

# 애니플러스 (310200)



SMIC

2022년 05월 07일

Re:레이팅부터 시작하는 이세계 차트

## 애니 + Alpha

만화채널으로만 알았던 애니플러스. 만화만 틀어주는 곳인 줄 알았는데, 힙한 전시회와 인기 드라마까지 제작할 줄 아는 회사였다. 동사는 애니메이션 외에 더 다양한 콘텐츠 영역으로 진출하여 모든 영역에서 눈부신 매출 성장을 보였다. 본업 또한 OTT로의 공급이 확대되며 큰 수혜를 입었다. 작년 턴어라운드와 동시에 달성한 영업이익률 26%가 이를 단적으로 보여준다.

## 떡상의 호흡 제1의 형, 튼튼한 본업

방송사업자로서 동사의 강점이 드러나는 시기. TV 수신료는 언제나처럼 동사에게 연금과 같은 역할이 되어 줄 것이다. OTT들의 과열 경쟁으로 인해 일본 애니메이션 판권 시장이 확대되는 가운데, 국내 방송사업자로서 해자를 갖는 동사의 역할 또한 커질 것이다. 애니메이션이라는 장르에 대한 물음표와 오리지널 콘텐츠의 등장에 대한 우려에도 불구하고, 동사의 Top-Line 성장이 지속될 수 있음과 왜 동사에게 가장 큰 기대가 향하는지를 밝히고자 한다.

## 떡상의 호흡 제2의 형, 순항하는 신사업

동사는 전시 기획과 드라마 제작도 잘 한다. SNS에 올리기 좋은 미디어전시를 선도한 것도 동사요, 드라마 제작 1년차부터 지상파 시청률 17%를 달성시킨 것도 동사다. 신사업을 통해 동사는 고유 IP를 보유하는 종합 콘텐츠 기업으로 거듭나고자 한다. 본 장에서는 동사가 가지는 충분한 콘텐츠 제작 역량을 통해 전시와 드라마 부문의 매출을 추정한다.

추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	19,867	18,352	15,886	49,037	74,298	101,329
YoY(%)		-7.62%	-13.44%	208.68%	51.51%	36.38%
매출원가	12,055	12,643	10,406	29,683	40,098	54,736
매출총이익	7,813	5,709	5,480	19,354	34,200	46,593
GPM(%)	39.3%	31.1%	34.5%	39.5%	46.0%	46.0%
판매비와관리비	4,749	5,699	6,513	6,344	7,811	8,584
영업이익	3,064	10	(1,033)	13,009	26,388	38,009
OPM(%)	15.4%	0.1%	-6.5%	26.5%	35.5%	37.5%
기타손익	(425)	(95)	(1,977)	(156)	(181)	(185)
금융손익	(448)	(1,611)	(767)	13,028	(10,694)	(2,280)
법인세비용차감전순이익	2,191	(1,696)	(3,776)	25,881	15,513	35,544
법인세비용	168	49	256	4,582	3,391	7,798
당기순이익	2,023	(1,744)	(4,032)	21,299	12,122	27,746
NPM(%)	10.2%	-9.5%	-25.4%	43.4%	16.3%	27.4%
지배주주귀속분당기순이익	1,587	-1,455	-3,498	20,269	10,648	25,147
비지배주주귀속분당기순이익	435	(289)	(534)	1,030	1,474	2,600

## Rating

Buy

목표주가: 5,310 원

현재주가: 4,215 원

상승여력: 26%

## 12M 추가추이

시가총액 1,424 억원



## Balance sheet data

순자산 462 억원  
PBR 2.62x  
ROE 64.68 %

## Earning data

PER 6.01x  
EPS 499.7 원  
당기순이익 154 억원

## 주요 주주

JJ미디어웍스 외 8인 41.87%  
장재호 외 1인 8.57%  
자사주 3.07%

## SMIC 2 팀

팀장 44기 김우일  
팀원 44기 안현빈  
44기 장우혁  
45기 김건우  
45기 박형철

# CONTENTS

---

1. 애니플러스? 그냥 TV 채널 아닌가?	03
2. 떡상의 호흡 제1의 형, 튼튼한 본업	06
3. 떡상의 호흡 제2의 형, 순항하는 신사업	17
4. Valuation	26
5. 뒷이야기 - 전환사채	34
6. Appendix	36

## 1. 애니플러스? 그냥 TV 채널 아닌가?

애니플러스, 단순한 TV 채널을 넘어 종합 애니메이션 플랫폼으로 변화하고 있다. 진행 중인 신사업 전시회/드라마 제작 또한 유망하며 그 실적이 이를 증명한다. 본 장에서는 애니플러스에 대해 알아보도록 하자.

### 1.1. 기업 개요

유스 애니메이션 유통  
및 상품화 사업 영위

애니플러스는 유스 애니메이션 콘텐츠 유통 및 상품화 사업을 하는 기업이다. 유스 애니메이션이란 주 시청연령 타겟이 15세 이상인 애니메이션으로, 흔히 알고 있는 키즈 애니메이션과는 별개의 분야이다. 동사는 2009년 애니메이션 판권 및 저작권을 관리하던 제이제이미디어웍스가 케이블 경제전문 채널이었던 생활경제TV의 지분을 인수하고 주식회사 애니플러스로 변경 등기하면서 본격적으로 사업을 시작했다. 그리고 2020년 2월 미래에셋대우기업인수목적2호 주식회사와 합병 등기하면서 코스닥 시장에 상장하였다.

유스 애니메이션  
유통에서 우위

동사는 자체 보유하고 있는 케이블TV 채널을 통해 일본 신작 애니메이션을 현지와 동시상영하는 서비스를 국내 최초로 시작했다. 케이블TV를 보유한 사업자는 자체 심의를 하기 때문에 자막만 빠르게 만들어서 바로 방영할 수 있다. 이를 통해 동사는 유스 애니메이션 사업에서 독보적 입지를 점하게 되었다. 뿐만 아니라 TV 방송 및 VOD 사업을 기반으로, 동사는 OTT 향 공급, MD 제작 및 판매, 극장판 애니메이션 배급, 전시 이벤트 등의 다각화된 사업을 진행하고 있다.

동남아시아로 확장

2014년에는 싱가포르에 종속회사 PLUS MEDIA NETWORKS ASIA PTE. LTD를 설립하였다. 동남아시아 시장에서 유스 애니메이션 방송 콘텐츠 유통을 시작함과 동시에 K-콘텐츠 전문 채널인 K-Plus를 개국하면서, 글로벌 시장으로 영역을 확장하는 중이다.

전시 + 드라마 제작  
→ 종합 콘텐츠 기업

또한 동사는 같은 해 미디어 아트 전시 회사인 미디어앤아트를, 2020년 드라마 제작사인 위매드를 종속회사로 두면서 종합 콘텐츠 기업으로 성장 중이다. 미디어앤아트는 '인스타그램에 올리기 좋을 법한' 전시인 미디어아트를 국내에서 처음으로 시도하여 대중화하였다. 특히 2020년부터는 그라운드 시소를 기반으로 사업을 확장하면서 <요시고 사진전: 따뜻한 휴일의 기록>, <어쩌다 웨스 앤더슨> 등의 전시를 크게 성공시켜 미디어아트 시장에서 압도적 1위 자리를 지키고 있는 중이다. 그리고 위매드는 드라마 제작 1년차에 바로 지상파 드라마 <웃소매 붉은 끝동>을 흥행시키면서 제작 역량을 입증하였다.

### 1.2. 실적 분석

#### 1.2.1. 매출 분석

2020 → 2021  
: 매출 크게 상승

동사의 매출은 2020년에서 2021년으로 넘어갈 때 크게 상승했다. 전사 모든 부문에서 괄목할 만한 성장이다. 콘텐츠 및 상품, 즉 애니메이션 사업부에서는 일본 애니메이션 판권 구매량이 크게 증가하며, 판권을 확보한 동사로부터 OTT 회사들이 방영권을 구매하는 양 또한

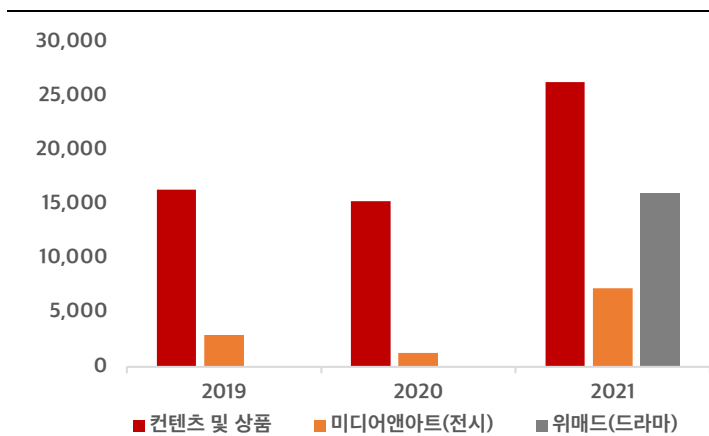
크게 늘어났기 때문에 매출이 두 배 가까이 증가하였다.

**전시 매출 성장에 주목** 미디어엔아트에서는 2021년 동사의 전시회가 크게 흥행하면서 매출 성장이 두드러졌다. 동사가 전시 사업을 본격적으로 확장한 시점은 2020년이지만, 매출 증가 효과가 나타난 건 2021년이다. 2020년이 코로나19로 인한 충격이 가장 심한 해였기 때문이다. 2021년에는 전년에 비해 사회적 거리두기가 유연해지면서 사업 확장의 효과가 일부 반영되었다.

**드라마 제작 매출 발생** 위매드는 드라마 제작을 시작한 2021년부터 매출이 인식되었다. 드라마 제작 첫 번째 해부터 전사 매출의 32.8%를 차지하였다.

그림 1-1. 각 사업부 매출

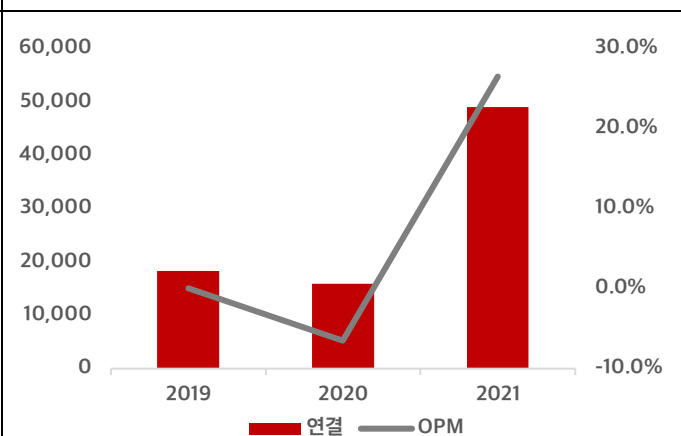
(단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 2팀

그림 1-2. 전사 매출 및 영업이익률

(단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 2팀

### 1.2.2. 영업이익 분석

동사의 영업이익률은 2019년과 2020년에는 저조하다가 2021년에 괄목할 만한 성장을 이루었다.

2019년 OPM: 0.1%

2019년 영업이익률이 0에 가까웠던 이유는 전시 사업 확장에 들어가는 투자금이 많았고, 동남아향 콘텐츠 및 상품 사업부인 PMNA에서 적자가 나고 있었기 때문이다. 월정액 방식의 VOD 서비스를 실시간 채널 시청 서비스와 함께 패키지 형태로 제공하던 동남아시아에서의 기존 서비스 형태가 2019년 들어서 수익성이 낮아진 것이 PMNA에서 적자가 난 원인이다.

2020년 OPM: -6.5%  
→ 전사 사업부 적자

2020년 전사 사업부는 모두 적자를 기록했다. 국내 애니메이션 사업부는 합병으로 인한 비경상적인 대손상각비가 크게 잡히면서 적자가 났고, PMNA에서는 2019년과 마찬가지로 계속 적자가 나는 상황이었다. 미디어엔아트는 코로나19로 인해 전시회를 장기간 열지 못하여 적자가 날 수밖에 없었고, 위매드는 드라마 제작을 하지 않고 아직 투자 단계였으므로 적자로 인식되었다.

2021년 OPM: 26.5%  
→ 전사 사업부 흑전

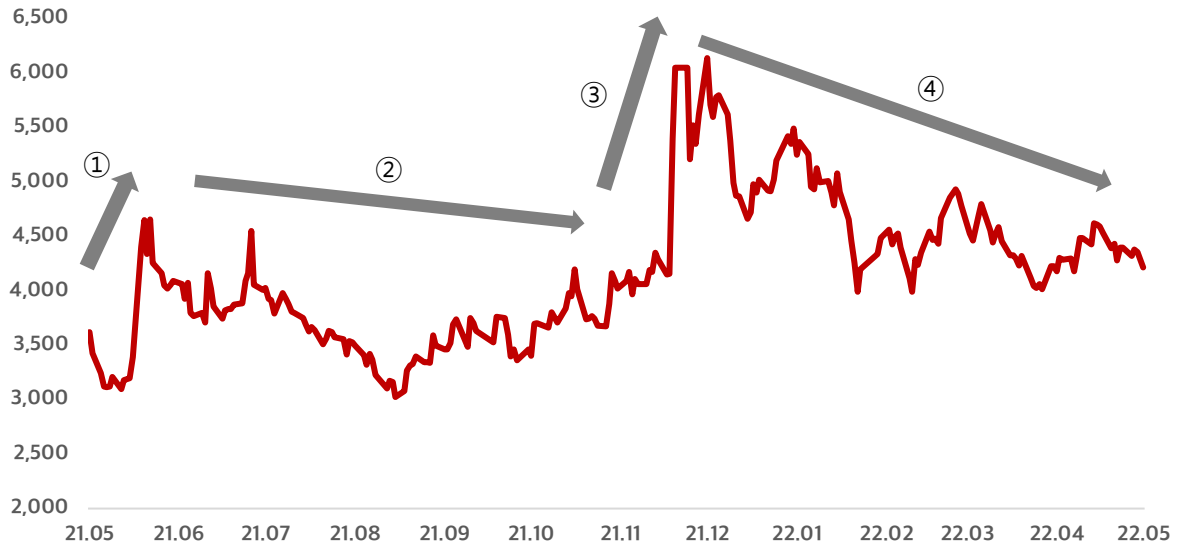
그러다 2021년 전사 사업부가 흑자전환을 하면서 동사의 영업이익률은 26.5%이 되었다. 국내 애니메이션 사업부는 앞서 언급했던 판권 구매량 증가와 방영권 판매량 증가에 의해 레버

리지 효과가 일어나면서 영업이익 증가폭이 가장 컸다. PMNA는 동남아시아에서 저작권 인식이 개선되고 있고, 월정액 VOD 시장이 성장하고 있으며, 국내처럼 건당 VOD 유료 결제시장이 활성화되어 흑자로 전환하였다. 미디어엔아트는 전시회의 흥행으로 흑자 전환하였으며, 위매드는 우수한 드라마 제작 역량을 바탕으로 흑자를 기록하였다.

### 1.3. 주가 분석

그림 1-3. 주가 추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

① 2021.05 ~ 2021.06: 사외이사인 박종욱 이사가 윤석열 당시 대선후보의 대학교 직속후배인 것으로 알려져 윤석열 관련주로 주목받아 주가가 상승하였다.

② 2021.06 ~ 2021.11: 주가에 정치테마가 반영되는 정도가 점점 약해지면서 시장의 관심이 줄어들어 따라 주가가 횡보하였다.

③ 2021.11 ~ 2021.12: <웃소매 붉은 끝동>이 흥행에 성공하자 제작사인 동사에게 시장의 관심이 쏠렸고, 실적 개선으로 인한 턴어라운드 가시화되어 주가가 크게 상승하였다.

④ 2021.12 ~ 2022.05: 추가적인 주가 상승 모멘텀이 부재하였고, 전세계적으로 조정장이 오면서 동사의 주가도 같이 하락하였다.

## 2. 떡상의 호흡 제1의 형, 튼튼한 본업

애니플러스의 본업인 애니 유통은 사업 다각화가 이루어지고 있는 지금도 여전히 전사 차원에서 가장 큰 매출과 영업이익 비중을 차지하고 있다. 10년이 넘게 오래 지속해온 본업임에도 최근 큰 매출 성장을 보이고 있는데, 이는 최근 경쟁적으로 콘텐츠를 확보하고 있는 OTT들의 전방 수요와 이를 오롯이 누릴 수 있는 영업 환경의 개선 덕분이다.

### 2.1. 견고한 TV 수요 및 OTT로의 확장

애니플러스의 본업인 애니메이션 유통은 1) 애니플러스 채널 운영 2) 방영권 판매로 나눌 수 있다. 동사는 일본 애니메이션의 판권을 구입해, 직접 운영하는 애니플러스 채널을 통해 송출함과 동시에, 타 업체들에게 방영권을 판매한다.

