



버튜버, 저평가는 끝났다

동사의 FY2025E EPS 179엔에 Target PER 37.86x를 적용한 6,800엔을 목표 주가로 제시한다. 동사는 상장한 이래로 버튜버 기업이라는 이유로 저평가당해왔다. 수출 비중을 늘려도, 실적을 늘려도 시장은 버튜버 기업이라는 이유로 동사를 바라봐주지 않았다. 그러나 이제는 다르다. IP 파워를 기반으로 가이던스 상향 조정, 가이던스 초과 실적을 연달아 달성한 동사는 이제 높이높이 올라갈 준비만을 마쳤다.

Arbitrage. 무엇을, 왜, 어떻게 조명할 것인가

그동안 시장이 외면했던 동사를 지금 바라봐야할 이유는 무엇일까? 답은 주가에 있다. 동사는 그동안 경쟁사 'Anycolor'와 버튜버 기업이라는 이유로 주가가 동행해왔다. 그러나, 가이던스 상향으로 동사의 IP 파워가 주목받기 시작한 작금, 동사의 IP파워에 주목하며, 올라갈 실적을 예측할 일만 남았다. 본서는 ①방송 시청 시간, ②2차창작물 수, ③TCG 카드 판매 순위, ④콜라보 개수라는 네 가지 데이터를 제시하며, 동사의 IP파워와 방향성을 가늠케하고자 한다. 지금 이 순간, 편견에 갇혀 있던 비효율적 시장이 효율적 시장으로 변화하기 시작한다.

Point 1&2. 앞으로도 견조할 동사의 지위

버튜버는 애니메이션과 아이돌 그 사이에 위치해있다. 버튜버는 마치 애니메이션처럼 각자의 세계관 및 컨셉을 가지고 있고, 또한 아이돌처럼 활동하며 강력한 팬덤을 형성했다. 애니메이션, 망가 등 인접 콘텐츠로의 IP 확대와 활발한 2차창작으로 버튜버 문화는 대중에게도 퍼져나가고 있다. 동사는 버튜버의 아이돌 그룹화를 선도하였고, 경쟁사의 부진이 겹치며 버튜버 시장에서 독보적인 입지를 구축하였다. 동사가 구축한 해자를 바탕으로 IP를 이용한 상업활동이 폭발적으로 증가하고 있다.

<추정손익계산서>

損益計算書 (포괄손익계산서)		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
(단위: 百万円)	(단위: 백만엔)							
売上高	매출액	5,725	13,664	20,451	30,166	17,104	43,752	54,748
	YoY(%)	287.1%	138.7%	49.7%	47.5%	39.3%	45.0%	25.1%
製品売上原価	매출원가	2,948	8,389	11,055	16,177	8,021	21,068	25,523
売上総利益	매출총이익	2,777	5,275	9,396	13,988	9,083	22,684	29,224
	GPM(%)	48.5%	38.6%	45.9%	46.4%	53.1%	51.8%	53.4%
販売費及び一般管理費	판매비및관리비	1,079	3,420	5,979	8,451	5,710	11,627	13,792
営業利益又は営業損失	영업이익	1,698	1,855	3,417	5,536	3,372	11,057	15,432
	OPM(%)	29.7%	13.6%	16.7%	18.4%	19.7%	25.3%	28.2%
営業外収益	영업외수익	8	16	2	116	52	52	3
営業外費用	영업외비용	1	17	34	30	123	123	13
経常利益又は経常損失	경상이익	1,706	1,854	3,385	5,623	3,301	10,986	15,422
特別利益	특별이익	-	-	-	160	-	-	-
特別損失	특별손실	19	213	32	60	461	461	-
税引前当期純利益	세전당기순이익	1,686	1,641	3,353	5,722	2,840	10,525	15,422
法人税等合計	법인세 등 합계	466	397	845	1,584	719	2,907	4,260
当期純利益	당기순이익	1,221	1,244	2,508	4,137	2,120	7,618	11,162
	NPM(%)	21.3%	9.1%	12.3%	13.7%	12.4%	17.4%	20.4%

Rating

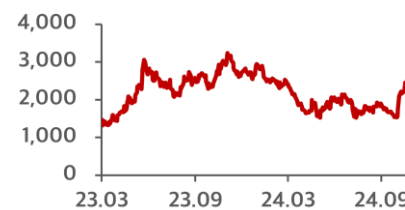
Buy

목표주가: 6,800 엔
현재주가: 2,584 엔
상승여력: 163.2%

12M 주가추이

시가총액 1,541.9 억 엔

(JPY)



B/S data (FY1H24)

자산 총계 274 억 엔
부채 총계 141 억 원
자본 총계 133 억 원

Earning data (FY25F)

EPS 179 엔
PER 37.86
EBITDA 16,030

주요 주주

谷郷 元昭 33.49%
日本カストディ銀行 5.81%
バレー株式会社 5.30%

SMIC 4 팀

팀장 49기 이준호
팀원 49기 한승호
50기 김태원
50기 박민석
50기 심재윤

CONTENTS

1. 버튜버 산업, 한 입 해볼래요? - 산업&기업 분석	03
2. '무엇'을 '왜', '어떻게' 봐야하는가? - Social Arbitrage	06
3. 숨은 원석 버튜버, 다이아인 동사 - Point 1	11
4. 꺾이지 않을 IP 파워 - Point 2	18
5. 매출추정	22
6. Valuation - Historical Peer PER Method	26
7. Appendix	30

버튜버 산업, 한 입 해볼래요? - 산업&기업 분석

얼굴을 노출하지 않고, 캐릭터만 드러내며 방송을 한다는 점에서 버튜버의 진입장벽은 낮아보이지만, 그렇지 않다. 여러 가지 기술력이 결합되어 있는, **퀄리티 높은 버튜버를 만들기 위해서는 엔터사 존재가 필수적이다**. 본서를 통해 소개할 동사, 'Cover Corp'는, **현재 세계에서 그 누구보다도 퀄리티 높은 버튜버를 체계적으로 생산하고 있다**. 동사의 매력을 이해하기 위해 우선 버튜버와 버튜버 산업에 대해 알아본 후, 이를 바탕으로 동사가 가진 장점에 대해 살펴보자.

1.1. What is 'Virtual Youtuber'?

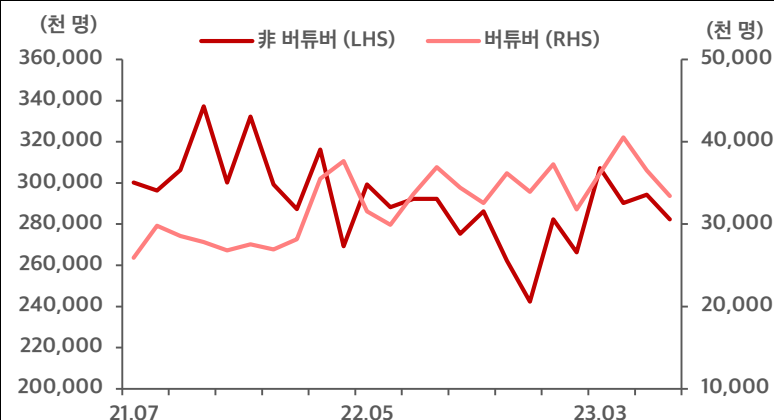
버튜버란?	버튜버(Virtual Youtuber)란, 컴퓨터로 생성된 가상의 애니메이션 아바타를 사용하여, 콘텐츠를 만들고, 라이브 방송을 하는 가상 엔터테이너이다. 2D나 3D로 만들어진 아바타가 실제 사람의 움직임과 목소리에 반응하여 움직이며, 주로 유튜브 등의 실시간 플랫폼을 통해서 활동한다.
버튜버 산업 ≡ 애니메이션 산업	버튜버 산업은 본질적으로는 애니메이션 산업과 유사한 속성을 띄고 있다. 아바타로 이뤄진 캐릭터에 호감을 느낀다는 점과 더불어, 1) 초창기에는 애니메이션(라이브 방송)을 통해 IP의 인기를 높이고, 2) 이후 IP의 힘을 바탕으로 MD(굿즈), 게임 등의 고부가가치 산업을 통해 영업이익률을 높이며, 3) 지속적으로 새로운 IP를 개발하거나 기존 IP를 강화하며, 1)과 2)의 흐름을 재생산하려고 한다. 4) 또한, 단순한 외형적인 매력이 아닌, 스토리를 통해 팬들의 몰입도를 강화한다. 애니메이션의 경우 탄탄한 이야기 전개, 버튜버의 경우 개개인의 서사나 상호작용이 해당된다.
버튜버 산업 ≡ 엔터테인먼트 산업	애니메이션적인 측면을 넘어서, 버튜버 산업은 엔터(아이돌 문화)적인 성격도 존재한다. 초창기 버튜버는 2D 모델을 바탕으로, 라이브 방송에 집중하며 시청자와 소통하는 경향이 짙었다면, 최근 버튜버는 아이돌처럼 그룹을 이뤄 데뷔하고, 음원을 내고, 3D 아바타를 사용하여 직접 춤을 추고 콘서트를 진행하는 등, '애니메이션 아이돌'로의 입지를 굳히고 있다. 버튜버의 음악이 21년 빌보드 재팬, 오리콘 차트 1위를 달성하는 등, 음악, 아이돌로서의 매력이 강화되고 있다.
애니 + 엔터 성장 = 버튜버 성장	버튜버의 기본적인 특성을 갖고 있는 애니메이션과 엔터가 해외에서 점차 성장함에 따라, 버튜버 시장도 길을 따라 성장하고 있다. 21년 대비 23년 6월 유튜브 버튜버 전체 시청자수는 28% 증가했고, 이는 비(非)버튜버 전체 시청자수가 6% 감소한 것과 대조된다. [도표 1-2] 국내에서도 몇 년 사이, 메이드, 원신, 우마무스메 등의 서브컬처가 친숙해졌고, 이에 따라, SOOP, 치지직 등의 플랫폼에서 버튜버를 쉽게 찾아볼 수 있는 등, 쉽게 그 성장세를 가늠할 수 있다.

도표 1-1. 2D & 3D 아바타 사진



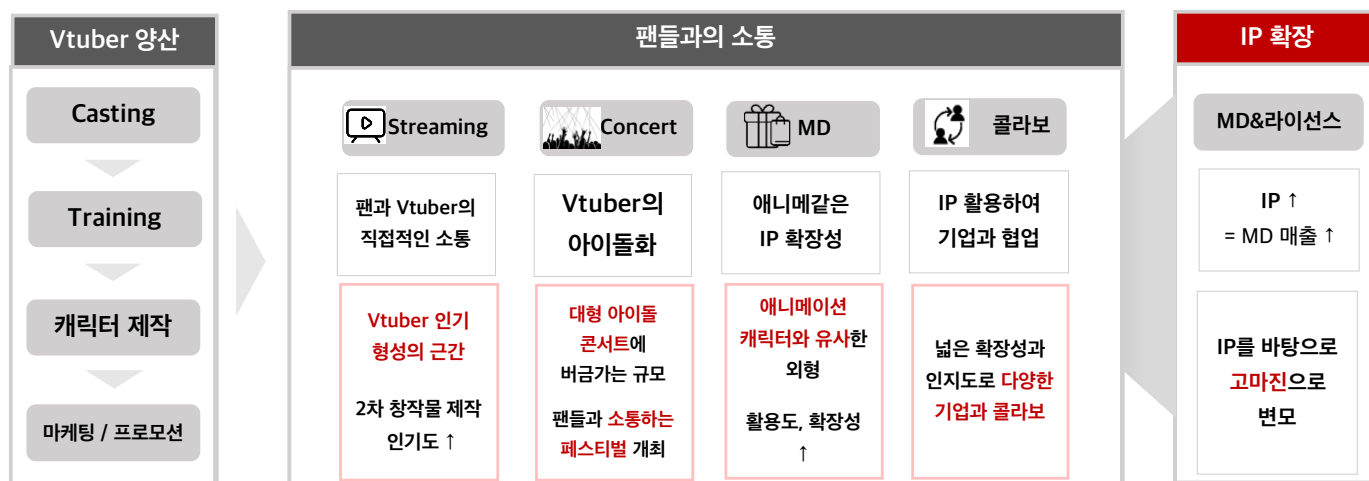
출처: 원신 '바바라', SMIC 4팀

도표 1-2. 버튜버 비(非)버튜버 시청자수 비교



출처: GameSight, SMIC 4팀

도표 1-3. 버튜버 산업 Business Model



출처: SMIC 4팀

버튜버 BM과 유사한 엔터 BM

버튜버 산업의 BM은 엔터 산업과 유사하다. 버튜버(아티스트)를 데뷔시키기 위해, 많은 돈을 투자하고, 철저한 계획 및 홍보를 통해 팬덤 소비를 이끌어낸다. 버튜버 엔터사는 1) 오디션, 면접 등을 통해 재능 있는 사람을 캐스팅한 후, 트레이닝한다. 2) 이후, 대중에게 보일 아바타를 제작하기 위해, 일러스트를 만들고, 이를 구현할 애니메이션을 만들고, 이를 구현할 수 있는 애니메이션을 만들고, 모션을 캡처할 수 있는 기기를 대여하고, 스튜디오를 대여 및 설치하는 등의 과정을 거친다. 3) 이후 마케팅과 프로모션을 통해 라이브 방송을 진행하며, 버튜버를 데뷔시킨다.

엔터사 의존도가 높은 버튜버

버튜버 엔터사에서 버튜버의 핵심인 캐릭터의 외형과 컨셉을 정해주고, 이를 지원해준다는 점에서, 개인 버튜버는 엔터사에 대한 의존도가 높다. 버튜버 엔터사에서 개인이 나간다는 것은, 기존의 외형, 유튜브 계정 등을 모두 버린다는 것을 의미한다. 또한, 다른 버튜버들과의 합방 등을 통해 성장하는 경우가 잦기에, 인기 버튜버들을 보유하고 있는 대형 엔터사의 버튜버들이 초기에 빠르게 성장하는 경향이 있다.

버튜버의 시작은 라이브 방송

팬덤은 이렇게 만들어진 버튜버들을 소비하는 핵심 주체이며, 버튜버 산업의 밸류체인은 일반적으로 팬이 라이브 방송을 봄으로써 시작된다. 라이브 방송 시청으로 버튜버와 소통하며 그들과의 친밀감을 쌓으며, 그들의 팬이 되어가는 것이다. 버튜버 엔터사는 라이브 방송의 클립을 일부 잘라내서 올리는 ‘키리누키’와 이를 바탕으로 만드는 2차 창작물 제작을 대부분 허용하고 있다. 그렇기에, 많은 사람들이 라이브 방송을 볼수록, 2차 창작물이 많아지고, 이 2차 창작물을 접한 사람들이 라이브 방송 및 다른 콘텐츠를 접하는 선순환이 일어난다.

라이브 방송 이후엔 추가적인 소비 시작

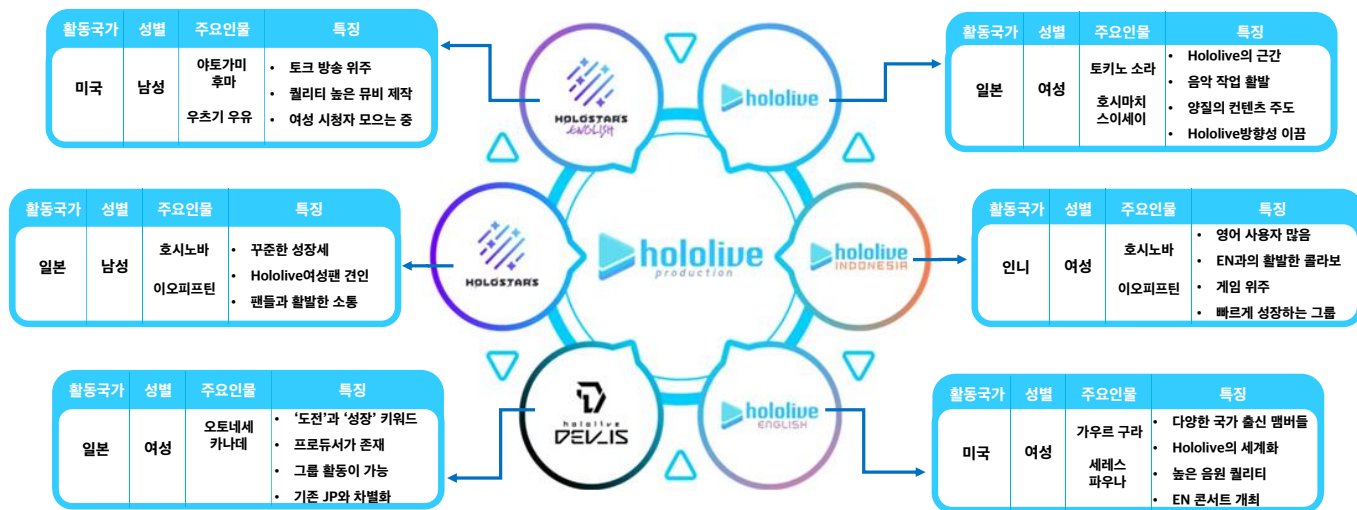
라이브 방송을 보며, 팬심을 키워가는 소비자들은 점차 콘서트, MD 등의 추가적인 소비로 넘어가며, 기업도 소비자의 입맛을 저격할 수 있는 콘서트와 MD를 지속적으로 출시한다. 이는 라이브 방송에 비해 MD의 이익률이 좋기 때문이며, 동시에 의하면 여러 장비와 준비가 필요한 라이브 방송과 콘서트의 GPM은 25%, 저렴하게 제작할 수 있는 MD의 GPM은 55%, 저작권만 빌려주는 광고 등의 라이선스 계약의 GPM은 70~80%에 달한다. 따라서, 기업은 지속적인 라이브 방송과 새로운 버튜버 발굴을 통해 IP를 강화하고, 이를 MD 결제로 이어갈 수 있도록 유도한다.

