

Not Rated

목표주가	-
현재주가	7,000 원
Upside	-
Key Data	2020 년 03 월 11 일
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC
KOSDAQ(pt)	595.61
시가총액 (억원)	1,715
발행주식수 (천주)	24,505
외국인 지분율 (%)	1.7
52 주 고가 (원)	9,690
저가 (원)	2,570
60 일 일평균거래대금 (십억원)	9.9
주요주주	(%)
조승진 외 6 인	60.4
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-14.8 -8.4 176.1
상대주가	-2.4 -3.0 242.6

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

미스터블루(207760)

만화와 게임의 하모니

만화콘텐츠 사업과 게임 제작 기업

미스터블루는 본사에서 만화 콘텐츠 제작과 플랫폼을 운영하고 자회사 블루포션게임즈를 통해 게임 제작을 하고 있다. 매출 비중(3Q19 누적 기준)은 본사가 57%, 자회사가 43%이고, 영업이익은 본사 33%, 자회사 68% 이다. 3Q19 에 모바일게임 에오스 레드의 흥행과 함께 급격한 실적 개선을 이뤘고, 현재 글로벌 출시를 준비중이다. 본사는 하반기에 강점을 보유하고 있는 무협 장르에서 차별화된 웹툰 서비스를 선보일 계획이다.

자체 플랫폼 가입자 수, 거래액, 건당 평균 결제액 모두 우상향

자체 플랫폼 가입자 수는 2016 년 298 만명에서 2019 년 502 명을 넘어섰고, 거래액은 2016 년 137 억에서 2019 년 216 억을 넘어섰다. 2019 년 11 월 21 일 정액제 가격을 10,000 원에서 20,000 원으로 두배 인상하여 1Q20 부터 이익 개선 효과가 분기 5 억이상 발생하고, 분사한 블루코믹스에서 5 월, 오렌지 스튜디오에서 하반기부터 신규 웹툰이 출시 될 전망이다.

에오스 레드, iOS 버전과 글로벌 출시

3 월내에 iOS 버전과 PC 버전을 출시할 예정이다. 상반기에는 대만, 하반기에는 일본 출시를 하며 연내 중국 출시도 계획하고 있다. 3Q19 출시 이후 일매출 10 억수준에서 현재 1 억 수준까지 하락했으나 글로벌 출시로 인해 일매출 상승이 기대된다.

만화, 게임 실적 증가로 Valuation 매력 부각

2020 년은 만화콘텐츠의 정액제 인상 효과와 신작 출시, 에오스 레드의 글로벌 출시로 사상 최대 실적을 달성할 것으로 전망된다. 또, 2019 년 하반기 발생한 비용은 사라진다. 2020F PER 9.3x 는 유사 게임 업체들의 평균 PER 11.8x 대비 저평가 되어있고, 만화콘텐츠의 성장여력을 감안하면 Valuation 매력이 부각될 것으로 전망한다.

구분	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액 (억원)	240	302	310	651	924
영업이익 (억원)	47	36	40	151	241
영업이익률 (%)	19.6	12.0	12.8	23.2	26.1
지배순이익 (억원)	39	28	28	128	189
PER (배)	23.8	28.1	21.0	14.0	9.1
PBR (배)	3.5	2.7	1.8	4.0	2.7
ROE (%)	16.3	10.1	9.0	33.3	35.2
EPS (원)	162	116	113	521	773

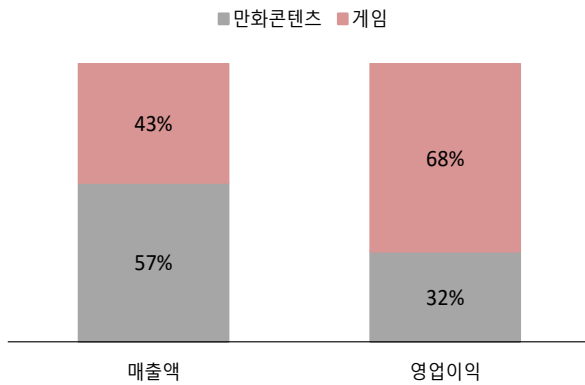
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

