



| 미디어/엔터테인먼트 |

# 애니플러스(310200.KQ)

## 전지적 애니플러스, 주가는 A+

**2023 Review** : 일본 애니메이션 사업에 주력하는 동사는 23년 매출액 1,113억원(YoY +93%), 영업이익 229억원(YoY+ 131%)을 기록하였다. 콘텐츠 매출 부문 603억원(YoY+102%), 상품 부문 265억원(YoY +62%), 기타 부문은 246억원(YoY+105%)을 기록, 모든 사업부 흑자 달성에 성공했다.

### Investment Point 1. 우린 버릴 사업부가 없다

국내 애니메이션 유통업계의 85% 점유율을 차지하는 동사는, 고성장하는 애니메이션 수출 시장의 독점적 수혜를 받을 예정이다. 서브컬처의 대중화에 따라 'AGF' 행사의 Q 성장과, 콜라보 카페를 통한 MD 사업의 P, Q 성장으로 애니플러스(개별)의 매출액은 **24E 427억(YoY +12%)**으로 증가할 전망이다. 또한, 로운컴퍼니의 경우, 아이돌 '플레이브'의 성장으로 인한 Q 확보가 가능할 예정이며, 전시회 트렌드의 선도주자로 MZ를 사로잡은 그라운드스시소는 3Q24 부산점 확장 등의 모멘텀으로 **24E 국내 매출액 127억원(YoY +41%)** 달성이 기대된다.

### Investment Point 2. 해외시장 총알 장전 완료, 이제 쏩니다.

국내 시장 장악에 성공한 동사는 24년 해외 Q 확보에 돌입한다. 라프텔의 동남아 6개국 진출 성공 요인은 1)동남아 성공 경험 보유 2)경쟁사 부재 3)마니아층 수요 관측이다. **동남아 진출 성공으로, 24E 196억의 매출**(인도네시아 72억, 필리핀 7억, 싱가포르 45억, 베트남 13억, 말레이시아 26억, 태국 30억)이 발생할 예정이다. (주)미디어애프트는 국내외 사업 경험을 통해 확보한 성공적인 포트폴리오를 바탕으로 2Q24, 전시회 '그라운드스시소' 싱가포르 지점 확대 성공이 예상된다. 해당 전시는 연 20만 명의 관람객(Q)을 동반하는 전시로 성장할 것으로 보이며, **24E 32억의 싱가포르 매출** 발생이 예상된다.

### Investment Point 3. 유통 물고 제작까지 가

유통/배급을 넘어 제작까지 사업을 확장한 동사의 행보가 기대된다. 24~ 25년까지 예정된 10여편의 애니메이션 공개를 기반으로, 향후 **제작비(C)의 최대 47%의 절감, 유료 이용자(Q)의 19% 상승**이 예상된다. 나아가, 드라마 제작 부문에서는 1)안정적인 매출을 보장해줄 외주드라마, 2)영업이익을 개선해 줄 IP 보유 드라마 제작을 통해 **24E 288억(YoY +118%)**의 매출 성장이 기대된다. 추가적으로, 3)K-콘텐츠 전략펀드 및 지원확대를 통해 드라마 제작비 부담 완화도 기대할 수 있다.

**Valuation** : 동사의 추가 추정 기법으로는 SOTP EV/EBITDA를 채택했다.

이에 따라, **목표 주가 5,600원, 상승여력 62.1%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

5,600원

현재주가(04.02)

3,455원

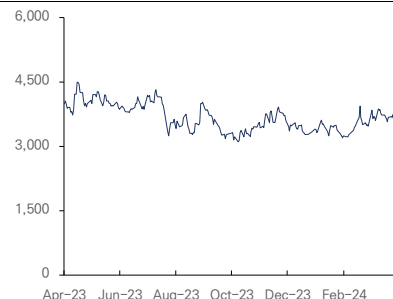
상승여력

62.1%

#### Stock Data

|              |                  |
|--------------|------------------|
| KOSPI(4/2)   | 2,753            |
| KOSDAQ       | 892              |
| 시가총액         | 1,573억원          |
| 발행주식수(주)     | 45,520,979       |
| 52주 최고/최저(₩) | 4,660/3,105      |
| 외국인지분율(%)    | 2.76%            |
| 주요주주(%)      | 제이제이미디어웍스 20.83% |
|              | 전승택 외 10인 17.04% |
| 주가상승률(%)     | 1개월 2.74%        |
|              | 6개월 9.02%        |
|              | 12개월 -10.43%     |

#### Stock Price



#### Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

| FYE Dec | 2020A   | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 159     | 490   | 578   | 1,113 | 1,960 |
| 영업이익    | (10)    | 130   | 99    | 229   | 332   |
| 순이익     | (40)    | 213   | 54    | 104   | 209   |
| EPS     | (124)   | 701   | 104   | 197   | 460   |
| PER     | N/A     | 7.42  | 45.45 | 16.79 | 12.16 |
| PBR     | 2.2     | 3.21  | 2.59  | 1.58  | 1.83  |
| OPM     | (6.5)   | 26.53 | 17.16 | 20.53 | 16.92 |
| ROE     | (33.65) | 64.68 | 6.71  | 10.66 | 15.06 |

#### Research Team 2

|    |         |                         |
|----|---------|-------------------------|
| 팀장 | 36기 이수정 | kristal730611@gmail.com |
|    | 36기 방성원 | bscw@naver.com          |
|    | 37기 김민하 | mhx243@naver.com        |
|    | 38기 신호연 | tlsgdhds3639@naver.com  |
|    | 38기 이충혁 | yld0375@naver.com       |
|    | 38기 전종은 | alsdl2346@naver.com     |

## CONTENTS

### 1. Intro

|             |   |
|-------------|---|
| 기업개요.....   | 1 |
| 사업부 개요..... | 2 |

### 2. 산업 분석

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 글로벌 대중 & 마니아 모두 Q ↑ ..... | 4 |
| MD 사업 P ↑ .....           | 5 |
| 일본 애니메이션 트렌드 .....        | 6 |

### 3. 투자포인트

#### 1. 우린 버릴 사업부가 없다 !

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 1-(1) 애니메이션 유통 독점.....        | 7 |
| 1-(2) 성장하는 굿즈 산업.....         | 8 |
| 1-(3) MZ 핫플의 중심, 그라운드 시소..... | 9 |

#### 2. 해외시장 총알 장전 완료, 이제 쏩니다.

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 2-(1) 글로벌 OTT로 성장할 라프텔, 매출 0원 → 24E 196억원..... | 10 |
| 2-(2). 미디어엔아트 싱가포르 지점 매출액 0원 → 24E 32억 .....   | 13 |

#### 3. 유통 물고 제작까지 가 !

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 3-(1). 대세는 IP 기반 콘텐츠.....                 | 15 |
| 3-(2). 애니메이션 자체제작 - 라프텔 중심 성장.....        | 16 |
| 3-(3). IP로 시작해서 IP로 끝날 드라마 제작사 : 위매드..... | 17 |

### 4. 리스크..... 19

### 5. Valuation.....20

# 1. Intro

## 리포트 작성 목적

본 리포트는 구조적으로 성장하고 있는 일본 애니메이션 산업에서 가장 주목해야 할 기업으로 '애니플러스'를 제시한다. 동사는 1)M&A를 통해 국내의 '일본 애니메이션' 시장 점유율을 85%까지 끌어올렸으며, 애니메이션 기업이 가질 수 있는 **최상의 비즈니스 모델**(IP 확보 → IP 유통 → 2차사업 : 굿즈, 오프라인 행사, 전시회 등)을 완성시켰다. 2)국내 성장에 멈추지 않고 24년 **2개의 사업부가 해외 진출**을 앞두고 있으며, 3)단순 유통을 넘어 웹툰/웹소설 IP를 활용한 **2차 창작물 '제작'**까지 활발하게 진행 중이다. 24년은 동사 실적 성장의 해가 될 것이며, 이에 대한 성장 모멘텀에 대해 서술하고자 한다.

## 기업 개요

### 애니메이션 시장 점유율

⇒ 23년 85% 달성

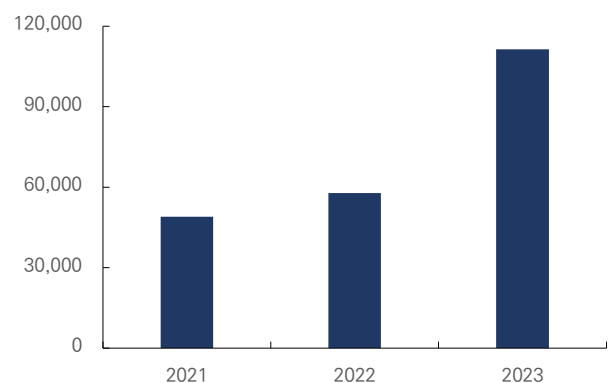
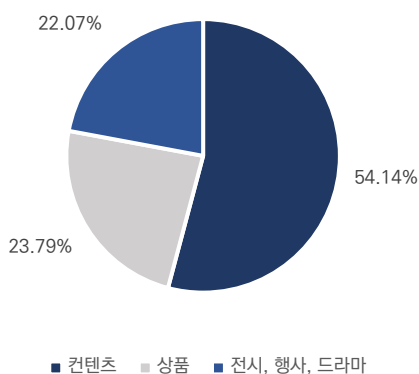
2020년 2월 코스닥에 상장한 동사는 '**일본 애니메이션**' 관련 사업을 영위 중이다. 방송 사업을 중심으로, OTT사업, 극장판 애니메이션 배급사업, 전시 이벤트 사업, 드라마 제작 사업까지 포트폴리오 확장 중이다. 최근에는 애니메이션 전문 OTT 기업 라프텔과, 업계 2위 경쟁사 애니맥스를 인수하는 등 M&A를 통한 **애니메이션 산업 밸류체인 수직계열화 및 독점화**를 이루었다. 23년 사업부문별 매출 비중은 콘텐츠 54.14%, 상품 23.79%, 전시·행사·드라마 22.07%로 구성되어 있으며, 향후 **해외 진출**을 통한 지속적 매출 상승이 전망된다.

사업부별 비중

(단위: %)

매출액 추이

(단위: 백만원)



출처: 애니플러스, RFS Team 2

출처: 애니플러스, RFS Team 2

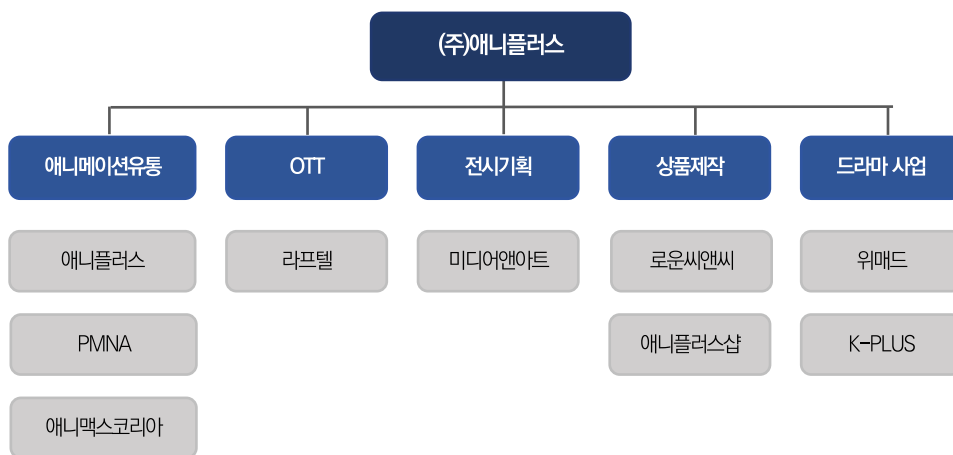
## 사업부 개요

### 애니플러스 자회사

- 1) PMNA
- 2) 미디어아트
- 3) 라프텔
- 4) 위매드
- 5) 로운컴퍼니

동사는 15세 이상을 타겟층으로 삼는 '일본 YOUTH 애니메이션' 유통 사업을 중심으로, 굿즈 제작, 판매 사업까지 전개하고 있다. 나아가, 종속회사를 통해 미디어아트 전시, 오프라인 행사, 드라마 제작 등을 영위하는 종합 콘텐츠 기업이다. 사업부는 크게 1)콘텐츠 사업 2)상품 사업 3)기타 사업으로 나뉜다.

### 애니플러스 BM



출처 : 애니플러스, RFS Team 2

## 1) 콘텐츠 사업

동사는 일본 애니메이션 콘텐츠 유통을 주력으로, VOD 판매, 극장판 배급, OTT 운영사업까지 영위 중이다. 콘텐츠 사업부는 **전체 매출액의 54.14%**를 차지하는 주요 사업부로, 크게 3개의 자회사가 담당한다.

**애니플러스**는 동사의 대표적인 일본 유스 애니메이션 채널이다. 자사 방송 채널에서 일본 애니메이션을 방영하며, IPTV와 OTT 플랫폼에 방영권 및 VOD 판매 서비스, 극장판 애니메이션 배급 사업을 담당한다.

**PMNA**는 동남아 7개국에서 1)방송 채널 운영 2)콘텐츠 유통 3)상품 사업을 진행 중이다. 'ANIPLUS ASIA'와 'K-PLUS' 채널에 기반한 채널 운영/콘텐츠 유통 사업을 넘어, 현지 방송국과 OTT 플랫폼에 VOD를 판매한다.

**라프텔**은 국내 유일 흑자 애니메이션 특화 OTT 플랫폼이다. 동사는 OTT 플랫폼 진출을 위해 22년 라프텔을 인수, 자사 애니메이션 IP를 라프텔에 제공해주며 국내 시장 지배력을 확대하고 있다.

**애니맥스**는 방송 채널과 콘텐츠 유통업을 영위한다. 애니메이션 업계 2위 경쟁사였지만, 23년 동사의 인수를 통해 흡수되었다.

### 23Y 콘텐츠 매출액

⇒ 603억(YoY +102%)

## 2) 상품 사업

### 23Y 상품 매출액

⇒ 265억(YoY +62%)

애니플러스는 자사 온라인 사이트 '애니플러스샵'과 전 세계 5개의 오프라인 매장에서 일본 애니메이션 상품 판매업을 전개한다. 오프라인 매장은 애니메이션 상품 판매를 넘어 IP활용 콜라보 카페 운영과 굿즈 판매까지 사업영역을 확대 중이며, 유의미한 성과를 보이는 중이다.