TV 수신료  
= 안정적인 현금흐름,  
견고한 하방

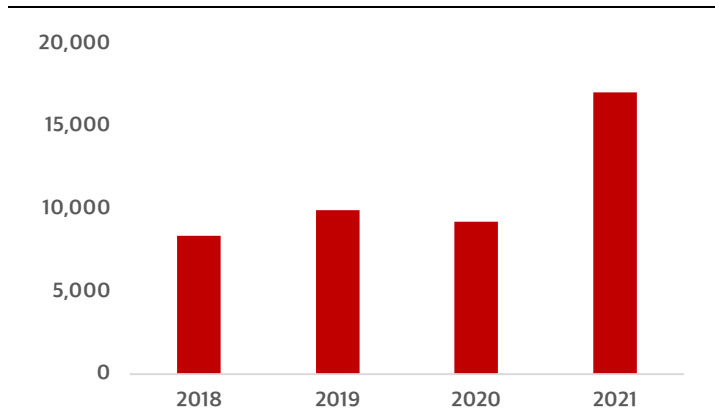
애니플러스 채널은 케이블 TV와 IPTV를 통해서만 유료로 제공되는 채널로, 운영을 통해 나오는 수익은 케이블 TV와 IPTV 요금에 대한 정산 금액이다. 케이블 TV와 IPTV 가입자 수의 증가는 동사의 안정적인 현금 창출능력의 확대를 의미한다. 우리나라는 이미 TV 보급률이 상당히 높고, 케이블TV, IPTV로의 교체 여력도 크지는 않지만, 연금처럼 돈이 들어오고, 금액도 상당하다는 점에서 동사의 매출 하방을 견고히 해줄 수 있다.

방영권 수익은 동사가 판권을 가지고 있는 애니메이션에 대해 OTT, TV VOD와 같은 방식으로 송출할 수 있는 권리를 판매함으로써 얻는다. 기존에는 TVOD향 물량이 다수였지만, OTT의 등장 이후 TVOD의 경쟁력이 약화되었고, 현재는 OTT서비스를 중심으로 방영권을 판매하고 있다.

방영권 판매= OTT의  
등장 이후 크게 성장

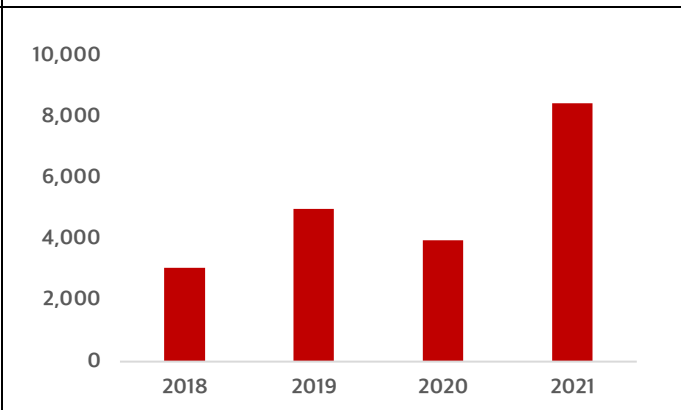
다양한 OTT 서비스 업체들이 등장하고 콘텐츠의 가치에 대한 인식이 제고되면서, 콘텐츠 관련 기업들이 주목받는 시점이다. 이러한 상황 속에서 동사의 매출은 큰 폭으로 증가하였으며, 판권 확대를 위한 투자도 적극적으로 늘리고 있다. 결국 OTT는 동사의 상방을 열어줄 수 있는 새로운 시장이며 동사의 이후 성장에 대한 기대감은 자연스럽게 OTT향 방영권 판매로 향할 것이다.

그림 2-1. 동사 애니메이션 유통 매출액 추이 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 2팀

그림 2-2. 동사 판권 취득액 추이 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 2팀

## 2.2. 멈추지 않는 Top-Line 성장

### 2.2.1. P, Q의 상향 안정화

콘텐츠 수급 경쟁  
= P, Q 동반 상승

날이 갈수록 과열되는 OTT 서비스 업체들의 콘텐츠 수급 경쟁이 콘텐츠 판권 P, Q의 동반 상승을 이끌고 있다. 넷플릭스, 왓챠, 웨이브 등 국내외 OTT 서비스 업체들의 공격적인 확장으로 Q(일본 애니메이션 판권 계약 건수)가 증가하고 있으며, 이에 따른 업체들 간 경쟁으로 인해 P(판권 계약 단가)도 함께 상승하는 상황이다. 동사가 유통하는 애니메이션도 이러한 P, Q 상승의 수혜를 누리는 중이다.

성장하는 일본  
애니메이션

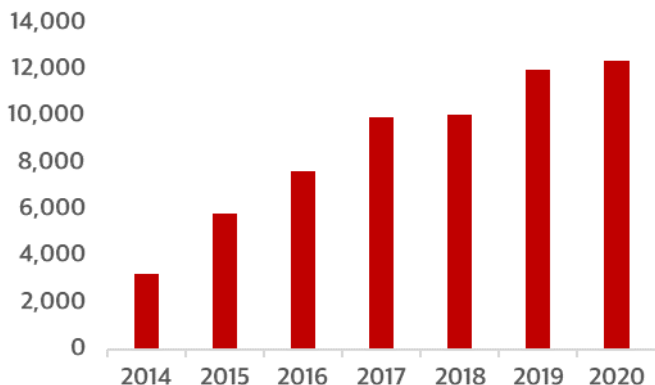
2014년 넷플릭스의 일본 진출을 기점으로 대형 OTT 서비스 업체들이 일본 애니메이션 확보에 관심을 갖기 시작하였다. 이후 일본 애니메이션 콘텐츠의 해외 수출 규모가 큰 폭으로 증가했으며, 시장 규모는 매년 고점을 돌파하는 추세이다. 신작 발매 수는 2016년 정점을 찍은 이후 제작비 문제, 코로나로 인한 제작 지연으로 잠깐 꺾이는 추세였으나, 코로나가 종식되었고 OTT 자본이 제작 과정에 침투하는 지금, 신작 발매의 회복이 기대된다.

OTT = 새로운 성장동력

이전까지는 애니메이션 TV 채널과 오프라인 비디오, 일부 불법적인 경로를 제외하면 마땅한 판로가 부족했던 일본 애니메이션이, OTT의 등장과 함께 새로운 성장 동력을 얻은 것이다.

그림 2-3. 일본 애니메이션 해외 수출 규모

(단위: 억 엔)



출처: 일본 애니메이션협회, SMIC 2팀

그림 2-4. OTT에 등장하기 시작하는 애니메이션



출처: 넷플릭스

디즈니플러스의 등장  
= 일본 애니메이션  
쓸림현상

더하여 OTT BM의 근간이 되는 콘텐츠 확보 경쟁의 과열 또한 호재이다. 2020년 미국 애니메이션계의 IP공룡 '디즈니'의 OTT 시장 진출에 대한 기대감은 다른 OTT 서비스 업체들로 하여금 일본 애니메이션으로 눈을 돌리게 만들었다. 디즈니로 인해 더 이상 북미 애니메이션으로 경쟁하기 어렵다는 판단에서였다. 실제로 당시 넷플릭스는 2조원의 금액을 지불하면서 지브리스튜디오 작품들의 북미 제외 글로벌 판권을 구입하였다.

상기한 이유들로 인해 OTT 업체들의 일본 애니메이션에 대한 공격적인 투자가 지속되면서 P와 Q가 동반 상승하였고, 이는 동사의 Top-Line 매출 성장에 기여할 것이다.

2.2.2. OTT가 한국에서 일본 애니메이션을 런칭할 유인은 충분

일본 애니메이션의 대중화

이전까지는 상당히 마니아적인 장르로 여겨지던 **일본 애니메이션**은 OTT 서비스의 본격적인 등장 이후 **빠르게 대중화**되었다. <귀멸의 칼날>과 <주술회전>으로 대표되는 OTT 시대 이후 등장한 애니메이션들의 엄청난 흥행은 OTT 입장에서 애니메이션 런칭에 대한 욕구를 자극하기에 충분하다.

드라마, 영화 부럽지 않은 흥행 애니

극장판 <귀멸의 칼날>과 <주술회전>은 기존의 강력한 IP인 스튜디오 지브리의 작품들과, <포켓몬스터>, <명탐정 코난> 등의 쟁쟁한 작품들을 상회하는 흥행을 거두었고, 극장판 뿐 아니라 기존의 시리즈 또한 오랜 기간 OTT 서비스 내의 작품 랭킹 순위권에 머무르는 호실적을 지속 중이다. 이는 **애니메이션의 흥행 또한 드라마, 오리지널 시리즈 등의 흥행만큼 구독자 유입 및 이탈 방지에 기여할 수 있음**을 보증한다.

높은 수익성으로 연결되는 일본 애니메이션

더하여 **일본 애니메이션 특유의 확장성은 높은 수익성으로 연결**된다. 일본 애니메이션은 대개 시리즈+극장판의 형태로 전개되는데, **하나의 작품이 다수의 시리즈와 극장판으로 확장**하면서 **꾸준한 현금흐름을 창출**할 수 있다. 결국 애니메이션은 현재 OTT 서비스 업체들이 당면한 가장 큰 과제인 **구독자 확보 및 이탈 방지와 수익성 제고 모두에 기여**할 수 있는 셈이다.

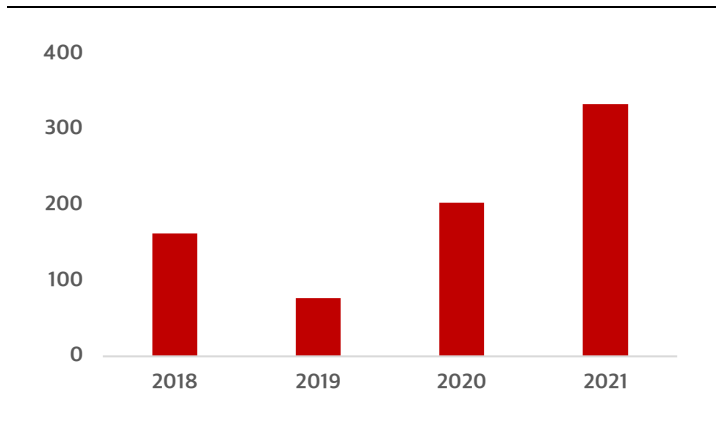
견조한 한국 시장

앞서 확인했듯이 OTT 서비스 업체가 작품 라인업에서 일본 애니메이션을 확대할 유인은 충분하다. 그 중에서도 **한국 내 일본 애니메이션 시장은 매우 견조**하다. 한국의 일본 애니메이션 라이선스 계약 건수는 북미를 제외하면 가장 많은 숫자를 보인다.

한국 = 일본 애니에 대해 우호적인 정서

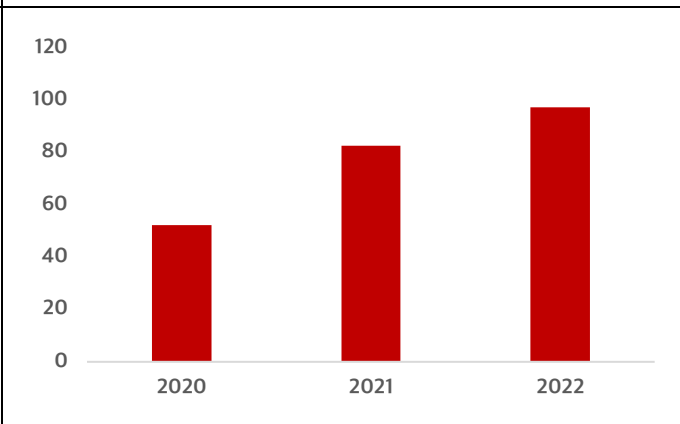
다양한 일본 애니메이션 IP에 대한 노출도가 높고 TV, 영화, OTT 가릴 것 없이 흥행하는 일본 애니를 중심으로 트렌드가 발생하는 점에 비추어 볼 때, **한국 시장은 일본 애니메이션에 대해 상당히 우호적**이다. 더하여 일본 애니메이션에 특화된 OTT 서비스 플랫폼인 '라프텔'의 MAU는 꾸준히 성장하고 있다. 따라서 한국에서 서비스하는 OTT 업체들은 일본 애니메이션 편성 확대를 고려하지 않을 수 없다.

그림 2-5. 한국 수출 일본 애니메이션 타이틀 수 (단위: 개)



출처: 일본 애니메이션협회, SMIC 2팀

그림 2-6. 라프텔 MAU 추이 (단위: 만 명)



출처: 리디, SMIC 2팀

### 2.2.3. 오리지널 시리즈? 한국에서는 사실상 불가능

OTT 서비스 업체가 일본 애니메이션을 한국에 런칭하기 위해서는 방영권을 확보해야 한다. 애니메이션 방영권을 확보하는 방법은 다음과 같은 세 가지다.

- 1) 동사처럼 국내 판권을 가진 방송사업자로부터 방영권을 구입하는 방식
- 2) 제작위원회로부터 직접 판권 혹은 방영권을 구입하는 방식
- 3) 제작비를 지원하고 판권을 가져오는 방식(오리지널 콘텐츠 제작)

유통사를 통해  
방영권을 구입하는  
것이 합리적

세 방법을 비교하였을 때 방법 1)이 합리적인데, 이에 두 가지 이유가 존재한다. 첫째로, 제작위원회 입장에서 판권을 판매하는 것이 유리하고, OTT 입장에서 방영권만 구매하는 것이 유리하기 때문이다. 판권은 영상 유통에 대한 권리뿐 아니라, 굿즈, 테마 전시 등의 2차 창작 권리와 그에 대한 로열티 지급까지 포함하는 권리이다. 방영권은 판권 내에 포함되며, 판권 가격은 방영권 가격보다 높다.

판권 구매는  
종합기업이 유리하다

따라서 제작위원회 입장에서는 영상의 유통부터 2차 창작까지 해낼 수 있는 종합 기업에게 권리 가격도 더 높고 로열티까지 수취할 수 있는 판권을 판매하는 것이, 영상 유통만 하는 OTT 에게 방영권만 판매하는 것보다 유리하다. OTT 입장에서 판권을 사는 것 보다 판권을 가진 방송사업자에게 방영권만 구입하는 것이 경제적이다. 결국 종합 기업인 동사가 제작위원회로부터 판권을 더 잘 확보할 이유는 충분하다.

방송사업자의 해자

둘째로, 한국에 일본 제작 영상물을 유통하기 위해서 방송사업자가 가지는 해자가 확고하다는 것이다. 방송사업자는 한국에 채널을 가지고 영상을 송출하는 사업자를 일컫는다.

심의 과정에서의 강점

영화 및 비디오물 진흥에 관한 법률(이하 영비법)에 의거, 국내에서 일본 영화 또는 비디오물을 송출하기 위해서는 반드시 영상물 등급위원회(이하 영등위)의 심의를 거쳐야 한다. 하지만 국내 방송채널을 통해 기방영된 영상물 또는 방송사업자의 자체 심의를 거친 영상물은 영등위의 심의를 거치지 않고도 송출이 가능하다.

OTT 사업자는 심의를  
받기 매우 까다로움

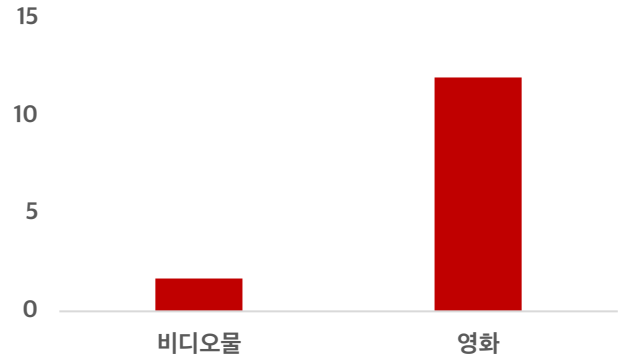
그렇다면 OTT가 직접 제작에 참여한 애니메이션을 한국에 유통하려면, 영등위의 심의를 거쳐야 하는데, 영등위는 원칙적으로 OTT가 일본에서 제작한 비디오물에 대한 심의를 받지 않는다. 비디오물이 아닌 영화에는 심의 기준이 비교적 관대하기 때문에, 편법을 통해 영화 카테고리 분류하여 심의를 통과할 수는 있지만, 심의 기간이 상당히 오래 걸리고 심의 비용도 7배가량 더 비싸다.

그림 2-7. 방송사업자 VS OTT사업자

구분	방송사업자	OTT사업자
TV채널 소유 여부	○	×
자체 심의 가능 여부	○	×
심의 소요 시간	1일 이내	14일 내외
회당 심의 가능 건수	제한 없음	1건

출처: SMIC 2팀

그림 2-8. 해외 영상물 심의 비용 (단위: 10분당 금액/ 만원)



출처: 영상물등급위원회, SMIC 2팀

결국 라이선싱이 필수적

따라서 작품의 회전율이 매우 중요한 애니메이션 시장에서 **오리지널 콘텐츠 확대를 승부수로 두기에는 시간적, 경제적 한계가 존재한다.** 따라서 OTT가 일본 애니메이션을 한국에 서비스 하기 위해서는, 국내 방송사업자를 통해 정식 수입을 거쳐 방영된 애니메이션의 방영권을 구매하는 라이선싱이 필수적이다.

판권 유통 1타  
애니플러스

동사는 국내 일본 애니메이션 유통 업계 1위의 지위를 가진 방송사업자로, 방대한 양의 일본 애니메이션 판권을 가지고 자체 채널인 '애니플러스'를 통해 송출하고 있으며, OTT항으로 꾸준히 애니메이션 방영권을 판매하고 있다.

