

산돌 (419120)

스몰캡



권명준

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (2/23)	14,540원
상승여력	-

시가총액	1,115억원
총발행주식수	7,671,826주
60일 평균 거래대금	30억원
60일 평균 거래량	203,324주
52주 고	20,850원
52주 저	12,200원
외인지분율	0.18%
주요주주	산돌커뮤니케이션 외 5인 50.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.5	0.3	0.0
상대	(2.4)	(7.1)	0.0
절대(달러환산)	0.9	3.9	0.0

지금부터가 시작

Winner takes it all

수요자의 입장에서 폰트 및 폰트 회사 선정 시 폰트의 다양성, 레퍼런스, 저작권 이슈 등이 선정 요인으로 작용한다. 당사는 자체 제작한 폰트 포함 다양한 폰트를 한번에 검색 및 비교 가능하며, 복제가 불가능한 관련 특허도 보유 중이고, 다양한 기업의 폰트 제작을 수행한 경험도 보유하고 있다. 글로벌 폰트 기업들과의 네트워크도 구축되어 있다.

국내 영역 확장

국내에서는 다음과 같은 성장 요인을 주목해야 한다. 첫째, 다수의 기업들은 폰트 변경을 통해 브랜드 이미지 변경 및 인지도 개선을 지속적으로 시도 중이며, 해당 추세가 확산되고 있다. 둘째, K-콘텐츠의 글로벌 인기가 이어지고 있으며, 중국 리오프닝 본격화로 폰트를 포함한 한국 콘텐츠 시장 성장이 기대된다. 셋째, 콘텐츠의 스포츠화로 폰트를 포함한 UX, UI 디자인의 중요도가 상승하고 있다.

해외 영역 확장

글로벌 폰트 기업으로 진출하기 위해 당사는 Two Track으로 진행하고 있다. 첫째, 다국어 제작 역량 및 라이브러리를 강화하고 있다. 해외 라이브러리 420종 인수를 완료했으며, 베트남어, 태국어 등 18개 종을 자체 개발했다. 둘째, 해외 거점 및 네트워크를 구축하고 있다. 동유럽 폰트 제작 거점을 2022년 4월에 확보했으며, 해외 폰트 제작사와 M&A를 통해 지역 거점을 추가 확보할 계획이다.

매출 성장세 지속 전망

2023년 예상 실적은 매출액 229억원, 영업이익 114억원으로 전년대비 각각 25.0%, 41.1% 성장할 것으로 기대된다. 국내에서는 1등 사업자로 확고한 지위를 구축하고 있으며, 콘텐츠 산업의 성장+사용자 확대+기 확보한 글로벌 네트워크를 통한 성장이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	103	120	184	229
영업이익	35	48	81	114
지배순이익	19	4	88	104
PER	-	-	9.4	10.8
PBR	-	-	3.2	2.7
EV/EBITDA	-	-	11.2	9.0
ROE	49.6	3.1	35.3	28.7

자료: 유안타증권

지금부터가 시작!

산돌(419120)은 폰트(font) 전문 기업이다. 서체(글씨를 써 놓는 모양), 글꼴(일정하고 일관되게 설계된 글자 모양의 집합)와 혼재되어 사용하지만, 폰트는 컴퓨터 환경에서 글꼴을 이용할 수 있도록 만든 S/W, 즉 글꼴 파일이라는 점에서 차이점이 있다.

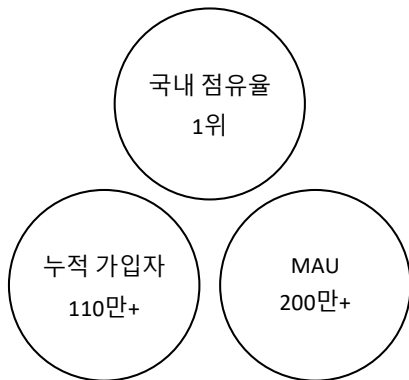
Winner takes it all

수요자의 입장에서 폰트 및 폰트 회사 선정 시 1) 다양한 폰트를 보유하고 있으며, 2) 다수의 프로젝트를 성공한 경험이 있고, 3) 저작권과 관련된 이슈가 발생하지 않는 기업을 선정할 가능성이 높다. 여기에 4) 해외 진출을 고려하고 있는 기업이라면 해외 기업과의 레퍼런스를 보유 여부도 선정 기준일 것이다. 기업과 개인 모두에게 해당된다.

