

『무한성』장으로 진격의 서프라이즈

동사의 1분기 어닝 서프라이즈는 2분기까지 진격할 것이다. 그리고 하반기에는 애니메이션 IP 최강자 중 하나인 귀멸의 칼날이 바톤을 이어받는다. 3장으로 구성된 무한성은 동사에 3년치 실적 모멘텀을 선사할 것이다. 모두가 알고 있는 무한성의 힘과 그로 인한 동사의 무한 성장을 살펴보고, 동사를 누르던 저평가를 베어낼 시간이다.

애니 OTT 최강자, 라프텔

라프텔은 국내 대표 애니 OTT 플랫폼이다. 동사를 등에 업고 압도적인 애니메이션 IP를 보유한 라프텔은 국내에서 단단한 하방을 구축했다. 이제 국내 오타쿠들을 섭렵하고, 시선은 동남아로 향한다. 그리고 라프텔은 현재까지의 다운로드 수 등의 여러 지표를 참고했을 때, 동남아에서 성공할 수밖에 없을 것이다.

Valuation - Historical Peer PER Method

26E EPS 617원에 Target PER Multiple 12.5x를 적용한 목표주가 7,680원, 투자의견 BUY를 제시한다. 지속 저평가를 받았던 동사는 현재 ① 무한성 개봉을 중심으로 한 실적 성장, ② 주주환원의 시작이라는 2가지 촉매를 앞두고 있다. 이에 따라, 예상 EPS와 PER이 모두 상향 조정되며, 동사의 주가는 상승세를 이어갈 것임을 주장한다.

<추정 손익계산서>

추정 손익계산서 (연결)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	49,037	57,816	111,347	130,976	29,369	181,902	213,132	241,104
YoY(%)	208.7%	17.9%	92.6%	17.6%	14.2%	38.9%	17.2%	13.1%
매출원가	29,683	32,795	66,489	78,978	16,907	111,135	128,008	144,945
매출총이익	19,354	25,021	44,858	51,998	12,463	70,767	85,124	96,159
GPM(%)	39.5%	43.3%	40.3%	39.7%	42.4%	38.9%	39.9%	39.9%
판매비와관리비	6,344	15,102	21,995	26,859	7,218	33,264	37,216	41,244
영업이익	13,009	9,919	22,863	25,139	5,245	37,503	47,908	54,915
OPM(%)	26.5%	17.2%	20.5%	19.2%	17.9%	20.6%	22.5%	22.8%
금융손익	13,028	(2,342)	(9,539)	(2,492)	(24)	(3,803)	(3,659)	(3,606)
기타손익	(156)	(1,120)	(1,381)	(1,278)	71	(1,614)	(1,116)	(1,165)
법인세비용차감전순이익	25,881	6,457	11,942	21,369	5,291	32,087	43,133	50,144
법인세비용	4,582	717	1,414	3,340	1,096	4,941	6,642	7,722
중단영업손익	-	(294)	(134)	-	-	-	-	-
당기순이익	21,299	5,446	10,394	18,029	4,195	27,146	36,491	42,422
NPM(%)	43.4%	9.4%	9.3%	13.8%	14.3%	14.9%	17.1%	17.6%
지배지분순이익	20,269	4,019	8,906	15,630	4,132	23,345	31,382	36,483
비지배지분순이익	1,030	1,427	1,488	2,399	62	3,800	5,109	5,939

Rating

Buy

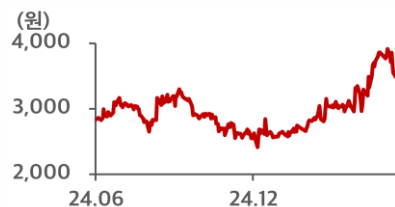
현재주가: 3,550 원

Target Price: 7,680 원

상승여력: 116%

12M 추가추이

시가총액 1,736 억 원



Key Metrics

EPS(TTM)	344 원
EPS(25E)	475 원
PER(25E)	7.5x
ROE(25E)	19.8%

자산 총계	2,622 억 원
부채 총계	1,351 억 원
자본 총계	1,271 억 원

주요 주주

제이제이미디어웍스	19.93%
전승택 외	16.31%
리디	7.15%
장재호 외 1인	4.87%

SMIC 5 팀

- 팀장 50 기 주민재
- 팀원 50 기 최시아
- 51 기 강명수
- 51 기 심한결
- 51 기 전지훈

CONTENTS

1. 오타쿠는 돈이 된다, 서브컬처 - 산업 분석	03
2. 애니플러스 can do anything - 기업 분석	05
3. 좋은 기업 plus 저평가 - MAIN IDEA	08
4. 『무한성』장으로 진격의 서프라이즈 - 투자포인트 ①	09
5. 애니 OTT 최강자, 라프텔 - 투자포인트 ②	16
6. 주주와 함께 가실게요 - ISSUE & RISK	19
7. Valuation - Historical Peer PER Method	21
8. Appendix	29

1. 오타쿠는 돈이 된다, 서브컬처 - 산업분석

1.1. 코로나 이후의 서브컬처

서브컬처와 오타쿠

서브컬처란 본래 마이너리티한 문화를 지칭하는 의미로 사용됐지만, 최근에는 일본 애니메이션 풍 그림체를 매개로 하는 콘텐츠를 총칭한다. 오타쿠는 서브컬처를 탐닉하는 사람들을 뜻한다. 이들은 일반 대중에 비해 콘텐츠에 대한 강력한 팬덤을 보이며, 서브컬처 성장의 핵심 동력이다.

더 이상 숨지 않는 서브컬처

팬데믹 이후 서브컬처 전성 시대가 시작했다. '귀멸의 칼날: 무한열차편'은 20년 글로벌 박스오피스 1위를 차지했으며, 코로나 기간임에도 불구하고 국내에서 215만 명의 관람객을 동원했다. 23년 개봉한 '더 퍼스트 슬램덩크'와 '스즈메의 문단속'은 각각 487만 명, 557만 명의 누적 관객 수를 기록하며 일본 애니메이션 영화 최대 관람객 수를 경신했다. 한편, 국내 최대 애니메이션, 게임 행사인 'AGF'의 참석 인원은 매년 최고치를 경신하고 있으며, 24년에는 72,081명의 관람객이 방문했다. 이처럼 서브컬처는 극장에서의 흥행을 발판삼아 메인스트림으로 저변을 넓혀나갔다.

국내에서도 빠르게 성장하는 서브컬처

국내 애니메이션 시장에서 서브컬처 유통업의 성장과 규모는 압도적이다. 19년 이후 한국 애니메이션 관객은 75% 감소한 연간 100만 명 수준이지만, 외화 애니메이션 관람객은 연간 1,000만 명을 웃돈다 서브컬처 작품은 애니메이션 수입액의 97% 이상을 차지하며, 20년까지만 해도 200억 원 내외로 정체된 유통 시장은 21년을 기점으로 600억 원 이상으로 성장하기 시작했다.

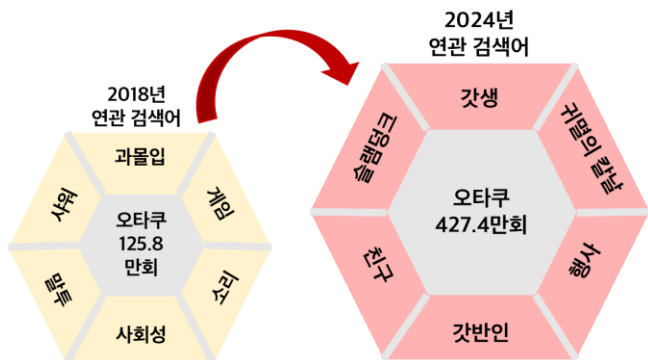
OTT와 만난 서브컬처(1): 글로벌 핵심 콘텐츠

극장에서 시작된 서브컬처 열풍은 OTT로 퍼져나갔다. 팬데믹 기간동안 콘텐츠 제작에 한계를 느낀 아마존 프라임과 넷플릭스는 일본 애니메이션의 중요성을 전보다 강조하기 시작했다. 팬데믹 이전까지 두 플랫폼에서 애니메이션의 점유율은 11%와 10% 정도였으나, '귀멸의 칼날'이라는 블록버스터 작품이 출시된 후 4%p씩 점유율이 상승했다. 또한 오리지널 애니메이션을 위한 투자금을 동 기간에 11억 달러, 3억 달러에서 50억 달러, 19억 달러로 대폭 높이며, 서브컬처 성장의 기폭제 역할을 수행했다. 현재 넷플릭스 상위 100개 콘텐츠 중 3분의 1이 애니메이션이며, OTT를 만난 뒤 서브컬처 시장에서 해외시장이 차지하는 비율은 20%에서 56%까지 증가했다.

OTT와 만난 서브컬처(2): 전문 플랫폼의 등장

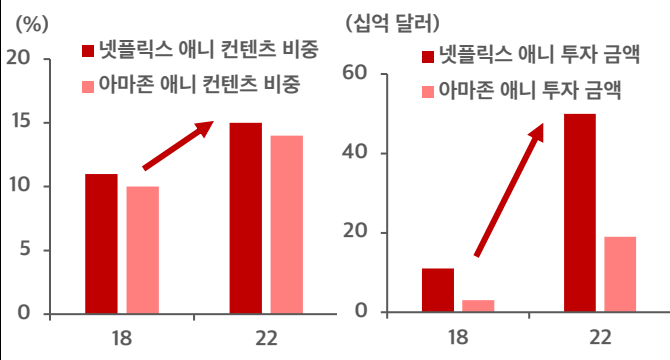
메가 OTT뿐만 아니라, 서브컬처만을 전문으로 하는 OTT의 활약도 인상적이었다. 토종 OTT 중 서브컬처 작품만을 다루는 '라프텔'은 토종 OTT들(티빙, 웨이브 등)과는 다르게 유일하게 22년 흑자 전환에 성공했다. 킬러 콘텐츠의 영향이 적은 라프텔은 100만 명 이상의 MAU를 유지하며, 니치 시장에만 집중하여 '저비용 고효율'의 사업 역량을 보인다. 이 기세를 이어서 24년에 동남아 진출했고, 25년에는 오리지널 콘텐츠를 제작하는 등, 서브컬처의 성장을 온몸으로 보여준다.

도표 1-1. 대중에게 친근해지는 서브컬처와 오타쿠



출처: 씨네21, SMIC 5팀

도표 1-2. 메이저 OTT의 서브컬처 투자



출처: NFLX, Amazon Prime, SMIC 5팀

1.2. 오타쿠 경제학

오타쿠의 힘
높은 구매력(P)

서브컬처 성공의 1등 공신은 '오타쿠'의 소비력이다. 서브컬처를 즐기는 오타쿠들은 단순히 콘텐츠를 감상하는 것이 아니라 그 세계관 속에 몰입한다. 의미를 이해하고 이스터에그를 찾기 위해 수 차례 동일한 영화를 보는 'N차 관객'의 비율은 일반 영화에 비해 압도적으로 높다. 그들은 순간의 기억을 소장하기 위해 굿즈 구매로 발걸음이 자연스럽게 이어지곤 한다. 평균적으로 4~5%에 불과한 N차 관람률이 슬램덩크에서는 28.6%를 기록했고, 5일간 진행된 팝업스토어에는 무려 1,000명 이상이 오픈런을 하고, 1만 명 이상이 방문하여 5억 원의 매출을 올리는 기염을 토했다.

라이트 오타쿠의
등장(Q)

여기에 더해 라이트 오타쿠가 빠르게 증가하며 오타쿠의 저변이 넓어지고 있다. 코로나 이전까지 사회는 오타쿠를 비주류적이며 소수문화를 즐기는 사람이라며 부정적인 시선으로 바라보곤 했다. 그러나 주류 콘텐츠 매체에서 서브컬처를 접한 일반인들은, 새로운 종류의 콘텐츠가 지닌 매력에 빠졌고, 적극적으로 서브컬처를 즐기는 오타쿠가 되기로 결심했다. 특히나 개인의 취향을 중요시하는 MZ세대는 주류가 즐기지 않던 서브컬처를 '힙한 문화'로 바라보았고, 자신의 취향을 드러낼 수 있는 굿즈 구매, 팬덤 활동, N차 관람 등을 SNS에 적극적으로 공유하기도 했다.

숨길 수 없는
서브컬처의 돈냄새

유통업계에서도 오타쿠의 구매력과 주류 문화로의 편입에 주목하기 시작했다. 경제활동 인구의 66.6%를 차지하며, 직접 구매력의 60%를 차지하는 MZ세대는 유통업자들에게 매우 매력적인 고객이다. 자신을 위한 소비에 진심인 이들은 잡기 위해 팝업 스토어를 상시적으로 열고, 제2의 슬램덩크를 찾고 있다. 또한 국내 최대 애니메이션 행사인 AGF를 주최하는 애니플러스의 행사 부문 매출이 22년 341억원에서 23년에는 1,160억원으로 크게 상승했다. 이는 국내 서브컬처 시장이 더 이상 소수만이 즐기는 아류 문화로 취급받기에는 너무 거대한 시장이 되었음을 뜻한다.

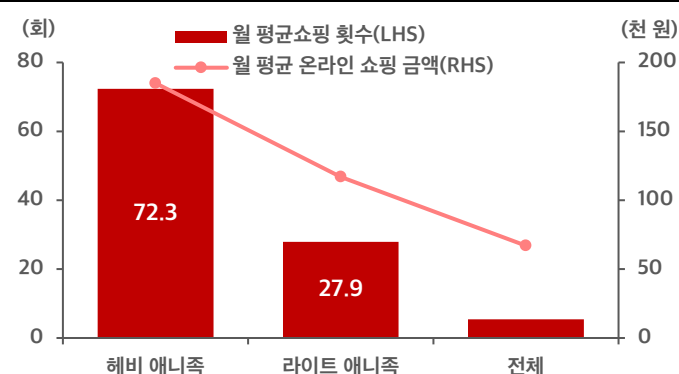
국내 서브컬처
밸류체인

그렇다면 서브컬처 산업은 어떻게 돈을 버는가? 서브컬처 시장은 크게 수입, 배급, 유통채널로 구분할 수 있다. 콘텐츠 수입사는 일본 제작사 및 제작위원회로부터 작품의 방영권, VOD 유통권, 2차 창작권을 포함한 판권을 구입한다. 수입사는 배급사와 유통채널에게 판권의 이용 권리를 판매하고, 이들은 최종적으로 소비자들에게 콘텐츠와 굿즈를 공급한다. 한편 수입사는 매출이 발생할 때마다 일정 비율을 제작사에게 로열티로 지급하는 혼합 로열티 계약을 주로 체결한다.

애니플러스 없이는
불가능한 국내
서브컬처 시장

국내 서브컬처 생태계에서 '애니플러스'는 독점적인 위상을 보인다. 업계 2위 기업인 '애니맥스'를 인수한 이후로 국내 수입 서브컬처 판권의 85% 이상을 보유하게 되었다. 독점에 가까운 점유율에 더해 국내 유일 서브컬처 OTT인 '라프텔'과 굿즈 제작 기업을 인수하며, 서브컬처 수직 계열화에 성공했다. 이제는 애니플러스 없는 한국 서브컬처 시장을 설명하기란 불가능에 가깝다.

도표 1-3. 오타쿠의 소비 성향



출처: SKPDMP, SMIC 5팀

도표 1-4. 서브컬처 밸류체인과 애니플러스의 위상



출처: SMIC 5팀

2. 애니플러스 can do anything - 기업분석

동사는 콘텐츠 유통사라는 BM의 한계에 의해 저평가를 받았으나 최근에는 자체 콘텐츠 역량을 마련하는 등 종합 콘텐츠 기업으로 변화에 성공했다. 꾸준한 성장 속에서 주주환원의 가능성, 27년까지 확정된 메가 IP, 라프텔의 해외 BEP 달성까지 눈 앞에 둔 동사의 행보에 주목해보자.

2.1. 기업 개요

종합 콘텐츠 기업,
애니플러스

동사는 서브컬처 IP를 활용해 TV 방송, OTT, 굿즈 사업을 영위하며, 이와 함께 드라마 제작 및 전시 콘텐츠를 기획하는 종합 콘텐츠 기업이다. 국내와 함께 아시아 지역 판권을 보유한 동사는 동남아 애니메이션 유통사인 PMNA를 통해 동남아 서브컬처 시장에 진출했으며, 라프텔의 사업 역량을 동남아까지 넓히고, 자체 콘텐츠를 창작하기 시작했다. 보유한 IP를 이용해 로운컴퍼니씨앤씨에서는 굿즈 제작과 오프라인 콜라보를 진행하며 2차 창작 시장으로 사업의 영역을 넓혔다.

메인 스트림까지
잘하는 동사

동사는 서브컬처뿐만 아니라 자회사인 '그라운드 시소', '미디어엔아트', '위매드'를 통해 작품 전시, 드라마 제작 사업에서도 좋은 모습을 보인다. "미디어엔아트"는 '요시고', '웨스 앤더슨' 등의 유명 전시를 진행하며 7년간 300만 명의 관객을 끌었고, '위매드'는 17.4%의 시청률을 기록한 '옷소매 붉은 끝동'을 제작했다. 또한 국내 유명 미디어 아트 전시관인 '그라운드 시소'를 24년에 동남아시아 최초로 싱가포르에 개관하며, 자체 콘텐츠 생산/유통 역량을 십분 활용하고 있다.

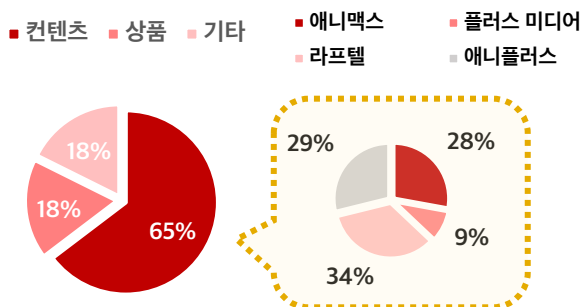
One Source
Multi Use(OSMU)

서브컬처 판권 독점에 성공한 동사는 하나의 IP로 다양한 현금 파이프라인을 창출했다. 자체 채널에서는 직접 작품을 방영하고, OTT에는 방영권을 팔고, 극장과는 작품의 유통 관리 계약을 체결한다. 매체를 통해 인지도를 넓힌 후에는 핵심 IP와 관련된 굿즈를 판매하는 MD 사업도 병행하고 있다. 서브컬처의 성지인 홍대-합정을 포함해 국내 4곳의 오프라인 샵을 운영하며, 인지도를 높였다. 동남아 지역에서는 넷플릭스에 이어 월간 활성 사용자 수 2위인 라프텔과 PMNA 유통채널을 이용해 경쟁사보다 빠르게 지역 확장에 성공했다. 게다가 동남아 지역 판권의 90%를 독점하고 있기 때문에 후발 주자가 진입하더라도 동사의 점유율에 유의미한 손상을 주기 어렵다.

연이은 메가 IP의
공개

동사가 보유한 판권 중 코로나 이후 동사의 매출을 견인하는 핵심 IP는 '귀멸의 칼날'과 '진격의 거인'이다. 귀멸의 칼날은 20년 글로벌 박스오피스 1위와 24년 관객이 가장 인상깊게 본 작품으로 선정되었다. 올해 1분기에 개봉한 진격의 거인은 88만명의 관객을 동원해 시장의 예상을 뛰어넘는 동사의 실적을 견인했다. 한편 귀멸의 칼날은 하반기부터 3년간 최종편이 매년 개봉된다. 최종편의 개봉 소식은 무한열차의 향수를 불러일으켰으며, 라이트 오타쿠의 관심을 모으고 있다.

