다는 것을 보여주었다. 우마무스메 역시 다른 성공한 수집형 RPG와 마찬가지로 캐릭터에 대한 애정을 형성하기 위한 방대한 스토리와 적절한 수준의 게임성을 보유하고 있다. 경마 대회 이후 벌어지는 축하 무대는 낯설 수 있는 설정이지만, 나중에는 캐릭터에 대한 애정을 더욱 키워주는 재밌는 요소로 작용한다. 2기까지 나온 우마무스메 TV 애니메이션은 다양한 캐릭터의 매력을 보여줌으로써, 새로운 캐릭터를 육성하도록 유도해 견조한 트래픽을 유지하는 데에 일조한다. 우마무스메는 탄탄한 스토리에 더해 메인 캐릭터뿐 아니라 서포트 카드까지 5장이 넘는 카드를 갓챠로 마련해야하는 매운맛 과금 시스템도 보유하고 있다.

시프트업, 나인아크, 모히또게임즈, 넥슨, 넷마블 서브컬쳐 신작 준비중

우마무스메의 성공으로 서브컬쳐 신작에 대한 기대감은 높아졌다. 국내 개발사 출시 예정인 서브컬쳐 작품은 작년 지스타에서 관심을 끌었던 시프트업의 3인칭 슈팅 모바일 게임 "승리의 여신: 니케"와 콘솔 게임인 "프로젝트 이브"가 대표적이다. 카카오게임즈가 지분을 투자한 나인아크 역시 하반기 미소녀 수집형 RPG 모바일 게임 "에버소울"의 출시를 앞두고 있다. 조이시티의 자회사인 모히또게임즈가 개발하고 있는 디스토피아 배경의 미소녀 수집형 RPG "프로젝트M" 역시 작년 중국의 빌리빌리와 퍼블리싱 계약을 맺으며 기대감을 사고 있다. 출시 일정은 미정이지만 넥슨의 카툰 렌더링 형식의 수집형 RPG "프로젝트SF2"와 넷마블의 오픈월드 RPG "일곱개의대죄: 오리진"도 유사한 장르로 개발을 진행 중에 있다. 해당 게임들은 원작 IP가 없는 만큼, 인게임 스토리를 보완해줄 수 있는 미디어 믹스 출시 계획을 가지고 있는지 여부가 중요하다.

그림 48. 우마무스메 애니메이션 2기에서의 캐릭터 '매지로 맥퀸'



자료: 카카오게임즈, 하나증권

그림 49. 레이스 종료 후 진행되는 '위닝 라이브'



자료: 카카오게임즈, 하나증권

그림 50. 나인아크 <에버소울>



자료: 나인아크, 하나증권

그림 51. 시프트업 <니케: 승리의 여신>- 일러스트



자료: 시프트업, 하나증권

그림 52. 시프트업 <니케: 승리의 여신>- 인게임



자료: 시프트업, 지디넷코리아, 하나증권

그림 53. 모히또게임즈 <프로젝트M>



자료: 하나증권

표 6. 국내 게임사 서브컬쳐 게임 라인업

게임명	개발사/퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 예정 국가	출시 예정일
에버소울	나인아크/카카오게임즈	수집형 RPG	모바일	글로벌	4Q21
승리의 여신: 니케	시프트업/레벨 인피니트	TPS	모바일	글로벌	FY2022
프로젝트M	모히또게임즈/빌리빌리	수집형 RPG	모바일	글로벌	미정
프로젝트 이브	시프트업	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	미정
프로젝트SF2	넥슨	수집형 RPG	모바일	글로벌	미정
일곱개의 대죄: 오리진	넷마블 F&C	오픈월드 액션 RPG	모바일	글로벌	미정

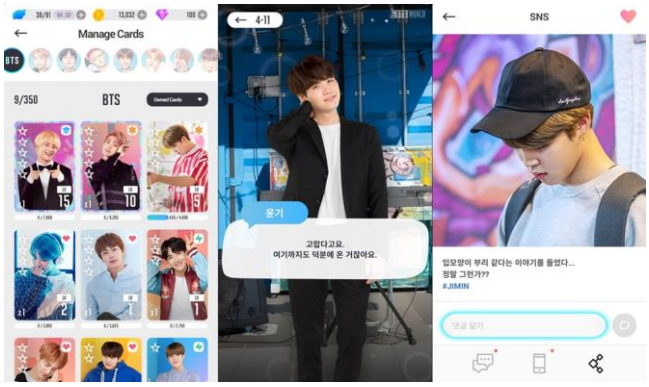
자료: 하나증권

4) BTS IP 기반 게임의 변천사

하이브도 BTS라는 강력한 IP 기반으로 게임 사업을 확장하고 있다. 넷마블을 통해 2019년 BTS의 매니저가 되어 월드스타로 키우는 육성 시뮬레이션 게임 'BTS 월드'를 출시했지만 미니게임 하나 없이 스토리만 따라가는 단조로운 패턴과 실사형 이미지와 오글거리는 대사 등 완성도가 높지 않았다. 2020년 2번째 게임 'BTS 유니버스 스토리'는 의 세계관을 기반으로 한 샌드박스 형식으로 직접 이야기를 제작하거나 주어진 스토리를 감상하며 결말을 선택하는 방식으로 진행되었다. 다만, 이는 세계관을 이해하는 소수의 팬들 위주로 소비되었기에 두 게임 모두 라이트한 팬덤에게는 허들이 꽤 높았고 성과도 아쉬웠다.

그러나, 2018년 출시된 리듬게임 '슈퍼스타 BTS'의 개발사 수퍼브를 자회사로 인수해 '리듬 하이브'로 재 출시하는 등 개발 역량을 내재화하면서 게임 사업 부문을 신설해 독자 개발에 나섰고, 2022년 직접 개발한 4번째 게임 '인더섬 with BTS'는 귀여운 캐릭터에 누구나 쉽게 즐길 수 있는 캔디크러쉬 류의 퍼즐 게임, 그리고 유저간의 상호 작용 강화를 통해 2분기 기준 누적 가입자 수 600만명에 및 일 매출 1.5~2억원 내외를 기록하고 있다. 이런 과정을 통해 1) BTS가 반드시 실사형 이미지로 보여질 필요가 없고 2) BTS의 IP를 생각 없이 가볍게 즐길 수 있는 대중적인 장르나 요소를 강화하면서 성장하고 있다.

그림 11. BTS 월드 – 2019/6/26 출시



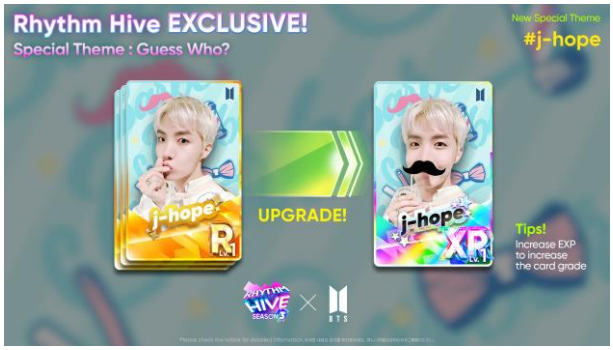
자료: 넷마블, 하나증권

그림 12. BTS 유니버스 스토리 – 2020/9/24 출시



자료: 넷마블, 하나증권

그림 11. 리듬하이브 – 2021/2/4 출시



자료: 하이브, 하나증권

그림 12. 인더섬 with BTS – 2022/6/28 출시



자료: 하이브, 하나증권

Top Picks 및 관심종목

카카오게임즈(293490)	25
넥슨게임즈(225570)	29
ANYCOLOR(5032.JP)	32
키다리스튜디오(020120)	35
애니플러스(310200)	39

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2022년 8월 29일

카카오게임즈(293490)

서브컬쳐가 한국으로 들어오는 관문

우마무스메의 성공에서 본 스토리 기반 게임의 가능성

우마무스메는 키타산 블랙 업데이트에 일매출 150억원을 기록하고, 3분기 일평균 10억원 매출을 기록할 것으로 예상한다. 국내에서 낯선 경마 서브컬쳐 게임으로서는 이례적으로 예상을 상회하는 실적을 보여주고 있다. 이는 경쟁심을 자극하는 MMO 일변도였던 한국 시장에도 스토리 기반의 수집형 RPG에 대한 갈증이 있었음을 보여준 것이라 판단한다. 우마무스메는 성공한 일본산 수집형 RPG들이 그래왔듯이 애니메이션, 웹툰과 미디어믹스를 활용한 몰입감 있는 스토리로 형성된 애정을 기반으로, 메인 캐릭터 카드와 서포트 카드를 포함해 5장이 넘는 카드 갓챠로 확보해야하는 강한 과금 구조를 가져간다. 카카오게임즈는 〈프린세스커넥트〉, 〈앙상블스타즈〉, 〈뱅드림〉, 〈가디언테일즈〉에 이르기까지 다수의 서브컬쳐 게임을 퍼블리싱한 역량을 보유하고 있으며, 〈우마무스메〉 이후 일본 및 중국의 서브컬쳐 기대작의 한국 퍼블리셔 1순위가 될 수 있을 것으로 예상한다.