한 벌의 글꼴이 폰트로 제작되어 사용되기 위해서는 상품 기획 → 글꼴 디자인 → 폰트 제작 → 유통의 프로세스가 진행된다. 즉 폰트 제작사의 입장에서 기획자, 디자이너, IT 전문 인력이 필요하다. 1위 사업자가 사업적으로 유리한 이유이다.

동사는 ‘산돌구름’이라는 플랫폼을 보유하고 있다. 자체 제작한 폰트 포함 다양한 폰트를 한번에 검색 및 비교가 가능하다. 복제가 불가능한 관련 특허도 보유하고 있어 저작권과 관련된 이슈에서도 자유롭다. 카카오프렌즈, 배달의민족, 현대카드 등 다양한 기업의 폰트 제작을 수행한 경험도 보유하고 있다. 글로벌 폰트 기업들과 네트워크가 구축되어 있으며, 해외 기업과 공동 수주 및 협력 사업을 진행하고 있다.

[그림 1] 국내 1위 폰트 기업



자료: 산돌, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 다양한 폰트 적용 사례



자료: 여의도 하남빌딩, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 플랫폼: 산돌구름



자료: 산돌, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 기 구축된 글로벌 네트워크



자료: 산돌, 유안타증권 리서치센터

국내 영역 확장: K-콘텐츠 인기 + 크리에이터 + 웹폰트

폰트는 브랜드와 기업문화, 상품과 서비스의 정체성을 완성시키는 디자인의 핵심 콘텐츠로 부상하고 있다. 다수의 기업들은 폰트 변경을 통해 브랜드 이미지 변경 및 인지도 개선을 시도하고 있다. 현대카드, 카카오프렌즈, 배달의민족 등 성공 사례들이 나오면서 지속적으로 확대될 것으로 기대된다.

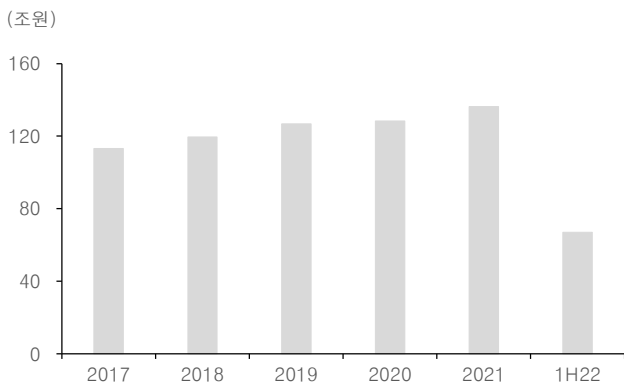
K-콘텐츠의 글로벌 인기 역시 폰트 산업 성장에 기여할 것으로 판단된다. 해외 진출을 위해서는 자막(Subtitle)이 필수적이다. 폰트 변화를 통해 콘텐츠의 분위기, 이미지 연상에 기여할 수 있기 때문이다. 특히, 2023년은 중국 리오프닝이 시작되고 있다. 중국 내 한국 콘텐츠 진출이 활발히 이뤄질 것으로 기대된다. 국내 콘텐츠 제작사들의 수요가 확대될 것으로 기대된다.

폰트를 사용하고자 하는 국내 수요자들의 대상도 확산되고 있다. 최근에는 유튜브/크리에이터로의 수요가 확대되고 있다. 콘텐츠의 변화(숏폼화)와도 맞닿아 있다. 숏폼은 짧은 영상으로 이뤄지는 콘텐츠로, 짧은 시간에 즐기도록 하는 MZ세대들에게 인기를 끌고 있다. 숏폼 콘텐츠를 돋보이게 하기 위해, 혹은 주목하게 만들기 위해 UX, UI 디자인의 중요도가 상향되고 있기 때문이다. 폰트는 대표적인 시각 디자인의 요소이다.