1.2. 버츄얼 아이돌 선두주자, Cover

동사의 버츄버 아이돌 라인업

동사는 자회사 '홀로라이브 프로덕션'을 통해, 다양한 버츄버 그룹을 만들어 운영하고 있다. 크게 여성 버츄버 그룹인 '홀로라이브'와 남성 버츄버 그룹은 '홀로스타즈'로 이뤄져 있으며, 다시 밑에 주 활동지역과 특성에 맞게, 다양한 산하 그룹들로 이뤄져 있다. [도표 1-4]

도표 1-4. 홀로라이브 프로덕션 그룹 라인업



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

홀로라이브 = No.1

동사의 브랜드 '홀로라이브'는 그야말로, 현재 세계 No.1 버츄버 아이돌이다. 전 세계 유튜브 슈퍼챗 수입 누적 순위 Top 10에서 홀로라이브 버츄버는 6명, Top 20에서 13명이며, 동사와 함께 돌뿐인 버츄버 상장사, 'Anycolor'의 니지산지 버츄버는 top 10에 1명, top 20에 2명이다. 또한, 버츄버 관련 구독자 순위 Top 10 중 8개의 계정이 홀로라이브 소속이며, 니지산지 소속은 없다는 것을 통해, 동사의 압도적인 인기에 대해 알아볼 수 있다. [도표 1-5]

MD, 라이선스 =고마진

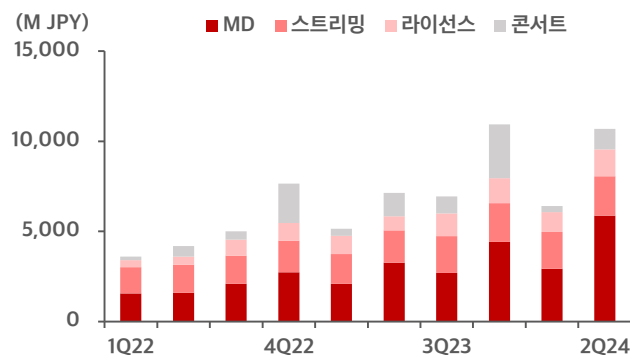
동사는 압도적인 인기를 바탕으로, 고마진의 MD 및 라이선스 매출을 늘려가고 있다. 동사의 매출은 크게 IP를 바탕으로 만든 상품을 판매하는 MD 매출, 라이브 방송에서 나오는 스트리밍 매출, 타사의 요청으로 IP를 빌려주는 라이선스 매출, 오프라인 및 온라인 행사를 바탕으로 발생하는 콘서트 매출로 나뉜다. FY24 Q2 기준 동사의 매출 비중은 MD 55%, 스트리밍 20.4%, 라이선스 13.8%, 콘서트 10.7%이며, 전년 동일분기 대비, MD 매출 비중은 10% 증가하였다. [도표 1-6]

도표 1-5. 세계 유튜브 슈퍼챗 수입 누적 순위

세계 유튜브 슈퍼챗 수입 누적 순위 (11/13 기준)			
순위	채널명	수입(백만원)	소속
1	Pastor Jerry Eze	7,584	非버츄버
2	Bispo Bruno Leonardo	5,555	非버츄버
3	Ushia Ch. 潤羽るしあ	4,631	홀로라이브
4	Ekora Ch. 兎田へこら	4,223	홀로라이브
5	CoCo Ch. 桐生ココ	4,165	홀로라이브
6	Marine Ch. 宝鐘マリン	3,936	홀로라이브
7	Aqua Ch. 湊あくあ	3,611	홀로라이브
8	Kuzuha Channel	3,298	니지산지
9	mcast IRL	3,287	非버츄버
10	Kanata Ch. 天音かなた	3,254	홀로라이브

출처: Playboard, SMIC 4팀

도표 1-6. 동사 매출 비중 추이



출처: Edinet, SMIC 4팀

‘무엇’을 ‘왜’, ‘어떻게’ 봐야하는가? - Social Arbitrage

주가는 실적에 반응한다. 실적은 선행 데이터에 의해 변하지만, 이를 확인할 수 있는 것은 후행하는 실적 발표이다. 그렇다면 소비자에서 어떤 데이터를 보고 기업의 실적을 예측할 수 있을까? 이를 파악하기 위해서는 ① 무엇을, ② 왜, 지금 ③ 어떻게 봐야하는지가 정리되어야 한다. 본서는 IP를 기반으로, MD, 라이선스 매출을 늘릴 동사의 방향성은 명확하다고 판단하며, 동사가 현재 고마진 매출을 극대화하며 실적이 대폭 성장할 흐름의 초입에 이르렀다고 주장한다. 본서는

- ① ‘무엇’을 통해, 동사가 나아갈 방향성을 점검하고,
- ② ‘왜’를 통해, 그동안 존재했던 선행 데이터를 봐야하는 때가 바로 ‘지금’이며,
- ③ ‘어떻게’를 통해, 이를 검증할 수 있는 선행 데이터를 제안하며

선행 데이터들이 실적으로 반영되기 시작하는 시점이 바로 지금 이 순간이며, 후술할 데이터들을 바탕으로 동사가 보일 IP 파워를 미리 가능할 수 있음을 논증한다.

2.1. ‘무엇’을 봐야하는가? -> IP 파워

IP 파워 데이터를 봐야하는 이유

동사의 실적을 예측하기 위해 봐야할 데이터는 IP 파워 관련 데이터다. 동사의 목표는 MD&라이선스 매출이 동사의 실적을 견인하는 미래다. 타 IP 기업들처럼 초반에는 본업을 통해 IP의 힘을 강화하고, 이후에는 OPM이 더 높은 MD&라이선스 매출의 비중을 높여가는 것이다. 이 과정에서 지속적으로 신규 IP 생산, 기존 IP 강화 등으로 소비자들로부터 추가적인 소비를 유도한다.

동사가 따라갈 길 = Toei Animation

동사가 참고할 수 있는 경로로 ‘Toei Animation’을 들 수 있다. Toei Animation은 일본 유일 순수 애니메이션 제작 상장사로, 원피스 등의 유명 IP를 기반으로, TV 시리즈를 제작한 후, 이를 활용한 MD&라이선스 매출을 발생시킨다. 15년 이래로 Toei Animation의 MD&라이선스 매출은 전체 매출의 50% 이상을 차지해왔으며, MD&라이선스 매출이 전체 매출을 견인한다. [도표 2-1]

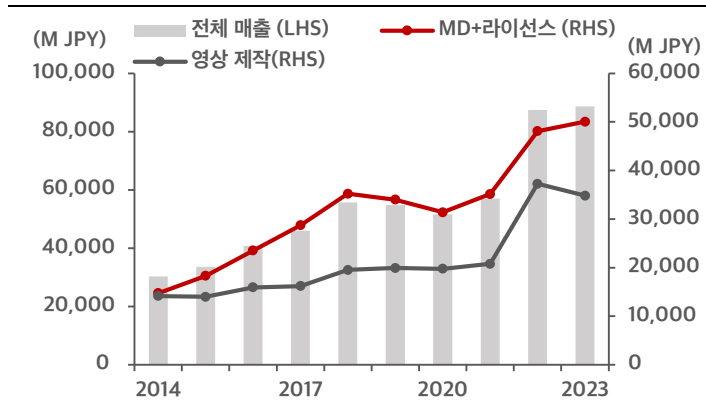
MD+라이선스 매출 → 매출 전체 견인

동사도 Toei Animation과 같이 MD+라이선스 매출이 전체 매출을 견인하는 모습을 보인다. [도표 2-2] 상술하였듯이 MD+라이선스 매출의 비중이 증가할수록, GPM 개선에도 유리하기에, MD+라이선스 매출의 증대는 동사의 실적이 한 단계 Step-up할 수 있음을 의미한다.

MD+라이선스 매출 → 강한 IP 파워 필요

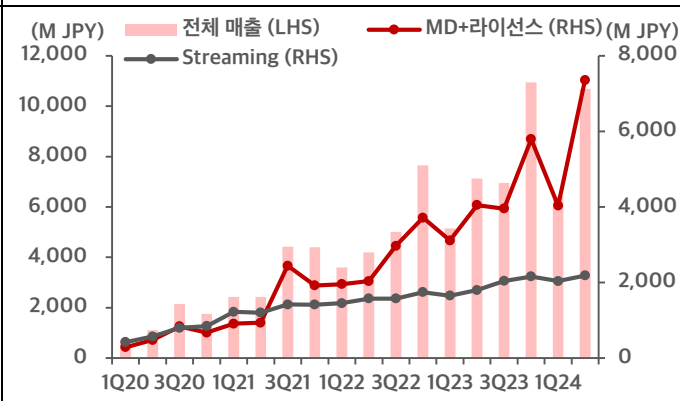
MD 및 라이선스가 지속적, 폭발적으로 소비되기 위해서는, 동사가 갖고 있는 IP 파워가 강해야 한다. MD의 경우, 소비자의 충성심을 유지시킬 수 있도록, IP에 락인시킴과 동시에, 추가적으로 취향을 저격할 수 있는 제품을 추가적으로 내놓아야 한다. 라이선스는 타사 입장에서 동사의 라이선스를 사용하고 싶다는 생각이 들 수 있도록, 소비자를 지속적으로 확대시켜야 한다.

도표 2-1 Toei Animation 전체 매출 및 세부 매출 추이



출처: Edinet, SMIC 4팀

도표 2-2 동사 전체 매출 및 세부 매출 추이



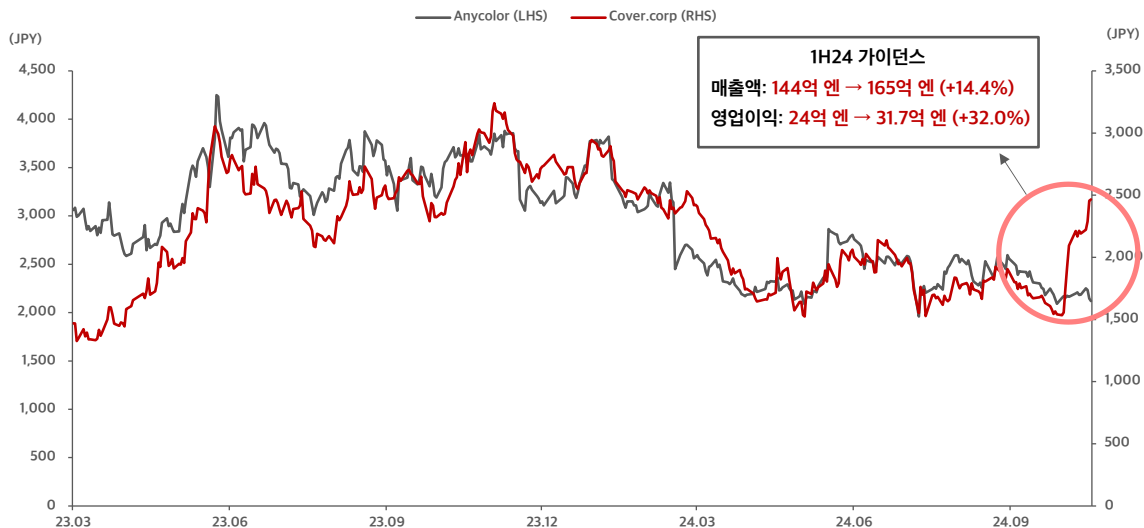
출처: Edinet, SMIC 4팀

2.2 '왜' 지금 봐야하는가? -> 동사의 주가 흐름

편견을 이겨내기
시작한 동사

동사의 IP 파워가 상장 이래로 커져왔다는 것은 자명한 사실이다. 그렇다면, 왜 하필, 지금 IP 파워에 집중을 해야 하는 것일까? 이는 동사가 상장 이래, 처음으로 시장의 편견을 이겨내고 있기 때문이다. 그동안 동사의 주가는 상장 이래로, 유일한 경쟁사이자, 시장의 선두주자였던 Anycolor와 주가가 동행해왔다. 이는 버튜버 전반적인 산업에서의 편견에 기인한다.

도표 2-3. 동사 및 Anycolor 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 4팀

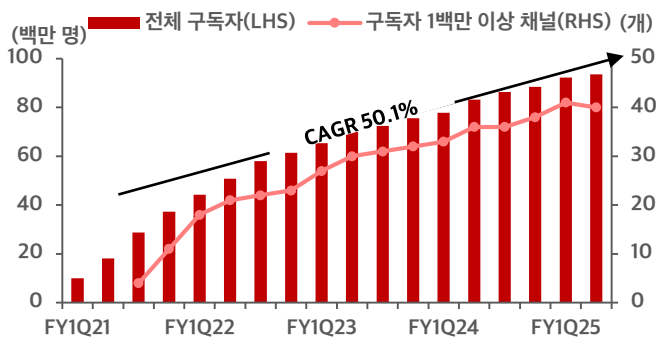
동사의 주가가
동행했던 이유

두 기업의 주가 동행을 버튜버 산업에서의 편견이라고 주장하는 근거는 다음 세 가지이다. ① 동사의 실적 및 기대감과 주가는 동행하지 않았다. ② Anycolor와 동사의 매출과 해외 실적이 다른 흐름을 보이며, ③ 이는 Anycolor와 동사의 전략이 상이하기 때문이다.

그저 버튜버
기업이라서 동행

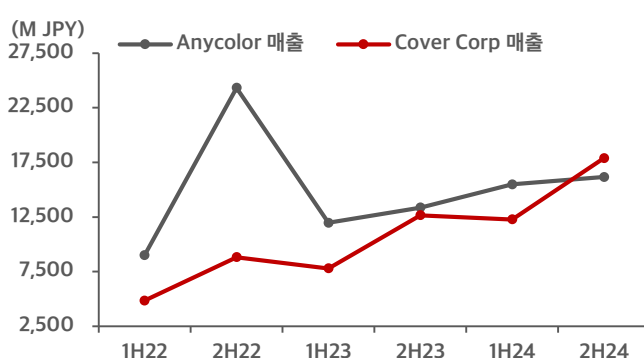
① 동사의 매출과 실적은 FY21년 대비 FY24년 각각 5.2배, 3배 성장했으며, IP 파워를 보여줄 수 있는 다양한 지표들(유튜브 조회수, 구독자수 등)이 우상향했으나, 주가는 연동되지 않았다. [도표 2-3, 2-4] ② 동사와 Anycolor의 매출은 상장 이래로 증가폭, 방향이 동행하지 않았고, [도표 2-5] 추후 성장을 기대할 수 있는 해외 실적도 동사는 성장했으나, Anycolor는 FY24, 전년 대비 24% 역성장했다. ③ 동사는 소수의 버튜버를 데뷔시키고, 서로 간의 유대감을 높이며 소비자에게 접근한다. 반면, Anycolor는 다수의 버튜버를 데뷔시키며, 그 중 살아남은 소수만 밀어주는 전략을 펼치는 등, 방향성에 차이가 존재한다. 구체적인 비교는 [Point.1]에서 후술하겠다.

도표 2-4. 동사 버튜버 채널 전체 구독자 수&대형 채널 수



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 2-5. Anycolor&동사 매출 추이



출처: Edinet, SMIC 4팀

주가 디커플링
= 편견 해소

이러한 흐름 속, 24년 11월 처음으로, 동사와 Anycolor의 주가가 디커플링되었고, 동사는 상장 이후 최초로 Anycolor의 시가 총액을 넘어섰다. 동사의 주가가 10/29부터 11/15까지 59.15% 오른 반면, Anycolor의 주가는 1.61% 하락했다. 이는 동사가 발표한 상향된 가이드언스에 기인한다. 동사는 지난 중간결산을 통해, FY25년 반기 누적 가이드언스를 매출 144억엔에서 165억엔으로, 영업이익 24억엔에서 31.7억엔으로, 매출 +14.4%, 영업이익 +32.0%로 조정하였다.

주가 상승
= IP 파워가 강해짐을
시장이 인식

가이드언스 조정에 따른 주가 상승은 동사의 IP 파워가 강해짐을 시장이 인식하기 시작했다는 것을 보여준다. 동사의 가이드언스는 매출 대비 영업이익의 상승폭이 컸는데, 이는 마진율이 높은 MD&라이선스 매출 비중의 상승을 의미한다. 시장이 동사의 MD 및 라이선스 매출 상승에 대한 기대감을 충분히 인지하고 있는 이 순간, 동사의 IP 파워를 바라봐야 할 이유는 충분하다.

2.3. '어떻게' 봐야하는가? -> 어떤 선행데이터를 봐야하는가?

상술한 논리에 따라, 동사의 IP 파워를 미리 살펴봐야 할 지금, 본서는 다음 4가지의 지표를 통해, 동사의 IP 파워를 미리 살펴볼 권한다. 동사의 IP 파워가 최근 빛을 발하기 시작했다는 논리에 맞게, 모든 지표가 최근에 급등하거나, 새롭게 나타나는 모습을 보이고 있다.

- ① 라이브 방송 평균 시청 시간
- ② 2차 창작물 수
- ③ TCG 카드 판매 순위
- ④ 콜라보 개수

(1) 라이브 방송 평균 시청 시간

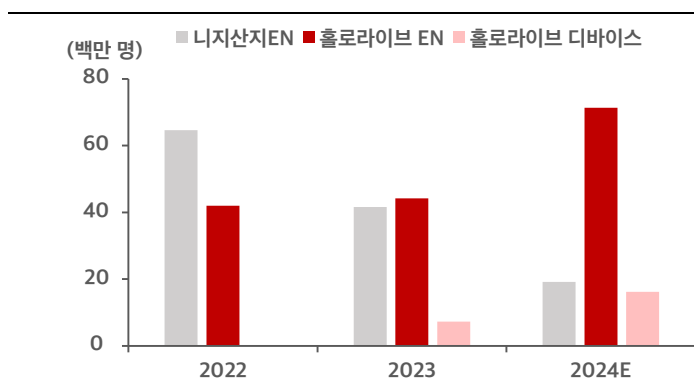
라이브 방송
= 버튜버의 근본

라이브 방송 시청 시간은 버튜버의 인기를 가늠할 수 있는 첫 번째 지표이자, 가장 중요한 지표다. 이를 통해 추후 MD 소비가 증대되기 위해 필요한 새로운 소비자의 증가(신규 시청자)와 기존 소비자의 충성도 증가(기존 시청자의 시청 시간 증가)를 동시에 가늠할 수 있다. 이는 엔터나 애니메이션으로 비유하자면, 음원 성과와 애니메이션의 시청률에 해당되는 중요한 지표이다.

성장하는 동사의
라이브 방송
시청시간

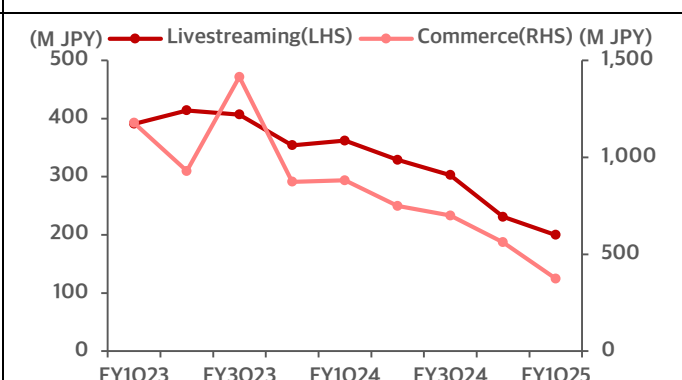
3Q24 시청 시간이 4Q24에도 유지된다는 가정 하에, '홀로라이브', '홀로라이브 EN'의 평균 시청 시간은 각각 작년 대비 13.8%, 61.5% 상승하는 등 전반적인 동사 버튜버 시청 시간이 상승하고 있다. 반면, 경쟁사인 Anycolor의 니지산지는 일본에서의 성장세는 23년 12%였으나, 24년에는 5%로 둔화되었으며, 영어권 타겟인 니지산지EN은 [Point 2]에서 후술할 내부적인 이슈로 인해, 24년 -53.9%로 큰 폭으로 하락하였다. [도표 2-6] 24년 anycolor의 해외 Commerce 매출이 33.7% 감소하였다는 사실은 평균 시청 시간과 MD 소비에 연관성이 있음을 방증한다. [도표 2-7]

도표 2-6. 해외향 주요 버튜버 그룹 시청 시간 추이



출처: Vstats, SMIC 4팀

도표 2-7. 니지산지EN 매출 추이



출처: Anycolor, SMIC 4팀

(2) 2차 창작물 수

2차 창작물 ↑
= 관심&충성 ↑

2차 창작물이 많다는 것은 IP에 대한 팬덤의 관심도와 충성도가 높다는 것이다. 창작물은 팬덤이 IP에 얼마나 몰입하고 있는지를 보여주기에, 추가 소비인 MD 매출을 살펴볼 수 있는 지표다. 동사는 2차 창작물 제작에 제약을 두지 않고, 자유롭게 제작할 수 있도록 허용하고 있다. 이는 팬덤이 1차 창작물과 2차 창작물을 함께 즐기며, 더 많은 콘텐츠를 빠르게 즐길 수 있게 한다.

2차 창작물 ↑
= 신규 팬 ↑

2차 창작물을 통한 새로운 팬들의 유입도 기대할 수 있다. 지난 23년 7월에 공개된 호쇼 마린의 “Bishoujyo Muzai♡Pirates”라는 곡은 현재까지 5,201만회의 조회수를 기록하고 있다. 여기에 더불어 틱톡에서 생산된 2차 창작물이 3억뷰, 유튜브에서 4천 개의 2차 창작물이 생산되는 등, 2차 창작물은 더 많은 사람들이 동사의 버튜버를 접할 수 있는 지렛대 역할을 해주고 있다.