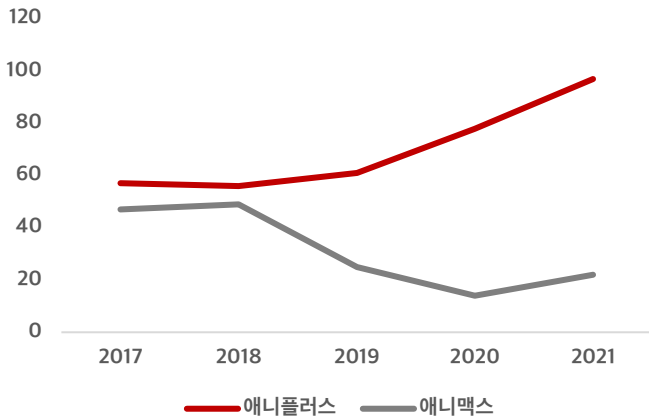
따라서 1) OTT 콘텐츠 확보 경쟁 과열로 인한 P, Q 동반상승, 2) 한국 시장 내의 견조한 일본 애니메이션 수요, 3) 방송사업자로서의 해자라는 3박자가 갖춰진 우호적인 시장 상황 속에서 동사가 앞으로 더 많은 판권을 확보하는데 힘을 쏟는다면, 수혜를 입을 수 있을 것이다.

### 2.3. 동사의 애니메이션 판권 독점화

판권 확보 경쟁에서  
동사의 해자

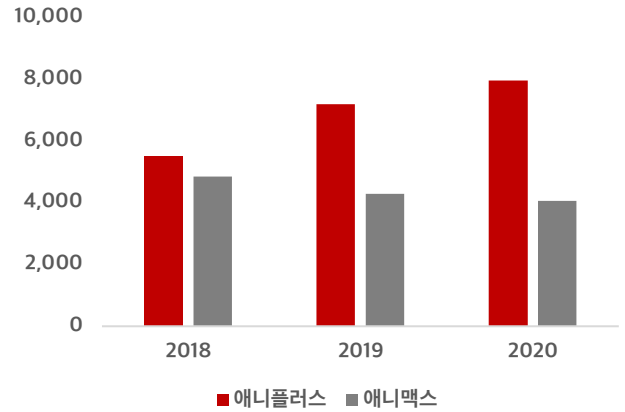
[2.2.3.]에서 알 수 있듯, 결국 판권을 사와서 방영권을 파는 쪽은 TV 채널을 보유하고 있는 동사 또는 애니맥스이다. 동사와 애니맥스는 2018년까지는 비등한 위치에서 경쟁하고 있었지만, 2019년부터 빠른 속도로 애니맥스의 점유율을 동사가 가져와 초격차가 벌어진 상황이다. 최근 동사가 애니메이션 판권을 독점적으로 확보할 수 있는 이유는 다음과 같다.

그림 2-9. 애니메이션 신작 판권 확보 수 (단위: 개)



출처: 동사 홈페이지, 애니맥스 코리아, SMIC 2팀

그림 2-10. 무형자산 중 판권 장부가액 (단위: 백만 원)



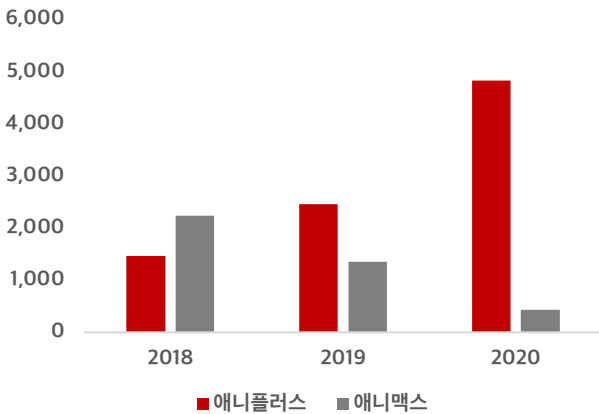
출처: DART, KOCCA, SMIC 2팀

### 2.3.1. 현금의 적절한 사용

현금이 크게 증가하면서 판권도 크게 증가한 동사 >> 현금의 크게 감소하면서 판권도 크게 감소한 애니맥스

판권을 많이 사오려면 충분한 양의 현금이 필요하다. 2018년부터 2020년까지 동사와 애니맥스의 현금 및 현금성자산 추이를 보면 애니맥스의 현금이 빠르게 소진되는 것을 볼 수 있는데, 그림 [2-10]을 보면, 정작 애니맥스의 애니메이션 신작 판권 확보 수 및 판권 장부가액은 같은 기간동안 감소하였다. 현금을 판권 취득보다 다른 용도로 쓴 것이다. 반면 동사는 현금 보유량도 늘어나면서 동시에 공격적인 판권 구매로, 신작 판권 확보 수 및 판권 장부가액이 크게 증가했다. 동사는 앞으로도 애니맥스보다 더 많은 판권을 확보할 여력을 갖추었다.

그림 2-11. 현금 및 현금성 자산 (단위: 백만 원)



출처: 동사 홈페이지, 애니맥스 코리아, SMIC 2팀

그림 2-12. 숨인형을 찢는 것이 검열된 장면



출처: &lt;약속의 네버랜드&gt;

경쟁사의 현금 소모

해당 기간동안 애니맥스는 무삭제판 VOD 제공, 번역 오류 개선과 같은 **고질적인 서비스 문제 개선이나 판권 공략에 예산을 집중하지 않았다**. 대신 영유아 및 초등학생을 대상으로 한 게임 크리에이터 방송에 많은 예산을 소비했다. 하지만 유튜브에서 언제든지 시청할 수 있는 크리에이터들의 콘텐츠를 TV에 편집해서 방영하는 것으로 애니맥스의 경쟁력을 내세우는 데에는 분명 한계가 있었다.

판권 확보가 안 될  
경우 나타나는 문제점

판권 확보도 안 되고, 현금도 부족해진 애니맥스는 간판 애니메이션이었던 <어떤 과학자의 초전자포 T>를 동사에게 넘겨줄 수밖에 없었다. 또한 새로운 애니메이션의 판권을 동사만큼 가져올 수 없었기에 그 전부터 판권을 보유하고 있던 애니메이션 작화 품질의 하락으로 생기는 애니메이션 소비자들의 시청 유인 감소를 효과적으로 방어하지 못했다. 이는 **동사와 애니맥스의 판권 수 격차를 더욱 심화시켰다.**

### 2.3.2. 사업 다각화

사업 다각화  
→ 판권 확보 경쟁 유리

애니메이션 판권의 특성상, **사업 다각화는 판권 확보 경쟁에서 유리한 요소로 작용한다.** 애니메이션 판권은 방영권에서부터 부가가치 창출까지 모든 권리의 집합체이다. 판권을 판매한 제작사는 상품 판매나 전시와 같은 부분에서도 로열티를 꾸준히 수취한다. 그렇기 때문에 판권 확보 경쟁에서 우위를 점하는 것은 사업 다각화가 잘 이루어져 있고, 각 사업이 꾸준히 잘 되고 있는 동사일 수밖에 없다.

다각화 1: 고유 OTT

동사는 **고유 OTT 채널을 보유하고 있다.** 동사는 이를 통해 애니메이션 동시송출을 하고, 애니메이션 스트리밍 서비스를 제공하며, 추가금을 내면 소비자들이 원하는 애니메이션을 DRM-Free로 소장할 수 있게 하였다.

지나친 검열 + 마케팅  
부재 → 애니맥스  
플러스 서비스 종료  
→ 동시송출 only 동사

애니맥스도 과거에는 유사한 성격의 스트리밍 및 VOD 다운로드 사이트인 ‘애니맥스 플러스’를 운영했다. 하지만 2019년 11월 **애니맥스는 해당 서비스를 종료했다.** 19금 연령 제한이 있는 VOD에서도 검열을 과하게 하면서 소비자들의 불만을 유발하였고, 마케팅도 적극적으로 진행하지 않아 동사 또는 라프텔로 구독자가 흡수되었기 때문이다. 사실 검열 문제의 경우 동사도 한국의 검열 사정에 의해 자유로울 수는 없다. 하지만 **애니맥스는 문제되는 장면 뿐만 아니라 개연성에 영향을 미치는 부분까지 삭제하였기 때문에 문제가 되는 것이었다.** 이에 동시송출이 되면서 마음껏 애니메이션을 즐길 수 있는 곳은 동사만 남게 되었다.

다각화 2: MD 사업

동사는 **MD 사업도 활발하게 하고 있다.** 동사는 애니맥스와 달리 온라인과 오프라인 굿즈 샵을 운영하고 있다. 특히 오프라인 매장은 2021년 1곳에서 4곳으로 증가하면서 관련 매출이 크게 증가했다. 동사의 오프라인 매장은 국내에서 처음 생긴 일본 애니메이션 관련 굿즈 및 피규어 전문 취급 매장이다. 더불어 여기에서 동사는 수시로 동사에서 방영했던 애니메이션 위주의 콜라보레이션 카페를 열고 있다. 현재 동사의 연중 대구점 오픈이 확정되어있고, 앞으로도 동사가 전국 대도시 중심으로 매장을 더 입점시킬 예정이므로 MD 사업의 전망은 밝다.

다각화 3: AGF 개최

애니메이션 및 게임 분야의 대형 종합 이벤트인 **AGF(Anime X Game Festival)** 또한 **동사가 주최한다.** 동사는 AGF에서 각종 전시 및 팝업 스토어, 유명 아티스트의 무대 행사, 애니메이션과 게임 기반의 콜라보레이션 카페, 다양한 캐릭터의 코스프레 등의 다양한 이벤트를 진행한다. 전체 매출 비중에서 AGF가 차지하는 비중은 작지만, **대형 이벤트를 성공적으로 개최했다는 점은 동사의 기획력을 보여준다.** 실제로 2018년에는 32,593명, 2019년에는 35,970명의 관람객을 동원하는데 성공했다. 2020년과 2021년은 코로나19로 인한 사회적 거리두기 때문에 행사를 진행하지 못했지만, 2022년 사회적 거리두기 해제로 AGF의 재개 가능성이 높아지면서 그동안 억눌렸던 이벤트 참가 수요의 폭발적인 증가가 나타날 것으로 예상된다.

동사의 판권 비율  
지속적 상승,  
적어도 지금의 독점  
상황 유지

이와 같은 이유로 국내에 수입되는 애니메이션 신작 중 동사가 확보하는 판권 비율은 지속적으로 상승할 것으로 기대된다. 아무리 보수적으로 추정해도 지금과 같은 독점 상황을 계속해서 유지할 수 있을 것으로 보인다. 현재 유스 애니메이션의 판권 유통 시장에 있는 유의미한 플레이어가 동사와 애니맥스이므로 시장을 요약하면 다음과 같다.

그림 2-13. 유스 애니메이션의 국내 수입 비율 및 동사의 점유율

유스애니메이션 수입 및 점유 현황	2016	2017	2018	2019	2020	2021
일본 현지 신작	208	167	182	161	136	158
<b>국내 수입 비율</b>	<b>54%</b>	<b>62%</b>	<b>58%</b>	<b>53%</b>	<b>68%</b>	<b>75%</b>
한국 수입 신작 수	112	104	105	86	92	119
<b>수입 신작 내 애니플러스 비중</b>	<b>59%</b>	<b>55%</b>	<b>53%</b>	<b>71%</b>	<b>85%</b>	<b>82%</b>
애니플러스 확보 신작 수	66	57	56	61	78	97
애니맥스 확보 신작 수	46	47	49	25	14	22

출처: ONNADA, SMIC 2팀

## 2.4. 애니플러스 별도 매출 추정

### 2.4.1. 콘텐츠 매출 추정

매출추정에 앞선 가정은 다음과 같다.

- 1) [2.2.]을 근거로 동사는 방영권 취득 비용의 증가를 OTT항 계약 단가에 충분히 반영할 수 있다.
- 2) 동사가 들어오는 모든 판권의 계약 기간은 5년으로 가정, 내용연수동안 정액법으로 상각한다.
- 3) 동사의 2022년, 2023년 방영권 취득액은 일본 애니메이션 제작사 Toei사의 해외판권 사업부의 2020-2021년 평균성장률을 따라 증가한다. 동사는 일본 애니메이션 제작사가 파는 판권을 받아오는 것이므로, 그 중 가장 규모가 큰 Toei사의 해외판권 매출액 성장과 동사의 판권 취득액의 상승을 연동하는 것은 합리적이라고 판단한다.

구체적인 추정 논리는 다음과 같다.

- 1) 영화와 채널수신료를 제외한 콘텐츠 유통 매출액을 발생시키는 영업자본은 방영권 순장부가이다.
- 2) 따라서 [ 2022년 방영권 순장부가 \* 계수R = 2022년의 콘텐츠 유통매출액 ] 이다.  
: 2020년의 R값 감소는 디즈니플러스가 판권 시장에 진입한 시기와 겹치는데, OTT들이 오리지널 콘텐츠 확보에 주력하며 라이선스 애니메이션 확보에 소홀했던 탓으로 추정된다.
- 3) 보유한 모든 방영권의 내용연수가 5년이라 가정할 때,  
2022년의 방영권 순장부가 =  
[ (2019년 취득액) \* 0.2 + (2020년 취득액) \* 0.4 + (2021년 취득액) \* 0.6 + (2022년 취득액) \* 0.8 ]

4) 2022년의 방영권취득액 = 2021년 취득액 \* 판권시장성장률 7.5%

: 앞서 서술했듯 판권시장 성장률은 Toei사의 해외판권 매출액 성장률을 따른다.

5) R값의 성장률은 2021년의 성장률에서 기하급수적으로 감소하도록 반영하였다.

: OTT의 콘텐츠 확보 경쟁은 앞으로도 분명히 이어질 것이나, 최근 대두된 OTT업체들의 수익성 악화 우려로 이전과 같은 성장세는 유지하지 못할 것이라고 판단하였다.

6) 위 과정으로 순장부가와 R값을 추정하여 콘텐츠 유통매출을 구할 수 있다.

그림 2-14. 애니플러스 개별 콘텐츠 매출 추정

(단위: 백만 원)

애니플러스 개별 콘텐츠 매출액 추정	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
영화 수입 및 배급	396	1,189	991	1,189	1,189	1,189
개봉 영화 수	2	6	5	6	6	6
수신료 수익	1,190	1,180	1,214	1,214	1,214	1,214
<b>영화, 수신료 제외 콘텐츠 유통매출(OTT 등)</b>	<b>6,787</b>	<b>7,548</b>	<b>7,035</b>	<b>14,683</b>	<b>20,325</b>	<b>25,551</b>
일본 애니메이션 판권 시장 성장률			6.3%	8.7%	7.5%	7.5%
방영권 취득액	3,079	4,987	3,980	8,444	9,077	9,758
<b>방영권 순장부가</b>	<b>5,501</b>	<b>7,185</b>	<b>7,961</b>	<b>12,479</b>	<b>14,918</b>	<b>17,427</b>
수신료 제외 콘텐츠매출/방영권 순장부가(R)	123%	105%	88%	118%	136%	147%
R값 상승률				33%	16%	8%
<b>콘텐츠 매출액</b>	<b>8,373</b>	<b>9,917</b>	<b>9,239</b>	<b>17,085</b>	<b>22,728</b>	<b>27,953</b>

출처: DART, SMIC 2팀

#### 2.4.2. 상품 매출 추정

상품의 매출은 온라인 및 오프라인 샵에서 이루어지는 굿즈 매출이다. 2021년 7월, 8월, 10월에 지방에 매장을 하나씩 늘리고 2021년 매출이 큰 폭으로 성장했다. 영업 개월 수를 연율로 환산하여 지방 매장 하나에서 나오는 평균 매출액을 산정하였다. 이후 2022년부터는 온기 반영하였고, 올해 중으로 대구에 매장을 추가 개점할 계획에 있으므로, 2023년에는 온기 반영되는 지방 매장 한 개분의 매출을 더하였다. 서울 매장과 온라인 매장의 매출은 21년까지의 값을 평균하여 기댓값을 구하고, 국내 캐릭터 시장 성장률 7.8%(한국콘텐츠진흥원, 2020)를 매년 반영하였다. 지방매장의 기대매출액에도 같게 반영했다.

그림 2-15. 애니플러스 별도 상품 매출 추정

(단위: 개, 백만 원)

애니플러스 별도 상품매출 추정	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
서울 매장 수	1	1	1	1	1	1	1	1
서울 매장 연간 기대 매출					1,352	1,458	1,571	1,694
지방 매장 연간 기대 매출						996	1,074	1,158
지방 매장 수	0	0	0	0	3	3	4	4
지방 매장 매출 합계					1,162	2,989	4,296	4,632
오프라인 매장 매출	647	1,344	1,387	1,326	2,515	4,447	5,868	6,325
온라인 매장 매출	432	663	685	654	667	719	775	836
<b>상품매출액</b>	<b>1,078</b>	<b>2,007</b>	<b>2,072</b>	<b>1,980</b>	<b>3,182</b>	<b>5,166</b>	<b>6,643</b>	<b>7,161</b>

출처: DART, SMIC 2팀

### 2.4.3. 행사 매출 추정

[2.3.2.]에서 언급한 AGF 행사에 대한 매출 추정이다. 전사 차원에서 비중이 미약하고, 구체적인 추정이 어려워 지난 두 번의 행사 매출을 flat처리하였다.