**로운컴퍼니씨앤씨**는 22년 IP 상품화 사업 강화를 위해 인수한 굿즈 제작 사업부다. BTS, 아이유, 핑수, 카카오프렌즈, 플레이브 등의 IP 관련 상품을 기획, 생산, 유통하고 있다.

## 3) 기타 사업

### 23Y 기타 매출액

⇒ 246억(YoY +105%)

동사는 애니메이션 유통을 넘어, 드라마/전시/행사 등으로 사업 다각화를 진행중이며, **글로벌 콘텐츠 종합 기업**으로 나아가고 있다.

애니플러스는 매년 일본 애니메이션 마니아층을 위한 오프라인 행사 AGF를 개최한다. 해당 행사에서는 전시 및 스테이지 관람, 한정 굿즈 판매, 코스프레 이벤트 등이 이뤄진다.

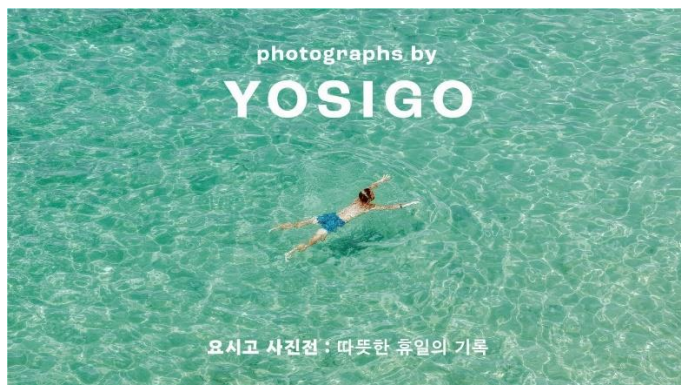
**위매드**는 드라마 제작과 유통을 담당하는 자회사로, 22년 인수되었다. 21년 '러브 씬 넘버', '웃소매 붉은 굴동'을 제작해 160억원, 23년 '가슴이 뚫다'를 제작해 130억원의 매출을 기록한 사업부다.

**미디어엔아트**는 자사 전시 공간인 '그라운드 시소'를 바탕으로 미디어 아트 전시 사업을 영위한다. 현재 서촌, 명동 등 총 4개의 지점을 운영 중이며 약 30%에 달하는 영업이익을 창출해내는 사업부다. 국내 성공을 기반으로 올해에는 국내외 지점 2곳 확장을 목표하고 있다.

위매드 제작 드라마



미디어엔아트 전시회 '요시고 사진전'



출처 : 애니플러스, RFS Team 2

출처 : 그라운드시소, RFS Team 2

## 2. 산업분석

### 산업 현황 : 일본 애니메이션 산업의 구조적 성장

#### 구조적 성장의 원인

- 1) 대중 + 마니아 Q ↑
- 2) MD 산업 P ↑

일본 애니메이션 산업은 수요 측면(Q)과 가격 측면(P)에서 **구조적 성장** 중이다. 22년 일본 애니메이션 산업 규모는 2010년 대비 **2배 이상 확대**됐고, 해외 비중은 **6배 이상 증가**한 2조 9227억엔에 도달했다. 이러한 일본 애니메이션 산업의 성장세는 1)일반 대중 · 마니아 소비층의 Q 증가 2)MD P 상승에 기인한다.

#### 1) 글로벌 대중 & 마니아 모두 Q ↑

##### [일반 대중들의 일본 애니메이션 수요 확대]

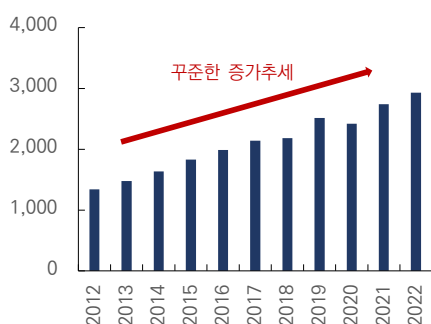
#### 일본 애니메이션 산업

⇒ 글로벌 대중성 확보 완료

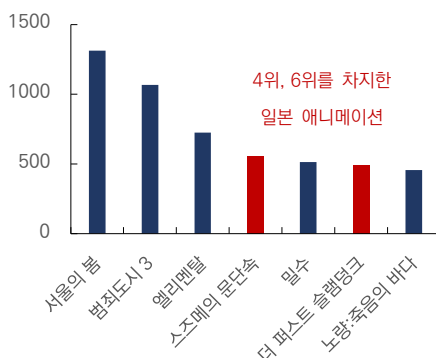
최근 일본 애니메이션 산업에서 **마니아층을 넘어선 일반 대중들의 Q 증가**도 관측되며, 이는 일본 애니메이션 차트 성적으로 증명된다. 23년 한국 <박스오피스 TOP 10>에서 일본 애니메이션은 **20%**의 비중을 차지했다. **대중성이 필수인** <박스오피스 TOP 10> 목록에 2개의 작품이 차트인한 전례 없는 기록은 한국 대중들의 일본 애니메이션 Q 증가를 보여준다.

일본 애니메이션은 한국뿐 아니라, **글로벌적으로 인기**다. 특히 '지브리' 작품만 대중적이었던 과거와 달리, 현재는 마니아층을 겨냥한 애니메이션이 강세임을 알 수 있다. 이는 <귀멸의 칼날>, <슬램덩크>, <원피스>가 **대중성 기반의 <글로벌 흥행 일본 애니메이션 영화> 1, 5, 6위**에 등극한 것으로 확인된다. <글로벌 흥행 일본 애니메이션 영화 TOP 10>에 차트인하기 위해서는 **흥행 수익 1억달러 이상**이 필요하다. 따라서 차트인은 마니아층의 수요만으로는 불가능하며, **대중성이 필수**다. 20년부터 본격화된 차트인을 통해 마이너 장르로 불렸던 '일본 애니메이션'도 유의미한 글로벌 대중 Q 증가를 이끌어내는 장르로 성장 중임이 확인된다.

일본 애니메이션 시장 규모 (단위: 백만원)



2023 국내 영화 박스오피스 관객 수 (단위: 만명)



역대 글로벌 흥행 일본 애니메이션 영화

| 순위 | 영화               | 개봉년도 |
|----|------------------|------|
| 1위 | 극장판 귀멸의 칼날:무한열차편 | 2020 |
| 2위 | 센과 치히로의 행방불명     | 2001 |
| 3위 | 너의 이름은           | 2016 |
| 4위 | 스즈메의 문단속         | 2022 |
| 5위 | 더 퍼스트 슬램덩크       | 2022 |
| 6위 | 원피스 필름 레드        | 2022 |
| 7위 | 하울의 움직이는 성       | 2004 |
| 8위 | 벼랑 위의 포뇨         | 2008 |

출처: AJA, RFS Team 2

출처: KOBIS, RFS Team 2

출처: AJA, RFS Team 2

## [일본 애니메이션 마니아층 증가 추세]

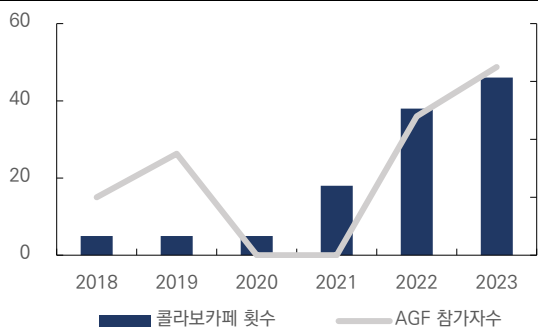
끝없이 확대되는  
글로벌 마니아층

대중뿐만 아니라 **마니아층의 Q 증가**도 관측된다. 이는 마니아층만 참석하는 일본 애니메이션 오프라인 행사 참가자 수로 증명된다. 유럽 최대 규모 애니메이션 컨벤션 '재팬 엑스포 2023'은 역대 최대 참가자 수인 **약 26만명**을 기록했고, 한국의 'AGF 2023'은 **6.5만명(YoY +36.9%)**로 역대 최대 참가자를 모객했다. 이를 통해 글로벌 마니아층의 Q가 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다.

MD 산업 Q 증가  
= 마니아층 Q 증가

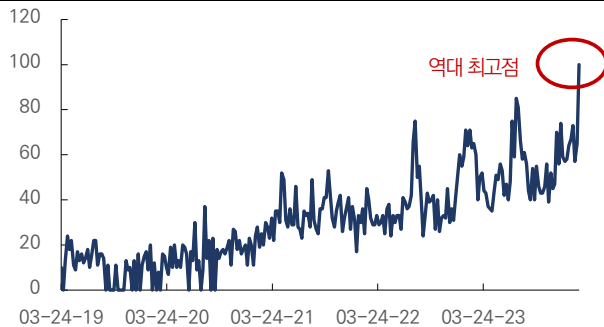
마니아층의 수요는 굿즈 소비로 연결되기에 **MD 산업 성장세**로도 마니아층 증가를 설명할 수 있다. 마니아층 Q 증가는 1)국내 오프라인 굿즈샵 '애니플러스샵'의 점포 수 확대 2)일본 최대 규모 애니메이션 굿즈 샵 '애니메이트' 매출 증가로 확인된다. 실제 국내 오프라인 굿즈샵 '애니플러스샵'의 매장수는 **17년 1지점 → 23년 4지점**으로 확대됐고, 콜라보 카페 개최수 또한 **20년 5회 → 23년 46회**로 증가했다. 전세계 위치한 일본 최대규모 굿즈샵 '애니메이트'는 **24년 구글 검색 최고점** 기록에 이어 **매출액 190백만 달러**로 역대 최고를 기록했다. 이를 통해 일본 애니메이션 마니아층의 글로벌적 수요 증가를 확인할 수 있다.

애니플러스 콜라보 카페 횟수 + AGF 참가자 수 (단위: 회, 만명)



출처: 애니플러스, AGF, RFS Team 2 \*2021, 2022년은 코로나로 인해 AGF 행사 미개최

애니메이트 검색어 트렌드



출처: 구글트렌드, RFS Team 2

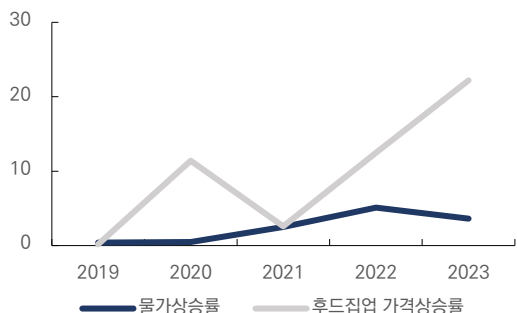
## 2) MD 사업 P ↑

MD 산업 P 상승률

- 1) 음료 30% > 12%
- 2) 굿즈 40% > 2.55%

MD 사업 P 또한 상승 추세를 보인다. 애니플러스 기준, 매달 개최되는 콜라보 카페 **음료 가격은 30%** 인상되었으며, **후드집업 가격은 41%** 인상, **머그컵은 40%** 인상 추이를 보였다. 동기간 카페 음료 가격 상승률 12%, 물가상승률 2.55%를 압도하는 상승률은 마니아층 Q 증가가 반영된 것이다. 지속적인 P 상승에도 1)애니메이션 소비층의 높은 충성도 & 소비 여력, 2)마니아층 확대로 수요는 건조할 전망이다. MD사업은 애니메이션 산업 내 매출 비중이 큰 고마진 사업이므로, P 상승을 통한 산업 성장을 기대할 수 있다.

국내 물가상승률 + 후드집업 가격 상승률 (단위: %)



출처: 애니플러스, 국가지표체계, RFS Team 2

굿즈 가격 추이 (단위: 원, %)

|      | 후드집업   | YoY    | 머그컵    | YoY    |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 2018 | 30,000 | -      | 10,000 | -      |
| 2019 | 35,000 | 16.67% | 12,000 | 20.00% |
| 2020 | 39,000 | 11.43% | 12,000 | 0.00%  |
| 2021 | 40,000 | 2.56%  | 13,000 | 8.33%  |
| 2022 | 45,000 | 12.50% | 14,000 | 7.69%  |
| 2023 | 55,000 | 22.22% | 14,000 | 0.00%  |

출처: 애니플러스, RFS Team 2 \*후드집업, 머그컵이 애니 수요 관계없이 가격 책정 일정하고, 꾸준히 발매됨

### 3) 일본 애니메이션 트렌드

일본 애니메이션 구조적 성장의 주요 요인은 1)서브컬처의 대중화 2)IP 확보 경쟁 3)OTT 성장에 있다.

#### (1) 서브컬처의 대중화

##### 일본 애니메이션 트렌드

마니아 장르 ⇒ 대중적 장르

일본 애니메이션 산업은 본래 ‘마니아층’을 겨냥했지만, 서브컬처 대중화로 **수요층이 대중까지 확대**됐다. 이는 TV 애니메이션 <최애의 아이>가 세운 기록으로 확인된다. <최애의 아이>는 23년 일본 애니메이션 트렌드 대상에 이어, **1)넷플릭스 TOP 10 TV 시리즈 진입**으로 마니아층을 넘어선 글로벌 대중의 소비를 보여줬다. 오프닝 테마곡 ‘IDOL’은 **2)유튜브 조회수 4.5억부 돌파, 3)美 빌보드 차트 1위, 4)23년 구글 트렌드 노래 부문 1위**를 차지했다. 대중들의 호응이 기반인 위 기록들을 통해 서브컬처 대중화를 확인할 수 있다.

#### (2) IP 확보 경쟁

##### 고마진의 핵심 : IP

⇒ IP의 P & Q는 상승 추세

일본 애니메이션 산업 **고마진의 핵심은 IP**다. IP는 1)한 번 확보 시 꾸준한 수익 창출 가능 2)C 측면에서 회사 지출이 적다는 특징이 있어 고마진을 자랑한다. IP를 활용한 2차 상품 수익도 상당하다. 일본 애니메이션 내수 시장에서 굿즈 비중은 **49%**로 1차 수익모델인 콘텐츠를 크게 상회한다. 수익창출의 중심이 IP로 떠오르며 IP 판권가격(P)과 수요(Q) 모두 상승했고, **확보 경쟁은 과열**됐다. 애니메이션 관련 업체들의 IP 경쟁은 계속 성장할 것이며, 이는 애니메이션 산업의 구조적 성장으로 이어진다.