하반기 서브컬쳐 기대작, 에버소울

카카오게임즈가 퍼블리싱하고 나인아크가 개발하는 신작 수집형 RPG '에버소울'이 연내 출시될 것으로 예상한다. 에버소울은 풀3D의 화려한 그래픽이 특징이며, 미소녀 연애 시뮬레이션 게임 요소를 통해 캐릭터에 대한 애정을 증진시키는 전략을 취한다. 수집 욕구를 자극할 캐릭터의 수는 40개에서 1~2달 간격으로 한 개씩 업데이트 될 예정이다. 카카오게임즈가 퍼블리싱을 할 예정인 만큼, 카카오 내 밸류체인을 통해서 게임의 재미를 배가해 줄 수 있는 다양한 미디어믹스가 함께 출시될 경우 다른 게임들과 차별화 포인트가 될 수 있을 것이다. 또한, 로그라이크식 콘텐츠인 '던전'을 통해서 게임성을 보완할 예정이다. '던전'은 작고 귀여운 버전의 SD 캐릭터가 퍼즐을 풀거나 전투를 하는 콘텐츠로, 일본에서 여전히 콩게임즈의 〈가디언테일즈〉과 유사한 모습일 것으로 예상한다.

Top Picks

BUY

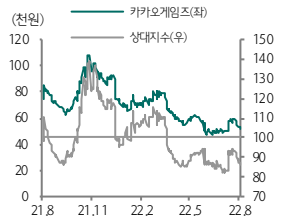
| TP(12M): 80,000원 | CP(8월26일): 52,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	802.45
52주 최고/최저(원)	108,700/46,700
시가총액(십억원)	4,110.1
시가총액비중(%)	1.13
발행주식수(천주)	82,211.8
60일 평균 거래량(천주)	860.3
60일 평균 거래대금(십억원)	46.3
22년 배당금(예상,원)	0
22년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	11.48
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 17 인	51.18

주가상승률	1M	6M	12M
절대	3.6	(28.0)	(38.9)
상대	2.0	(21.7)	(22.3)

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	1,420.6	1,845.2
영업이익(십억원)	310.3	420.4
순이익(십억원)	234.7	318.8
EPS(원)	2,347	3,285
BPS(원)	27,988	31,429

Stock Price



Financial Data

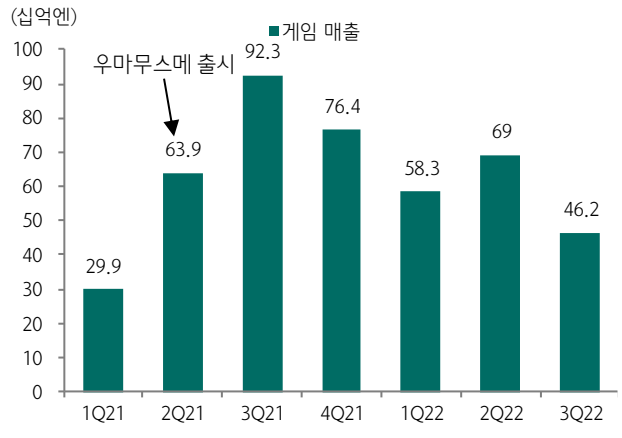
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	495.5	1,012.5	1,523.5	2,312.4	2,715.5
영업이익	십억원	66.5	111.9	335.4	511.7	498.9
세전이익	십억원	77.9	722.1	350.9	486.6	473.8
순이익	십억원	86.0	528.7	171.0	273.7	248.7
EPS	원	1,379	7,061	2,180	3,478	3,160
증감율	%	600.00	412.04	(69.13)	59.54	(9.14)
PER	배	33.36	12.89	23.94	15.01	16.52
PBR	배	3.39	3.35	1.89	1.68	1.53
EV/EBITDA	배	33.11	45.59	6.34	3.76	2.97
ROE	%	12.12	34.06	8.05	11.98	9.77
BPS	원	13,557	27,156	27,548	31,026	34,186
DPS	원	0	0	0	0	0



인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

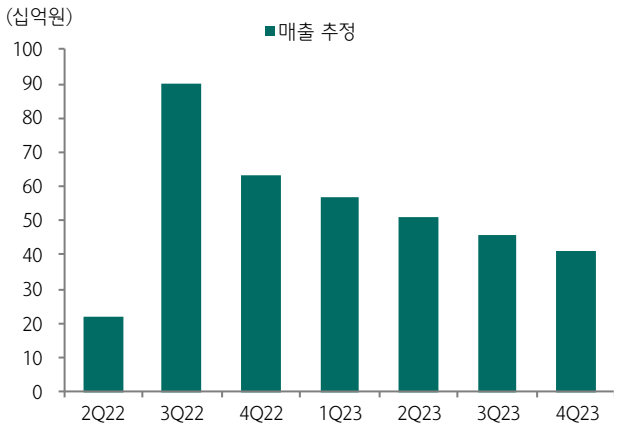
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 1. 우마무스메 개발사 사이게임즈 게임 매출 추이



자료: 하나증권

그림 2. 한국 우마무스메 매출 추정



자료: 하나증권

그림 3. 에버소울 티저 이미지



자료: 나인아크, 하나증권

그림 4. 에버소울 전투장면



자료: 나인아크, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

표 1. 카카오게임즈 실적 요약 및 전망

(단위: 십억 원)

	21	22F	23F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F
영업수익	1,012.4	1,523.5	2,312.4	130.1	129.5	466.1	286.7	266.3	338.8	413.4	505.0
YoY 성장(%)	*104.3*	*50.5*	*51.8*	*35.0*	*21.6*	*209.7*	*101.9*	*104.7*	*161.6*	*(11.3)*	*76.1*
게임매출	862.0	1,082.3	1,705.7	111.2	103.1	428.4	219.3	191.8	228.1	291.5	370.9
모바일게임	754.9	1,023.0	1,649.4	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	277.2	355.5
QoQ 성장(%)				*(15.8)*	*40.3*	*387.0*	*(51.3)*	*(11.4)*	*20.3*	*30.1*	*28.2*
YoY 성장(%)	*86.9*	*358.7*	*180.1*	*40.4*	*86.9*	*358.7*	*180.1*	*194.8*	*152.8*	*(32.5)*	*77.8*
PC게임	107.1	59.3	56.3	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	14.3	15.4
카카오VX & Other	150.4	441.2	606.7	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	121.9	134.1
YoY 성장(%)	*139.7*	*193.4*	*37.5*	*76.6*	*65.0*	*120.5*	*256.6*	*294.2*	*319.7*	*223.3*	*98.9*
영업비용	898.1	1,188.0	1,766.6	114.5	121.4	423.4	238.8	224.3	257.8	310.2	395.8
YoY 성장(%)	*109.3*	*32.3*	*48.7*	*36.8*	*34.1*	*227.5*	*90.3*	*95.9*	*112.3*	*(26.7)*	*65.7*
영업이익	114.3	335.4	545.9	15.6	8.1	42.7	47.9	42.1	81.0	103.1	109.2
YoY 성장(%)	*71.8*	*193.5*	*62.7*	*22.8*	*(49.4)*	*101.4*	*190.3*	*169.8*	*900.5*	*141.5*	*128.0*
OPM(%)	*11.3*	*22.0*	*23.6*	*12.0*	*6.3*	*9.2*	*16.7*	*15.8*	*23.9*	*24.9*	*21.6*
당기순이익	520.3	242.1	390.5	18.3	0.4	44.3	457.3	28.3	64.0	72.6	77.2
YoY 성장(%)	*670.7*	*(53.5)*	*61.3*	*-*	*(97.7)*	*64.1*	*3,500.8*	*54.7*	*16,436.4*	*63.9*	*(83.1)*
NPM(%)	*51.4*	*15.9*	*16.9*	*14.1*	*0.3*	*9.5*	*159.5*	*10.6*	*18.9*	*17.6*	*15.3*

자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**495.5**	**1,012.5**	**1,523.5**	**2,312.4**	**2,715.5**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,523.5	2,312.4	2,715.5
판관비	429.0	900.6	1,188.0	1,800.7	2,216.6
영업이익	**66.5**	**111.9**	**335.4**	**511.7**	**498.9**
금융손익	34.2	(47.1)	(1.1)	15.6	15.6
종속/관계기업손익	(1.6)	12.8	(21.7)	(22.4)	(22.4)
기타영업외손익	(21.2)	644.4	38.2	(18.4)	(18.4)
세전이익	**77.9**	**722.1**	**350.9**	**486.6**	**473.8**
법인세	10.4	201.9	108.8	121.6	118.4
계속사업이익	67.5	520.2	242.1	364.9	355.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**67.5**	**520.2**	**242.1**	**364.9**	**355.3**
비지배주주지분 순이익	(18.5)	(8.5)	71.1	91.2	106.6
지배주주순이익	**86.0**	**528.7**	**171.0**	**273.7**	**248.7**
지배주주지분포괄이익	188.1	746.7	40.6	237.2	248.7
NOPAT	57.6	80.6	231.4	383.8	374.2
EBITDA	88.8	155.2	422.3	590.7	571.7
성장성(%)					
매출액증가율	26.73	104.34	50.47	51.78	17.43
NOPAT증가율	274.03	39.93	187.10	65.86	(2.50)
EBITDA증가율	68.18	74.77	172.10	39.88	(3.22)
영업이익증가율	90.00	68.27	199.73	52.56	(2.50)
(지배주주)순익증가율	681.82	514.77	(67.66)	60.06	(9.13)
EPS증가율	600.00	412.04	(69.13)	59.54	(9.14)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	17.92	15.33	27.72	25.54	21.05
영업이익률	13.42	11.05	22.02	22.13	18.37
계속사업이익률	13.62	51.38	15.89	15.78	13.08