도표 2-1. 동사의 매출 구성



출처: DART, SMIC 5팀

도표 2-2. 동사의 핵심 콘텐츠



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

최고의 파이프라인,
라프텔

라프텔은 동사의 콘텐츠 매출의 핵심이자 미래이다. TV 시청률이 정체된 상황 속에서 국내 유일 서브컬처 OTT인 라프텔은 내수시장에서의 수익성을 바탕으로 신사업 진출에 적극적이다. 24년 처음 진출한 동남아에서는 소비 여력을 고려한 독특한 GEM 모델로 1년만에 30만명의 MAU를 확보했다. 광고를 미리 몰아보는 ‘GEM’ 모델은 광고기반 시청모델(AVOD)의 수용도가 높은 현지 상황을 고려한 동사만의 BM이다. 2월부터 동남아 지역에서 유료 요금제를 시작했고, 6월에는 국내 무료 시청 서비스를 종료할 것이기에 추가적 마진 상승을 기대할 수 있다.

변동성 크지만,
낮은 BEP 와 하반기
턴어라운드 가시화

전시/드라마 부문은 전시 주기와 드라마 성공 여부에 따라 매출 변동성이 크다. 대형 전시와 높은 시청률을 보인 드라마가 겹쳤던 21년 4분기에는 콘텐츠 매출을 넘길 정도로 규모가 컸지만, 이벤트가 적었던 25년 1분기에는 전사 매출의 14%에 불과했다. 그러나 전시와 미디어 아트는 제작 단가가 낮고, 변동비가 적기 때문에 BEP의 달성 속도가 빠르다. 따라서 올해 하반기에 ‘요 시고 사진전’, ‘조나단 베르탱’ 등의 보증수표와 같은 전시가 예정되어 있으며, 오리지널 드라마의 출시 가시성이 매우 높기 때문에, 하반기에는 흑자를 기록하고, 수익성 제고에 기여할 것이다.

2.2. 실적/재무 분석

실적 예측 지표
:무형 자산 취득액

동사의 콘텐츠 매출은 무형자산 취득액을 통해 추정 가능하다. 동사의 핵심 사업부인 콘텐츠 부문은 애니메이션 수입 과정에서 비용을 먼저 지불하고, OTT, 방송사와 방영권 판매 계약을 집행하여 일정 시차를 두고 매출이 발생된다. 실제로 무형자산 투자액과 한 분기 뒤부터 1년간 콘텐츠 매출 사이의 상관관계는 0.98을 기록했다. 일례로 진격의 거인을 포함하여 메가 IP 구매가 쏠려 무형자산 투자가 컸던 24년 4분기 별도 마진은 14%였지만, 25년 1분기는 37%를 기록했다.

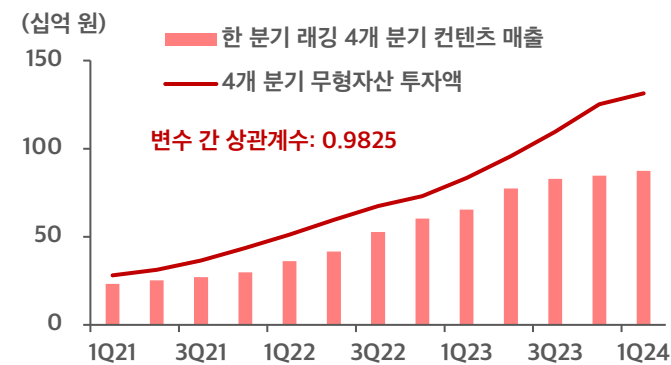
전환사채에 대한
과도한 우려

한편, 동사의 가장 큰 리스크는 전환사채의 지속적 발행이다. 사측은 21년부터 네 차례 누적 740억 원의 전환사채를 발행했다. 이는 동사의 꾸준한 성장에도 불구하고, 주가가 눌러있는 핵심 원인이다. 그러나 이제는 전환사채의 추가적 지분 희석 우려는 제한적이다. 3/4차 전환사채에서는 콜옵션을 모두 수행하여, 최소한의 희석만 발생했고, 5차 전환사채에서는 100% 콜옵션이 가능하다. 대주주는 지분을 늘리기 위해 주식담보대출을 받아 주식을 구매할 정도로 지분에 대한 의지가 강하다. 따라서 5차 전환사채로 인한 지분 희석은 시장의 우려보다 적을 것이다..

주주환원의 검색

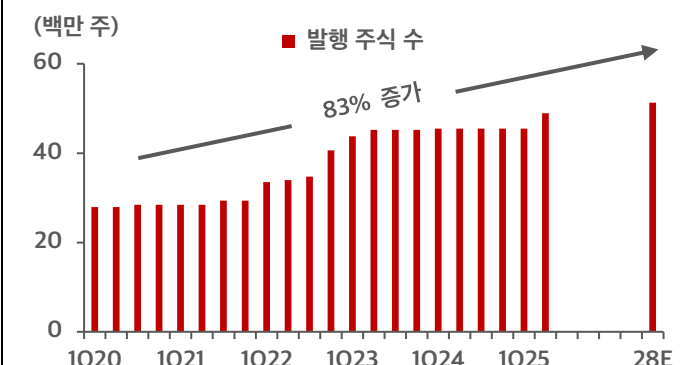
동사는 이제 주주환원까지 시작한다. 동사는 20년에 취득한 878,220주의 자사주 중, 800,500주를, 5년간 처분하며 투자자의 신뢰를 잃었다. 그러나 올해 1월, 5년만에 자사주 111만 주의 취득신탁계약의 체결을 발표했으며, 5월까지 총 102만 주를 매입했다. 이에 더해 대표이사는 올해부터 자사주 소각과 배당 계획을 시작할 것이라고 밝힌만큼 동사의 주주환원에 기대가 더해진다.

도표 2-3. 무형자산 취득과 콘텐츠 매출의 관계



출처: DART, SMIC 5팀

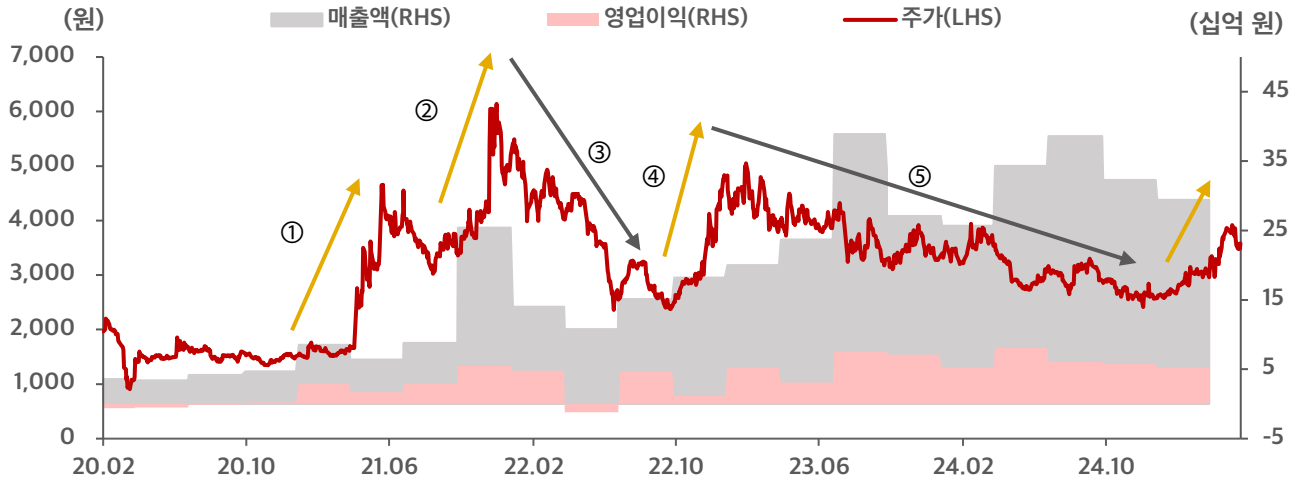
도표 2-4. 동사 발행 주식 수 추이



출처: DART, SMIC 5팀

2.4. 주가 분석

도표 2-5. 동사 주가 및 매출액, 영업이익 추이



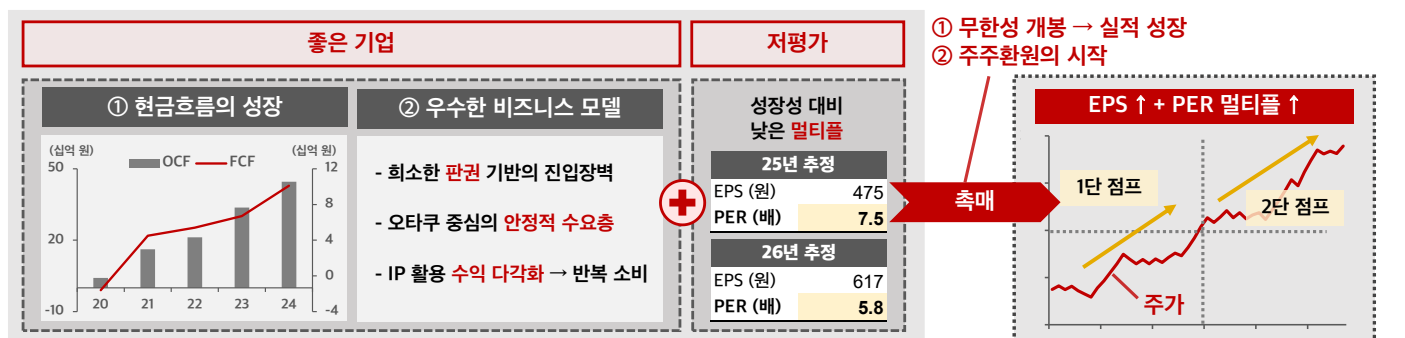
출처: KRX, DART, SMIC 5팀

- ①: 실적+정치 테마 =>폭발적 상승
팬데믹으로 인해 증시가 급락하기 직전인 20년 2월, 동사는 스펙 합병을 통해 코스닥에 상장했다. 3월 초, 시장이 급락/급등한 이후 21년 초까지는 매출과 주가 모두 제자리 걸음을 걸었다. 그러나 21년 1분기 자체 제작 드라마 '러브씬넘버'와 보유한 판권의 매출 호조로 사상 최대 실적을 기록하며 시장의 관심이 시작됐다. 이에 더해 사외이사과 대선 후보의 친분이 드러나며 정치 테마주로 주목받았고, 증시마저 호황인 상황 속에서 저점 대비 5배까지 폭발적 상승을 겪었다.
- ②:실적+메타버스: =>폭발적 상승(2)
21년 4분기에 전년 대비 400% 이상 매출이 성장하고, 영업 이익은 27배 상승하며 두 번째 상승기가 찾아왔다. 자체 제작한 '옷소매 붉은 끝동'이 대히트를 냈으며, '진격의 거인', '주술회전' 등 글로벌 흥행 IP가 폭발적 반응을 끌었다. 이에 더해 코로나가 열어지면서 '요시고 사진전', '웨스 앤더슨' 등의 전시에도 관객이 쏠리며 역대 최고 실적을 경신했다. 게다가 동사가 시작한 NFT, 메타버스 신사업이 당시 암호화폐/메타버스 테마에 주목을 받으며 두 번째 폭등기를 경험했다.
- ③: 금리 인상 및 실적 부진, 테마 이탈
22년은 금리 인상과 함께 메타버스 테마가 꺾였고, 실적도 부진했다. 내부적으로는 전환사채 발행, 리픽싱으로 인해 주식 가치가 희석되고, 파생상품 손실과 주식 보상비용 등의 일회성 비용이 겹쳤다. 테마와 실적이 모두 꺾였고, 금리 인상기까지 겹치며, 상승분의 대부분을 반납했다.
- ④: 수직계열화 해외 진출 기대감
22년 말 '라프텔'과 '로우컴퍼니씨앤씨'를 인수하며 외형 성장에 나섰다. 이를 통해 자체 제작부터, 수입, 배급, 상영, 2차 가공까지 밸류체인을 수직계열화를 완성했다. 라프텔에서 발생하는 100만명의 월 활성 고객층과 동남아 시장 진출 기대감으로 주가는 다시 한 번 상승했다.
- ⑤: 전환사채 오버행, 수익성 지연
23년 4월, 애니맥스 인수를 위해 시가총액 11%에 달하는 250억원의 4차 전환사채를 발행했다. 기존 3회차까지의 오버행 우려에 신규 희석 우려가 더해졌다. 이로 인해, 애니맥스 인수에서 예상되는 점유율 상승과 IP 확장이라는 시너지 효과는 시장의 관심조차 받지 못했다. 또한 동남아 지역에서의 수익 실현 시점의 지연이 발표되며, 주가는 24년 말까지 지속적으로 하락했다.
- 메가 IP의 대성공 기대되는 하반기
그러나 24년 4분기 이후로 IP의 연속적 흥행과 '진격의 거인'이라는 메가 IP의 극장판 성공은 시장 예측 이상의 실적을 가져왔고 동사의 주가는 상승하기 시작했다. 하반기 '귀멸의 칼날' 극장판과 동남아 BEP 달성까지 기대되는 지금, 동사의 주가는 상승궤도의 초입에 서있다.

3. 좋은 기업 plus 저평가 - MAIN IDEA

- 좋은 기업의 조건** 좋은 기업을 싸게 산다는 것. 이러한 투자 기회를 선제적으로 발굴한다면, 낮은 리스크와 높은 잠재 수익을 동시에 확보할 수 있다. 그렇다면 ‘좋은 기업’의 조건은 무엇일까? ① 현금흐름이 꾸준히 성장하고, ② 우수한 비즈니스 모델을 갖춘 기업이 이에 해당한다. 그리고 본서는 이러한 조건을 모두 갖추었음에도, 시장에서 저평가받고 있는 기업으로 ‘애니플러스’를 제시한다.
- ① 현금흐름의 성장 영업현금흐름과 잉여현금흐름이 꾸준히 성장하는 기업은 탄탄한 펀더멘털과 안정적인 성장 기반을 입증한 기업이라 할 수 있다. 동사의 영업현금흐름은 최근 3년간 연평균 41% 증가했으며, 잉여현금흐름 또한 연평균 32% 성장하며 견조한 현금 창출력을 보여주고 있다. 그간 성장은 M&A를 중심으로 한 비유기적 성장이 주요하게 작용했으나, 앞으로는 매출 확대와 수익성 개선을 통한 유기적 성장이 본격화되며, 현금흐름의 질적 성장 또한 나타날 것이라 판단한다.
- ② 우수한 비즈니스 모델 비즈니스 모델이 우수한 기업은 경쟁력과 성장의 지속 가능성이 담보되어 있다. 동사는 다음 세 가지 요소를 바탕으로, 좋은 비즈니스 모델을 가진 기업이라 판단된다. 첫째, 일본 애니메이션 판권을 기반으로 다양한 사업을 전개하며, 희소한 무형 자산을 통해 높은 진입장벽을 구축하고 있다. 둘째, 애니메이션에 대한 높은 충성도를 지닌 오타쿠층은 동사의 견고한 핵심 수요층으로, 이들의 지속적인 소비는 안정적인 매출 기반을 형성한다. 셋째, IP 기반의 수익 다각화 구조를 통해 다양한 형태의 반복 소비를 유도할 수 있어, 장기적인 고객 락인 효과 또한 기대된다.
- 좋은 기업 but 저평가** 현재 동사의 주가는 저평가되어 있다. 본서 추정 기준 25년, 26년 PER은 각각 7.5배, 5.8배로, 성장성이 반영되지 않은 낮은 멀티플에 머물러 있다. 24년에 이어 1Q25에도 시장 기대를 상회하는 실적을 기록했으나, 이를 반영한 실적 컨센서스조차 형성되지 않을 만큼 시장의 관심은 제한적이다. 콘텐츠 유통 기업의 평균적인 PER이 10~15배 수준임을 고려할 때, 수익을 다각화한 종합 콘텐츠 기업으로서의 이익 성장성을 감안하면 현재 밸류에이션은 매우 낮다고 판단된다.
- 2가지 촉매** 저평가 기업이 제 가치를 회복하기 위해선 촉매가 필요하다. 촉매는 잠든 주가를 깨우는 알람시계로, 저평가를 해소해주는 요인이다. 현재 동사는 ① 무한성 개봉을 중심으로 한 실적 성장, ② 주주환원의 시작이라는 두 가지 촉매를 앞두고 있다. 그간 동사는 서브컬처에 대한 낮은 시장 관심도로 주목받지 못했으나, 무한성의 흥행은 실적 성장뿐만 아니라 시장에 동사의 존재감을 각인시키는 전환점이 될 것이다. 또한, 잦은 전환사채 발행에 따른 오버행 우려에서 벗어나 주주환원을 시작함으로써, 주주가치 제고를 통한 저평가 해소도 기대된다. 이 두 가지 촉매를 바탕으로 동사는 EPS 성장과 멀티플 확장을 동시에 이루며, 주가는 ‘2단 점프’를 할 수 있을 것이다.
- 저평가 해소

도표 3-1. 메인 아이디어 구조도



출처: Dart, SMIC 5팀

4. 『무한성』장으로 진격의 서프라이즈 - 투자포인트 ①

4.1. 저평가 배어내기

저평가된 가이드نس

동사가 제시한 25년 가이드نس는 스스로를 매우 저평가한 것이다. 동사는 25년 매출액 1,700억 원, 영업이익 350억 원, 순이익 250억 원으로 각각 YoY 29.8%, 39.4%, 38.9%로 크게 성장할 것이라는 가이드نس를 주었다. 얼핏 보면 과감하게 성장을 예측하는 것으로 보이지만, 이는 동사가 자신들의 실적을 과도하게 보수적으로 추정한 가이드نس이다. 8월 22일 국내 개봉하는 ‘극장판 귀멸의 칼날: 무한성편’(이하 무한성)의 관객 수를 150만 명으로 예측한 실적이기 때문이다.

무한성의 흥행,
동사의 무한 성장

가이드نس로 준 무한성의 관객 수는 150만 명이지만, 동사 내부적으로도 관객 수를 300만 명을 목표로 잡고 있다. 본 보고서에서는 ① 무한성의 서사적인 측면과 ② 상황적인 측면을 고려하여 무한성이 예상하는 것보다 많은 관객을 동원할 수 있을 것이라는 점을 주장한다. 무한성이 모두가 생각하는 것보다 흥행할 수밖에 없는 이유와 그에 따른 동사의 무한 성장을 자세히 알아보자.

1Q25 서프라이즈,
진격의 거인

무한성의 흥행은 동사의 실적에 강한 모멘텀으로 작용할 것이다. 올해 3월 13일 개봉한 ‘진격의 거인 완결편’은 1분기에 19일의 상영만 반영되었음에도 동사의 1분기 실적은 시장의 기대를 33% 상회하는 어닝 서프라이즈를 만들었다. 영화관과 배급사 사이 통상적으로 적용되는 분배율을 적용하면, 1분기에 동사에 인식된 진격의 거인 영화 매출액은 23.8억 원이다. 이후 기타 수수료를 제외한 대부분이 영업이익이 되므로, 동사의 1분기 별도 영업이익에 22억 원 이상 영향을 준 것이라 판단된다. 전년 대비 별도 매출액과 영업이익 증가분 대부분이 진격의 거인 영화인 것이다.

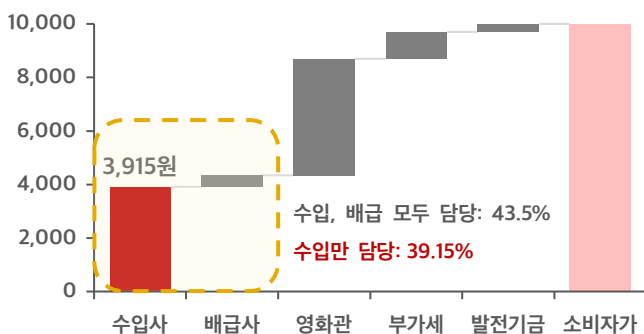
2분기도 진격,
하반기는 무한성

진격의 거인 영화 실적이 2분기에 15억 원 반영된다는 점과 SOOP에 방영권을 판매한 것을 고려하면 2분기에도 성장은 이어질 것이다. 동사가 수입과 배급을 모두 하는 진격의 거인은 43.5%의 부율(티켓 판매 수익 분배율)을 가지지만, 하반기에 개봉할 무한성은 자회사인 애니맥스가 수입, CJ ENM이 배급을 담당하여 39.15%의 부율을 가진다. 따라서 동사의 저평가된 가이드نس인 150만 명을 적용하면, 무한성 영화 상영만으로 60억 원의 연결 매출액 증가를 기대할 수 있다.

