

이 보고서는 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서

 YouTube 요약 영상 보러가기

# 미스터블루(207760)

## 소프트웨어/IT서비스

요약

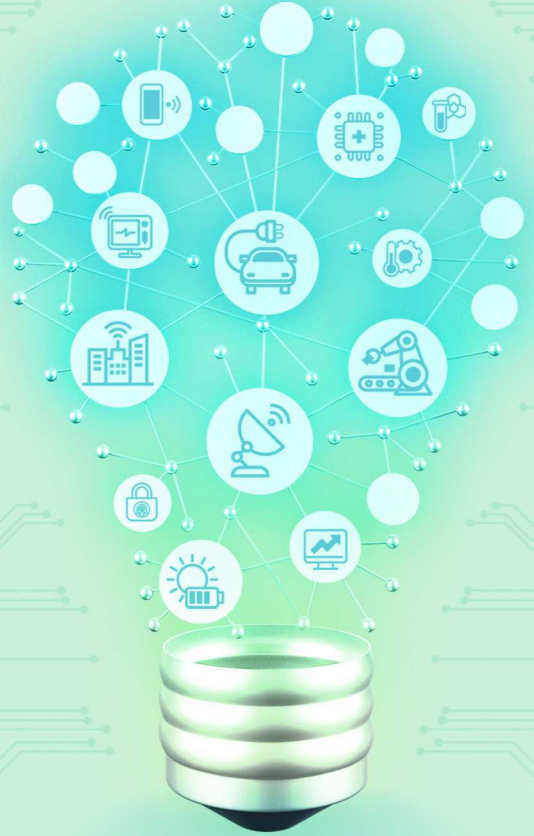
기업현황

시장동향

기술분석

재무분석

주요 변동사항 및 전망



작성기관

(주)NICE디앤비

작성자

정미주 연구원

- 본 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의 일환으로 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해, 한국거래소와 한국예탁결제원의 후원을 받아 한국IR협의회가 기술신용평가기관에 발주하여 작성한 것입니다.
- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미게재 상태일 수 있습니다.
- 카카오톡에서 “한국IR협회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.

# 미스터블루(207760)

온라인 만화 기반 사업에서 온라인 콘텐츠 공급 전문기업으로 성장 주목

## 기업정보(2020/07/14 기준)

|      |                       |
|------|-----------------------|
| 대표자  | 조승진                   |
| 설립일자 | 2002년 11월 06일         |
| 상장일자 | 2015년 11월 23일         |
| 기업규모 | 중소기업                  |
| 업종분류 | 데이터베이스 및<br>온라인정보 제공업 |
| 주요제품 | 온라인 만화, 게임            |

## 시세정보(2020/07/20 기준)

|          |             |
|----------|-------------|
| 현재가      | 12,700원     |
| 액면가      | 100원        |
| 시가총액     | 3,113억원     |
| 발행주식수    | 24,515,004주 |
| 52주 최고가  | 15,050원     |
| 52주 최저가  | 3,760원      |
| 외국인지분율   | 3.1%        |
| 주요주주     |             |
| 조승진 외 2인 | 60.4%       |
| 자사주      | 1.3%        |

### ■ 디지털 만화, 웹툰 등의 온라인 만화 제작부터 서비스 플랫폼 운용

미스터블루(이하 동사)는 디지털 만화 및 웹툰, 웹소설 등의 온라인 콘텐츠 공급을 주요 사업으로 영위하고 있다. 동사는 보유한 저작권과 기술력을 바탕으로 제작한 콘텐츠뿐만 아니라 외부 작가, 콘텐츠 공급사 등을 통해 확보한 콘텐츠를 소비자들이 PC 또는 모바일 디바이스를 통해 이용할 수 있도록 전자책(e-book) 형태로 변환하여 웹 플랫폼과 모바일 어플리케이션을 통해 제공하고 있다. 동사의 주요 사업인 디지털 만화와 웹툰은 지속적인 성장세를 보이며 동사의 매출을 견인하고 있다.

동사 보유한 콘텐츠에 대한 기존 가입자의 재구매율은 상승세에 있으며, 신규 가입자 유입도 지속적으로 증가하고 있다. 동사의 플랫폼 누적 회원수는 3년간 연평균 18% 증가했고, 2019년 12월 기준 500만 명 이상 회원수를 보유하고 있다. 한편, 동사는 2019년 설립한 오렌지스튜디오를 통해 신진 작가를 자체 양성하여 안정적인 작품 수급을 도모하고, 젊은 독자층을 공략하는 신무협 웹툰을 연재하고 있어 향후 매출 증대에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

### ■ 웹툰의 안정적인 성장과 함께 게임사업 진출 성공

동사는 2016년 4월 (주)엔비어스의 게임 소프트웨어 ‘에오스(EOS)’를 인수하여 게임 산업에 진출하였고, 2016년 4월 (주)카카오게임즈와 퍼블리싱 계약을 체결하고 국내 대형 유통 플랫폼을 통해 에오스 온라인 게임을 서비스하고 있다. 2019년 8월 28일 자회사인 블루포션게임즈 주식회사가 개발한 모바일 MMORPG ‘에오스 레드(EOS RED)’를 정식 출시하였다. 에오스 레드의 해외 지역 진출을 위해 대만, 홍콩, 마카오 지역 전문 게임 서비스사인 게임스워드(Gamesword)와 서비스 업무 협약을 하였다. 해외 진출 효과로 인한 매출 증가와 사업 포트폴리오 다변화로 온라인 콘텐츠 공급 전문기업으로 지속적인 성장이 기대된다.

## 요약 투자지표 (K-IFRS 연결 기준)

| 구분<br>년 | 매출액<br>(억 원) | 증감<br>(%) | 영업이익<br>(억 원) | 이익률<br>(%) | 순이익<br>(억 원) | 이익률<br>(%) | ROE<br>(%) | ROA<br>(%) | 부채비율<br>(%) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) |
|---------|--------------|-----------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 2017    | 301.6        | 25.5      | 36.2          | 12.0       | 31.1         | 10.3       | 10.1       | 8.6        | 29.9        | 116        | 1,200      | 28.1       | 2.7        |
| 2018    | 309.8        | 2.7       | 39.5          | 12.8       | 27.6         | 8.9        | 9.0        | 6.7        | 38.0        | 113        | 1,316      | 20.9       | 1.8        |
| 2019    | 638.9        | 106.2     | 138.6         | 21.7       | 120.4        | 18.8       | 32.1       | 22.6       | 45.2        | 491        | 1,770      | 14.9       | 4.1        |

## 기업경쟁력

### 연구개발역량 및 지식재산권 확보

- 플랫폼 개발, 솔루션 개발, 인프라 운영, 기획 등의 업무를 담당하는 기업부설연구소 운영
- Mrblue Website-자체 플랫폼 구축, Mobile(iOS/ Android)용 Application 개발, Flash Image Viewer 개발 실적 보유
- 상표권 7건, 저작권 6건(등록기준) 보유(2020년 6월 기준)