#### (3) 애니메이션 시청의 중심, OTT의 성장

##### 애니메이션 산업 성장의 중심

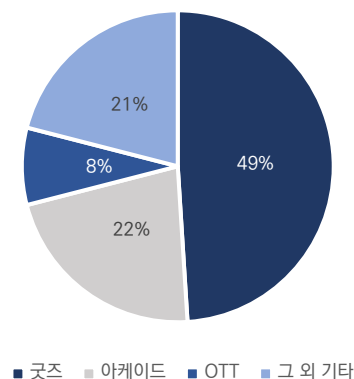
⇒ OTT 산업 성장

애니메이션 산업은 OTT 플랫폼을 기반으로 성장 중이다. VOD(OTT+IPTV) 시장의 22년 애니메이션 산업 규모는 1,543억엔으로, 19년 665억엔 대비 **225.3%의 고성장세**를 기록했다. 이는 **TV → OTT 전환 트렌드**에 따른 **애니메이션 접근성 향상** 덕이다. 23년 1~10월 왓챠의 일본 애니메이션 시청 점유율은 21년 동기 대비 **25% 상승**하였으며, 웨이브의 일본 애니메이션 시청자 수도 21년 대비 **30만명 증가**하였다. OTT 성장에 따라 애니메이션 진입 장벽이 낮아지면서 소비자층이 확대됐고, 애니메이션 판권 가격(P)과 OTT 업체의 수요(Q)는 성장하고 있다. 앞으로도 OTT 산업 성장과 함께, 일본 애니메이션 산업 성장이 전망된다.

<최애의 아이> 오프닝 <IDOL> 빌보드 글로벌 1위

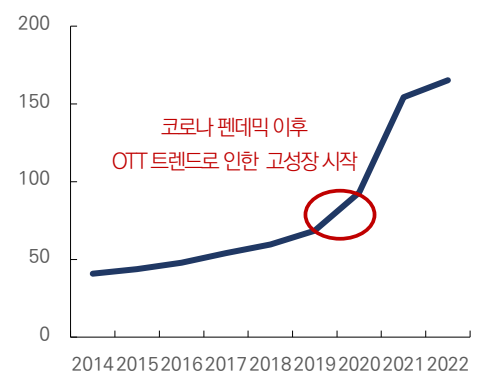
| billboard GLOBAL<br>EXCLUDING UNITED STATES |                             |
|---------------------------------------------|-----------------------------|
| SONG                                        | ARTIST                      |
| 1 Idol                                      | YOASOBI                     |
| 2 Cupid                                     | Fifty Fifty                 |
| 3 La Bebe                                   | Yng Lvcas x Peso Pluma      |
| 4 Flowers                                   | Miley Cyrus                 |
| 5 Ella Baila Sola                           | Eslabon Armado X Peso Pluma |
| 6 Where She Goes                            | Bad Bunny                   |
| 7 Un X100to                                 | Grupo Frontera & Bad Bunny  |
| 8 Calm Down                                 | Rema & Selena Gomez         |
| 9 Die For You                               | The Weeknd & Ariana Grande  |
| 10 Daylight                                 | David Kushner               |

2022 일본 애니메이션 국내 매출 비중



(단위: %)

일본 애니메이션 VOD 매출액 추이



(단위: 백만원)

출처: Billboard(23.06.06 기준), RFS Team 2

출처: AJA, RFS Team 2

출처: AJA, RFS Team 2

현재 일본 애니메이션 시장은 구조적으로 성장하는 추세다. 따라서 **1)증가하는 일본 애니메이션 수요를 온전히 흡수 가능하며, 2)글로벌적으로 일본 애니메이션 사업을 전개할 수 있는 기업에 주목**해야 한다.

### 3. 투자포인트

#### Investment Point 1. 우린 버릴 사업부가 없다!

23년 기준, 동사의 **7개의 사업부 모두 흑자**를 기록하며 각 계열사 간의 시너지 효과와 사업 능력이 입증됐다. 올해에는, 지난 2년간 진행된 공격적 M&A를 통해 완성한 최상의 밸류체인(IP 확보 → IP 유통 → 2차 사업 : 굿즈, 오프라인 행사, 전시회 등)을 기반으로 실현될 **비용 절감과 서비스 확장성에 주목**하고자 한다.

##### 1-1) 애니메이션 유통 독점

동사는 85%에 달하는 유통 점유율을 바탕으로, 국내 애니메이션 Q 확대의 최대 수혜를 받을 예정이다. 이는 1)경쟁업체 부재로 인한 가격 경쟁 불필요, 2)애니메이션의 주요 수출국으로서의 계약 우위에 기인한다.

##### (1) 독점하는 시장, 독점하는 수혜

동사는 업계 2위 경쟁사 애니맥스코리아를 인수하며, **애니메이션 시장 확대에 따른 독점적 수혜**를 받을 전망이다. 동사는 23년 경쟁 유통사인 애니맥스를 인수하며 시장 점유율을 확대(**70%→85%**)했다. 일본 애니메이션 해외수출 시장은 빠르게 성장(**YoY+22%**)하고 있고, 연이은 히트 애니메이션으로 새로운 고객 유입되는 중이다. 이러한 상황에서 동사의 독점적 지위는 매출 상승에 기여할 것으로 예상된다. 또한, 동사가 보유한 약 3,000개의 IP는 새로운 고객을 락인(Lock-in)시켜 선도적 입지를 더욱 공고히 할 예정이다,

##### (2) 원가 경쟁력 확보

동사의 IP 매출원가율은 **23Y 67% → 24E 57% 이하** 달성이 전망된다. 다음 두 가지 이유로 동사는 원가 경쟁력을 갖는다. 1)독점 유통구조에서는 경쟁사로 인한 가격 경쟁이 불필요하다. 라이선싱 계약 금액은 시장 수요와 경쟁 상황에 따라 큰 차이를 보이는데, 동사의 점유율은 85%로 경쟁사가 부재한 상황이다. 실제로, 경쟁사 인수 이후 동사의 IP 원가율은 **21년 72% → 22년 70% (4Q22 라프텔 인수) → 23년 67% (2Q23 애니맥스 인수)**로 하락했으며, 원가율 하락은 지속될 전망이다. 2)동사는 **라이선싱 계약 우위**를 갖는다. 일본동화협회에 따르면, 한국의 애니메이션 수출 계약 수는 552개로 전 세계 3위다. 552개 중 약 **470여 개**는 동사의 계약일 것으로 추정되며, '3위'라는 순위는 한국이 주 소비 국가임을 보여준다. 앞으로도 동사를 통한 국내 유통이 지속될 예정이며, 매출원가 감소로 인한 영업이익률 개선이 기대된다.

애니메이션 시장 확대  
⇒ 애니플러스 성장 기대

독점적 시장 점유율을  
통한 계약 우위

IP 매출 원가율 변화

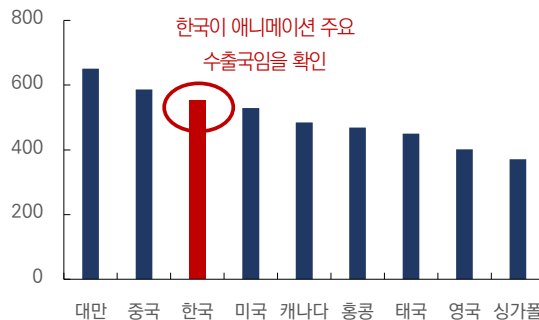
(단위 : 백만원)

|          | 2021       | 2022       | 2023       | 2024E       |
|----------|------------|------------|------------|-------------|
| 애니플러스    | 20,289,107 | 29,388,610 | 37,992,414 | 42,757,000  |
| 라프텔      | -          | 4,240,490  | 29,742,988 | 53,675,929  |
| 애니맥스     | -          | -          | 7,120,263  | 16,468,453  |
| 3사 매출 합  | 20,289,107 | 33,629,100 | 74,855,665 | 112,901,382 |
| 방영권 장부금액 | 14,521,885 | 23,479,876 | 50,492,031 | 64,880,786  |
| IP 매출원가율 | 72%        | 70%        | 67%        | 57%         |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

국가별 애니메이션 계약 수

(단위 : 개)



출처 : AJA, RFS Team 2

## 1-2) 성장하는 굿즈 산업

동사는 애니메이션 IP 산업 영역에서 파생되는 모든 분야의 사업화를 진행하고 있으며, 산업현황에서 전술 하였던, 시장의 성장도 가시화되고 있다. 이에 따라, 동사의 굿즈 사업부 매출도 **24년 399억원(YoY +49%)**으로 성장할 전망이다. 동사의 굿즈 사업부로는 ▲애니플러스(개별)과 ▲로온컴퍼니가 있다.

### (1) M&A → 애니플러스(개별) 굿즈 사업부 경쟁력 확보 완료

애니플러스 굿즈 사업부  
⇒ P, Q 성장 기대 !

24년 굿즈 P 상승, Q 증가 효과로 인해 24년 애니플러스(개별) 상품 매출액은 **135억원(YoY+10%)**으로 증가할 것이다. 동사가 판매하는 굿즈 평균 P의 경우 21년 17,329원 → 22년 17,678원(YoY+2%) → 23년 20,169원(YoY+14%)으로 지속적 상승 추세를 보였고, **24년에는 21,793원(YoY +8%)**으로의 인상이 예상된다. P 상승에도 불구하고, 견조한 수요가 유지되고 있는데 이는 마니아층의 높은 충성도 덕이다. 2Q23, 인기 IP인 <홀로라이브>, <승리의 여신 니케> 콜라보 카페 진행 당시 P 인상에도 불구하고, Q 증가 덕에 굿즈 매출액이 1Q23 19억원 → **2Q23 34억(QoQ+73%)**로 상승했었다. 24년에도 M&A를 통해 가져온 인기 IP인 <귀멸의 칼날>, <하이큐> 등을 활용한 콜라보 카페 개최로 Q 증가를 기대할 수 있다.

### (2) 플레이브를 기반으로 성장하는 '로온컴퍼니'

플레이브 팬덤 확대  
⇒ 로온컴퍼니의 매출 증가

로온컴퍼니는 동사가 보유한 핵심 IP의 **굿즈 제작을 목적으로** 22년 인수한 회사다. 현재 아이유, BTS, 카카오프렌즈 등의 IP를 활용해 굿즈를 제작하고 있는데, 특히 주목해야 할 IP는 버츄얼 아이돌 '플레이브'다.

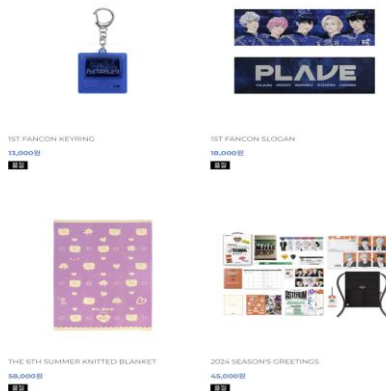
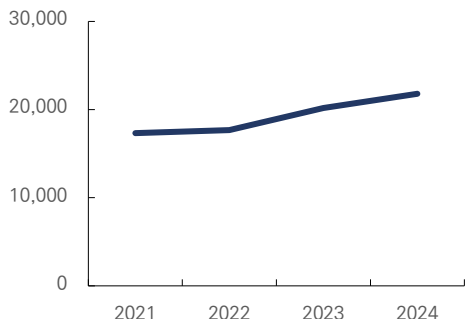
24년 플레이브의 성장으로 로온컴퍼니 **매출액 263억원(YoY +82%)** 발생이 기대된다. 로온컴퍼니는 플레이브의 공식 굿즈샵인 '**블래스트샵**'을 운영하고 있으며, 플레이브의 컴백마다 새 굿즈를 발매하기에 플레이브의 팬덤 확장은 로온컴퍼니의 매출 성장으로 이어진다. 이는 플레이브의 앨범 판매량이 7.5만장 → 22만장(+196%)으로 증가했던 시기, 로온컴퍼니 매출이 2Q23 34억 → 3Q23 43억(QoQ + 26%)으로 성장했던 사례로 증명된다. 플레이브는 1)24년 2월 컴백 앨범에서 한 달만에 **65만장(+195%)**을 판매했고, 음악방송 1위를 통해 팬덤 확장에 성공했다. 2)5~6개월의 컴백 주기를 고려 시, 예상되는 **8월 컴백**에서는 **100만장(+52%)**의 앨범 판매가 기대된다. 이에 따라 로온컴퍼니의 매출 성장도 가시화될 전망이다.

콜라보카페 가격 추이

(단위: 원)

플레이브 굿즈 오픈 12시간 → 75% 품절

플레이브 컴백 타임라인



출처: 애니플러스, RFS Team 2

출처: 블래스트샵, RFS Team 2

출처: 씨클처트, 블래스트, RFS Team 2

### 1-3) MZ 핫플의 중심, 그라운드 시소

동사의 다방면 흑자는 전시 사업부에서도 계속된다. 동사에 종속된 (주)미디어앤아트는 **국내 전시 시장 점유율 1위** 전시 플랫폼 '그라운드시소'를 운영하고 있다. 그라운드시소는 설립 4년 만에 1)누적 관람객 250만명, 2)3개년 영업이익률 32%를 달성했다. 대표 전시로는 1)누적 관객 40만명을 기록한 <요시고 사진전>과 2)인터파크 연간 판매점유율 1위(8.4%)를 돌파한 <유미와 세포들>이 있다.

#### (1) 전시회 트렌드를 주도하는 '미디어앤아트'

최근 관측되는 전시회 트렌드는 1)미디어아트, 2)인스타그램용 전시회로, 동사는 두 트렌드의 선도주자다.

**미디어아트 = 미디어 + 아트** : 새로운 전시회 트렌드로 떠오르는 미디어아트는 기존의 예술(아트)을 재해석해 다양한 매체(미디어)로 표현하는 예술이다. (주)미디어앤아트는 10년 전에 첫 미디어아트 전시를 개최한 미디어아트 산업의 선도주자다. 한편 미디어아트의 특성상 낮은 비용으로 높은 마진이 기대된다. 실물이 아닌 비주얼 전시로 진행되기에 1)전시 대여나 보험 비용이 전무하며, 2)유지보수를 위한 추가 인력이 필요없다. 3)자체 IP를 활용하고 있기에 원가 부담도 없어, 낮은 C로 영업이익을 극대화 할 수 있다. 24년 미디어앤아트 영업이익은 **28%**으로 예상되며, 이후 더욱 성장할 전망이다.