우상향하는 동사의
2차 창작물 수

현재 동사의 버튜버를 기반으로 한 2차 창작물의 수는 우상향하고 있다. 전 세계에서 1억 명 이상의 사용자가 존재하는, 2차 창작물 전문 사이트인 pixiv에서 검색어 ‘hololive’ 기준으로 검색한 결과, 업로드된 2차 창작물(팬아트)의 갯수가 우상향하는 경향을 띄고 있으며, 올해 10월 기준으로, 동사가 상장한 이래, 가장 높은 2차 창작물 수를 기록하고 있다. [도표 2-8] 개인이 만드는 것이기에, 매달 우상향할 수는 없지만, 장기적으로 추이를 관찰한다면, 동사의 IP를 향한 관심도, 충성도, 더 나아가 앞으로의 IP 성장 여력까지 미리 살펴볼 수 있을 것이다.

(3) TCG 카드 판매 순위

TCG 카드 판매 ↑
= IP 파워 & 매출 ↑

TCG 카드 판매 순위는 ① 장기적으로, 동사 IP 파워의 공고함을 볼 수 있고, ② 단기적으로는 동사 매출의 일부를 엿볼 수 있는 지표이다. TCG 카드란 유희왕 카드처럼, 카드를 수집하며, 이를 바탕으로 상대방과 대결을 할 수 있는 카드이다. 동사는 올해 9월 말 홀로라이브 TCG 카드를 출시하였고, 현재 동사의 카드 위상이 생각 이상으로 공고한 것으로 파악된다.

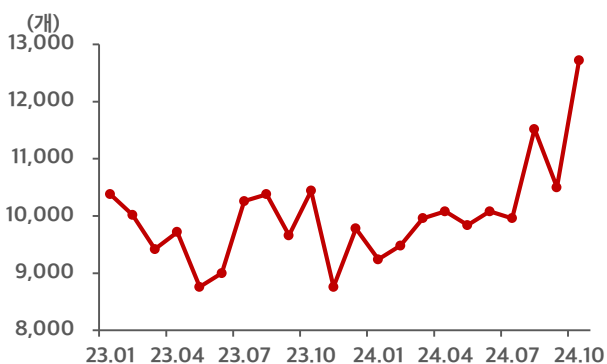
트레카 매출 랭킹
= 카드 실적에 선행

일본 최대 TCG 카드 판매사인 ‘트레마(트레마)’에서 매달 공개하는 트레카 매출 랭킹을 통해, 전술한 동사의 IP 파워와 동사의 매출을 예견해볼 수 있다. 24년 10월에 공개된 ‘24년 9월 트레이딩 카드 시리즈별 판매 금액 Top10’에서 동사의 홀로라이브 카드가 5위를 차지했다. [도표 2-9]

강력한 동사의 IP

① 이 순위를 통해 동사 IP의 강력함을 엿볼 수 있다. 24년 9월, 동사 위에 있는 카드 게임 IP는 포켓몬, 유희왕, 원피스, 듀얼 마스터스로, 듀얼 마스터스가 다양한 IP와 콜라보하며, 출시하는 카드 게임임을 감안한다면, 동사는 단일 IP로서는 포켓몬, 유희왕, 원피스 바로 뒤에 위치한다. 이를 바탕으로 동사의 IP로서의 위치가 일본에서 유의미한 수준임을 확인할 수 있으며, 순위를 트래킹함으로써 동사 IP의 공고함을 미리 파악할 수 있다.

도표 2-8. ‘Hololive’ 검색어 팬아트 개수



출처: Pixiv, SMIC 4팀

도표 2-9. 24.09 트레이딩 카드 시리즈별 판매 순위

순위	시리즈명	단일 IP 여부
1	포켓몬 카드 게임	0
2	유희왕 OCG	0
3	원피스 카드게임	0
4	듀얼 마스터스	0
5	홀로라이브 OCG	0
6	바이스 슈발츠	0
7	배틀 스피릿	0
8	MTG	0
9	유니언 아레나	0
10	드래곤볼 슈퍼 카드게임	0

출처: 트레마(트레마), SMIC 4팀

과거를 통해
예측하는 카드 매출

② 또한, 이 순위를 바탕으로 동사의 TCG 카드 매출을 예견해볼 수 있다. 트레카 매출 랭킹에서 판매액을 공개해주지는 않으나, 과거 공개된 카드팩들의 매출을 통해 동사의 매출을 예측할 수 있다. 일본 조사업체 Media Create를 통해, 24년 2월 TCG 판매 매출, 24년 4~6월 TCG 판매 매출, 23.04~24.03 TCG 판매 매출 정보를 얻을 수 있었고, 24년 2월 기준 5위와 6위의 매출이 15억엔과 14억엔, 24년 4~6월 5위의 매출이 31억엔, 지속적으로 판매 순위 5위에 위치하는 'Weiss Schwarz'의 23년 매출이 139억엔임을 확인할 수 있었다. [도표 2-10]

한 달 매출
최소 10 억엔 이상
추정

이를 바탕으로 5위에 위치한 동사의 9월 TCG 카드 매출은 10.5억~15억엔 사이를 기록했음을 파악할 수 있다. 확인할 수 있던 모든 정보에서 5위의 달별 매출이 10.5억엔~14억엔 사이를 기록하고, 동사의 IR이 11월, 가이던스를 20억엔 상향하며, TCG 카드가 큰 공헌을 했다고 밝힌 것을 감안한다면, 충분히 합리적인 추정이다. 9월 출시된 카드팩이 매진된 현재, 12월에 새로 출시되는 동사의 카드팩 매출 랭킹을 바탕으로 향후 동사의 TCG 카드 매출 실적도 예측할 수 있다.

(4) 콜라보 개수

콜라보 ↑
= IP 파워 ↑

동사의 콜라보 개수 증가는 동사를 원하는 기업이 많다는 뜻으로, 역시나 동사의 IP 파워를 가늠해볼 수 있는 지표이다. 동시에, 단순 개수 증가만 파악하는 것이 아닌, 콜라보하는 기업 및 기관의 위상을 바라보며, 정성적으로 판단함을 통해 동사의 IP 파워를 가늠할 수도 있다.

우상향하는
동사의 콜라보

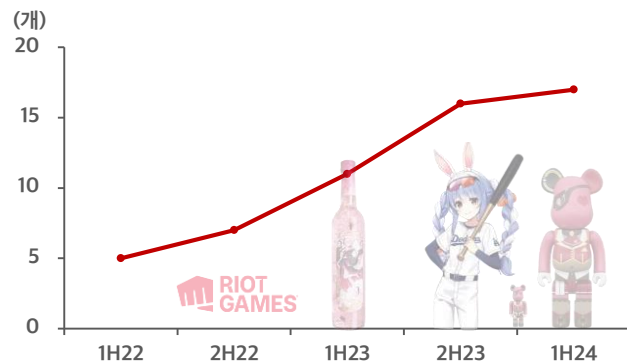
동사의 FY24 1분기의 콜라보레이션 행사 수는 17개로, FY22 1분기의 5개에 비해 3배 이상 성장했으며, 그 기간 동안 23년 10월 라이엇, 24년 7월 다저스, 24년 10월 베어브릭 등 다양하고 큰 기업들과 콜라보를 진행하였다. [도표 2-11] 동사의 콜라보 개수와 동시에, 콜라보를 진행하는 기업들의 퀄리티를 함께 고려한다면, 동사의 IP 파워의 방향성을 보다 정확하게 판단할 수 있다.

도표 2-10. 24.02& 24.04~06 TCG 판매액 및 순위

24년 2월 판매액 및 순위			24년 4~6월 판매액 및 순위		
순위	시리즈명	판매액	순위	시리즈명	판매액
1	포켓몬 카드 게임	150억엔	1	포켓몬 카드 게임	330억엔
2	유희왕 OCG	67억엔	2	유희왕 OCG	119억엔
3	원피스 카드게임	39억엔	3	듀얼 마스터스	83억엔
4	듀얼 마스터스	24억엔	4	원피스 카드게임	59억엔
5	바이스 슈발츠	12억엔	5	바이스 슈발츠	31억엔
6	드래곤볼 슈퍼 카드게임	8억엔	6	드래곤볼 슈퍼 카드게임	20억엔
7	MTG	4억엔	7	MTG	15억엔
8	뱅가드	4억엔	8	드림오더	13억엔
9	베틀 스피릿	3억엔	9	유희왕 라스트 듀얼	12억엔
10	유희왕 래시듀얼	3억엔	10	명탐정 코난	12억엔

출처: Media Create, SMIC 4팀

도표 2-11. 동사 콜라보레이션 개수



출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

앞으로 해결할 의문

1. 버튜버 시장
2. 독보적 위치
3. 지속적 매출

본서는 [Social Arbitrage]를 통해 동사가 나아갈 방향성을 제시하고, 그 방향성을 파악하기 위해 살펴볼 수 있는 지표들을 제시하였다. 그러나, 그럼에도 불구하고, 상술한 지표들의 트래킹에 의구심을 갖는 투자자들이 있을 수 있다. 이러한 의문은 ① 버튜버 시장 자체에 대한 의문, ② 동사의 독보적 위치가 지속될 것인지에 대한 의문, ③ 동사가 발생시키고 있는 카드를 비롯한 IP 히트가 지속적으로 매출을 발생시킬 수 있을지에 대한 의문으로 추정된다.

따라서 본 보고서는 앞으로

Point 1을 통해 ① 버튜버 시장이 지속적으로 성장할 것이며, ② 동사의 해자가 지속될 것임을 Point 2를 통해 카드를 비롯한 ③ 동사의 IP 히트가 지속적인 매출 발생으로 이어질 것임을 논증함으로써, 투자자들이 상술한 데이터를 트래킹하는 것이 충분히 가치있음을 논증할 것이다.

Point 1. 숨은 원석 버튜버, 다이아인 동사

숨겨진 IP 강자의 가치를 찾으려

드래곤볼이나 원피스 같은 애니메로 인해 IP의 가치가 떠오르는 지금, 아직 시장의 주목을 끌지 못한 IP 강자인 동사가 있다. 동사의 진정한 가치는 지금까지 버튜버 시장의 성장성에 대한 의구심에 가려져 있었다. 따라서 Point 1에서는 버튜버와 유사한 문화인 애니메이션과 아이돌 문화를 통해 ① 버튜버 시장의 성장성을 살펴본 후, 더 커지는 버튜버 시장 속 ② 동사의 공고한 위치와 이러한 위치가 앞으로도 견조할 것임을 밝혀 동사의 진정한 가치를 보이도록 하겠다.

3.1. 버튜버를 사랑한다고?

이미 우리 곁에 다가온 버튜버 시장

버튜버 아이돌들이 LA Dodgers에서 응원가를 부르거나 NBA와 콜라보 할 정도로 버튜버 시장은 이미 생각보다 가까이에 있다. 애니메이션과 엔터 사이에 있는 버튜버 시장의 성장성에 대해 알아보기 위해, 애니메이션 산업의 성장 과정과 엔터 사업의 수익성에 집중해보자.

(1) 사랑은 스며드는 거야 - 애니메이션

버튜버와 애니메이션의 유사한 성장과정

버튜버 시장은 흥미를 유발하는 서브컬처에서 시작하여, 접근성을 높이며 대중의 사랑을 받은 애니메이션 산업과 그 성장 과정이 유사하다. 일본의 애니메이션(아니메)은 이미 전세계적인 트렌드라는 것은 널리 알려진 사실이다. 90년대생을 중심으로 일부 덕후들에게 인기를 끌던 아니메에 대한 수요는 코로나와 넷플릭스, 숏폼을 만나 22년 미국인의 71.86%가 아니메를 본 경험이 있을 정도로 폭발적으로 성장했다. 그리고 이러한 애니메이션의 인기는 일본풍 2D, 3D 캐릭터에 대한 호감을 미리 올려두어 버튜버가 시장에 성공적으로 침투할 수 있는 초석이 되었다.

흥미를 유발하는 '세계관'

애니메이션과 버튜버는 흥미를 유발하는 스토리를 갖는다는 공통점이 있다. 타 방송들과 달리, 버튜버들은 애니메이션처럼 '세계관'이라 불리는 각자의 스토리라인을 가지고 있으며 이는 방송 채널의 충성도를 올리는 데 도움을 준다. 보통의 방송은 오랜 기간 방송을 하며 생기는 특별한 에피소드들이 그 방송만의 밈(meme)을 만들어 방송의 재미를 돌아주는데, 버튜버의 '세계관'과 이러한 세계관을 외형에도 반영할 수 있다는 점은 밈 형성과 캐릭터 구축에 걸리는 시간을 줄여 준다는 장점이 있다.

버튜버의 세계관은 신규 유입에 효과적

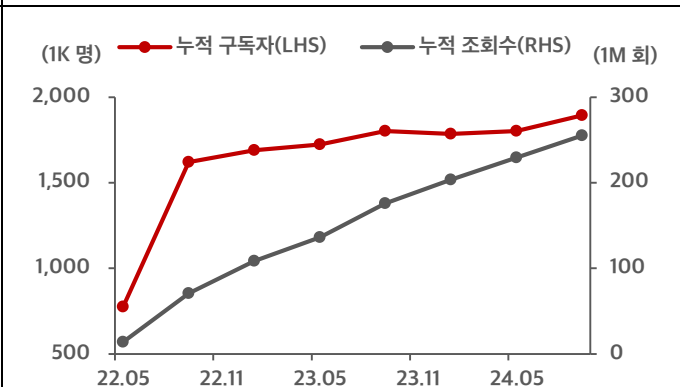
이러한 장점은 신규 구독자 유입에 효과적이다. 일례로 부잣집 아가씨라는 컨셉을 가지고 있는 니지산지의 '하쿠만텐바라 살로메'라는 버튜버를 들 수 있다. 살로메는 친숙한 내용과 말투 뒤에 말끝만 고급지게 붙이거나, 전혀 우아하지 않은 말이나 행동을 한 후 우아한 제스처를 취하는 등의 컨셉이 사랑받으며 2주만에 구독자 100만명을 돌파했다. [도표 3-2.]

도표 3-1. 애니메이션과 버튜버의 유사성

애니메이션	버튜버
	
스토리를 통한 흥미 유발	세계관을 통한 이미지 구축
요약본, 숏폼 영상, 2차 창작을 통한 유입	키리누키, 2차 창작을 통한 유입

출처: SMIC 4팀

도표 3-2. 하쿠만텐바라 살로메 초반 성장세



출처: Social blade, SMIC 4팀

접근성을 높여주는
클립 영상

재미있는 생방송을 더 짧은 클립으로 잘라 접근성을 높이는 키리누키 또한 버튜버 시장의 성장의 핵심이다. 애니메이션 역시 유튜브에 올라오는 요약본이나 다음 스토리가 궁금해지게 만드는 숏폼이 성행하며 덕후만의 문화가 아니게 되었듯, 버튜버 역시 생방송의 재미있는 부분들을 모은 클립 영상들이 더 많은 시청자들이 유입되도록 이끌었다. 키리누키와 같은 클립영상 제작자인 클리퍼들은 번역을 제공하거나 영상에 재미를 가미해 버튜버의 언어장벽을 낮춰주고 신규 유입을 돕는다. 유명 클리퍼들의 영상의 조회수 역시 몇 십만에서 몇 백만 단위에 이른다.

2차 창작물로 인한
신규 유입도 가능

애니메이션에서 시작된 2차 창작 문화는 팬 문화를 더욱 공고하게 할 뿐만 아니라 새로운 접근성의 창구가 된다. 인스타그램의 유명 2차 창작 계정의 팔로워 수는 기본 2만 명이 넘는다. 일본 애니메이션풍의 그래픽을 선호하는 경우 알고리즘을 통해 2차 창작물을 먼저 접한 후, 해당 캐릭터가 누구인지 찾아보며 신규 시청자로 유입되기도 한다.

이러한 성장성을
증명하는
총 시청시간

이에 따라 해외 버튜버 시장은 **우상향 그래프를 그리며 꾸준히 성장하고 있다**. 20년 9월 데뷔한 영어 활동 그룹인 홀로라이브EN의 분기별 총 시청시간 그래프는 꺾인 적이 없다. 홀로라이브EN의 유튜브 라이브 시청시간은 24년 2분기를 기준으로 전년 동기대비 103.8% 증가하였으며, 후배 그룹들의 등장은 이러한 성장세에 지속적으로 장작을 넣어주는 중이다. [도표 3-3.]

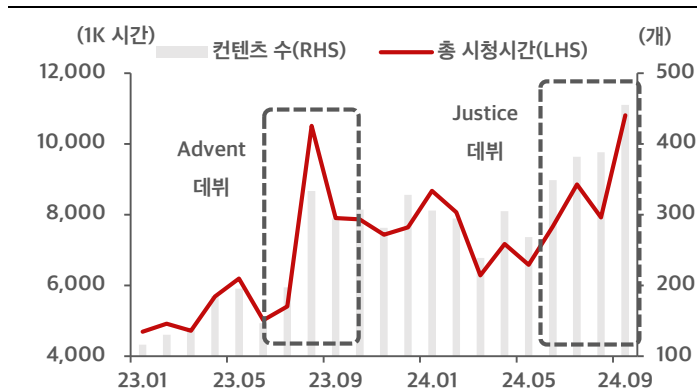
대중들에게도
눈도장을 찍는 중

버튜버는 이미 대중과 가깝다. 452만 구독자를 지닌 홀로라이브EN 소속 가우르 구라는 올해 7월 LA Dodgers에서 초청가수로서 응원가를 불렀으며, 시구하는 모습도 드론쇼로 선보였다. 이날에 대한 리액션 영상과, 재미있는 트윗에 대한 키리누키 영상들도 각각 52만, 51만회의 조회수를 올렸다. 니지산지 역시 30명의 버튜버와 NBA의 콜라보를 진행했으며, 미국의 오락실에서 홀로라이브의 뽑기 인형을 얻기 위해서는 줄을 서서 기다려야 할 정도다. 이러한 대중문화와의 콜라보는 버튜버에 대한 허들을 낮추고 예비 뷰어들에게도 관심을 끌어 성장을 가속화할 것이다.

일본에서는
이미 메인스트림

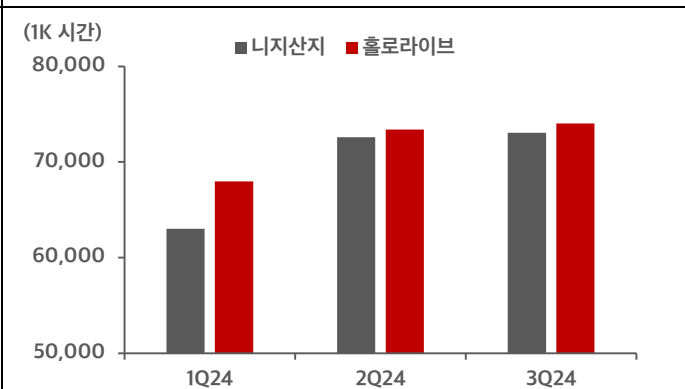
해외뿐만 아니라 일본의 버튜버 시장 역시 이미 공고한 위치에도 불구하고 지속적인 성장을 보이는 중이다. 23년 Anycolor는 시가총액 3조 원을 기록하며, 대부분의 애니메이션 스폰서에 이름을 올리는 유통·출판 회사인 카도카와의 시가총액과 유사한 수준을 달성했다. 24 3Q 일본 내 니지산지와 홀로라이브의 총 시청시간은 1억 48백 시간이며, 성숙한 시장인 일본의 경우 IP화 역시 잘 되고 있다. 아키하바라와 같은 리테일 샵에서도 손쉽게 피규어를 구매할 수 있으며, 지하철에 종종 버튜버와 콜라보한 광고가 뜨기도 한다. [Point 2]에서 후술하겠지만 동사의 MD 매출 역시 다양화되며 수익성이 개선되고 있다. [도표 3-4.]