### 다양한 사업군 및 저작권 보유

- 웹툰, 게임 등의 다양한 온라인 콘텐츠 제작
- 온라인 콘텐츠 제작과 플랫폼 비즈니스 동시 진행
- 일본 작품에 대한 배타적 발행권과 국내 무협 만화 작가들의 작품에 대한 포괄적 저작권 보유

## 핵심기술 및 적용제품

### 온라인 만화 제작 및 유통 서비스 관련 기술력 보유

- 디지털 만화, 웹툰 등의 온라인 콘텐츠 공급
  - 보유한 저작권과 기술력 바탕으로 콘텐츠 제작
  - 외부 작가, 콘텐츠 공급사 등을 통해 확보한 콘텐츠 공급
- 온라인 콘텐츠 유통 서비스
  - 자체 웹 플랫폼과 모바일 어플리케이션(B2C)
  - 타사 플랫폼(B2B)

### 게임사업으로 사업 포트폴리오 강화

- 에오스(EOS) 인수를 통한 온라인 게임 및 제작 산업 진출
  - ㈜카카오게임즈와 퍼블리싱 계약을 체결하여 국내 대형 유통 플랫폼을 통해 온라인 게임 서비스 제공
- 블루포션게임즈 자회사를 통한 모바일 MMORPG 에오스 레드(EOS RES) 정식 출시

### 동사의 주요 콘텐츠

#### 주요 무협 만화 작가 및 작품

황성

야설록



사마달

하승남



## 시장경쟁력

### 국내 디지털 만화 시장규모 및 성장률

| 년도    | 시장규모     | 성장률         |
|-------|----------|-------------|
| 2013년 | 812억 원   | 연평균 15.2% ▲ |
| 2021년 | 2,505억 원 |             |

### 국내 모바일 게임 시장규모 및 성장률

| 년도    | 시장규모        | 성장률        |
|-------|-------------|------------|
| 2013년 | 2조 3,277억 원 | 연평균 5.2% ▲ |
| 2022년 | 7조 9,829억 원 |            |

### 온라인 만화 사업 분야 시장경쟁력

- 일본 '할리쿰 로맨스' 작품과 국내 무협 만화 주요 작가 작품 저작권 다수 보유
- 국내 플랫폼사 중 유일하게 자체 무협 IP를 보유하여 현재 네이버 웹툰 무협 장르 80% 점유

### 온라인 게임 사업 분야 시장경쟁력

- 블루포션게임즈 자회사를 통한 모바일 게임 개발 및 공급으로 시너지 창출

## 최근 변동사항

### 웹툰 전문 스튜디오 블루코믹스 설립

- 콘텐츠 기획 및 개발을 주요 사업으로 자체 웹툰 IP를 활용한 비즈니스 확대

### 에오스 레드 해외 진출로 성장성 주목

- 모바일 게임 에오스 레드의 해외 지역 진출을 위해 대만, 홍콩, 마카오 지역 전문 게임 서비스사인 게임스워드(Gamesword)와 서비스 업무 협약 체결

### 사업 포트폴리오 다변화를 통한 성장성 지속 노력

- 신무협 출시, 에오스 레드 해외 진출, 4분기 중국 에오스 더블루(PC게임) 대규모 업데이트 버전 출시 등 예정

# I. 기업현황

## 웹툰, 게임 등의 온라인 콘텐츠 제작 및 유통 서비스 전문기업

동사는 디지털 만화, 웹툰, 웹소설 등의 온라인 만화 주력사업을 기반으로 사업을 영위하고 있으며, 현재 온라인 및 모바일 게임산업으로 진출하여 온라인 콘텐츠 공급 전문기업으로 성장하고 있다.

### ■ 회사 개요: 연혁, 주요 관계회사

동사는 온라인 만화 제작 및 유통과 만화 출판업을 목적으로 2002년 11월 설립되어 2015년 11월 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 2016년 온라인 게임사업 인수를 시작으로 지식재산권(이하, IP) 융/복합 콘텐츠 비즈니스 사업을 창출하기 위해 2018년 게임사업 부문을 물적 분할하여 종속회사 블루포션게임즈 주식회사를 설립하였고, 현재 게임 개발 및 퍼블리싱 사업을 전문적으로 영위하고 있다.

동사는 종속회사인 더블플러스 주식회사와의 협력을 통해 동사가 저작권을 보유한 작품의 시나리오와 콘티를 완성한다. 특히, 미얀마와 인도네시아에 설립한 자회사(Mr. Blue Myanmar, PT. Mister Blue Indonesia)에서 데생, 배경 펜터치 및 톤 작업 등 많은 인력과 시간이 소비되는 작업들을 수행하도록 함으로써, 만화와 웹툰의 완성도를 높이고 있다.

### ■ 조직 현황 및 주요주주

동사는 서울시 마포구에 위치하고 있으며, 2019년 12월 31일 정규직원 기준 총 109명이 근무하고 있다. 동사의 사업보고서(2019.12)에 따르면, 기업부설연구소는 기술책임자인 정진영 이사를 포함하여 총 22명의 연구인력이 근무하고 있으며, 플랫폼 개발팀, 솔루션 개발팀, 인프라 운영팀, 기획팀, QA팀으로 구성되어 있다.

동사의 콘텐츠 판매조직은 콘텐츠사업부와 출판사업부로 구성된다. 콘텐츠사업부는 온라인 만화 콘텐츠 서비스 및 제공 영업을 담당하며 콘텐츠 운영, B2B 및 B2C 업무를 수행하고 있다. 출판사업부는 Off-line 만화출판 업무를 수행하고 있다. 이 외 게임 판매조직은 모바일사업부와 온라인사업부로 구분되어 있다.

동사의 최대주주는 조승진 대표이사로 동사의 지분 56.02%를 보유하고 있다.

[표 1] 동사 주요주주 및 관계회사 현황

| 주요주주      | 지분율(%)        | 관계회사                      | 지분율(%) |
|-----------|---------------|---------------------------|--------|
| 조승진       | 56.02         | 더블플러스 주식회사                | 100.0  |
| 최진아       | 3.64          | 블루포션게임즈 주식회사              | 100.0  |
| 정진영       | 0.76          | Mr. Blue Myanmar          | 99.9   |
| 기타        | 39.58         | PT. Mister Blue Indonesia | 90.0   |
| <b>합계</b> | <b>100.00</b> | 블루코믹스 주식회사                | 100.0  |

\*출처 : 동사 분기보고서(2020.03), NICE디앤비 재구성



■ 주 사업영역 관련 핵심기술 및 주요 제품 현황

동사는 온라인 콘텐츠 제작 및 유통 서비스를 기반으로 온라인 만화<sup>1)</sup> 제작 및 유통, 만화출판, 게임 등의 서비스를 제공하고 있다. 동사의 주 사업영역은 디지털 만화<sup>2)</sup>와 웹툰<sup>3)</sup>이다.