대차대조표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	**695.6**	**1,151.2**	**2,539.6**	**3,132.2**	**3,863.5**
금융자산	603.9	958.1	2,200.0	2,754.4	3,407.7
현금성자산	567.2	808.7	1,898.2	2,452.6	3,105.9
매출채권	53.8	90.6	159.6	177.7	214.5
재고자산	11.7	60.2	106.0	118.0	142.5
기타유동자산	26.2	42.3	74.0	82.1	98.8
비유동자산	**614.3**	**3,153.8**	**3,248.3**	**3,236.6**	**3,301.2**
투자자산	332.4	792.9	968.4	1,035.8	1,173.1
금융자산	266.2	467.9	403.5	406.8	413.6
유형자산	49.4	75.4	59.6	43.6	31.9
무형자산	**153.3**	**2,128.2**	**2,067.7**	**2,004.7**	**1,943.7**
기타비유동자산	**79.2**	**157.3**	**152.6**	**152.5**	**152.5**
자산총계	**1,309.9**	**4,305.0**	**5,787.9**	**6,368.9**	**7,164.7**
유동부채	**159.3**	**842.7**	**1,904.2**	**2,035.1**	**2,302.0**
금융부채	29.7	53.8	86.9	96.5	116.1
매입채무	0.3	11.5	20.3	22.6	27.3
기타유동부채	129.3	777.4	1,797.0	1,916.0	2,158.6
비유동부채	**125.2**	**1,041.8**	**1,337.0**	**1,422.1**	**1,595.7**
금융부채	**84.2**	**615.3**	**585.7**	**585.7**	**585.7**
기타비유동부채	41.0	426.5	751.3	836.4	1,010.0
부채총계	**284.5**	**1,884.5**	**3,241.2**	**3,457.2**	**3,897.7**
지배주주지분	**1,002.8**	**2,101.3**	**2,147.0**	**2,420.8**	**2,669.5**
자본금	**7.4**	**7.7**	**7.8**	**7.8**	**7.8**
자본잉여금	728.3	1,053.6	1,089.1	1,089.1	1,089.1
자본조정	1.9	28.0	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	85.7	271.3	140.9	140.9	140.9
이익잉여금	179.5	740.6	911.6	1,185.3	1,434.0
비지배주주지분	**22.6**	**319.2**	**399.7**	**490.9**	**597.5**
자본총계	**1,025.4**	**2,420.5**	**2,546.7**	**2,911.7**	**3,267.0**
순금융부채	(489.9)	(289.1)	(1,527.4)	(2,072.1)	(2,705.9)

투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,379	7,061	2,180	3,478	3,160
BPS	13,557	27,156	27,548	31,026	34,186
CFPS	1,418	(416)	5,921	7,471	7,229
EBITDAPS	1,424	2,073	5,383	7,506	7,264
SPS	7,949	13,524	19,420	29,383	34,505
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	33.36	12.89	23.94	15.01	16.52
PBR	3.39	3.35	1.89	1.68	1.53
PCFR	32.44	(218.75)	8.82	6.99	7.22
EV/EBITDA	33.11	45.59	6.34	3.76	2.97
PSR	5.79	6.73	2.69	1.78	1.51
재무비율(%)					
ROE	12.12	34.06	8.05	11.98	9.77
ROA	9.04	18.83	3.39	4.50	3.68
ROIC	54.04	8.33	19.12	64.74	101.58
부채비율	27.75	77.86	127.27	118.74	119.31
순부채비율	(47.78)	(11.94)	(59.97)	(71.17)	(82.82)
이자보상배율(배)	13.46	16.23	0.00	0.00	0.00

현금흐름표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	**82.3**	**227.8**	**1,654.0**	**650.3**	**825.6**
당기순이익	67.5	520.2	242.1	364.9	355.3
조정	29.5	(349.1)	101.5	101.4	95.1
감가상각비	22.2	43.3	86.8	79.0	72.7
외환거래손익	2.3	(2.0)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	(676.8)	27.2	22.4	22.4
기타	4.6	286.4	(12.0)	0.0	(0.0)
영업활동자산부채변동	(14.7)	56.7	1,310.4	184.0	375.2
투자활동 현금흐름	**(168.4)**	**(804.0)**	**(528.0)**	**(89.8)**	**(159.7)**
투자자산감소(증가)	(200.0)	(412.1)	(187.5)	(89.8)	(159.7)
자본증가(감소)	(27.7)	(10.9)	(1.3)	0.0	0.0
기타	59.3	(381.0)	(339.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**408.7**	**818.1**	**18.5**	**9.6**	**19.6**
금융부채증가(감소)	66.5	555.1	1.1	9.6	19.6
자본증가(감소)	398.9	325.7	35.5	0.0	0.0
기타재무활동	(56.7)	(62.7)	(18.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**320.1**	**241.4**	**1,084.6**	**554.4**	**653.3**
Unlevered CFO	88.4	(31.2)	464.5	588.0	568.9
Free Cash Flow	54.5	216.8	1,652.7	650.3	825.6

자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2022년 8월 29일

넥슨게임즈(225570)

히트2로 캐시카우 확보, 엣지는 신작

고무적인 블루아카이브의 성과

넥슨게임즈의 블루아카이브는 페그오, 우마무스메, 소녀전선, 명일방주가 그랬던 것처럼 게임 내 요소를 잘 살린 TV 애니메이션이 방영될 경우 일본 내에서 스테디셀러로 자리잡을 수 있을 것으로 본다. 블루아카이브는 21년 2월 일본 출시 이후 매출 순위 4위까지 기록한 바 있으며, 같은 해 11월 한국에서도 출시 직후 안드로이드 매출 5위를 기록하면서 이례적으로 흥행한 바 있다. 일본에서는 출시 1년을 맞으면서 순위가 다소 저조한 흐름을 보였으나, 8월 여름 맞이 8분짜리 프로모션 비디오를 공개하면서 인기 순위 100위 권에서 10위권으로 차트 역주행하면서 스토리 기반의 수집형 RPG의 저력을 보여줬다. 수집형RPG 게임의 핵심은 완성도 있는 스토리를 통해 캐릭터에 대한 애정을 형성하는 것으로, 애니메이션, 웹툰과 같은 미디어 믹스는 인앱 스토리 이외에 애정을 강화하는 핵심 요소이다. 블루아카이브는 아직 8분짜리 애니메이션과 일부 4컷 만화 제공하는 수준으로 미디어믹스 포텐이 크다고 판단한다.

MMO 부진 속 다양한 장르 신작 라인업은 매력포인트

신작 MMO의 부진으로 글로벌 흥행 가능성이 있는 PC/콘솔 신작에 대한 관심이 높아지는 시기에, 넥슨게임즈의 신작 라인업은 차별화가 가능하다고 판단한다. 8월 25일 공개된 MMORPG 히트2 관련 불확실성은 제거되었으며, MMO 장르 특성상 높은 일매출 수준을 유지하며 캐시카우 역할을 해줄 것으로 예상한다. 회사의 밸류를 높여줄 수 있는 신작 게임은 4분기 출시 예정이 PC TPS 게임 '베일드 엑스퍼트'와 22년 상반기 출시 예정인 PC/콘솔 루트슈터 장르의 게임 '퍼스트 디센던트', 22년 하반기 출시 예정인 모바일 MMORTS "갓썸: 클래시 오브 갓"까지 세 작품이 될 것이다. 넥슨이 올해 지스타에 최대 규모로 참가하는 만큼 퍼스트 디센선트의 인게임 영상, 갓썸의 티져 영상이 공개될 수도 있을 것으로 예상한다.