도표 3-3. 홀로라이브EN 시청시간 추이



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 3-4. 동사와 니지산지의 시청시간 추이



출처: VSTATS, SMIC 4팀

애니메이션, 망가로도
콘텐츠 확대

동사는 이에 멈추지 않고 홀로라이브의 세계관을 이용한 IP를 애니메이션, 망가, 게임 등으로 활용하기 위한 기획도 업데이트 하는 중이다. 공식 채널에 1~3분가량의 애니메이션이 일주일마다 업로드 되는 것이며, 4일 전 업로드 된 애니메이션의 조회수는 60만회다. 애니메이션을 좋아하는 뷰어의 알고리즘을 통해 자연스러운 유입을 기대할 수 있다. 22년 프로젝트 홍보영상에는 Star Flow라는 JP(일본), EN(영미), ID(인도네시아)의 인기 멤버들만을 모은 유닛의 노래도 실었으며, 이 홍보 영상은 업로드 6시간만에 조회수 100만회를 돌파했다. [도표 3-5.]

10 대가 이끌어갈
버튜버 문화

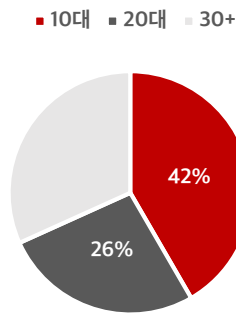
동사와 니지산지의 시청자층의 67%가 10대-20대라는 점 역시 성장세에 기여할 것이다. 게임, 애니메이션, 만화, 아이돌 등 각종 취미생활을 가장 빠르게 유행시키는 것은 10대이다. 뿐만 아니라 이 메인 소비자층이 나이를 먹으며 문화 또한 더 이상 '유치한' 문화로 인식되지 않고, 자연스럽게 하나의 서브컬처로 자리잡는 것이 일반적인 흐름이다. 원피스 등 유명 애니메이션이 그러했으며, 짱구와 같은 애니메이션은 일본어보다 한국어가 익숙하다. 태동한 지 4-5년 정도밖에 안 된 버튜버 시장의 미래 역시 자라나는 10대와 함께 성장하리라 기대해볼 수 있다. [도표 3-6.]

도표 3-5. 동사의 성장 방향

버튜버 데뷔	활동	IP화
'세계관'을 통한 스토리라인	키리누키, 2차 창작을 통한 확산	버튜버의 IP화
캐릭터 형성 성격과 맞는 아바타 디자인	대중문화와 콜라보 하나의 서브컬처로 자리	굿즈, 애니메이션, 만화, 게임으로 확장 수익성 강화에 기여

출처: 동사, SMIC 4팀

도표 3-6. 버튜버 시청자 나이



출처: 동사, Anycolor, SMIC 4팀

(2) 사랑에 빠지는 게 죄는 아니잖아! - 엔터

버튜버 팬
= 아이돌 팬

아이돌과 버튜버 팬들의 충성도가 높다는 특성은 수익성을 높여준다. 음악이라는 매개를 통해 아이돌이나 버튜버를 처음 접한 팬들은 궁극적으로는 그 사람 자체에 대한 강한 충성심을 보인다. 한 멤버를 좋아하면 그 멤버와 친한 다른 멤버들에 대한 호감 역시 자연스럽게 형성되며, 콘서트나 굿즈와 같은 추가적인 소비 역시 망설이지 않아 구매력이 높은 편이다.

최신 급상승 트렌드
J pop

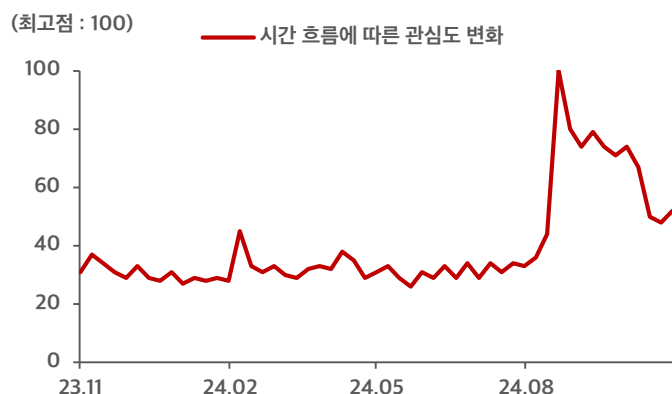
음악은 버튜버 시장의 접근성을 높이는 데 효과적인 전력이다. J pop의 성장은 애니메에 이어 버튜버 시장의 성장세에 바람을 불어넣고 있다. 최근 구글 트렌드에 따르면 J pop에 대한 미국에서의 관심이 급증하였으며, 레딧에서 J pop을 애니메이션 때문에 듣기 시작하였지만 이제 J pop 자체의 감성을 좋아한다는 의견들 역시 심심찮게 볼 수 있다. 일본이 본고장인 버튜버들이 내는 노래에는 일본 감성이 충분히 묻어 있고, 애니메이션 ost나 J pop에 이끌려 추가적으로 들어올 유인이 충분하다. [도표 3-7.]

아이돌화 된 버튜버

단순히 음악에 대한 사랑을 넘어 버튜버는 일종의 아이돌로 인식되고 있다. 홀로라이브 0기생 버튜버인 '스이세이'는 한국의 '딩고'와 유사한 채널인 'The First Take'에 출연하여 라이브로 노래를 부른 적이 있으며, 21년 10월 일본 내 최대 음악 차트인 '오리콘'에서 1위를 차지하기도 했다. 일본뿐만 아니라 한국의 이세돌(이세계아이돌) 역시 유튜브 뮤직 5위, 멜론 HOT 100 음원차트 최고순위 1위를 달성했다.

팬심이 지키는 든든한 하방	버튜버 시장의 이러한 엔터적 특성은 수익성의 든든한 하방을 지지한다. 아이돌 팬의 충성도가 높은 데는 여러가지 요인이 있겠지만, 결국 그 사람 자체를 감정적으로 깊이 응원하게 된다는 점이 중요하다. 이러한 과정을 통해 구성된 코어 팬층은 쉽게 이탈하지 않으며, 견고한 수익성을 보장해준다. 한국의 이세돌 같은 경우 오디션 과정부터 공개하며 서사를 쌓고 응원하고 싶은 마음을 이끌어냈으며, 인기 멤버인 고세구의 월 수익은 1억원에 달한다.
멤버 간 케미가 열어주는 상방	아이돌 그룹 내 멤버 간 케미는 콘텐츠 수와 총 시청시간을 증가시키는 데 매우 효과적이다. 한 버튜버에 빠지게 된 경우, 그 버튜버가 친한 다른 버튜버의 이야기를 자주 들으며 점차 타 버튜버의 매력에도 빠지게 되는 것이다. 이러한 확장성은 엔터사의 추가적인 자본 투입이 없이도 효과적으로 팬덤을 넓힐 수 있다는 점에서 버튜버 시장의 확장성에 기여한다.
그룹의 확장성을 잘 보여준 동사	이러한 확장성을 버튜버 시장에서 효과적으로 보여준 것이 바로 동사다. 부동의 1위였던 니지산지의 전략을 따라가기만 하던 동사는 홀로라이브 4기생부터 이러한 그룹 문화를 적극 장려할 때를 기점으로 니지산지를 앞질렀다. 동사의 버튜버들은 데뷔 전부터 충분히 친해지는 시간을 가지며, 데뷔 후 한달 동안은 멤버 외의 사람과 합동 방송이 불가능하다.
아이돌 콘서트 이상의 규모	페스티벌과 같은 버튜버의 오프라인 행사의 인기는 아이돌 콘서트 못지 않다. 올해 3월 이틀 간 진행된 페스티벌은 24억엔의 매출을 올렸다. SM이 올해 3분기 72회의 공연을 통해 382억엔의 매출을 올린 것을 감안하면 그 인기를 실감할 수 있다. 동사의 페스티벌에서는 3D 모델링을 통한 콘서트 공연과, 체험행사를 제공하는 등 부스로 구성된 엑스포를 즐길 수 있다.
페스티벌의 규모는 더 증가할 예정	페스티벌은 단기간에 폭발적인 성장을 보였으며, 앞으로도 그 성장세는 유지될 것이다. 20년 단 하루만 개최되는 소규모 공연에서 시작한 동사의 페스티벌은 공연 스테이지가 4개로 증가했으며 공연일수도 하루에서 이틀로 늘어났다. 이벤트홀이 아닌 1~3홀로 확장하여 좌석수도 증가하였다. 24년 3월에 진행된 5번째 행사는 5분만에 전석 매진되며, 2일 일정을 3일로 늘려달라는 팬들의 요구가 빗발쳤다. 과거 P와 Q의 증가를 보면 앞으로의 엑스포 규모 역시 더욱 증가할 것이다.
동남아시아에서도 인기를 끄는 버튜버	인도네시아와 대만 등 동남아시아에서의 인기 역시 지속하여 성장중이다. 한국에서 역시 콜라보 카페를 통해 이벤트 음료와 굿즈를 통한 수익을 올리는 중이며, 콜라보의 빈도와 규모 역시 계속하여 커지고 있다. 대만은 구글 트렌드에서 일본 다음으로 버튜버 검색을 많이 할 정도로 버튜버의 인기가 많은 시장이다. 대만의 수도 타이페이의 대형 전광판에 실린 가우르 구라의 30초도 안 되는 광고를 보기 위해 사람들이 거리를 꽉 채울 정도로 모였다가 광고 영상을 보고 나서 흩어지는 쇼츠를 보면 그 인기를 확인할 수 있다.

도표 3-7. J pop 구글 트렌드 (미국, 12개월)



출처: 구글 트렌드, SMIC 4팀

도표 3-8. 24년 3월 콘서트 현장 사진



출처: 유튜브, SMIC 4팀

3.2. 버튜버 시장의 부동의 1위, 동사

지금도, 앞으로도
1위

이렇듯 성장세가 꺾일 리 없는 버튜버 시장의 압도적인 1위 플레이어가 바로 동사다. 동사는 경쟁사인 니지산지에 비해 효과적인 전략을 통해 현재 버튜버 시장에서 독보적인 지위를 다졌으며, 동사가 갖는 해자로 인해 앞으로도 동사의 지위를 위협할 수 있는 상황은 없을 것이다.

(1) 따라가던 건 옛말, 이제는 동사가 이끄는 중

현재 압도적 1위
동사

앞으로 미래가 창창한 버튜버 시장의 현재 압도적인 플레이어가 바로 동사다. 23년 버튜버 라이브 스트리밍에서 10위까지의 버튜버 중 7명이 홀로라이브 소속이며, 1위는 동사의 호쇼마린으로 연평균 31.9만 명, 최고 시청자 수 175만명을 확보했다. 이를 이은 2위의 페코라 30.2만명, 3위의 아쿠아 26.8만명도 동사 소속이며, 탑 10위 중 유일한 영어채널인 가우르 구라 역시 동사 소속이라는 점에서 일본과 영어권 모두 동사가 선도하고 있음을 확인할 수 있다. [도표 3-9.]

니지산지 전략
: 2D 기반, 물량공세

동사와 니지산지의 전략을 비교하여 어떻게 동사가 기존 1위인 니지산지를 제칠 수 있었는지 살펴보자. 본래 3D 모델링밖에 없던 사천왕 시절 버튜버 시장에서, 니지산지는 2D 기반 저렴한 비용을 해자 삼아 물량 공세를 통해 시장 점유율을 높이는 전략을 택했다. 니지산지의 버튜버들은 핸드폰 2D 모델링 어플리케이션을 이용하여 1-6시간의 생방송을 진행하고, 별도의 편집 비용을 들이지 않고 전체 생방을 아카이브에 업로드한 뒤 팬들의 클립영상 키리누키를 통해 인기를 얻는 방식이었다. 니지산지도 최근에 3D 모델링을 지원하고 있지만, 여전히 2D가 메인이다.

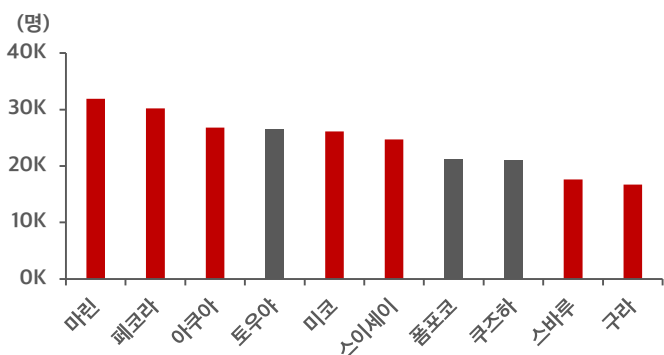
홀로라이브 전략
: 아이돌 그룹화

이에 반해 동사는 2019년에 버튜버들의 아이돌 그룹화를 회사 노선으로 발표하는 도전을 했다. 이를 통해 ① 음악기반, ②그룹 문화, ③ 3D 퍼포먼스 측면에서 우위를 점하며 버튜버 시장의 점유율을 높였다. 전술한 페스티벌, 콘서트 등이 24억엔의 높은 매출을 올릴 수 있었던 것 역시 동사의 아이돌화 전략 덕분이다.

① 음악이 뚫어주는
해외 시장

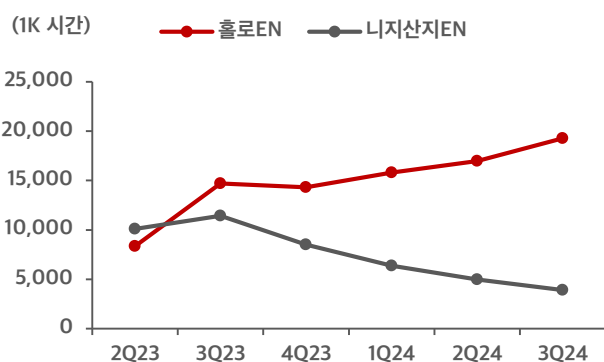
먼저 홀로라이브에게 음악이라는 발판은 해외 시장 접근성 측면에서 니지산지보다 우위에 있다. 실제로 스이세이의 비비디바 뮤비 조회수는 1억회에 달하며, 17시간 전 업로드 된 AWAKE 역시 43만회의 조회수를 달성했다. 이에 반해 니지산지의 주 콘텐츠는 토크인데, 토크의 경우 버튜버의 아바타가 마음에 들어 유입된 시청자도 번역본이 제공되지 않으면 금세 흥미를 잃고 떠나기 마련이며, 영어로 진행이 가능한 니지산지EN 멤버들에 대한 의존도가 높다. 그러나 동사의 경우 가사를 전부 이해하지 못 해도 뮤비와 같은 애니메이션과 노래가 해당 버튜버에 대한 흥미를 유지할 수 있도록 도와 진입장벽과 관심도 유지 측면에서 모두 우위에 있다. [도표 3-10]

도표 3-9. 버튜버 평균 시청자 수 Top 10



출처: Streams Charts, SMIC 4팀

도표 3-10. EN채널 총 시청시간



출처: VSTATS, SMIC 4팀

② 그룹 문화의 선순환

그룹 문화의 확장성 역시 동사가 앞선다. 전술했듯이 그룹활동은 자신이 좋아하는 멤버가 자주 언급하는 멤버나, 합동 방송을 통해 접하는 다른 멤버의 매력에도 빠지면서 둘 이상을 좋아하게 되는 확장성이 있어 버튜버가 서로의 시청자풀을 공유하며 함께 성장할 수 있는 구조다. 동사는 전략적으로 그룹 문화를 조성하며 이에 따라 홀로라이브의 같은 그룹 내 동기, 음악 활동 유닛 내 멤버들 외에도 친한 버튜버들을 묶어 부르는 조합이 100개가 넘으며, 55%의 시청자들이 둘 이상의 동사 버튜버를 구독하고 있다. [도표 3-11.]

③ 3D 기반 화려한 퍼포먼스

동사의 3D 기술력의 우위가 콘서트 등 현실감을 더한 라이브 퍼포먼스를 가능하게 한다는 점 역시 버튜버 팬들에게 어필할 수 있는 굉장한 매력이다. 동사의 여성 아이돌 그룹으로 23년 9월 데뷔한 ReGloss가 [도표 3-12]과 같이 3D 라이브 퍼포먼스를 선보일 때마다 시청자 수의 폭발적인 증가를 맞았다는 점과, 전술한 3D 콘서트를 포함한 페스티벌의 인기가 이를 뒷받침한다. 8월 6일 Maitake Dance라는 이름의 3D 캐릭터의 춤 영상은 2주만에 1천만 조회수를 기록했다. 여기에 이어 9월 10일과 9월 28일에 공개된 3D 라이브 콘서트 영상은 증가세에 불을 붙였다.

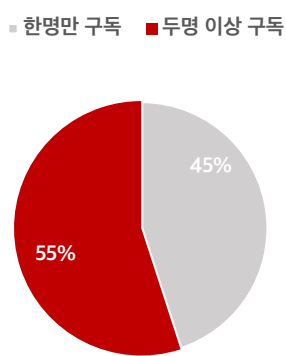
니지산지의 그룹 내 불화와 운영의 문제

이렇게 해자를 구축해 나가는 동사와 달리, 니지산지는 최근 어려운 시기를 겪고 있다. 표면적으로는 셀렌 타츠키라는 니지산지EN 멤버가 그룹 내 불화와 니지산지 운영의 문제에 대해 폭로했기 때문이지만, 이는 니지산지 전략의 고질적인 문제가 터진 것에 불과하다. 물량공세로 인해 너무 많아진 멤버의 관리가 어려웠으며, 멤버별 인기 격차 역시 심각했다. 버튜버들은 관리가 소홀한 회사와 그룹에 소속감을 느끼지 않았다. 이로 인해 니지산지 EN 멤버들의 구독자 수는 인당 최대 4만명이 감소했으며, 올해 3분기의 총 시청시간 역시 전년 동기에 비해 65.8% 감소했다.

앞으로의 격차는 더욱 벌어질 것

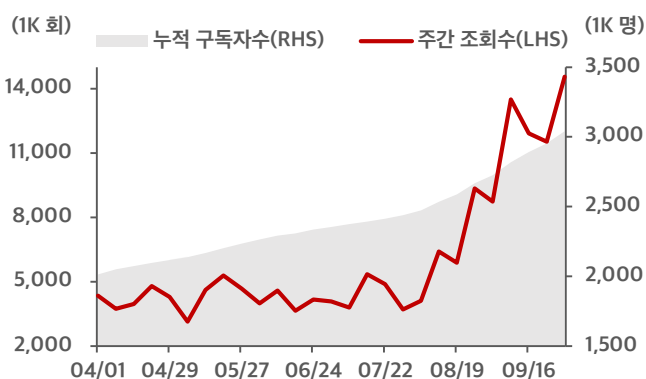
동사의 해자와 니지산지의 실책으로 인한 격차는 앞으로도 돌아킬 수 없을 만큼 벌어질 것이다. 인기를 끌 수 있는 경쟁력이 있는 버튜버 지망생들은 앞으로 블랙기업으로 낙인 찍힌 니지산지보다 지속적인 지원을 제공하는 동사에서 데뷔하기를 원할 것이다. 스트리밍부터 IP화까지, 수익성의 핵심은 버튜버의 인기다. 재미와 노래실력 등 재능 있는 지원자들과 동사의 해자가 만나면, 격차는 앞으로 더욱 벌어질 뿐 좁혀질 수 없다.