동사는 보유한 저작권과 기술력을 바탕으로 제작한 콘텐츠뿐만 아니라 외부 작가, 콘텐츠 공급사 등을 통해 확보한 콘텐츠를 소비자들이 PC 또는 모바일 디바이스를 통해 이용할 수 있도록 전자책(e-book) 형태로 변환하여 웹 플랫폼과 모바일 어플리케이션을 통해 제공하고 있다. 이 외에도 동사는 2016년 4월 ㈜엔비어스의 게임 소프트웨어 ‘에오스(EOS)’를 인수하였고, 이를 기반으로 온라인 게임 기획 및 제작업을 시작하여 게임사업에 진출하였다.

동사는 웹사이트 및 어플리케이션 개발 업무, 뷰어와 검색서버 등 솔루션 개발 및 신규 인증서버 개발 업무 등을 수행하고 있다. 동사는 연구개발 실적(Mrblue Website-자체 플랫폼 구축, Mobile(iOS/ Android)용 Application 개발, Flash Image Viewer 개발 등)과 현재 상표권 6건, 저작권 6건의 지식재산권(등록 기준)을 보유하고 있다.

동사는 온라인 콘텐츠 제작 및 유통 서비스뿐만 아니라 온라인 콘텐츠를 공급하는 플랫폼 관련 기술력도 보유하고 있다. 동사는 웹 플랫폼을 직접 운영하고 있으며, 이 외에도 모바일 어플리케이션을 통해서 콘텐츠를 공급하는 B2C 형태, 타사 플랫폼(네이버, 카카오, 네이버 등)에 콘텐츠를 공급하는 B2B 형태로 온라인 콘텐츠 서비스를 각각 제공하고 있다.

[그림 1] 동사 주요 콘텐츠



\*출처: 동사 홈페이지

■ 매출실적: 2020년 1분기 165.7억 원 매출로 전년 동기 대비 큰 폭 성장세

2020년 1분기 기준 주요 사업 부문별 매출 비중은(연결기준)을 살펴보면, 총 매출 내 콘텐츠 서비스부문과 게임 부문, 만화출판 부문 비중은 각각 51.1%, 45.5%, 3.4%로 구성된다. 기존 사업 부문인 만화콘텐츠 부문뿐만 아니라, 신사업인 게임 부문이 75.4억 원을 기록하며 급격한 매출성장세를 보이고 있다. 2019년 8월 런칭한 모바일 게임(에오스 레드)의 출시 효과와 웹툰 정액제 단가인상은 양적, 질적 성장을 달성하는데 주효했다. 한편, 내수 및 수출 매출이 차지하는 비중은 각각 97.4%, 2.6%로 주요 수출 지역은 아시아, 북미, 유럽 등이 있다.

1) 온라인에서 보여주는 용도로 제작된 만화이며 디지털 만화, 웹툰 등을 총칭함.  
 2) 컴퓨터나 디지털 기기를 이용하여 디지털 방식으로 제작된 만화로 온라인 만화 범주에 속함.  
 3) 웹(Web)과 카툰(Cartoon)의 합성어로 대한민국에서 정착된 고유의 웹 만화 플랫폼을 통칭함. 스크롤 기법, 컷 구성 등에서 디지털 만화와 구별됨.

## Ⅱ. 시장 동향

### 온라인 만화 기반 시장 점유율 확보, 게임산업으로 신규 시장 진입한 미스터블루

동사의 주력사업이 속한 인터넷/모바일 만화콘텐츠 제작 및 제공 시장규모는 연평균 20.44% 성장하여 2022년 960.1억 원 규모를 형성할 것으로 추정된다. 한편 신사업 부문이 속한 게임 시장은 온라인 게임의 시장 축소와 모바일 게임의 성장으로 명암이 엇갈리고 있다.

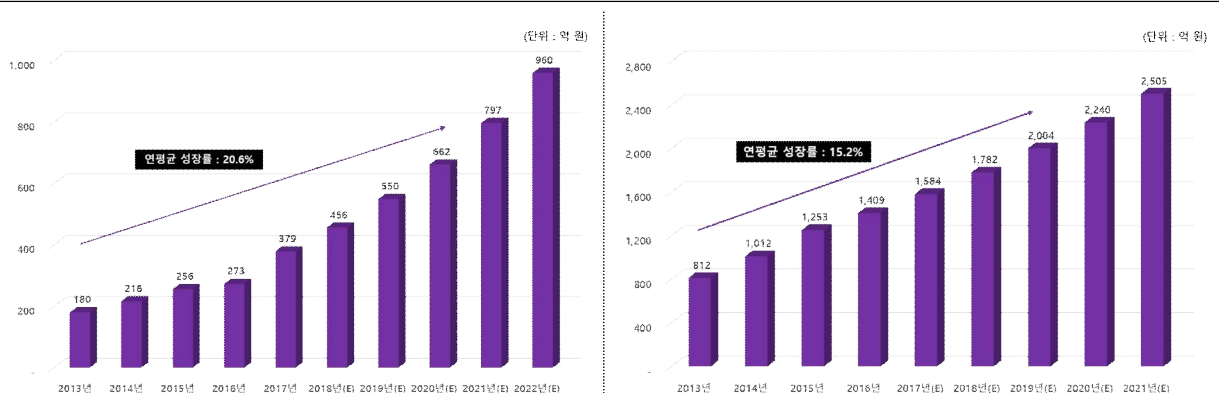
#### ■ 디지털 만화 제작과 유통 플랫폼 비즈니스를 동시 진행하는 산업 성장세

디지털 만화는 플랫폼의 특징에 따라 책의 형태로 패키징 되어 서비스되는 전자책(e-book), 주로 회차별로 서비스되는 연재 콘텐츠인 웹툰, 스마트패드 등에 설치된 전용 앱을 통한 만화구독 서비스인 유료 앱으로 구분된다. IT 인프라 발전에 따른 디지털 패러다임 변화라는 트렌드에 맞추어 점차 인쇄 만화에서 디지털 만화로 진화 중이다. 2000년대 초반 포털 사이트에서 출판만화를 디지털화하여 서비스하기 시작하였으며, 2002년 다음(Daum)의 ‘만화 속 세상’ 을 시작으로 네이버, 네이트, 파란 등 국내 포털들의 만화 서비스가 활발히 이루어지면서 지금의 ‘세로 스크롤’ 방식의 웹툰이 정착화 되었다.

현재, 웹툰을 중심으로 PC와 모바일 등 온라인을 통해 서비스를 제공하는 온라인 만화 제작 유통업의 성장이 빠르게 진행되고 있다. 인쇄 만화 시장에서 강세를 보였던 주요 대기업들이 디지털 만화로 유통창구를 확대하고 있으며, 디지털 만화 사업영역 확장을 위한 자체 유통 플랫폼 역시 확산되고 있다. 또한, 독립형 콘텐츠 제작보다 오프라인과의 연계를 통한 콘텐츠 개발이 진행되고 있는 추세이다. 이러한 시장환경은 디지털 만화 제작 기술력과 이를 소비자들에게 공급하기 위한 온라인 플랫폼을 구축하고 운영할 수 있는 기술력도 보유한 동사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망되고 있다.