**인스타그램용 전시회 → 주목적은 SNS 인생샷** : SNS의 발달로 전시는 단순히 관람을 넘어, 인생샷을 건지는 '인스타그램머블(instagramable)'한 활동으로 정의되기 시작했다. 동사는 인스타그램의 주 소비자인 MZ의 시선을 사로잡았다. 24년 3월 인터파크 차트 TOP10 내 동사의 2030대(MZ세대) 비율은 **86.05%** (경쟁사 평균 58.54%), 20대 비율은 **50.3%**(경쟁사 평균 26.7%)로 압도적이다. 또한, 동사의 인스타그램 팔로워수는 **9.7만명**으로, 경쟁사 DDP 8만명, APMA 7만명 대비 높다. 동사가 인스타그램 채널과 콜라보한 <우연히 웨스 앤더슨> 전시회는 **연간 판매점유율 9위**를 달성했고, 23년 **도쿄 투어로 13억(E)**의 추가 매출이 발생했다. 24년에도 인스타그램머블 트렌드에 따른 MZ세대 수요를 기반으로, 매출 성장이 기대된다.

#### 미디어아트 특성

⇒ LOW C → HIGH OPM

#### 인스타그램머블 트렌드

⇒ MZ 비중 많은 동사가 압도적으로 유리

#### 전통적 전시 VS 미디어아트 전시

|       | 전통적 전시      | 미디어아트 전시        |
|-------|-------------|-----------------|
| 상호 작용 | 심리적         | 심리적+물질적         |
| 감상    | 정적          | 동적              |
|       | 시각 한정 전시회   | 시각을 넘어서 참여형 전시회 |
| C     | 대여, 보험 비용 O | 대여, 보험 비용 X     |
| OPM   | LOW         | HIGH            |

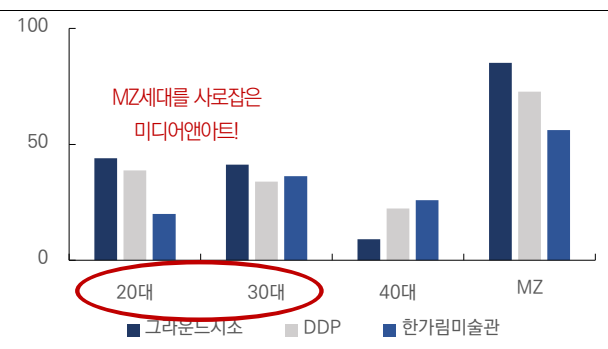
출처: RFS Team 2

#### 미디어아트 전시회 <모네 인사이드>



출처: 그라운드시소, RFS Team 2

#### 인터파크 전시 부문 인기차트 - 예매자 나이 비중 (단위: %)



출처: 인터파크, RFS Team 2 \*24년 3월 기준, 일간 인기차트

#### (2) 3Q24 그라운드시소 부산점 오픈 - 10억 매출 발생 전망

4지점 확대로 꾸준한 캐시플로우를 창출해온 동사는 올해 국내 1지점, 해외 1지점 추가 오픈(2-2에서 추후 서술)으로 매출 성장을 이어갈 전망이다. 어노니머스 프로젝트 부산(~23.06)을 비롯해 부산에서 특별 전시회를 2년 연속 개최중인 것을 토대로 5번째 지점은 부산일 것으로 추정하였다. 3Q24 부산점 오픈으로 부산점에서만 **24년 10억의 추가 수익**이 발생해, 총 미디어앤아트 국내 매출액은 **24년 127억원 (YoY+41%)**으로 성장할 전망이다.

#### 3Q24 부산점 오픈

⇒ 10억원의 매출 기대

## Investment Point 2. 해외시장 총알 장전 완료, 이제 쏩니다.

투자 포인트1에서 서술하였듯, 동사는 '애니메이션 수입 - 애니메이션 유통 - 2차 사업'이라는 비즈니스 모델을 완성하며 **국내 시장 장악에 성공**했다. 이제 국내 시장을 넘어 해외 시장 Q 확보에 돌입할 차례다. 본 리서치팀은 24년 2개 사업부의 동남아 진출 성공에 따라, 동사가 동남아 애니메이션 & 전시회 사업의 **퍼스트 무버로 도약**할 것이라 전망한다.

### 2-1) 글로벌 OTT로 성장할 라프텔, 동남아 매출 0원 → 24E 196억원!

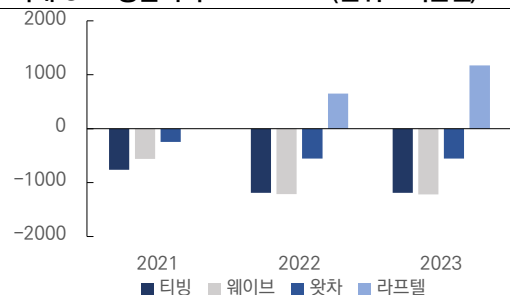
애니메이션 점유율 85%를 달성한 상황에서, 동사 매출의 25%를 차지하는 라프텔의 **해외 진출 성공은 주가 상승의 KEY**로 작용할 것이다. 라프텔은 넷플릭스, 디즈니+와 다르게 오직 '일본 애니메이션'만을 제공하는 애니메이션 특화 OTT로, **국내 유일 흑자 OTT**다. 이는 **90% 이상**의 일본 애니메이션 작품에 대한 '**독점 방영권**' 덕이다. '독점 방영권'은 일본 방영 직후 일정 기간동안 라프텔에서만 작품을 방영할 수 있는 권한으로, 동기간 넷플릭스, 디즈니+ 등에서 방영이 불가능하다. 덕분에 라프텔은 **높은 고객 충성도와 낮은 해지율**이라는 특성을 갖는다. 실제로 **약 53만명에서 MAU 하방**이 형성돼 있어, 기존 OTT 적자 원인인 '단기 구독(핵심 콘텐츠를 보기 위해 가입, 해당 콘텐츠 종료 시 탈주)' 리스크가 적다. 애니메이션 산업의 트렌드가 OTT로 전환되는 현 상황속에서, 라프텔의 성장을 기대할 수 있다.

#### 라프텔 국내 성공 Point

1. 애니 독점 방영권
2. 높은 고객 충성도
3. MAU 하방

국내 OTT 영업이익

(단위 : 백만원)



출처 : 각사, RFS Team 2

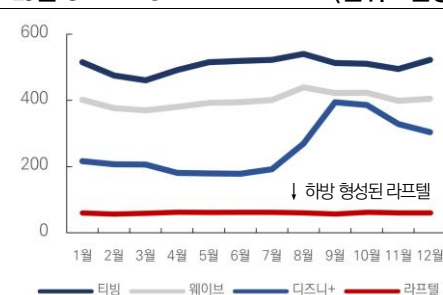
넷플릭스, 디즈니+, 라프텔 애니메이션 수

|      | 보유 애니메이션 수  |
|------|-------------|
| 넷플릭스 | 약 80개       |
| 디즈니+ | 약 90개       |
| 라프텔  | 약 3,000개 +a |

출처 : 각사, RFS Team 2

23년 OTT MAU

(단위 : 만명)



출처 : 모바일인덱스, RFS Team 2

국내 성장세를 이어 24년에는 동남아 6개국에 동시 진출해 글로벌 시장을 공략할 계획이며, 본 리서치팀은 라프텔의 **성공적인 동남아 6개국 진출로, 동남아에서만 24년 196억의 매출이 발생**이 전망된다. 이는 동사가 1)라프텔 진출 예정 동남아 6개국에서 성공 경험을 보유하고 있다는 점, 2)6개국 모두 일본 YOUTH 애니메이션 특화 OTT가 부재한다는 점, 3)6개국에서 일본 YOUTH 애니메이션 마니아층의 수요가 관측된다는 것에 기인한다.

#### 24Y 6월 동남아 6개국 P, Q 추정치

(단위 : 원, 만개, 백만원)

|                 | 인도네시아 | 필리핀   | 싱가포르   | 베트남   | 말레이시아 | 태국    |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 구독료 (원)         | 5,557 | 6,000 | 14,014 | 5,907 | 8,025 | 6,261 |
| 유료 구독 계정 수 (만개) | 18.4  | 1.84  | 4.6    | 3.22  | 4.6   | 6.9   |
| 월 매출액 (백만원)     | 1,022 | 109   | 641    | 189   | 366   | 432   |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2 \*추정 논리는 후에 서술, 환율은 24/04/01 마감 환율 기준

## (1) 동남아 6개국 성공 경험 보유

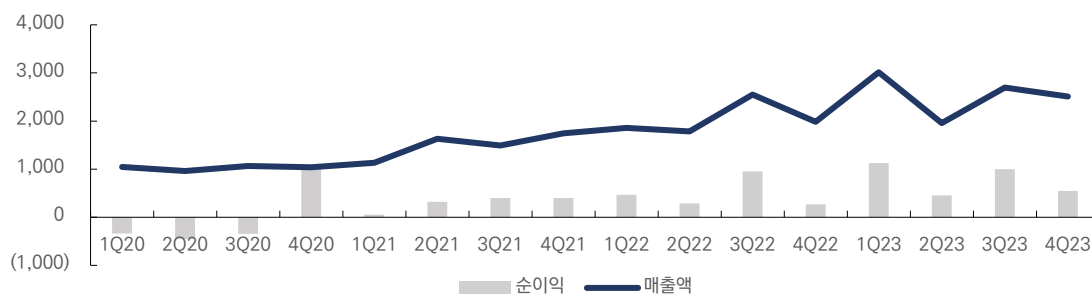
### 동남아 성공 Point 1

⇒ 동남아 법인  
PMNA의  
매출 증가세

동사의 자회사 PLUS MEDIA NETWORKS ASIA(이하 PMNA)는 2014년 설립된 동남아 법인으로, 매출액의 약 10%를 차지하는 사업부다. 현재 동남아 7개 국가에서 1)ANIPLUS ASIA, K-PLUS 채널을 운영, 2) 각국의 TV채널과 OTT에 애니메이션 콘텐츠를 유통하고 있다. **7개국 중 6개국은 라프텔이 진출하고자 하는 국가**라는 점에 주목해야 한다. PMNA의 매출액은 21년 59억(YOY +31%), 22년 81억(YOY + 37%), 23년 101억(YOY + 24%)으로 성장 추세인 것을 통해 **13년부터 10년간 적절한 현지 시장 데이터와 노하우를 쌓았다고 볼 수 있다**. 이러한 PMNA와의 협력은 라프텔의 동남아 진출 성공 가능성을 높여준다.

PMNA 동남아 7개국 매출액, 순이익

(단위 : 백만원)



출처 : 애니플러스, RFS Team 2 \*7개국은 인도네시아, 필리핀, 싱가포르, 베트남, 말레이시아, 태국, 홍콩

## (2) 경쟁사가 부재한 동남아 시장

### 동남아 성공 Point 2

⇒ 일본 애니메이션  
특화 OTT 부재

라프텔의 경쟁사로는 소니가 인수한 미국 소재의 일본 애니메이션 특화 OTT '크런치롤'이 있다. 크런치롤의 유료 구독자는 라프텔의 43배인 1천만명으로, 북미에서 압도적인 점유율을 가진 애니메이션 OTT 플랫폼이다. 그러나, 다음과 같은 이유로 **동남아 시장에서는 라프텔이 독점적 지위를 가질 것으로 판단된다**.

크런치롤은 1)동남아 사업 경험이 전무하며, 2)일본과의 IP 계약 당시 동남아 배급권에 대한 계약을 맺지 않았기에 현재로서는 **동남아 진출이 불가능하다**. 따라서, 동남아에서 클로즈 베타를 진행 중인 라프텔이 **선점 효과**를 얻을 것으로 예상된다. 또한, 크런치롤은 3)작품의 **개연성을 훼손시키면서 PC(정치적 올바름)적 방향으로 자막을 수정**하여 애니메이션 마니아층에게 반발을 사고 있다. 이는 크런치롤이 향후 동남아에 진출하더라도 큰 리스크로 작용할 것으로 판단되며, 라프텔만의 이점으로 작용할 예정이다.

### 크런치롤 자막 PC화 논란

Crunchyroll's negative reputation has potentially become worse as some individuals are criticizing the company's English-subtitled version of **Onii-chan wa Oshimail**, as it, like a lot of "localized" game translations, removed gendered terms and made odd translation decisions.

A Twitter user **drew attention** to one of the translators for Crunchyroll's subtitled version of **Onii-chan wa Oshimail**, comparing their translation with a different fan translation and pointing out how the fan translation doesn't remove the gendered language.

The individual also pointed out how the translator intentionally chooses to **not be accurate** in their work:

### 크런치롤 VS 라프텔

|            | 크런치롤     | 라프텔      |
|------------|----------|----------|
| 주력 국가      | 북미       | 한국       |
| 동남아 사업 경험  | X        | O        |
| 동남아 방영권    | X        | O        |
| 자막의 PC화    | O        | X        |
| 보유 애니메이션 수 | 약 1,400개 | 약 3,000개 |

출처 : sankucomplex.com, RFS Team 2

출처 : 크런치롤, 라프텔, 한국 콘텐츠진흥원, 뉴스 취합, RFS Team 2

동남아 성공 Point 3  
⇒ 6개국에서 확인된  
일본 애니메이션 수요

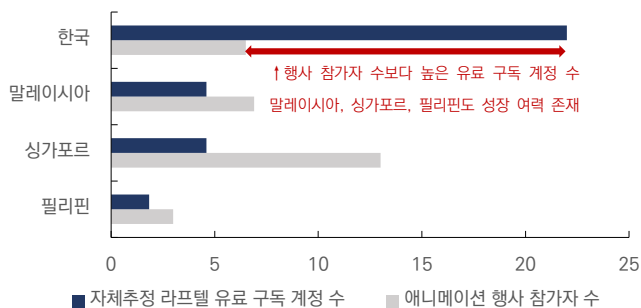
### (3) 6개국에서 일본 애니메이션 수요층 존재 확인 완료

라프텔이 클로즈 베타를 시행한 동남아 6개국은 인도네시아, 필리핀, 싱가포르, 베트남, 말레이시아, 태국으로, 동남아 진출 성공의 핵심은 각 국 **일본 애니메이션 마니아층의 규모**다. 이는 1)OTT 사업 구조 상 Q가 중요하며, 2)라프텔은 '일본 애니메이션'을 제공하기에 주 소비자는 애니메이션 마니아층이라는 점에 기인한다. 따라서, 진출 예정인 6개 국가의 일본 YOUTH 애니메이션 마니아층의 규모를 확인해보고자 한다.