도표 3-11. 홀로라이브 구독 채널 수 분포



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 3-12. 3D 라이브 퍼포먼스로 인한 증가세



출처: 동사, SMIC 4팀

(2) 앞으로도 공고한 동사의 지위

견고할 왕의 지위

현재 동사의 지위는 **유일무이**하며, **앞으로도** 동사가 기술개발과 퀄리티 관리에 기울인 지속적인 노력은 동사를 배반하지 않을 것이다. **동사의 독보적인 지위가 견조할 것임을** ① 개인과 ② 중소기업의 비교 분석을 통해 확인해보자.

개인은 성공하기 힘든 구조

먼저, 인지도와 자본 측면에서 개인은 소속사의 상대가 되지 않는다. 애초에 버튜버 시장에서 개인이 성공할 수 있는 확률은 매우 희박하다. 선배들이 길을 열어줄 수 있는 소속사 소속 신인 버튜버들과 달리, 개인은 알고리즘에 얼굴을 한번 비추는 것조차 온전히 운에 맡겨야 한다. 운이 좋아 노출이 되었을 때 시청자를 사로잡을만한 퀄리티의 아바타를 위해서는 2백만원에서 1천만원이 넘는 비용이 든다. 따라서 운과 자본과 실력의 삼박자가 아름답게 맞아 떨어지는 행운아가 쏟아져 내리지 않는 한 인기 많은 개인이 점령하는 버튜버 시장이란 시나리오는 불가능하다.

인기 버튜버의 유출도 걱정 없음

소속사에 속해 있던 버튜버가 인기를 얻은 후 소속사를 나가 개인활동을 할 위험도 적다. IP를 회사가 가지고 있기 때문이다. 버튜버 IP는 토에이와 같은 애니메이션 회사가 보유한 캐릭터에 대한 IP와 유사하다. 캐릭터의 외형과 스토리 라인, 성격 등을 모두 회사가 구성해두고 이에 부합하는 실제 인물을 오디션을 통해 선발한다. 따라서 대형 버튜버가 회사를 나가는 경우 기존 아바타를 버리고 새로운 얼굴로 다시 시작해야 하는 리스크를 저야 하는데, 그럴 유인이 없다.

선점효과로 인한 시장 점유율 차이

그렇다면 급성장한 중소 회사가 우리의 자리를 위협하지는 않을까? 동사의 선점효과로 인해 이 또한 어렵다. 맨땅에 헤딩하며 인지도를 쌓아야 하는 중소기업의 신인들에 비해 선배가 닦아둔 길을 걷는 동사의 신규 버튜버들은 데뷔하자마자 새로운 트렌드가 되며 동사의 시장 점유율을 공고하게 해주고 있다. 실제로 11월 9일에 데뷔한 Flow Glow의 뮤직비디오는 일주일도 지나지 않아 137만회의 조회수를 기록했으며, 멤버 중 하나인 니코의 경우 21.1만명의 구독자, 라이브 스트림 조회수 150만 회를 달성했다. 우리나라의 엔터사 역사만 보더라도 90-00년대에 형성된 YG와 SM, JYP 3사의 해자는 20년이 넘는 현재까지도 유지되고 있다. [도표 3-13.]

자본의 차이로 인한 동사의 기술적 해자

데뷔 즉시 수익 실현이 가능하다는 점은 결국 자본의 차이로 인한 기술의 차이가 되어 넘을 수 없는 퀄리티의 장벽이 된다. 엔터사의 경우 가끔 예쁘고 잘생기고, 춤을 잘 추는 아이들이 성공하는 ‘중소의 기적’이 일어날 수 있다. 그러나 버튜버는 ‘예쁘고 잘생긴’ 버튜버를 만드는 것도 돈이고, 이들이 ‘자연스럽게 움직이는 것’조차 숨 쉴 때마다 돈이 든다.

동사만 가능한 3D 퀄리티

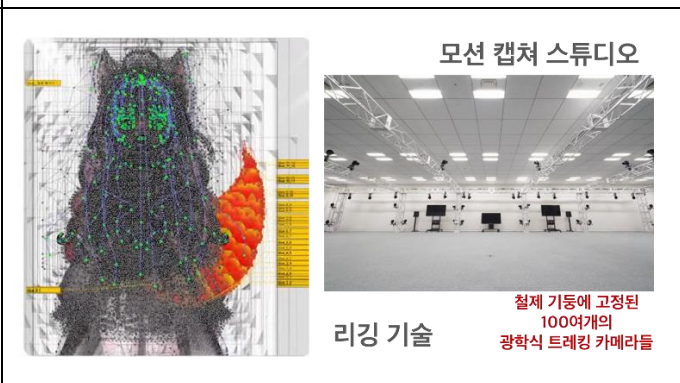
동사만 가능한 퀄리티의 영역이 있으며, 후발주자가 그 퀄리티를 따라잡는 것은 불가능하다. 일단 자연스러운 움직임을 구성할 수 있는 리깅 기술의 정밀도나, 3D 모델링 기술의 난이도가 상당하다. 동사의 경우 콘서트 진행 등 대규모 프로젝트를 위해 100대 이상의 광학식 트래킹 카메라가 설치된 모션 캡처 스튜디오를 보유하고 있다. 인원수가 늘어남에 따라 3D 모델링을 위한 연산의 양도 증가하므로, 병렬처리가 가능한 여러 대의 PC 역시 구축했다. 자본의 차이로 인한 퀄리티 차이는 동사의 위치를 더욱 공고하게 해줄 것이다. [도표 3-14.]

도표 3-13. Flow Glow - 데뷔 일주일차 신인 그룹



출처: 유튜브, SMIC 4팀

도표 3-14. 기술적 해자



출처: 동사, 언론종합, SMIC 4팀

꺾이지 않을 IP 파워 - 투자포인트 2

Point 2에서는 견고해지는 IP 파워를 바탕으로, 동사가 지속적으로 매출을 발생시킬 수 있음을 논증한다. Point 1에서 전술하였듯이, 버튜버 시장은 성장하고 있고, 동사의 위치는 견고하다. 이를 바탕으로 Point 2는 동사의 ① MD 매출, ② 콘서트 매출, ③ 라이선스 매출이 현재 견고하며, 앞으로도 동사의 성장이 멈추지 않을 것임을 주장한다.

4.1 MD 매출

동사의 MD 매출은 앞으로도 지속적으로 성장할 것이다. MD 매출의 성장을 (1) TCG 카드 매출, (2) 그 외 MD 매출로 구분하여 설명하고자 한다.

(1) TCG 카드 매출은 견고할 것

출시 당월 매출 5위 달성

동사의 TCG 카드 매출이 단발적으로 끝나지 않고 견고하게 이어질 것임을 ①원작 IP 기반 TCG 카드의 넓은 소비층, ②동사 TCG에 대한 강력한 수요를 통해 보이고자 한다. 동사는 올해 9월 20일 TCG 카드를 출시하며 9월 TCG 매출 5위라는 높은 초기 성과를 거두었다.

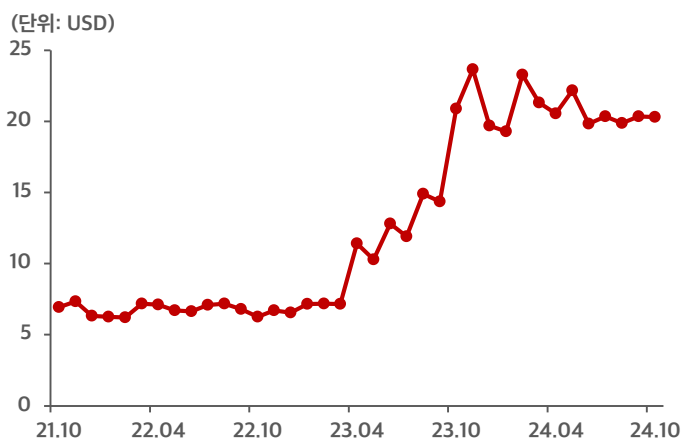
TCG 카드 = 게임 도구 + 캐릭터 상품

동사와 같이 원작 IP에 기반한 TCG는 카드게임에 특화된 TCG보다 강한 수요를 가진다. TCG 카드는 게임 도구와 캐릭터 상품의 기능을 모두 가지며 카드의 게임상 성능뿐만 아니라 수량 제한으로 인한 희소성, 캐릭터 일러스트 등 수집욕을 자극하는 캐릭터 상품으로서의 매력이 그 가치에 반영된다. 원작 IP의 소프트파워가 강력할수록, TCG는 캐릭터 상품의 성격을 강하게 띄며, 자산으로서의 가치 또한 빠르게 상승해 수집가 및 투자자에게도 어필할 수 있다. 포켓몬스터 Base set의 가격 상승은 원작 IP 기반 TCG에 대한 강력한 수요를 보여준다. [도표 4-1]

TCG 시장의 트렌드는 원작 IP 기반

원작 IP 기반의 카드 중심으로 시장이 개편되며, 전방 시장은 동사에게 우호적인 흐름으로 변화하고 있다. FY2024 기준 원작 IP 기반 TCG 카드 매출은 전년 대비 49.4% 상승하였으나, TCG 특화 IP(유희왕 시리즈 등)의 매출은 0.5% 상승하였다. 대표 IP별로 비교하여도, 포켓몬스터와 원피스 카드 매출이 각각 YoY 37%, 213% 성장할 때, TCG 특화 IP인 유희왕 OCG와 듀얼마스터즈 매출은 각각 3%, -3% 성장하였다. 더 넓은 소비자층에게 소구하며 포켓몬스터, 원피스 등 원작 IP 기반 TCG가 시장을 선도하고 있으며, 이 흐름은 동사에게도 이어질 것이다. [도표 4-2.]

도표 4-1. 포켓몬스터 Base set 유저간 거래가격



출처: pricecharting.com, SMIC 4팀

도표 4-2. FY2024 IP별 TCG 매출 성장률

분류	IP명	FY2023 매출	FY2024 매출	성장률
원작 IP 기반	포켓몬스터	976(억 엔)	1337(억 엔)	37%
	원피스	85	265	213%
	디지몬	14	12	-15%
	아이돌 마스터	12	9	-26%
TCG IP	유희왕OCG	457	471	3%
	듀얼마스터즈	298	289	-3%
	매직 더 개더링	56	53	-6%
	배틀 스피리츠	42	38	-9%
	새도우버스 이블브	74	37	-50%
	유희왕 러시듀얼	27	31	14%
	카드파이트 뱅가드	19	29	52%
	워크로스	10	10	4%
	빌디바이드	6	9	51%

출처: media create, SMIC 4팀

출시 전부터 경쟁력 증명

동사는 TCG 시장에서 강력한 IP 가치를 가지고 있다. **홀로라이브 IP의 잠재력은 출시 이전부터 증명되었다.** 동사는 22년 카드파이트 뱅가드, 23년 바이스 슈바르츠 등 TCG 브랜드와의 콜라보를 진행하였고, 성공적인 콜라보에 힘입어 해당 TCG 제작사 측에서 오히려 홀로라이브 TCG 제작을 먼저 제안하였다. 출시 이후에도 9월 매출 순위 5위를 기록하고, 카드 팩 3종 중 2종이 품절되는 등 TCG 시장에서 동사의 입지는 견고하다.

모범 사례를 따라가는 홀로라이브 TCG

향후에도 홀로라이브 TCG는 꾸준한 성과를 낼 것이다. 동사의 향후 성공가능성은 원작 IP기반 TCG의 성공 사례인 원피스 카드게임을 통해 밑그림을 그려볼 수 있다. **원피스 TCG의 성공을 이끈 요소는 3개월이라는 빠른 카드 업데이트 주기와 활성화된 카드 대회 커뮤니티인데, 동사는 이 성공 공식을 따라가고 있다.** 동사는 홀로라이브 TCG 출시 3개월만인 12월 20일, 두 번째 카드 출시를 발표하였다. 또한 동사는 출시 2주만에 512명이 참가하는 토너먼트를 개최하였고, 아직 영문 버전이 출시되지 않았음에도 북미, 한국 등에서 유저 간 대회가 활발히 진행되고 있다.

(2) 그 외 MD 매출의 성장성

과거 - Only 온라인 채널

TCG 카드 외 MD 부문에서는 판매 채널의 다각화를 통한 지속적인 성장이 예상된다. 동사는 현재 온·오프라인 및 국내·해외 양측으로 판매 채널을 다각화하고 있다. 이전까지 동사 MD상품을 구매할 수 있는 판매 채널은 홀로라이브 정식 온라인 몰, Geekjack(일본 서브컬처 마니아 용 이커머스)등으로, 버튜버 IP를 모르는 일반인들이 자연스럽게 동사 MD상품에 노출되기 어려웠다.

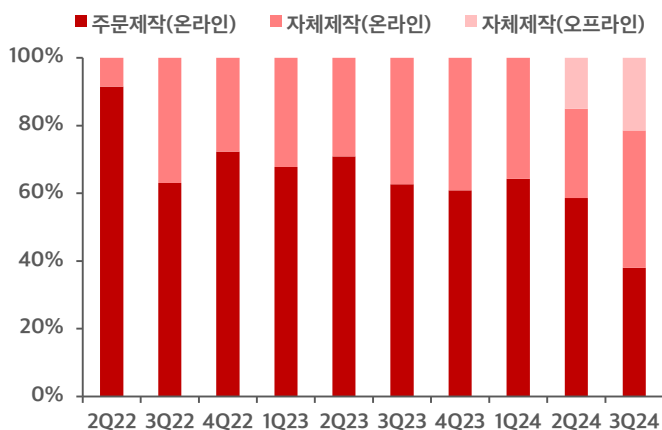
오프라인 채널로의 MD 판매 확대

24년은 오프라인 채널을 통한 매출 증대의 원년이다. '23년 6월 아키하바라 오프라인 몰에서의 MD상품 판매를 시작으로, 올해부터는 아시아 및 북미에서 Animate, Tokyo japanese lifestyle과 같은 오프라인 채널에서도 MD상품이 판매되고 있다 그 결과, 올해 1분기까지 집계되지 않을 정도로 작았던 MD매출에서의 오프라인 채널 비중은 2분기 15%, 3분기 21%로 증가했다. 온라인 채널 주문 수 역시 FY2023 약 43만건에서 FY2024 약 80만건으로 증가하며, 모든 판매채널이 성장하는 모습을 보이고 있다. [도표 4-3,4]

지역별로도 다각화되는 MD 판매

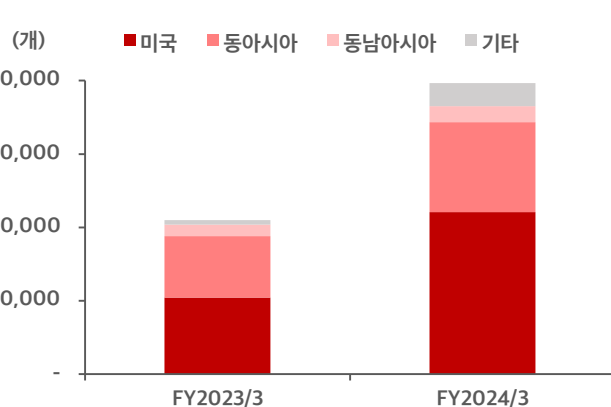
지역별 판매채널의 다각화 역시 온·오프라인 판매채널 다각화와 동시에 이루어지고 있다. 이는 올해 3월 Cover USA 설립 이후 본격화되었다. 동사는 이에 대응하기 위해 인력을 확충하며 판매 채널 변화에 대응할 능력을 갖춘 상태이다. 23년 말 492명이었던 직원 수는 3분기 말 602명으로 증가하였고, 현지에 동사 IP를 마케팅하기 위해 광고 기업 임원진 및 현지 전문가를 영입하여 마케팅 조직을 개편하였다.

도표 4-3. 판매채널별 MD매출 비중



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 4-4. FY2024 온라인 채널 주문 수



출처: 동사, SMIC 4팀

대형 이벤트로 성장할 MD 매출

한정판 굿즈 판매 등을 통한 대규모의 MD 매출이 수반되는 콘서트, 박람회, 홀로라이브 EXPO 등 대형 이벤트 또한 MD매출을 성장시킨다. 12월에는 20,000명 규모의 공연장에서 진행되는 주말 양일 콘서트, 3개 도시에서의 라이브 투어 등이 예정되어 있으며, 관련 MD상품은 모두 품절된 상태이다. 내년 1분기에도 솔로 콘서트, 홀로라이브 EXPO 등이 MD매출을 견인할 것이다.

대형 이벤트의 꾸준한 성장

이러한 대형 이벤트들의 성장은 올해 이후로도 계속될 것이다. 대형 콘서트의 경우 4.2에서 후술할 이유들로 인하여 지속적으로 성장할 것이고, 상술하였듯 초대형 이벤트인 홀로라이브 EXPO의 규모 역시 확대되고 있다. 애니메이션·게임 박람회의 경우 해외 비즈니스의 확대로 그 성장을 설명할 수 있다. 작년 미국에서 5개의 박람회에 참여하였던 동사는 Cover USA 설립 이후, 올해는 Anime NYC 등 12개의 박람회에 참여하며 MD상품을 판매하였다. [도표 4-5]

4.2 콘서트 매출

동사의 콘서트 매출은 계속해서 성장할 것이다. 이는 ① 소속 버튜버의 음악적 실력 및 음반 프로듀싱 능력, ② 뛰어난 콘서트 기획 능력으로 설명할 수 있다.

홀로라이브 버튜버, 아무나 되는 게 아니다

동사는 지속적으로 수준높은 음반을 제작할 수 있다. 이는 동사 버튜버의 뛰어난 음악적 실력에서 출발한다. 출범 이후 평균적으로 매년 20명 이상을 데뷔시킨 니지산지와는 달리, 홀로라이브는 평균적으로 연간 10명 이내만을 선발하며 동사 소속 아이돌의 실력을 엄격히 관리한다. 소속 버튜버가 직접 밝힌 바에 의하면, 홀로라이브 오디션 경쟁률은 기수에 따라 1,200:1에서 30,000:1에 달해, 음악적 능력 없이는 선발되는 것이 불가능한 구조를 가지고 있다.

뛰어난 프로듀싱 능력

버튜버라는 원석을 가공하는 능력 역시도 뛰어나다. 동사는 아이돌 프로듀서, 애니메이션 OST 작곡가 등 음악 산업 내 여러 분야의 전문가들과 협력하며 버튜버의 컨셉과 어울리는 음악을 제작하며 버튜버의 캐릭터성을 강화한다. 올해 2월에는 수많은 SNS 바이럴 음원을 제작한 유명 프로듀서 그룹 Honeyworks와 공동 앨범을 제작하기도 하였다. 소속 버튜버 실력 및 풍부한 프로듀싱 자원을 바탕으로, 홀로라이브는 음반에서 강한 성과를 보이고 있다.