그림 2-16. 애니플러스 별도 행사 매출 추정

(단위: 백만 원)

애니플러스 개별 행사 매출	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Anime x Game Festival	-	408	206	0	22	307	307

출처: DART, SMIC 2팀

모든 사업 영역의 매출을 포함한 애니플러스의 개별 매출 추정표는 다음과 같다.

그림 2-17. 애니플러스 개별 매출 추정

(단위: 백만 원)

애니플러스 개별 매출 추정	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
콘텐츠 매출액		8,373	9,917	9,239	17,085	24,950	28,999
영화, 수신료 제외 콘텐츠 매출(OTT 등)		6,787	7,548	7,035	14,683	22,548	26,596
영화 수입 및 배급		396	1,189	991	1,189	1,189	1,189
수신료 수익	1,270	1,190	1,180	1,214	1,214	1,214	1,214
상품매출액	1,078	2,007	2,072	1,980	3,182	5,166	6,643
Anime x Game Festival		408	206	0	22	307	307
<b>애니플러스 매출 총계</b>		<b>10,788</b>	<b>12,195</b>	<b>11,219</b>	<b>20,289</b>	<b>30,424</b>	<b>35,949</b>

출처: DART, SMIC 2팀

## 2.5. 가능성이 큰 동남아 자회사

동남아에서도 비슷한  
사업 영역 중

동사는 2014년 싱가포르에 자회사 PLUS MEDIA NETWORKS ASIA PTD. LTD.(이하 PMNA)를 설립하여 해외 사업 또한 운영하고 있다. 앞서 설명한 것과 같은 사업 모델을 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 싱가포르, 베트남, 홍콩 등 동남아시아 7개 지역에서도 영위하며, 애니메이션 뿐 아니라 현지에서 인기있는 한류 콘텐츠를 공급 중이다.

### 2.5.1. 한류 전문 채널 K-PLUS

K-콘텐츠 유통이  
주력사업

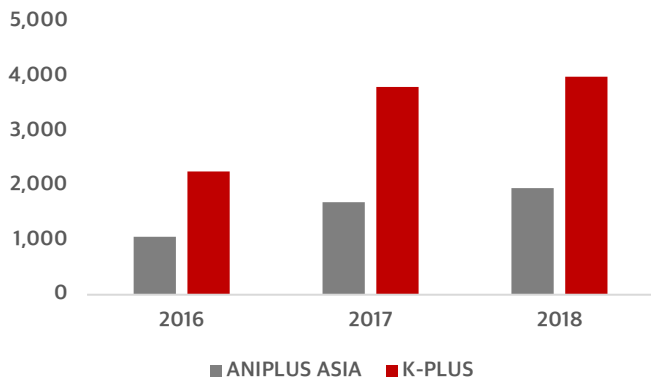
동남아 시장에서 동사의 메인 콘텐츠는 애니메이션이 아니다. 동남아에서 더욱 인기있는 한류 드라마와 예능 등이다. 동사는 동남아 시장에서 애니메이션 전문채널인 ANIPLUS ASIA와 한류콘텐츠 전문채널 K-PLUS를 운영하고 있다. 채널들을 현지 SO(System Operator, 종합유선방송사업자)들에게 공급하며 방송수신료 매출을 얻는다. 두 채널의 매출이 분류되어 나온 가장 최근의 데이터(2016년-2018년)를 살펴보면, 한류콘텐츠 채널인 K-PLUS가 더 많은 매출을 주었다.

동남아 OTT 성장에 따른  
VOD 향 매출 증가 기대

현지에서 발생하는 매출 중 방송수신료 이외에는 VOD 판매를 통한 매출이 있다. 동남아 방송시장은 아직 VOD 시장이 국내만큼 개화하지 못했다. 대신 유료방송이 활성화 되어있고, 그에 따라 방송수신료의 매출 비중이 VOD보다 훨씬 크다. 현재는 OTT들의 활발한 동남아 시장 진출로, 향후 VOD 시장이 더 커질 것으로 예측되며 자회사의 새로운 성장동력으로 작용할 것이다.

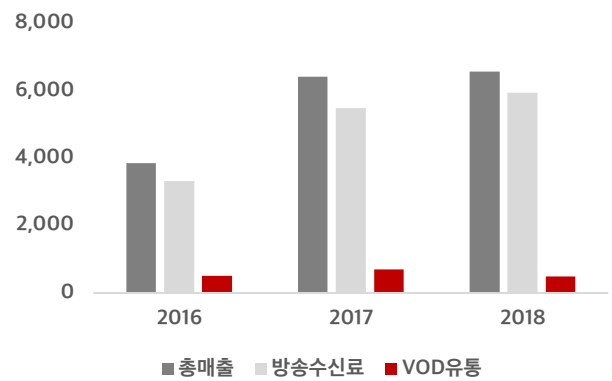
그림 2-18. 동남아 운영 채널의 수신료

(단위: SGD tho.)



출처: DART, SMIC 2팀

그림 2-19. PMNA의 전사 매출과 VOD 매출 (단위: SGD tho.)



출처: DART, SMIC 2팀

### 2.5.2. PMNA 매출 추정

안정적인 성장을 해오던 PMNA는 2019년과 2020년에 동남아 현지의 SO들이 인수 및 합병되면서 동사 채널의 공급이 끊겨 매출이 줄은 바 있다. 현재는 다시 끊겼던 유료방송에 채널을 송출하며 매출이 회복되었다. 채널수익은 이러한 현지 유료방송 시장의 불확실성에 따라 합리적 추정이 어렵다고 판단하여 최근 5개년 매출을 평균하여 추정했다.

VOD 유통 매출에 대해서는 PwC에서 2020년 발표한 태국의 VOD시장 기대 성장률을 곱하여 추정하였다. 태국은 PMNA의 매출 중 큰 비중을 차지하므로 대표성이 있다고 판단하였다.

기타 매출은 임의성이 커 2017년과 2018년, 2개년 평균치로 Flat하였다.

그림 2-20. 자회사 PMNA 매출 추정

(단위: 백만 원)

PMNA 매출	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
채널수익	4,515	4,867	3,718	3,596	5,422	4,424	4,424
VOD	577	402	392	450	517	595	684
태국 VOD 기대 성장률				15%	15%	15%	15%
매출 내 VOD 비중	11%	7%	9%	11%	9%	12%	13%
기타	15	101	58	58	58	58	58
<b>매출 총계</b>	<b>5,106</b>	<b>5,370</b>	<b>4,168</b>	<b>4,104</b>	<b>5,997</b>	<b>5,019</b>	<b>5,107</b>

출처: DART, SMIC 2팀

### 3. 떡상의 호흡 제2의 형, 순항하는 신사업

애니플러스는 애니메이션이라는 니치 마켓을 넘어 전시 기획 및 드라마 제작 사업을 확장하였다. 본업과는 상이해 보이는 분야이지만 유의미한 성과를 거두며 '21 전사 매출의 50% 가량을 차지하였다. 본 장에서는 잠재력이 큰 두 신사업의 성장성에 대해 서술하겠다.

#### 3.1. 전시제작 자회사 미디어앤아트 - 전시산업 트렌드를 주도하는 회사

##### 3.1.1. 전시의 높은 진입장벽을 낮춘 SNS와 비주얼 전시

진입장벽이 높았던 기존 전통적 전시

기존의 전통적 전시는 **진입장벽이 높은 문화활동**이었다. 미술계 거장들의 실제 작품을 권위 있는 미술관, 박물관에서 단기간 전시하는 전시가 대부분이었다. 실제로 2014년 인터파크 전시부분 1위가 모네, 고갱, 고희 등의 거장 작품을 국립중앙박물관에서 단기간 임대해 전시한 <오르세미술관전>이었다. 이와 같은 전시는 엄숙하고, 일방적인 관계에서 작품에 더욱 집중해야 했기에 일반 대중들이 쉽게 접근하기 어려운 구조였다.

미디어앤아트의 반 고희 기록전을 시작으로 전시 진입장벽 크게 낮아짐

이러한 국내 전시 산업은 2014년 말, 미디어앤아트가 주최한 미디어아트 전시 형태의 <반 고희 기록전> 이후로 크게 달라졌다. 실제 작품을 대여한 전시가 아닌, 작가의 그림을 재해석해 영상, 이미지, 소품으로 구성한 전시는 **다양한 비주얼적 요소**를 선보인 전시였다. 또한 기존의 전통적 전시에서 사진 촬영을 금지했던 점과 반대로 **다양한 포토존을 운영했다. 기존 전시와 대비해 보다 진입장벽이 낮아졌다.**

SNS 확산과 더불어 극대화되는 비주얼 전시의 확대

이 시점은 **페이스북, 인스타그램 등의 SNS가 급격하게 확산**되는 시점이었다. 관객들이 인증샷으로 경험을 기록하고 이를 SNS에 올리는 과정을 통해 전시의 **끊임없는 홍보효과**가 이어졌다. 이러한 트렌드에 맞춰, 홍보효과를 극대화하기 위하여 진입장벽을 낮춘, **인스타그램러블한(인스타에 사진을 찍어 올릴 만할)** 전시가 여럿 등장하기 시작했다. 이러한 전시는 대중성을 보다 쉽게 확보할 수 있었으며 자연스럽게 매출 확대로 이어졌다. 즉, SNS의 확대는 전시 시장에서 인스타그램러블한 **비주얼 전시의 확대**로 이어졌다.

비주얼 전시 계속해서 발전 중

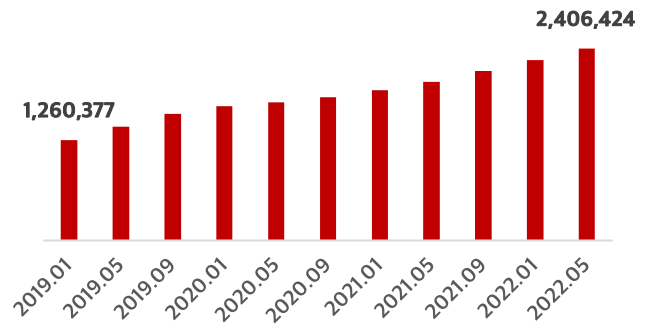
비주얼 전시는 **점차 적극적으로 포토존을 만들어 운영**하며 홍보 효과를 극대화하려 했다. 또한 화려하고 이색적인 볼거리를 제공하는 형태로 더욱 비주얼적 측면을 강조하고 있으며, 전시 구성 측면에서도 다양한 형태로 발전하고 있다.

그림 3-1. 2014년과 2021년 매출 상위 20개 전시 내 비주얼 전시 점유율 비교

순위	2014년 / 작품명	점유율	2021년 / 작품명	점유율
1	오르세미술관전	10.2%	요시고 사진전	11.9%
2	원피스 - 정상결전	8.4%	엘리스 달튼 브라운	7.0%
3	마리스칼전	5.3%	살바도르 달리전	6.0%
4	에드바르트 뭉크	5.0%	피카소 140주년	6.0%
5	스튜디오 지브리 입체조형전	4.7%	셰익스피어에서 에드 시런	3.5%
6	어둠속의 대화	4.6%	영국 테이트미술관 특별전	3.1%
7	간송문화전	4.4%	내맘속 모두의 그림책	2.9%
8	오드리 헵번	4.0%	사갈 특별전	2.6%
9	트로이카	3.6%	맥스 달튼, 영화의 순간들	2.4%
10	어둠속의 대화	3.4%	초현실주의 거장들	2.3%
11			우연히 웨스 앤더슨	2.2%
15			팀랩: 라이프	2.1%
16			비온더로드	1.9%
19	반 고흐: 10년의 기록전	1.5%		
20			무민 75주년 특별 원화전	1.4%
합계		1.5%		28.9%

출처: 인터파크

그림 3-2. '전시회' 인스타그램 게시물 태그 수 추이 (단위: 개)



출처: Hashtag Lab

### 3.1.2. 전시 제작자 입장에서 비주얼 전시의 장점

비주얼 전시는 **경제적 측면**에서 기존 전통적 전시와 대비해 뛰어난 장점을 가지고 있다. 전시 제작자 입장에서 비주얼 전시 시장의 확대는 촉진되고 있다.

높은 초기 비용이 필요한 전통적 전시

기존 전시는 거장 화가의 작품을 대여해 전시하는 방식이었다. 이는 초기 투자금으로 상당한 금액의 **작품 대여료, 보험료, 유치비가 필요**했다. 작품 대여 형식이기에 일반적으로 4개월 이내의 전시로 짧게 진행되며, 작품 대여료로만 작품 보험 평가액의 약 2~3% 가량을 지불한다. 미술품 가격이 계속해서 상승하고 있기에, 이러한 높은 투자금을 회수해 수익을 내기까지 상당한 불확실성이 존재했다. 또한 작품의 대여 과정에서 유명 미술관과의 신뢰 및 네트워크 형성에 있어 상당한 노력이 요구된다.

비주얼 전시는 유명 작가의 실제 작품을 대여해 전시하는 구조가 아니다. 크게 두 방식으로 진행된다.

저작권이 소멸된 미술계 거장 작품 활용한 비주얼 전시

첫째, 고흐, 모네 같은 미술계 거장의 작품을 이용한 전시를 기획한다. 실제 작품을 대여하는 것이 아니다. 작품들을 활용해 움직이는 영상, 이미지, 소품들을 만들어 전시를 구성한다. 이들은 사후 70년이 지났기에 **저작권이 없다**.

몸값이 낮은 아티스트들과 협업한 비주얼 전시

둘째, **소수 마니아들만 알고 있는 작가 및 몸값이 높지 않은 아티스트들과 협업**하여, 전시를 기획한다. 이들은 메이저 작가들이 아니기에, **기존 전시 대비 낮은 로열티로 협업을 진행**할 수 있다. 최근 크게 흥행한 요시고 사진전이 대표적이다. 두 방식 모두 제작사는 전시 구성에 있어서 기존 전시보다 넓고, 다양한 소품, 소재를 활용해 **관객들의 체험, 경험을 극대화**하기 위해 노력하고 있다.

낮은 투자금으로 효율적 전시, 높은 수익이 기대되는 비주얼 전시

위와 같은 방식으로 진행되기에 비주얼 전시는 **기존 전시 대비 투자금이 낮아, 보다 싸게, 효율적으로 진행**할 수 있으며 **높은 수익을 기대**할 수 있다. [3.1.1.]에서 서술한 인스타그램을 통한 비주얼 전시의 확대 요인과 제작사의 경제적 장점이 더해져 **비주얼 전시의 규모, 수가 늘**어가고 있다.

그림 3-3. 기존 전통적 전시와 비주얼 전시 비용 추정치

항목	전통 전시	비주얼 전시
작품 대여료	작품 평가액의 2~3%	없음
작품 평가액	1조~2조 규모	없음
작품 보험료	작품 평가액의 0.1%+알파 (10~20억 수준)	극히 미미
작품 배송비	개당 왕복 300만원 수준	없음
작가 로열티	주로 사후 작가로 없음	3~5억 수준
기타 비용 (유치비, 임대료, 홍보비, 전시장 시설비)	5~8억	5~8억
<b>총 투자금액</b>	<b>최소 20억~백억단위</b>	<b>8~13억</b>
일반적인 전시기간	4달 이내	4~10달
1인당 티켓가격	1~2만원	1~1.5만원

출처: SMIC 2팀

그림 3-4. 미디어엔아트 점유율 추이

(단위: %)

년도	점유율	전시 제작사 순위
2016	15.3%	1
2017	11.4%	2 (1위 픽사 특별전 17.5%)
2018	7.2%	2 (1위 BTS 특별전 17.5%)
2019	5.1%	2 (1위 디즈니 특별전 15.2%)
2020	11.4%	1
2021	17.7%	1

출처: 인터파크

### 3.1.3. 비주얼 전시 원탑 플레이어 미디어엔아트 강점

전시 제작사의 네임드와 과거 실적이 흥행의 주 포인트인 비주얼 전시

과거 전시는 어떤 아티스트의 작품인지만이 흥행에 가장 중요한 요소였고, 마케팅도 아티스트 이름값에 의존했다. 비주얼 전시의 흥행은 제작사의 전시 구성 능력, 실력에 달려있다. 어떤 작가와 어느 시점에, 어떻게 구성할지, 어떠한 효과적인 마케팅으로 관객들을 유인할지가 매우 중요하다. 제작사의 네임드, 과거 실적에 기반하여 티켓팅 파워가 이어지고 있다. 이러한 비주얼 전시 시장에서 동사는 최초의, 가장 많은 포트폴리오와 성공적인 전시 레퍼런스를 가진 최고의 탑 플레이어다. 동사의 강점은 다음과 같다.

#### 1) 높은 실력, 좋은 포트폴리오 실적 경험

국내 최초, 최대의 비주얼 전시 제작사인 동사

동사는 국내 최초의 미디어아트, 비주얼 전시인, 2014년 <반고흐 전시전> 흥행을 시작으로 <유미의 세포들>, <무민전>, <앨리스:인투 더 래빗홀>, <요시고 사진전> 등 여러 히트 비주얼 전시전을 연이어 선보이고 있다. 제작사의 레퍼런스가 중요한 시장에서, 동사의 과거 성공적인 포트폴리오는 새로운 전시의 흥행으로 끊임없이 이어지고 있다.