만화와 게임

만화콘텐츠 사업과 게임 제작 기업

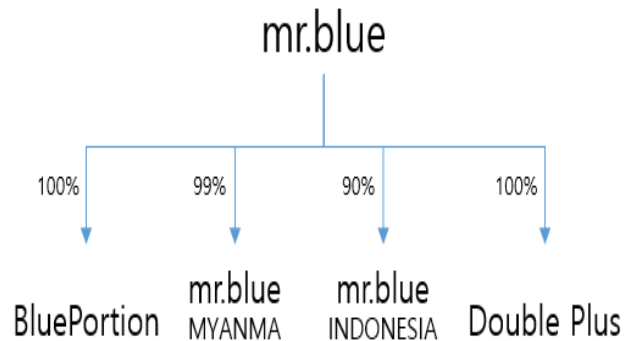
미스터블루는 만화콘텐츠 사업을 하는 본사와 모바일 게임 개발 및 서비스를 하는 자회사로 구성되어 있다. 만화콘텐츠는 CP(Content Provider)와 플랫폼(포털 기반, 웹툰 전문)으로 구분된다. 수익모델은 작가로부터 IP 권한을 일시에 양수한 후 발생하는 수익을 동사가 전액 수취하는 구조(포괄적 저작권)와 작가와 계약을 통해 수익을 배분을 하는 구조(배타적 발행권)로 나뉜다. 게임은 2016년에 자회사 블루포션게임을 인수하여 에오스 시리즈를 지속 출시 하고 있다. 3Q19 출시한 모바일게임 에오스 레드의 큰 흥행으로 향후 지속적인 실적 개선이 기대된다. 매출비중은 만화콘텐츠가 57%, 게임이 43%이고, 영업이익은 만화콘텐츠가 32%, 게임이 68% 이다.

그림 1. 매출액 및 영업이익 비중(3Q19 누적 기준)



자료: Dart, 리딩투자증권

그림 2. 종속기업



자료: Dart, 리딩투자증권

그림 3. 만화콘텐츠 사업의 수익구조



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

자체 웹툰 강화 블루코믹스, 신무협 제작 오렌지 스튜디오

블루코믹스(그림), 5 월

자체 웹툰 제작을 강화하기 위해 기존 본사내 제작부서를 분사해 블루코믹스를 설립했다. 설립 후 그림작가를 25 명 내외로 채용했고, 점차 40 명까지 인력을 확대할 계획이다. 5월부터 블루코믹스에서 제작된 웹툰이 서비스 될 것으로 전망된다.

오렌지 스튜디오 (시나리오), 하반기

국내 무협 만화의 약 80%를 동사가 장악하고 있을 만큼 무협 장르에 있어 절대강자이다. 자체 보유 무협 4 대 천왕(황성, 아설록, 사마달, 하승남)IP 와 외부 흥행 무협 IP 를 활용해 올드한 무협에서 벗어나 트렌디한 신무협 웹툰 제작을 오렌지 스튜디오에서 담당하고 있다. 1Q20 내로 월 100 권 수준의 시나리오가 만들어 질 것이고, 하반기에 신무협 웹툰 서비스가 시작 될 것으로 전망된다. 장기적으로 무협 시나리오 연간 2,000 권을 제작하기 위해 신진 작가 양성을 강화할 계획이다.

미얀마 제작 기지(그림)

인도네시아에서 미얀마로 콘텐츠 제작 사업기지 이전

인도네시아 법인을 만화 및 웹툰 제작기지로 활용하다 인건비 절감 차원에서 2019 년말 인력 정리를 하고, 미얀마 법인으로 제작기지를 완전히 이전하였다. 현재 미얀마 법인에서는 연간 3,000 권의 만화를 제작 가능하고, 약 300 명의 미얀마 현지인 스케치 작가들이 상주하고 있다.