홀로라이브 = 히트곡 제조기

음반에서의 성과는 전술한 동사의 경쟁력을 증명하며, 홀로라이브 콘서트의 수요를 뒷받침한다. 21년 10월 출시된 호시마치 스이세이의 “Still Still Stellar” 앨범은 아이튠즈 앨범 차트 2위, 오리콘 차트 1위의 음반 성적을 기록하였고, 올해 3월 출시된 동 버튜버의 싱글 “BIBBIDIBA”는 빌보드 Hot 100 19위, 유튜브 주간 MV랭킹 2위의 성적을 기록하였다. 동사는 20년부터 매년 연간 조회수 1,000만 회 이상의 음반을 발매하며 꾸준히 히트곡을 제작하고 있다. [도표 4-6]

도표 4-5. Hololive 미국 박람회 참가 추이

2023 동사 참가분		2024 동사 참가분	
박람회	기간	박람회	기간
Anime Boston	4/7~4/9	Anime Impulse LA	1/13~1/14
Momocon	5/25~5/28	Anime Boston	3/29~3/31
Anime Impulse OC	9/2~9/3	Anime Impulse Seattle	5/18~5/19
Anime NYC	11/17~11/19	Offkai Expo Gen3	5/31~6/2
Anime Frontier	12/8~12/10	Anime Expo	6/4~6/7
		Anime Impulse Phoenix	8/3~8/4
		Anime NYC	8/23~8/25
		San Japan 15	8/30~9/1
		Anime Impulse OC	8/31~9/1
		Anime Impulse Bay Area	10/12~10/13
		Anime Frontier	12/6~12/8
		Anime Weekend Atlanta	12/12~12/15

도표 4-6. 홀로라이브 주요 히트곡

버튜버	곡 제목	출시일	MV 조회수
호시마치 스이세이	BIBBIDIBA	24.03	9,968만 회
호쇼 마린	美少女無罪♡バイレーツ	23.7	5,196만 회
호쇼 마린	I'm your treasure box	22.07	5,087만 회
호시마치 스이세이	Stellar Stellar	21.10	4,309만 회
모리 칼리오페	失礼しますが、RIP♡	20.9	4,119만 회
모리 칼리오페, 가우르 구라	Q	22.2	2,961만 회
호시마치 스이세이	Ghost	21.4	2,810만 회
호시마치 스이세이	Soul	21.4	2,239만 회
호쇼 마린	Ahoy!!	20.7	2,150만 회
호시마치 스이세이	NEXT COLOR PLANET	20.3	2,017만 회

출처: 동사, SMIC 4팀

출처: Youtube, SMIC 4팀

AR 기술 바탕으로
콘서트 기획능력

동사는 콘서트 기획에 있어서도 강력한 경쟁력을 가지고 있다. 입체 영상과 AR 기술을 바탕으로 버츄얼 업계 최고 수준의 생동감을 전달한다. 9월 28일 진행된 버츄얼 아이돌 유닛 ReGLOSS의 3D 라이브는 실제 음악방송과 같은 연출 및 퍼포먼스로 화제가 되며, 최고 동시시청자 수 200,000명 및 X 트렌드 1위를 달성하였다. [도표 4-7]

콘서트의 양과 질
모두 증가한다

동사는 음원에서의 경쟁력을 바탕으로 홀로라이브 IP의 인지도 및 매력을 높이고, 뛰어난 콘서트 기획 능력을 통해 강력한 팬덤을 형성하였다. 이에 따라 현재 오프라인 콘서트의 빈도 및 규모가 모두 증가하고 있다. 대규모 콘서트는 22년 6개, 23년 9개 개최되었고 올해는 연말까지 총 11개의 콘서트가 개최될 예정이다. 또한 홀로라이브 EXPO를 제외하고 모두 1일 콘서트로 진행되었던 작년과는 달리, 올해 4분기에는 주말 양일 콘서트 및 라이브 투어가 예정되어 있다. 8월 진행된 홀로라이브 EN 북미 콘서트 역시 작년과 달리 이틀간 진행되었다. 콘서트 수뿐만 아니라, 하반기부터 양일 콘서트(2개) 및 투어(1개)가 진행되는 등 공연 자체의 규모도 증가하였다.

4.3 라이선스 매출

헤어나올 수 없는
콜라보의 늪

동사와의 콜라보는 단순 일회성이 아닌, 지속적인 파트너십으로 이어진다. 동사의 강력한 IP 가치가 콜라보 상대 기업 및 소비자의 입장에서 동사의 매력도를 높이기 때문이다. 애니플러스 (TV채널), iPASS (교통카드), Tempus (주얼리), HYTE (PC 부품), Makeship (인형), Animate (소매점) 등 여러 기업들이 동사와의 콜라보를 수 년째 이어가고 있다. 또한, 최근 첫 콜라보를 진행한 의류 브랜드 상품 9개 중 7개가 품절되는 등, 새로운 콜라보에서도 동사의 강력한 IP 가치를 통한 락인 효과가 기대된다. [도표 4-8]

미국을 중심으로
증가하는 콜라보

동사의 강력한 IP 가치는 계속해서 신규 콜라보를 증가시킬 것이다. 해외 기업과의 콜라보 증가는 미국을 중심으로 이미 진행중이다. 홀로라이브 EN은 출시 4년만에 2,200만여명의 구독자를 달성하였으며, LA 콘서트는 5분만에 티켓 5,000장을 완판하는 등 동사의 IP는 북미에서 강력하다. 최근 Cover USA를 통한 현지 기업과의 협력이 더해지며 북미에서의 B2B 콜라보 이벤트는 23년 6개에서 올해 YTD 11개로 증가하였다. 해외 비즈니스 파트너 역시도 FY2024기준 58개로, 전년 대비 두 배 이상 상승하였다.

넓어지는 콜라보
스펙트럼

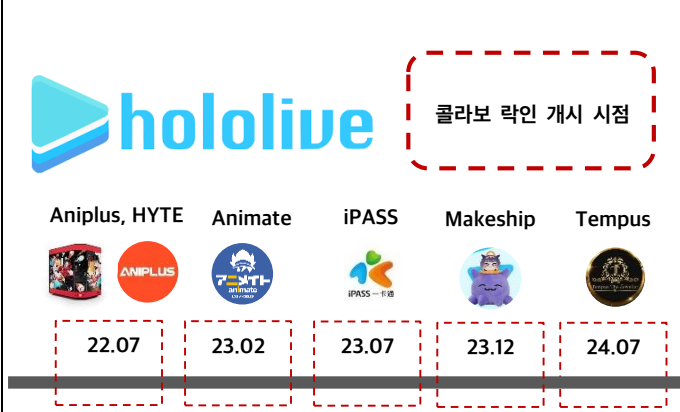
다양한 기업들에게 동사의 IP를 활용할 수 있는 기회는 매력적으로 다가온다. IP의 확장에 따라 콜라보 개수뿐만 아니라 동사 IP를 활용하는 업종도 넓어졌다. 작년 하반기부터는 지자체, 외식 프랜차이즈, 의류 브랜드와 협업을 진행하는 등, 보다 다양한 기업들이 동사 IP를 활용하고 있다.

도표 4-7. ReGLOSS 3D Live



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 4-8. 콜라보레이션 락인 효과



출처: 동사, SMIC 4팀

매출추정

상기 투자 포인트들을 종합하여 도출한 매출 Table은 다음과 같다.

최종매출추정 Table (일본 회계 연도)

(단위: 백만 엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	2H24E	2024E	2025E
売上高	5,725	13,664	20,451	30,166	17,104	26,649	43,752	54,748
매출액								
YoY(%)		138.7%	49.7%	47.5%	39.33%	49.0%	45.0%	25.1%
配信/コンテンツサービ								
스트리밍	2,634	5,250	6,343	7,647	4,219	4,228	8,447	8,730
% of Sales	46.0%	38.4%	31.0%	25.3%	24.7%	15.9%	19.3%	15.9%
ライブ/イベントサービ								
콘서트	815	2,204	3,429	5,601	1,493	4,602	6,095	7,290
% of Sales	14.2%	16.1%	16.8%	18.6%	8.7%	17.3%	13.9%	13.3%
マーチャндаイジング								
머천다이징	1,847	4,832	8,003	12,477	8,810	14,239	23,049	31,596
% of Sales	32.3%	35.4%	39.1%	41.4%	51.5%	53.4%	52.7%	57.7%
ライセンス/タイアッ								
라이선스	429	1,378	2,676	4,440	2,581	3,580	6,161	7,131
% of Sales	7.5%	10.1%	13.1%	14.7%	15.1%	13.4%	14.1%	13.0%

5.1. 스트리밍 매출 추정

스트리밍 매출 추정 결과는 아래와 같다.

스트리밍 매출 추정 Table (일본 회계 연도)

(단위: 백만 엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	2H24E	FY2024E	FY2025E
스트리밍 매출	2,634	5,250	6,343	7,647	4,219	4,228	8,447	8,730
YoY(%)		99.3%	20.8%	20.6%	22.29%	0.8%	10.5%	3.4%

스트리밍&콘텐츠 매출 추정 논리는 다음 (A) * (B)를 따른다.

(A)(동사 소속 버튜버 수), (B)(버튜버 한명 당 매출)

먼저 (A) 버튜버의 수는 올해 11월 7일 데뷔한 DEV_IS의 2기 그룹 5명을 반영하여 2H24E증가분으로 삼고 그 이후로는 매 분기 1명씩 소속 버튜버 수가 늘어난다 가정하였다. 상술한 투자포인트의 논리에 따라, 버튜버 시장이 견조한 성장을 보일것임에 버튜버 수 증가는 합리적이다. 또한 FY22부터 당기까지 분기별 소속 버튜버 증가 인원의 평균은 2.6명, 중간값은 4명이라는 것을 감안하면 분기 당 1명씩 증가한다 가정함은 매우 보수적이다. [Appx. 3]

(B) 버튜버 1인당 스트리밍 매출은 FY22이후 매 분기 거의 일정하게 유지됨을 확인했다. [Appx. 4] 실적의 하방을 제시하기 위한 보수적 추정을 위해 지난 1년간 분기별 버튜버 1인당 매출 중 최솟값을 FY25E까지 매 분기 유지할 것이라 가정하였다.

5.2. 콘서트 매출 추정

콘서트 매출 추정 결과는 아래와 같다.

콘서트 매출 추정 Table (일본 회계 연도)

(단위: 백만 엔)	FY2022	FY2023	1H24	2H24E	FY2024E	FY2025E
콘서트 매출액	3,429	5,601	1,493	4,602	6,095	7,290
YoY(%)		63.3%	-10.11%	16.8%	8.8%	19.6%
(A) EXPO & Fev	1,846	2,400	-	2,663	2,663	3,533
% of Sales	53.8%	42.8%	-	57.9%	43.7%	48.5%
(B) EN concert	-	236	232	-	232	556
% of Sales	-	4.2%	15.5%	0.0%	3.8%	7.6%
(C) Others	1,583	3,201	1,261	1,940	3,201	3,201
% of Sales	46.2%	57.2%	84.5%	42.1%	52.5%	43.9%

콘서트 매출 추정 논리는 다음 (A) + (B) + (C)를 따른다.

(A)(EXPO & Fes), (B)(EN concert), (C)(기타 콘서트)

(A) EXPO & Fes매출은 티켓 가격과 참가 인원을 각각 추정했다. 1). 티켓 가격은 FY23에 진행된 EXPO의 공연 관람(Fes) 티켓이 10분만에 전량 매진되었다는 점을 고려해 24E, 25E 모두 가격 인상을 가정했다. 상술했듯, 동사의 콘서트 진행방식이 아이돌의 그것과 거의 동일하기에 SM엔터테인먼트의 15년부터 23년까지 콘서트 티켓 가격의 CAGR인 6%를 동사 콘서트 티켓 가격의 상승률로 사용하였다. [Appx. 5] 한국 아이돌 기획사 4사 중 가장 낮은 티켓 가격 상승률을 기록한 SM엔터테인먼트의 상승률을 사용함은 이미 동사의 티켓 가격이 약 YoY 20%가량 가격 상승을 보여줬음을 감안하면 충분히 보수적인 추정이다. 온라인 티켓 가격, 엑스포 단일 참가 티켓의 경우에는 보수적 추정을 위해 flat처리하였다.

2). 관객 수는 온라인과 오프라인으로 나눠 추정했다. 먼저 온라인 관객 수는 증가된 Hololive에 대한 관심도를 반영해 구독자 수의 CAGR만큼 증가한다 가정했다. 오프라인 관객 수의 경우에는 FY25E부터 EXPO를 현재의 이틀이 아닌 3일 동안 진행할 것임을 가정, 오프라인 좌석의 전량 매진을 가정했다. [Appx. 6] 폭증하는 수요에 FY24의 EXPO부터 행사 기간 연장에 대한 팬덤의 건의가 있었지만 짧은 준비 시간으로 무산되었다. 투자포인트에서 전술했듯 직전 연도 티켓이 10분 안에 매진된 점, 기간을 늘리기만 하면 수요는 준비되어 있기에 행사 기간 확대를 주장함은 충분히 합리적이다. 푸드코트 등을 포함하는 기타 매출의 경우 관객수에 비례하도록 증분을 반영해 추정했다. 이상의 추정 논리를 바탕으로 한 EXPO & Fes 매출은 아래와 같다.

(단위 : 백만 엔)	FY23	FY24E	FY25E
매출액	2,400	2,663	3,533
Only EXPO	132	132	198
Fes			
venue	502	548	869
online	1,285	1,490	1,728
Total Tickets	1,919	2,171	2,795
others (푸드코트 등)	481	492	738

(B) EN 콘서트 또한 24년 콘서트의 경우 6분만에 전량 매진되었고, 이에 (A)와 동일한 논리로 FY25에는 기존 1년에 한번 진행되던 콘서트가 2번 진행된다 가정한다. 1). 24년 3월 동사는 미국 지사를 신설하고 공격적인 확장을 꾀하고 있고, 2). EXPO또한 출범 2년만에 폭발적인 수요 증가로 인해 기존의 1일에서 2일로 행사 진행일을 늘렸던 선례가 있어 충분히 합리적인 가정이다. 좌석 수는 기존 FY23, FY24에 유지되었던 6,000명이 유지된다 가정하였고 온라인 티켓 가격은 EXPO와 동일하게, 오프라인 티켓 가격은 보수적으로 FY23의 오프라인 티켓 가격이 FY25에도 유지된다 가정하였다. [Appx. 7]

	1차 콘서트		2차 콘서트	
	참여인원(명)	티켓값(엔)	참여인원(명)	티켓값(엔)
온라인	20,263	7,650	20,263	7,650
오프라인	6,000	20,522	6,000	20,522
매출액(엔)	278,144,658		278,144,658	
합계(엔)				556,289,316

(C) (A), (B)와 같이 대규모 콘서트뿐만 아니라 버튜버의 장점을 살린 소규모 온라인 콘서트, 소규모 코어팬을 위해 버튜버 개별로 진행하는 콘서트 또한 진행되고 있다. IR에 따르면 이런 기타 콘서트 또한 증가세에 있지만 보수적인 추정을 통해 하방을 제시하기 위해 flat처리하였다.

5.3. 머천다이징 매출 추정

머천다이징 매출 추정 결과는 아래와 같다.

(단위: 백만 엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	2H24E	FY2024E	FY2025E
MD 매출	1,845	4,830	8,001	12,475	8,810	14,239	23,049	31,596
YoY(%)		161.8%	65.7%	55.9%	64.37%	100.1%	84.8%	37.1%
카드	-	-	-	-	1,500	4,397	5,897	6,707
% of Sales	-	-	-	-	17.0%	30.9%	25.6%	21.2%
카드 제외 MD	1,845	4,830	8,001	12,475	7,310	9,841	17,151	24,889
% of Sales	100%	100%	100%	100%	83.0%	69.1%	74.4%	78.8%

(1) 카드 매출

최근 동사의 머천다이징 매출 상승을 견인하는 카드 부문은 따로 분리해서 추정하였다. 동사는 지난 2Q24 실적이 가이드런스 상향분인 20억엔을 상회하며, 상회한 매출이 거의 대부분 카드에서 기인했다 밝혔다. 컨센서스 상회 20억엔 중 보수적으로 2Q24에 카드의 매출 증가 기여분이 15억엔이라고 가정하고 카드 매출액을 추정하였다. 먼저 3Q24E의 경우 12/20에 신제품 4종이 추가적으로 출시되는데 3Q24E에는 기존 제품군에서 15억엔, 신제품군에서 15억엔 매출이 발생할 것이라 추정한다. 2Q24에 발생했던 카드 매출 15억엔은 고작 10일 남짓한 시간 동안 발생한 매출이고 동사가 출시한 카드 3종 중 2종이 11/15 기준으로 매진 상태로 공급을 아득히 초월하는 수요를 확인했기에 충분히 합리적이다.

투자포인트에서 전술했듯 동사의 카드 매출은 이미 그 매력을 인정받고 있어 견조한 성장세가 확실시되지만 극단적인 보수적 추정을 통해 하방을 제시하기 위해 하향안정화를 가정한다. 4Q24E, 1Q25E에는 FY21 부시로드의 신제품 출시에 따른 TCG Unit 매출 증가 이후 2분기 동안 하향 조정율이었던 QoQ -7%를 그대로 적용해주었다. 이후 매 분기 13억엔의 매출을 유지할 것이라 가정하고 신제품 외 매출액은 13억엔 flat처리했다. [Appx. 8]

3Q25E에는 신제품 출시를 가정해주었다. 1). 이미 Hololive 카드게임 공식 대회가 열리고 있고 빠르게 두터운 팬층을 확보하고 있는 것과 2). 통상 출시 초기 TCG게임은 3개월마다 신제품을 출시함을 고려하면 매우 보수적인 가정이다. 상기의 논리를 적용한 카드 부문의 매출추정 결과는 다음과 같다.

(단위: 백만 엔)	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
카드 매출액	1,500	3,000	1,397	1,302	1,302	2,802	1,302
신제품 외		1,500	1,397	1,302	1,302	1,302	1,302
신제품	1,500	1,500				1,500	

(2) 카드 외 머천다이징 매출

카드 외 머천다이징 매출의 경우 FY20이후 동사 머천다이징 매출 QoQ상승률의 역사적 최저치인 8%를 유지하며 QoQ성장한다 가정하였다. 당 부문에서도 보수적 추정을 통해 실적의 하방을 제시한다. 동사의 머천다이징 매출은 카드 편입 이전에도 YoY 161%, 66%, 56% 상승하며 단 한 번도 YoY 50%미만으로 성장률이 하회하지 않았다. 심지어 투자포인트에서 상술했듯 IP의 강화가 가시적인 상황에 QoQ 상승률의 역사적 최저치만큼 성장을 지속할 것이라 가정하는 것은 극단적으로 보수적인 추정이다. [Appx. 9]

5.4. 라이선스 매출

라이선스 매출 추정 결과는 아래와 같다.

라이선스 매출 추정 Table (일본 회계 연도)						
(단위: 백만 엔)	FY2022	FY2023	1H24	2H24E	FY2024E	FY2025E
라이선스 매출	2,676	4,440	2,581	3,580	6,161	7,131
YoY(%)		65.9%	43.31%	35.8%	38.8%	15.7%
일본	-	987	304	567	871	851
% of Sales	0.0%	22.2%	11.8%	15.8%	14.1%	11.9%
미국	1,115	987	1,215	1,159	2,374	2,609
% of Sales	41.7%	22.2%	47.1%	32.4%	38.5%	36.6%
그 외	223	987	304	1,079	1,383	1,349
% of Sales	8.3%	22.2%	11.8%	30.1%	22.4%	18.9%
합동	1,338	1,480	759	774	1,533	2,323
% of Sales	50.0%	33.3%	29.4%	21.6%	24.9%	32.6%

동사의 Hololive는 아직 게임이나 영화와 같은 콘텐츠에 고정적으로 IP가 활용되는 경우는 없고 기업체 및 기관 단체들과 홍보 목적성의 콜라보, 굿즈 판매 콜라보 등만 매출로 기록되고 있다. 동사 IR에서 복수의 게임사와 협업을 진행하며 아웃소싱을 준비중이라고 언급했지만 아직까지 확실히 기록된 매출은 전무해 추정에서 제외하였다. 애니메이션사에 IP제공 계획 또한 마찬가지로의 이유로 제외했다. 가시화를 앞두고 있는 매출기여분은 보수적 추정을 위해 모두 제외했다.