**1) 필리핀, 싱가포르, 말레이시아** : 3국에서는 오직 '일본 애니메이션'만을 주제로 한 오프라인 행사가 매년 개최되는데, **한국과 비등하거나 더 많은 참가자** 수가 관측된다. 한국의 '일본 애니메이션' 오프라인 행사 'AGF'는 19년 3.5만명에서 22년 4.8만명, **23년 6.5만명**을 모객하는 등 유의미한 참가자 증가를 보였다. 이와 비슷하게, 1)필리핀 행사 <Cosplay Mania>의 참가자는 12년 1만명에서 **22년 3만명**으로 증가, 2)싱가포르 <Anime Festival Asia> 참가자도 19년 12만명, **23년 13만명**으로 증가, 3)말레이시아 <Comic Fiesta> 참가자는 12년 2.5만명, **22년 6.9만명**으로 증가했다. 이를 통해 3국에 존재하는 일본 애니메이션 마니아층의 규모를 확인할 수 있었으며, 마니아층을 토대로 라프텔은 **안정적인 Q 확보가 가능**할 전망이다.

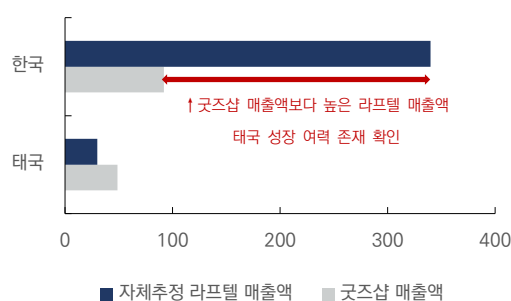
**2) 태국** : 태국의 일본 애니메이션 수요는 일본 애니메이션/코믹 굿즈 판매점 "애니메이트"의 매출액으로 확인된다. 1)22년 애니메이트 방콕점의 매출은 약 **48.8억원**이었고, 추가 수요로 2)4Q24 **랑싯 2호점**을 오픈했다. 한국의 경우, 일본 애니메이션 굿즈 판매점 '애니플러스샵'의 23년 오프라인 매출액은 92억이었고, 라프텔의 매출액은 "애니플러스샵" 매출액의 **약 1.6배인 150억**이었다. 한국 오프라인 매장의 매출보다 라프텔 매출이 더 크다는 점을 고려하면, 태국에서도 **최소 48.8억원의 라프텔 매출** 확보가 가능할 전망이다.

자체추정 라프텔 유료 구독 계정 수 & 애니메이션 행사 참가자 수 (단위 : 만명)



출처 : 라프텔, 뉴스 취합, RFS Team 2 \*각 국가별 유료 구독 계정 수 추정 논리는 후에 서술

태국 & 한국 굿즈 매출액, 라프텔 매출액 (단위 : 억원)



출처 : 크런치롤, 라프텔, 한국 코덴츠 진흥원, 뉴스 취합, RFS Team 2

인도네시아 일본 애니메이션  
시장 규모 ⇒ 339억

**3) 인도네시아** : 인도네시아는 22년 애니메이션 산업 매출 약 377억원을 달성했다. 인도네시아 **애니메이션 수익의 90%는 일본 라이선스에서 발생**한다는 점을 통해 예상한 **일본 애니메이션 수익은 339억원**이다. 높은 수익은 일본 애니메이션 마니아층 규모가 상당함을 증명하며, 이는 라프텔의 Q로 이어질 전망이다.

**4) 베트남** : DTM Consulting에 따르면, 베트남 소비 애니메이션 상품 1위는 미국(62.8%), **2위는 일본 (60.9%)**이다. 일본 YOUTH 애니메이션 소비층인 베트남 **Z세대의 60%는 애니메이션 시청을 위해 월 30,000동~200,000동의 지불 의사**를 밝혔고, 15.7%는 요금 상관없이 구독 의사를 밝혔다. 이를 통해 수요층을 추정해 보았을 때, 베트남에서는 **약 4.9만명의 수요**를 기대할 수 있다. 이는 1)현재 소비력을 갖춘 베트남의 Z세대 생산가능인구 약 1,500만명, 2)인구수 대비 넷플릭스 구독자수 비율 0.7%, 3)본 리서치팀이 설정한 베트남 구독료 108,000동(Z세대의 47%는 구독료 지불 의사가 있다 가정)을 고려한 값이다. 베트남의 견조한 일본 애니메이션 수요를 기반으로 라프텔 Q 확보가 가능할 전망이다.

24E 동남아 매출액  
⇒ 6개국 196억원

위 같은 이유로, 본 리서치팀은 **라프텔의 동남아 진출이 성공할 것**이라 판단하며 **24E 196억의 매출 발생을 전망**한다. 24년 1월 23일 동남아 6개국에서 클로즈 베타를 시작했고, 클로즈 베타와 오픈 베타 사이 약 3개월의 괴리가 있다. 이를 토대로 매출은 6월부터 발생할 것으로 추정했고, 24년 7개월 간 인도네시아 72억 필리핀 7억 싱가포르 45억 베트남 13억 말레이시아 26억 태국 30억, 총 196억의 매출 발생이 예상된다.

## 2-2) 미디어엔아트 싱가포르 지점 매출액 0원 → 24E 32억 !

1-3에서 전술하였듯, 미디어엔아트는 미디어아트 전시 분야 및 융합 전시를 개최하는 종합 제작사다. 올해 상반기에는 그라운드 시소의 첫 해외 지점인 **싱가포르 지점 확대가 예정**되어 있다. 또한, 23년 일본 도쿄 〈우연히 웨스 앤더슨〉 전시에서 발생한 **13억(E)의 매출**로 해외시장의 가능성을 확인하였다. 이를 토대로 24년에는 더 많은 국가에서 이벤트성 전시회가 이뤄질 전망이며, 이에 따라 동사의 매출액 증가가 기대된다.

자체 IP 라이선싱 아웃  
+ 해외 매출의 성장

**미디어엔아트가 보유한 자체 IP는 해외 수출 가속화의 핵심**이다. 동사는 16년~ 20년까지 중국, 홍콩, 대만 등에서 자체 IP 라이선싱을 통해 약 80만명의 관람객을 모집한 바 있다. IP 라이선싱에서는 직접 전시를 개최하지 않고도 자체 IP만으로 매출 발생이 가능하기 때문에 큰 비용 없이 매출에 기여할 수 있다. 국내에서 흥행한 자체 IP를 바탕으로 **올해 일본 내 2개의 전시 라이선싱**이 이미 확정된 상태이며, IP판매를 통한 해외 진출이 다시 궤도에 오를 전망이다.

### 과거 IP 라이선싱 내역

| 기간                      | 국가                              | 작품 명                        |
|-------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 2016.09.30 ~ 2017.01.03 | 중국 5개 도시(상하이, 선전, 광저우, 충칭, 항저우) | 신인상모네 : 시광영적예술전             |
| 2018.04.12 ~ 2018.07.09 | 베이징, 중국 8개 도시                   | ALICE: Into the Rabbit Hole |
| 2018.11.29 ~ 2019.01.13 | 홍콩                              | ALICE: Into the Rabbit Hole |
| 2019.07.05 ~ 2019.09.25 | 대만                              | ALICE: Into the Rabbit Hole |
| 2024E                   | 일본 2개 지역 확정                     | 비공개                         |

출처 : 미디어엔아트, RFS Team 2

싱가포르 지점 매출액  
⇒ 연 64억원 발생

그라운드시소의 **싱가포르 지점은 24년 하반기부터 매출 인식 예정**이며, 약 **32억의 매출 발생이 전망**된다. 동사의 싱가포르 지점 확장은 이전의 전시 라이선싱을 통한 해외 진출과는 다소 차별화된 의미를 가진다. 중국, 홍콩, 대만의 전시는 일정 기간에 비례해 전시IP를 판매하여 수익을 창출하는 구조였지만, 싱가포르 지점은 국내 성수, 서촌, 명동 지점과 마찬가지로 장기 임대를 통해 **낮은 임대비(C)와 장기간 전시가 가능**할 것으로 전망된다. 일회성 이벤트로 그치기보다는 파트너십을 통한 구조적인 매출이 예상되며, 전시 일정의 유동적 관리를 통한 수익성 향상이 기대된다. 싱가포르 지점으로 **매년 64억의 구조적인 매출이 발생**할 것으로 전망된다.

## (1) 기획의 땅, 싱가포르

국내에 비해 높은 P, Q로  
손익분기점 달성 확률 다

미디어엔아트는 국내 대비 2배 높은 해외 티켓 P와 흥행한 자체 IP를 기반으로, 이익률을 개선해 나갈 예정이다. 싱가포르 시장에 진출해 있는 애니플러스 오프라인 굿즈샵과 PMNA의 싱가포르향 매출이 101억 원(YoY +24%)으로 증가 추세인 것을 통해 동사의 높은 싱가포르 시장 이해도를 확인할 수 있다.

싱가포르는 '미디어아트'에 대한 관심이 높다. 이는 23년 싱가포르 센토사 섬에서 열린 미디어아트 전시 "Van Gogh: The Immersive Experience"에 10개월 동안 20만명 이상의 방문객이 몰린 것으로 확인된다. 또한, 해외 전시회 티켓 가격은 국내보다 높은 가격을 형성하고 있어 해외지점 확장 시 높은 매출 기여가 예상된다. "Van Gogh: The Immersive Experience"의 입장권은 동사의 티켓 가격(15,000원) 대비 2배 이상인 35 싱가포르 달러(약 35,000원)로 책정되었다. 2Q24 미디어엔아트의 싱가포르 진출 시, 국내 대비 높은 티켓 P로 빠른 손익분기점 달성이 기대된다.

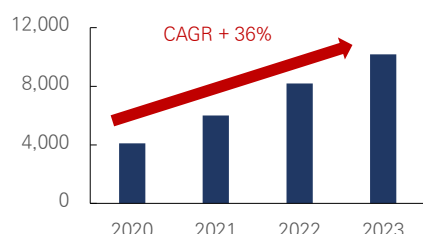
PMNA 싱가포르향 매출액

(단위 : 백만원)

"Van Gogh: The Immersive Experience"

국내외 티켓 가격 비교

(단위 : 원)



|        | 해외               | 국내       |
|--------|------------------|----------|
| 국가     | 싱가포르             | 한국       |
| 성인 현지인 | 27,000~ 36,000 원 | 15,000 원 |
| 성인 관광객 | 35,000~ 48,000 원 |          |
| 유아 관광객 | 19,000~ 30,000 원 |          |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

출처 : Sentosa, RFS Team 2

출처 : fever, RFS Team 2

## (2) 걱정 없는 자금 모집

성공적인 포트폴리오로  
자금 모금 리스크 해소

싱가포르 지점 확대를 위한 투자 유치는 이전의 자금 모집 사례와 같이 어려움 없이 성공적으로 진행될 전망이다. 동사는 현지 부동산 캐피탈 회사와의 계약을 앞두고 있으며, 올해 상반기에 런칭을 목표로 하고 있다. 동사는 4Q23기준 약 25억 원의 현금 및 현금성 자산을 보유하고 있으며, 싱가포르 지점 확대를 위해 시리즈 A를 통한 50억원의 추가 자금을 모집 중이다.

동사는 이전에 크라우드 플랫폼 '펀더풀'을 통해 다른 제작사에 비해 낮은 비용으로 자금을 모집한 바 있다. 총 3번의 크라우드 펀딩을 통해 15억 원의 자금을 조달하였으며, 이는 평균적으로 목표액의 30%에 그치는 다른 전시 펀딩과는 달리 세 번 모두의 목표액 100%를 초과 달성하였다. 이전의 성공적인 포트폴리오를 바탕으로 자금 모집이 순조롭게 진행될 것으로 예상된다.

### 과거 IP 라이선싱 내역

| 작품명                 | 모집기간                    | 목표액         | 모집액         | 달성율  |
|---------------------|-------------------------|-------------|-------------|------|
| 요시고 사진전: 따뜻한 휴일의 기록 | 2021.06.09 ~ 2021.06.22 | 500,000,000 | 596,100,000 | 119% |
| 우연히 웨스 앤더슨          | 2021.10.15 ~ 2021.10.25 | 500,000,000 | 690,400,000 | 138% |
| 유미의 세포들 부산전         | 2021.11.10 ~ 2021.11.23 | 250,000,000 | 261,500,000 | 105% |

출처 : 시리즈A, RFS Team 2

## Investment Point 3. 유통 묻고 제작까지 가 !

유통/배급을 넘어, 제작 사업까지 뛰어드는 동사의 행보에 주목해야 한다. 동사는 '위메드'와 '라프텔'의 인수를 통해 **콘텐츠 자체 제작까지 사업영역을 확장**하고 있다. 최근 콘텐츠 시장에서 IP기반 자체 제작 시리즈물이 큰 성공을 거두고 있다는 점을 고려하면, 동사의 이러한 전략은 추가적인 매출 창출과 타사 대비 경쟁력으로 작용할 전망이다.

### 3-1) 대세는 IP 기반 콘텐츠

콘텐츠 시장의 주력 사업인 IP 비즈니스

IP 비즈니스란 하나의 IP가 영화, 드라마, 애니메이션 등 다양한 장르로 확대되어, **적은 자원으로 다양한 수익을 기대할 수 있는** 비즈니스다. 최근 대성공을 거둔 <귀멸의 칼날>, <무빙>, <나혼자만 레벨업> 등은 모두 원작 IP를 기반으로 한 작품으로, **IP 기반 콘텐츠가 대세임을 증명한다**. IP기반 제작은 1)검증된 성공 이력 2)수익성 다각화 3)경쟁시장에서의 차별화 등의 이유로 콘텐츠 기업들의 핵심 사업으로 성장하고 있다.