꾸준한 전시 성과 레퍼런스 보유

동사는 2021년까지 6년 연속 국내 전시 관람객 동원 상위 2위 내 성과를 이끄는 국내 유일한 전시 제작사다. 2017~2019년 2위, 2016년, 2020~2021년 1위를 기록했으며, 올해 역시 높은 점유율을 보이고 있다. 또한, 최근 MZ 세대의 관심 지표로 절대적인 인스타 태그 수에서 타 전시회를 압도한다.

#### 2) 전시 전문 공간으로 브랜딩한 미디어엔아트의 그라운드시소

전문 전시 공간 브랜드로 브랜딩되는 그라운드시소

동사는 2020년부터 성수, 서촌, 명동 세 곳에 전문 전시장 그라운드시소를 만들고 운영 중에 있다. 그라운드시소는 다양한 체험이 가능한, 사진 찍기 좋은 장소로 앞서 서술한 현재의 트렌드와 가장 잘 맞는 공간이다. 이로써, 그라운드시소는 하나의 전문 전시 공간 브랜드로 브랜딩되고 있다.

주변 공간과 시너지 극대화되는 위치에 존재한 그라운드시소

그라운드시소는 주변 공간과의 시너지가 극대화되는 위치에 있다. 최근 5년전부터 MZ 사이에서 핫한 데이트 코스인 성수, 서촌에서 예쁘고 트렌디한 볼거리라는 신선한 콘텐츠의 결합은 주변 상권과 절묘한 공생 효과를 불러일으킨다. 관람객은 주변 공간과 전시를 동시에 향유하고자 하며, 이는 관람객 증가에 큰 원동력이 되고 있다.

장기 임대료 낮은 임대료 및 불확실한 리스크 제거

동사는 그라운드시소를 장기 임대 계약 형태로 이용하고 있다. 장기 임대를 통해 낮은 임대비와 장기간 전시가 가능하게 되었다. 계약 장소와 관련되어, 불확실한 리스크를 제거함으로써 전시 하나당 최소 반년 이상의 운영이 안정적으로 가능하게 했다.

### 3) 안정적인 자금 조달 방법을 가진 미디어엔아트

성공적인 펀딩은 동사의 실적, 레퍼런스 반영을 의미

동사는 펀더풀이라는 콘텐츠 투자 플랫폼에서 전시회 자금을 조달 받은 이력이 있다. 제작비의 절반 가량을 목표액으로 잡았음에도 이를 초과하는 투자금을 모집할 수 있었다. 성공적으로 자금을 조달 받은 동사에 반해 타 펀딩들은 제작비의 2~30% 수준의 자금 모집을 설정하는 등 매우 낮은 목표를 설정하는 경우가 많다. 그럼에도 자금이 미달되어 펀딩에 실패하는 경우가 여럿 존재했다. 성공적인 펀딩 결과는 관람객의 꾸준한 상승 지표와 더불어, 동사의 실력과 레퍼런스가 꾸준히 고객들에게 반영되고 기대하게 만듦을 의미한다.

리스크 헷지와 수익 배분에 있어 동사 친화적인 펀딩 구조

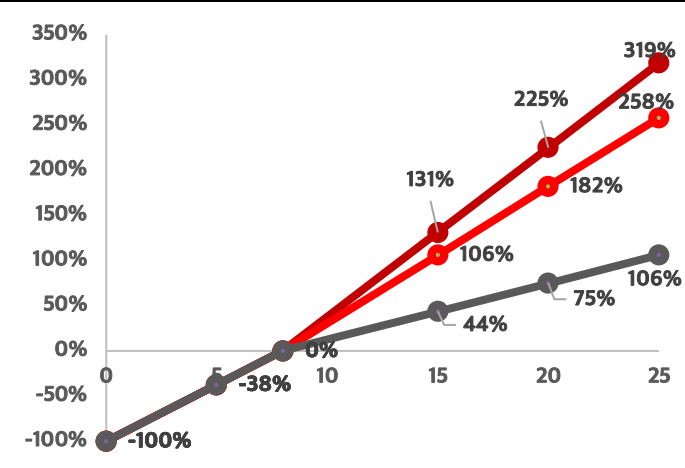
또한 펀딩은 자금 조달 및 리스크 헷지에 있어서 매우 효과적이다. 펀딩은 BEP 전까진 손실 투자금액에 맞춰서 배분하며, 수익 구간에서는 수익자 이익의 절반을 가져가는 구조를 갖고 있다. 투자액의 절반을 펀드로 조달할 경우, 수익 구간에서 최대 약 300% 레버리지 효과 및 높은 ROI를 기대할 수 있다.

<요시고 사진전> 예시를 바탕으로 펀딩 수익 배분 구조를 설명하면 그림 3-5와 같다. 총 제작비 10억, BEP 8만명 기준으로, 투자자 펀딩을 50%, 30% 받았을 때의 동사, 투자자 수익 그래프다. 위에서 순서대로, 50% 펀딩 받았을 때의 동사 수익 / 30% 펀딩 받았을 때의 동사 수익 / 어떤 경우에서든지 일정한 투자자 수익이다.

동사에게 있어 효과적인 펀딩은 매우 필수적

반년간 진행되는 전시회 당, 제작비로 약 10억~13억원이 필요하다. 동사의 2021년 말 현금 및 현금성 자산이 2021년 40억 수준임을 고려하면, 펀딩 및 PF 등의 자금 조달을 통한 투자금 확보는 매우 필수적이다. 적은 자본금 규모에도 동사는 다양한 펀딩으로 동시에 여러 전시회를 진행할 수 있게 되었다. 최근에는 전시의 연속적인 흥행으로 제작사 파워가 높아지고, 현금 흐름이 개선된 동사기에 외부 자금 조달 규모를 줄이려는 추세다. 하지만 언제든지 리스크 헷지가 필요하다면 본 펀딩을 사용할 여지가 남아있다.

그림 3-5. 펀딩 수익 배분 구조 - 동사와 투자자 수익률 비교  
(단위: 만 명, %)



출처: SMIC 2팀

그림 3-6. 동사 작품 펀딩 결과 분석

전시명	투자금 모집 기간	전시회 예산 규모	모집 금액	실제 모집 금액
요시고 전시전	21.06.09-21.06.22	1,000	400~500	596(119% 모집)
우연히 웨스 앤더슨	21.10.15-21.10.25	1,300	400~500	690(138% 모집)
유미의 세포들 부산전	21.11.10-21.11.23	780	200~250	262(105% 모집)

출처: 펀더풀

그림 3-7. 동사 작품 펀딩 결과 분석

(단위: 백만 원)

전시명	투자금 모집 기간	전시회 예산 규모	모집 금액	실제 모집 금액	실제 모집 금액 / 최대 모집 금액
요시고 전시전	2021.06.09-2021.06.22	1,000	400~500	596	119%
우연히 웨스 앤더슨	2021.10.15-2021.10.25	1,300	400~500	690	138%
유미의 세포들 부산전	2021.11.10-2021.11.23	780	200~250	262	105%

출처: 펀더풀

### 3.1.4. Why now? 미디어엔아트에겐 꽃길만 남았기 때문

#### 1) 거리두기, 인원제한 종료

거리두기 정책으로 무역 협회 추정 최대 57% 손해를 본 전시회  
-> 거리두기 해제로 상방 열린다

코로나 방역기간 동안 전시회는 거리두기 정책으로 큰 피해를 입었다. 6~8㎡ 당 1명으로 전시회 참관인원을 제한하거나, 6시 이후 2~4인 입장만 가능하거나, 방역패스가 있어야만 전시회에 참가할 수 있었다. 특히 전시장 면적에 비례한 인원 제한으로 인해 관객 수 제한의 피해가 컸다. 더 많은 관람객이 올 수 있음에도 시간대별 예매 인원 제한을 둘 수밖에 없었다. 동사 전시의 경우, 한 섹션에 5팀 정도만 입장을 제한했고, 관람객이 몰리는 주말에는 현장 웨이팅이 4시간에 달하기도 했다. 무역협회는 이와 같은 인원 제한으로 전시회의 관람객이 약 40~57% 이상 줄 것으로 추정했다. 올해 3월부터 거리두기, 인원 제한이 해제되었기에 동사 전시 관람객 증가가 기대된다.

#### 2) 해외 전시 재개 - 중국, 홍콩, 대만 등

내년부터 해외 전시 재개할 것

동사는 2016년부터 코로나 이전인 2019년까지 중국, 대만, 홍콩 내 약 10개 도시에서 전시를 주최한 이력이 있다. 해외 도시에 전시 IP를 기간에 비례해 판매하는 형식으로 매출을 발생시켰다. 해외 5개 도시에서 전시를 진행한 2018년의 경우, 약 30억의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 코로나 규제가 줄어들 내년부터 기존 도시들 외, 일본향으로도 전시를 수출할 계획이 있다.

3) 그라운드시소 지점 올해 하반기 확대 계획.

올해 중 그라운드시소 1개 지점 확대 계획

동사는 전문 전시장 그라운드시소를 **올해 중으로** 서울 외 도시 또는 해외 도시에 **1개 지점 확대를 계획**하고 있다. 그라운드시소 브랜드와 동사의 레퍼런스를 바탕으로 새 지점에서도 꾸준한 실적을 보일 것으로 기대된다.

그림 3-8. 전시회 거리두기 수칙 (2021.07.01~2021.10.31)

거리두기 단계	전시회 규제	동사 방침
1단계	4m <sup>2</sup> 당 1명	3~5팀 한 섹션으로 5~10분 간격으로 입장
2단계	6m <sup>2</sup> 당 1명	
3단계	상주인력 2인 제한 및	
4단계	사전예약제	

출처: SMIC 2팀

그림 3-9. 해외 전시 개최 이력

년도	수출 전시명	도시
2016	신인상모네	상해, 심천, 광저우, 중경, 항저우
2017	-	-
2018	앨리스: 인투 더 래빗 홀	북경, 항주, 홍콩, 상해, 심양
2019	앨리스: 인투 더 래빗 홀	대만, 우한

출처: 미디어앤아트

3.15. 매출 추정

2021년 매출을 그라운드시소 3 개점 1년 가동한 매출로 판단

3.1.4.에서 서술한 매출 상승 포인트를 바탕으로 매출 추정을 진행했다. 2021년 동사는 3개의 그라운드시소 지점을 중점적으로 운영하며 수익을 창출했다. 그라운드시소 명동점이 6월부터 시작했으나, 유미의 세포 부산 전시 등 그라운드시소 외 타 전시들을 전부 고려해, 2021년 매출이 3개 지점의 1년 영업의 합이라고 판단했다.

거리두기 해제로 전시 1개당 매출 20% 상승 기대

1) 거리두기 해제의 영향으로 **전시 1개당 매출이 보수적으로 20% 상승**할 것으로 기대된다. 무역협회가 예측한 거리두기 시행으로 40~57%의 매출 감소가 이어진 case를 가정하면, 다시 정상화될 2022년에는 약 67%~232%의 매출 증가가 이어질 것이다. 또한 3월 1일 백신 패스 폐지 및 4월 18일 거리두기 해제로 옥션, 티몬, 11번가 등 오프마켓에서 동기간 2배~6배 이상의 판매액을 보이고 있다. 이러한 점들을 고려하면 충분히 보수적인 추정이다.

그라운드시소 지점 확대 및 해외 전시 정상화 매출 반영

2) 올해 하반기 **그라운드시소 지점 1개 확장**을 반영했다. 이에 2022년엔 국내 전시 기간이 2021년 대비 7/6배, 2022년에는 8/6배 늘어날 것이다.

3) 내년부터 **해외 전시가 정상화**될 예정이다. 기존 도시들 외에 일본 및 타 국가에서의 전시 수출을 확대할 예정이다. 보수적으로 2018년 해외 5개 도시에서 전시를 진행했을 때 매출 추정치인 30억을 2023년에 추가했다.

2022년 매출액 = 2021년 매출액 X 1.2 (거리두기 해제로 인한 증가) X 7/6 (그라운드시소 지점 확대)

2023년 매출액 = 2022년 매출액 X 8/7 (그라운드시소 4개 지점 정상 영업) X 1.05 (전시 시장 성장률과 물가상승률 보수적 고려) + 30억 (해외 전시 정상화)

그림 3-10. 전시 사업부 - 미디어엔아트 매출 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,265	2,936	1,304	7,278	10,189	15,227
YoY		-31.2%	-55.6%	458.2%	40.0%	49.4%

출처: SMIC 2팀

### 3.2. 드라마 제작 자회사 위매드 - <옷소매 붉은 끝동>으로 보여준 신생 제작사 파워

드라마 제작사 인수,  
1년차부터 흥행 성공

2020년 2월 28일 동사는 위매드의 지분 100%를 약 10억원에 취득하였다. 위매드는 2019년 설립된 드라마 제작사로, 2020년부터 드라마 제작을 시작하여 21년부터 두 편의 작품을 만들어냈다. 그 중 21년 4분기에 방영한 <옷소매 붉은 끝동>은 시청률 17.4%의 흥행을 거두어 신생 드라마 제작사의 가능성을 보여주었다.

그림 3-11. 21년도 위매드 제작 드라마

(단위: 백만 원)

그림 3-12. 21년도 위매드 제작 드라마 포스터

구분	러브씬넘버#	옷소매 붉은 끝동
채널	wavve, MBC	MBC
방영기간	2021.02.01. 오픈	2021.11.12. ~2022.01.01.
시청률	1.1%	17.4%
회차	8부작	17부작
유형	IP 위탁 (OTT향)	IP 위탁 (지상파향)
매출	1,670	14,397
제작비	1,639	12,983
리콥율	101.9%	110.9%

\* &lt;옷소매 붉은 끝동&gt;의 매출과 제작비는 15화까지 인식



출처: 동사 홈페이지, SMIC 2팀

출처: 동사 홈페이지, SMIC 2팀

#### 3.2.1. 드라마 제작사의 수익 구조 유형

드라마 제작 수익 구조  
← 제작비 & 리콥율

드라마 제작사가 받는 수익은 드라마가 방영되기 이전에 결정된다. 드라마 제작으로 인한 수익에 영향을 주는 요소는 투입된 제작비와 사전에 결정된 리콥율이다. 이를 유형화하면 다음과 같다.

IP, 판권 모두 위탁하는  
유형 (지상파향)

① 국내 방송사 한 곳으로부터 제작비를 70~80% 지원받으면서 IP와 판권을 모두 위탁하는 유형이다. 이 경우 리콥율은 100~110%으로, 제작비를 지원받는다 점에서 리스크가 적다는 장점이 있지만 기대 수익이 낮고 리콥율을 채우기 위해 PPL 등을 할 가능성이 높다는 단점을 가지고 있다. OTT 시장이 등장하기 전 기존 드라마들은 거의 이 모델을 따르고 있었다.

IP, 판권 모두 위탁하는  
유형 (OTT 향)

② OTT로부터 제작비를 높게 지원받으면서 IP와 판권을 모두 위탁하는 유형이다. 이 경우 리콥율은 115~125%이며, 1)의 장점을 가져가면서 기대 수익은 더 높다는 장점을 가지고 있다. 하지만 여전히 IP를 가지고 있지 못하다는 것은 단점으로 작용한다. '넷플릭스 오리지널', '티빙 오리지널' 등이 이에 해당한다.

IP 보유 유형 ③ IP는 보유하고 여러 채널에 판권만 위탁하는 유형이고, 드라마가 성공할 경우 리콥율은 120~160%이다. 기대 수익이 가장 높지만 제작비에 직접 투자를 해야 해서 BEP를 넘지 못하면 그대로 손실로 이어진다는 단점이 있다.

장기적 관점 : IP 보유할 것 21년도에 방영된 두 드라마는 모두 IP와 판권을 위탁하는 1번 또는 2번 유형이다. 장기적으로 볼 때는 동사 또한 IP를 통해 추가 수익을 누릴 수 있는 3번 유형을 채택할 것이다. 다른 드라마 제작사처럼 자본금이 쌓이고, 드라마 제작 편수가 늘어나면 3번 유형을 통해 높은 이익을 얻을 확률이 늘어나기 때문이다. 드라마 제작을 통해 고유 IP를 가지게 되면 동사의 다른 사업 부문인 전시나 동남아향 채널 K-Plus와도 큰 시너지 효과를 낼 것으로 기대된다.

IP 보유 리스크 존재  
→ 당분간 안정적 수익 모델 채택 그러나, 아직 드라마 제작 2년차인 동사는 최대한 리스크를 줄일 필요가 있었다. 그래서 1번 유형 또는 2번 유형을 따르는 것이다.

### 3.2.2 위매드 매출 및 영업이익 추정

#### 1) 제작 작품 수 추정

동사는 2022년도에 3편의 드라마를 방영한다고 밝혔다. 작년 2편에서 1편 늘어난 양이다. 본 보고서에서는 지상파나 OTT 서비스에 방영되는 동사의 드라마 작품 수를 23년도 4편으로 추정하였다.