한 개의 IP,
수익은 여러 번

동사는 영화, TV 채널 방영, 자체 OTT, 타 OTT 방영권 판매, 굿즈, 팝업까지 모두 가지고 있어 그 이상의 수익을 기대할 수 있다. 우선, 확보한 판권을 바탕으로 영화의 수입과 배급을 통해 돈을 번다. 종영 이후 자체 OTT에 영화가 올라가며, 타 OTT에 방영권을 판매하여 추가적인 수익을 얻는다. 또한 자회사를 통한 굿즈 제작 및 판매와 팝업 게시를 통해 다중으로 수익을 얻는다.

도표 4-1. 영화 티켓 수익 분배율



출처: KMDb, SMIC 5팀

도표 4-2. 진격의 거인 극장판 수익 계산

극장판 진격의 거인 완결편 더 라스트 어택 - 일일 통계				
(단위: 백만 원)	일 평균 매출액	일 평균 관객 수	ASP(원)	일 평균 수익
03.08 ~ 03.31	273	27,545	9,914	119
04.01 ~ 05.24	65	6,103	10,633	28

극장판 진격의 거인 완결편 더 라스트 어택 - 누적 통계				
(단위: 백만 원)	누적 매출액	누적 관객 수	ASP(원)	동사 수익
1Q25	5,462	550,906	9,914	2,376
2Q25	3,504	329,538	10,633	1,524

· 상세표는 [Appx.1]에 첨부하였다.

출처: Kobis, SMIC 5팀

3년치 실적 모멘텀 무한성은 3부작으로 제작되어, 동사 실적을 3년간 견인할 예정이다. 세 가지 근거에 따라 올해 개봉하는 제 1장을 시작으로, 27년까지 매년 한 편씩 개봉할 것이라 주장한다. 첫째, 제작사인 ufotable은 이전 Fate/stay night 최종장을 3부작으로 제작해 본 경험이 있다. 둘째, ufotable은 극장판 한 편 제작에 평균 1~2년이 걸리지만, 메가 IP일수록 적은 제작 기간이 소요되는 모습을 보여왔다. 셋째, 전작인 무한열차는 인력 및 리소스 병행을 통해 13개월 만에 제작했다.

점차 커져갈 수익 무한성 IP가 창출하는 수익은 3부작이 진행되며 점차 커질 것이다. 최종장을 여러 부작으로 나누어 개봉한 ‘해리포터: 죽음의 성물’과 ‘트와일라잇: 브레이킹 던’ 모두 1부보다 2부에 관객 수가 50% 많았다. 죽음의 성물의 국내 관객 수는 1부 290만 명, 2부 440만 명이었다. 메가 IP의 스토리가 최종장에 다다르며, 사람들의 관심도가 점차 올라가는 것이다. 이에 따라 1부보다 2부 개봉 시점에 DVD, Blue-ray, 굿즈 판매량이 더 많았고, 홍보와 콜라보도 활발하게 진행되었다.

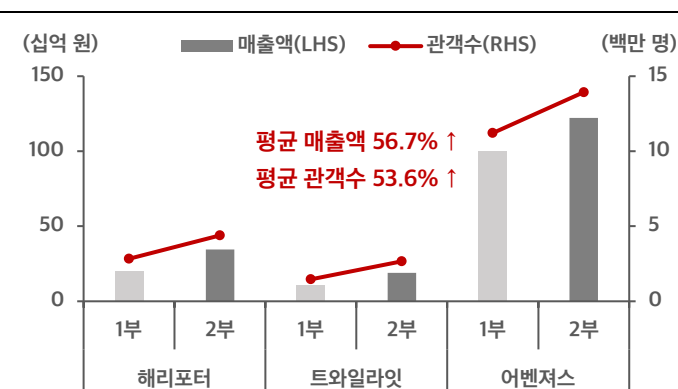
4.2. 메가 IP, 귀멸의 칼날: 무한성편

귀멸의 칼날 IP 확보 23년 6월 22일, 동사는 경쟁사인 애니맥스를 인수함으로써 귀멸의 칼날 등 여러 IP의 판권을 확보하였다. 애니맥스는 19년부터 귀멸의 칼날을 TV 채널에 방영해왔다. 이후 유곽편, 도공 마을 편을 거치며 지속적으로 한국 판권을 확보해왔고, 이 레퍼런스를 바탕으로 24년 7월에 무한성을 확보하게 되었다. 이전 극장판인 무한열차편은 에스엠지홀딩스에서 수입을 했지만, 이제 동사가 수입을 담당하여 영화 수익과 방영권 판매 수익 증대와 라프텔 비용 절감 효과를 얻을 수 있다.

어벤져스, 아바타, 그리고 귀멸의 칼날 귀멸의 칼날은 무엇을 생각하던, 그것보다 훨씬 거대한 메가 IP이다. 20년, 극장판 무한열차편은 전세계 박스오피스 1위를 기록하였다. 18년부터 22년까지 연간 박스오피스 1위를 기록한 영화는 ‘어벤져스: 인피니티 워’, ‘어벤져스: 엔드게임’, ‘귀멸의 칼날: 무한열차편’, ‘스파이더맨: 노 웨이 홈’, ‘아바타: 물의 길’이다. 물론 앞뒤 연도의 박스오피스 1위 작품보다 관객 수가 적은 것은 맞지만, 본 보고서에서는 귀멸의 칼날이 서브컬처라는 이름으로 가려질 수 없는 초거대 IP임을 주장한다.

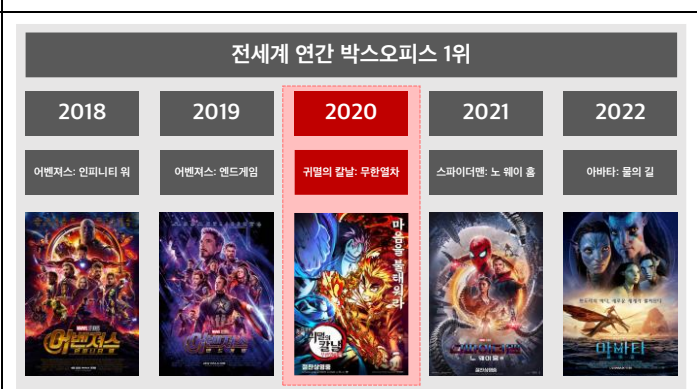
메가 IP지만, 모두 저평가 중 귀멸의 칼날 IP가 창출한 수익은 극장판이 개봉한 20년 한 해에만 9조 원을 기록했다. 특히 영화의 흥행으로 원작 만화 단행본, 굿즈 및 머천다이징의 판매량과 전시 및 콜라보 수익도 크게 증가하는 파급력을 보였다. 시장은 이미 초거대 IP가 가지는 파급력을 알고 있다. 동사는 무한성의 국내 판권을 독점적으로 가지고 있지만, 시장과 동사 스스로 모두 이것을 저평가하고 있다. 영화 수익과 종영 이후 자체 OTT 및 TV 채널에서의 방영, 넷플릭스 등 타 OTT나 SOOP에 방영권 판매, 자체 제작 굿즈 판매, 전시회 및 팝업까지 동사는 혼자 수익을 만끽할 준비를 마쳤다.

도표 4-3. 최종장 2부작 영화 국내 매출액 및 관객 수 추이



출처: Kobis, SMIC 5팀

도표 4-4. 18~22년 전세계 박스오피스 1위 영화



출처: Kobis, Rentrak, SMIC 5팀

고퀄리티 연출,
매력적인 캐릭터

귀멸의 칼날이 인기가 많은 이유는 압도적인 영상 퀄리티와 연출, 매력적인 캐릭터 디자인 때문이다. 이에 따라 화려한 연출과 매력적인 캐릭터 중심의 이야기 전개는 원작을 모르는 일반인들도 콘텐츠를 즐길 수 있게 한다. 서사도 가족애와 정의를 중심으로 한 성장을 중심으로 하여 대중성을 챙겼다. 이런 장점을 통해 원래 애니메이션을 즐기지 않는 사람들까지 끌어들이는 것이다.

3D 표현 → 공간감
→ 영화관으로 유인

제작사가 ufotable이라는 점이 중요하다. Ufotable은 일본 내에서도 이례적으로 외주를 최소화하고, 퀄리티를 높이는 것으로 유명하다. 특히 CG 처리와 3D 표현에 특징점이 있어, 압도적인 공간감을 선사한다. 이런 점에 기인하여 애니메이션 팬들에게는 '갓포테이블'이라고 불리기도 한다. **3D 표현과 공간감이라는 장점은 사람들이 영화관에 가서 큰 화면으로 시청하게 하는 유인이다.**

무한성 제 1장,
실트 없는 전투
그리고 아카자

8월 22일 개봉하는 무한성 제 1장의 흥행과 그로 인한 부가 수입 극대화는 필연적이다. 원작에 따라 서사가 흘러간다면, 사람들을 끌어들이 자극적인 이야기가 가득하다. 우선, 인기 순위 5위인 '시노부' 캐릭터의 전투 장면과 사망이 예정되어 있다. 이어서 인기 순위 1위인 '젠이츠' 캐릭터의 전투가 나올 것이다. 젠이츠의 전투 장면은 작화와 액션이 매우 화려하여 팬들에게 인기가 많은 장면이다. 마지막으로 빌런 중 가장 인기가 많은 '아카자'와 인기 순위 2, 3위인 '기유'와 '탄지로'의 전투가 벌어질 것이다. **전작인 무한 열차에서 아카자의 전투 장면이 마지막을 장식하며 큰 호평을 받았기에 이번에 개봉하는 무한성 제 1장에 대한 팬들의 기대가 가득한 상태이다.**

제 2장, 코쿠시보
제 3장, 무잔

26년, 27년에 이어서 개봉할 것이라 예상되는 2장과 3장 역시 1장만큼의 수익을 안겨줄 것이다. 2장에서도 역시 끊이지 않는 전투가 예정되어 있다. 1장과 이어지는 '도우마'와의 전투, 애니메이션 극초반부터 1기부터 이어진 복선인 '코쿠시보'와의 전투가 예정되어 있다. 이 과정에서 주인공 일행의 상당수가 각성과 죽음을 맞이하며 재미를 선사할 것이다. 3장에서는 최종 보스 '무잔'과의 전투, 서사가 진행되며 여태까지 쌓아온 모든 복선의 회수까지 이루어지며 흥행을 이끌 것이다.

영화 흥행
→ 부가 수익 ↑

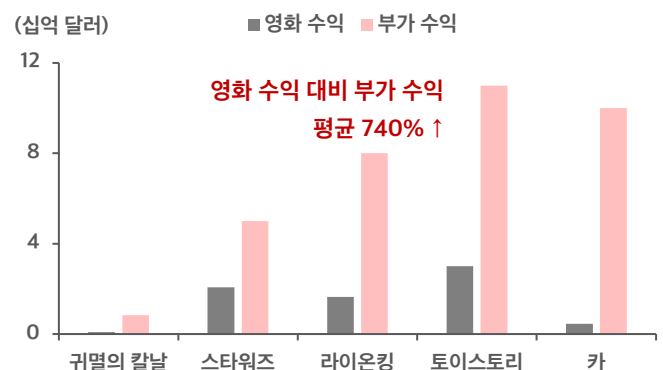
무한성 영화의 흥행은 시작일 뿐, 그보다 큰 부가 수익이 동사에 올 것이다. 15년 '스타워즈: 깨어난 포스' 개봉 후 1년간 굿즈 매출이 급증했다. 그 결과 전체 수익의 30%만이 영화 티켓 수익이었으며, 나머지 70%는 굿즈, 머천다이징 등 부가 수익이었다. 라이온킹 역시 박스오피스 수익은 16억 달러였으나, 굿즈 등 부가 수익이 80억 달러로 80%였다. 이외 토이스토리, 카도 각각 박스오피스 30억 달러, 5억 달러이지만 굿즈 등 부가 수익이 110억 달러와 100억 달러였다. 메가 IP, 특히 애니메이션은 영화 개봉 시기마다 굿즈 매출이 폭발적으로 증가한다. **전작인 무한열차도 20년 수익 9조 원 중 90% 이상이 굿즈 등 부가 수익에서 발생했다. 무한성의 흥행은 동사의 방영권 권리, OTT, TV 채널, 굿즈 등 다른 사업부와 폭발적인 시너지가 나올 것이다.**

도표 4-5. 귀멸의 칼날 만화, 애니메이션 전투 장면 예시



출처: 라프텔, 카카오페이지, SMIC 5팀

도표 4-6. 메가 IP 영화의 굿즈 등 부가 수익



출처: 각 사, SMIC 5팀

4.3. 성장의 호흡 제1의 형, 「서사」

「최종장」의 효과

동사가 제시한 관객 수 150만 명보다 크게 흥행할 수밖에 없는 이유는 크게 두 가지이다. ① 무한성은 귀멸의 칼날 스토리의 최종장이다. 스토리의 최종장에 사람들의 관심이 더 쏠리는 것은 자명한 일이다. 비단 영화뿐 아니라 드라마도 마지막 회는 시청률이 다른 회차보다 높게 나온다. 21년 1월 27일 개봉했던 무한열차는 메인 스토리가 아닌, 사이드 스토리였음에도 215만 명의 관객을 동원하고, 206.5억 원의 티켓 판매 수익을 만들어냈다. 메가 IP의 최종장에 동사가 사이드 스토리의 관객 수 215만 명보다 현저히 적은 150만 명의 관객 수를 제시한 것은 합당하지 않다.

「라스트」 진격의 거인

일반적으로 ‘최종’이라는 수식어가 붙으면, 이전보다 많은 관심을 받는다. 올해 3월 11일 개봉한 진격의 거인 극장판도 ‘라스트’라는 수식어를 붙이고 나왔다. 그 결과 이미 애니메이션으로 전부 나와있는 내용을 모아두었을 뿐인 TVA임에도 이전까지 관심을 두지 않았던 많은 사람들을 모아 88만 명의 관객을 동원하였다. 이전 극장판인 ‘진격의 거인 2기 TVA: 각성의 포효’의 관객 수는 1,150명이었다. 내용의 완성도와 TVA라는 형태는 같으므로, 최종장이 가지는 힘을 알 수 있다.

서사 빌드업 완료

귀멸의 칼날은 애니메이션을 진행하며, 최종장 무한성을 강조하기 위해 준비해 왔다. 애니메이션의 마지막 에피소드 4기 ‘합동 강화 훈련편’은 스토리가 최종 국면을 위한 빌드업에 치중되어 있다. 원작에서도 전투 장면 없이 서사 빌드업만 이어지는 재미 없는 에피소드로 평가받는다. 그럼에도 24년 5월 공개된 이후 국내 넷플릭스 시리즈 순위에서 방영 기간 내내 1~2위를 차지하였다. 이는 무한성이 받을 수 있는 관심의 최소치이자, 팬들이 가지고 있는 기대감을 보여준다.

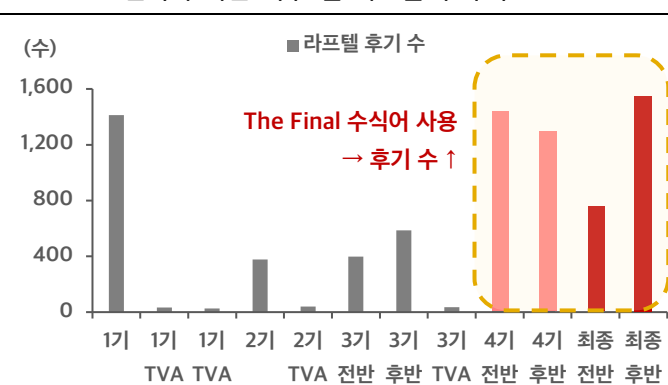
애니메이션 영화,
N 회차 관람객 ↑

애니메이션 영화는 일반 영화에 비해 다회차 관람객이 많다. 이에 따라 개봉 후 3주까지 대부분의 관객이 몰려 있는 일반 영화와 달리, 애니메이션 영화는 3주차 이후에도 관객 수 감소폭이 작아 고르게 분포되어 있다. 즉 개봉 후 좋은 평가와 관심을 받는다면, 한 달이 지난 시점에도 갑자기 관객 수가 많은 날이 생기는 것이다. 시장의 그 누구도 진격의 거인 극장판의 흥행을 예상하지 못한 이유이다. 무한성도 최종장이라는 점과 애니메이션 영화의 특성을 고려해야 한다.

관련 영상 조회수 ↑

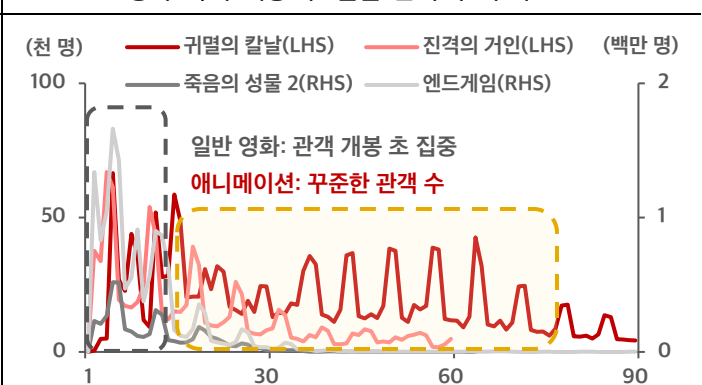
무한성을 준비하는 팬들과 기존 서사를 모르는 사람들까지 합쳐져 이미 유튜브에서는 관련 영상들의 조회수가 빠르게 증가하고 있다. 특히 무한성 PV로 공개된 장면 중 인기 캐릭터 ‘젠이츠’를 강조한 쇼츠는 300만 조회수를 기록하고 있다. 또한 무한성의 메인 빌런 ‘아카자’가 전작에서 등장하는 장면을 담은 쇼츠도 224만 조회수를 기록하고 있다. 개봉 이후 명장면 쇼츠나 리뷰가 증가하면, 다회차 관람객을 필두로 줄어들던 일별 관객 수가 개봉 초만큼 증가할 수 있다.

도표 4-7. 진격의 거인 기수 별 라프텔 후기 수



출처: 라프텔, SMIC 5팀

도표 4-8. 영화 국내 개봉 후 일별 관객 수 추이



출처: Kobis, SMIC 5팀

4.4. 성장의 호흡 제2의 형, 「상황」

최소치: 「무한열차」

② 무한열차가 동원한 215만 명의 관객보다 무한성이 많은 관객을 동원할 수밖에 없는 이유를 **알아보자**. 전작인 무한열차는 코로나19 거리두기 정책이 가장 엄격했던 21년에 개봉했다. 개봉일에는 ‘사회적 거리두기 2.5단계’가 시행 중이었다. 이때 사회 전체적으로 5인 이상 모임이 제한되고, 영화관은 2시부터 익일 5시까지 영업이 불가능했으며, 좌석 한 칸 띄우기, 음식 섭취 금지 등 강한 제한이 걸렸다. **이에 따라 영화관 CAPA 50%가 줄었고, 영화 관객이 급감했었다.**

사회적 거리두기, 그럼에도 N차 관람

사회적 거리두기 2.5단계가 시행 중이던 20년 말부터 21년 초는 상황적으로 영화 흥행이 불가능했다. 무한열차는 그때 **200만 관객을 넘긴 유일한 영화였다**. 당시 디즈니 픽사의 ‘소울’도 개봉했으나, 200만 관객을 동원하지는 못했다. 이 성과는 10대, 20대의 다회차 관람이 이어진 결과이다. 특히 10대의 경우 코로나19 방역에 대한 부모 세대의 울타리가 매우 두꺼웠음을 고려하면 그들이 가졌던 의지가 매우 컸음을 알 수 있다. **이때 철통 방어를 뚫고 무한열차를 보았던 관객들이 아무런 방해가 없는 지금, 무한성을 극장에서 시청하지 않을 이유가 전혀 없다.**

월 평균 관객 수 ↑

당시보다 영화 관객 수도 크게 증가하였다. 사회적 거리두기 2.5단계가 시행되었던 5달 간 영화 관객 수는 총 1,216만 명이었다. 반면 영화 산업의 침체기라 불리는 25년 5달 간 영화 관객 수는 총 3,369만 명이다. **코로나19가 없어진 것으로 월 평균 관객 수가 177% 증가한 것이다.** 25년 1월 이후 월별 관객 수가 감소한 것은 흥행에 성공한 영화가 없었다는 점에 기인한다. 그럼에도 무한성은 무한열차보다 관객을 동원하는데 압도적으로 유리한 위치에 있음은 바뀌지 않는다.