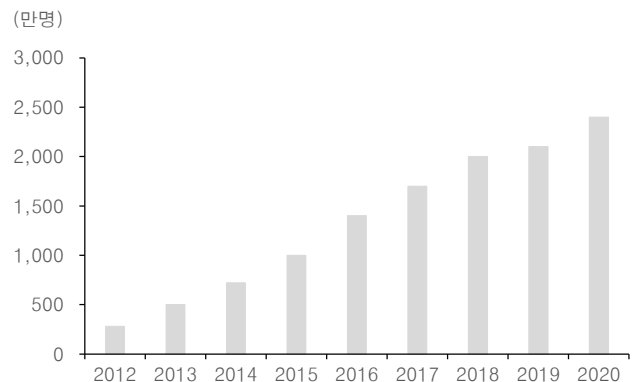
한국콘텐츠진흥원에 따르면 유료 이모티콘 출시가 본격화된 2017년 약 1,000억원 규모의 한국 이모티콘 시장이 2021년 약 7,000억원으로 성장했다. 연평균 50%가 넘는 성장률이었다. 이모티콘은 텍스트로만 이뤄진 메시지 표현의 한계를 극복하기 위해 사용되기 시작되었다. 이모티콘을 이용한 표현이 커뮤니케이션 당사자 간의 친밀감을 높인다는 조사결과(이인규, 2004년 논문)가 있다. 또한 개성 표현의 일환으로 사용되고 있다.

폰트의 이모티콘화도 진행될 것으로 기대된다. 동사는 폰트 파일 전달없이 온라인/모바일 서비스에 폰트를 적용할 수 있는 웹폰트 기반 구독서비스 사업을 준비하고 있다. 성장속도를 추정하기는 이르지만, 이모티콘과 마찬가지로 개성 표현 및 상대방과의 친밀감 상향 등을 이유로 간접적인 의사소통이 익숙해진 MZ세대들의 수요가 있을 것으로 기대된다.

[그림 5] 국내 콘텐츠 산업 연간 매출액 추이

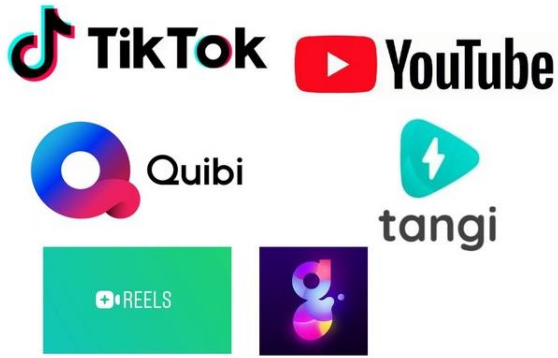


[그림 6] 이모티콘 산업 성장 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 다양한 숏폼 콘텐츠



자료: 메조미디어, 유안타증권 리서치센터

자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 초등학생 희망직업 순위: 크리에이터 인기 지속

순위	2019년	2020년	2021년	2022년
1	운동선수	운동선수	운동선수	운동선수
2	교사	의사	의사	교사
3	크리에이터	교사	교사	크리에이터
4	의사	크리에이터	크리에이터	의사
5	요리사	프로게이머	경찰관	경찰관
6	프로게이머	경찰관	요리사	요리사
7	경찰관	요리사	프로게이머	배우/모델
8	법률전문가	가수	배우/모델	가수/성악가
9	가수	만화가	가수/성악가	법률전문가
10	뷰티디자이너	제과제빵사	법률전문가	만화가

자료: 한국직업능력개발원, 교육부, 유안타증권 리서치센터

해외 영역 확장: 다국어 역량 확대 + 거점 확대

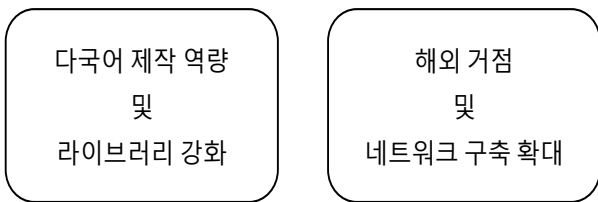
글로벌 폰트 기업으로 진출하기 위해 동사는 Two Track으로 진행하고 있다. 첫째, 다국어 제작 역량 및 라이브러리 강화하고 있다. 해외 라이브러리 420종 인수를 완료했으며, 베트남어, 태국어 등 18개 종을 자체 개발했다.