Top Picks

Not Rated

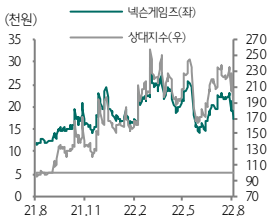
| CP(8월26일): 17,350원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	802.45
52주 최고/최저(원)	28,700/11,650
시가총액(십억원)	1,140.7
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	65,746.5
60일 평균 거래량(천주)	1,205.1
60일 평균 거래대금(십억원)	23.2
21년 배당금(원)	0
21년 배당수익률(%)	0.00
외국인지분율(%)	1.33
주요주주 지분율(%)	
넥슨코리아	60.12

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.2)	3.0	48.9
상대	(13.5)	12.0	89.4

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



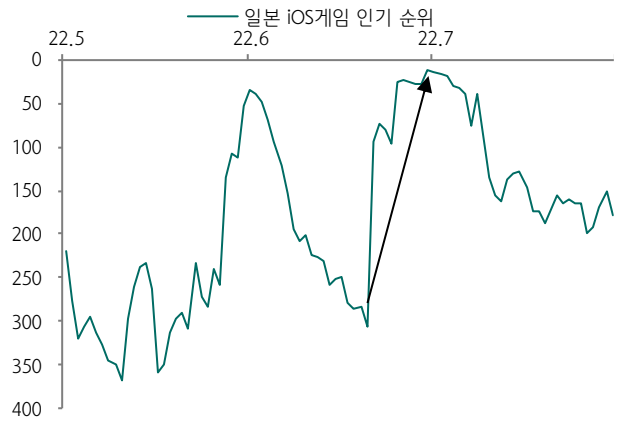
Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	0	0	0	0	0
영업이익	십억원	0	0	0	0	0
세전이익	십억원	0	0	0	0	0
순이익	십억원	0	0	0	0	0
EPS	원	0	0	0	0	0
증감율	%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS	원	0	0	0	0	0
DPS	원	0	0	0	0	0



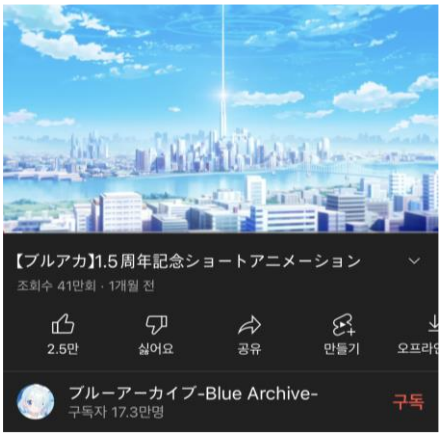
인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

그림 1. 블루아카이브 일본 iOS 게임 인기 순위



자료: 센서타워, 하나증권

그림 2. 여름 애니메이션 PV 조회수



자료: 유튜브, 하나증권

그림 3. TPS 신작 <베일드 엑스퍼트> 인게임 이미지



자료: 넥슨게임즈, 하나증권

그림 4. 루트슈터 신작 <더 퍼스트 디센던트> 티저 이미지



자료: 넥슨게임즈, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0	0
판관비	0	0	0	0	0
영업이익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금융손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세	0	0	0	0	0
계속사업이익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
지배주주지분포괄이익	0	0	0	0	0
NOPAT	0	0	0	0	0
EBITDA	0	0	0	0	0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
계속사업이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

대차대조표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금융자산	0	0	0	0	0
현금성자산	0	0	0	0	0
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	0	0	0	0
비유동자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
투자자산	0	0	0	0	0
금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
기타비유동자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
유동부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금융부채	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금융부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본금	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	0	0	0	0
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순금융부채	0	0	0	0	0

투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	0	0	0	0	0
BPS	0	0	0	0	0
CFPS	0	0	0	0	0
EBITDAPS	0	0	0	0	0
SPS	0	0	0	0	0
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	0	0	0	0	0
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	0	0	0	0	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업활동자산부채변동	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Unlevered CFO	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	0	0	0	0	0

자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2022년 8월 29일

ANYCOLOR(5032.JP)

뉴엔터사업 버츄얼 유튜버

일본 최대 버츄얼 유튜버 매니지먼트 회사

22년 6월 상장한 애니칼라는 니지산지라는 일본 최대 버츄얼 유튜버(이하 버튜버) 그룹을 보유한 회사이다. 회계연도 22년 기준 매출액은 142억엔, 영업이익은 42억엔에 달한다. 애니칼라는 캐릭터성을 부여한 버튜버를 창조하고, 연기를 담당해 줄 성우를 기용해 캐릭터를 키워낸다. 버튜버들은 주로 유튜브를 중심으로 활동하며, 게임, 음악 등 다양한 주제의 라이브스트리밍을 통해서 팬덤을 구축한다. 팬덤이 구축된 후에는 캐릭터 굿즈 판매를 통해서 본격적인 수익화에 들어간다. 당사는 160여 명의 다양한 버튜버를 보유하고 있으며, 구독자 50만 명이 넘는 버튜버 23명이 소속되어있다.

덕 중의 덕은 양덕

니지산지는 21년 5월 니지산지EN을 출범하며 미국으로 지역적 확장을 시작했다. 23년 미국 지역 확장과 기존 지역 내 수익화가 본격화되면서, 23년 연간으로 매출은 전년 대비 40% 넘게 성장하며 200억 엔 이상이 될 것으로 추정한다. 미국에서 출시 3개 분기만에 구독자 50만 명 이상인 버튜버는 7명에 달하며, EN의 매출은 4Q22 기준 전사 매출의 20% 수준까지 올라왔다. 니지산지의 경쟁사인 홀로라이브 역시 본토인 홀로라이브JP보다 홀로라이브EN이 인기가 많은 등 영어권 국가에서의 서브컬쳐 잠재 수요는 일본을 넘어갈 수도 있다고 판단한다.

버튜버의 미래는 그리기 나름

애니칼라가 12개월 선행 기준으로 40배가 넘는 프리미엄을 받아서 거래되는 이유는 확장성 때문이다. 웹툰, 애니메이션, 게임 등 수백만의 팬덤을 이용한 다양한 미디어 믹스가 가능하기 때문이다. 니지산지는 이미 버튜버들을 유닛으로 묶어 버츄얼 아이돌 활동을 하거나, 오디오 드라마를 제작해 공식 굿즈샵에서 판매하고 있다. 홀로라이브와 일본 서브컬쳐 게임인 뱅드림의 콜라보에서 알 수 있듯이 버튜버를 활용한 게임도 머지 않았다.

투자선호도 ★★★★☆

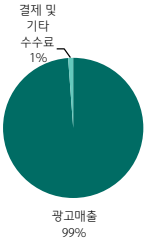
성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆

Key Data

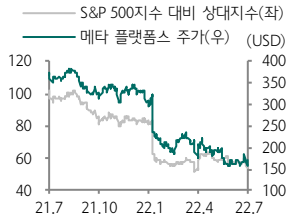
국가	JAPAN
상장거래소	Tokyo
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	엔터테인먼트
홈페이지	www.anycolor.co.jp
시가총액(십억USD)	218.7
시가총액(조원)	2.1
52주최고/최저(USD)	9200/4800
주요주주 지분율(%)	
Tazumi Riku	46.12
LC FUND VIII LP	11.16
블룸버그 목표가(USD)	N/A
최근 종가(USD)	7,290

주가상승률	1M	6M	12M
절대	8.5	N/A	N/A
상대	6.8	N/A	N/A

매출구성



주가추이



주: 1. 2022.8.26 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(좋음) 의미.

Financial Data

백만 USD	2021	2022
매출	7,636	14,164
영업이익	1,452	4,191
순이익	937	2,793
EPS(USD)	32.5	93.9
EPS(YOY, %)	2,236.3	189.2
ROE(%)	30.1	56.7
PER(배)	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A
배당률(%)	N/A	N/A

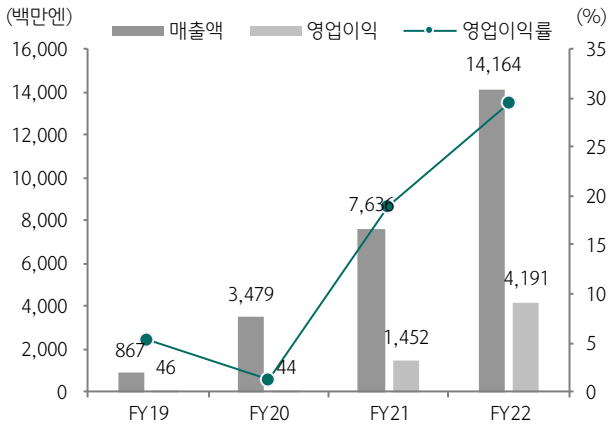
주: 전망치는 시장 평균 예상치
자료: Bloomberg, 하나증권



인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

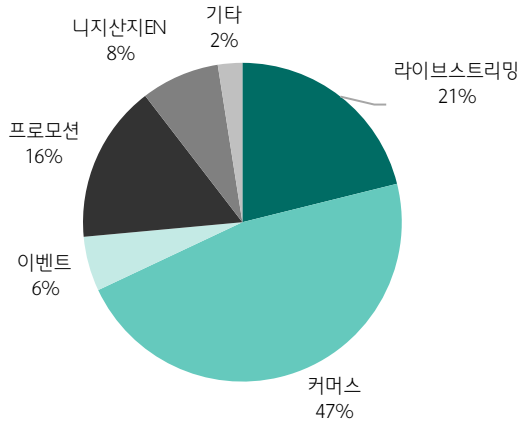
Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