인터넷/모바일 만화콘텐츠 제작 및 제공(Contents Provider, 이하 CP)의 국내 시장규모는 2013년 180억 원에서 2017년 378.8억 원으로 연평균 20.44% 증가했으며, 동일 추세를 가정할 때 2022년에는 960.1억 원에 달할 것으로 전망된다.

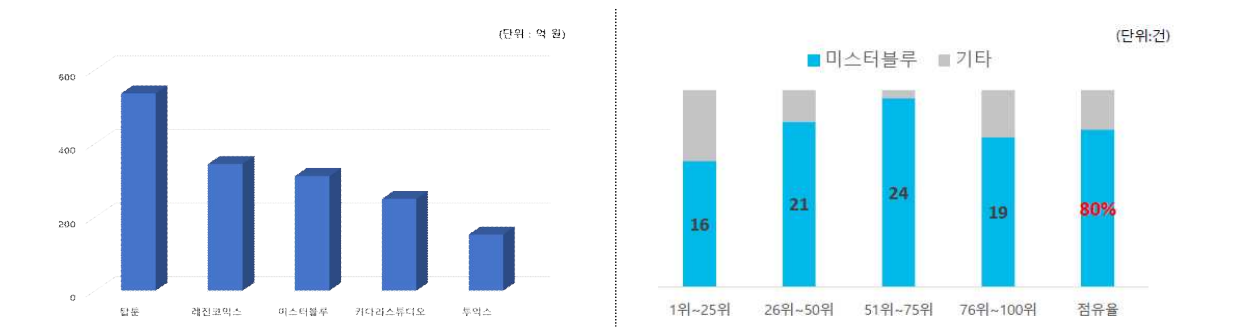
[그림 2] 국내 인터넷, 모바일 만화콘텐츠 제작 및 제공(CP) 시장규모(좌)/ 디지털 만화 시장규모(우)



\*출처 : 한국콘텐츠진흥원, 디지털콘텐츠산업, 한국신용정보원, NICE디앤비 재구성

국내 디지털 만화 시장규모는 2013년 812억 원 규모에서 연평균 20.17% 증가하여, 2016년 1,409억 원 규모이며, 이후 연평균 12.14% 성장하여 2021년에는 약 2,505억 원의 시장규모를 형성할 것으로 전망된다. 현재 디지털 만화 시장은 네이버에서 분사한 네이버웹툰, 카카오의 웹툰 서비스 플랫폼 영역 자회사 포드트리가 성장을 주도하고 있으며, 탑툰, 레진코믹스, 키다리스튜디오 등의 유료 웹툰 플랫폼 업체도 성인 사용자 중심의 서비스에서 일반 및 여성 대상의 콘텐츠를 확대함으로써 주요 업체당 연간 3백억 원 이상의 매출을 시현 중이다[그림 3(좌)]. 동사는 국내 플랫폼사 중 유일하게 자체 무협 IP를 보유하여 현재 네이버 웹툰 무협 장르 80%를 점유하고 있다[그림 3(우)].

[그림 3] 국내 주요 유료 웹툰 플랫폼사 매출 현황(좌)/ 네이버 웹툰 무협 만화 Top 100(우)



\*출처 : 동사 제공 자료(2020), NICE디앤비 재구성

온라인 만화콘텐츠 산업은 낮은 초기투자 비용으로도 시장에 진입할 수 있어 표면적으로는 완전 경쟁 시장을 이루고 있으나, 높은 가입자 수, 무료 웹툰 서비스, 지상파 광고 기반의 대형 포털 중심 일부 업체들이 선점 효과를 누리고 있다. 동사 역시 자체 웹 플랫폼을 통해 고정 고객을 확보하고 있으며, 지속적인 콘텐츠 업데이트, 원작을 바탕으로 한 게임 등의 2차 저작물 제작, 2차 저작물의 해외 수출, 마케팅 등을 실시하여 신규 고객을 유치하고 재구매 유도, 매출처 확대 등을 통해 시장 지배력을 키워 나갈 수 있는 역량을 보유하고 있다. 동사는 웹툰 외 국내 시장 규모의 한계를 극복하고 성장의 발판으로 OSMU(One Source Multi Use)를 통한 추가 수익 창출과 해외 시장 진출이 필수 조건이라고 판단하고 있으며, 이에 따라 웹툰을 원작으로 한 웹 드라마 제작 및 유통, 그리고 웹툰 작품 수출을 통한 일본, 중국, 대만, 동남아, 미국, 유럽 등 해외 시장 진출을 진행하고 있다.

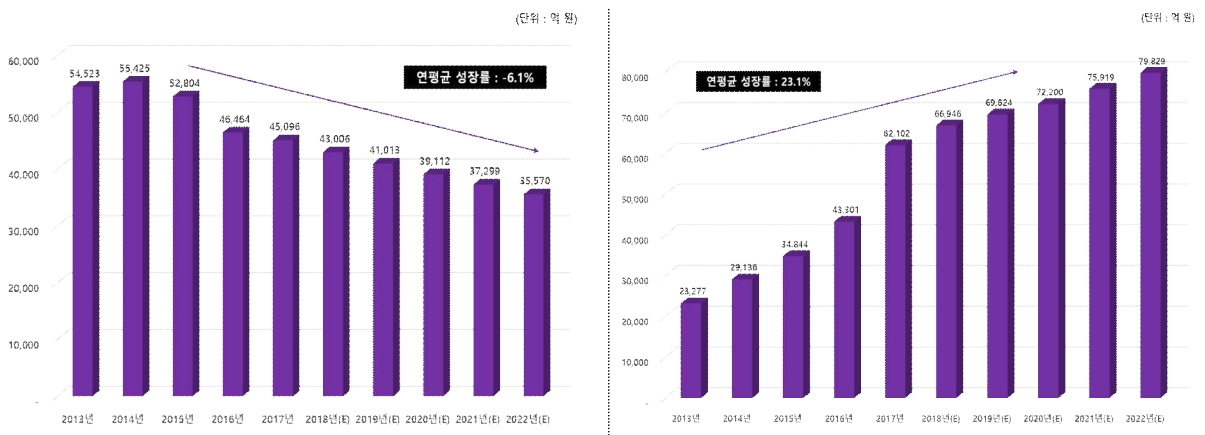
## ■ 2차 저작물 산업의 영향을 받는 온라인 및 모바일 게임산업

온라인 게임(Online Game)은 인터넷 망을 통해 연결된 다수의 사용자가 함께 플레이하는 형태의 게임을 지칭한다. 오랜 기간 정부주도의 인터넷 망 확충 사업을 통해 국내 네트워크 인프라의 수준은 매우 우수한 편으로, 네트워크 기반의 온라인 게임산업이 최적화되면서 국내 온라인 게임 시장은 과도하게 성장하였다. 다만, 모바일 기기가 확산되면서 모바일 게임에 시장을 계속 빼앗기고 있는 추세로 시장이 감소세를 보이고 있다.