둘째, 해외 거점 및 네트워크를 구축하고 있다. 동유럽 폰트 제작 거점을 2022년 4월에 확보했으며, 해외 폰트 제작사와 M&A를 통해 지역 거점을 추가 확보할 계획이다. 일본, 중국 등 아시아 다수 국가의 자체 폰트를 보유하고 있다는 점에서 이들 국가 내 폰트 기업 인수 시 단기간 내 시너지 효과가 날 수 있을 것으로 기대된다.

매출 성장세 지속 전망

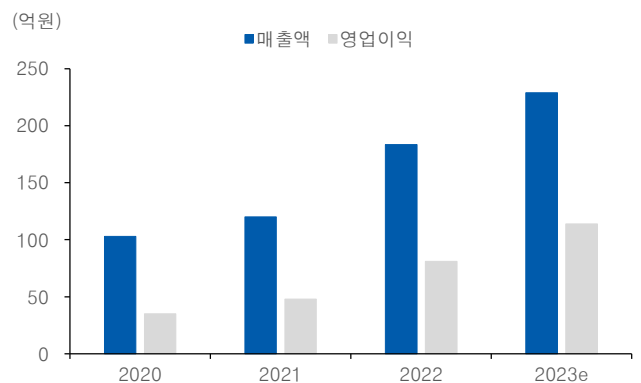
2023년 예상 실적은 매출액 229억원, 영업이익 114억원으로 전년대비 25.0%, 41.1% 성장할 것으로 기대된다. 국내에서는 1등 사업자로 확고한 지위를 구축하고 있으며, 콘텐츠 산업의 성장 + 사용자 확대 + 기 확보한 글로벌 네트워크를 통한 성장이 기대된다. 해외 진출 시 매출 성장 속도가 상향될 것으로 기대된다. 매출 성장세가 이어지고 있음에도 불구하고 타이트한 인력 및 비용 관리가 이어지고 있다는 점에서 높은 마진율이 지속될 것으로 기대된다.

[그림 8] 글로벌 시장 Two Track



자료: 산돌, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 매출 추이 및 전망



자료: 산돌, 유안타증권 리서치센터 추정

산들 (419120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	0	103	120	184	229
매출원가	0	23	23	35	41
매출총이익	0	79	97	149	188
판매비	0	45	49	68	74
영업이익	0	35	48	81	114
EBITDA	0	37	51	84	117
영업외손익	0	-17	-40	22	16
외환관련손익	0	-1	1	20	0
이자손익	0	-7	-6	-3	1
관계기업관련손익	0	0	0	10	15
기타	0	-8	-35	-5	0
법인세비용차감전순이익	0	18	8	103	130
법인세비용	0	-1	3	9	19
계속사업순이익	0	19	4	93	110
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	19	4	93	110
지배지분순이익	0	19	4	88	104
포괄순이익	0	19	4	93	110
지배지분포괄이익	0	19	4	88	104

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	0	49	49	97	130
당기순이익	0	19	4	93	110
감가상각비	0	2	3	3	3
외환손익	0	1	0	-20	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	-10	-15
자산부채의 증감	0	9	-2	-11	-9
기타현금흐름	0	17	44	41	41
투자활동 현금흐름	0	-154	-30	-79	-79
투자자산	0	-17	-83	-79	-79
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-80	-2	0	0
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	0	-58	54	0	0
재무활동 현금흐름	0	129	-6	33	-5
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	60	0	0	0
자본	0	0	0	38	0
현금배당	0	-2	-2	-1	-2
기타현금흐름	0	71	-4	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	-21	-27
현금의 증감	0	23	14	29	18
기초 현금	0	43	66	80	110
기말 현금	0	66	80	110	128
NOPLAT	2146826281	36	48	81	114
FCF	0	-31	48	97	130