그림 1. 애니칼라 매출, 영업이익



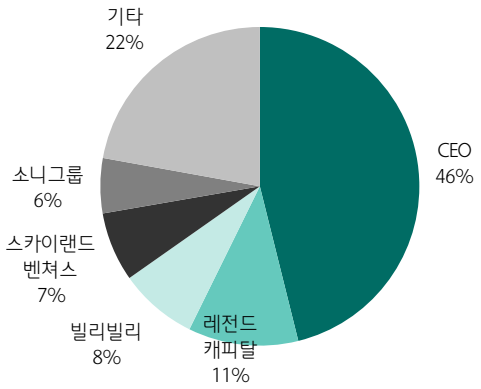
자료: 애니칼라, 하나증권

그림 2. 매출 구성



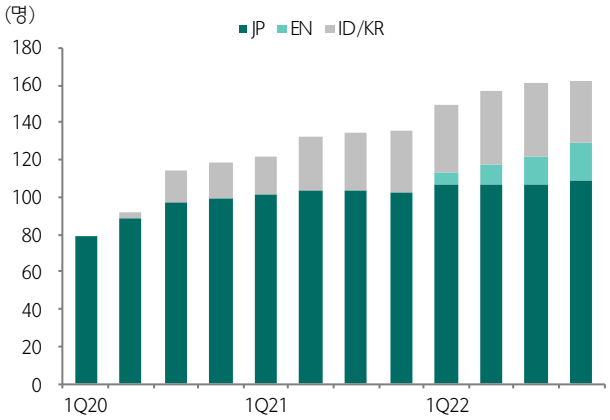
자료: 하나증권

그림 3. 주주 구성



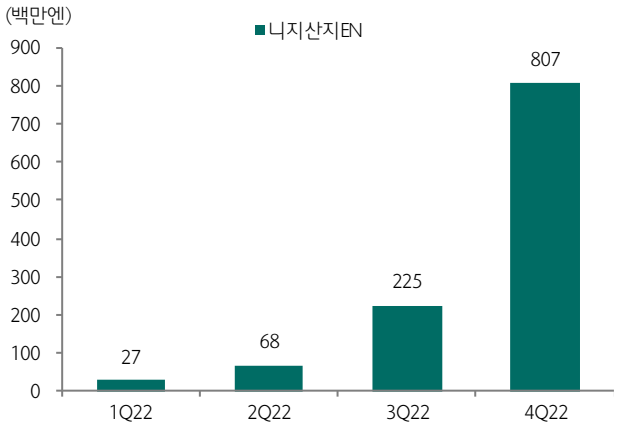
자료: 하나증권

그림 4. 소속 버튜버 수 추이



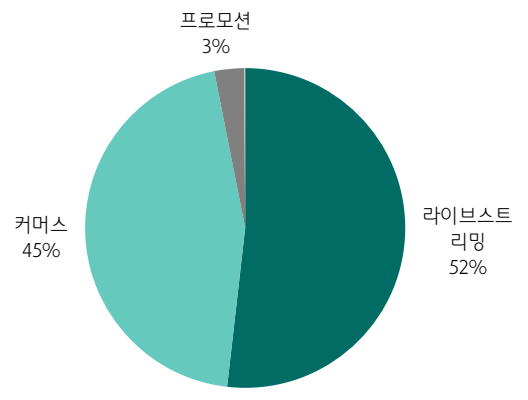
자료: 하나증권

그림 5. 니지산지 EN 매출



자료: 하나증권

그림 6. 니지산지 EN 매출 비중



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만JPY)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출	3,479	7,636	14,164	N/A	N/A
매출총이익	953	2,936	5,984	N/A	N/A
판관비	909	1,484	1,793		
영업이익	44	1,452	4,191	N/A	N/A
이자 비용	3	7	5		
기타영업손익	(0)	184	180		
세전이익	42	1,261	3,999		
법인세	10	324	1,206		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	32	937	2,793	N/A	N/A
성장율(YoY)					
매출	301.5	119.5	85.5	N/A	N/A
영업이익	N/A	3,180.1	188.6	N/A	N/A
순이익	N/A	2,789.8	198.0	N/A	N/A
수익성(%)					
매출총이익률	27.4	38.5	42.2	N/A	N/A
영업이익률	1.3	19.0	29.6	N/A	N/A
순이익률	0.9	12.3	19.7	N/A	N/A

대차대조표 (단위: 백만JPY)

	2020	2021	2022
유동자산	3,334	5,221	8,498
현금성자산	2,492	3,628	5,861
매출채권	705	1,395	2,070
비유동자산	257	1,009	856
투자자산	0	0	0
유형자산	134	249	228
자산총계	3,591	6,230	9,353
유동부채	670	2,724	2,724
비유동부채	217	570	310
부채총계	887	2,704	3,035
자본금	2,644	2,654	2,584
이익잉여금	60	872	3,735
자본총계	2,704	3,526	6,319

주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
주당지표(USD)					
EPS	1.4	32.5	93.9	N/A	N/A
BPS	144.2	191.0	211.0	N/A	N/A
SPS	148.6	252.3	473.0	N/A	N/A
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재무비율(%)					
ROE	N/A	30.1	56.7	N/A	N/A
ROA	N/A	19.1	35.8	N/A	N/A
ROIC	N/A	36.6	66.1	-	-
부채비율	13.6	28.7	8.8	-	-
유동비율	5.0	2.4	3.1	-	-
이자보상배율(배)	17.1	215.1	17.1	-	-

현금흐름표 (단위: 백만JPY)

	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	(205)	1,350	2,718
감가/무형상각비	47	89	126
비현금자본증감	(262)	(544)	(919)
투자활동	(260)	(758)	(35)
유형자산처분	0	0	0
유형자산취득	(159)	(153)	(117)
투자자산증감	0	0	0
재무활동	2,892	544	(452)
배당금	0	0	0
단기부채증감	3	167	(200)
장기부채증감	307	477	(256)
자본금증감	2,582	(99)	0
잉여현금흐름	(364)	1,198	2,602

주: GAAP 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2022년 8월 29일

키다리스튜디오(020120)

글로벌 경쟁력을 가진 여성향 웹툰 플랫폼

차별화된 성장성

키다리는 7월 일본에 런칭한 여성향 플랫폼 '벨툰'은 23년도 본격적인 탑라인 기여를 시작할 것으로 예상한다. 키다리는 이미 글로벌 전역에서 매 분기 100억원에 가까운 거래액을 올리며 입증한 글로벌 경쟁력으로 일본에서도 빠르게 성장할 수 있을 것으로 기대한다. 키다리의 매출액은 지난 3년간 M&A 및 신규 국가 런칭을 통해서 4배 가까이 성장했다. 일본에서 여성향 웹툰 플랫폼 '렌타'를 운영하는 파피레스(3641.JP)와 키다리의 재무 성과를 비교해보면 콘텐츠 경쟁력을 확실히 확인할 수 있다. 19년도까지만 해도 키다리의 매출은 렌타 매출의 10% 수준이었으나, 회계연도 22년을 기점으로 두 회사의 매출 규모는 비슷한 수준이 될 것으로 예상한다.

굿즈 매출은 성장해줄 것

현재 키다리의 IP 수익화 단계는 스토리 IP 수익화 단계의 초기 단계이다. 매출의 90% 이상은 웹툰 플랫폼 수익 혹은 CP 매출이다. 자체 굿즈샵인 재이미샵을 통해 일부 굿즈 판매가 이루어지고 있으나, 전사 매출의 5% 미만으로 극 초기 단계이다. 팬덤이 자리잡은 일본 애니메이션 사업, 버츄얼 유튜버 사업은 매출에서 굿즈 비중이 과반이 넘는 것을 고려하면, 가장 먼저 굿즈 매출 성장이 기대된다. 키다리는 연재 중인 대부분의 IP의 2차 창작 우선권을 보유하고 있으며, 오리지널 굿즈의 마진율은 20% 수준으로 굿즈 매출이 향상될 경우 마진 상승도 가능할 것으로 판단한다. 굿즈에서 시작해서 다양한 오프라인 이벤트, 게임까지 스토리 IP의 확장 루트를 고려했을 때, 중장기적으로는 스토리IP를 활용한 게임도 가능하다.