국내 온라인 게임의 출하금액은 2013년 5조 4,523억 원에서 2017년 4조 5,096억 원으로 연평균 4.6% 감소하였으며, 이후 2022년까지 연평균 4.6% 감소하여 3조 5,570억 원의 시장을 형성할 것으로 전망된다.

반면에, 스마트폰, 태블릿 등의 휴대용 기기를 이용하여 즐길 수 있는 모바일 게임의 국내 시장규모는 2013년 2조 3,277억 원에서 2017년 6조 2,102억 원으로 연평균 27.8% 증가하였으며, 이후 2022년까지 연평균 5.2% 성장하여 7조 9,829억 원의 시장을 형성할 것으로 전망된다. 고 사양의 스마트폰이 보급되고, 게임 전용폰이 개발되어 출시되었으며, 스마트폰 및 SNS의 활성화, 캐주얼 게임 중심의 개발, 정부의 게임산업 육성 계획 등이 모바일 게임 시장을 성장시키고 있다. 동사도 게임산업에 진출한 후 시장 트렌드를 반영하여 온라인 게임 ‘에오스’ IP를 기반으로 모바일 MMORPG 게임을 런칭하여 성공시켰고, 구글 플레이스토어 정식 런칭 직후 최고 매출 순위 2위 달성한 실적 등이 있다.

[그림 4] 국내 온라인 게임 시장규모(좌)/ 국내 모바일 게임 시장규모(우)



\*출처 : 한국콘텐츠진흥원, 디지털콘텐츠산업, 한국신용정보원, NICE디앤비 재구성

2018년 11월에 <외모지상주의> 웹툰이 모바일 게임으로 출시되어 큰 인기를 얻고 있는 것처럼 온라인 만화를 활용한 2차 저작물 산업이 게임 시장에도 영향을 미치고 있다.

국내 만화시장은 웹툰 창작과 소비문화의 확산에 따른 웹툰 시장이 성장하면서 만화사업 전반이 웹툰을 중심으로 재편되었으며, 웹툰을 기반으로 한 2차 저작물이 기하급수적으로 늘어나면서 OSMU 산업이 성장하고 있다. 웹툰 IP를 활용한 영화, 드라마, 게임, 뮤지컬 등 신규 콘텐츠 개발과 장르 간 연계 프로젝트가 다양하게 추진되고 있으며, 국내 웹툰이 해외에서도 인기를 끌어 2차 저작물의 수출이 활발히 진행되면서 차세대 한류 콘텐츠로 자리매김하고 있다. 이러한 OSMU 산업과 클라우드 컴퓨팅, 소셜 미디어 등 새로운 IT 기술들이 게임산업에 적용되어 모바일 게임뿐만 아니라 온라인 게임 분야까지도 긍정적인 변화가 일어날 것으로 기대되고 있다.



### Ⅲ. 기술분석

#### 온라인 콘텐츠 제작과 서비스 플랫폼 운용 역량 확보로 사업 다각화 시현

동사는 만화출판사업과 디지털 만화, 웹툰, 웹소설 등의 온라인 만화사업, 게임 소프트웨어를 개발하여 PC, 모바일을 통해 서비스하는 온라인 게임사업을 영위하고 있다.

#### ■ 온라인 만화 제작 및 서비스 플랫폼 운용 기술력 확보

동사는 사업 초기 주로 출판만화를 디지털화하여 동사의 온라인 플랫폼에 공급하는 사업을 영위하였으나, 웹툰 산업의 발전에 따라 2016년부터는 웹툰 서비스를 본격적으로 시작하였다. 동사는 디지털 만화 및 웹툰, 웹 소설, 게임 전문 콘텐츠 등의 온라인 콘텐츠를 공급하고, 포괄적 저작권 및 배타적 발행권 등을 취득하여 자체 제작 콘텐츠를 통해 IP를 활용한 2차 저작물로 수익을 확대하고 있다.

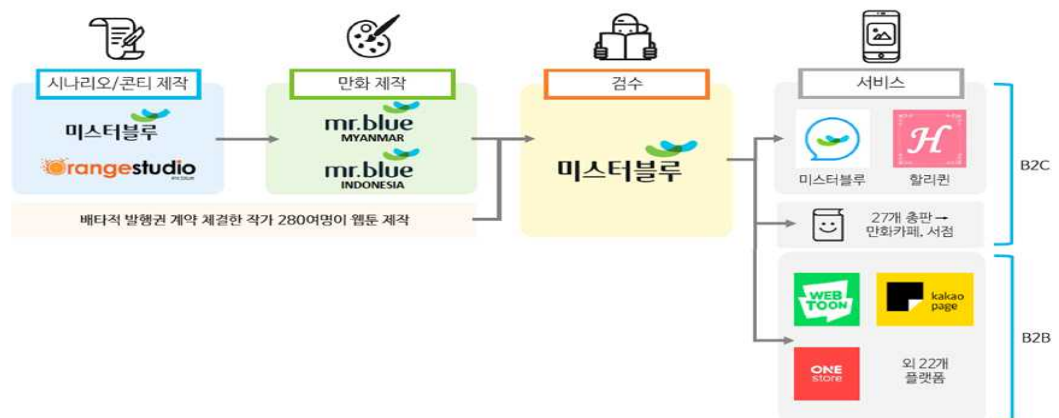
#### 1. 디지털 만화와 웹툰으로 구성된 동사의 온라인 만화

만화 산업은 근본적으로 저작권리 유통사업으로, 작가가 작품 창작을 통해 발생시킨 유무형의 권리를 생산기업이 권리자인 작가와 계약을 통해 인쇄, 복제, 전송 등의 방식으로 제품화하여 이를 소비자가 구매할 수 있도록 하는 ‘생산 -> 유통 -> 소비’ 구조이다.

동사의 온라인 만화는 디지털 만화와 웹툰으로 구분된다. 동사는 콘텐츠 공급사, 포괄적 저작권을 보유하고 있는 작가들과의 협력, 배타적 발행권을 보유하고 있는 작품, 동사에 소속된 작가들을 바탕으로 만화와 웹툰을 제작한다.

동사는 업무의 생산성 향상과 수익선 개선 등을 위하여 시나리오와 콘티 제작을 제외한 만화 제작 과정은 자회사(미얀마, 인도네시아)에서 수행하고 있으며, 균일한 만화 품질을 유지할 수 있도록 [그림 5]와 같이 제작 프로세스를 운영하고 있다.