드라마를 방영하기 쉽지 않은 구조  
→ 보수적으로 1편씩 증가한다고 추정 근거는 드라마 제작사들이 제작한 드라마를 방영하기 쉽지 않은 구조에 있다. 드라마 한 편을 방영하기 위해서는 대개 4화까지의 시나리오를 보고 내부 회의를 해서 통과가 되면 편성을 받게 된다. 편성을 받더라도 계약 당시 편성 의무가 없다면 중간에 무산될 수도 있다. 동사의 경우도 2022년 이후 방영을 목표로 제작하고 있는 드라마는 10편이지만, 위의 상황을 최대한 보수적으로 고려하여 방영되는 작품이 2021년에서 2022년으로 1편 늘어난 것처럼 1편씩 늘어난다고 추정하였다.

#### 2) 작품당 매출액 추정

대형 드라마 제작을 주로 맡을 것  
→ 작품당 매출액 ↑ 작품당 매출액은 드라마의 규모에 따라 편차가 크다. 8부작 웹드라마인 <러브씬넘버#>와 17부작 지상파 금토드라마 <웃소매 붉은 끝동>의 매출은 거의 10배 가까이 차이가 난다. 본 보고서에서는 동사가 향후 <웃소매 붉은 끝동>과 같은 대형 드라마의 제작을 주로 맡을 것으로 전망한다. 제작비가 100억원 이상 투입되는 대형 드라마일수록 드라마 제작사의 능력은 중요할 수밖에 없다. 동사는 드라마 제작 1년차부터 대형 드라마 제작을 맡았고, 흥행 또한 성공시켰으므로 동사가 대형 드라마를 제작할 가능성이 충분하다고 판단하였다. 이에 제작 작품 수 증가에 비례하여 대형 드라마 제작이 증가한다고 보아 작품당 평균 매출액 또한 증가한다고 추정하였다.

#### 3) 평균 리콥율 추정

OTT 향 제작 & 제작 능력 인정  
→ 리콥율 ↑ 평균 리콥율은 동사의 드라마가 점차 지상파에 의존하지 않고 OTT향으로 제작될 것이고, 제

작 능력에 대해 인정을 받을 것으로 전망하고 추정하였다. 당장 언론에 보도된 2022년 방영 예정 드라마 <가슴이 뚫다>만하더라도 OTT향으로 제작되고 있다. 3.2.1에서 언급했듯이, 방송국향에서 OTT향으로 변화할 때 리쿠피율은 100~110%에서 115~125%로 올라간다.

드라마 제작 1년차부터 작품을 흥행시킨 점이 좋은 레퍼런스가 된 점은 리쿠피율 상승 요인이다. <옷소매 붉은 끝동>은 MBC에서 6년만에 시청률 15%를 넘긴 드라마이며, 일본, 대만, 몽골, 베트남, 싱가포르 등 20여개국에 선판매 수익으로 제작비를 상당 부분 회수하는데 성공했다. 이는 동사의 드라마 제작 역량에 신뢰를 가지게 하는 요소이다. 따라서 제작비 협상에 있어 우위를 점할 것으로 기대되기 때문에 23년까지 꾸준히 리쿠피율이 5%씩 상승한다고 보았다. 향후 IP를 보유하는 드라마를 제작할 유인도 충분히 있다는 점도 고려하면, 이는 무리한 추정이 아니다.

### 3) 종합

최종적으로 위매드의 매출 및 영업이익을 추정하면 다음과 같다.

그림 3-13. 시장 규모 및 내수 매출 추정 종합

(단위: 백만 원)	2021	2022E	2023E
작품 수 (개)	2	3	4
작품당 매출액	8,033	11,434	12,654
작품당 매출원가	7,311	9,951	10,554
평균 리쿠피율 (%)	109.9%	114.9%	119.9%
<b>매출액</b>	<b>16,066</b>	<b>34,301</b>	<b>50,616</b>
매출원가	14,622	29,853	42,216
판매비와 관리비	373	560	746
<b>영업이익</b>	<b>1,071</b>	<b>3,888</b>	<b>7,655</b>

출처: SMIC 2팀

## 4. Valuation - SOTP by EV/EBITDA

### 4.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서에서는 애니플러스의 목표주가 산정에 **SOTP Method**를 사용한다. 동사는 애니메이션 배급, 전시회 기획, 드라마 제작 등의 사업을 영위하며 각 사업부의 성격은 상이하며 모든 사업부의 매출액이 유의미하다. 따라서 전사 차원의 이익에서 일정한 Multiple을 곱하는 방식의 Valuation Method는 팔색조와 같은 동사의 매력을 제대로 반영하지 못한다고 판단한다. 이에 **각 사업부에 다른 Multiple**을 적용, 지분율을 반영하여 더하는 방식의 SOTP Method를 적용한다.

각 사업부의 영업가치를 산출하기 위해서는 영업가치를 반영하는 **EV/EBITDA Multiple**을 사용한다. 추정의 민감도가 높은 DCF나 RIM과 같은 절대가치평가법은 동사의 특성에 부합하지 않으며 PER, PSR과 같은 상대가치평가법은 영업가치의 개별 산출이 어렵다고 판단하였기 때문이다.

### 4.2. 애니플러스 별도 영업가치 산출

#### 4.2.1. EBITDA 추정

애니플러스 별도 EBITDA 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>11,071</b>	<b>12,195</b>	<b>11,219</b>	<b>20,289</b>	<b>28,201</b>	<b>34,903</b>
YoY(%)		10.15%	-8.01%	80.84%	39.00%	23.77%
<b>매출원가 계정</b>	<b>4,197</b>	<b>3,950</b>	<b>3,206</b>	<b>4,700</b>	<b>6,069</b>	<b>7,186</b>
상품매출원가	1,584	602	1,176	2,237	2,873	3,556
인건비	236	288	288	695	739	915
고정비성 비용	2,377	3,060	1,742	1,769	2,456	2,715
외주용역비	569	535	578	175	739	915
판권료	43	167	134	117	117	117
지급수수료	862	1,081	625	82	162	201
제작인건비	151	152	158	0	0	0
소모품비	270	107	99	331	342	352
기타	483	1,018	147	1,064	1,097	1,131
<b>판매비와관리비 계정</b>	<b>2,664</b>	<b>3,070</b>	<b>5,959</b>	<b>4,026</b>	<b>3,900</b>	<b>4,263</b>
인건비 등	1,857	1,972	2,305	2,329	2,512	2,709
변동비성 비용	133	484	360	312	699	865
지급수수료	133	484	360	312	699	865
고정비성 비용	674	614	428	603	689	689
건물관리비	88	91	56	223	223	223
보험료	90	112	108	132	110	110
기타	496	411	265	248	355	355
대손상각비	0	0	2,866	782	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>4,211</b>	<b>5,175</b>	<b>2,054</b>	<b>11,563</b>	<b>18,232</b>	<b>23,454</b>
EBITDA/Sales(%)	38.0%	42.4%	18.3%	57.0%	64.7%	67.2%

> '19-'21의 세부 항목은 실제값을 추정치로 안분

### 1) 매출 추정

매출 추정의 논리는 앞선 투자포인트에서 서술했다.

### 2) 매출원가 계정 추정

매출원가 계정에서는 상품매출원가와 인건비를 변동비로 판단, 매출과 연동하였다. 인건비의 본질은 고정비성 성격이 강하지만 보수적인 관점에서 변동비로 분류하였다. 고정비성 비용은 원가구조 개선, 계정 분류 변경 등이 적용되어 그 경향성이 소실된 지급수수료와 제작인건비는 2021년을 기준, 나머지는 4개년 평균 발생액을 기준으로 물가상승률을 반영하여 추정하였다.

### 3) 판매비와관리비 계정 추정

판매비와관리비에서의 인건비는 매출과 연동되지 않으며 매년 꾸준히 증가하는 경향을 보인다. 이에 4개년 평균 상승률을 반영한다. 지급수수료는 변동비성 비용으로 분류됨이 타당하며 고정비성 비용에는 물가상승률을 반영, 비경상적이었던 대손상각비는 발생하지 않는다고 추정하였다.

## 4.2.2. Target Multiple 선정 논리

국내 상장사 중 동사와 같은 유형의 사업을 영위하는 상장사로는 SBS콘텐츠허브가 있다. SBS콘텐츠허브는 방송프로그램의 유통을 담당하는 SBS의 자회사로 OTT, VOD, 해외 방송사 등으로 납품한다. 동사의 사업 모형과 가장 유사하다고 볼 수 있다.

검증을 위하여 비슷한 사업을 영위하는 회사로서 CJ ENM이 있지만 매출 비중이 너무나 상이하며 상장된 자회사가 다수 존재하여 반영하지 않는다. SBS콘텐츠허브의 EV/EBITDA Multiple은 3.4x이며 CJ ENM의 EV/EBITDA Multiple은 4.17x이다. SBS콘텐츠허브의 거래량이 아주 작다는 점과 CJ ENM은 지배구조상 IP를 보유한 회사임을 감안하면 Fair Value에 가까운 Multiple이라고 판단한다.

하지만 SBS콘텐츠허브는 급성장하는 일본 애니메이션의 기대감을 전혀 반영하지 않는다. 이에 본질적으로는 같은 사업을 영위하면서 애니메이션 익스포저가 다른 두 기업을 비교하여 Multiple에 반영한다. 일본에는 Toei와 Toho, Shochiku, 총 세 곳의 메이저 영화 및 TV프로그램 제작/배급/유통사가 있다. 이 중 Toei와 Toho는 애니메이션 제작을 담당하는 자회사를 두는 등 애니메이션에 많은 자원을 투입하였다. 반면 Shochiku는 많은 리스크가 동반되며 당시 낮은 산업으로 취급받던 애니메이션에 별다른 자원을 투입하지 않고 배급과 유통 정도만 담당하였다.

하지만 <진격의 거인>, <귀멸의 칼날> 등이 엄청난 히트를 기록하며 일본 애니메이션의 가치가 주목받기 시작하며 애니메이션 익스포저가 적었던 Shochiku는 '20.03-'21.02 회계연도에 적자를 기록하며 현재까지 TTM으로 적자를 지속해오고 있다. 이에 애니메이션 노출도가 가장 높은 Toei Animation과 Shochiku의 여러가지의 가격 지표를 살펴본다 애니메이션의 가치를 간접적으로 도출한다.

이익이 나지 않는 기업 간의 상대가치 평가를 할 때는 PSR, PBR 등을 고려할 수 있다. 추가적으로, 매출총이익 대비 시가총액 지표를 PGR이라 명명하고 이 또한 고려한다. 도출된 평균적인 배수는 2.2배이다. 따라서 이를 SBS콘텐츠허브의 EV/EBITDA Multiple에 곱하여 Target Multiple 7.5x를 제시한다.

회사명	EV/EBITDA		
SBS콘텐츠허브	3.4x		
(단위: JPY)	PSR	PBR	PGR
Toei Animation Co.,Ltd. (4816.T)	7.2x	4.4x	15.4x
Shochiku Co., Ltd. (9601.T)	2.7x	2.3x	7.6x
배수	2.6배	1.9배	2.0배
평균 배수	2.2배		
Target Multiple	7.5x		

### 4.3. 전시 기획 부문 영업가치 산출 - 미디어엔아트

#### 4.3.1. EBITDA 추정

미디어엔아트 EBITDA 추정								
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,553	3,488	4,265	2,936	1,304	7,278	10,189	15,227
YoY(%)		-23.40%	22.27%	-31.16%	-55.59%	458.20%	40.00%	49.44%
매출원가 계정	3,833	2,586	2,401	1,981	1,171	2,817	3,719	5,131
상품매출원가	36	314	370	259	115	643	900	1,345
인건비	102	136	148	94	42	234	327	489
변동비성 비용	2,273	386	1,234	588	203	1,130	1,583	2,365
지급수수료	474	119	143	99	44	246	345	515
기타	1,799	267	1,092	488	158	884	1,238	1,850
고정비성 비용	1,422	1,750	649	1,040	812	811	910	932
여비교통비	56	36	5	33	25	21	27	28
접대비	4	3	0	2	2	2	2	2
통신비	2	3	1	2	2	1	2	2
가스수도료	1	2	0	1	1	1	1	1
전력비	12	34	8	18	20	16	19	19
지급임차료	300	288	128	0	0	0	0	0
수선비	1	1	1	1	1	1	1	1
보험료	9	10	7	9	9	9	9	9
차량유지비	3	3	0	2	2	1	2	2
경상연구개발비	0	5	0	2	2	1	2	2
운반비	9	6	2	6	5	4	5	5
도서인쇄비	48	42	17	36	32	29	33	34
소모품비	75	86	60	74	74	71	75	77
외주용역비	207	128	115	151	132	136	143	147
광고비	234	182	70	163	117	119	136	140
마케팅	58	26	0	28	18	16	21	22
용역료	245	120	108	158	129	135	144	148
기타	161	772	126	355	242	247	288	295
판매비와관리비 계정	383	609	715	908	983	1,109	1,174	1,253
인건비 등	174	436	556	709	800	851	877	890
고정비성 비용	152	174	160	162	166	167	169	172
용역료	19	10	13	14	12	13	13	13
여비교통비	13	19	19	17	18	19	18	19
접대비	11	4	4	6	5	5	6	5
통신비	4	4	4	4	4	4	4	4
수도광열비	2	1	1	1	1	1	1	1
지급임차료	51	85	55	64	68	64	67	68
수선비	0	0	2	1	1	1	1	1
보험료	2	9	10	7	9	9	9	9
차량유지비	2	2	2	2	2	2	2	2
운반비	0	0	1	0	0	1	1	1
교육훈련비	0	0	0	0	0	0	0	0
도서인쇄비	1	1	1	1	1	1	1	1
소모품비	2	5	11	6	7	8	7	8
지급수수료	36	23	24	28	25	26	27	27
광고선전비	0	0	0	0	0	0	0	0
건물관리비	11	10	13	11	11	12	12	12
대손상각비	57	0	0	37	16	91	128	191
EBITDA	337	293	1,148	47	(850)	3,352	5,296	8,843
EBITDA/Sales(%)	7.4%	8.4%	26.9%	1.6%	-65.2%	46.1%	52.0%	58.1%

> '19-'21의 세부 항목은 실제값을 추정치로 안본

### 1) 매출 추정

매출 추정의 논리는 앞선 투자포인트에서 서술했다.

### 2) 매출원가 계정 추정

미디어엔아트는 외감대상법인이 아니며 애니플러스 또한 비용을 분리하여 공시하고 있지 않다. 이에 세부적인 발생액을 따로 취득할 수 없다. 이에 2020년 스펙 상장 당시 투자설명서의 자료를 이용하여 추정, 2021년의 자료를 바탕으로 검증하였다.

먼저 상품매출원가는 변동비임이 타당하여 매출과 연동하여 추정하였다. 인건비는 고정비성 성격이 강하지만 동사가 기획력을 증대시키고 있음을 고려 매출과 연동되는 변동비로 추정하였다. 나머지 지급수수료와 다양하게 발생하는 기타 매출원가 또한 변동비로 추정하였으며 고정비 항목들은 물가상승률을 반영하여 추정하였다.

### 3) 판매비와관리비 계정 추정

인건비는 2018년까지 급속하게 증대되었으며 경영성과 등으로 미루어 보았을 때 이 시점부터 관리부서의 안정화가 진행된 것으로 판단된다. 이에 2019년부터 완속 성장함을 가정하여 추정하였다. 고정비 항목은 역시 물가 상승률을 반영하였으며 대손상각비는 매출과 연동하여 추정하였다.

## 4.3.2. Target Multiple 선정 논리

전 세계 어디를 찾아보아도 단독으로 전시 기획 사업을 영위하는 상장사는 존재하지 않는다. 따라서 현재 증시에서의 Peer를 찾는 것은 불가능하며 가장 비슷한 상황이라고 판단되는 **2015년 시점의 에스엠**을 Peer로 제시한다. 그 근거는 다음과 같다.

첫째, 미디어엔아트와 **BM의 유사성**이다. 전시 제작사와 엔터사는 모두 **자체 IP를 기획, 운영, 마케팅을 통해 수익을 낸다. 전시 제작사의 IP는 전시 상품이며, 엔터사는 아이돌이다.** 미디어엔아트는 전시 기획력을 바탕으로 2014년부터 연이어 히트 비주얼 전시를 선보이고 있다. [3.1.]에서 서술했듯, 비주얼 전시는 전시 제작사의 능력, **레퍼런스가 가장 중요한** 시장이며, 에스엠 역시 검증된 레퍼런스를 갖고, EXO, 소녀시대 등의 라인업을 통해 꾸준한 실적을 기록하고 있었다.

또한 매 반기별 전시, 컴백마다 전시 기획력, 관객 동원능력을 평가를 받는 점이 유사하다. IP 제작 수 측면에서 **매년 6개 이상의 새로운 IP를 만드는 전시 제작사가 유리하며, 다양한 활용의 측면에서는 엔터사가 유리하다.**

둘째, 시기, 시장 모멘텀의 유사성이다. 미디어엔아트는 현재 두 개의 주가 상승 모멘텀이 존재한다. 리오프닝과 그라운드 시소 지점 확대를 통한 국내 시장 성장 모멘텀, 그리고, 코로나 사태 종료 시 이어질 중국, 일본 등 해외 도시 전시 수출 모멘텀이다. 에스엠은 2015년 말 당시 국내 시장의 포화로 근 2년간 YoY 9% 성장만을 기록하며, **중국 진출만을 모멘텀**으로 가지고 있었다. 국내 시장의 성장 여력이 더 크게 남아 있는 미디어엔아트가 에스엠 대비 좋은 모멘텀을 가졌다.