그림 4. 자체 보유 무협 4대 천왕 IP



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 5. 신무협 웹툰 제작



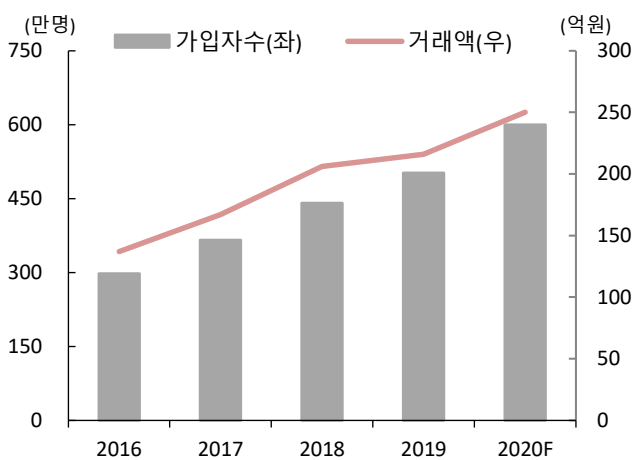
자료: 미스터블루, 리딩투자증권

자체 플랫폼

자체 플랫폼 가입자 수, 거래액, 건당 평균 결제액 모두 우상향

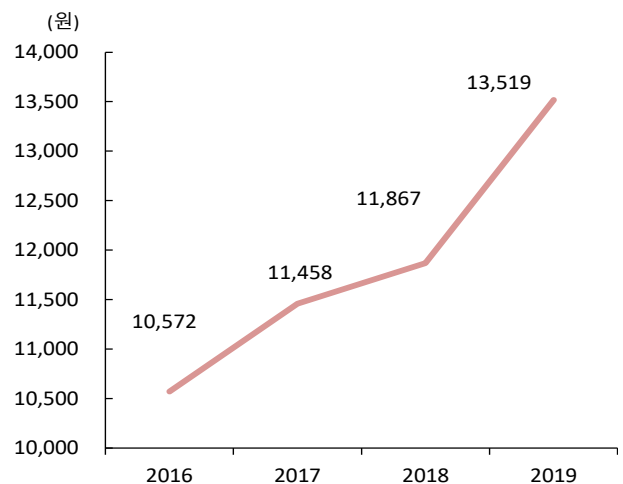
자체 플랫폼 가입자 수는 2016 년 298 만명에서 2019 년 502 명을 넘어섰고, 거래액은 2016 년 137 억에서 2019 년 216 억을 넘어섰다. 건당 평균 결제액은 2016 년 10,572 원에서 2019 년 13,519 원으로 인상 전 정액제가 10,000 원임을 감안하면, 추가 결제가 지속적으로 증가하고 있다는 것을 알 수 있다. 2019 년 11 월 21 일에 정액제를 10,000 원에서 20,000 원으로 두 배 인상하였고, 이에 따른 회원 이탈률은 약 22% 수준으로 파악된다. 과거 10 년동안 10,000 원을 유지하다 인상한 것이고 이에 따라 분기 영업이익이 약 5 억 이상 증가하는 효과가 나타날 것으로 추정된다.

그림 6. 자체 플랫폼 가입자수 및 거래액



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 7. 건당 평균 결제액



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

에오스 레드

에오스 레드, iOS 버전과 글로벌 출시

2019 년 8 월 런칭한 에오스 레드(모바일 게임)는 8~9 월 두달 간 매출 130 억 수준으로 큰 흥행을 거뒀다. 출시 6 개월이 지난 현재는 일매출 1 억 수준으로 유지되고 있고 3 월내에 iOS 버전과 PC 버전을 출시할 예정이다. 상반기에는 대만, 하반기에는 일본 출시를 하며 글로벌 진출을 시작하고 연내 중국 출시도 계획하고 있다. 중국은 에오스 PC 버전이 이미 서비스 되고 있어 에오스 레드 모바일을 PC 버전으로 변환하여 서비스를 할지 신규 모바일 게임으로 출시할 지는 판호 관련 이슈가 있어 확정되지 않았다. 2Q20 부터 일매출 상승이 예상된다.

신규 모바일 게임 준비 중

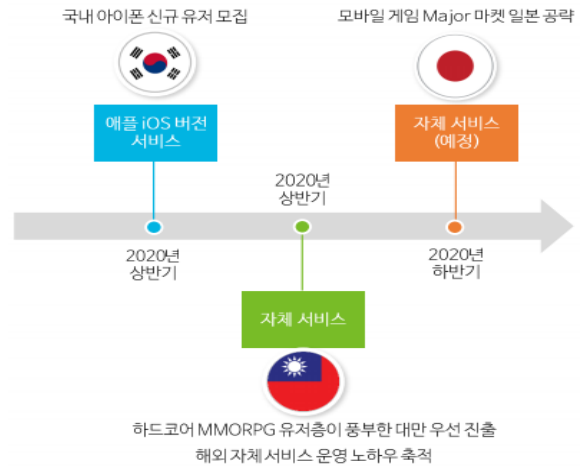
에오스 IP 와 동사가 보유한 무협 IP 를 활용한 신규 게임을 개발할 예정이다. 신규 게임은 글로벌 출시를 타겟으로 기획되고 있고, 구체적인 컨셉은 2Q20 에 확인할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 8. 에오스 레드