[그림 5] 동사의 만화 제작 과정 및 유통 경로



\*출처 : 동사 제공 자료(2020)

## 2. 온라인 플랫폼 구축 및 운용 기술 보유

현재 동사는 온라인 만화를 제작, 유통, 플랫폼 모두를 직접 서비스하는 수직계열화 구조를 갖추고 있다. 동사는 직접 운영하고 있는 웹 플랫폼과 B2C 형태, B2B 형태로 온라인 만화 서비스를 각각 제공하고 있으며, 이 외에도 중국, 태국, 일본 및 미국 등의 현지 기업들과의 제휴를 통해 해외 플랫폼에도 동사의 콘텐츠를 공급하고 있다.

동사의 온라인 만화콘텐츠의 판매경로는 동사 웹 플랫폼을 통한 매출인 직접 판매와 인터넷 포털 사이트 등 타사 플랫폼을 이용하는 간접 판매로 구분되며, 만화출판의 경우 총판을 구축하여 직접 판매하고 있으며, 간접 판매는 하고 있지 않다.

## 3. 일본 작품과 국내 무협 만화 작가 작품 저작권 보유

동사는 여성향 만화인 일본의 ‘할리퀸 로맨스’ 작품들을 국내에 독점으로 공급하는 서비스를 중심으로 만화 저작권 사업을 개시하였고, 이를 통해 동사의 웹 플랫폼에 안정적인 여성 회원층을 확보하였다. 현재 일본 ‘SB크리에이티브’ 할리퀸 로맨스 작품들에 대한 독점 서비스와 배타적 발행권<sup>4)</sup>을 보유하고 있다. 또한, 국내 주요 무협 만화 작가(야설록, 황성, 사마달, 하승남, 김성동 등)들의 작품에 대한 포괄적 저작권<sup>5)</sup>을 보유하고 있다.

동사가 보유한 콘텐츠에 대한 기존 가입자의 재구매율은 상승세에 있으며, 신규 가입자 유입도 지속적으로 증가하고 있다. 동사의 플랫폼 누적 회원수는 3년간 연평균 18% 증가했고, 2019년 12월 기준 500만 명 이상 회원수를 보유하고 있다.

동사는 2019년 설립한 오렌지스튜디오(무협 시나리오 제작 스튜디오)를 통해 신진 작가 양성으로 젊은 독자층을 공략하는 신무협 웹툰 연재를 시작하였고, 작품을 안정적으로 수급하여 매출 증대를 예상하고 있다.

## ■ 모바일 게임 해외 시장 진출, 온라인 콘텐츠 공급 사업 본격 시동

동사는 2016년 4월 (주)엔비어스의 게임 소프트웨어 ‘에오스(EOS)’를 45억 원에 인수함으로써 온라인 게임 기획 및 제작업을 시작하였다. 동사는 게임 소프트웨어를 바탕으로 제작한 게임을 온라인 및 모바일을 통해 서비스하며, 더 나아가 IP를 활용한 웹툰 진출 등 2차 저작물 제작 및 유통을 추구하고 있다.

에오스는 (주)엔비어스가 2013년 9월에 출시한 온라인 게임이다. 에오스는 2013년 4분기에 한국콘텐츠진흥원의 ‘이달의 게임’으로 선정되었던 실사풍 판타지 MMORPG<sup>6)</sup> 게임으로 현재 북미, 유럽, 인도네시아, 중국 등 30여 개국에 서비스되고 있다. 동사는 2016년 4월 (주)카카오게임즈와 퍼블리싱 계약을 체결하고 국내 대형 유통 플랫폼을 통해 에오스 온라인 게임을 서비스하고 있으며, 아에리아게임즈가 북미유럽 지역에, 호가인포메이션이 중국지역에, 카이엔텍이 대만지역에 서비스를 진행하고 있다. 이처럼 동사의 온라인 게임사업은 PC 게임 유통 및 서비스 사업자와 퍼블리싱 계약을 통해 판매하고 있다. 2018년 12월에는 온라인 게임 글로벌 서비스 플랫폼 스팀(Steam)을 통해 글로벌 직접 서비스를 시작하였다.

4) 작가와 수익을 일부 공유하며 콘텐츠를 단독으로 서비스할 수 있는 권리를 의미함.

5) 작가와 수익 공유 없이 작품의 배포, 출판 및 2차 저작물 작성 등 해당 작품에 대한 모든 권리가 귀속되는 것을 말함.

6) Massive Multiplayer Online Role Playing Game 약자로 대규모 다중 사용자 온라인 롤플레이밍 게임을 의미함.

한편, 동사는 자회사인 블루포션게임 주식회사가 개발하고 서비스하는 모바일 MMORPG ‘에오스 레드(EOS RED)’를 2019년 8월 28일 정식 출시하였다. 에오스 레드는 온라인 MMORPG ‘에오스’의 IP를 기반으로 제작된 모바일 게임이며, 에오스 원작의 세계관을 바탕으로 던전, PK시스템, 대규모 전투 시스템 등을 모바일 환경에 맞게 구현한 정통 모바일 MMORPG 게임이다.

[그림 6] SWOT 분석



## IV. 재무분석

### 온라인 콘텐츠가 매출 견인, 사업 다변화로 2020년에도 양호한 성장세 전망

동사의 2020년 1분기 기준 온라인 콘텐츠 부문은 전년 동기 대비 성장세를 보였으며, 모바일 게임을 출시하는 등 사업 포트폴리오를 다변화로 안정적으로 성장하여 2020년에도 매출 성장세가 지속될 전망이다.

#### ■ 사업 포트폴리오 다변화를 통한 안정적인 성장 지속 노력

동사는 온라인 콘텐츠 제작 및 유통 서비스 전문기업으로 주력사업은 온라인 만화(디지털 만화, 웹툰) 및 게임이다. 유명 작가의 포괄적 저작권 및 배타적 발행권을 보유하여 독점적으로 서비스해오고 있고, 개발한 콘텐츠는 자체 플랫폼뿐 아니라 네이버, 카카오 등의 타사 플랫폼을 통해서 추가 수익 창출이 가능하다. 또한, 2019년 8월 모바일 게임(에오스 레드)을 출시하는 등 사업 포트폴리오 다변화를 통해 안정적인 성장을 지속하고자 노력 중이다.

2020년 1분기 기준 주요 사업 부문별 매출비중(연결기준)을 살펴보면, 총 매출 내 콘텐츠 서비스부문과 게임 부문, 만화출판 부문 비중은 각각 51.1%, 45.5%, 3.4%로 구성된다. 기존 사업 부문인 웹툰, 만화출판 등 만화콘텐츠 부문은 전년 동기 대비 17.3% 증가한 90.3억 원을 기록하였으며, 신사업인 게임 부문은 75.4억 원을 기록하며 급격한 매출신장세를 보이고 있다.

한편, 내수 및 수출 매출이 차지하는 비중은 각각 97.4%, 2.6%로 내수 위주의 사업구조를 영위하고 있으며, 신작 게임을 중심으로 해외진출 움직임을 본격화하고 있어 향후 수출비중 확대가 예상되고 있다. 주요 수출 지역은 아시아(중국, 대만 등), 북미, 유럽 등이 있다.