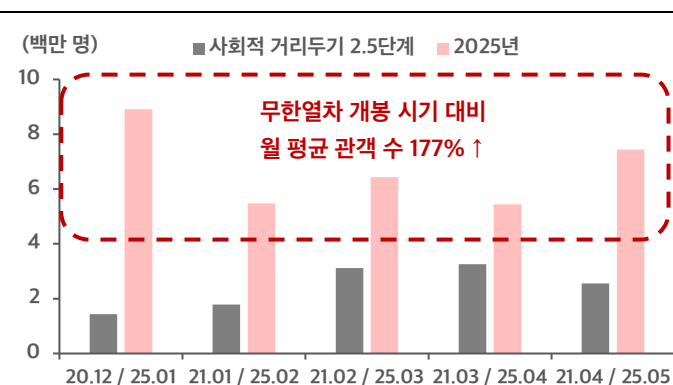
팝업과 전시, 흥행 ↑, 굿즈 수익 ↑

이제는 팝업 전시도 무한성 홍보에 사용할 수 있다. 무한열차 이후 새롭게 떠오른 마케팅 트렌드 팝업은 이제 영화 마케팅에도 반쯤 필수 요소로 자리잡고 있다. 영화의 주요 장면을 재현한 장소를 통해 관객들이 직접 SNS에 홍보하게 만드는 것이다. 24년 5월 28일부터 6월 9일까지 더현대에서 진행된 ‘신카이 마코토 팝업’은 2시간 대기면 짧은 편이라는 후기가 있을 정도로 많은 사람이 몰렸었다. **팝업 스토어를 통해 흥행과 굿즈 수익 두 마리 토끼를 모두 잡을 수 있다.**

팝업으로 기억 속 귀멸의 칼날 꺼내기

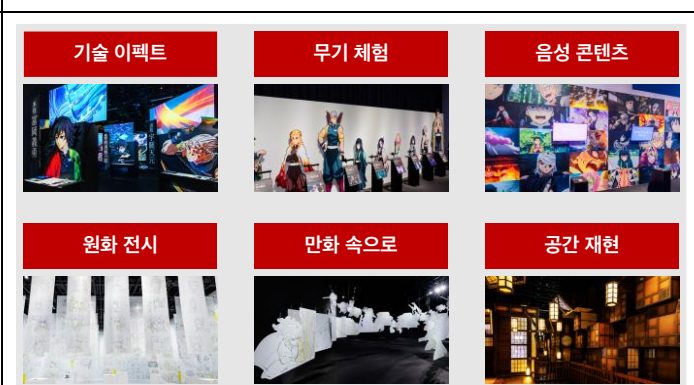
팝업을 통한 홍보가 매우 중요하다. 무한열차 이후 4년이 지났고, 원작 만화도 24년에 완결이 났다. 사람들의 기억 속에서 귀멸의 칼날을 다시 꺼내오는데 가장 좋은 방법은 팝업이다. 24년 11월부터 일본 도쿄의 초대형 전시 공간에서 진행된 전시회는 현지에서도, 한국 관광객에게도 큰 화제였다. 무한성 속에 들어간 것처럼 꾸며진 공간과 콘티에 사용된 원화들, 대형 스크린에 상영되는 캐릭터들의 액션은 관람객의 지갑을 열어 2.4조 원의 굿즈 등 부가 수익을 창출하였다.

도표 4-9. 21년, 25년 월별 영화 관객 수 추이



출처: Kobis, SMIC 5팀

도표 4-10. 「기동전 - 그리고 무한성으로」 전시회



출처: Creative Museum Tokyo, SMIC 5팀

4.5. 성장의 호흡 제3의 형, 「추정」

비교: 「슬램덩크」

무한성 관객 수 추정을 위해 코로나19 이후 흥행에 성공한 일본 애니메이션과 비교할 것이다. 비교군은 ‘스즈메의 문단속’, ‘더 퍼스트 슬램덩크’(이하 슬램덩크), ‘그대들은 어떻게 살 것인가’이다. 세 영화 중 ‘스즈메의 문단속’과 ‘그대들은 어떻게 살 것인가’는 원작 IP의 힘이 아닌, 감독의 명성과 역량이 경쟁력이 되는 IP라는 점에서 제외한다. 따라서 원작이 존재하고, 소년만화적 서사를 가지고 있다는 공통점을 가진 슬램덩크와의 비교를 통해 무한성의 관객 수를 알아보자.

첫 번째 할인, 영화 업황 차이

23년 1월 4일 개봉한 슬램덩크는 개봉 후 6개월 간 470만 명의 관객을 동원한 역대 일본 애니메이션 한국 흥행 순위 2위 영화이다. 25년 1~5월 총 관객 수는 3,369만 명이고, 슬램덩크가 개봉한 23년 1~5월 총 관객 수는 4,387만 명이다. 월별 관객 수는 당시보다 23.2% 감소하였다. 25년의 지표는 무한성이 개봉 전인 점과 아직 흥행한 영화가 없다. 하지만 23년의 지표는 흥행 작품인 슬램덩크가 1월, 스즈메의 문단속이 3월 개봉했다. 따라서 두 시기의 관객 수를 비교하는 것은 25년의 여력을 저평가하는 것이다. 하지만 무한성 관객 수의 최소치를 추정하기 위해 최대한 보수적인 지표로써 두 시기의 차이인 23.2%를 첫 번째 할인을 적용하여 추정하였다.

두 번째 할인, IP 영향력 차이

슬램덩크와 귀멸의 칼날 IP 영향력 차이를 비교하기 위해 만화 누적 발행 부수를 차용하였다. 슬램덩크는 누적 1.85억 부의 만화를 발행하였고, 귀멸의 칼날은 누적 1.5억 부의 만화를 발행하였다. 90년대 IP인 슬램덩크보다 최신 IP인 귀멸의 칼날의 만화 발행 부수가 많을 수 있다. 하지만 그에 따라 누적 발행 부수에 슬램덩크는 36년, 귀멸의 칼날은 16년부터 10년이 반영되었으므로, 연도에 따른 IP 영향력 차이는 없을 것이다. 따라서 귀멸의 칼날이 슬램덩크보다 만화 누적 발행 부수가 18.9% 적음을 IP 영향력 차이에 대한 두 번째 할인을 적용하여 추정하였다.

무한성 제 1장, 관객 수, 수익 추정

상기 논의를 종합하여 추정한 무한성 제 1장의 관객 수는 최대 293만 명이다. 23년과 25년의 영화 업황 차이를 첫 번째 할인으로 반영하였고, 두 IP의 영향력 차이를 두 번째 할인으로 반영하였다. 투자포인트에 의거하여 추정한 무한성 동사 티켓 수익은 최대 114.6억 원이다.

2장, 3장 추정, proxy 안분

2장과 3장의 관객 수 추정은 최종장을 2부로 구성한 해리포터, 트와일라잇, 어벤져스 중 1부 대비 2부 관객 증가율의 하단 24.3%를 proxy로 사용하였다. 무한성 1장의 마지막이 가장 기대받는 아카자와의 전투라는 점과 최종장이 3부로 구성되어 점차 피로도가 높아진다는 점을 고려하여, 2장의 전작 대비 관객 증가율을 3장의 증가율과 2:1로 안분하여 적용하였다. 따라서 2장과 3장의 최대 관객 수는 각각 16.2% 증가한 340만 명, 7% 증가한 364만 명이라 추정하였다.

도표 4-11. 국내 흥행 성공한 일본 애니메이션 영화 비교

비교군			
			
경쟁력	원작 IP	원작 IP	감독
장르	소년만화	소년만화	드라마
타겟층	10~20대	30~40대	20~30대

출처: Kobis, SMIC 5팀

도표 4-12. 무한성 제 1장 최대 관객 수 추정

귀멸의 칼날: 무한성편 관객 수 및 수익 최대치 추정 (단위: 천 명, 백만 부, 백만 원, %)		
	관객 수	티켓 수익
1장 관객 수 $A*(1+B)*(1+C)$	2,928	11,464
슬램덩크 관객 수 (A)	4,703	
1차 할인율 (B)	-23.2%	
25.01~05 관객 수	33,689	
23.01~05 관객 수	43,868	
2차 할인율 (C)	-18.9%	
귀멸의 칼날 만화 누적 발행 부수	150	
슬램덩크 만화 누적 발행 부수	185	
2장 관객 수	3,402	13,319
전작 대비 관객 증가율(%)	16.2%	
3장 관객 수	3,639	14,246
전작 대비 관객 증가율(%)	7.0%	

출처: SMIC 5팀

4.6. 성장의 호흡 오의, 「OSMU」

부가 수익,
무한 성장

무한성 영화 수익은 시작일 뿐, 진짜 성장은 굿즈와 방영권 등 부가 수익에서 나온다. 24년 5월 13일, 방영 시작한 애니메이션 4기 합동 강화 훈련편은 24년 100% 연결 자회사 애니맥스의 매출 YoY 295% 성장을 이끌어, 2Q24와 3Q24에 애니맥스의 분기 매출이 크게 증가하였다. 이때 두 분기를 제외한 다른 분기들의 매출액은 큰 변화 없이 flat 하던 것을 고려하면, 두 분기동안 증가한 112.5억 원이 귀멸의 칼날 4기 방영에 따른 부가 수익에 의한 것임을 추정할 수 있다.

① 스토리의 재미 ↑

무한성이 개봉하면, 24년에 애니메이션 4기가 방영할 때보다 부가 수익이 크게 발생할 것이다. 근거는 크게 세 가지이다. ① 스토리의 재미 부분에서 차이가 크다. 4기 애니메이션은 원작 전체에서도 상대적으로 재미 없는 부분으로 꼽히는 비인기 파트이다. 하지만 무한성은 팬들이 기다리는 장면이 모두 담긴 최종장이다. IP의 가치나, 사람들의 관심 모두 클 수밖에 없다. 동사 공식 유튜브 채널에 올라온 4기 PV는 6.2천 조회수, 무한성의 PV는 94만 조회수를 기록하고 있다.

② 극장판
→ 굿즈에 노출 ↑

② 무한성은 극장판이다. 극장판은 오리지널 포스터나 엽서, 스티커, 비주얼 보드 등 다양한 특전을 매주 다르게 제공하여 다회차 관람과 다른 굿즈에 대한 관심을 키운다. 가령, '네즈코' 캐릭터의 캐릭터 카드를 바라고 영화관에 간 관객이 '이노스케'의 캐릭터 카드를 받는다면, '네즈코' 카드는 따로 구매하는 것을 고려하게 되는 것이다. 이때 엔터 산업의 콘서트 굿즈처럼 영화관에 서만 판매하는 스페셜 굿즈를 통해 추가 수익도 올린다. 즉, 굿즈에 대한 노출도가 높아진다.

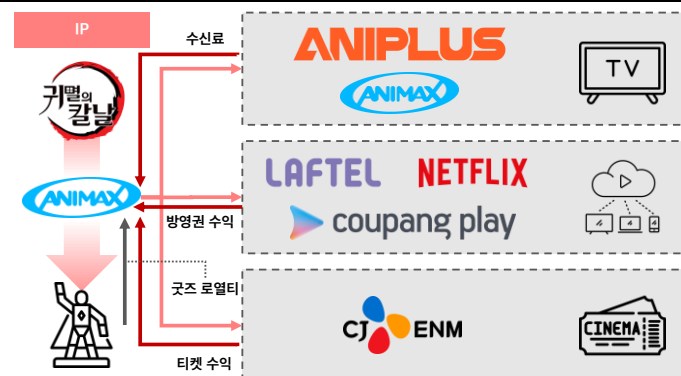
③ 방영권 Q ↑

③ 방영권을 팔 수 있는 Q가 증가했다. 지금까지는 넷플릭스, 쿠팡플레이 등이 OTT에 애니메이션을 방영하기 위해 동사에게 방영권을 구매해왔다. 하지만 이제 SOOP과 치지직이라는 새로운 고객이 생겼다. 진격의 거인이 유행하며, SOOP에서는 '같이보기' 콘텐츠가 유행하였다. 해당 콘텐츠의 인기가 매우 많아, 진격의 거인 1기 같이보기 콘텐츠를 진행한 스트리머들이 서수길 대표에게 2기와 3기의 방영권도 사올 것을 공개적으로 요구했다. SOOP 입장에서도 돈이 많이 되었는지, 서수길 대표도 공식적으로 반드시 방영권을 사오겠다고 언급했다. 치지직에서도 다양한 애니메이션에 대해 같이보기 콘텐츠를 진행 중이다. 두 회사가 경쟁하면, 웃는 건 동사이다.

부가 수익 추정

동사의 부가 수익 중 방영권 판매와 굿즈 판매 비중을 알 수 없어, 2Q24와 3Q24의 매출 비중을 사용하여, 가중평균 반영하였다. 방영권은 국내 주요 OTT 업체 6곳에서 새로운 고객 2곳이 증가했다는 점에서 33.3% 가산하였다. 굿즈는 귀멸의 칼날 IP로 발생한 굿즈 수익의 20년과 24년의 차이를 proxy로 사용하였다. 상기 논의를 종합한 부가 수익 추정치는 186억 원이다.

도표 4-13. 귀멸의 칼날 IP OSMU 구조



출처: SMIC 5팀

도표 4-14. 무한성 부가 수익 추정

귀멸의 칼날: 무한성편 부가 수익 추정			
(단위: 백만 원, 십억 엔, %)	2025E	2026E	2027E
부가 수익 A+B	18,620	19,673	20,200
굿즈 수익 (A)	6,507	7,560	8,087
24' 가중평균 굿즈 수익	2,169	2,169	2,169
매출 증가율	200.0%	200.0%	200.0%
20' 슈에이샤 굿즈 수익	90	90	90
24' 슈에이샤 굿즈 수익	30	30	30
관객 수 증가율		16.2%	7.0%
방영권 수익 (B)	12,113	12,113	12,113
24' 가중평균 방영권 수익	9,085	9,085	9,085
Q 증가율	33.3%	33.3%	33.3%
주요 OTT 수	6	6	6
신규 Q	2	2	2

출처: SMIC 5팀

5. 애니 OTT 최강자, 라프텔 - 투자포인트 ②

라프텔은 국내 애니메이션 오타쿠들의 성지다. 당장 앱 후기만 보아도 해당 사실을 체감할 수 있다. 국내 오타쿠들을 충분히 사로잡은 동사의 OTT 플랫폼인 라프텔은 이제 해외 오타쿠들을 사로잡을 준비를 마쳤다. 동사의 해자와 함께 동남아 오타쿠 확보 성공 가능성에 대해 알아보자.

5.1. 국내에서 굳건한 1인자

흑자 OTT
라프텔

라프텔은 국내 토종 OTT(Over-the-top) 중 유일한 흑자 기업이다. OTT 기업들은 고객들의 낮은 해지 장벽으로 인해 끊임 없이 콘텐츠를 생산 및 구입해야 하는 숙명을 가지고 있다. 이는 극심한 콘텐츠 투자 비용으로 이어져 OTT 업체들의 손실을 확대시키며, [도표5-1]에서도 확인할 수 있다. 국내 주요 OTT 업체들 중 라프텔과 넷플릭스코리아만 순이익을 내고 있으며, 이마저도 라프텔이 넷플릭스코리아 대비 13%p나 높은 이익률을 기록하고 있다. 글로벌 OTT 기업인 넷플릭스도 달성하지 못한 수익률을 한국의 중소기업인 라프텔이 달성했다는 것은 라프텔에 분명한 해자가 있음을 짐작케 한다. 그리고 그런 해자는 동사의 모회사인 애니플러스로부터 기인한다.

일본 신작의 90%를
라프텔이 국내에
방영

라프텔은 일본 애니메이션 신작의 90%에 대해 국내 독점 방영권을 가진다. 독점 방영권을 가진다는 것은 라프텔이 방영권을 보유한 애니메이션을 타 OTT 업체들이 방영할 수 없음을 의미한다. 90%라는 수치는 사실상 모든 신작 애니메이션이 라프텔에 축적될 수밖에 없는 구조를 만들며, 이는 유저들이 신작을 보기 위해서는 타 OTT가 아닌 라프텔로 올 수밖에 없음을 의미한다.

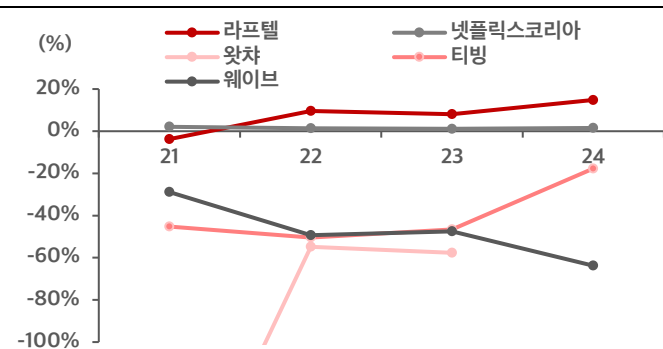
그 이유는 동사의
높은 판권
점유율에서 기인

라프텔이 이렇게 신작 독점 방영권을 대부분 차지할 수 있는 이유는 애니플러스 덕분이다. [기업 분석]에서 기술했듯이 애니플러스와 애니맥스의 신작 일본 애니메이션 판권 점유율은 90%인데, 라프텔은 모회사를 통해 기획보된 판권 중 방영권만을 사와 OTT 사업을 영위하는 구조인 것이다. 1H25에만 라프텔이 공개한 신작 편수는 78편에 달하는데, 이는 현재 넷플릭스코리아가 제공 중인 274편 대비 약 29%에 달하는 수치다. 즉, 넷플릭스코리아가 오랫동안 구축해온 애니메이션 데이터베이스를 라프텔은 단순 계산으로 단 2년 만에 구축할 수 있는 것이다.

사용자 친화적인
라프텔의 UI

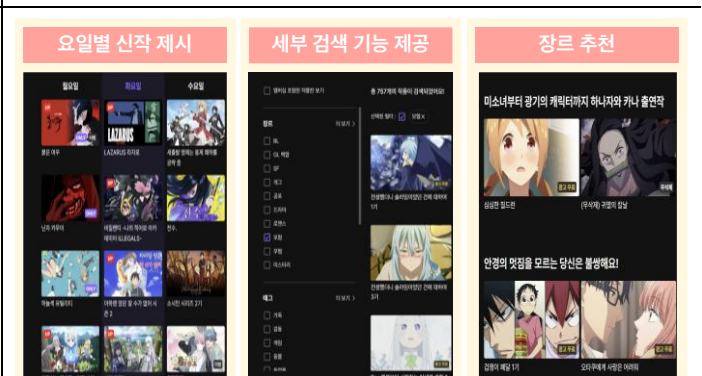
다양한 방영권을 보유한 것 이외에도 라프텔은 오타쿠에 특화된 UI(User Interface)를 가지고 있다. 사실상 국내에서 신작을 시청하기 위해서는 라프텔을 이용해야 하는데, 라프텔은 요일별 신작 카테고리를 제공해 애니를 마치 웹툰처럼 볼 수 있도록 UI를 설계하였다. 이에 더해 검색 기능에 장르, 방영 완결 여부 등의 필터를 제공해 오타쿠들의 편의성을 높였다고 평가할 수 있다.