#### [IP 기반 콘텐츠의 장점]

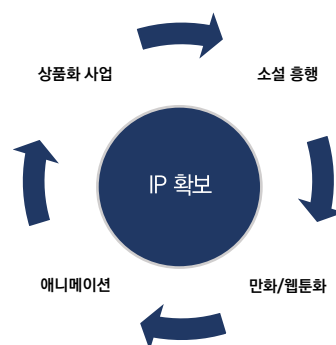
- (1) 콘텐츠 제작에서 기업들의 관심사는 작품의 **성공 여부**다. IP 기반 콘텐츠는 1)과거의 성공 이력으로 실패 가능성이 적다는 점 2)원작의 팬층 확보가 가능하다는 점에서 우위를 가진다.
- (2) IP기반 콘텐츠는 여러 분야로의 확장을 통해 새로운 매출 창출이 가능하고, 타 장르의 성공이 원작 매출 상승을 이끄는 **선순환식 수익구조**를 가지고 있다. 또한, 확보된 IP와 유명세로 MD사업을 진행해 수익 모델 다각화가 가능하다.
- (3) IP 콘텐츠는 자사 고유의 **독점적인 아이템**이라는 점에서 차별화된 경쟁력이다. 콘텐츠 보유 자체가 경쟁력인 산업에서, 다른 곳에서 볼 수 없는 매력적인 IP를 제공하는 것은 경쟁 시장에서 큰 이점이 된다.

만화 원작 애니메이션 "귀멸의 칼날"



출처 : YES24, RFS Team 2

IP 콘텐츠의 선순환 구조



출처 : RFS Team 2

### 3-2) 애니메이션 자체제작 - 라프텔 중심 성장

동사는 자회사 '라프텔'을 통해 **애니메이션 제작 영역**으로 사업을 확대하고 있다. 이에 기반한 애니메이션 시장 점유율 확대와 추가적 매출 파이프라인 창출이 기대된다. 현재, <붉은 여우>, <위험한 편의점>, <피라미드 게임>, <호랑이 들어와요> 등 인기 작품 제작이 진행 중이며, 24년 ~ 25년 공개 예정이다.

라프텔 오리지널 시리즈 출시 예정작

| 출시연도    | 제목        | 원작 |
|---------|-----------|----|
| 미정      | 라온의 남자    | 웹툰 |
| 미정      | 이런 영웅은 싫어 | 웹툰 |
| 2024    | 집이 없어     | 웹툰 |
| 2024    | 붉은여우      | 웹툰 |
| 2024    | 위험한 편의점   | 웹툰 |
| 2024~25 | 피라미드 게임   | 웹툰 |
| 2024~25 | 호랑이 들어와요  | 웹툰 |

출처 : 라프텔, RFS Team 2

#### (1) 자체제작의 이점 - Q 측면

라프텔 자체제작 애니메이션 IP 원작은 **흥행이 검증된** 작품이다. 올해 방영 예정인 <붉은 여우>는 카카오페이지 **1600만부**를 기록한 스테디 셀러이며, <위험한 편의점>은 23년 BL **만화 부문 대상**을 수상한 작품이다. 원작 기반 애니메이션은 1)원작 팬덤 유입, 2)원작 화재성 흡수덕에 Q 확보 난이도가 낮다. 동사의 작년 오리지널 시리즈의 출시 & 유료 결제 거래금을 비교해보면, 2월부터 5월까지 이어진 신규 애니메이션 방영과 더불어 실제 유료 결제금 **8.1만에서 9.7만까지 19% 상승하는 추세**를 보였다. 특히 방영 전부터 주목을 받은 **'4주 애인'**은 출시 이후 23년 4월 한달동안 신규 가입자가 3월 3.3만에서 **4월 5.5만으로 (MoM + 40%)** 증가하며 **1달만에 2억(E)**의 매출이 추가되었다. 이처럼, 24년에도 자체제작 IP 기반의 Q 증가가 기대된다.

오리지널 시리즈

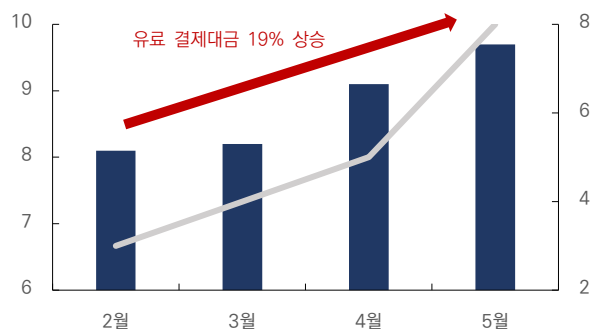
⇒ Q 확보 난이도 ↓

웹툰 성공작 <붉은 여우>, <위험한 편의점>



출처 : YES24, RFS Team 2

라프텔 유료 결제 대금 & 신규작 누적수 (단위 : 만원, 편)



출처 : 라프텔, RFS Team 2 \*23년 기준

## (2) 자체제작의 이점 - C 측면

동사의 IP 기반 애니메이션은 1)숏폼 트렌드 부합, 2)판권비 부재의 특성을 가져, 제작 과정 내 **여러 비용이 감소**된다. 이로 인해 높은 영업이익률을 기대할 수 있다,

숏폼 제작  
⇒ 제작비 대폭 감소

**숏폼 트렌드** : 기존 애니메이션의 20~25분 분량과 달리, 라프텔 시리즈는 평균 러닝타임이 **6~7분 정도로 매우 짧다**. 이는 애니메이션의 주 소비층이자 쇼츠나 릴스에 익숙한 10~20대의 특성을 반영한 것이다. '짧은 영상은 '확산되기 쉬움'을 노려, 소비자들의 탐색 시간과 심리적 장벽을 허무는데 성공했다. 숏폼 트렌드에 부합하는 동사는 영상 비용 절감 혜택도 받을 예정이다. 영상제작 비용은 **제작비의 40%**를 차지하는 부분으로, '원화'나 '동화'의 경우 **분당 컷 개수**에 큰 영향을 받는다. 동사의 숏폼 작품들은 기존 작품 대비 적은 컷 수를 사용하기에 **영상 비용이 최대 52% 감소**가 예상된다.

판권비 부재  
⇒ 제작비 12% 감소

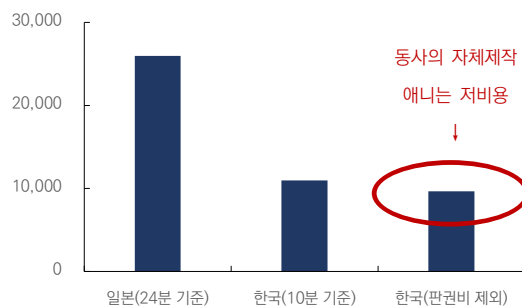
**판권비 부재** : 판권 확보를 통해 **제작비의 10% 이상 절감** 가능하다. 기존 애니메이션의 제작비용은 회당 평균 3억원에 달하며 그중 판권, 스토리 설정, 각본 비용은 3천만원에 이른다. 자체제작 애니메이션은 IP 확보를 통해 제작비용에서 소요되는 판권 관련비 비용을 줄여 **제작비용의 11.7%를 절감**할 수 있다.

라프텔 오리지널 시리즈 러닝타임

| 출시연도 | 제목          | 평균 러닝타임 |
|------|-------------|---------|
| 2020 | 슈퍼 시크릿      | 11 분    |
| 2021 | 시멘틱 에어      | 4 분     |
| 2021 | 그 여름        | 10 분    |
| 2022 | 느린 창마       | 4 분     |
| 2023 | 마왕님은 죽고 싶어요 | 6 분     |
| 2023 | 노 모어 프린스    | 5 분     |
| 2023 | 4 주 애인      | 5 분     |

애니메이션 평균 제작비 (단위 : 백만원) 판권비 &amp; 영상 길이에 따른 제작비 차이 (단위 : 만원)

| 총 제작비   | 1 화 기준 | 12 화 기준 |
|---------|--------|---------|
| 24 분 기준 | 260    | 3,116   |
| 30 분 기준 | 325    | 3,894   |



출처 : 라프텔, RFS Team 2

출처 : 토요경제신문, 국내 애니 제작사 취합, RFS Team 2

출처 : 토요경제신문, 국내 애니 제작사 취합, RFS Team 2

## 3-3) IP로 시작해서 IP로 끝날 드라마 제작사 : 위매드

위매드는 드라마 및 영화 등의 콘텐츠를 제작하는 애니플러스 자회사로, 21년 '옷소매 붉은 끝동', 23년 '가슴이 뻐다'를 제작해 **각각 160억원, 131억원의 매출액**을 기록했다. 24년에도 **2편의 작품이 방영** 예정이며, 이에 따라 **24년 288억(YoY +118%)**의 매출 발생이 전망된다.

### (1) 인기 웹소설 IP 활용 → 보장된 매출액 165억원

인기 원작 IP 활용  
⇒ 매출 확보

24년 방영예정 드라마 <만개의 등을 너에게 바친다>를 통한 **매출액 165억 발생**이 기대된다. 동사는 1)21년 '옷소매 붉은 끝동'을 통해 **177억원의 매출액과 17.4%의 시청률**을 기록한 이력이 있다. 이를 통해 궁중 로맨스 전문 제작사로서 전문성을 입증했고, 같은 장르인 <만개의 등을 너에게 바친다>의 흥행을 기대할 수 있다. 또한 2)원작이 '동양풍 로맨스판타지' 부문의 스테디 셀러로, **평점 4.9 · 부문 내 리뷰 수 3위**를 기록하고 있다. 이를 통해 작품 자체의 인기도 검증되었다고 판단되며, 원작 팬층의 수요를 기대할 수 있다.

IP 보유 드라마 제작  
⇒ 영업이익률 증가

## (2) IP 보유 드라마 → 매출액 122억원 예상

24년, IP 대여가 아닌 '보유'에 성공한 <화음의 정원> 향 **매출액 122억원** 발생이 전망된다. IP 보유 제작 드라마는 제작사가 비용 전체를 부담하여 작품을 완성시킨 후에, 직접 방송사 판매, PPL, OTT 방영권 판매를 통해 비용을 충당해야 하는 **'하이리스크 하이리턴'** 구조다. 그러나, 동사는 23년 제작한 IP 보유작 <가슴이 뛴다>의 최대 시청률이 4.1%로 저조함에도, 6%의 순이익률을 유지할 만큼의 매출 성과를 거둔 경험이 있다. 이를 통해 동사의 드라마 사업 구조는 **'로우리스크 하이리턴'**의 구조로 전환 중이라 판단된다. 드라마 사업은 제작사의 매출이 드라마 방영 전에 결정된다는 특성을 갖기에, <가슴이 뛴다> 사례를 통해 동사의 레퍼런스가 유효하게 작용한 것으로 보인다. 이와 같은 동사의 **우수한 레퍼런스를 기반으로** 24년 카카오페이지 플랫폼에서 **3300만 뷰**를 기록한 <화음의 정원>은 1)전작 대비 더 많은 인기가 전망된다는 점, 2)IP 보유 드라마인 점을 기반으로 동사의 **이익률 상승에 기여할 것으로** 판단된다.

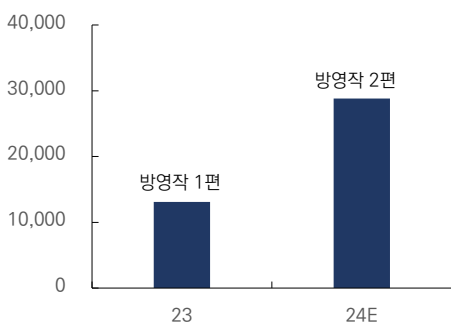
## (3) 비용 걱정 없는 드라마 제작사

정부 지원  
⇒ 비용 절감 가능 !

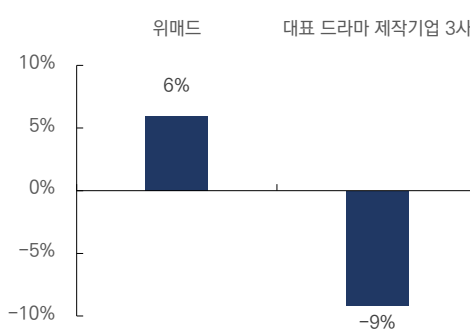
드라마 제작사를 대상으로 제공되는 **정부 · 민간 지원금을 통한 비용 절감**이 전망된다. 국내 제작사의 인기 콘텐츠 IP가 해외 OTT로 넘어가며 흥행 수혜에서 배제된 사례가 발생했다. 이로 인해 정부가 **중소형 콘텐츠 제작사를 대상으로 한 지원을 확대**할 예정이다. 실제 정부는 K-콘텐츠 산업 성장을 위해 지속적 지원 사업을 진행해왔고, 동사도 23년 <가슴이 뛴다> 제작 비용을 지원받았었다. 24년에는 미디어콘텐츠 산업융합 발전위원회가 K-콘텐츠 전략펀드를 조성하여 1)국내 **IP보유 콘텐츠 기업 대상** 지원금을 24년 6,000억 → 28년 1조 200억까지 확대할 계획을 수립했으며, 2)중소기업 대상 제작비 **세액공제를 10% → 30% 상향** 계획을 수립했다. 이러한 정책 속에서 동사는 **비용 절감 수혜**를 받을 전망이다.

위매드 매출액 추이

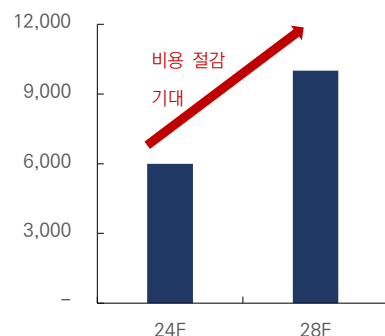
(단위 : 백만원)



위매드 & 타 드라마 제작 3사 NPM 비교 (단위 : %)



K- 콘텐츠 전략 펀드 조성액 (단위 : 억원)



출처 : 애니플러스, RFS Team 2

출처 : 각사, RFS Team 2 \*3사는 콘텐츠리 중앙, 래몽래인, 스튜디오 드래곤

출처 : 미디어콘텐츠산업융합발전위원회, RFS Team 2

## 4. 리스크

### 전환사채로 인한 오버행 위험

동사의 리스크 요인은 전환사채의 전환으로 인한 **주주의 지분희석과 오버행 위험**이다. 현재 애니플러스는 제 3,4회 무보증 사모전환사채를 장부상에 보유중이다. 제 3회 무보증 사모전환사채는 2021년 9월 29일 발행했으며, 전환청구기간은 2022년 9월 29일부터 2026년 8월 29일까지로 전환가격은 1주당 2,692원이다. 현재 잔여사채 액면금액은 116억원이다. 당사는 이 중 100(40%)억에 대한 콜옵션을 행사 후 소각하여 시장에 풀릴 수 있는 전환사채 잔액은 약 18억원으로 예상된다. 이에 따른 전환가능 주식수는 668,648주로 전체 발행주식 수의 1.4%이다. 제 4회 무보증 사모전환사채는 2023년 4월 21일 발행했으며, 전환청구기간은 2024년 4월 21일부터 2028년 3월 21일까지이다. 전환가격은 올해 2월 1주당 3558원에서 3829원으로 상향 리픽싱 되었다. 현재 잔여사채 액면금액은 250억원으로, 전환가능 주식수는 6,529,120주로 전체 발행주식 수의 14.3%이다.