이러한 점들을 고려하여, 당시 에스엠의 멀티플을 할증이나 할인 없이 미디어엔아트에 대입하는 것은 타당한 추정이라 판단했다. 2015년 에스엠의 EV/EBITDA Multiple은 14.6x이다. 여기에 시점 차이에 따른 시장 Multiple 차이를 보정할 것이다. 2015년 12월 30일 코스닥 전체 PER은 41.8x이고, 2022년 5월 6일 코스닥 전체 PER은 27.9x이다. 이에 9.4x를 미디어엔아트의 EV/EBITDA 멀티플로 제시한다.

에스엠 15F EV/EBITDA	14.1x
15 KOSDAQ 전체 PER	41.8x
22 KOSDAQ 전체 PER	27.9x
Target Multiple	9.4x

#### 4.4. 드라마 제작 부문 영업가치 산출 - 위매드

##### 4.4.1. EBITDA 추정

위매드 EBITDA 추정				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	0	16,066	34,301	50,616
YoY(%)	-	-	113.50%	47.56%
매출원가	0	14,622	29,853	42,216
매출총이익	0	1,444	4,448	8,400
GPM(%)	-	9.0%	13.0%	16.6%
판매비와관리비	369	373	560	746
영업이익	(369)	1,071	3,888	7,654
OPM(%)	-	6.7%	11.3%	15.1%

스펙 합병 당시에도 위매드는 동사 연결실체에 포함되지 않았다. 이에 세부적인 비용 항목을 추정하는 것은 불가능하다 판단, 상술한 투자포인트의 추정을 적용한다. 보수적인 관점에서 EBITDA에 멀티플을 적용하는 것이 아닌 EBIT에 멀티플을 적용한다. 일반적인 드라마 제작사의 매출액 대비 감가상각비/무형자산상각비 비중이 5% 이내라는 점에서 EBIT과 EBITDA 간의 유의미한 차이가 발생하지 않을 것이라 판단하였다.

##### 4.4.2. Target Multiple 선정 논리

드라마 제작사는 OTT의 성장으로 가장 먼저 주목을 받은 섹터이다. 하지만 작년 기대와는 달리 일부 중소형 드라마 제작사들은 적자를 내는 등 부진한 실적을 보여주었다. 이에 2021년 실적이 안정적인 것, 캡티브 채널을 보유하지 않을 것, IP 보유 드라마 비중이 적거나 거의 없을 것 등을 고려하여 삼화네트웍스를 Peer로 선정한다. 하지만 삼화네트웍스는 오랜 기간 레퍼런스를 쌓아왔다는 점을 고려, 22F EV/EBITDA 8.6x에서 20%를 할인한 6.9x를 Target Multiple로 제시한다.

## 4.5. 동남아 사업 부문 영업가치 산출 - PMNA

## 4.5.1. EBITDA 추정

PMNA EBITDA 추정								
(단위: SGD)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,863,215	6,436,375	6,585,290	4,877,948	4,799,766	7,043,364	4,943,315	5,221,456
YoY(%)		66.61%	2.31%	-25.93%	-1.60%	46.74%	-29.82%	5.63%
매출원가 계정	952,311	1,796,010	1,183,022	1,172,346	1,170,130	1,371,599	1,199,232	1,230,913
변동비성 비용	230,096	854,376	434,345	419,925	413,195	606,338	425,553	449,497
외주제작비	131,254	703,673	351,105	319,700	314,576	461,621	323,984	342,213
광고선전비	98,842	150,703	83,240	100,226	98,619	144,718	101,569	107,283
고정비성 비용	722,215	941,634	748,677	752,420	756,935	765,261	773,679	781,416
외주호스팅비	0	9,088	27,240	27,376	27,540	27,843	28,150	28,431
외주송출료	722,215	882,550	719,641	723,239	727,579	735,582	743,673	751,110
기타	0	49,996	1,796	1,805	1,816	1,836	1,856	1,875
판매비와관리비 계정	987,514	2,241,365	1,640,916	1,824,319	1,970,014	2,407,652	2,433,721	2,739,933
인건비 등	653,452	888,914	947,790	1,141,462	1,293,487	1,511,079	1,738,601	2,015,668
변동비성 비용	144,084	586,646	475,698	326,299	321,070	471,150	330,672	349,278
세금과공과	144,084	586,646	475,698	326,299	321,070	471,150	330,672	349,278
고정비성 비용	189,978	265,509	208,439	209,481	210,738	213,056	215,400	217,554
여비교통비	1,319	1,914	4,248	4,269	4,295	4,342	4,390	4,434
접대비	0	0	2,140	2,151	2,164	2,187	2,211	2,234
통신비	5,032	15,373	2,742	2,756	2,772	2,803	2,834	2,862
전력비	3,340	4,109	4,723	4,747	4,775	4,828	4,881	4,930
지급임차료	86,242	86,825	84,615	85,038	85,548	86,489	87,441	88,315
수선비	0	0	2,016	2,026	2,038	2,061	2,083	2,104
보험료	7,922	18,023	12,550	12,613	12,688	12,828	12,969	13,099
도서인쇄비	356	1,344	1,179	1,185	1,192	1,205	1,218	1,231
소모품비	16,907	4,599	6,009	6,039	6,075	6,142	6,210	6,272
지급수수료	32,387	82,831	57,203	57,489	57,834	58,470	59,113	59,704
여비출장비	33,994	44,614	28,272	28,413	28,584	28,898	29,216	29,508
잡비	2,479	5,877	2,742	2,756	2,772	2,803	2,834	2,862
대손상각비	0	500,296	8,989	147,077	144,720	212,367	149,048	157,434
EBITDA	1,923,390	2,399,000	3,761,352	1,982,558	1,659,622	3,264,112	1,310,362	1,250,610
환율(KRW/SGD)	840	819	815	854	855	851	895	847
EBITDA(KRW mil.)	1,616	1,965	3,067	1,694	1,419	2,779	1,173	1,060
EBITDA/Sales(%)	49.8%	37.3%	57.1%	40.6%	34.6%	46.3%	26.5%	24.0%

> '19-'21의 세부 항목은 실제값을 추정치로 안분

## 1) 매출 추정

매출 추정의 논리는 앞선 투자포인트에서 서술하였다.

## 2) 매출원가 계정 추정

PMNA 또한 스펙 상장 당시의 투자설명서를 이용하여 비용을 추정한다. 단위는 싱가포르달러화를 기반으로 추정하였으며 2022년의 환율은 현 시점의 환율을 적용, 이후는 평균적인 환율을 적용하였다. 변동비성 비용의 경우 매출과 연동하여 추정하였으며 고정비성 비용의 경우 싱가포르 현지의 물가상승률을 적용하였다.

## 3) 판매비와관리비 계정 추정

인건비 항목은 평균 임금 상승률을 이용하여 추정하였으며 세금과공과와 대손상각비만을 매출액을 원가동인으로 설정, 변동비로 추정하였다. 나머지 고정비 항목들은 물가상승률을 적용하였다.

#### 4.5.2. Target Multiple 선정 논리

기본적으로 PMNA의 BM은 애니플러스 별도 실체와 크게 다르지 않다. 하지만 PMNA는 일반적인 TV 프로그램을 방영하는 채널을 운영한다. 이는 애니플러스 별도 실체만이 가지고 있는 애니메이션 시장에 대한 기대감이 반영되기에는 힘든 사업 구조라고 판단한다. 이에 애니플러스 별도 실체의 Target Multiple을 구하기 위해 사용한 배수를 적용하지 않는다. 결과적으로 SBS콘텐츠허브의 EV/EBITDA인 3.4x를 Target Multiple로 제시한다.

#### 4.6. 전사 추정 손익계산서

상술한 각 사업부의 EBITDA와 평균적인 연결조정 비중을 고려하여 감가상각비와 무형자산 상각비 추정을 포함, 당기순이익 중 비지배지분 귀속분을 구분하여 연결실체의 추정 손익계산서를 작성하였다. 자세한 추정논리는 Appendix에 수록하였다.

추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	19,867	18,352	15,886	49,037	74,298	101,329
YoY(%)		-7.62%	-13.44%	208.68%	51.51%	36.38%
매출원가	12,055	12,643	10,406	29,683	40,098	54,736
매출총이익	7,813	5,709	5,480	19,354	34,200	46,593
GPM(%)	39.3%	31.1%	34.5%	39.5%	46.0%	46.0%
판매비와관리비	4,749	5,699	6,513	6,344	7,811	8,584
영업이익	3,064	10	(1,033)	13,009	26,388	38,009
OPM(%)	15.4%	0.1%	-6.5%	26.5%	35.5%	37.5%
기타손익	(425)	(95)	(1,977)	(156)	(181)	(185)
금융손익	(448)	(1,611)	(767)	13,028	(10,694)	(2,280)
법인세비용차감전순이익	2,191	(1,696)	(3,776)	25,881	15,513	35,544
법인세비용	168	49	256	4,582	3,391	7,798
당기순이익	2,023	(1,744)	(4,032)	21,299	12,122	27,746
NPM(%)	10.2%	-9.5%	-25.4%	43.4%	16.3%	27.4%
지배주주귀속분당기순이익	1,587	-1,455	-3,498	20,269	10,648	25,147
비지배지분귀속분당기순이익	435	(289)	(534)	1,030	1,474	2,600

#### 4.7. Valuation 및 투자의견

각각의 EBITDA와 Multiple에 관해서는 앞서 서술하였다. PMNA 지분이 현재 85%에서 100%로 증가한 것을 지분율과 현금및현금성자산에 고려하였다. 비영업자산과 순차입금의 산정 내역을 작성하였으며 현금및현금성자산 계산시 3개월분 현금성 비용과 방영권 취득액을 제하였다. 또한 전환사채가 모두 전환될 때와 전환되지 않을 때의 경우를 나누어 추정하였다. Implied PER은 15.3x~16.8x로 도출된다. 동사가 확장성이 뛰어난 종합 콘텐츠 회사임을 고려한다면 충분한 투자매력이 있는 Multiple이라 판단된다.

지금까지의 모든 논의를 종합하여 목표주가 5,310원, 현재주가 4,215원 대비 상승여력 26%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Valuation - SOTP Method (2022E)					
<b>영업가치 (단위: 백만 원)</b>					
구분	EBITDA	EV/EBITDA	EV	지분율	Target EV
애니플러스 별도	18,232	7.5x	136,687	100%	136,687
미디어엔아트	5,296	9.4x	49,866	60%	29,919
위매드	3,888	6.9x	26,829	100%	26,829
PMNA	1,173	3.4x	3,999	100%	3,999
<b>계</b>					<b>197,434</b>
<b>비영업자산 (단위: 백만 원)</b>					
기타유동금융자산					4,290
기타유동자산					996
기타비유동금융자산					17,758
종속기업 및 관계기업투자주식					189
<b>계</b>					<b>23,234</b>
<b>순차입금 (단위: 백만 원)</b>					
단기차입금					300
유동리스부채					1,489
기타유동부채					2,971
비유동리스부채					3,131
기타비유동금융부채					11,536
전환사채					20,515
(-)현금및현금성자산					43,309
3개월분 현금성 비용					11,319
<b>CB 전액 전환시 계</b>					<b>-12,564</b>
<b>CB 전액 미전환시 계</b>					<b>7,951</b>
<b>목표 시가총액 (단위: 백만 원)</b>					
CB 전액 전환시					233,232
CB 전액 미전환시					212,717
<b>유통가능주식수</b>					
CB 전액 전환시					43,956,427주
CB 전액 미전환시					33,773,648주
<b>목표주가 (단위: 원)</b>					
CB 전액 전환시					<b>5,310</b>
CB 전액 미전환시					<b>6,298</b>
현재주가 (단위: 원)					4,215
<b>상승여력</b>					
					<b>26%</b>
<b>Implied PER 검증</b>					
<b>CB 전액 전환시</b>					
목표 시가총액 (단위: 백만 원)					233,232
2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)					15,230
유통가능주식수 (단위: 주)					43,956,427주
2022E EPS (단위: 원)					346
<b>Implied PER</b>					<b>15.3x</b>
<b>CB 전액 미전환시</b>					
목표 시가총액 (단위: 백만 원)					212,717
2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)					10,648
유통가능주식수 (단위: 주)					33,773,648주
2022E EPS (단위: 원)					315
<b>Implied PER</b>					<b>16.8x</b>

## 5. 뒷이야기 - 전환사채

### 5.1. 전환사채에 대하여

애니플러스는 2021년 3월과 9월, 수 백억 원 규모에 달하는 전환사채를 발행하여 주가가 하락하였다. 전환사채는 기본적으로 부채 항목으로 분류되어 재무 구조에 악영향을 미친다. 동시에 전환권 행사 시 발생할 지분 희석 효과, 전환하지 않아도 발생할 예측이 어려운 파생상품평가손익 때문에 주주 입장에서 여러모로 안 좋은 자금조달방식이다.

기본적으로 전환사채는 채권에 전환권이 더해진 형태의 복합금융상품이다. 이제 전환권을 포함하여 전환사채에 포함된 옵션의 성격에 대하여 알아보자.

#### 1) 전환권

전환권은 전환사채 발행 시 주가보다 약간 큰 금액을 행사가액으로 하여 전환사채를 보통주로 전환할 수 있는 권리이며 채권자가 가지는 콜옵션의 성격을 띤다.

#### 2) 리픽싱 포함 전환권

전환권에 리픽싱 조건이 포함되면서부터 문제가 생기기 시작한다. 리픽싱 조건이란 주가가 하락할 때 하락한 주가에 맞춰 행사할 수 있는 수량을 늘려주는 조건이다. 이후 주가가 오르면 행사수량을 줄이는 리픽싱은 일어나지 않고 증가된 행사수량 그대로 더 비싼 보통주로 전환할 수 있는 것이다. 이는 IFRS상 부채로 분류되어 평가손익을 인식하게 규정되어 있다. 단순하게 생각해도 많은 문제가 있어 2021년 12월부터 행사수량을 줄이는 리픽싱이 의무화되었다.

#### 3) 상환청구권

상환청구권이란 채권자가 회사에게 상환을 요구할 수 있는 권리로 채권자가 보유하는 풋옵션의 성격을 띤다.

#### 4) 수의상환권(매도청구권)

수의상환권이란 회사가 채권자에게 조기에 상환할 수 있는 권리로 회사가 보유하는 콜옵션의 성격을 띤다.

### 5.2. 손익이 발생한 이유

기본적으로 애니플러스가 발행한 전환사채 옵션의 우선순위는 수의상환권 → 상환청구권/리픽싱 포함 전환권이다. 이 중 수의상환권은 애니플러스에게 귀속되는 권리로 손익계산서에는 파생상품평가이익, 재무상태표에는 파생상품자산으로 인식된다. 나머지 채권자에게 귀속되는 상환청구권과 리픽싱 포함 전환권은 파생상품평가손실과 파생상품부채로 분류된다. 기말에 파생상품자산과 파생상품부채의 공정가치를 평가한다.

그렇다면 2021년에는 왜 이렇게 큰 파생상품평가이익이 발생하며 EPS를 왜곡시켰을까? 2021년 애니플러스의 주가변동성은 매우 큰 한 해였다. 2020년에는 스펙 상장하여 유의미한 움직임 없이 박스권에 맴돌았다. 하지만 2021년 흑자전환과 동시에 각종 테마와 함께 여러 가지 관심을 받으며 엄청난 변동성을 보였다.

기본적으로 기초자산의 변동성이 커지면 옵션의 가격은 올라간다. 이는 전환권을 포함한 파생상품부채의 평가손실을 증가시킬 수 있는 요인이다. 하지만 동사의 전환사채는 수익상환권이 전환권보다 더 상위의 옵션이다. 따라서 파생상품자산의 평가이익이 증가하여 EPS가 왜곡되는 결과를 낳은 것이다. 하지만 수익상환권의 행사 범위는 40%로 제한되며 이후의 변동성은 손실만을 남기게 될 것이라 예상되어 22F EPS 컨센서스는 21EPS의 반의 반 이하로 형성되어 있다.

### 5.3. 파생상품평가손익 추정결과

이에 파생상품평가손익이 그냥 넘겨버릴 비경상적인 손익이 아니라고 판단, 이항모형을 이용해 파생상품평가손익을 추정한다. 당연히 정밀한 추정은 불가능하지만 투자자에게 유용한 정보라 판단하여 러프한 추정과정을 수록한다. 추정에 사용된 가정은 다음과 같다.

- 1) 주가가 행사가액을 훌쩍 넘겨버린 현재의 내가격 상황에서는 상환청구권이 큰 의미를 가지지 않는다. 이에 상환청구권과 전환권을 하나의 내재파생상품으로 보지 않고 전환권만을 파생상품부채로 분류하여 계산한다.
- 2) 수익상환권의 행사 범위가 제한된 바, 변동성에서 발생할 파생상품평가이익은 무시한다.
- 3) 2021년이 변동성이 몹시 큰 연도였음에도 불구하고 보수적으로 2022년에도 같은 변동성을 보인다 가정한다.
- 4) Parameter의 튜닝은 이상변동성을 제거하는 상수에서 진행하며 2021년말 파생상품부채의 금액과 옵션의 가치가 중요성 내에서 동일하게 진행한다.
- 5) 2022년말의 기초자산 가격은 4장에서 도출한 목표주가를 적용한다.