콜라보에 참가하는 아티스트를 기준으로 콜라보를 분류하고 연도별 콜라보 진행 횟수, 콜라보 당 평균 매출을 각각 추정하였다. 복수 국적의 유닛이 동시에 콜라보에 참여하면 합동으로 분류했다. 1). 먼저 2H24E의 경우에는 11/14일 기준까지 2H24에 발표된 공식 콜라보 일정이 일본, 미국, 인니, 합동 각각 1,2,2,1회였다. 11/14일은 2H24E의 1/4지점에 매우 근접한 지점이고 따라서 2H24E의 나머지 기간에도 동일한 추세로 콜라보 일정이 확정될 것이라 가정하여 11/14일까지 집계된 콜라보의 4배만큼이 2H24E에 진행될 것이라 추정하였다. 투자포인트에서 상술했듯 현재 동사의 IP 파워가 강화되는 국면임을 고려하면 충분히 보수적인 추정이다.

FY25E 또한 타 매출 부문과 마찬가지로 보수적 추정을 통해 실적의 하방을 확보했다. 1). 미국 지사의 확장 추세를 반영하기 위해 FY23에서 1H24사이의 미국 콜라보 숫자 증분인 2개를 반영해 주었다. 2). 대규모 콜라보 또한 증가세임을 감안해 복수의 유닛이 동시에 참여하는 합동의 경우에 FY22, FY23 사이의 증분인 3을 반영했다. 미국, 합동 모두 과거의 증분을 그대로 활용했는데 FY23와 비교해서 현재의 동사는 IP파워가 크게 강화되었음을 고려하면 매우 보수적인 추정이다. 일본과 그 외의 경우에도 보수적 추정을 위해 24E의 추정값을 그대로 25E로 옮겼다. 상기의 논리를 바탕으로 추정한 콜라보 수는 아래와 같다.

연도별 콜라보 숫자						
	FY22	FY23	1H FY24	2H FY24E	FY24E	FY25E
일본	0	6	2	4	6	6
미국	5	6	8	8	16	18
그 외	1	6	2	8	10	10
합동	6	9	5	4	9	12
합계	12	27	17	24	41	46

콜라보 평균 매출액은 FY23, 1H24의 라이선스 매출과 각 유닛의 콜라보 횟수를 회귀해 유닛 각각의 평균 콜라보 매출을 추정하였다. 역산하여 검증한 결과 $\pm 4\%$ 이내의 오차범위 내에 수렴해 추정의 타당성을 확보하였다. 보수적 추정을 위해 IP강화에 따른 P증가를 고려하지 않고 평균 매출액은 24E, 25E flat 처리하고 콜라보 수와 곱해 매출을 도출했다. [Appx. 10]

Valuation - Historical Peer PER Method

6.1. 비용추정

製品売上原価&販売費及び一般管理費(매출원가 및 판매관리비) 추정		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E
(단위: 百万円)	(단위: 백만엔)						
売上高	매출액	5,725	13,664	20,451	30,166	43,752	54,748
	YoY(%)	287.1%	138.7%	49.7%	47.5%	45.0%	25.1%
製品売上原価	매출원가	2,948	8,389	11,055	16,177	21,068	25,523
	매출원가율(%)	51.5%	61.4%	54.1%	53.6%	48.2%	46.6%
	GPM(%)	48.5%	38.6%	45.9%	46.4%	51.8%	53.4%
パチューバ報酬	버튜버 보수액	1,941	3,541	4,383	4,718	5,193	5,495
	% of Sales	33.9%	25.9%	21.4%	15.6%	11.9%	10.0%
労務費	인건비	104	242	419	1,165	1,327	1,556
	% of Sales	1.8%	1.8%	2.0%	3.9%	3.0%	2.8%
外注費	외주비	194	481	846	1,625	2,391	3,313
	% of Sales	3.4%	3.5%	4.1%	5.4%	5.5%	6.1%
イベント費	행사비	198	1,624	1,701	3,475	4,090	4,920
	% of Sales	3.5%	11.9%	8.3%	11.5%	9.3%	9.0%
当期商品仕入高	상품매입액	387	1,268	2,147	3,036	5,451	7,523
	% of Sales	6.8%	9.3%	10.5%	10.1%	12.5%	13.7%
減価償却費	상각비	19	38	19	310	389	389
	% of Sales	0.3%	0.3%	0.1%	1.0%	0.9%	0.7%
支払手数料	지불 수수료	104	1,194	1,539	1,848	2,227	2,327
	% of Sales	1.8%	8.7%	7.5%	6.1%	5.1%	4.3%
販売費及び一般管理費	판매관리비	1,079	3,420	5,979	8,451	11,627	13,792
	판매비율(%)	18.8%	25.0%	29.2%	28.0%	26.6%	25.2%
	OPM(%)	29.7%	13.6%	16.7%	18.4%	25.3%	28.2%
労務費	인건비	627	1,485	2,283	2,956	3,366	3,948
	% of Sales	11.0%	10.9%	11.2%	9.8%	7.7%	7.2%
事務用品費	사무용품비	136	416	768	1,078	1,542	1,930
	% of Sales	2.4%	3.0%	3.8%	3.6%	3.5%	3.5%
貨物運賃	화물 운임	-	97	1,235	1,705	2,283	3,130
	% of Sales	0.0%	0.7%	6.0%	5.7%	5.2%	5.7%
在庫管理費	재고관리비	31	754	731	1,052	1,426	1,426
	% of Sales	0.5%	5.5%	3.6%	3.5%	3.3%	2.6%
外注費	외주비	54	245	481	835	1,649	1,709
	% of Sales	0.9%	1.8%	2.4%	2.8%	3.8%	3.1%
減価償却費	상각비	13	61	93	166	209	209
	% of Sales	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
その他	기타	218	361	388	659	1,152	1,441
	% of Sales	3.8%	2.6%	1.9%	2.2%	2.6%	2.6%

매출원가에서 금액적 중요성을 갖는 계정은 ①버튜버 보수액, ②외주비, ③상품매입액, ④행사비, ⑤지불수수료 등이다. 동사 버튜버들의 수입 형태는 계약에 따라 고정 금액을 지급받고 그 외 콘텐츠, MD 매출의 일정 비율을 배분 받는 형식이다. 이에 지급받는 고정 금액인 ①버튜버 보수액은 동사 소속 버튜버 1인당 보수 지급액과 향후 동사 소속 버튜버 수를 곱하여 도출하였다. 동사 소속 신규 버츄얼 아이돌 수의 증가에 따라 버튜버 1인당 보수 지급액이 감소하는 추세를 반영하여 인당 보수 지급액은 FY23년값을 flat처리하였다.

버튜버 보수액		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E
(단위: 백만엔)							
버튜버 수		48	60	71	82	90	96
버튜버 보수액		1,941	3,541	4,383	4,718	5,193	5,495
버튜버 1인당 보수액		40.6	59.3	61.5	57.5	57.5	57.5

②외주비와 ③상품매입액은 MD 상품 제작을 위한 비용으로, MD 매출액 대비 상품매입액과 외주비를 향후 MD 매출액에 곱하여 도출하였다. 다만, 이번 2Q24에 출시된 TCG 카드는 고마진을 반영하기 위해 2Q24의 매입액, 외주비를 적용하고 그 외 MD상품은 4개년 평균치를 적용하였다. [Appx 11.] ④행사비와 ⑤지불수수료는 각각 콘서트 등의 행사 운영을 위한 비용과 스튜디오 내 버츄얼 아이돌 콘텐츠 제작을 위한 비용으로, 콘서트/이벤트 매출, 콘텐츠 매출과 상관관계를 갖기에 연동하여 도출하였다. [Appx 12.]

외주비 & 상품매입액							
(단위: 백만 엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
상품매입액	387	1,268	2,147	3,036	1,962	4,219	6,122
외주비	194	481	846	1,625	839	1,890	2,742
TCG 카드 상품매입액						1,232	1,401
TCG 카드 외주비						502	570
Merchandising 매출액	1,845	4,830	8,001	12,475	8,810	17,151	24,889
TCG 카드 매출액						5,897	6,707
매출액 대비 매입액	0.21	0.26	0.27	0.24	0.22	0.25	0.25
매출액 대비 외주비	0.11	0.10	0.11	0.13	0.10	0.11	0.11

판매비와관리비에서 금액적 중요성을 갖는 계정은 ①화물운임, ②외주비가 있다. ①화물운임의 경우 FY21년에 출범한 동사 온라인 굿즈 스토어를 통한 운송비로, 온라인 굿즈 스토어 MD 판매액과 연동된다. FY1Q22부터 매 분기 평균 약 34.1%의 MD 판매액이 온라인 굿즈 스토어를 통해 운송되었다. 이에 [매출추정]의 MD 판매액에 해당 비율을 적용하여 온라인 굿즈 스토어 판매액을 도출한 후, 1H24의 온라인 굿즈 스토어 판매액 대비 운임에 곱하여 향후 운임비를 추정하였다. [Appx 13.] ②외주비는 콘텐츠 제작용 아웃소싱 비용으로, 동사의 콘텐츠 매출과 회귀분석을 적용하여 추정하였다. [Appx 14.]

화물 운임					
(단위: 백만엔)	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
화물 운임	1,235	1,705	924	2,283	3,130
온라인 굿즈 스토어 매출	2,210	4,492	3,181	7,860	10,774

인건비의 경우 평균급여와 종업원 수의 곱의 계산을 바탕으로 추정하였다. 현 시점의 동사는 신설 스튜디오와 미국 지사에서 인력을 지속적으로 확충하고 있다. 스튜디오의 신규 채용 인원은 FY23년도의 신규 채용 직원 수를 가산하여 도출하였고, 사무실의 신규 채용은 FY20년부터의 신규 채용 인원의 YoY를 적용하여 도출하였다. 이후, FY23년의 평균 임금 상승률인 3.5%를 적용한 평균급여와 종업원 수를 곱하여 추정하였다.

(従業員の給与) 종업원급여 추정							
(単位: 百万円)	(단위: 백만엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E
従業員の給与	종업원급여 (A)	731	1,727	2,702	4,121	4,693	5,504
労務費	노무비	104	242	419	1,165	1,327	1,556
	% of 종업원급여	14.3%	14.0%	15.5%	28.3%	28.3%	28.3%
販売費及び一般管	판매비및관리비	627	1,485	2,283	2,956	3,366	3,948
	% of 종업원급여	85.7%	86.0%	84.5%	71.7%	71.7%	71.7%
平均給与*従業員数	평균급여 * 종업원 수 (B)			2,139	2,822	3,465	4,064
	과리율(1-(B/A), %)			20.8%	31.5%	26.2%	26.2%
平均年間給与	평균급여 (천 엔)			5,118	5,256	5,456	5,663
	YoY(%)				3.8%	3.8%	3.8%
従業員数	종업원 수	142	303	418	537	635	718
事務所設備	사무실 시설	131	279	373	456	518	565
スタジオ設備	스튜디오 시설	11	24	45	81	117	153

상각비의 경우, FY23년에 완료된 사무실, 스튜디오 증설을 끝으로 향후 설비 증설 예정은 없다는 동사 발표 내용을 반영하여 FY24년 상반기의 상각비를 유지 CAPEX 금액으로 적용하였다.

영업외손익과 특별손익의 경우 합리적 추정이 불가능한 일시적 비용은 0 flat, 그 외는 4개년 평균치를 적용하였고 FY24년 상반기에 발생한 손익을 별도로 반영해주었다. [Appx 15.] 동사의 법인세는 기업이 직원 급여를 인상하는 경우 세제 혜택을 부여하는 일본의 소득 확대 촉진 세제를 매년 적용받고 있다. 동사는 세액 공제를 위한 최소 임금 인상률인 3%를 충족하기에(3.5%), 향후에도 세액 공제를 받을 것이라 가정하여 최대 법정실효세율인 30.62%에 4년 간의 세액 공제 최저치인 3%를 적용하여 유효법인세율 27.62%를 적용하였다.

법인세비용						
(단위: 백만 엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E
법인세비용	466	397	845	1,584	2,907	4,260
법인세비용차감전순이익	1,686	1,641	3,353	5,722	10,525	15,422
유효법인세율	27.6%	24.2%	25.2%	27.7%	27.6%	27.6%
법정실효세율	30.62%	30.62%	30.62%	30.62%	30.62%	30.62%
소득 확대 촉진 세액 공제	-3.01%	-5.91%	-5.42%	-3%	-3%	-3%
기타	0%	-0.54%	-0.01%	0.07%	0%	0%

상기 내용을 종합한 추정포괄손익계산서는 다음과 같다.

損益計算書 (포괄손익계산서)								
(單位: 百万円)	(단위: 백만엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
売上高	매출액	5,725	13,664	20,451	30,166	17,104	43,752	54,748
	YoY(%)	287.1%	138.7%	49.7%	47.5%	39.3%	45.0%	25.1%
製品売上原価	매출원가	2,948	8,389	11,055	16,177	8,021	21,068	25,523
売上総利益	매출총이익	2,777	5,275	9,396	13,988	9,083	22,684	29,224
	GPM(%)	48.5%	38.6%	45.9%	46.4%	53.1%	51.8%	53.4%
販売費及び一般管理費	판매비및관리비	1,079	3,420	5,979	8,451	5,710	11,627	13,792
営業利益又は営業損失	영업이익	1,698	1,855	3,417	5,536	3,372	11,057	15,432
	OPM(%)	29.7%	13.6%	16.7%	18.4%	19.7%	25.3%	28.2%
営業外収益	영업외수익	8	16	2	116	52	52	3
営業外費用	영업외비용	1	17	34	30	123	123	13
経常利益又は経常損失	경상이익	1,706	1,854	3,385	5,623	3,301	10,986	15,422
特別利益	특별이익	-	-	-	160	-	-	-
特別損失	특별손실	19	213	32	60	461	461	-
税引前当期純利益	세전당기순이익	1,686	1,641	3,353	5,722	2,840	10,525	15,422
法人税等合計	법인세 등 합계	466	397	845	1,584	719	2,907	4,260
当期純利益	당기순이익	1,221	1,244	2,508	4,137	2,120	7,618	11,162
	NPM(%)	21.3%	9.1%	12.3%	13.7%	12.4%	17.4%	20.4%

6.2. Valuation - Historical Peer PER Method

동사 Valutaion Multiple로 TOEI Animation의 FY2022 평균 12MF PER 37.86을 제시한다.

본 보고서의 논리에 따라 ①버튜버 산업의 성장 속에서 ②IP파워를 통한 동사의 괄목할만한 이익 성장을 대변하기 위해서는 PER Method가 적합하다. Why Peer PER? 동사는 23년 3월에 상장한 기업으로, 동사가 직면한 파괴적 성장의 기회는 동사의 짧은 역사 속에서 유례를 찾아볼 수 없다. 더 나아가, [Social Arbitrage]에서 전술했듯 동사는 버튜버 산업에 대한 편견으로 인해 Anycolor와 주가가 동행하면서 여지껏 동사 본연의 가치를 적절하게 평가받지 못했다. 하지만 시장이 동사 IP파워를 인식하기 시작하고 주가가 Anycolor와 디커플링하기 시작한 현 시점, 동사가 과거와 상이한 평가를 받을 이유는 충분하다.

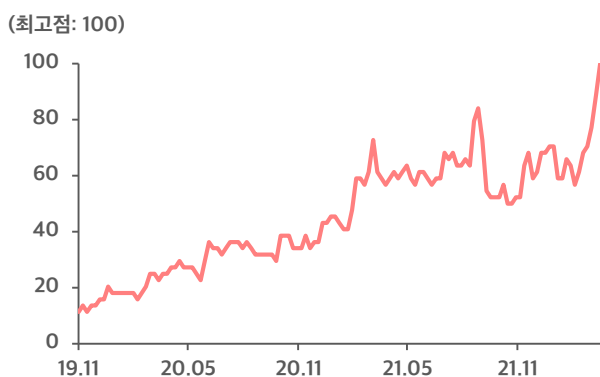
Why TOEI Animation? 버튜버 산업 내에는 Peer가 동사와 상이한 Anycolor뿐이기에, 버튜버 산업과 본질적으로 유사한 애니메이션 산업의 Peer를 활용하였다. 두 산업은 공통적으로 가상 캐릭터의 팬덤 문화를 바탕으로, 각각 라이브 스트리밍과 애니메이션 영상이라는 ①본업을 통해 강력한 팬덤을 키워나간 후, ②IP확장을 통해 수익성을 개선한다. 이 유사한 산업의 속에서 TOEI Animation은 ①애니메이션 양지화의 선두주자이고, 드래곤볼, 원피스 등 ②인기 IP를 보유한다는 점에서 ①버튜버 양지화의 선두주자로서 홀로라이브의 ②강력한 IP파워를 지닌 동사와 산업 내 포지션이 유사하다. 또한 TOEI Animation은 일본 애니메이션 산업 내 유일한 순수 제작사이고 동사는 버튜버 산업 내 둘뿐인 상장사라는 점에서 닮아 있다.

Multiple 목표로 산정한 TOEI Animation의 FY2022를 정당화하기 위해, 본 보고서의 투자 아이디어를 되짚어 보자. 동사는 ①버튜버 산업이 대중성 확대를 통해 성장하고 있는 현 시점, ②확보한 팬덤을 대상으로 IP 확장을 통한 MD, 라이선스 수익의 성장을 앞두고 있다. 그리고 이러한 실적의 변화에 앞서, ③선행 데이터로 표시되는 시장의 심리적 호감과 실제 숫자로 발현되는 시점 간의 시차를 이용한 아비트리지 투자 기회를 포착할 수 있다.

멀티플 산정 기간의 TOEI Animation의 경우 [도표 2-1.]에서 전술했듯이 강력한 IP파워를 백분 활용하여 고마진 MD, 라이선스 매출의 상승이 실적을 견인하였고, 40% 언저리에서 머물던 GPM 또한 47%까지 상승하였다. 이는 MD, 라이선스 실적의 상승에 기반하여 45% 부근의 GPM이 53%까지 상승하는 동사의 미래와 닮아 있다.

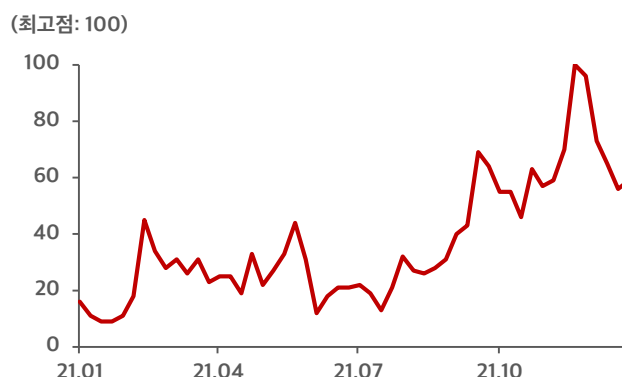
그리고 이러한 실적의 청신호인 선행 데이터는 이미 이전부터 TOEI Animation IP에 대한 소비자들의 심리적 선호를 제시해주고 있었다. 원피스 만화/애니메이션에 대한 구글 트렌드 데이터는 20~21년도부터 급격한 상승세를 보이고 있었다. [도표 6-1,2] 원피스 애니메이션은 20년 하반기, 넷플릭스 진출과 당시 방영중이던 와노쿠니 에피소드의 일취월장한 작화에 힘입어 OTT 애니메이션 시청 상위권을 점령하였고, 21년 원피스 실사판 드라마 제작 소식에 소비자들의 관심도는 더욱 상승했다.

도표 6-1. 원피스 (만화) 검색 트렌드



출처: Google Trend, SMIC 4팀

도표 6-2. 원피스 (애니메이션) 검색 트렌드



출처: Google Trend, 4팀

즉, 당사 IP파워의 확장을 예고하는 선행 데이터가 존재하고 이는 곧 아비트리지 기회를 제공한다는 점에서 과거의 TOEI Animation으로부터 미래의 동사를 비추어 보는 것은 합당하다.

상기 논의를 종합하여 동사의 FY25E EPS 179엔에 Target PER Multiple 37.86x를 반영하여 최종 목표 주가 6,800엔, 상승여력 163.16%를 제시한다.