도표 5-1. 국내 OTT 수익률 추이



출처: 각사 사업보고서, 언론보도, SMIC 5팀

도표 5-2. 요일별 신작 기능 제공



출처: Laftel, SMIC 5팀

락-인 효과
매우 강함

이렇다 보니, 라프텔의 락-인 효과는 매우 강할 수밖에 없다. ‘한 번 오타쿠는 영원한 오타쿠’라는 말이 있듯이, 오타쿠들은 그 자체로 충성 고객이다. 다양한 서사를 경험하며 작품의 완결도를 평가하는 오타쿠들에게 다양한 IP와 꾸준한 신작 배급은 매우 중요하다. 이미 그 어떤 OTT보다도 많은 애니메이션을 보유한 라프텔로부터 오타쿠들이 이탈할 유인은 전혀 없는 것이다.

강한 락-인 효과는 곧 용이한 수익 구조 형성과 연관

락-인 효과가 강하다는 것은 그만큼 고객으로부터 이익을 발생시키는 것이 용이함을 의미한다. 국내 OTT 업체들의 마진율이 낮은 것은 결국 고객 확보를 위한 킬러 콘텐츠 확보에 막대한 비용이 투자되어야 하고, 타 플랫폼으로의 이탈을 방지하기 위해 높은 구독료를 요구할 수 없기 때문이다. 하지만 동사는 다르다. 이미 수많은 애니메이션 데이터베이스를 구축해놓은 상태기 때문에 킬러 콘텐츠의 필요성이 현저히 떨어지며, 국내에는 라프텔과 견줄 만한 플랫폼이 부재하기 때문에 라프텔이 유저들로부터 유리한 과금 구조를 형성할 수 있는 것이다.

25년 6월부터 유료 유저들로의 전환 가속화될 것

이런 측면에서 라프텔의 광고 보고 무료보기(AVOD) 서비스 중단은 수익 확장에 크게 기여할 것이다. 기존 무료 유저들은 광고를 보고 일부 작품을 무료로 시청할 수 있었지만, 라프텔은 25년 6월부터 해당 AVOD 기능을 중단한다고 발표하였다. 결국, 라프텔을 이용하기 위해서는 유료 전환이 필요한 상황인데 많은 무료 유저들이 유료 유저로 전환될 가능성이 높다. 라프텔 국내 베이직 요금제인 9,900원은 라프텔 다음으로 애니메이션 IP를 많이 보유한 넷플릭스코리아의 기본 요금제인 13,500원보다 저렴하기 때문이다. 오타쿠들이 더 적은 IP가 있는 플랫폼으로 더 높은 비용을 지불하고 이전하기보다는 라프텔의 돈이 되는 오타쿠로 남을 것임은 명백한 사실이다.

5.2. 국내는 충분하고, 이제 시선은 동남아로

이제 동남아까지 오타쿠들 확보 도전

국내 오타쿠들을 평정한 라프텔의 시선은 이제 동남아로 향해있다. 동사가 타겟하는 시장은 인도네시아, 말레이시아를 포함한 동남아 6개국으로, 국내 인구의 12배인 약 6억 명이 상주하는 지역이다. 규모뿐만 아니라 성장 속도 또한 CAGR 8.4%로 가파르다. 80~90년대부터 동남아 국가들 TV에서 드래곤볼, 슬램덩크를 시작으로 일본 애니메이션이 꾸준히 방영되어 왔기 때문에 국내와 마찬가지로 일본 애니에 대한 강력한 수요가 있을 것임을 짐작할 수 있다.

동남아 애니메이션 OTT 시장은 블루오션

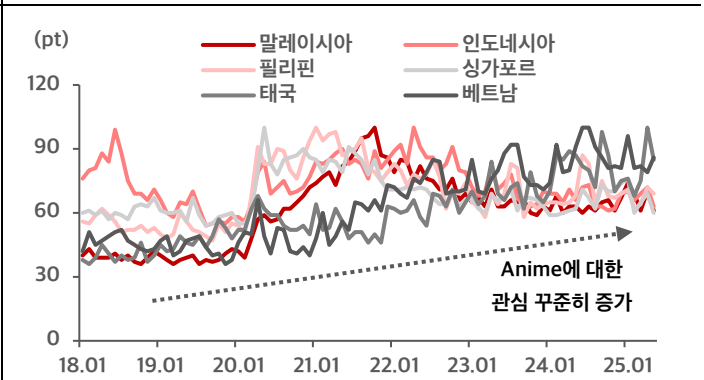
그리고 이런 오타쿠들의 수요를 충족할 애니메이션 OTT 플랫폼은 그동안 부재해왔다. 넷플릭스를 비롯해 Vidio와 같은 현지 OTT 플랫폼과 WeTV, iQIYI와 같은 중국계 OTT 플랫폼이 자리를 잡은 것은 사실이지만, 애니메이션을 전문적으로 서비스하는 OTT는 없었다. 이는 동남아 내에서 애니 불법 시청률이 높은 이유이기도 하지만, 동시에 선제적으로 진입하는 애니메이션 OTT 플랫폼이 타 경쟁사 대비 유리한 지위를 점할 것을 뜻하기도 한다.

도표 5-3. 국내 애니 OTT 플랫폼 비교

	라프텔	넷플릭스	크런치롤
작품 수	3,000+ 편	274 편	186편
한국어 자막	제공	제공	미제공
최소 구독료	9,900원	13,500원	4,900원
UI 친화도	높음	보통	높음

출처: 각사 플랫폼, SMIC 5팀

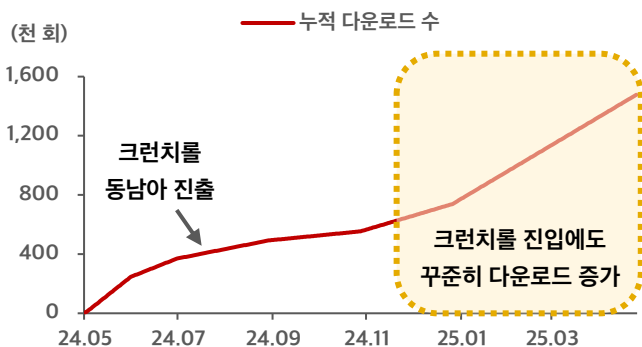
도표 5-4. 동남아 내 Anime 구글 트렌드 추이



출처: Google, SMIC 5팀

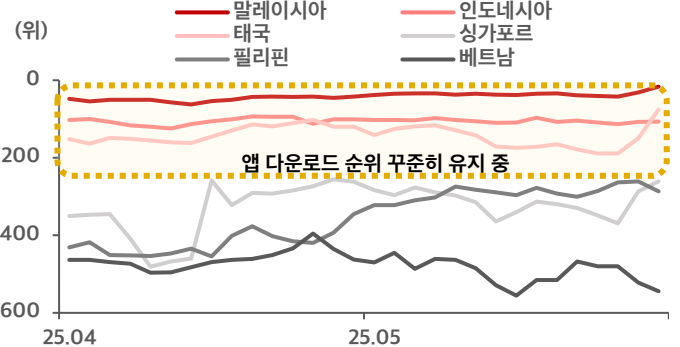
선제적으로 동남아에 진출한 라프텔	이런 흐름에 맞추어 라프텔은 24년 1월, 누구보다도 빠르게 동남아 시장에 진출하였다. 정확히 1년 만에 MAU(Monthly Active Users) 30만 명을 확보했는데, 17년부터 국내 서비스 런칭을 통해 8년 동안 확보한 MAU가 100만 명이라는 점을 감안하면 엄청난 속도로 MAU가 증가한 것이다.
경쟁사 크런치롤도 뒤이어 진입	라프텔을 따라 경쟁사인 Crunchyroll(크런치롤)도 동남아 시장 진출을 시작했고, 이로 인해 MAU 확보 경쟁이 일어날 것으로 예상된다. 일본 소니의 애니 전문 OTT 업체인 크런치롤은 라프텔에 이어 24년 8월부터 인도네시아를 시작으로 동남아 시장 내 공식 서비스를 런칭하였다. 글로벌 월간 유료 가입자만 1,500만 명에 달하는 초대형 OTT 업체이기 때문에 설령 라프텔이 동남아 시장을 선점했다고 하더라도 경쟁에서 다소 불리한 위치에 놓일 가능성이 존재한다.
그러나 경쟁적 우위는 라프텔에게 있을 것	다만, 다음과 같은 이유로 라프텔이 동남아 내 경쟁에서 우위를 점할 것으로 예상할 수 있다. ① 크런치롤은 동남아 사업 진출 경험이 전무하다. 이에 반해, 라프텔은 14년부터 자회사 PMNA를 통해 동남아 내 애니메이션 방송 송출을 담당해온 동사가 뒤에 있다. 이런 경험의 유무가 중요한 이유는 국가별로 문화와 콘텐츠 규제가 상이하기 때문이다. 예컨대, 태국은 자막보다 자국어 더빙을 더 선호하는데, 이는 대부분의 애니메이션 선호 국가들과는 상이한 특징이다.
라프텔의 전략은 빠른 수익화보다는 MAU 확대에 치중	② AVOD 기능을 위주로 빠른 시일 내 수익화 전략보다는 MAU 확대 전략에 더 치중한 모습을 보이고 있다. 출시와 함께 SVOD 모델을 도입한 크런치롤과는 다르게, 라프텔은 25년 2월부터 공식적으로 SVOD 모델을 도입했다. 선제적인 서비스 런칭에도 불구하고, AVOD 모델로만 사업을 영위했던 이유는 동남아 국가들 특성 상 유저들의 소득이 타 국가 대비 낮다는 점과 유저들이 광고에 덜 민감하다는 특성을 이용한 것으로 보인다. 일례로, 인도네시아 콘텐츠 소비자들 중 42%는 1시간의 무료 콘텐츠를 위해 최소 4개 이상의 광고를 시청할 의향이 있다고 밝혔다.
GEM 시스템은 광고에 관대한 동남아 오타쿠들 겨냥	GEM 시스템이 바로 동남아 유저들의 특성을 고려하여 설계한 수익 모델이다. GEM을 통해 유저는 광고를 건너뛰고 바로 애니메이션 시청이 가능한데, GEM은 직접 광고를 시청해 획득하거나 비용을 지불해 구입할 수 있다. 일례로, 말레이시아에서는 20개와 50개의 GEM을 각각 1,200원, 3,000원에 구입 가능하다. 이는 동남아 유저들에게 GEM을 사용해 광고를 건너뛰는 것이 얼마나 더 편리한 경험인지를 인지시켜주는 전략인 것과 동시에 SVOD와는 다르게 무료 유저들에게까지 애니메이션 시청 가능 폭을 제한하지 않았다는 점에서 초기 MAU 확보에 유리한 전략이라고 할 수 있다. 또한 SVOD 모델 도입 시 기존보다 더 높은 유료 전환율 달성에 도움을 줄 것으로 판단된다. 이는 웹툰을 미리 볼 수 있는 네이버 웹툰의 쿠키 제도와 매우 유사하다.
실제 성과는 앱 다운로드 수에서 지켜보기 가능	라프텔의 전략이 실제 성과로 이어지고 있음을 수치로도 확인할 수 있다. 출시를 7개월이나 먼저 했음에도 싱가포르와 말레이시아, 필리핀에서는 안드로이드 마켓 내 앱 순위가 50위 내외로 크런치롤과 비슷한 상황이다. 또한 꾸준히 유지되는 앱 순위는 동남아 내 성장을 대변한다.

도표 5-5. 최근 1년 간 인도네시아 내 라프텔 다운로드 수



출처: Appbrain, SMIC 5팀

도표 5-6. 플레이 스토어 엔터테인먼트 부문 앱 순위



출처: Sensor Tower, SMIC 5팀

6. 주주도 챙겨주실게요 - ISSUE & RISK

지금까지의 동사는
주주환원에 소극적

동사는 그동안 주주권의 보호에 전혀 신경을 쓰지 않는 기업이었다. 흔히 일반주주들의 지분을 희석시키는 전환사채(CB)를 무려 5회나 발행하였으며, 20년 상장 이래로 24년까지 배당은 없었으며, 자사주 매입도 20년 단 한 차례에 그쳤다. 콜옵션을 행사해 CB를 재매수한 사례가 있지만, 이마저도 소각하지 않고 최대주주에게 양도하여 최대주주 지분 확대에 사용하였다.

막대한 CB 발행이
제일 큰 문제점

특히 막대한 금액의 CB 발행이 그동안 동사에 대한 투자를 망설이게 만들었다. 1회차부터 5회차까지 발행한 CB는 무려 860억 원으로, 이는 현재 시가총액의 49%에 달하는 금액이다. 결과만 보았을 때, 조달한 자금으로 M&A를 진행해 애니메이션 수직 계열화를 이뤄내고 상장 이래 매출액의 8배 성장을 이뤄냈다는 점에서 성공적으로 비쳐질 수 있다. 다만, 그 과실이 배당을 통해 주주에게 온전히 귀속되지 않았을 뿐더러, 언제든지 CB 전환으로 과실이 희석될 여지가 농후했다.

23년 8월부터
CB 재매수 후 소각
의사 밝힘

그러나 23년 8월 CB 콜옵션 행사 공시로부터 동사의 주주환원에 대한 기조가 변화했음을 포착했다. 동사가 CB 에 대한 콜옵션 행사를 공시한 것은 23년 8월이 처음이며, “소각”의 여지를 열어둔 것도 처음이다. 그동안 동사가 콜옵션 행사를 하지 않았던 것은 아니다. 다만, 별도의 공시 없이 동사는 최대주주에게 CB 콜옵션 행사권을 양도하거나 행사 후 CB를 양도했다. 이는 일반 주주의 지분을 희생시키고 최대주주의 지분을 확보하는 주주환원에 반하는 행위라고 할 수 있다.

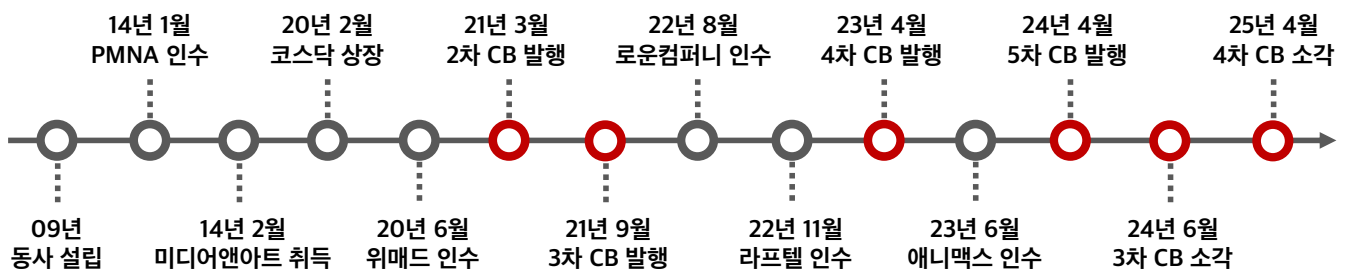
24년 6월 CB 소각
확정 공시는
주주환원의 신호탄

무엇보다 놀라운 건 해당 공시가 규제에 의한 강제적 공시가 아니라 자율적인 공시라는 것이다. 콜옵션을 통해 취득한 CB를 대주주에게 양도해 최대주주의 지분을 확대하는 행위는 이전부터 자본시장 불공정거래 악용 우려의 대상이었다. 이에 24년 12월부터 『증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』 개정안이 시행되면서, 상장사들은 반드시 CB 콜옵션 행사 및 양도와 관련한 공시를 작성해야 했다. 시기적으로 보았을 때 23년 8월 공시는 개정안에 의해 강제된 공시가 아님을 알 수 있다. 실제로 24년 6월에 해당 50억 원의 CB를 전액 소각해 주식 전환 우려를 완전히 불식시켰다는 점에서 동사가 주주환원을 의식하기 시작했다는 것을 알리는 신호탄이라고 할 수 있다.

자사주 매입과
추가적인 CB 소각
단행

동사는 주주환원 기조가 일회성이 아님을 시장에 보여주고 있다. 25년 2월, 동사는 약 5년 만에 30억 원에 달하는 자사주 매입을 재개했다. 뿐만 아니라 25년 4월 동사는 4회차 CB 물량에 대해 콜옵션 행사 가능 물량인 40% 전량을 행사한 후, 이를 즉시 소각해 주주가치 희석 우려를 불식시켰다. 또한, 1Q25에 진행한 주주총회에서는 전승택 대표가 직접 주주가치 제고에 대한 필요성을 언급했다. 경영진의 말을 100% 신뢰할 수는 없지만, 상술한 행위를 미루어 짐작할 때 회사의 주주환원 기조는 일시적이 아닌 장기적으로 이어질 것이라고 충분히 예상할 수 있다.

도표 6-1. 동사 설립 이후 타임라인



출처: SMIC 5팀

그러나 여전히
갈 길이 멀다

다만, 여전히 주주가치 제고를 위해 개선되어야 할 부분은 남아있다. 동사는 24년 6월 CB 소각 공시 2개월 전, 5회차 120억 원에 달하는 CB를 추가 발행하였다. 리픽싱 조항이 없고, 물량의 100% 콜옵션 행사 가능이라는 조건을 감안하면 소각된다는 가정 하에 이번 CB는 주주가치를 훼손시키지 않을 것이다. 다만, 전 대표가 컨퍼런스 콜에서 언급했듯이 투자자들이 동사를 주주 친화적인 회사로 인식하기 위해서는 대규모 CB의 추가 발행은 신중히 결정되어야 할 것이다.

주주가치 제고는
지속성이 중요

또한 주주가치 제고 행보는 지속적이어야 한다. 동사는 24년 6월부터 공식적으로 주주가치 제고를 언급했으며, CB 콜옵션 행사 및 소각, 자사주 매입을 재개하였다. 주주가치 제고를 통한 주가 부양을 위해 동사에게 남은 숙제는 투자자들로부터 꾸준히 신뢰를 강화하는 것 뿐이다.

CB 소각으로
투자자들로부터
신뢰를 얻는 중

투자자들로부터 신뢰는 이미 얻기 시작했다. 3회, 4회차 CB는 각각 23년 8월, 25년 4월까지 콜옵션 행사가 가능했으며, 동사는 행사 가능 종료일에 각 CB 콜옵션 조항의 최대 한도인 100억 원, 75억 원만큼 콜옵션을 행사하였다. 콜옵션 행사 및 소각은 동사의 주가를 끌어올리는 트리거가 되었으며, 이는 투자자들이 결국 동사의 CB 잔액에 대한 우려를 가지고 있음을 방증한다.

5회차 CB도
마찬가지로
소각할 것으로 예상

이를 미루어 짐작할 때, 5회차 CB 물량 또한 동사가 콜옵션 행사 가능일 전까지 모두 콜옵션을 행사할 것으로 보인다. 동사는 현재 120억 원에 달하는 5회차 CB 물량에 대해서 25년 4월부터 26년 9월까지 100% 콜옵션 행사가 가능하다. 다만, 1Q25기준 동사의 현금 및 현금성 자산 잔액은 128억 원으로 이를 행사하기 위한 자금을 모으는 데에는 시간이 걸릴 것으로 판단된다.

현금, 잉여현금흐름
으로 미루어볼 때
소각 여력 충분

다만, [투자포인트]에서 다룬 ‘귀멸의 칼날: 무한성’ 흥행이 동사의 현금 여력을 보충할 것이다. 구체적인 상황 여력을 가능하기 위해 본서에서 동사의 잉여현금흐름을 추정해 본 결과, 25년과 26년 각각 103억과 111억의 현금흐름을 창출이 예상된다. 자세한 추정표는 [Appx 2.]에 수록하였다. [투자포인트]에서 상술했듯이, ‘귀멸의 칼날: 무한성’ 편은 최종장으로, 시리즈가 공개될 때마다 관객 수가 더 늘어날 것으로 전망된다. 또한 향후 동사의 메가 IP 판권 획득을 위한 CAPEX는 예정되어 있지 않기 때문에, 25년 수준과 유사한 CAPEX가 이루어질 것임을 예상할 수 있다.

빠르면 5회차 CB를
25년 내로 상환 및
소각 가능

이를 근거로 동사는 빠르면 5회차 CB 물량 100%인 120억 원을 26년 9월까지가 아닌, 25년 내에도 상환이 가능할 것으로 예상된다. 또한, 주주환원으로 회사의 기조가 선화하였기 때문에 가능성이 없는 것은 아니다. 다만, 동사는 꾸준히 IP에 대한 투자가 필요한 회사라는 점과 언제든지 동사의 사업 영역 확장을 위한 M&A를 서슴치 않기 때문에 현금 소진에 신중할 것으로 예상되기에 보수적 관점에서 26년 9월에 전액 콜옵션 행사를 기준으로 투자 전략 수립을 권장한다.