이는 2023년에 84억 정도의 파생상품평가손실을 낳으며 세부적인 도출과정은 Appendix에 수록하였다.

## 6. Appendix

### 6.1. 연결실체 추정 손익계산서 작성과정

매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>19,867</b>	<b>18,352</b>	<b>15,886</b>	<b>49,037</b>	<b>74,298</b>	<b>101,329</b>
개별기준	11,071	12,195	11,219	20,289	28,201	34,903
미디어엔아트	4,265	2,936	1,304	7,278	10,189	15,227
위매드	0	0	0	16,066	34,301	50,616
PMNA	5,369	4,168	4,104	5,997	4,424	4,424
연결조정 및 기타	(839)	(947)	(741)	(594)	(2,816)	(3,841)
매출원가 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>애니플러스 별도</b>	<b>4,197</b>	<b>3,950</b>	<b>3,206</b>	<b>4,700</b>	<b>6,069</b>	<b>7,186</b>
재고자산의매입	1,584	602	1,176	2,237	2,873	3,556
급여 등	236	288	288	695	739	915
외주용역비	569	535	578	175	739	915
판권료	43	167	134	117	117	117
지급수수료	862	1,081	625	82	162	201
제작인건비	151	152	158	0	0	0
소모품비	270	107	99	331	342	352
기타	483	1,018	147	1,064	1,097	1,131
<b>미디어엔아트</b>	<b>2,401</b>	<b>1,981</b>	<b>1,171</b>	<b>2,817</b>	<b>3,719</b>	<b>5,131</b>
재고자산의매입	370	259	115	643	900	1,345
급여 등	148	94	42	234	327	489
지급수수료	143	99	44	246	345	515
기타 변동비	1,092	488	158	884	1,238	1,850
외주용역비	115	151	132	136	143	147
소모품비	60	74	74	71	75	77
기타 고정비	474	815	606	603	692	709
<b>PMNA</b>	<b>965</b>	<b>1,002</b>	<b>1,001</b>	<b>1,168</b>	<b>1,073</b>	<b>1,043</b>
외주제작비	286	273	269	393	290	290
광고선전비	68	86	84	123	91	91
외주호스팅비	22	23	24	24	25	24
외주송출료	587	618	622	626	666	636
기타 고정비	1	2	2	2	2	2
<b>위매드</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14,622</b>	<b>29,853</b>	<b>42,216</b>
제작인건비 등	0	0	0	14,622	29,853	42,216
<b>연결실체/감가상각비 포함</b>	<b>11,905</b>	<b>12,643</b>	<b>10,406</b>	<b>29,683</b>	<b>40,098</b>	<b>54,736</b>
재고자산의매입	1,584	624	239	2,331	3,148	5,806
급여 등	443	391	323	1,437	1,941	3,580
외주용역비	1,964	2,036	1,188	4,803	6,488	11,964
판권료	43	190	137	0	0	0
지급수수료	1,057	1,223	966	2,379	3,213	5,925
제작인건비	0	0	0	8,564	11,569	21,334
소모품비	334	211	102	668	903	1,665
기타	2,035	2,212	2,126	3,470	4,687	8,643
감가상각비	188	719	607	949	1,561	2,419
무형자산상각비	4,257	5,036	4,716	5,083	9,271	11,059
평균 연결조정 비중	-1.36%	-0.65%	-5.51%	1.47%	-1.51%	-1.51%

감가상각비/무형자산상각비 추정								
(단위: 백만 원)		2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
감가상각비		-	226	1,103	1,273	1,683	2,295	3,153
사용권자산	총장부가	0	0	2,311	4,599	5,873	8,222	12,287
	순장부가	-	-	1,463	3,582	4,068	4,806	6,527
	상각률	-	-	36.71%	27.63%	22.86%	22.86%	22.86%
	상각비	-	-	848	955	1,197	1,611	2,344
시설장치	총장부가	433	434	490	733	1,664	1,951	2,374
	순장부가	-	254	287	394	1,364	1,227	1,144
	상각률	-	12.62%	17.05%	22.94%	23.95%	23.44%	23.44%
	상각비	-	55	79	140	287	424	507
비품	총장부가	830	943	881	985	1,284	1,480	1,737
	순장부가	-	376	476	413	502	440	398
	상각률	-	19.38%	19.09%	18.73%	17.26%	18.62%	18.62%
	상각비	-	172	174	175	196	257	299
차량운반구	상각비	-	0	2	4	4	3	3
무형자산상각비		-	4,257	5,042	4,720	5,086	9,274	11,063
방영권	총장부가	14,733	19,793	26,152	32,159	44,238	53,315	63,073
	순장부가	-	8,102	9,184	9,335	14,522	14,332	13,033
	상각률	-	24.61%	21.92%	16.17%	13.30%	19.00%	19.00%
	상각비	-	4,249	5,035	4,715	5,081	9,268	11,057
소프트웨어	상각비	-	8	8	6	4	6	6

판매비와관리비 추정							
(단위: 백만 원)		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
애니플러스 별도		2,664	3,070	5,959	4,026	3,900	4,263
급여 등		1,857	1,972	2,305	2,329	2,512	2,709
건물관리비		88	91	56	223	223	223
지급수수료		133	484	360	312	699	865
보험료		90	112	108	132	110	110
대손상각비		0	0	2,866	782	0	0
기타		496	411	265	248	355	355
미디어엔아트		715	908	983	1,109	1,174	1,253
급여 등		556	709	800	851	877	890
고정비성 비용		160	162	166	167	169	172
대손상각비		0	37	16	91	128	191
PMNA		1,338	1,559	1,685	2,050	2,178	2,321
급여 등		773	975	1,106	1,287	1,556	1,708
변동비성 비용		388	279	275	401	296	296
고정비성 비용		170	179	180	181	193	184
대손상각비		7	126	124	181	133	133
위매드		0	0	0	373	560	746
일반관리비용 등		0	0	369	373	560	746
연결실체/감가상각비 포함		4,749	5,699	6,513	6,344	7,811	8,584
급여 등		3,167	3,390	4,070	4,530	5,578	6,129
감가상각비		38	383	666	734	734	734
무형자산상각비		0	6	4	3	3	4
건물관리비		101	102	58	230	283	383
지급수수료		203	655	533	382	470	636
보험료		110	122	126	159	195	264
대손상각비		17	0	585	(181)	(223)	(301)
기타		1,112	1,041	471	487	600	812
평균 연결조정 비중		-0.13%	-4.09%	-32.27%	-25.81%	-15.58%	-15.58%

기타손익, 금융손익 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>기타손익</b>	<b>(425)</b>	<b>(95)</b>	<b>(1,977)</b>	<b>(156)</b>	<b>(181)</b>	<b>(185)</b>
금융자산처분손익	(494)	184	161	(20)	0	0
고정자산관련손익	11	(98)	(161)	(79)	(82)	(82)
지분법손익	5	53	3	11	18	18
채무면제이익	0	74	280	13	0	0
합병비용	0	0	(2,126)	0	0	0
잡손익	53	(309)	(133)	(81)	(118)	(121)
<b>금융손익</b>	<b>(448)</b>	<b>(1,611)</b>	<b>(767)</b>	<b>13,028</b>	<b>(10,694)</b>	<b>(2,280)</b>
이자수익	80	86	149	259	259	259
이자비용	(546)	(583)	(226)	(1,270)	(2,539)	(2,539)
외화손익	191	136	(390)	480	0	0
파생상품평가손익	0	0	0	14,376	(8,414)	0
FVPL금융자산평가손익	(173)	(1,249)	(300)	(818)	0	0

법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
법인세비용차감전순이익	2,191	-1,696	-3,776	25,881	15,513	35,544
<b>법인세비용</b>	<b>168</b>	<b>49</b>	<b>256</b>	<b>4,582</b>	<b>3,391</b>	<b>7,798</b>
유효법인세율	7.67%	-2.87%	-6.77%	17.70%	21.86%	21.94%

## 6.2. 파생상품평가손익 추정과정

### 1) 2021말 3회차 CB

기초자산 가계트리																				
(단위: 원)	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
0	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410	9,849	10,309	10,791	11,294	11,822	12,373
1 n.a		4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410	9,849	10,309	10,791	11,294
2 n.a	n.a		4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410	9,849	10,309
3 n.a	n.a	n.a		4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410
4 n.a	n.a	n.a	n.a		4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,449	3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,295	3,449	3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,148	3,295	3,449	3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,008	3,148	3,295	3,449	3,610	3,778	3,955	4,139
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,873	3,008	3,148	3,295	3,449	3,610	3,778
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,745	2,873	3,008	3,148	3,295	3,449
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,623	2,745	2,873	3,008	3,148
16 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,506	2,623	2,745	2,873
17 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,394	2,506	2,623
18 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,287	2,394
19 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,185

리픽싱 수량트리																				
(단위: 주)	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
0	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
1 n.a		6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
2 n.a			6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
3 n.a				6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
4 n.a					6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
5 n.a						6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
6 n.a							6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
7 n.a								6,616,704	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
8 n.a									6,925,590	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
9 n.a										7,248,894	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
10 n.a											7,587,291	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
11 n.a												7,941,486	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
12 n.a													8,312,215	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
13 n.a														8,700,251	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
14 n.a															9,106,402	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
15 n.a																9,531,512	6,501,950	6,501,950	6,501,950	6,501,950
16 n.a																	9,976,468	6,501,950	6,501,950	6,501,950
17 n.a																		10,442,196	6,501,950	6,501,950
18 n.a																			10,929,665	6,501,950
19 n.a																				11,439,890

음선의 가치																				
(단위: 백만 원)	2022-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
0	11,746	13,163	14,662	16,241	17,902	19,649	21,482	23,408	25,429	27,551	29,778	32,115	34,568	37,141	39,840	42,672	45,642	48,758	52,025	55,451
1 n.a		10,116	11,451	12,869	14,367	15,945	17,605	19,350	21,182	23,105	25,125	27,245	29,470	31,805	34,255	36,826	39,524	42,353	45,322	48,435
2 n.a	n.a		8,566	9,816	11,152	12,570	14,068	15,646	17,305	19,047	20,877	22,799	24,816	26,934	29,157	31,490	33,939	36,507	39,203	42,030
3 n.a	n.a	n.a		7,102	8,261	9,513	10,850	12,269	13,767	15,343	17,000	18,741	20,569	22,488	24,504	26,620	28,840	31,171	33,618	36,185
4 n.a	n.a	n.a	n.a		5,731	6,791	7,951	9,205	10,544	11,964	13,461	15,036	16,692	18,430	20,256	22,174	24,187	26,301	28,520	30,849
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,467	5,415	6,474	7,636	8,893	10,235	11,656	13,153	14,726	16,379	18,116	19,939	21,855	23,866	25,978
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,327	4,148	5,090	6,150	7,317	8,578	9,923	11,345	12,840	14,411	16,062	17,797	19,619	21,532
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,332	3,009	3,817	4,756	5,819	6,993	8,261	9,610	11,030	12,523	14,093	15,742	17,474
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		1,504	2,025	2,678	3,473	4,411	5,482	6,668	7,944	9,293	10,711	12,202	13,770
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		864	1,225	1,706	2,330	3,112	4,055	5,143	6,344	7,625	8,972	10,388
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		417	630	937	1,370	1,959	2,730	3,689	4,808	6,023	7,302
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		152	248	401	640	1,006	1,549	2,319	3,332	4,485
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		32	57	102	183	330	592	1,065	1,914
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0
16 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0
17 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0
18 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0
19 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0

2) 2022말 3회차 CB

기초자산 가격트리																		
(단위: 원)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09		
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
0	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620	10,069	10,539	11,031	11,546	12,085	12,649		
1 n.a		6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620	10,069	10,539	11,031	11,546		
2 n.a	n.a		5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620	10,069	10,539		
3 n.a	n.a	n.a		5,564	5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620		
4 n.a	n.a	n.a	n.a		5,316	5,564	5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781		
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		5,079	5,316	5,564	5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015		
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,852	5,079	5,316	5,564	5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316		
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,636	4,852	5,079	5,316	5,564	5,824	6,095	6,380	6,678		
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,429	4,636	4,852	5,079	5,316	5,564	5,824	6,095		
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,231	4,429	4,636	4,852	5,079	5,316	5,564		
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,043	4,231	4,429	4,636	4,852	5,079		
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,862	4,043	4,231	4,429	4,636		
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,690	3,862	4,043	4,231		
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,526	3,690	3,862		
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,368	3,526		
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,218		

리픽싱 수량트리																		
(단위: 주)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09		
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
0	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
1 n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
2 n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
3 n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
4 n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		6,774,846	6,501,951	6,501,951	6,501,951		
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		7,091,114	6,774,846	6,501,951		
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		7,422,146	7,091,114		
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		7,768,631		

음선의 가치																		
(단위: 백만 원)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09		
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
0	18,805	20,594	22,472	24,443	26,513	28,686	30,965	33,358	35,868	38,502	41,265	44,164	47,203	50,392	53,735	57,241		
1 n.a		16,807	18,508	20,295	22,171	24,141	26,209	28,379	30,657	33,047	35,556	38,188	40,949	43,845	46,883	50,069		
2 n.a	n.a		14,891	16,508	18,208	19,992	21,866	23,834	25,900	28,068	30,344	32,733	35,239	37,869	40,628	43,522		
3 n.a	n.a	n.a		13,054	14,590	16,206	17,903	19,686	21,558	23,524	25,587	27,754	30,028	32,414	34,918	37,546		
4 n.a	n.a	n.a	n.a		11,291	12,750	14,285	15,899	17,5									

### 3) 2021말 2회차 CB

기초자산 가격트리																		
(단위: 원)	2021-12	2021-03	2021-06	2021-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
0	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410	9,849	10,309	10,791	11,294
1 n.a		4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410	9,849	10,309
2 n.a	n.a		4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590	8,990	9,410
3 n.a	n.a	n.a		4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840	8,206	8,590
4 n.a	n.a	n.a	n.a		4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157	7,491	7,840
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532	6,837	7,157
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963	6,241	6,532
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443	5,697	5,963
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968	5,200	5,443
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,449	3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535	4,746	4,968
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,295	3,449	3,610	3,778	3,955	4,139	4,333	4,535
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,148	3,295	3,449	3,610	3,778	3,955	4,139
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,008	3,148	3,295	3,449	3,610	3,778
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,873	3,008	3,148	3,295	3,449
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,745	2,873	3,008	3,148
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,623	2,745	2,873
16 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,506	2,623
17 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2,394

리믹싱 수량트리																		
(단위: 주)	2021-12	2021-03	2021-06	2021-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
0	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
1 n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
2 n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
3 n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
4 n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829
16 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829
17 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829

음션의 가치																		
(단위: 백만 원)	2021-12	2021-03	2021-06	2021-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
0	430	601	829	1,129	1,518	2,010	2,620	3,358	4,230	5,232	6,354	7,579	8,992	10,279	11,737	13,270	14,880	16,572
1 n.a		220	319	459	652	914	1,263	1,719	2,298	3,017	3,881	4,888	6,021	7,258	8,575	9,960	11,416	12,947
2 n.a	n.a		96	146	220	328	483	702	1,006	1,418	1,962	2,658	3,517	4,536	5,689	6,939	8,254	9,637
3 n.a	n.a	n.a		34	54	86	135	211	326	497	747	1,105	1,603	2,273	3,135	4,182	5,368	6,617
4 n.a	n.a	n.a	n.a		9	15	24	41	68	113	186	302	487	774	1,210	1,848	2,734	3,859
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		1	2	4	7	12	22	40	72	129	231	416	747	1,342
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0	0
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0
14 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0
15 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0
16 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0
17 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0

### 4) 2022말 2회차 CB

기초자산 가격트리														
(단위: 원)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
0	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620	10,069	10,539	11,031	11,546
1 n.a		6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620	10,069	10,539
2 n.a	n.a		5,824	6,095	6,380	6,678	6,990	7,316	7,657	8,015	8,389	8,781	9,191	9,620
3														

## 리픽싱 수량트리

(단위: 주)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
0	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
1 n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
2 n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
3 n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
4 n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829	3,680,829
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829	3,680,829
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829	3,680,829
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		3,680,829

## 읍선의 가치

(단위: 백만 원)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03
Node#	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
0	1,785	2,340	3,019	3,829	4,769	5,834	7,010	8,279	9,628	11,050	12,544	14,114	15,764	17,497
1 n.a		1,104	1,511	2,033	2,688	3,485	4,425	5,498	6,685	7,962	9,312	10,731	12,223	13,791
2 n.a	n.a		602	868	1,230	1,714	2,340	3,124	4,069	5,158	6,361	7,643	8,991	10,408
3 n.a	n.a	n.a		274	419	633	942	1,377	1,968	2,742	3,703	4,824	6,040	7,320
4 n.a	n.a	n.a	n.a		93	153	249	403	644	1,012	1,558	2,332	3,348	4,501
5 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		18	32	57	103	185	332	597	1,073	1,928
6 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0	0
7 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0	0
8 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0	0
9 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0	0
10 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0	0
11 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0	0
12 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0	0
13 n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		0

## 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.