미상환 전환사채 발생 현황

(단위 : 원)

| 회사   | 권면총액           | 전환청구가능기간              | 전환가액  | 미상환사채          | 전환가능주식수 (전체%)    |
|------|----------------|-----------------------|-------|----------------|------------------|
| 제 3회 | 25,000,000,000 | 2022.09.29~2026.08.29 | 2,692 | 1,800,000,000  | 668,648(1.4%)    |
| 제 4회 | 25,000,000,000 | 2024.04.21~2028.03.21 | 3,558 | 25,000,000,000 | 7,026,419(14.3%) |
| 합계   | 50,000,000,000 | -                     | -     | 26,800,000,000 | 7,695,067(15.7%) |

출처: RFS Team2 \* 24년 3월 22일 추가 상장된 33.4만주 전환물량을 반영하였음

4회 전환사채는 매 5개월마다 전환가액 조정을 거치는데, 전환가액이 하향된다면 전환사채 보유자는 전환 시 더 많은 주식을 받을 수 있기 때문에 주가를 낮추려는 시도가 발생할 수 있다. 따라서 전환가 계산기간(전환가액 조정일로 부터 1개월이내)에는 주가하락 위험이 존재한다. 하지만 가장 최근 리픽싱이 발생한 2월의 사례를 보면, 우려와 달리 오히려 주가가 상승하여 상향 리픽싱 된 모습을 보여준다. 또한 이후 전환가액 계산기간에 산입되는 6~7월까지의 시간적 여유가 있기 때문에 단기적으로 주가하락 위험은 존재하지 않는다. 따라서 동사의 리스크는 주가상승으로 인한 CB전환 및 매도 위험에 집중해야 한다.

주가가 행사가격보다 높아질 경우, CB투자자가 시세차익을 위해 전환청구권을 행사할 가능성이 높아진다. 당사가 보유한 전체 주식의 15.7% 규모의 전환사채는 기존 주주의 지분희석과 잠재적매도물량의 증가로 인한 주가하락 리스크가 상당부분 존재함을 시사한다. 긍정적인 부분은 올해 4월 21일부터 4회차 전환사채에 대한 대주주의 75억원(35%)의 매도청구권(콜옵션)이 행사 가능해진다는 것이다. 따라서 시세차익을 실현하고자 하는 전환사채 보유자들은 4월 중순 이전에 전환을 마무리할 것으로 보이며, **4월 말부터는 전환사채로 인한 오버행 리스크가 안정될 것으로 예상된다**

## 5. Valuation

### Valuation 선정 논리 - SOTP EV/EBITDA

**SOTP Valuation** 방법을 채택하였다. 이는 ▲콘텐츠, 굿즈, 전시, 드라마 등 성격이 다른 모든 사업부의 매출이 유의미하다는 점, ▲현재 종합 콘텐츠 기업으로 성장하고 있는 동사의 가치를 정확하게 판단해줄 Peer그룹이 부재한다는 점에 기인한다.

동사의 경우, 영업활동 성과를 바탕으로 가치평가가 가능한 EV/EBITDA를 사용하였다.

### 매출 추정 논리 - 사업부별 추정

#### (1) 애니플러스

애니플러스는 IP판권을 구매해 국내 채널, 라프텔, OTT 등에 유통하는 콘텐츠 사업을 진행하고 있다. 또한 동사는 확보한 IP를 바탕으로, 굿즈 판매, 콜라보 카페 등 2차 사업을 적극적으로 활용하는 중이다. 최근에는 코로나 19로 인해 중단되었던 AGF행사를 다시 개최하고 있다. 각각의 영위중인 사업을 **콘텐츠, 상품, AGF사업부**로 구분해서 매출을 추정하였다.

##### 1-1) 콘텐츠

애니플러스 전체 매출액에서 상품과 AGF의 매출액을 제외하여 추정하였으며, 코로나 19로 인한 급격한 매출성장이 발생했던 20년도의 성장률은 제외하였고, 24년도 예상 매출액은 21년도부터 23년도까지의 평균 **분기별 매출 성장률 5%**를 적용하여 추정하였다.

애니플러스 콘텐츠 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|           | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 콘텐츠매출     | 9,239 | 17,085 | 19,782 | 24,557 | 27,786 |
| 분기 평균 성장률 | 34%   | 4%     | 6%     | 4%     | 5%     |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

##### 1-2) 상품

콜라보 카페 개최 횟수로 상품 매출을 추정하였다. 20년도부터 23년도까지의 콜라보카페 개최 1회당 평균 상품매출은 **271백만원**이고, 24년도에는 서브컬처의 대중화와 함께 전년대비 4개 증가한 **50회**의 콜라보가 개최된다고 가정했다.

상품 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024E  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 콜라보 카페 횟수 | 5     | 18    | 38    | 46     | 50     |
| 상품매출      | 1,980 | 3,182 | 9,265 | 12,275 | 13,543 |
| 인당 매출액(원) | 396   | 177   | 244   | 267    | 271    |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

### 1-3) AGF

24년도 예상 티켓 가격은 23년도(약 21,000원)와 동일하다고 가정하였다. 또한 23년도에 이어 24년도에도 공연 매출이 발생할 것으로 추정하여 23년 기준 **1인당 매출액 17,846원을 동일하게** 사용했다. 다만 24년도 서브컬처의 대중화로 인해 AGF 행사 참여자는 전년대비 **1.5만명 늘어난 8만명이 방문할** 것으로 추정하였다.

#### AGF 매출액 추정

|         | 단위    | 2020 | 2021 | 2022  | 2023   | 2024E  |
|---------|-------|------|------|-------|--------|--------|
| 방문객 수   | (만명)  | -    | -    | 4.7   | 6.5    | 8      |
| AGF 매출액 | (백만원) | 0    | 22   | 341   | 1,160  | 1,428  |
| 인당 매출액  | (원)   | -    | -    | 7,255 | 17,846 | 17,846 |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

### (2) PMNA

PMNA의 매출은 1)채널 수익, 2)VOD, 3)기타로 나뉘지며 20년 VOD 비중이 11%, 21년 VOD 비중이 9%라고 알려졌다. 따라서, 22년, 23년 VOD 비중은 둘의 평균인 10%로 가정하였고, 매출 부문은 TV&기타 매출과 VOD 매출 총 두 가지로 나누어 추정하였다.

**TV 매출** : PMNA가 사업을 영위하는 동남아시아 6개 시장 TV 수신료 CAGR에 각 국가 인구 수만큼의 가중치를 적용해서 산출한 CAGR 9%를 적용하여 추정하였다.

**VOD 매출** : 동남아 6개국 평균 VOD 시장 CAGR에 인구 수만큼의 가중치를 적용해서 산출한 CAGR 17%를 적용하여 추정하였다.

#### PMNA 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|                | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 (단위 : 백만원) | 4,104 | 5,997 | 8,177 | 10,180 | 11,158 |
| TV & 기타 매출     | 3,653 | 5,457 | 7,359 | 9,162  | 9,969  |
| VOD 매출         | 451   | 540   | 818   | 1,018  | 1,189  |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2, \*연평균 성장률은 PWC에서 발표한 수치 사용

### (3) 라프텔

한국과 동남아시아 매출액으로 구분해 추정하였다.

#### 라프텔 매출액

(단위 : 백만원)

| 단위 : 백만원 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023   | 2024E  |
|----------|------|------|-------|--------|--------|
| 매출액      |      |      | 4,240 | 29,743 | 53,676 |
| 한국       |      |      | 4,240 | 29,743 | 34,044 |
| 동남아시아    |      |      |       |        | 19,631 |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

### 3-1) 라프텔 한국 매출액

유료 구독으로 인해 발생하는 구독 매출액과 광고 등으로 발생하는 기타 매출액으로 구분해 추정하였다.

#### 구독 매출액 :

P : 라프텔 베이직 요금인 9,900원으로 고정하였다.

Q : 동사가 발표한 라프텔 유료 구독자수는 4Q22 20만명, 3Q23 22만명, 4Q23 23만명이다. 보수적 추정을 위해 4Q22 ~ 3Q23 사이 유료 구독 계정 수 분기별 성장률 3%를 적용하여 추정해주었다

광고 등 기타 매출액 : 라프텔 전체 매출액에서 구독 매출액을 제외하여 추정하였으며, 1Q24부터는 직전 3분기 이동평균을 사용했다.

#### 라프텔 한국 매출액

(단위 : 백만원, 만 개)

|                         | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액                     | 4,240 | 6,620 | 7,498 | 7,805 | 7,821 | 8,188 | 8,399 | 8,617 | 8,841 |
| 구독 매출액                  | 3,960 | 6,118 | 6,302 | 6,534 | 6,831 | 7,036 | 7,247 | 7,464 | 7,688 |
| 광고 등 기타 매출액             | 280   | 501   | 1,196 | 1,271 | 990   | 1,152 | 1,152 | 1,152 | 1,152 |
| 유료 구독 계정 수<br>(단위 : 만개) | 20.0  | 20.6  | 21.2  | 22.0  | 23.0  | 23.7  | 24.4  | 25.1  | 25.9  |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

### 3-2) 라프텔 동남아시아 매출액

매출 인식 시점 - 24년 6월 : 라프텔이 24년 1월 23일 동남아 6개국에서 클로즈 베타를 시작했다. 클로즈 베타 - 오픈 베타 사이 약 3개월의 괴리가 있다는 것을 참고하였을 때, 클로즈 베타 시행 3개월 뒤인 약 4월 말부터 실제 서비스를 오픈할 것으로 예상된다. 추가적으로, 5월 한달 간 홍보를 위한 프로모션을 진행할 것으로 판단되기에 본격적인 매출은 6월부터 발생할 것으로 가정, 7개월 분을 반영하여 추정하였다.

#### P : 각 국가 유료료 추정

각 국가별 넷플릭스의 베이식 요금을 기준으로 선정하였고, 각 국가의 요금을 원화로 환전하였을 때 환율은 24년 4월 1일 마감 환율을 사용하였다. 5개 국가의 넷플릭스 요금은 [모바일 - 베이식 - 스탠다드 - 프리미엄]으로 구성되어 있다(싱가포르만 [베이식 - 스탠다드 - 프리미엄]). 한국의 넷플릭스 요금은 [베이식(9,500) - 스탠다드(13,500) - 프리미엄(17,000)]으로 구성되어 있고 라프텔의 요금은 [베이직(9,900) - 프리미엄(14,900)]으로 구성되어 있다. 라프텔의 베이직 요금보다 저렴한 넷플릭스 베이식 요금제를 기준으로 추정하였고, 실제로는 OTT의 경우 계정 공유(스탠다드:2인, 프리미엄:4인)가 가능한 스탠다드 & 프리미엄 유료 구독자 계정이 더 많다는 점을 고려하였을 때, 충분히 보수적인 추정이다.

#### Q : 각 국가 유료 구독자 수 추정

실제 발생할 수 있는 매출을 추정하기 위해서는 각 국가별 실제 OTT 유료 구독 계정 수를 토대로 추정해야 한다고 판단하였다. 따라서, 23년 기준 넷플릭스 구독 계정 수와 라프텔 구독 계정 수를 사용하였다. 라프텔 초기 구독 계정 수(2017년)를 토대로 추정하지 않은 이유는 1)OTT에 대한 당시 인식과 현재 인식 사이에 괴리가 있다는 점(17년 당시 한국 넷플릭스 구독 계정 수 13만, 현재 500만), 2)초기 라프텔은 한국 사업 경험이 전무했지만, 현재 동남아 진출 시 자회사 PMNA와 협업이 가능하다는 점에 기인한다.

넷플릭스 한국 월별 유료 구독 계정 수와 라프텔 월별 유료 구독 계정 수는 0.98의 상관관계를 갖는다. 한국의 라프텔 유료 구독계정 수/넷플릭스 유료 구독 계정 수의 비율은 4.6%를 유지하고 있기에 6월 매출액은 각 국가별 넷플릭스 23년 월별 **유료 구독 계정 수\*0.046**를 하여 계산하였고, 4Q24부터는 국내 라프텔 유료 구독 계정 수 분기별 성장률(3%)를 곱하여 분기별 유료 구독 계정 수를 산출하였다.

24Y 6월 동남아 6개국 P, Q 추정치

(단위 : 원, 만개, 백만원)

| 6월 6개국 라프텔 예상 P, Q | 인도네시아 | 필리핀   | 싱가포르   | 베트남   | 말레이시아 | 태국    |
|--------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 구독료 (원)            | 5,557 | 6,000 | 14,014 | 5,907 | 8,025 | 6,261 |
| 유료 구독 계정 (만개)      | 18.4  | 1.84  | 4.6    | 3.22  | 4.6   | 6.9   |
| 월 매출액 (백만원)        | 1,022 | 110   | 645    | 190   | 369   | 432   |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

#### (4) 미디어엔아트

미디어엔아트는 이전 해외 시장 진출 경험을 바탕으로 24년도부터 본격적인 해외 미디어아트 시장 공략에 나섰다. 국내외 시장의 정확한 매출액 추정을 위해, 국내 매출액과 해외 매출액을 나누어서 추정하였다.

미디어엔아트 매출액

(단위 : 백만원)

|     | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024E  |
|-----|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 1,304 | 7,278 | 9,431 | 10,315 | 16,838 |
| 국내  | 1,304 | 7,278 | 9,431 | 8,970  | 12,720 |
| 해외  | -     | -     | -     | 1,345  | 4,118  |

출처 : 미디어엔아트, RFS Team 2

##### 4-1) 미디어엔아트 국내 매출액

**P:** 그라운드 시소의 정상가는 15,000원이고, 얼리버드 가격은 9,000원이다. 보수적 추정을 위해 평균인 **12,000원**을 적용하였다.

**Q:** 3Q24까지의 모든 지점 전시회는 <문도멘도> 2개월, <힙노시스> 6개월, <엘리스>+<모네>교차상영 11.7개월, <이경준> 8.6개월, <스티키몬> 2개월, <유토피아> 6.5개월로 확정되었다. 반면에 4Q24 전시회 확정인 나지 않은 지점은 적당한 교차기간(0.5~1개월)을 적용해주었다.