도표 6-2. 동사 3~5회차 CB 타임라인



출처: SMIC 5팀

도표 6-3. 25.05 기준 CB 잔액 및 잔여 전환 주식수

구분	종류		
	제3회차 CB	제4회차 CB	제5회차 CB
최초 발행금액(백만 원)	25,000	25,000	12,000
콜옵션 행사가능 비율	40%	30%	100%
잔여 금액(백만 원)	3,800	7,500	12,000
리픽싱 조건	0	0	X
전환가액(원)	2,692	3,636	3,367
잔여 전환 주식수	1,411,590	2,062,706	3,564,004

*4회차 CB는 추후 주가 변동에 따라 5개월마다 전환가액 조정

*3,4회차 CB는 모두 콜옵션 행사 완료

출처: DART, SMIC 5팀

7. Valuation - Historical Peer PER Method

7.1. 매출 추정

동사의 매출을 별도와 종속회사인 라프텔, 애니맥스, 로운컴퍼니씨앤씨, PMNA, 미디어엔아트, 위매드로 나누어 추정하였다. 상기 논의를 종합한 동사의 매출 추정 Table은 다음과 같다.

최종 매출 추정 Table								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	49,037	57,816	111,347	130,976	29,369	181,902	213,132	241,104
YoY	208.7%	17.9%	92.6%	17.6%	14.2%	38.9%	17.2%	13.1%
별도	20,289	29,389	37,992	37,940	10,775	47,593	49,945	55,192
% of sales	40.9%	49.3%	30.8%	25.9%	36.7%	23.0%	21.0%	20.8%
라프텔		4,240	29,743	34,439	9,031	58,148	82,695	103,266
% of sales		7.1%	24.1%	23.5%	30.7%	28.1%	34.8%	38.8%
애니맥스			7,120	28,132	3,751	45,096	49,472	52,216
% of sales			6.4%	21.5%	12.8%	24.8%	23.2%	21.7%
로운컴퍼니씨앤씨		6,491	14,477	14,073	3,667	16,484	16,937	17,409
% of sales		11.2%	13.0%	10.7%	12.5%	9.1%	7.9%	7.2%
PMNA	5,997	8,177	10,181	9,262	2,108	11,818	13,704	15,260
% of sales	12.1%	13.7%	8.3%	6.3%	7.2%	5.7%	5.8%	5.7%
미디어엔아트	7,278	9,431	10,315	8,664	1,526	11,615	12,979	13,719
% of sales	14.7%	15.8%	8.4%	5.9%	5.2%	5.6%	5.5%	5.2%
위매드	16,066	1,899	13,116	12,786	441	13,227	13,227	13,227
% of sales	32.4%	3.2%	10.6%	8.7%	1.5%	6.4%	5.6%	5.0%
내부거래 조정	(613)	(1,843)	(11,983)	(15,645)	-	(22,080)	(25,826)	(29,184)
% of sales	-1.2%	-3.1%	-9.7%	-10.7%	0.0%	-10.7%	-10.9%	-11.0%

(1) 별도 매출

별도 콘텐츠 매출은 영화 수입 및 배급액, 케이블과 IPTV 수신료 수익, 방영권 판매액이 혼재되어 있다. 이에 판권 수입의 간접 지표인 25~27년 예상 일본 현지 신작 수에 콘텐츠 매출을 연동하여 추정하였다. 회귀분석 결과, 결정계수 0.94에 의거하여 무리한 추정은 아니라고 판단된다. 회귀식을 통해 추정한 매출의 전년 대비 성장률은 25년 14%, 26년 18%, 27년 13%로 일정하다. 그러나 25년 진격의 거인 티켓 수익은 39억으로 규모가 크고, 개별IP 영향이 커서 따로 더해주었다. 또한 일본 현지 신작 수는 일본 애니메이션 판권 시장 성장률 8.38%를 반영하였다.

별도 상품 매출은 온·오프라인 샵에서 발생하는 MD 매출이다. 동사는 25년 극장판 개봉과 그에 맞춘 콜라보, 팝업스토어를 계획 중이다. 이에 25년 매출을 22년과 동일하게 설정하고, 국내 캐릭터 시장 성장률 4.3%를 매년 반영하였다. 22년은 누적 관객수 73만 명의 주술회전0의 개봉과 콜라보 카페 진행으로, 25년과 상황이 유사하지만 IP의 인지도는 더 낮다. 따라서 25년 굿즈 판매량이 더 높을 것으로 예상되므로 무리한 추정은 아닐 것이라 판단했다. 기타 매출은 비중이 작고 합리적 추정이 어려워 2개년 평균 AGF 매출을 flat 처리하였다.

애니플러스 별도 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
별도 매출액	20,289	29,389	37,992	37,940	10,775	47,593	49,945	55,192
콘텐츠								
일본 현지 신작 수 (개)	171	179	207	211	50	229	248	264
상품	3,182	9,265	12,275	7,719	1,759	9,265	9,663	10,079
기타	22	341	1,160	1,087	73	1,124	1,124	1,124

(2) 라프텔 매출

라프텔 매출은 국내와 동남아 매출을 구분하여 추정하였다. 24년 매출액을 Q인 유료 구독자수로 나누고, 12개월로 나눠 국내 P인 1인당 월평균 구독료 10,927원을 추정하였다. 국내는 3분기부터 SVOD전환이 예정되어 있으며, 25~27년의 국내 P는 크런치롤의 22년 SVOD 전환 사례를 통해 볼 때, 인상되지 않을 가능성이 높으므로 현재 수준으로 유지하였다.

SVOD전환 이후, 25년 무료 이용자 72만 명 중 20%인 14만 명이 유료 구독으로 전환될 것으로 추정하였다. 저가의 광고 요금제를 도입하는 넷플릭스 등 대다수 OTT의 전략과 달리 동사와 유사한 크런치롤만 AVOD에서 SVOD로 전환하였다. 그 결과, 크런치롤 유료 구독자는 21년 8월 500만에서 18개월 후 1,070만으로 114% 증가했다. 이러한 증가율은 SVOD전환뿐 아니라 글로벌 MAU 증가의 영향이 크므로, 적합한 비교 사례가 될 수 없다고 판단했다. 크런치롤은 국내에서 한국어 자막을 제공하지 않는다는 점, OTT를 라프텔만 사용하는 단독 사용자 비율이 46%로 높다는 점을 종합적으로 고려하여 전환율을 가정하였다. 유료 구독자 수 증가율은 SVOD전환 시점으로부터 18개월 후까지 77%로, 크런치롤의 SVOD전환 당시 증가율에 비하면 보수적인 수치라 판단했다. 25~27년 기존 유료 구독자 수는 22~24년 3개년 전년 대비 성장률 평균 16.1%를 매년 반영하였다. 라프텔의 강점을 고려하면, 과거의 성장을 유지할 수 있을 것이라 판단했다.

동남아 매출은 18년 라프텔 국내 사업 초기부터 3년 간 주 이용자층인 15~29세 인구에 대한 침투율을 이용하여 Q를 추정하였다. 동남아 6개국 내 가격은 평균적으로 2,500원 수준이며, 이는 국내 평균 가격의 25% 이하 수준이다. 동남아 6개국의 1인당 PPP를 인구비율로 가중평균한 값은 17,876달러로, 한국의 52,203달러에 비하여 34% 수준이다. 이는 동남아와 한국 소비자의 구매력의 차이보다 가격을 더 내려 초기 침투를 빠르게 하려는 의도로 판단된다. 따라서 국내 사업 초기의 침투율을 이용해도 보수적인 수치일 것이라 판단했다. P는 국내 사례와 같이 진출 초기엔 변동하지 않을 것으로 예상되므로, 일정하게 유지하였다.

라프텔 매출 추정

(단위: 백만 원, 천 명)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
라프텔 매출액		4,240	29,743	34,439	9,031	58,148	82,695	103,266
국내 매출액		4,240	29,743	34,439	9,031	55,124	64,023	74,358
P (원/월)		10,927	10,927	10,927	10,927	10,927	10,927	10,927
Q (유료 구독자 수)		194	227	263	275	420	488	567
동남아 매출액						3,024	18,672	28,908
P (원/월)						2,500	2,500	2,500
Q (유료 구독자 수)						101	622	964
동남아 15-29세 인구						145,958	147,344	148,744

(3) 애니맥스 매출

애니맥스 매출은 별도 콘텐츠 매출과 같은 논리로 귀멸의 칼날 IP로 인한 매출을 제외하고, 일본 현지 신작 수와 연동하여 추정하였다. 과거의 매출에서도 귀멸의 칼날 IP로 인한 매출을 제외하여 회귀 분석한 결과, 결정계수 0.85로 높은 값을 얻었기에 강한 상관성을 가진다고 판단했다. 도표 [4-11], [4-14]를 참조하면, 25~27년 영화 개봉으로 인한 티켓 수익뿐 아니라 굿즈, 방영권 수익도 예상되므로, 관객수 밴드 중단 기준으로 귀멸의 칼날 IP 매출 추정치를 따로 합산하였다.

애니맥스 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
애니맥스 매출액			7,120	28,132	3,751	45,096	49,472	52,216
일본 현지 신작 수 (개)	171	179	207	211	50	229	248	264

(4) 로운컴퍼니씨앤씨 매출

로운컴퍼니씨앤씨 매출은 버추얼 아이돌 플레이브의 공식 굿즈를 판매하는 블라스트샵을 운영하여 플레이브 매출이 가지는 중요성이 크므로 따로 추정하였다. 플레이브 제외 매출은 별도 상품과 같은 논리로 시장 성장률 4.3%를 매년 반영하였다. 플레이브 굿즈 매출은 25년 앨범 초동판 매량을 K-POP팬 1인당 평균 구매량인 4.1개로 나누어 팬 수를 구하였다. 굿즈별 평균가격에 구매의향 비율과 팬 수를 곱한 매출이 매년 발생할 것으로 추정했다. 로운랩스 매출은 NFT와 메타버스에 관련한 매출이므로 합리적인 추정이 어려워 24년 매출을 flat 처리하였다.

로운컴퍼니 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025	2026	2027
로운컴퍼니씨앤씨 매출액		6,491	14,477	14,073	3,667	16,484	16,937	17,409
플레이브 제외 매출		6,489	12,926	10,521	2,333	10,521	10,974	11,446
플레이브 굿즈 매출			1,192	2,927	1,334	5,338	5,338	5,338
앨범 초동 판매량 (개)			231,800	569,289	1,038,300	1,038,300	1,038,300	1,038,300
앨범 구매 팬 수 (명)			56,537	138,851	253,244	253,244	253,244	253,244
로운랩스 매출		2	359	625	142	625	625	625

(5) PMNA 매출

PMNA는 별도 콘텐츠 매출과 같은 논리로 일본 현지 신작수와 연동하여 추정하였다. 회귀분석 결과 결정계수가 0.90으로 높은 결과를 얻었기에 강한 상관성을 가진다고 판단하였다.

PMNA 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
PMNA 매출액	5,997	8,177	10,181	9,262	2,108	11,818	13,704	15,260
일본 현지 신작 수 (개)	171	179	207	211	50	229	248	264

(6) 미디어엔아트 매출

미디어엔아트는 24년 국내 매출을 전시장 수로 나눠 1개당 매출을 구했다. 25년 전시장 1개당 매출을 고정하고, 5월 개관한 구의점 매출은 8개월치 반영하여 25년 매출을 추정하였다. 24년 10월 개관한 그라운드 시소 아시아는 2개 분기 매출 평균을 연율환산하여 25년 매출을 추정하였다. 이후 매년 전시장 1개당 매출에 보수적으로 전체 전시 시장 성장률 5.7%를 반영하였다. 미디어 전시 특성상 전체 전시 시장 성장률을 상회할 가능성이 높으므로 보수적이라 판단하였다.

미디어엔아트 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
미디어엔아트 매출액	7,278	9,431	10,315	8,664	1,526	11,615	12,979	13,719
국내	7,278	9,431	10,315	7,966	1,063	9,293	10,525	11,125
전시장 수 (개)	3	3	4	4	4	5	5	5
전시장 1개당 매출	2,426	3,144	2,579	1,991	266	1,991	2,105	2,225
그라운드 시소 아시아				698	463	2,322	2,454	2,594

(7) 위매드 매출

위매드의 24년 16부작 '체크인 한양'은 회당 8.3억원의 매출이 발생했다. 이에 위매드의 향후 방영 예정작의 회당 매출을 8.3억원으로 추정했다. 25년 6월 8부작, 하반기 8부작, 26년 16부작 방영 예정이다. 23~26년 방영작 회수를 27년에도 유지한다고 가정하여 매출을 추정하였다.

위매드 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025	2026	2027
위매드 매출액	16,066	1,899	13,116	12,786	441	13,227	13,227	13,227
방영작 회수	32	-	16	16	-	16	16	16

7.2. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	49,037	57,816	111,347	130,976	29,369	181,902	213,132	241,104
YoY(%)	208.7%	17.9%	92.6%	17.6%	14.2%	38.9%	17.2%	13.1%
매출원가	29,683	32,795	66,489	78,978	16,907	111,135	128,008	144,945
매출원가율(%)	60.5%	56.7%	59.7%	60.3%	57.6%	61.1%	60.1%	60.1%
GPM(%)	39.5%	43.3%	40.3%	39.7%	42.4%	38.9%	39.9%	39.9%
재고자산의 매입	2,331	3,952	9,887	9,479		11,201	11,438	11,957
% of sales	4.8%	6.8%	8.9%	7.2%		6.2%	5.4%	5.0%
인건비	966	1,796	2,445	2,637		3,291	3,560	3,850
% of sales	2.0%	3.1%	2.2%	2.0%		1.8%	1.7%	1.6%
외주용역비	4,803	3,448	14,774	3,422		13,246	15,520	17,557
% of sales	9.8%	6.0%	13.3%	2.6%		7.3%	7.3%	7.3%
감가상각비	6,032	8,327	13,358	21,547		33,958	41,440	49,609
% of sales	12.3%	14.4%	12.0%	16.5%		18.7%	19.4%	20.6%
지급수수료	2,379	6,637	16,813	31,799		35,815	41,964	47,472
% of sales	4.9%	11.5%	15.1%	24.3%		19.7%	19.7%	19.7%
광고선전비	398	1,006	1,406	2,224		2,693	3,156	3,570
% of sales	0.8%	1.7%	1.3%	1.7%		1.5%	1.5%	1.5%
기타	12,775	7,628	7,804	7,871		10,931	10,931	10,931
% of sales	26.1%	13.2%	7.0%	6.0%		6.0%	5.1%	4.5%
판매비와관리비	6,344	15,102	21,995	26,859	7,218	33,264	37,216	41,244
판매비율(%)	12.9%	26.1%	19.8%	20.5%	24.6%	18.3%	17.5%	17.1%
OPM(%)	26.5%	17.2%	20.5%	19.2%	17.9%	20.6%	22.5%	22.8%
인건비	4,530	7,060	12,095	14,780	4,321	15,565	16,835	18,209
% of sales	9.2%	12.2%	10.9%	11.3%	14.7%	8.6%	7.9%	7.6%
감가상각비	737	1,191	2,152	3,740	1,027	5,160	5,877	6,773
% of sales	1.5%	2.1%	1.9%	2.9%	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%
지급수수료	382	730	3,113	2,089	432	3,993	4,678	5,292
% of sales	0.8%	1.3%	2.8%	1.6%	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%
광고선전비	7	87	781	1,219	335	2,472	2,896	3,276
% of sales	0.0%	0.3%	1.2%	1.5%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%
주식보상비용	0	5,183	1,170	1,019	233	1,094	1,094	1,094
% of sales	0.0%	9.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
기타	688	1,341	2,684	4,013	869	4,979	5,834	6,600
% of sales	1.4%	2.3%	2.4%	3.1%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%

금액적 중요성을 보이는 재고자산의 매입, 감가상각비, 인건비 위주로 추정하였으며, 특이사항이 존재하는 계정들은 별도 논리에 따라 추정을 진행하였다. 재고자산의 매입은 상품 매출의 약 43%를 차지함을 활용하였다. 감가상각비는 주로 무형자산, 특히 판권의 상각에서 발생한다. 무형자산은 정액법에 따라 상각하였으며, 매출 추정 논리에 따라 판권 취득 증가세를 반영하였고, 그 외 자산은 과거 CapEx 추이를 반영해 감가상각비를 산출한 후 매출원가와 판매비에 안분하였다.

무형자산상각비 - CapEx 반영 전						무형자산상각비 CapEx 반영 후			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
판권	24,473	24,473	24,473	-	-	판권(5년)	31,437	38,930	46,994
소프트웨어	83	83	83	83	-	소프트웨어(5년)	123	163	203
고객관계	1,079	1,079	1,079	1,079	1,079	고객관계(8~10년)	1,343	1,607	1,871
합계	25,635	25,635	25,635	1,162	1,079	합계	32,903	40,700	49,067
무형자산 CapEx						무형자산상각비 안분 비율 추정			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 백만 원)	2023	2024	Average
판권	34,821	37,468	40,315	43,379	46,676	무형자산상각비	12,793	21,072	
소프트웨어	199	199	199	199	199	매출원가	11,853	19,771	
고객관계	2,375	2,375	2,375	2,375	2,375	% of 감가상각비	92.7%	93.8%	93.2%
합계	37,395	40,042	42,889	45,953	49,250	판매관리비	940	1,302	
						% of 감가상각비	7.3%	6.2%	6.8%

22년에는 약 52억 원의 주식보상비용이 발생하였다. 이는 2회차 전환사채(CB) 콜옵션 행사 과정에서, 제3자 배정 방식으로 최대주주가 시가 대비 낮은 가격에 주식을 전환 취득하면서 발생한 평가차익이 주식보상비용으로 회계 처리되었기 때문이다. 전술했듯, 향후에는 제3자 배정을 통한 CB 콜옵션 행사가 재발하지 않을 것이며, 이에 따라 과거와 같은 대규모의 주식보상비용은 발생하지 않을 것이다. 따라서 23년과 24년의 평균 수준만이 발생할 것으로 추정하였다.

인건비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
인건비 총액	5,496	8,856	14,540	17,417		18,857	20,395	22,059
종업원 수	71	86	155	162		169	177	184
YoY(%)	-	21.4%	80.4%	4.4%		4.4%	4.4%	4.4%
인당 급여	78	103	94	107		111	115	120
YoY(%)	-	32.8%	-9.0%	14.7%		3.7%	3.7%	3.7%
매출원가	966	1,796	2,445	2,637		3,291	3,560	3,850
% of 인건비	17.6%	20.3%	16.8%	15.1%		17.5%	17.5%	17.5%
판매비와관리비	4,530	7,060	12,095	14,780		15,565	16,835	18,209
% of 인건비	82.4%	79.7%	83.2%	84.9%		82.5%	82.5%	82.5%

인건비는 종업원 수와 1인당 급여의 곱으로 산출하였다. 다만, 종업원 수와 인당 급여는 지속적인 M&A로 인해 뚜렷한 경향성을 보이지 않는다. 예상 종업원 수는 23년에 애니맥스 인수가 완료된 점을 반영해 24년 YoY 증가율을 기준으로 적용하였고, 인당 급여는 국내 평균 임금 상승률을 반영하였다. 그 외 비용 계정은 변동비적 성격을 고려해 매출과 연동하여 추정하였다.