#### ■ 1분기 양적, 질적 성장 달성

2020년 1분기 연결 실적은 매출액 165.7억 원(+107.7% yoy), 영업이익 28.6억 원(+211.7% yoy, OPM 17.2%), 당기순이익 22.1억 원(+147.0% yoy)을 기록하면서 전년 동기 대비 큰 폭의 실적 성장세를 시현하였다.

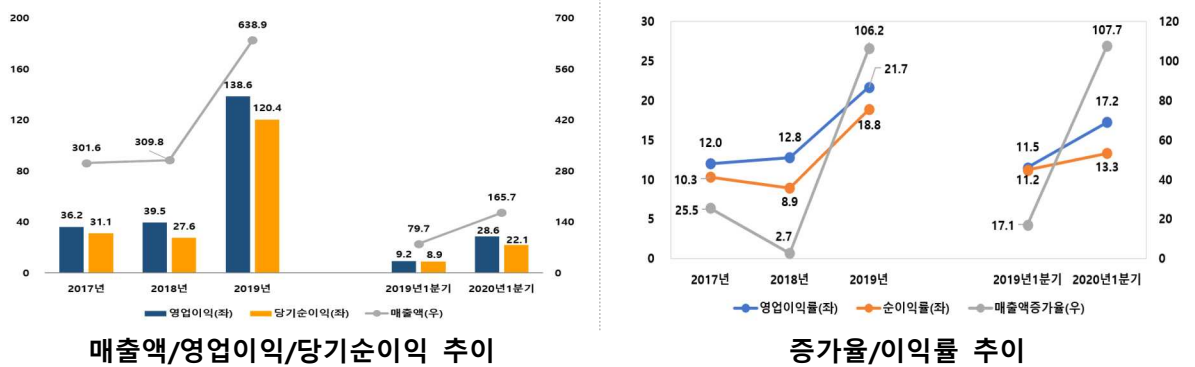
사업 부문별로는 상대적으로 수익성이 높은 만화콘텐츠와 게임 매출이 크게 증가한 것으로 나타났다. 특히, 2019년 8월 런칭한 모바일 게임(에오스 레드)의 출시 효과와 웹툰 정액제 단가인상은 양적, 질적 성장을 달성하는데 주효했다. 다만, 인건비(만화 작가 충원) 등의 고정비 부담 상승으로 인해 콘텐츠 부문의 수익성에 웹툰 정액제 단가인상 효과는 온전히 반영되지는 못하였다.



■ 재무안정성 지표 비교적 양호

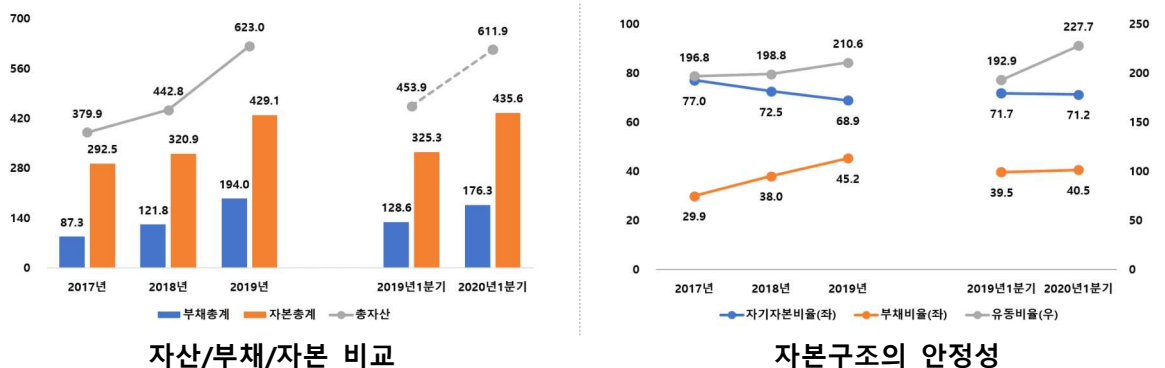
동사의 재무안정성 지표는 전반적으로 비교적 양호한 수준을 보여주었다(자기자본비율: 2019년 말 68.9%→ 2020년 1분기 71.2%, 부채비율: 2019년 말 45.2%→ 2020년 1분기 40.5%). 한편, 유동비율은 유동자산이 유동부채를 크게 상회하고 있는 만큼 2020년 1분기 말 기준 227.7%를 나타냈다.

[그림 7] 동사 연간 및 1분기 요약 포괄손익계산서 분석 (단위: 억 원, %, K-IFRS 연결기준)



\*출처 : 동사 사업보고서(2019.12), 동사 분기보고서(2020.03), NICE디앤비 재구성

[그림 8] 동사 연간 및 1분기 요약 재무상태표 분석 (단위: 억 원, %, K-IFRS 연결기준)



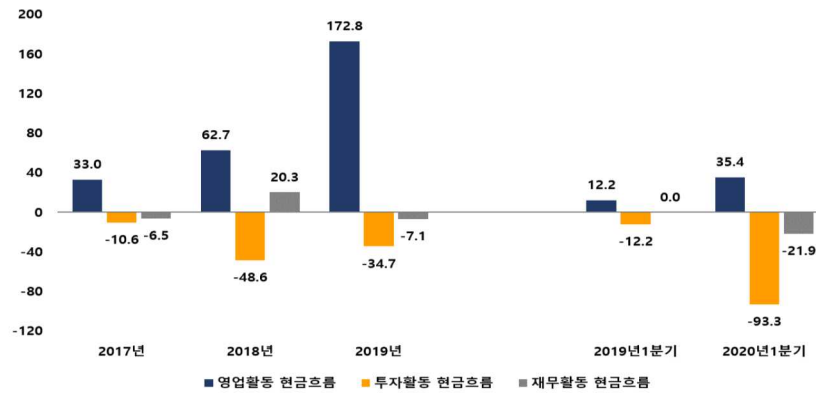
\*출처 : 동사 사업보고서(2019.12), 동사 분기보고서(2020.03), NICE디앤비 재구성

■ 양(+의) 영업활동현금흐름 시현

동사는 최근 8개년(2012~2019) 양(+의) 영업활동현금흐름을 지속해왔으며, 2020년 1분기에도 양(+의) 영업활동현금흐름을 나타냈다. 단기금융상품 취득 등의 투자활동을 통한 현금유출을 보여주었으며, 단기차입금 및 리스부채 상환, 자기주식 취득 등의 재무활동을 통한 현금유출을 나타냈다. 한편, 보유 현금은 2019년 말 21.5억원에서 2020년 1분기 말 13.5억 원으로 약 8억 원 감소했다. 보유 현금과 현금성 자산의 유동화가 가능하며 상장사로써 외부차입을 통한 자금조달이 용이하여 유동성 위험은 낮은 것으로 판단된다.