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 9. 글로벌 출시 계획



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

표 1. 미스터블루 실적 추이 및 전망

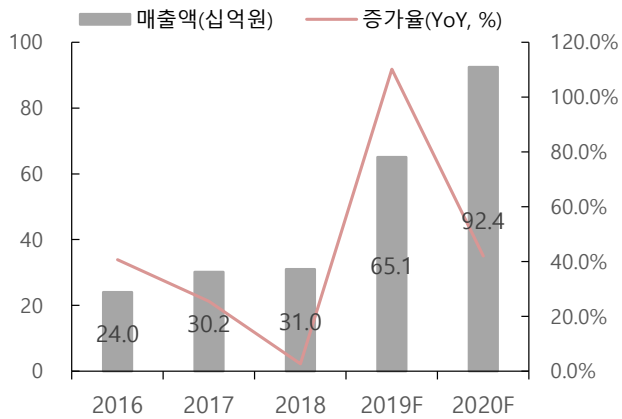
(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	6.8	7.6	8.5	8.1	8.0	8.2	25.0	23.7	30.2	31.0	65.1	92.4
만화콘텐츠	6.5	6.8	8.2	7.8	7.7	7.9	7.9	7.7	28.1	29.3	32.0	33.6
게임	0.3	0.7	0.3	0.4	0.3	0.2	17.1	16.0	2.0	1.7	33.1	58.8
영업이익	0.4	1.2	1.3	1.0	0.9	1.0	9.4	3.8	3.6	4.0	15.1	24.2
만화콘텐츠	0.9	1.2	1.7	1.3	1.3	1.4	1.0	0.6	4.7	5.1	4.3	6.8
게임	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	8.4	3.2	(1.1)	(1.2)	10.7	17.4
OPM	6.5%	15.2%	15.5%	12.8%	11.5%	11.8%	37.6%	16.1%	12.0%	12.8%	23.2%	26.2%
순이익	0.2	1.1	1.1	0.3	0.9	0.8	8.0	3.5	3.1	2.8	13.2	19.0
지배주주순이익	0.2	1.1	1.1	0.3	0.9	0.8	8.0	3.5	2.8	2.8	13.2	19.0
NIM	3.1%	14.2%	13.1%	4.3%	11.2%	10.2%	32.1%	14.6%	9.3%	8.9%	20.3%	20.6%
y-y												
매출액	-10.0%	4.1%	17.9%	-0.2%	17.1%	7.6%	193.5%	194.3%	25.5%	2.7%	110.2%	42.0%
만화콘텐츠					18.5%	16.2%	-3.7%	-1.3%	31.3%	4.3%	9.2%	5.1%
게임					0.0%	-71.4%	5600.0%	3900.0%	-23.1%	-15.0%	1847.1%	77.6%
영업이익	-68.9%	13.4%	74.0%	142.9%	108.4%	-16.8%	610.0%	270.0%	-23.3%	9.2%	282.8%	59.9%
지배주주이익	-80.5%	35.4%	119.1%	-13.9%	320.6%	-22.7%	617.0%	906.5%	-28.7%	-1.4%	379.2%	43.9%