(2) 금융손익 추정

금융손익 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융손익	13,028	(2,349)	(9,539)	(2,492)	(24)	(3,803)	(3,659)	(3,606)
금융수익	15,345	4,088	3,045	8,286	1,838	8,317	5,888	6,059
이자수익	259	1,001	885	1,464	526	1,834	1,871	1,871
FVPL금융자산평가이익	0	11	399	-	563	563	320	294
파생상품평가이익	14,376	2,210	868	4,589	628	4,589	2,210	2,210
외환차익	117	543	572	581	83	565	573	573
외환환산이익	593	323	278	1,601	40	734	871	1,068
배당금수익	-	-	44	52	-	32	43	42
금융비용	2,317	6,438	12,585	10,779	1,863	12,120	9,547	9,665
이자비용	1,270	2,773	4,381	6,253	1,602	7,103	6,065	5,898
파생상품평가손실	-	1,294	6,716	2,606	-	2,606	1,294	1,294
FVPL금융자산평가손실	818	-	230	567	90	398	398	455
외환차손	110	545	546	792	121	628	655	691
외환환산손실	120	147	277	562	50	329	389	427
기타금융비용	-	1,678	434	-	-	1,056	745	901

금융손익에서는 전환사채 발행에 따른 파생상품평가손익이 중요한 비중을 차지한다. 동사의 파생상품자산은 매도청구권(콜옵션)이고, 파생상품부채는 조기상환청구권(풋옵션)과 리픽싱(전환가액 재조정) 포함 전환권으로 구성되어 있다. 파생상품의 공정가치는 주가 변동에 따라 달라지며, 이로 인해 평가이익 또는 손실이 반영된다. 다만 해당 손익은 단순한 주가 흐름 외에도 옵션 가치에 영향을 미치는 복수의 요인의 영향을 받기 때문에, 합리적인 추정이 어렵다. 그러나 다음과 같은 이유로 향후 과거와 같은 대규모의 파생상품평가손실이 발생할 가능성은 낮다고 판단된다.

① 먼저 전환사채 규모 자체가 축소되고 있다. 24년 말 기준 CB 잔액은 약 408억 원이었으나, 현재는 약 233억 원으로 감소하였다. 특히 25년에는 제5회차 CB에 대해 회사가 콜옵션을 행사하고 해당 물량을 전량 상환 및 소각할 것으로 예상되는 바, CB 잔액은 더욱 축소될 전망이다.

② 또한 24년 4월 발행된 제5회차 CB는 리픽싱 조항이 없으며, 기존 제3-4회차 CB에 대해서는 콜옵션이 모두 행사되어 파생상품자산 및 부채가 줄어든 상태다. 이에 따라 향후 파생상품의 공정가치 변동에 따른 평가손익 규모 역시 제한적일 것으로 보인다.

합리적 추정이 불가능한 바, 25년 파생상품손익은 24년과 유사한 수준에서 발생할 것으로 가정하였다. 이후에는 CB 콜옵션 행사 및 잔액 축소에 따라, 파생상품의 공정가치 변동에 따른 손익 규모가 점차 감소할 것으로 반영하였다. 이자수익과 이자비용은 이자발생부자산 및 이자발생부부채의 장부금액을 기준으로 유효이자율을 역산하여 추정하였으며, 이자발생부부채는 전환사채의 상환 일정을 반영하여 산출하였다. [Appx.3] 그 외 계정과목은 최근 3개년 이동평균을 기반으로 추정하되, 비정상적인 추이를 보이는 항목은 별도로 개별 추정하였다.

(3) 기타손익 추정

기타손익의 경우, 합리적 추정이 불가능한 계정은 0 Flat 또는 3개년 이동평균을 적용하였으며, 사채상환손실은 CB 콜옵션 일정을 고려하였다. [Appx.4]

(4) 법인세비용 추정

법인세비용의 경우, 유효법인세율을 통해 추정하였다. 도출된 세전순이익에 과거 4개년 유효법인세율의 평균을 추정에 반영하였다.

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
세전순이익	25,881	6,457	11,942	21,369	5,291	32,087	43,133	50,144
법인세비용	4,582	717	1,414	3,340	1,096	4,941	6,642	7,722
유효법인세율(%)	17.7%	11.1%	11.8%	15.6%	20.7%	15.4%	15.4%	15.4%

(5) 최종 손익계산서 Table

상기 추정을 반영한 최종 손익계산서는 아래와 같다.

추정 손익계산서 (연결)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	49,037	57,816	111,347	130,976	29,369	181,902	213,132	241,104
YoY(%)	208.7%	17.9%	92.6%	17.6%	14.2%	38.9%	17.2%	13.1%
매출원가	29,683	32,795	66,489	78,978	16,907	111,135	128,008	144,945
매출총이익	19,354	25,021	44,858	51,998	12,463	70,767	85,124	96,159
GPM(%)	39.5%	43.3%	40.3%	39.7%	42.4%	38.9%	39.9%	39.9%
판매비와관리비	6,344	15,102	21,995	26,859	7,218	33,264	37,216	41,244
영업이익	13,009	9,919	22,863	25,139	5,245	37,503	47,908	54,915
OPM(%)	26.5%	17.2%	20.5%	19.2%	17.9%	20.6%	22.5%	22.8%
금융손익	13,028	(2,342)	(9,539)	(2,492)	(24)	(3,803)	(3,659)	(3,606)
기타손익	(156)	(1,120)	(1,381)	(1,278)	71	(1,614)	(1,116)	(1,165)
법인세비용차감전순이익	25,881	6,457	11,942	21,369	5,291	32,087	43,133	50,144
법인세비용	4,582	717	1,414	3,340	1,096	4,941	6,642	7,722
중단영업손익	-	(294)	(134)	-	-	-	-	-
당기순이익	21,299	5,446	10,394	18,029	4,195	27,146	36,491	42,422
NPM(%)	43.4%	9.4%	9.3%	13.8%	14.3%	14.9%	17.1%	17.6%
지배지분순이익	20,269	4,019	8,906	15,630	4,132	23,345	31,382	36,483
비지배지분순이익	1,030	1,427	1,488	2,399	62	3,800	5,109	5,939

7.3. Valuation - Historical Peer PER Method

(1) Why Historical Peer PER Method?

본서는 오랜 기간 저평가에 머물러 있던 동사가 ① 무한성 개봉 효과로 인한 실적 성장, ② 주주환원의 시작이라는 두 가지 촉매를 통해, 본격적인 리레이팅 국면에 진입할 것임을 주장한다. 이에 이익 성장에 따른 주가 상승을 가장 잘 표현할 수 있는 PER Method를 선정하였다.

동사는 일본 애니메이션 IP를 기반으로 OTT 플랫폼 운영, MD 제작&유통, 전시 기획 등으로 수익을 다각화하고 있는 종합 콘텐츠 기업이다. 과거에는 단순히 애니메이션 방송 유통업에 주력했으나, 자회사를 통해 콘텐츠 사업 다각화를 점진적으로 추진해왔으며, 사업 간 시너지 효과도 점차 확대되고 있다. 본 보고서는 이러한 전사적 시너지 확대와 그에 따른 실적 성장에 주목하였다. 이에 따라 여러 자회사를 통해 다양한 사업을 영위 중인 동사이지만, 사업부별 가치보다는 종합 콘텐츠 기업으로서의 이익과 성장성을 중심으로 평가하는 것이 더 적절하다고 판단하였다.

동사는 오랜 기간 시장의 관심에서 벗어난 채 저평가 상태를 지속해왔고, 지금과 같은 펀더멘털 기반 촉매를 마주한 적은 없었다. 과거 주가 급등은 정치 테마주 편입이나 자회사인 드라마 제작사 위매드의 콘텐츠 효과 등 본업 외적인 요인에 기인한 측면이 컸다. **현재 동사의 본서 추정 기준 25년, 26년 주가수익비율(PER)은 7.5배, 5.8배로, 성장에 대한 기대가 반영되지 않은 낮은 멀티플을 받고 있다.** 이에 본 보고서는 동사의 사업 구조와 성장성을 정당하게 반영할 수 있는 멀티플 수준을 가능하고자, 현재 동사의 모습과 유사한 Peer를 찾아보았다.

동사는 국내 일본 애니메이션 콘텐츠 유통 시장에서 사실상 독점적 지위를 확보하고 있으며, 콘텐츠를 기반으로 한 복합적 사업 구조를 보유하고 있어 완전히 유사한 경쟁사를 찾기 어렵다. 글로벌에서 Peer를 찾아보았으나, 다음과 같은 이유로 멀티플 측면에서 적절한 비교 대상으로 보기에는 한계가 있다고 판단하였다.

먼저 동사와 가장 유사한 사업 구조를 가진 Crunchyroll은 미국 최대의 일본 애니메이션 전문 플랫폼으로, 애니메이션 IP를 기반으로 여러 부가 사업들을 전개한다. 양사는 모두 콘텐츠 유통을 넘어 자체 플랫폼과 MD 사업을 아우르며, 직접 제작보다는 판권을 활용한 유통 중심의 수익 모델을 지닌다는 공통점이 있다. 다만 Crunchyroll은 상장 이력이 없고, 21년 약 11.75억 달러에 소니 그룹에 인수돼 현재 비상장 상태이므로 Peer Valuation에는 활용이 어렵다.

일본에서 애니메이션 IP 유통 사업을 영위하는 대표 기업인 Kadokawa, Toei Animation, Toho 또한 적절한 Peer로 보기 어렵다. 이들 기업은 모두 일본 애니메이션을 기반으로 콘텐츠 유통 및 2차 수익을 창출하고 있다는 점에서 표면적으로는 유사하지만, 직접 IP를 제작하고 보유하며, 이로 인해 상대적으로 높은 멀티플이 부여되는 구조를 갖추고 있다. 또한 극장 운영, 제작 투자, 판권 판매 등 유통 이외의 사업 비중이 높고, 일본 애니메이션 산업을 대표하는 콘텐츠 기업으로서 시가총액, 매출, 영업이익 등 정량적 측면에서도 동사와 큰 격차를 보인다.

이에 따라 본서는 ① 제작보다는 유통이 핵심인 기업, ② 콘텐츠를 기반으로 수익을 다각화하는 종합 콘텐츠 기업이라는 두 가지 조건을 바탕으로, 과거 동사와 유사한 사업 구조 및 환경에 놓였던 기업을 찾아보았다. 그리고 대원미디어의 과거에서 이를 찾을 수 있었다.

(2) Target Peer & Multiple 선정

대원미디어의 2H22 12MF PER 12.5x를 Target Multiple로 제시한다. 대원미디어는 애니메이션 IP를 기반으로 방송 유통, 채널 운영, 완구·굿즈 유통, 전시·이벤트 등 다양한 사업을 전개하며 수익을 다각화한, 유통 중심의 IP 수직계열화 구조를 갖춘 종합 콘텐츠 기업이다. 대원미디어는 일본 유명 애니메이션인 짱구, 원피스, 드래곤볼 등의 IP를 확보하고 있다. 이러한 점에서 대원미디어를 동사와 유사한 사업 구조를 지닌 Peer로 판단하였고, 닌텐도 스위치2 기대감이 반영된 현재가 아닌, 상황이 유사했던 22년 하반기를 기준 시점으로 설정하였다. 이유는 다음과 같다.

당시 대원미디어는 종합 콘텐츠 기업으로서의 위상이 강화되며, 사상 최대 수준의 영업이익 달성성이 기대되는 시점이었다. 확보한 콘텐츠 IP를 바탕으로 OSMU(One Source Multi Use) 전략을 본격화하면서, 이에 따른 수익성 개선에 대한 기대감이 높아졌다. 특히 마진율이 높고 부가가치 창출 여력이 큰 콘텐츠 사업에 시장의 관심이 더해졌으며, 실제 22년 예상 영업이익은 전년 대비 크게 성장할 것으로 전망되었다. 단순한 콘텐츠 유통사를 넘어, 콘텐츠 기반의 수익 다각화 모델을 갖춘 종합 콘텐츠 기업으로서 밸류를 받아야 하는 동사와 유사하다고 판단한다.

22년 하반기는 닌텐도 및 자체 IP 관련 기대감이 상대적으로 덜 반영된 시기였다. 대원미디어는 국내 닌텐도 물량의 약 60%를 유통하는 기업으로, 닌텐도 관련 이벤트는 주가에 민감하게 반영되는 경향이 있다. 그러나 당시 닌텐도 스위치 출시 6년 차에 접어들며 매출 감소가 예상됐고, 자체 IP '아머드 사우루스' 역시 22년 1·2분기 실적에서 기대만큼의 수익 기여를 보이지 못했다. 이에 따라 두 요인의 영향력은 다소 제한된 양상을 보였다.

실제 22년 대원미디어 실적을 보면, 닌텐도 관련 매출이 감소했음에도 전체 매출은 증가했다. 이는 인기 IP 기반 콘텐츠 사업과 온라인 출판 매출의 성장, 애니메이션 방송 사업의 확대 및 VOD·OTT 등 유통 채널 다변화가 주된 원인으로 꼽힌다. 특히 라이선스, 출판, 방송 등 수익성이 높은 부분의 성장으로 인해 OPM이 개선되었으며, 영업이익은 전년 대비 15.3% 증가했다.

두 가지 촉매를 앞둔 동사는 저평가 구간에서 벗어나며, EPS 성장과 함께 멀티플 리레이팅이 기대된다. 목표주가는 5회차 전환사채의 콜옵션 행사 여부에 따른 두 가지 시나리오(① 콜옵션 행사 → 전량 상환 및 소각, ② 콜옵션 미행사 → 전량 전환)를 바탕으로 산출하였고, 3·4회차 전환사채는 2026년까지 전량 전환된다는 보수적 가정에 따라 유통 가능 주식수를 적용하였다.

상기 논의를 모두 종합하여, 26E EPS 617원에 Target PER 12.5x를 곱한 목표주가 7,680원, 투자의견 BUY를 제시한다.

Historical Peer PER Method (2026E) ①		Historical Peer PER Method (2026E) ②	
2026E 매출액 (단위: 백만 원)	213,132	2026E 매출액 (단위: 백만 원)	213,132
2026E 지배지분순이익 (단위: 백만 원)	31,382	2026E 지배지분순이익 (단위: 백만 원)	31,382
유통가능주식수 (단위: 주)	50,839,106	유통가능주식수 (단위: 주)	54,403,110
2026E EPS (단위: 원)	617	2026E EPS (단위: 원)	577
Target PER Multiple	12.5x	Target PER Multiple	12.5x
목표주가 (원)	7,680	목표주가 (원)	7,180
현재주가 (원)	3,550	현재주가 (원)	3,550
상승여력	116%	상승여력	102%

Appendix.

Appx 1. 진격의 거인 극장판 관객 동원 실적

극장관 진격의 거인 완결편 더 라스트 어택 - 일일 통계									
날짜	일일 매출액	누적 매출액	일일 관객 수	누적 관객 수	날짜	일일 매출액	누적 매출액	일일 관객 수	누적 관객 수
2025-03-08	20,306,200	20,306,200	1,837	1,837	2025-04-01	102,341,460	5,564,025,720	9,901	560,807
2025-03-13	353,632,960	373,939,160	37,674	39,511	2025-04-02	97,479,620	5,661,505,340	9,497	570,304
2025-03-14	339,866,320	713,805,480	33,762	73,273	2025-04-03	110,378,680	5,771,884,020	11,058	581,362
2025-03-15	659,882,440	1,373,687,920	66,960	140,233	2025-04-04	140,462,480	5,912,346,500	13,054	594,416
2025-03-16	604,138,540	1,977,826,460	61,358	201,591	2025-04-05	266,885,640	6,179,232,140	26,127	620,543
2025-03-17	192,069,640	2,169,896,100	19,414	221,005	2025-04-06	220,883,380	6,400,115,520	21,570	642,113
2025-03-18	169,701,120	2,339,597,220	17,132	238,137	2025-04-07	81,569,920	6,481,685,440	7,646	649,759
2025-03-19	163,049,420	2,502,646,640	16,530	254,667	2025-04-08	73,113,100	6,554,798,540	6,789	656,548
2025-03-20	179,679,680	2,682,326,320	18,523	273,190	2025-04-09	70,372,800	6,625,171,340	6,581	663,129
2025-03-21	254,914,300	2,937,240,620	24,413	297,603	2025-04-10	79,317,960	6,704,489,300	8,048	671,177
2025-03-22	532,595,180	3,469,835,800	53,968	351,571	2025-04-11	96,013,340	6,800,502,640	8,808	679,985
2025-03-23	435,616,900	3,905,452,700	43,462	395,033	2025-04-12	163,546,340	6,964,048,980	15,739	695,724
2025-03-24	139,602,800	4,045,055,500	13,772	408,805	2025-04-13	143,181,340	7,107,230,320	13,788	709,512
2025-03-25	123,305,440	4,168,360,940	12,135	420,940	2025-04-14	57,338,180	7,164,568,500	5,315	714,827
2025-03-26	130,100,200	4,298,461,140	15,151	436,091	2025-04-15	52,163,400	7,216,731,900	4,796	719,623
2025-03-27	147,510,060	4,445,971,200	14,863	450,954	2025-04-16	43,273,000	7,260,004,900	3,943	723,566
2025-03-28	186,388,780	4,632,359,980	17,450	468,404	2025-04-17	63,726,440	7,323,731,340	6,323	729,889
2025-03-29	389,962,740	5,022,322,720	39,176	507,580	2025-04-18	61,629,400	7,385,360,740	5,432	735,321
2025-03-30	326,373,940	5,348,696,660	32,345	539,925	2025-04-19	98,695,930	7,484,056,670	9,134	744,455
2025-03-31	112,967,600	5,461,664,260	10,981	550,906	2025-04-20	84,227,080	7,568,283,750	7,866	752,321
					2025-04-21	32,505,700	7,600,789,450	2,960	755,281
					2025-04-22	30,738,400	7,631,527,850	2,799	758,080
					2025-04-23	34,923,200	7,666,451,050	3,166	761,246
					2025-04-24	67,254,860	7,733,705,910	6,921	768,167
					2025-04-25	69,435,500	7,803,141,410	6,306	774,473
					2025-04-26	94,866,180	7,898,007,590	8,385	782,858
					2025-04-27	87,220,820	7,985,228,410	7,750	790,608
					2025-04-28	37,701,100	8,022,929,510	3,498	794,106
					2025-04-29	40,020,860	8,062,950,370	3,882	797,988
					2025-04-30	33,898,700	8,096,849,070	3,518	801,506
					2025-05-01	53,968,400	8,150,817,470	5,404	806,910
					2025-05-02	48,850,800	8,199,668,270	4,533	811,443
					2025-05-03	65,073,400	8,264,741,670	5,951	817,394
					2025-05-04	69,873,700	8,334,615,370	6,390	823,784
					2025-05-05	76,472,020	8,411,087,390	7,097	830,881
					2025-05-06	65,055,280	8,476,142,670	6,110	836,991
					2025-05-07	21,266,100	8,497,408,770	1,932	838,923
					2025-05-08	19,288,900	8,516,697,670	1,754	840,677
					2025-05-09	33,662,360	8,550,360,030	2,837	843,514
					2025-05-10	54,058,600	8,604,418,630	4,913	848,427
					2025-05-11	49,471,220	8,653,889,850	4,718	853,145
					2025-05-12	17,453,300	8,671,343,150	1,591	854,736
					2025-05-13	15,076,100	8,686,419,250	1,381	856,117
					2025-05-14	15,638,300	8,702,057,550	1,405	857,522
					2025-05-15	14,406,220	8,716,463,770	1,340	858,862
					2025-05-16	26,599,100	8,743,062,870	2,365	861,227
					2025-05-17	38,670,900	8,781,733,770	3,420	864,647
					2025-05-18	45,336,600	8,827,070,370	4,035	868,682
					2025-05-19	15,273,700	8,842,344,070	1,322	870,004
					2025-05-20	17,694,100	8,860,038,170	1,537	871,541
					2025-05-21	15,605,500	8,875,643,670	1,323	872,864
					2025-05-22	15,811,800	8,891,455,470	1,390	874,254
					2025-05-23	21,973,900	8,913,429,370	1,866	876,120
					2025-05-24	52,234,680	8,965,664,050	4,324	880,444
1분기 합계	5,461,664,260		550,906		2분기 합계	3,503,979,790		329,538	