23년 외형성장, 24년 마진 개선

23년은 지속적인 지역 확장과 영상화로 인한 신규 BL 독자 유입으로 탑라인이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상한다. 다만, 지역 확장 과정에서 번역비와 광고선전비 등의 비용 집행이 불가피해 마진 개선은 일본 플랫폼이 궤도에 오르고, 굿즈 등 고마진의 IP 비즈니스가 시작되는 24년도에 본격화될 것으로 추정

Top Picks

Not Rated

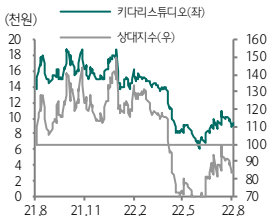
CP(8월26일): 9,140원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,481.03
52주 최고/최저(원)	18,800/6,130
시가총액(십억원)	334.3
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	36,580.7
60일 평균 거래량(천주)	639.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
21년 배당금(원)	0
21년 배당수익률(%)	0.00
외국인지분율(%)	0.44
주요주주 지분율(%)	
다우데이타 외 9 인	44.19
진도투자목적유한회사	6.54

주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.3	(39.9)	(39.7)
상대	2.4	(35.1)	(23.9)

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	195	253
영업이익(십억원)	17	20
순이익(십억원)	9	13
EPS(원)	245	355
BPS(원)	6,312	6,668

Stock Price



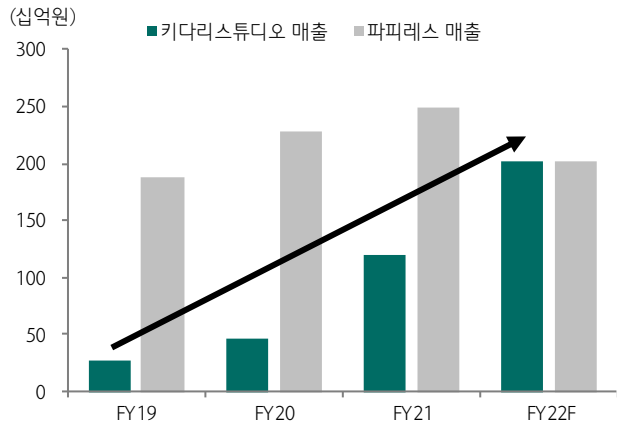
Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	14	0	27	46	119
영업이익	십억원	(0)	0	1	5	7
세전이익	십억원	(1)	0	2	0	4
순이익	십억원	(2)	0	3	0	4
EPS	원	(143)	0	140	4	114
증감율	%	N/A	흑전	N/A	(97.1)	2,750.0
PER	배	(18.6)	0.0	28.8	2,457.5	139.5
PBR	배	2.6	0.0	3.3	6.7	2.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	(13.7)	0.0	11.1	0.3	1.6
BPS	원	1,041	0	1,213	1,469	6,419
DPS	원	0	0	0	0	0



인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

그림 1. 키다리스튜디오, 파피레스 재무 비교



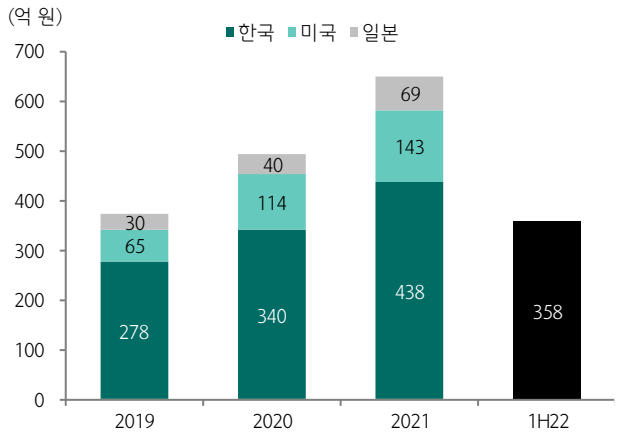
주: 일본은 회계연도 3월 마감으로 22년 확정치
자료: 각 사, 하나증권

그림 2. 일본판 봄툰 'Beltoon' 7월 10일 오픈



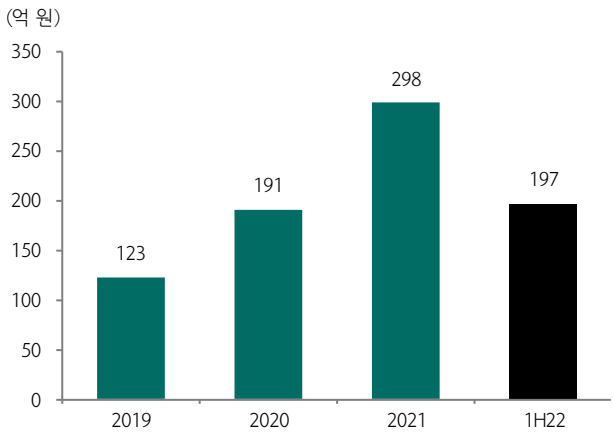
자료: 하나증권

그림 3. 레진코믹스 결제액 추이



자료: 하나증권

그림 4. 봄툰 결제액 추이



자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

표 1. 키다리스튜디오 실적 요약 및 전망

(단위: 십억 원)

	FY20	FY21	FY22F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F
연결 매출액	**45.5**	**119.3**	**206.9**	**19.9**	**31.5**	**34.7**	**33.3**	**41.9**	**51.7**	**54.8**	**58.4**
YoY(%)	70.6	162.0	73.3	76.5	172.7	189.1	209.9	111.0	64.2	58.0	75.5
QoQ(%)				84.9	58.7	10.2	(4.1)	25.9	23.5	6.0	6.5
본사(봄툰)	**40.4**	**51.1**	**98.0**	**11.8**	**12.3**	**12.4**	**14.6**	**20.7**	**24.2**	**24.4**	**28.7**
YoY(%)	60.5	26.4	91.8	17.6	22.4	14.8	53.0	75.2	96.7	96.7	96.7
QoQ(%)				23.9	4.1	0.8	17.7	41.8	16.9	0.8	17.7
델리툰	**10.8**	**12.3**	**10.7**	**3.2**	**3.3**	**3.1**	**2.7**	**2.7**	**2.9**	**2.7**	**2.4**
YoY(%)	116.0	13.9	(13.0)	33.3	3.1	14.8	8.0	(15.6)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
QoQ(%)				28.0	3.1	(6.1)	(12.9)	0.0	7.4	(6.1)	(12.9)
레진		**61.9**	**107.5**	**6.0**	**18.0**	**19.2**	**18.7**	**21.8**	**27.6**	**29.4**	**28.7**
YoY(%)	0.0	0.0	73.7	0.0	0.0	0.0	0.0	263.3	53.3	53.3	53.3
QoQ(%)				0.0	200.0	6.7	(2.6)	16.6	26.6	6.7	(2.6)
연결조정	**(5.7)**	**(4.3)**	**(4.0)**	**(1.2)**	**(2.1)**	**0.0**	**(1.0)**	**(1.0)**	**(1.0)**	**(1.0)**	**(1.0)**
영업이익	**4.6**	**6.9**	**15.1**	**2.3**	**1.8**	**3.5**	**(0.7)**	**2.2**	**7.2**	**2.7**	**2.9**
YoY(%)	558.1	50.3	117.9	109.1	12.5	169.3	적전	(2.4)	298.8	(22.1)	흑전
QoQ(%)	0.0	0.0	0.0	283.3	(21.7)	95.5	적전	흑전	219.8	(61.8)	6.5
OPM(%)	10.1	5.8	7.3	11.6	5.7	10.1	적전	5.4	13.9	5.0	5.0

자료: 키다리스튜디오, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**14**	**0**	**27**	**46**	**119**
매출원가	11	0	18	28	68
매출총이익	3	0	9	18	51
판관비	4	0	8	13	44
영업이익	**(0)**	**0**	**1**	**5**	**7**
금융손익	0	0	(0)	(4)	(1)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	0	2	(0)	(1)
세전이익	**(1)**	**0**	**2**	**0**	**4**
법인세	0	0	(0)	0	1
계속사업이익	(1)	0	2	0	4
중단사업이익	(1)	0	0	0	0
당기순이익	**(2)**	**0**	**2**	**0**	**4**
비지배주주지분 순이익	(0)	0	(0)	0	(0)
지배주주순이익	**(2)**	**0**	**3**	**0**	**4**
지배주주지분포괄이익	(2)	0	2	0	4
NOPAT	(1)	0	1	2	6
EBITDA	(0)	0	2	6	12
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(100.0)	N/A	70.4	158.7
NOPAT증가율	N/A	흑전	N/A	100.0	200.0
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	200.0	100.0
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	400.0	40.0
(지배주주)순익증가율	N/A	흑전	N/A	(100.0)	N/A
EPS증가율	N/A	흑전	N/A	(97.1)	2,750.0
수익성(%)					
매출총이익률	21.4	N/A	33.3	39.1	42.9
EBITDA이익률	0.0	N/A	7.4	13.0	10.1
영업이익률	0.0	N/A	3.7	10.9	5.9
계속사업이익률	(7.1)	N/A	7.4	0.0	3.4

대차대조표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	**12**	**0**	**22**	**25**	**80**
금융자산	8	0	11	11	27
현금성자산	2	0	11	11	27
매출채권	1	0	2	3	8
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	0	9	11	45
비유동자산	**11**	**0**	**20**	**23**	**210**
투자자산	5	0	7	7	18
금융자산	0	0	2	2	11
유형자산	0	0	0	2	3
무형자산	**4**	**0**	**12**	**13**	**174**
기타비유동자산	**2**	**0**	**1**	**1**	**15**
자산총계	**23**	**0**	**42**	**48**	**290**
유동부채	**6**	**0**	**8**	**20**	**65**
금융부채	0	0	0	9	4
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	0	8	11	61
비유동부채	**0**	**0**	**13**	**1**	**2**
금융부채	**0**	**0**	**13**	**1**	**1**
기타비유동부채	0	0	0	0	1
부채총계	**6**	**0**	**21**	**21**	**67**
지배주주지분	**16**	**0**	**21**	**27**	**223**
자본금	**8**	**0**	**8**	**9**	**17**
자본잉여금	2	0	6	13	202
자본조정	0	0	(3)	(5)	(9)
기타포괄이익누계액	0	0	(0)	0	0
이익잉여금	7	0	9	9	13
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**(0)**
자본총계	**16**	**0**	**21**	**27**	**223**
순금융부채	(5)	0	5	2	(4)