자료: Dart, 리딩투자증권

만화, 게임 모두 증가 만화, 게임 실적 증가로 Valuation 매력 부각

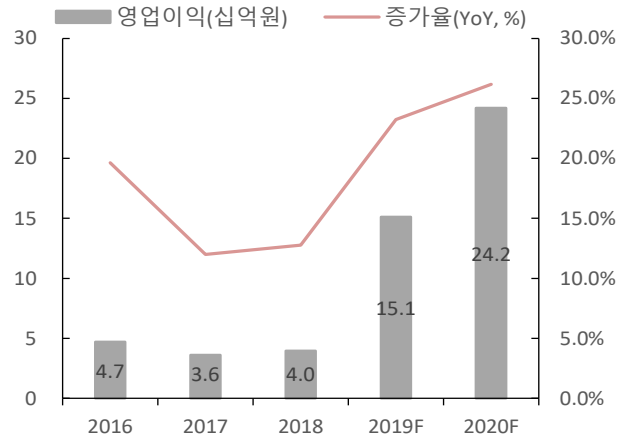
3Q19 와 4Q19 에 만화콘텐츠의 영업이익은 각각 41.2%, 53.8% 감소했다. 이는 본사 내 웹툰 제작 부서를 분사하여 블루코믹스 설립과 오렌지 스튜디오 내 작가풀 확대를 위한 투자비용 증가로 인한 것이다. 블루코믹스는 상반기, 오렌지 스튜디오는 하반기부터 신작이 출시될 것이다. 에오스 레드 3 월내 iOS 및 PC 버전 출시와 상반기 대만, 하반기 일본, 연말 중국 등 글로벌 진출로 실적개선이 예상된다. 2020 년 매출액과 영업이익은 각각 42.0% y-y, 59.9% y-y 증가하여 사상 최대 실적을 달성할 것으로 전망된다. 2020F PER 9.3x 는 유사 게임 기업들의 평균 PER 11.8x 대비 저평가 되어있고, 만화콘텐츠의 성장여력을 감안하면 Valuation 매력이 부각될 것으로 전망한다.

그림 10. 매출액 및 증가율 전망



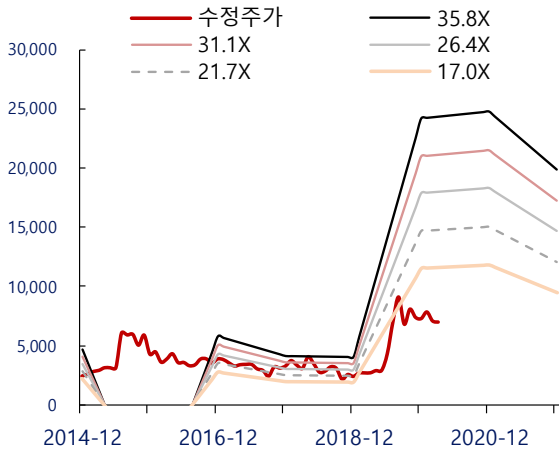
자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 11. 영업이익 및 영업이익률 전망



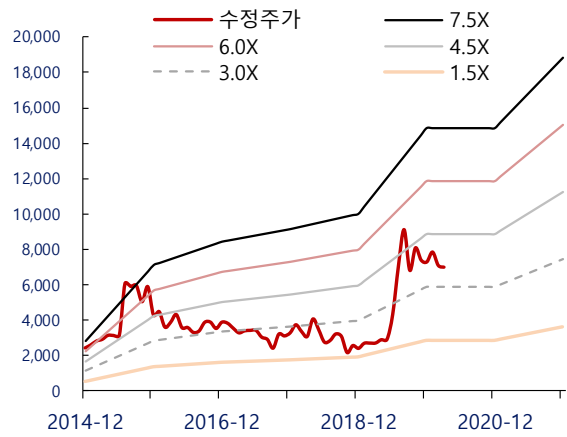
자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 12. PER Band



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

그림 13. PBR Band



자료: 미스터블루, 리딩투자증권

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	345	380	443	669	943
유동자산	141	160	230	424	599
현금및현금성자산	34	49	84	119	168
단기금융자산	23	10	48	84	119
매출채권및기타채권	37	42	44	161	226
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	204	220	212	244	345
장기금융자산	10	11	3	4	6
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	73	78	77	84	119
무형자산	122	132	132	152	215
부채총계	79	87	122	223	312
유동부채	78	81	116	217	306
단기차입부채	31	30	50	92	129
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	26	29	35	71	101
비유동부채	1	6	6	6	6
장기차입부채	0	0	0	1	1
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	266	293	321	446	631
지배주주지분*	266	288	321	446	631
비지배주주지분	1	4	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	240	302	310	651	924
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	240	302	310	651	924
판매비와관리비	193	265	270	500	683
영업이익	47	36	40	151	241
EBITDA	54	46	51	168	266
비영업손익	1	2	-6	3	2
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	2	2
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-0	0	1	1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	1	2	-6	2	1
세전계속사업이익	48	38	34	154	243
법인세비용	8	7	6	26	53
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	40	31	28	128	190
지배주주순이익*	39	28	28	128	189
비지배주주순이익	1	3	0	0	0
기타포괄손익	1	1	-1	1	0
총포괄손익	42	32	27	128	190