Appx 2. 동사(별도) FCF 추정

별도 FCF 추정						
(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E
영업활동현금흐름	14,813	19,493	13,115	10,769	26,987	27,716
영업에서 창출된 현금흐름	16,182	21,363	15,068	6,554	28,594	29,111
당기순이익(손실)	4,470	1,866	251	2,954	6,072	7,053
당기순이익조정을 위한 가감	10,245	17,681	19,149	4,172	21,156	22,960
영업활동으로 인한 자산 부채의 변	1,467	1,815	(4,331)	(572)	1,366	(902)
이자수취	903	375	200	47	356	393
이자지급	(17)	(515)	(1,408)	(176)	(1,223)	(930)
배당금수취(영업)	-	44	52	-	63	75
법인세납부(환급)	(2,254)	(1,774)	(798)	4,343	(803)	(933)
CAPEX	16,828	19,229	14,184	4,066	16,608	16,608
FCF	(2,015)	264	(1,069)	6,703	10,379	11,108

영업활동 무관 손익 추정

(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	29,389	37,992	37,940	47,593	49,945
매출원가	15,967	21,169	23,639	30,455	34,036
감가상각비 및 무형자산상각비(+)	6,750	9,274	12,511	13,939	17,299
세금과공과(+)	94	138	195	244	256
기타 비용(+)	1,163	971	990	1,325	1,328
이자수익(-)	962	529	629	694	765
이자비용(+)	2,487	4,051	5,839	6,639	5,050
FVPL 금융자산 평가이익(-)	4	399	-	563	563
FVPL 금융자산 평가손실(+)	-	230	567	266	354
기타금융비용(+)	1,678	434	-	-	-
영업활동 무관 손익 합계	11,208	14,170	19,473	21,156	22,960

Appx 3. 이자수익 및 이자비용 추정 (연결)

이자부자산 유효이자율								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기말 이자부자산	54,996	41,050	48,968	86,889	90,448	90,448	90,448	90,448
평균 이자부자산	33,062	48,023	45,009	67,928	88,669	88,669	90,448	90,448
이자수익	259	1,001	885	1,464	526	1,834	1,871	1,871
유효이자율(%)	0.78%	2.08%	1.97%	2.15%	0.59%	2.07%	2.07%	2.07%
이자부부채 유효이자율								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기말 이자부부채	33,708	34,390	66,727	98,045	103,074	76,626	72,514	72,514
평균 이자부부채	21,473	34,049	50,558	82,386	100,559	87,335	74,570	72,514
이자비용	1,270	2,773	4,381	6,253	1,602	7,103	6,065	5,898
유효이자율(%)	5.91%	8.14%	8.67%	7.59%	1.59%	8.13%	8.13%	8.13%

Appx 4. 기타손익 추정 (연결)

기타손익 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기타손익	(156)	(1,115)	(1,381)	(1,278)	71	(1,614)	(1,116)	(1,165)
기타수익	291	429	374	390	71	353	369	386
채무면제이익	13	107	9	-	-	58	33	45
종속기업투자주식처분이익	-	160	1	-	-	-	-	-
사용권자산해지이익	-	0	186	36	5	74	99	69
복구충당부채환입	-	-	53	-	-	-	-	-
유형자산처분이익	-	45	-	1	-	23	12	12
잡이익	279	117	125	353	66	198	225	259
기타비용	447	1,544	1,755	1,668	1	1,967	1,485	1,551
무형자산손상차손	-	220	13	1,516	-	583	704	934
유형자산처분손실	75	11	278	10	-	100	129	80
지분법손실	-	162	20	51	-	78	50	59
기타의대손상각비	-	162	480	79	-	240	266	195
사채상환손실	-	-	467	-	-	467	-	-
FVPL지분상품평가손실	-	639	-	-	-	213	71	95
잡손실	373	350	498	12	1	287	265	188

Appx 5. 연결 BS & CF

연결 재무상태표					연결 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25
자산	141,532	199,640	255,588	262,176	영업활동현금흐름	21,206	33,736	44,566	20,383
유동자산	54,352	53,203	86,945	93,196	당기순이익(손실)	5,446	10,394	18,029	4,195
현금및현금성자산	23,759	27,001	51,704	58,222	당기순이익조정을 위한 가감	18,694	28,731	34,078	8,531
매출채권 및 기타채권	9,013	13,440	19,974	18,111	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(851)	(1,770)	(2,787)	4,308
기타유동금융자산	14,093	6,827	9,954	12,640	배당금수취(영업)	-	44	52	-
유동재고자산	4,798	3,190	2,461	2,536	이자수취	930	669	950	353
당기법인세자산	1	0	104	121	이자지급(영업)	(216)	(853)	(1,408)	(209)
기타유동자산	2,689	2,745	2,747	1,566	법인세납부	(2,797)	(3,479)	(4,348)	3,206
비유동자산	87,180	146,437	168,643	168,980	투자활동현금흐름	(52,224)	(61,391)	(37,113)	(10,002)
비유동매출채권 및 기타채권	773	2,965	6,541	5,546	기타금융자산의 증감	-	-	(1,950)	-
기타비유동금융자산	6,111	6,242	7,530	7,303	종속기업 투자자산의 처분	150	1	-	-
종속기업 및 관계기업 투자주식	194	180	129	129	종속기업 인수-처분에 따른 현금변동	(33,746)	9,995	-	-
유형자산	8,748	8,699	14,112	13,257	금융상품의 감소	77	2,968	1,047	(80)
무형자산	70,355	126,895	138,024	140,504	당기순익-공정가치 측정 금융자산의 감소	104,216	17,428	3,711	0
비유동이연법인세자산	662	1,283	2,217	2,220	종속기업 투자자산(유동)의 처분	4,000	-	-	-
기타비유동자산	337	172	89	21	보증금의 증감	25	156	(1,562)	187
부채	61,009	98,516	131,747	135,124	투자차입금의 증가	-	-	2,478	(105)
유동부채	43,190	37,384	87,744	90,758	유형자산의 처분	1,944	2,121	8	-
매입채무 및 기타채무	7,626	15,898	30,390	32,930	기타유동금융부채의 증가	500	-	-	-
단기차입금	10,181	6,896	7,544	7,544	단기금융상품의 취득	(110,005)	(20,406)	(4,413)	-
유동성전환사채	12,416	3,207	20,424	21,002	기타비유동자산의 취득	(33)	(101)	(2,000)	-
유동성전환상환우선주부채	-	-	5,276	5,276	장기금융상품의 취득	(2,416)	-	-	6
기타유동금융부채	5,245	919	11,567	11,236	유형자산의 취득	(88)	(1,099)	(2,187)	(71)
유동 리스부채	1,796	2,476	3,595	3,548	무형자산의 취득	(15,704)	(25,956)	(32,246)	(9,938)
유동충당부채	52	6	25	6	지분-채무상품 취득에 따른 현금유출	-	(46,000)	-	-
미지급법인세	1,774	3,088	2,716	2,219	기타유동금융부채의 감소	(1,143)	(500)	-	-
기타 유동부채	4,100	4,895	6,207	6,997	재무활동현금흐름	10,615	30,818	16,507	(3,946)
비유동부채	17,818	61,132	44,003	44,366	차입금의 증가	3,980	19,430	2,890	-
장기차입금(사채 포함)	288	19,430	15,430	15,430	자기주식의 처분	308	-	-	(2,839)
전환사채	-	15,639	9,268	9,558	임대보증금의 증가	10	40	-	-
기타비유동금융부채	30	6,641	640	627	유상증자	10,000	-	-	-
비유동 리스부채	2,052	3,111	6,088	5,538	상환우선주 발행	-	-	11,250	-
퇴직급여충당부채	248	-	19	90	전환사채 발생	-	25,000	12,000	-
비유동충당부채	117	257	838	952	배당금지급	-	(200)	(200)	-
이연법인세부채	3,975	4,066	9,494	2,116	차입금의 상환	(1,834)	(3,296)	(6,242)	-
기타 비유동 부채	11,108	11,988	2,227	10,054	사채의 상환	-	(8,077)	-	-
자본	80,523	101,124	123,841	127,052	주식발행비용	(38)	(14)	(1)	-
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	74,281	92,890	112,817	116,171	임대보증금의 감소	(30)	-	(40)	-
자본금	4,165	4,519	4,552	4,552	리스부채의 상환	(1,782)	(2,064)	(3,149)	(1,107)
기타자본구성요소	48,815	18,410	22,850	21,958	현금및현금성자산의순증가(감소)	(20,222)	3,242	24,703	6,435
이익잉여금(결손금)	21,301	69,961	85,415	89,660	기초현금및현금성자산	43,980	23,759	27,001	51,704
비지배자본	6,242	8,234	11,024	10,881	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	181	80	743	-
자본과부채총계	141,532	199,640	255,588	262,176	기말현금및현금성자산	23,759	27,001	51,704	58,222

Appx 6. 별도 추정 손익계산서

추정 손익계산서 (별도)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	20,289	29,389	37,992	37,940	10,775	47,593	49,945	55,192
<i>YoY(%)</i>	80.8%	44.8%	29.3%	-0.1%	33.8%	25.4%	4.9%	10.5%
매출원가	9,000	15,967	21,169	23,639	5,194	27,231	30,776	34,998
매출총이익	11,289	13,421	16,824	14,301	5,581	20,362	19,169	20,194
<i>GPM(%)</i>	55.6%	45.7%	44.3%	37.7%	51.8%	42.8%	38.4%	36.6%
판매비와관리비	4,413	6,816	5,627	7,361	1,610	7,302	7,674	7,777
영업이익	6,875	6,605	11,196	6,940	3,972	13,060	11,494	12,417
<i>OPM(%)</i>	33.9%	22.5%	29.5%	18.3%	36.9%	27.4%	23.0%	22.5%
금융손익	13,192	(2,022)	(9,393)	(5,584)	(207)	(5,537)	(2,860)	(2,881)
기타손익	965	59	(219)	(1,094)	(171)	(649)	(649)	(649)
법인세비용차감전순이익	21,032	4,642	1,584	263	3,595	6,874	7,986	8,887
법인세비용	4,334	172	(282)	12	640	803	933	1,038
당기순이익	16,698	4,470	1,866	251	2,954	6,072	7,053	7,849
<i>NPM(%)</i>	82.3%	15.2%	4.9%	0.7%	27.4%	12.8%	14.1%	14.2%

Appx 7. 별도 BS & CF

별도 재무상태표					별도 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25
자산	113,498	160,234	182,345	179,616	영업활동현금흐름	14,813	19,493	13,115	10,769
유동자산	30,422	16,902	33,785	32,403	당기순이익(손실)	4,470	1,866	251	2,954
현금및현금성자산	13,387	4,701	12,352	12,890	당기순이익조정을 위한 가감	10,245	17,681	19,149	4,172
매출채권 및 기타채권	5,183	7,195	14,935	11,478	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	1,467	1,815	(4,331)	(572)
기타유동금융자산	10,550	3,046	4,334	6,966	배당금수취(영업)	-	44	52	-
유동재고자산	813	1,172	1,042	939	이자수취	903	375	200	47
기타유동자산	489	788	1,105	107	이자지급(영업)	(17)	(515)	(1,408)	(176)
당기법인세자산	-	-	17	24	법인세납부	(2,254)	(1,774)	(798)	4,343
비유동자산	83,077	143,332	148,560	147,213	투자활동현금흐름	(50,734)	(65,907)	(17,520)	(4,066)
비유동매출채권 및 기타채권	2,555	1,255	3,714	3,037	당기순이익-공정가치금융자산의 처분 - 투자활동	101,702	7,207	-	-
기타비유동금융자산	5,412	5,481	4,174	4,112	중속기업 투자자산(유동)의 처분	4,000	-	-	-
중속기업 및 관계기업 투자주식	50,983	98,885	98,941	98,941	중속기업 투자자산의 처분	1,002	-	-	-
유형자산	2,636	3,721	2,435	2,259	합병으로 인한 현금유입	-	-	4	-
무형자산	21,491	33,989	39,295	38,865	보증금의 감소	-	20	3	-
부채	44,445	78,766	97,544	93,064	대여금의 증가	2,639	-	-	-
유동부채	29,349	21,808	60,563	55,173	단기금융상품의 증감	(104,065)	(7,171)	168	0
매입채무 및 기타채무	4,053	7,549	21,328	20,346	중속기업 투자자산의 취득	(37,360)	(46,600)	(57)	-
단기차입금	3,980	3,582	4,684	4,684	유형자산의 취득	(21)	(158)	(7)	(28)
유동성전환사채	12,416	5,254	22,777	21,002	기타금융자산의 취득	(2,569)	-	-	(564)
기타유동금융부채	5,245	1,771	8,222	7,484	무형자산의 취득	(11,441)	(19,072)	(15,206)	(3,474)
유동 리스부채	808	903	990	973	임차보증금의 증가	(0)	(35)	(10)	-
미지급법인세	879	727	-	-	기타무형자산의 취득	(2,721)	-	(1,614)	-
유동충당부채	52	6	6	6	기타투자자산의 취득	(1,900)	(100)	(800)	-
기타 유동부채	1,916	2,016	2,566	677	재무활동현금흐름	13,398	37,647	12,008	(6,164)
비유동부채	15,097	56,958	36,981	37,891	전환사채 발생	-	25,000	12,000	-
장기차입금(사채 포함)	-	19,000	19,000	19,000	단기차입금의 증감	3,980	(398)	1,102	-
비유동 리스부채	922	1,870	971	864	장기차입금의 증감	-	19,000	-	-
전환사채	-	15,639	9,268	9,558	유상증자	10,000	-	-	-
비유동충당부채	80	114	119	121	사채의 상환	-	(5,048)	-	(3,029)
기타비유동금융부채	11,104	18,538	722	719	자기주식의 취득/처분	308	-	-	(2,839)
이연법인세부채	2,991	1,797	6,901	7,630	임대보증금의 감소	(30)	-	-	-
자본	69,053	81,468	84,801	86,553	주식발행비용	(38)	(14)	(1)	-
자본금	4,165	4,519	4,552	4,552	리스부채의 상환	(823)	(893)	(1,093)	(296)
기타자본구성요소	49,120	19,314	22,363	21,161	현금및현금성자산의순증가(감소)	(22,429)	(8,685)	7,651	538
이익잉여금(결손금)	15,769	57,635	57,886	60,840	기초현금및현금성자산	35,816	13,387	4,701	12,352
자본총계	69,053	81,468	84,801	86,553	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	94	83	49	-
자본과부채총계	113,498	160,234	182,345	179,616	기말현금및현금성자산	13,387	4,701	12,352	12,890

Appx 8. 별도 법인세비용 추정

법인세비용 추정 (별도)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
세전순이익	21,032	4,642	1,584	263	3,595	6,874	7,986	8,887
법인세비용	4,334	172	-282	12	640	803	933	1,038
<i>유효법인세율(%)</i>	<i>20.6%</i>	<i>3.7%</i>	<i>-17.8%</i>	<i>4.6%</i>	<i>17.8%</i>	<i>11.7%</i>	<i>11.7%</i>	<i>11.7%</i>

Appx 9. 별도 금융손익 추정

금융손익 추정 (별도)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융손익	13,192	(2,022)	(9,393)	(5,584)	(207)	(5,537)	(2,860)	(2,881)
금융수익	15,365	3,997	2,396	4,344	1,463	4,585	4,466	4,577
이자수익	280	962	529	629	221	694	765	765
FVPL금융자산평가이익	0	4	399	-	563	563	563	563
파생상품평가이익	14,376	2,210	871	2,427	628	2,427	2,210	2,210
외환차익	117	498	368	387	45	418	391	399
외환환산이익	592	323	185	848	7	452	495	599
배당금수익	-	-	44	52	-	32	43	42
금융비용	2,173	6,019	11,789	9,928	1,670	10,122	7,326	7,458
이자비용	1,151	2,487	4,051	5,839	1,507	6,639	5,050	5,050
FVPL금융자산평가손실	-	-	230	567	90	266	354	396
파생상품평가손실	818	1,294	6,716	2,606	-	2,606	1,294	1,294
외환차손	130	532	276	502	42	436	404	447
외환환산손실	75	28	83	414	31	175	224	271
기타금융비용	-	1,678	434	-	-	-	-	-

Appx 10. 별도 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정 (별도)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	20,289	29,389	37,992	37,940	10,775	47,593	49,945	55,192
YoY(%)	80.8%	44.8%	29.3%	-0.1%	33.8%	25.4%	4.9%	10.5%
매출원가	9,000	15,967	21,169	23,639	5,194	27,231	30,776	34,998
매출원가율(%)	44.4%	54.3%	55.7%	62.3%	48.2%	57.2%	61.6%	63.4%
GPM(%)	55.6%	45.7%	44.3%	37.7%	51.8%	42.8%	38.4%	36.6%
재고자산의 매입	2,237	3,678	4,151	3,396		4,030	3,865	4,334
% of sales	11.0%	12.5%	10.9%	9.0%		8.5%	7.7%	7.9%
인건비	695	1,500	1,766	1,258		1,642	1,703	1,766
% of sales	3.4%	5.1%	4.6%	3.3%		3.5%	3.4%	3.2%
외주용역비	175	205	1,498	822		1,079	1,133	1,252
% of sales	0.9%	0.7%	3.9%	2.2%		2.3%	2.3%	2.3%
감가상각비	4,300	6,259	8,759	11,667		13,341	16,585	19,369
% of sales	21.2%	21.3%	23.1%	30.7%		28.0%	33.2%	35.1%
지급수수료	82	1,665	2,842	4,915		4,141	4,345	4,802
% of sales	0.4%	5.7%	7.5%	13.0%		8.7%	8.7%	8.7%
광고선전비	111	404	432	197		481	505	558
% of sales	0.5%	1.4%	1.1%	0.5%		1.0%	1.0%	1.0%
기타	1,401	2,257	1,720	1,386		2,516	2,641	2,918
% of sales	6.9%	7.7%	4.5%	3.7%		5.3%	5.3%	5.3%
판매비와관리비	4,413	6,816	5,627	7,361	1,610	7,302	7,674	7,777
판매비율(%)	21.8%	23.2%	14.8%	19.4%	14.9%	15.3%	15.4%	14.1%
OPM(%)	33.9%	22.5%	29.5%	18.3%	36.9%	27.4%	23.0%	22.5%
인건비	2,329	3,030	3,854	4,544	991	4,374	4,536	4,704
% of sales	11.5%	10.3%	10.1%	12.0%	9.2%	9.2%	9.1%	8.5%
감가상각비	390	492	515	845	203	598	715	441
% of sales	1.9%	1.7%	1.4%	2.2%	1.9%	1.3%	1.4%	0.8%
지급수수료	312	1,219	1,420	781	126	1,578	1,656	1,830
% of sales	1.5%	4.1%	3.7%	2.1%	1.2%	3.3%	3.3%	3.3%
대손상각비	782	-2,065	-1,471	18	0	(910)	(955)	(1,055)
% of sales	3.9%	-7.0%	-3.9%	0.0%	0.0%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
주식보상비용	-	3,451	434	-	-	434	434	434
% of sales	0.0%	11.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.8%
기타	600	690	874	1,173	289	1,228	1,288	1,424
% of sales	3.0%	2.3%	2.3%	3.1%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%

Appx 11. 별도 무형자산상각비 추정

무형자산상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
판권	9,646	9,646	9,646	9,646	-
소프트웨어	59	59	59	-	-
합계	9,705	9,705	9,705	9,646	-

무형자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
판권	15,800	15,800	15,800	15,800	15,800
소프트웨어	9	9	9	9	9
합계	15,809	15,809	15,809	15,809	15,809

무형자산상각비 CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
판권(5년)	12,806	15,966	19,126	22,286	15,800
소프트웨어(5년)	61	62	64	7	9
합계	12,867	16,029	19,190	22,293	15,809

무형자산상각비 안분 비율 추정					
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	Average
무형자산상각비	3,929	5,734	8,190	11,071	
매출원가	3,926	5,653	8,107	10,988	
% of 감가상각비	99.9%	98.6%	99.0%	99.3%	99.2%
판매관리비	3	82	83	83	
% of 감가상각비	0.1%	1.4%	1.0%	0.7%	0.8%

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.