투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	(143)	0	140	4	114
BPS	1,041	0	1,213	1,469	6,419
CFPS	34	0	540	527	666
EBITDAPS	(5)	0	107	354	397
SPS	902	0	1,647	2,599	3,843
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(18.6)	0.0	28.8	2,457.5	139.5
PBR	2.6	0.0	3.3	6.7	2.5
PCFR	78.2	0.0	7.5	18.7	23.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	2.9	0.0	2.4	3.8	4.1
재무비율(%)					
ROE	(13.7)	0.0	11.1	0.3	1.6
ROA	(10.0)	0.0	5.4	0.2	1.2
ROIC	(10.1)	0.0	3.7	10.8	3.0
부채비율	37.7	0.0	100.2	77.1	30.2
순부채비율	(31.2)	0.0	23.3	7.8	(1.7)
이자보상배율(배)	(10.9)	0.0	0.0	6.8	15.8

현금흐름표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**(0)**	**0**	**1**	**5**	**17**
당기순이익	(2)	0	2	0	4
조정	2	0	0	7	8
감가상각비	0	0	1	2	5
외환거래손익	0	0	0	0	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	0	(1)	5	1
영업활동자산부채변동	0	0	(1)	(2)	5
투자활동 현금흐름	**(1)**	**0**	**(10)**	**(5)**	**(0)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	1
기타	(1)	0	(10)	(5)	(1)
재무활동 현금흐름	**1**	**0**	**19**	**0**	**(1)**
금융부채증가(감소)	3	(3)	15	(11)	7
자본증가(감소)	10	(10)	14	8	197
기타재무활동	(12)	13	(10)	3	(205)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**0**	**0**	**10**	**0**	**16**
Unlevered CFO	1	0	9	9	21
Free Cash Flow	0	0	1	5	18

자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

2022년 8월 29일

애니플러스(310200)

올해 성장의 모멘텀은 굿즈다

2Q22 Review: 스톡옵션 비용 제외하면

2분기 매출은 YoY 70% 성장했다. 콘텐츠 유통 매출과 굿즈 매출의 성장이 전시/드라마 비수기 영향을 상쇄했다. 2, 3회차 전환사채 콜옵션 행사로 인해 일회성 인건비가 상승하면서 영업이익은 적자 전환을 했다. 해당 비용은 비현금성 비용으로, 일회성 비용을 제하면 영업이익은 27억원, 영업이익률은 25%를 기록했다. 콘텐츠 유통 매출의 견조한 증가는 OTT 내 유스 애니메이션에 대한 견조한 수요를 보여준다. 동남아 OTT향 매출도 잡히기 시작하면서, 내년에는 동남아로 유통비즈니스의 지역적 확장도 본격화될 것으로 예상한다.

1단계 성장: OTT 범람, 공연/드라마 자체 IP 확보

지난 2년간 성장을 책임진 것은 1)OTT라는 새로운 유통 창구의 탄생과 2) 공연/드라마로 인한 자체 IP 확보였다. 21년 연간으로 콘텐츠 매출과 전시/ 드라마 매출이 각각 2배, 20배 성장하며 전사 매출은 3배 넘는 성장을 보였다. 애니메이션은 탄탄한 스토리에 20분의 짧은 호흡으로 넷플릭스, 왓챠 등 메이저 OTT의 핵심 콘텐츠로 자리잡았다. 미디어앤아트는 〈요시고 사진전〉, 위매드는 〈옷소매 붉은 끝동〉 이라는 히트 IP를 제작하며 레퍼런스를 축적했다.

2단계 성장: 이제는 굿즈다

애니플러스의 올해 굿즈 매출은 100억원을 넘을 것으로 예상한다. 이는 당사의 애니메이션 유통 수익의 1/3 수준으로 일본 애니메이션 산업에서 굿즈 매출 비중의 50%임을 고려하면 아직 성장 여지는 남아있다고 판단한다. 홀로라이브EN과의 콜라보 카페 성과에서 알 수 있듯이 서브컬쳐 굿즈에 대한 잠재 수요는 상당하며, 장기간동안 일본 애니메이션 업계와 협업해오며 쌓아온 신뢰관계는 당사의 영업적인 해자로 작용할 것이다. 8월 발표한 굿즈 제작 전문 업체인 로운씨앤씨 인수는 애니플러스의 굿즈 제작 능력을 한 단계 높여줄 수 있을 것으로 예상한다.

Top Picks

Not Rated

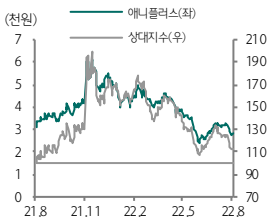
I CP(8월26일): 2,800원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	802.45
52주 최고/최저(원)	6,140/2,360
시가총액(십억원)	97.3
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	34,738.9
60일 평균 거래량(천주)	285.1
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
21년 배당금(원)	0
21년 배당수익률(%)	0.00
외국인지분율(%)	1.99
주요주주 지분율(%)	
제이제이미디어웍스 외 10인	43.84
장재호 외 1 인	8.52

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.3)	(40.0)	(15.9)
상대	(12.6)	(34.8)	6.9

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	69	96
영업이익(십억원)	16	26
순이익(십억원)	3	20
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



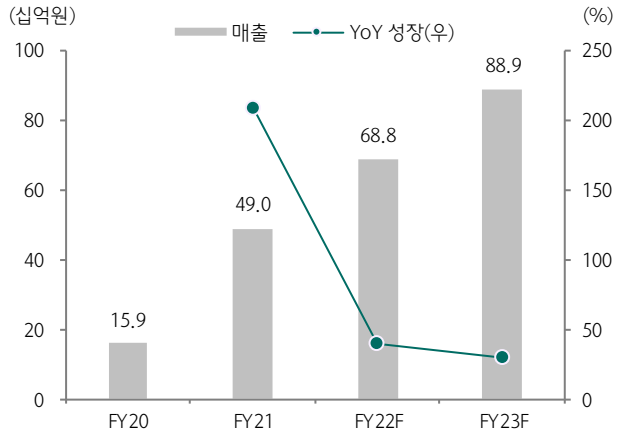
Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	0	20	18	16	49
영업이익	십억원	0	3	0	(1)	13
세전이익	십억원	0	2	(2)	(4)	26
순이익	십억원	0	2	(1)	(3)	20
EPS	원	0	77	(66)	(145)	736
증감율	%	N/A	N/A	적전	적지	흑전
PER	배	0.0	26.6	(30.8)	(10.4)	7.1
PBR	배	0.0	10.7	14.5	2.2	3.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	0.0	40.0	(47.5)	(23.6)	46.7
BPS	원	0	192	140	679	1,621
DPS	원	0	0	0	0	0



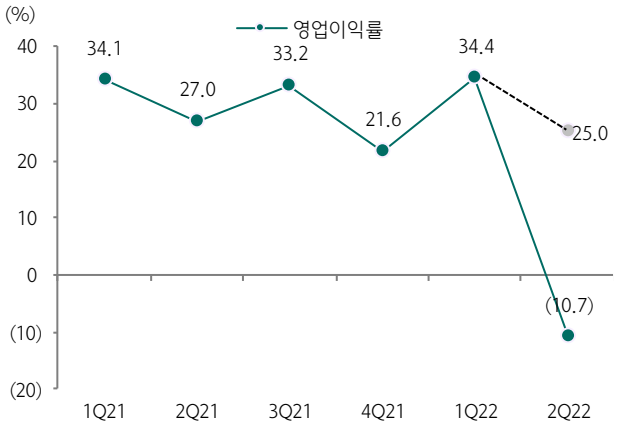
인터넷/게임 Analyst 윤예지
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