Historical PER (25E)	
FY2025E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만엔)	11,162
유통주식수	62,223,317
발행주식수 (단위: 주)	62,223,400
자기주식수	83
FY2025E EPS (단위: 엔)	179
Target PER Multiple	37.86x
목표주가 (단위: 엔)	6,800
현재주가 (단위: 엔)	2,584
상승여력	163.16%

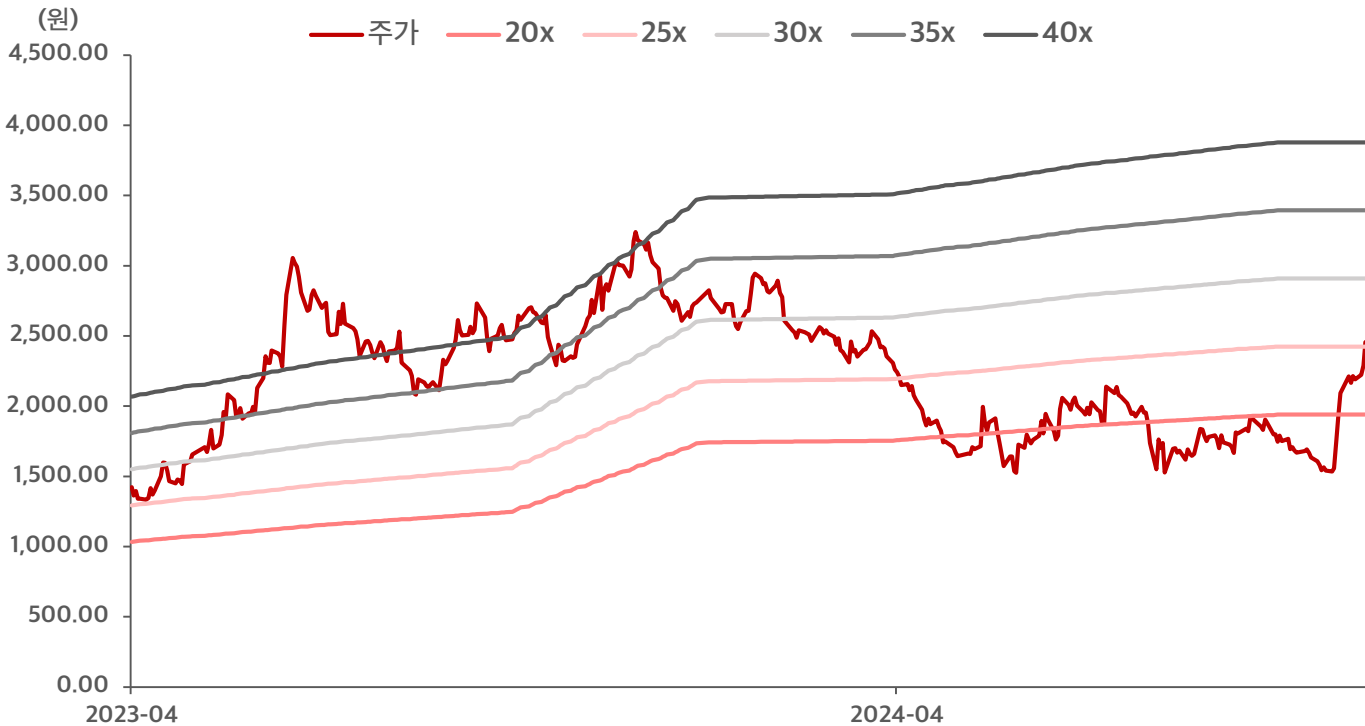
Appendix.

Appx 1. 동사 BS, CF

貸借対照表 (貸上状態)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24
(단위: 백만 엔)					
자산	3,516	8,238	15,887	22,713	27,417
유동 자산	3,049	7,168	11,741	14,798	18,157
현금 및 예금	1,899	4,645	7,793	8,666	10,312
매출금	1,002	1,970	3,217	3,498	2,487
상품	53	257	338	1,001	2,801
장치	-	-	-	-	7
선불 비용	21	92	159	379	366
미수입금	28	15	61	793	1,733
전도금	39	152	168	240	245
미수세 등	18	38	-	-	-
기타	2	10	18	232	214
대손충당금	(14)	(10)	(13)	(13)	(12)
고정 자산	467	1,070	4,146	7,914	9,259
유형 고정 자산	199	212	1,900	4,062	4,119
건물 부속 설비	122	17	16	2,200	2,355
공구, 기구 및 부품	77	195	197	1,645	1,764
건설 임시 계정	-	-	1,687	215	-
무형 고정 자산	25	198	1,065	2,449	3,520
기타 투자 자산	243	660	1,181	1,402	1,619
계열사 주식	-	-	-	146	146
차입 보증금	203	513	909	960	960
이연세금자산	40	147	272	262	433
기타	0	0	0	33	79
부채	1,303	4,781	8,881	11,569	14,093
유동부채	1,277	4,738	8,838	10,608	13,127
구매금	407	1,483	2,084	2,283	1,798
미지급금	18	30	378	356	107
미지급 비용	161	522	1,054	1,121	1,054
미지급법인세 등	496	270	773	1,184	937
전수금	48	2,223	4,098	5,115	8,397
예금	103	107	194	154	100
상여 충당금	43	105	210	312	277
외국 간접세 충당금	-	-	-	-	450
기타	0	0	47	78	3
고정 부채	26	42	42	961	965
자본	2,213	3,457	7,006	11,143	13,323
주주자본	2,209	3,454	7,002	11,139	13,320
자본금	453	453	973	973	1,003
자본잉여금	450	450	970	970	1,000
이익잉여금	1,307	2,551	5,059	9,196	11,317
신주예약권	4	4	4	3	3
부채 자본 합계	3,516	8,238	15,887	22,713	27,417

キャッシュフロー計算書 (현금흐름표)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24
(단위: 백만 엔)					
영업 활동에 의한 현금 흐름	1,419	3,537	4,867	4,765	2,903
세금 전 당기 순이익	1,686	1,641	3,353	5,722	2,840
감가상각비	32	99	113	476	299
손상차손	-	211	30	-	11
대손충당금의 증감액	7	(4)	2	-	(1)
상여충당금의 증감액	43	62	105	102	(35)
외국 간접세 충당금의 증감액	-	-	-	-	450
고정자산 매각손	-	-	3	-	-
고정자산제각손	19	1	0	-	-
계열사 주식평가손	1	0	-	-	-
수취이자	(0)	(0)	(0)	-	-
지불이자	0	-	-	-	-
수취손해배상금	-	-	-	(160)	-
매출채권 증감액	(708)	(968)	(1,246)	(282)	1,011
대손충당금의 증감액	(37)	(204)	(81)	(662)	(1,808)
구매 채무의 증감액	393	1,076	601	199	(485)
미지급 비용의 증감액	3	360	532	(23)	(208)
선수금 증감액	48	2,174	1,875	1,017	3,282
기타	(8)	(172)	121	(548)	(1,375)
이자 수령액	0	0	0	-	-
이자 지불액	(0)	-	-	-	-
손해배상금 수령액	-	-	-	160	-
법인세 등의 지불액	(59)	(740)	(541)	(1,237)	(1,076)
투자 활동으로 인한 현금 흐름	(403)	(794)	(2,759)	(3,893)	(1,315)
유형 고정 자산 취득으로 지출	(196)	(328)	(1,463)	(2,429)	(310)
무형고정자산 취득에 따른 지출	(31)	(157)	(899)	(1,267)	(955)
자산제거채무 이행에 따른 지출	-	-	-	(69)	-
계열사 주식 취득에 따른 지출	-	-	-	(146)	-
출자금 지불에 따른 지출	-	-	-	-	(55)
차입보증금의 차입에 의한 지출	(175)	(310)	(479)	(3)	-
차입보증금 감소로 인한 수입	-	-	82	43	-
기타	-	-	-	(21)	5
재무 활동으로 인한 현금 흐름	527	-	1,041	-	59
단기 차입금 상환으로 지출	(6)	-	-	-	-
장기차입금 상환으로 지출	(33)	-	-	-	-
주식 발행에 따른 수입	562	-	1,041	-	59
자기주식 취득에 따른 지출	-	-	-	0	-
신주예약권 발행에 따른 수입	4	-	-	-	-
현금 및 현금 동가물과 관련된 환산 차이	(0)	2	0	1	-
현금 및 현금 동가물의 증감액	1,543	2,745	3,149	873	1,646
현금 및 현금 동가물의 기초 잔액	356	1,899	4,645	7,793	8,666
현금 및 현금 동가물의 기말 잔액	1,899	4,645	7,793	8,666	10,312

Appx 2. 12MF PER 밴드



Appx 3. 버튜버 분기 증가 수 통계

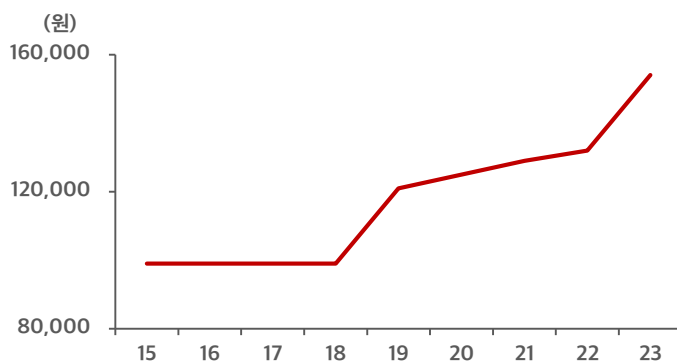
버튜버 분기 증가 통계	
중간값	4.0
평균	2.6

Appx 4. 버튜버 1인당 매출액 추이

버튜버 당 스트리밍 매출 추정 Table (일본 회계 연도)														
(단위: 백만 엔)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
버튜버 당 매출	23.5	21.1	22.8	20.8	21.3	22.1	22.2	23.3	22.0	21.9	23.7	25.4	22.9	25.1
스트리밍 매출	1,220	1,200	1,416	1,412	1,450	1,572	1,575	1,744	1,651	1,799	2,038	2,157	2,034	2,184
버튜버 수	52	57	62	68	68	71	71	75	75	82	86	85	89	87
버튜버 수 증가		5	5	6	-	3	-	4	-	7	4	(1)	4	(2)

버튜버 당 스트리밍 매출 추정 Table (일본 회계 연도)						
(단위: 백만 엔)	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
버튜버 당 매출	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9
스트리밍 매출	2,103	2,125	2,148	2,171	2,194	2,217
버튜버 수	92	93	94	95	96	97
버튜버 수 증가	5	1	1	1	1	1

Appx 5. SM엔터테인먼트 티켓 가격 추이



Appx 6. EXPO 티켓 가격, 관객 수

티켓 가격					
(단위: 엔)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
엑스포 현장만 참가	2,000	4,400	4,400	4,400	4,400
엑스포, Fes	6,500	7,800	7,500	7,926	8,376
Fes VIP Seats	8,000	9,800	9,800	10,356	10,945
온라인 단일 공연	5,500	6,500	7,650	7,650	7,650

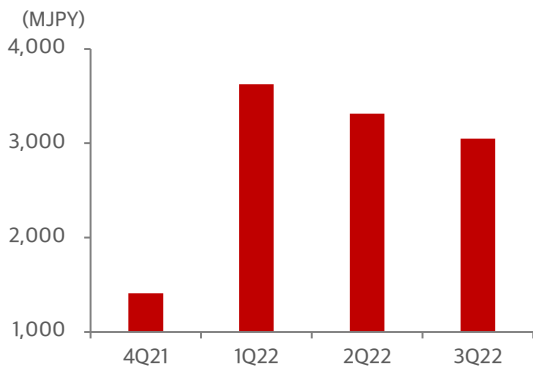
엑스포& 페스티벌 관객 수				
(단위: 명)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
엑스포	26,000	30,000	30,000	45,000
Fes				
venue	15,000	58,000	60,000	90,000
online	160,000	168,000	194,781	225,831

Appx 7. EN 콘서트 FY23, FY24 결과

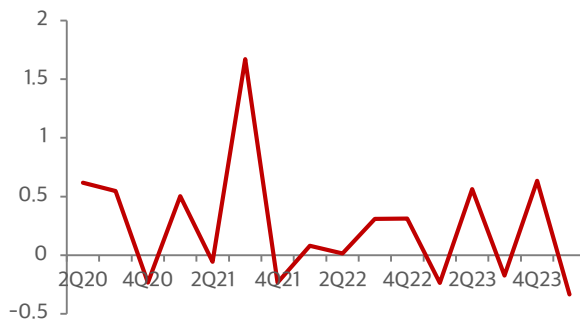
FY23 EN콘서트 매출		
	참여인원(명)	티켓값(엔)
온라인	17,379	6,500
오프라인	6,000	20,522
매출액(엔)		236,099,846

FY24 EN콘서트 매출		
	참여인원(명)	티켓값(엔)
온라인	17,379	7,150
오프라인	6,000	17,910
매출액(엔)		231,724,756

Appx 8. 부시로드 TCG Unit 매출액 추이



Appx 9. 동시 머천다이징 매출 QoQ



Appx 10. 유닛 별 콜라보 매출 및 과리율 검증

유닛 별 콜라보 매출	
유닛	매출액(백만 엔)
일본	141.8
미국	144.9
해외	134.9
합동	193.5

매출액 과리율		
(단위: %)	FY23	1H24
과리율	3.9%	-3.7%

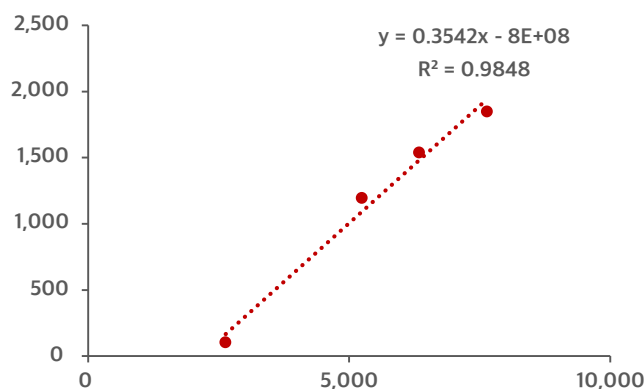
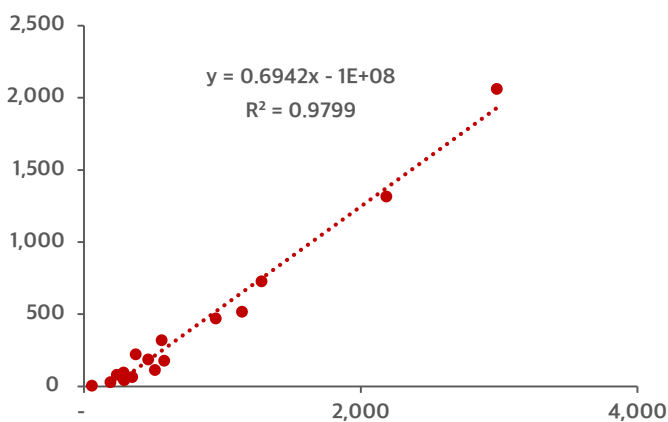
Appx 11. 외주비 & 상품매입액

외주비 & 상품매입액 (단위: 백만엔)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
상품매입액	77	48	145	115	178	199	613	270	452	449	559	652	461	757	724	1,091	734	1,228
외주비	18	59	52	65	87	136	134	124	130	215	340	161	246	332	574	473	339	500
Merchandising 매출액	262	424	666	503	756	713	1,904	1,457	1,574	1,597	2,090	2,740	2,091	3,269	2,701	4,414	2,931	5,879
매출액 대비 매입액	0.29	0.11	0.22	0.23	0.24	0.28	0.32	0.19	0.29	0.28	0.27	0.24	0.22	0.23	0.27	0.25	0.25	0.21
매출액 대비 외주비	0.07	0.14	0.08	0.13	0.12	0.19	0.07	0.09	0.08	0.13	0.16	0.06	0.12	0.10	0.21	0.11	0.12	0.09

Appx 12. 행사비 & 지불수수료

행사비 (단위: 백만엔)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	FY2024E	FY2025E
Concerts / Events	58	515	240	293	287	563	1,059	193	581	466	2,187	376	1,285	954	2,985	349	1,144	6,095	7,290
행사비	2	111	79	41	94	318	1,171	27	175	185	1,314	220	727	468	2,060	62	516	4,090	4,920

지불수수료 (단위: 백만엔)		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E
지불수수료		104	1,194	1,539	1,848	2,227	2,327
Streaming / Content		2,632	5,248	6,341	7,645	8,446	8,730

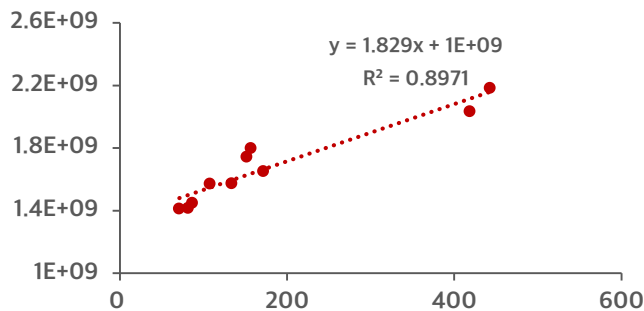


Appx 13. 화물 운임

화물 운임 (단위: 백만엔)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
MD 매출액	1,574	1,597	2,090	2,740	2,091	3,269	2,701	4,414	2,931	5,879
온라인 굿즈 스토어 매출 비율	9.5%	37.1%	27.7%	32.4%	29.4%	37.5%	39.3%	36.0%	26.5%	40.9%
온라인 굿즈 스토어 매출	150	593	579	888	616	1,227	1,061	1,589	776	2,404

Appx 14. 외주비 - 판매비와관리비

외주비-판매비와관리비 (단위: 백만엔)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
외주비	4	7	15	28	47	45	52	71	87	108	134	152	172	157	200	306	419	443	388	399	410	422	433	444
Streaming / Content	420	571	797	844	1,220	1,200	1,416	1,412	1,450	1,572	1,575	1,744	1,851	1,799	2,038	2,157	2,034	2,184	2,103	2,125	2,148	2,171	2,184	2,217



Appx 15. 영업외손익 & 특별손익

영업외손익 (영업외손익)								
(단위: 百万円)	(단위: 천엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
영업외수익	영업 외 수익	8	16	2	116	52	52	3
수취이자	수취이자	0	0	0	-	-	-	-
수취 화해금	수취 화해금	-	-	-	-	49	49	-
為替差益	외환차익	0	2	1	108	-	-	-
수령 보상금	수령 보상금	6	13	-	-	-	-	-
기타	기타	2	1	1	8	2	3	3
영업외비용	영업 외 비용	1	17	34	30	123	123	13
상장 관련 비용	상장 관련 비용	-	-	22	-	-	-	-
지불이자	지불이자	0	-	-	-	-	-	-
회해금	회해금	1	16	12	25	32	32	13
기부금	기부금	-	-	-	5	-	-	-
기타	기타	-	1	0	-	90	90	-

특별손익 (특별손익)								
(단위: 百万円)	(단위: 백만엔)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1H24	FY2024E	FY2025E
특별이익	특별 이익	-	-	-	160	-	-	-
수취손해배상금	수취손해배상금	-	-	-	160	-	-	-
특별손실	특별 손실	19	213	32	60	461	461	-
고정자산 매각손	고정자산 매각손	-	-	3	-	-	-	-
고정자산제각손	고정자산제각손	19	1	0	-	-	-	-
계열사 주식 평가손	계열사 주식 평가손	1	0	-	-	-	-	-
손상차손	손상차손	-	211	30	-	11	11	-
이전 손실	이전 손실	-	-	-	60	-	-	-
외국 간접세 충당금 이체액	외국 간접세 충당금 이체액	-	-	-	-	450	450	-

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.