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	19	33	63	81	173
당기순이익	48	38	34	145	190
현금유입(유출)이없는수익	8	11	19	25	77
자산상각비	6	10	12	17	24
영업자산부채변동	-31	-7	15	-76	-40
매출채권및기타채권감	-11	-5	-4	-116	-66
재고자산감소(증가)	-0	-0	-1	1	-0
매입채무및기타채무증	-0	-0	-0	5	29
투자활동현금흐름	-109	-11	-49	-78	-158
투자활동현금유입액	197	32	12	55	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	306	43	60	134	158
유형자산	5	7	5	12	42
무형자산	85	15	13	30	80
재무활동현금흐름	-16	-6	20	33	34
재무활동현금유입액	30	0	34	70	38
단기차입부채	30	0	30	69	38
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	46	1	11	32	0
단기차입부채	40	1	10	0	0
장기차입부채	0	0	0	32	0
기타현금흐름	0	0	0	0	1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	1	0
현금변동	-105	16	34	36	49
기초현금	139	34	49	84	119
기말현금	34	49	84	119	168

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	162	116	113	521	773
BPS*	1,099	1,194	1,319	1,819	2,575
CFPS	80	137	258	329	704
SPS	995	1,248	1,274	2,659	3,771
EBITDAPS	222	192	211	687	1,085
DPS (보통,현금)	25	15	20	20	20
배당수익률 (보통,현금)	0.6	0.5	0.8	0.3	0.3
배당성향 (보통,현금)	15.3	12.9	17.7	3.8	2.6
PER*	23.8	28.1	21.0	14.0	9.1
PBR*	3.5	2.7	1.8	4.0	2.7
PCFR	48.2	23.8	9.2	22.2	9.9
PSR	3.9	2.6	1.9	2.7	1.9
EV/EBITDA	17.4	16.9	11.3	10.6	6.5
재무비율					
매출액증가율	40.6	25.5	2.7	110.3	41.8
영업이익증가율	28.1	-23.3	9.2	282.5	59.7
지배주주순이익증가율*	흑전	-22.3	-11.2	362.8	48.4
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	19.6	12.0	12.8	23.2	26.1
EBITDA이익률	22.3	15.4	16.5	25.9	28.8
지배주주순이익률*	16.7	10.3	8.9	19.6	20.5
ROA	14.6	10.0	9.6	27.2	29.9
ROE	16.3	10.1	9.0	33.3	35.2
ROIC	22.6	12.2	13.2	44.3	47.2
부채비율	29.6	29.9	38.0	49.9	49.5
차입금비율	11.5	10.3	15.6	20.7	20.6
순차입금비율	-9.8	-10.0	-22.6	-20.5	-20.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

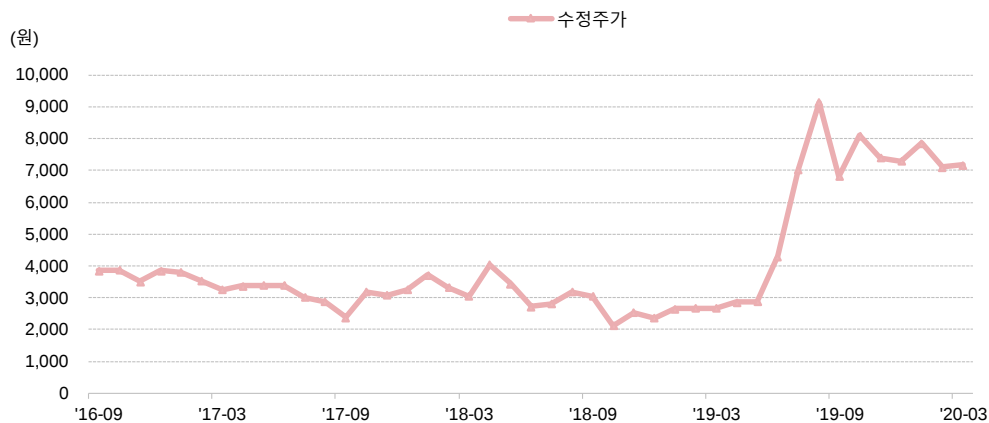
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

미스터블루(207760)

일자	2020-03-12
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2019.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%