그림 1. 애니플러스 매출 추이 및 전망



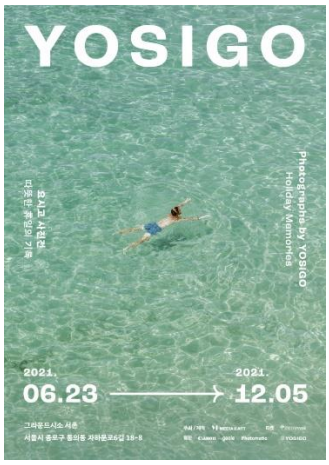
자료: 하나증권

그림 2. 영업이익률 추이



주: 회색 점은 일회성 비용 제외 시 영업이익
자료: 하나증권

그림 3. 요시고 사진전



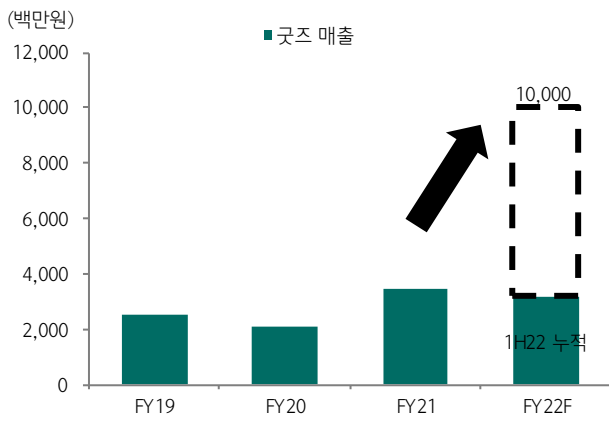
자료: 미디어앤아트, 하나증권

그림 4. 옷소매 붉은 끝동



자료: 하나증권

그림 5. 굿즈 매출 추이



자료: 하나증권

그림 6. 애니플러스x홀로미스 콜라보 카페 개장 첫날 대기줄



자료: 트위터(@alphamin_6), 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

표 1. 애니플러스 실적 요약 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**8,539**	**6,396**	**8,750**	**25,351**	**14,024**	**10,816**	**12,965**	**30,965**	**15,886**	**49,037**	**68,771**	**88,913**
YoY(%)					64.2	69.1	48.2	22.1		208.7	40.2	29.3
QoQ(%)		(25.1)	36.8	189.7	(44.7)	(22.9)	19.9	138.8				
콘텐츠	**5,975**	**5,056**	**5,106**	**6,131**	**6,907**	**7,070**	**7,140**	**8,573**	**12,477**	**22,268**	**29,690**	**41,517**
YoY(%)					15.6	39.8	39.8	39.8		78.5	33.3	39.8
QoQ(%)		(15.4)	1.0	20.1	12.7	2.4	1.0	20.1				
상품	**548**	**568**	**965**	**1,390**	**1,460**	**1,750**	**3,642**	**5,072**	**2,105**	**3,471**	**11,924**	**12,455**
기타(전시/드라마)	**2,016**	**773**	**2,679**	**17,830**	**5,675**	**1,979**	**2,183**	**17,320**	**1,304**	**23,298**	**27,157**	**34,941**
미디어앤아트	1,304	366	3,844	1,764	3,810	1,917	2,109	2,320	1,304	7,278	10,155	14,941
위매드	0	1,099	1,670	13,297	1,835	62	75	15,000	0	16,066	16,972	20,000
매출총이익	**4,422**	**3,218**	**4,541**	**7,172**	**7,077**	**5,811**	**6,966**	**16,636**	**12,182**	**19,354**	**36,490**	**47,769**
GPM(%)	51.8	50.3	51.9	28.3	50.5	53.7	53.7	53.7	76.7	39.5	53.1	53.7
영업이익	**2,910**	**1,726**	**2,904**	**5,470**	**4,830**	**(1,162)**	**2,593**	**6,193**	**(1,033)**	**13,009**	**12,455**	**17,783**
YoY(%)					66.0	(167.3)	(10.7)	13.2		흑전	(4.3)	42.8
QoQ(%)		(40.7)	68.3	88.4	(11.7)	(124.0)	(323.2)	138.8				
OPM(%)	34.1	27.0	33.2	21.6	34.4	(10.7)	20.0	20.0		26.5	18.1	20.0

자료: 애니플러스, 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**0**	**20**	**18**	**16**	**49**
매출원가	0	10	13	10	30
매출총이익	0	10	5	6	19
판관비	0	7	6	7	6
영업이익	**0**	**3**	**0**	**(1)**	**13**
금융손익	0	(0)	(2)	(1)	13
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	(0)	(0)	(2)	(0)
세전이익	**0**	**2**	**(2)**	**(4)**	**26**
법인세	0	0	0	0	5
계속사업이익	0	2	(2)	(4)	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**2**	**(2)**	**(4)**	**21**
비지배주주지분 순이익	0	0	(0)	(1)	1
지배주주순이익	**0**	**2**	**(1)**	**(3)**	**20**
지배주주지분포괄이익	0	2	(1)	(3)	20
NOPAT	0	3	0	(1)	11
EBITDA	0	8	6	5	20
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	(10.0)	(11.1)	206.3
NOPAT증가율	N/A	N/A	(100.0)	N/A	흑전
EBITDA증가율	N/A	N/A	(25.0)	(16.7)	300.0
영업이익증가율	N/A	N/A	(100.0)	N/A	흑전
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	적전	적지	흑전
EPS증가율	N/A	N/A	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	50.0	27.8	37.5	38.8
EBITDA이익률	N/A	40.0	33.3	31.3	40.8
영업이익률	N/A	15.0	0.0	(6.3)	26.5
계속사업이익률	N/A	10.0	(11.1)	(25.0)	42.9

대차대조표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	**0**	**12**	**12**	**14**	**61**
금융자산	0	6	6	8	44
현금성자산	0	4	4	6	44
매출채권	0	4	4	3	10
재고자산	0	0	0	0	2
기타유동자산	0	2	2	3	5
비유동자산	**0**	**11**	**13**	**15**	**40**
투자자산	0	1	0	1	18
금융자산	0	1	0	1	18
유형자산	0	1	2	4	7
무형자산	**0**	**8**	**9**	**9**	**15**
기타비유동자산	**0**	**1**	**2**	**1**	**0**
자산총계	**0**	**23**	**25**	**29**	**101**
유동부채	**0**	**16**	**20**	**9**	**15**
금융부채	0	8	11	1	1
매입채무	0	1	2	2	4
기타유동부채	0	7	7	6	10
비유동부채	**0**	**1**	**1**	**3**	**40**
금융부채	**0**	**0**	**1**	**3**	**35**
기타비유동부채	0	1	0	0	5
부채총계	**0**	**17**	**21**	**12**	**55**
지배주주지분	**0**	**5**	**4**	**17**	**45**
자본금	**0**	**2**	**2**	**3**	**3**
자본잉여금	0	1	1	19	27
자본조정	0	0	0	(2)	(2)
기타포괄이익누계액	0	(0)	0	0	0
이익잉여금	0	2	1	(3)	17
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**(0)**	**1**
자본총계	**0**	**5**	**4**	**17**	**46**
순금융부채	0	6	8	(1)	(7)

투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	0	77	(66)	(145)	736
BPS	0	192	140	679	1,621
CFPS	0	320	302	247	1,742
EBITDAPS	0	293	235	178	684
SPS	0	755	698	570	1,695
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.0	26.6	(30.8)	(10.4)	7.1
PBR	0.0	10.7	14.5	2.2	3.2
PCFR	0.0	6.4	6.7	6.1	3.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	0.0	2.7	2.9	2.6	3.1
재무비율(%)					
ROE	0.0	40.0	(47.5)	(23.6)	46.7
ROA	0.0	9.0	(7.0)	(13.8)	21.0
ROIC	0.0	26.0	0.1	(7.7)	45.6
부채비율	0.0	310.3	551.8	74.0	119.3
순부채비율	0.0	111.3	203.5	(8.4)	(15.4)
이자보상배율(배)	0.0	5.6	0.0	(4.6)	10.2

현금흐름표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**0**	**8**	**5**	**4**	**16**
당기순이익	0	2	(2)	(4)	21
조정	0	5	8	9	(2)
감가상각비	0	5	6	6	7
외환거래손익	0	0	0	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	2	(10)
영업활동자산부채변동	0	1	(1)	(1)	(3)
투자활동 현금흐름	**0**	**(6)**	**(3)**	**0**	**(14)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	3
기타	0	(6)	(3)	0	(17)
재무활동 현금흐름	**0**	**(1)**	**(2)**	**(2)**	**35**
금융부채증가(감소)	0	(5)	(20)	(10)	28
자본증가(감소)	0	3	0	19	8
기타재무활동	0	1	18	(11)	(1)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**0**	**1**	**0**	**2**	**38**
Unlevered CFO	0	8	8	7	50
Free Cash Flow	0	9	5	4	20

자료: 하나증권

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오게임즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.4	BUY	80,000		
22.4.4	BUY	95,000	-30.35%	-16.32%
22.3.25	Not Rated	-	-	-

넥슨게임즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.8.29	Not Rated	-		

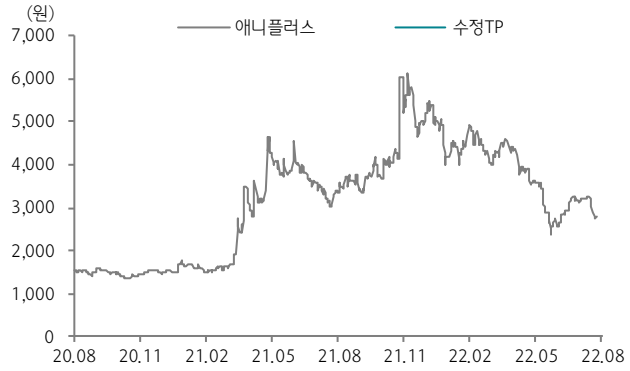
키다리스튜디오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.14	Not Rated	-		

Analyst 이기훈/윤예지 02-3771-7722/3306

애니플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.8.29	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.81%	5.19%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 8월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈, 윤예지)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 8월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈, 윤예지)는 2022년 8월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.