[그림 9] 동사 현금흐름의 변화

(단위: 억 원)



\*출처 : 동사 사업보고서(제6기), 동사 분기보고서(제7기), NICE디앤비 재구성

## V. 주요 변동사항 및 향후 전망

### 웹툰과 게임 동반 성장을 통한 온라인 콘텐츠 공급 전문기업으로 성장 기대

동사는 웹툰 전문 스튜디오 블루코믹스를 설립하여 IP를 활용한 비즈니스 확대 및 무협 장르 다변화를 시도하고 있으며, 모바일 게임 ‘에오스 레드’의 해외 시장 진출로 사업 성장을 기대하고 있다.

#### ■ 웹툰 전문 스튜디오 블루코믹스를 통해 웹툰 IP를 활용한 비즈니스 확대

동사는 2020년 1월 2일 100% 종속회사인 블루코믹스 주식회사를 설립하였다. 블루코믹스는 콘텐츠 기획 및 개발을 주요 사업으로 하며 자체 웹툰 IP를 활용한 비즈니스 확대에 나선다고 밝혔다. 기존 웹툰 비즈니스는 웹툰을 창작한 작가가 작품에 대한 모든 저작권을 소유하게 돼 동사와 같은 CP사가 웹툰 IP를 자산화해 수익을 창출하는 것이 힘든 구조인 점을 고려하여, 동사는 웹툰 제작 스튜디오인 블루코믹스를 통해 작품성이 우수한 웹툰을 제작할 예정이다. 이를 통해 동사의 플랫폼과 네이버 웹툰, 카카오페이지 등 국내 다수의 플랫폼에 자체 IP 기반의 웹툰을 서비스해 추가적인 수익을 창출할 계획이다.

동사는 블루코믹스가 제작한 웹툰 IP를 자산화해 온라인 만화는 물론 웹툰까지 자체 콘텐츠 경쟁력을 강화할 것으로 전망된다. 블루코믹스는 웹툰 기획부터 시나리오 구상, 콘티 제작, 데생 작업까지 가능한 전문 인력으로 구성되어 있으며, 향후 추가 인력 충원을 통해 지속적으로 인력을 확대할 계획이다. 또한, 블루코믹스는 동사의 미얀마 법인 만화 제작 인력을 활용해 웹툰을 대량 제작하여 기존의 자회사와 시너지 창출로 매출 신장을 기대하고 있다.

동사는 웹툰 시장이 성장하는 환경하에 IP를 활용한 무협 장르 다변화로 독자층을 확대해 나갈 계획이다. 무협 주요 작가(황성, 야설록, 사마달, 하승남)의 IP와 더불어 외부 흥행 무협 IP 등을 활용해 신무협, 판타지 무협 등 무협 장르의 다변화를 진행하고 있기 때문에 기존보다 저연령 독자층으로 확대될 것이다.

#### ■ 모바일 게임 ‘에오스 레드’ 해외 진출로 성장성 주목

동사는 종속회사인 블루포션게임즈와 에오스 IP 및 웹툰 IP를 활용한 게임 개발 사업을 전개하고 있다. 동사는 모바일 게임 ‘에오스 레드’의 해외 지역 진출을 위해 대만, 홍콩, 마카오 지역 전문 게임 서비스사인 게임스워드(Gamesword)와 서비스 업무 협약을 체결하였다고 2월에 밝힌 바 있다. 대만 모바일 MMORPG 시장에 대한 높은 이해도와 성공 노하우를 가지고 있는 게임스워드와 업무 협약을 통해 해외 시장에서의 에오스 레드 인기와 매출이 성장할 것으로 전망된다.

■ 2020년에도 성장은 계속된다

최근 발간된 증권사 보고서(한화투자증권 2020/06/09, 2020/04/07)에 따르면, 2020년 예상 매출액 764억원, 영업이익 173억원으로 전망했으며, 2분기에는 매출액 218억원과 영업이익 57억원으로 예상했다. 자체 웹툰 제작은 추가 성장모멘텀으로 보나, 실적추정 시 반영하지 않았다고 밝혔다.

한화투자증권에 따르면, 동사가 이미 신무협 3개 타이틀을 보유 중이며 향후 블루코믹스 웹툰 타이틀 5개를 순차적으로 출시할 예정(무신전기 5월 출시)인 만큼 신작 성공 시 외형성장뿐 아니라 수익성 제고(그림작가 배분 없음)도 가능할 것으로 판단했다. 또한, 게임부문에서는 7월 초 에오스 레드 대만 진출과 4분기 중국 에오스 더블루(PC게임) 대규모 업데이트 버전 출시 계획을 보유 중이라고 말했다.

동사는 만화콘텐츠 부문에서 안정적인 성장이 예상되는 가운데 하반기 외부 흥행 무협 IP 판타지가 반영된 웹소설 기반의 웹툰 등을 제작하여 자사 및 외부 플랫폼에 공급 예정이며 게임(에오스 레드)에서도 해외진출 등을 통한 실적모멘텀이 발생할 것으로 기대된다. 따라서, 동사는 지속적인 콘텐츠 공급 및 개발 노력과 사업계획서상 일정이 그대로 진행된다면 2020년 시장 컨센서스(Fnguide) 매출액 754억원(+18.0% yoy), 영업이익 178억원(+28.6% yoy)을 무난하게 달성 가능할 것으로 보여진다.

또한, 단기적 관점에서 1분기 실적이 이미 2019년 상반기 실적을 상회하는 만큼 2분기 국내 웹툰시장의 높은 성장성에 따른 자체 플랫폼 동반성장과 에오스 레드향 실적모멘텀(4월 국내 업데이트 및 iOS버전 출시, 5월 대만 진출)이 기대되는 만큼 2분기 한화투자증권 실적추정치 달성 가능성은 높다고 판단된다.

■ 증권사 투자의견

| 작성기관       | 투자의견  | 목표주가 | 작성일           |
|------------|---|------|---------------|
| 유진투자<br>증권 | Not Rated   | -    | 2020. 06. 01. |
|            | <ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 2분기 예상 매출액 187억원(+128.7% yoy), 영업이익 42억원(+320.0% yoy) 전망</li> <li>국내 유일 자체 제작 IP 보유 중이며 국내기반에서 해외진출로 지속되고 있고 추가적으로 모바일 게임 런칭 및 해외진출 계획 등의 기대감은 향후 실적성장 기대감 높아</li> </ul> |      |               |
| 하이투자<br>증권 | Not Rated   | -    | 2020. 06. 12. |
|            | <ul style="list-style-type: none"> <li>IP 활용한 무협 장르 다변화(신무협, 판타지무협 등)로 하반기 저연령 독자층으로 확대되면서 성장성 가속화 될 것으로 예상</li> <li>PC 온라인 MMORPG인 에오스 IP를 활용해 개발된 모바일 게임인 에오스레드 해외진출로 성장성 가시화 전망</li> </ul>                         |      |               |