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

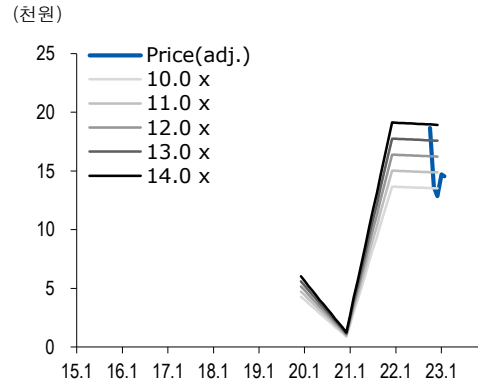
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	0	138	103	134	158
현금및현금성자산	0	66	80	110	128
매출채권 및 기타채권	0	12	15	22	28
재고자산	0	1	0	1	1
비유동자산	0	112	213	288	364
유형자산	0	82	80	78	75
관계기업등 지분관련자산	0	0	106	185	264
기타투자자산	0	19	13	13	13
자산총계	0	250	316	422	522
유동부채	0	49	67	49	49
매입채무 및 기타채무	0	9	13	13	13
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	125	61	61	61
장기차입금	0	60	60	60	60
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	174	127	109	109
지배지분	0	76	187	311	410
자본금	0	0	0	38	38
자본잉여금	0	31	149	149	149
이익잉여금	0	37	39	125	224
비지배지분	0	0	1	2	2
자본총계	0	76	188	313	413
순차입금	0	3	-20	-50	-68
총차입금	0	124	60	60	60

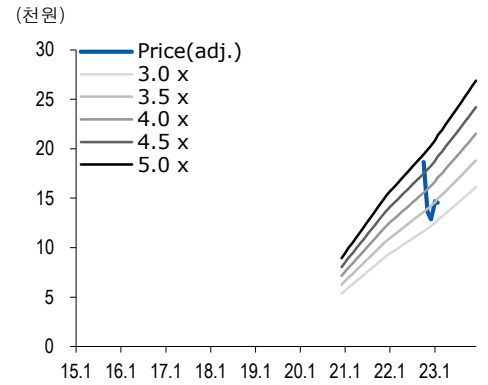
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	0	430	88	1,366	1,352
BPS	0	1,787	3,052	4,059	5,375
EBITDAPS	0	55,886	73,482	1,301	1,522
SPS	0	2,426	2,607	2,850	2,990
DPS	24	43	30	30	30
PER	-	-	-	9.4	10.8
PBR	-	-	-	3.2	2.7
EV/EBITDA	-	-	-	11.2	9.0
PSR	-	-	-	4.5	4.9

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	17.0	52.6	25.0
영업이익 증가율 (%)	na	na	37.8	68.2	41.1
지배순이익 증가율 (%)	na	na	-78.4	2,063.0	17.9
매출총이익률 (%)	0.0	77.3	80.6	81.0	82.0
영업이익률 (%)	0.0	33.9	39.9	43.9	49.6
지배순이익률 (%)	0.0	18.3	3.4	47.9	45.2
EBITDA 마진 (%)	0.0	36.3	42.8	45.7	50.9
ROIC	0.0	104.2	39.8	94.8	107.6
ROA	0.0	15.0	1.4	23.8	22.0
ROE	0.0	49.6	3.1	35.3	28.7
부채비율 (%)	0.0	229.5	67.6	34.9	26.4
순차입금/자기자본 (%)	0.0	4.1	-10.9	-15.9	-16.6
영업이익/금융비용 (배)	0.0	4.8	7.5	26.9	0.0

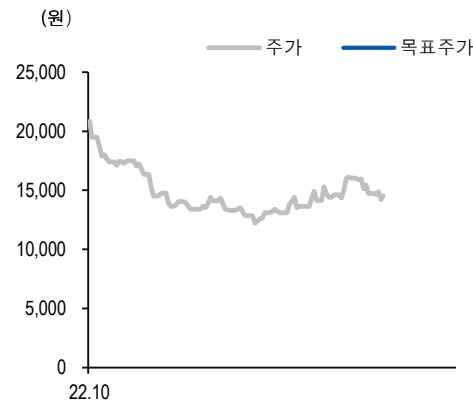
P/E band chart



P/B band chart



산돌 (419120) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-24	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.