국내 신규 지점 오픈은 2Q23부터 동사는 부산에서 단기 전시회 프로젝트를 진행중이기 때문에 **3Q24 국내 그라운드 시소 부산지점의 추가 오픈**을 가정하였다. 3Q24~4Q24 신규 부산지점 관람객수는 3Q21 ~ 3Q23 방문객수 2.1에 할인을 34%를(부산인구수/서울인구수) 반영했다. 한편 24년도 굿즈 등 기타 매출액의 경우에는 추정이 힘든 관계로 이동평균을 사용했다.

미디어엔아트 국내 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|             | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,767 | 3,194 | 3,391 | 3,368 |
| 그라운드시소 매출액  | 2,416 | 2,843 | 3,040 | 3,016 |
| 굿즈 등 기타 매출액 | 351   | 351   | 351   | 351   |

출처 : 미디어엔아트, RFS Team 2

## 4-2) 미디어앤아트 해외 매출액

**일본향 매출:** 일본 도쿄에서의 AWA 전시를 통해 미디어앤아트가 성공적인 결과를 거뒀으며, 이후에도 일본 내 2개의 전시 라이선싱이 이미 확정된 상태이다. 23년 AWA전시 활동을 통해 **349 백만원의 추정 매출액**을 기록했으며, 이후에도 **연 2회**의 일본 향 매출이 발생할 것으로 추정했다.

**싱가포르향 매출:** 24년 상반기에 확대 예정인 싱가포르 지점의 연간 관람객은 3가지 Case로 나누어 계산했다. 그 중에서도 보수적인 추정을 위해 **Case(1) 연간 20만명이 방문할 것**이라고 가정했다. 평균 티켓 가격은 23년 싱가포르에서 개최된 "Van Gogh: The Immersive Experience"의 티켓가격 **\$20~ \$40 싱가포르 달러의 평균치인 \$30로 (30,000원)** 추정하였다. 상품(MD)매출은 업계 평균값인 **티켓 총매출의 14%**로 가정하였다. 해외지점의 매출은 7월부터 발생할 것으로 가정, 6개월 분을 반영하여 추정하였다.

## 그라운드스스 싱가포르 지점 매출액

## 미디어앤아트 해외 매출액 추정

(단위 : 백만원)

| 24E 싱가포르 매출액 추정 |         |       |                      |
|-----------------|---------|-------|----------------------|
| 구분              |         | 단위    | 비고                   |
| 연간 방문자 수        | 200,000 | (명)   | Case(1) 가정           |
| 평균 티켓 가격        | 30,000  | (원)   | \$20 ~\$40 (싱가포르 달러) |
| 티켓 매출           | 6,000   | (백만원) |                      |
| 상품(MD) 매출       | 840     | (백만원) | 티켓 매출 중 14% 발생 가정    |
| 싱가포르 매출         | 6,840   | (백만원) | 분기당 1,710 백만원 발생     |

|          | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | -     | 349   | 1,710 | 2,059 |
| 도쿄 매출액   | -     | 349   | -     | 349   |
| 싱가포르 매출액 | -     | -     | 1,710 | 1,710 |

출처 : 미디어앤아트, RFS Team 2

출처 : 미디어앤아트, RFS Team 2

## (5) 로운컴퍼니

로운컴퍼니 매출은, 플레이브의 영향을 받기에 **플레이브 컴백에 맞춰 분기별 추정**을 진행했다.

**1Q24 :** 이번 2월(1Q24) 컴백 앨범 판매량(3<sup>rd</sup> Album)은 직전앨범(2<sup>nd</sup> Album) 대비 **+197% 상승**하였다. 과거, 직전 앨범(2<sup>nd</sup> Album)의 앨범 판매량이 첫 앨범(1<sup>st</sup> Album) 대비 **+196% 상승**했을 때, 동사 매출액이 **QoQ +26%** 성장했던 사례가 있었다. 이를 기반으로 1Q24 매출액은, 과거 팬덤 성장에 따른 매출 성장을 **QoQ +26%**를 적용해서 추정해주었다.

**3Q24 :** 본 리서치팀에서는 플레이브 8월 컴백에 따른 앨범 100만장(직전 앨범 대비 +52%) 판매를 예상했다. 이는 그동안의 앨범 판매 성장세(1<sup>st</sup> 7.5만장 → 2<sup>nd</sup> 22만장 → 3<sup>rd</sup> 65만장)에 기인한 것이다. 3Q24의 경우, 그동안 앨범 판매량 상승률에 비해 **3.7배 낮은 52%의 성장률**이 예상되기에, **26%/3.7**을 한 수치인 **QoQ +7%**의 성장률을 주어 추정하였다.

**2Q24, 4Q24 :** 플레이브 컴백이 없던 분기의 QoQ 성장률 평균을 적용해서 추정하였다.

## 로운컴퍼니 매출액

(단위 : 백만원)

| 단위 : 백만원 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023   | 2024E  |
|----------|------|------|-------|--------|--------|
| 매출액      | -    | -    | 6,491 | 14,477 | 26,383 |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

## (6) 위매드

드라마 제작사는 드라마의 방영 수, 장르에 따라 제작비가 결정되는 구조를 지니며, 드라마의 제작방식에 따라 리쿠플(매출액/제작비)의 범위가 대략적으로 설정된다. 제작방식에 따른 평균 리쿠플은 **방송사 외주 제작형식의 105%, OTT 오리지널 외주 제작 120%, IP 보유 제작 140%**로 파악된다.

동사의 24년 방영예정인 '만개의 등을 너에게 바친다'는 방송사 외주 제작, '화음의 정원은 IP 보유 제작방식이 전망된다. '만개의 등을 너에게 바친다'의 경우 라디복스의 IP를 기반으로 공동제작 작품이라는 점, '화음의 정원'의 경우 자체적으로 IP를 확보하였다는 점에서 기인한다.

두 편의 예정작은 궁중 로맨스를 다루는 점에서 동사의 작품인 **'붉은 소매 끝동'과 동일하게 회당 제작비 9.4억원으로 동일할 것이라 가정**하였고, 원작의 길이를 고려하여 각각 16회차, 10회차 방영을 추정하였다. '만개의 등을 너에게 바친다' 작품의 경우 **방송사 외주작품일 것을 고려하여 평균 리쿠플 110%**를 적용하였고, '화음의 정원'의 경우 자체 IP보유 작품이지만 동사가 아직 IP보유 작품 제작을 도전하는 단계라는 점을 고려하여 140%가 아닌 130%로 할인적용 하였다.

작품별 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|                | 이전 작품     | 24년 F 작품        |        |
|----------------|-----------|-----------------|--------|
| 작품명            | 옷소매 붉은 끝동 | 만 개의 등을 너에게 바친다 | 화음의 정원 |
| 웹소설 회차         | 141       | 167             | 88     |
| 드라마 회차         | 17        | 16              | 10     |
| 작품 당 제작비       | 16,000    | 15,059          | 9,412  |
| 회차 당 평균제작비     | 941       |                 |        |
| 제작비 합계 (=매출원가) | 16,000    | 24,471          |        |
| 리쿠플(%)         | 111%      | 110%            | 130%   |
| 매출액            | 17,744    | 16,565          | 12,235 |
| 매출액 합계         | 17,744    | 28,800          |        |

출처 : 위매드, 뉴스 취합, RFS Team 2

위매드 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|     | 2020 | 2021   | 2022  | 2023E  | 2024E  |
|-----|------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 0    | 16,066 | 1,899 | 13,116 | 28,800 |

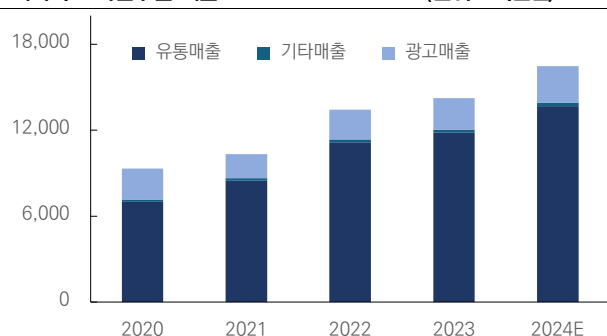
출처 : 애니플러스, RFS Team 2

## (7) 애니맥스

애니맥스는 애니메이션 IP 판권을 구매하여 다양한 플랫폼 (IPTV, OTT 등)에 VOD 형태로 콘텐츠를 공급하는 사업을 진행하고 있다. 애니맥스의 매출 구조는 유통사업(83%), 광고매출(15%), 기타매출(2%)로 이루어져 있다. 24년 매출추정에서는 사업부별 매출 비중은 **23년도와 동일하다고 가정**했고, 매출 비중이 가장 큰 유통사업 **매출의 CAGR 16%**를 적용해서 24년 매출을 추정했다.

애니맥스 사업부별 매출

(단위 : 백만원)



출처 : 애니플러스, RFS Team 2

애니맥스 매출액 추정

(단위 : 백만원)

|      | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유통매출 | 6,989 | 8,470  | 11,161 | 11,835 | 13,686 |
| 광고매출 | 2,179 | 1,672  | 2,081  | 2,207  | 2,552  |
| 기타매출 | 148   | 185    | 188    | 199    | 231    |
| 합 계  | 9,316 | 10,327 | 13,430 | 14,241 | 16,468 |

출처 : 애니플러스, RFS Team 2

## 비용추정 논리

사업부별 공시에 한계가 있어, 공시된 내용을 토대로 **매출원가율, 판관비율, 영업이익율, 당기순이익율**을 구해 비용 추정을 진행하였다.

## Target Multiple 선정 논리

### (1) 애니플러스 + 애니맥스

애니플러스는 1)국내 애니메이션 독점 유통사이며 2)일본 애니메이션 산업은 영화 시장을 중심으로 고성장이기 때문에, **일본 애니메이션 영화 산업 성장의 수혜를 최대로 받을 유통기업**을 선정하였다. 이에 따라 일본 TV 애니메이션 유통사이자 일본 4대 영화 배급사 중 하나인 **도에이**를 선정하였다. 특히 일본 애니메이션 영화 산업의 본격적인 고성장이 시작된 **2016년(YoY +39%)**을 기준으로 2016년 도에이 EV/EBITDA를 Peer로 선정하였다. 때문에 **애니플러스의 EV/EBITDA 멀티플로 6.2**를 제시한다. (업계 2위였던 애니맥스도 애니플러스와 사업 성격이 유사하기에 같은 논리를 적용한다.)

### 애니플러스 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|        | 2020     | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 11,219   | 20,289 | 29,388 | 37,992 | 42,757 |
| 매출원가   | 6,670    | 9,000  | 15,967 | 21,169 | 22,860 |
| 매출총이익  | 4,549    | 11,289 | 13,421 | 16,823 | 19,897 |
| 판매관리비  | 6,278    | 4,413  | 6,816  | 5,627  | 5,619  |
| 영업이익   | (1,729)  | 6,875  | 6,604  | 11,196 | 14,278 |
| OPM(%) | (15.41%) | 33.89% | 22.47% | 29.47% | 33.39% |
| 당기순이익  | (6,082)  | 16,698 | 4,470  | 1,866  | 7,514  |
| NPM(%) | (54%)    | 82%    | 15%    | 5%     | 18%    |

출처: RFS Team 2

### 애니맥스 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|        | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E  |
|--------|------|------|------|-------|--------|
| 매출액    | -    | -    | -    | 7,120 | 16,468 |
| 매출원가   | -    | -    | -    | 3,212 | 7,430  |
| 판관비    | -    | -    | -    | 1,745 | 4,036  |
| 영업이익   | -    | -    | -    | 2,163 | 5,003  |
| OPM(%) | -    | -    | -    | 30%   | 30%    |
| 당기순이익  | -    | -    | -    | 2,850 | 4,035  |
| NPM(%) | -    | -    | -    | 40%   | 24%    |

출처: RFS Team 2

### 애니플러스+애니맥스 영업가치

(단위: 백만원, 배)

| 애니플러스+애니맥스 Valuation |         | 단위    |
|----------------------|---------|-------|
| 24E 영업이익             | 19,280  | (백만원) |
| 유무형자산상각비             | 14,984  | (백만원) |
| EBITDA               | 34,265  | (백만원) |
| Target Multiple      | 6.20    | (배)   |
| 지분율                  | 100%    | -     |
| 영업가치                 | 212,441 | (백만원) |

출처: RFS Team 2

## (2) PMNA

Target Multiple은 동사의 사업 성격을 가장 잘 반영하고 있는 CJ ENM의 23년 Multiple 3.89로 산정하였다. PMNA는 동남아 지역에서 애니메이션 및 K-콘텐츠를 중심으로 활동하는 미디어 회사로 특히 Aniplus 채널을 운영하며 일본 애니메이션을 유통한다. 동사의 주요한 특징은 1) K-컨텐츠를 제공한다는 점과 2) 일본 애니메이션을 유통한다는 점이라 판단하였고 이를 반영할 수 있는 Peer로 CJ ENM을 선정하였다. CJ ENM은 자회사 티빙을 포함한 OTT 플랫폼을 대상으로 K-컨텐츠를 유통하고 있으며 투니버스(애니메이션 전문 채널)을 운영하고 있다는 점에서 동사의 사업 특성을 적절히 반영한다고 판단하였다.

PMNA 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|        | 2020    | 2021  | 2022  | 2023   | 2024E  |
|--------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액    | 4,104   | 5,997 | 8,177 | 10,180 | 11,158 |
| YoY(%) | -       | 46%   | 36%   | 24%    | 10%    |
| 영업이익   | (1,201) | 1,386 | 2,608 | 1,481  | 2,587  |
| OPM(%) | (29%)   | 23%   | 32%   | 15%    | 23%    |
| 당기순이익  | (1,347) | 1,180 | 1,973 | 3,124  | 2,494  |
| NPM(%) | (33%)   | 20%   | 24%   | 31%    | 22%    |

출처: RFS Team 2

PMNA 영업가치

(단위: 백만원, 배)

| PMNA Valuation  |        | 단위    |
|-----------------|--------|-------|
| 24E 영업이익        | 2,587  | (백만원) |
| 유무형자산상각비        | 2,010  | (백만원) |
| EBITDA          | 2,707  | (백만원) |
| Target Multiple | 3.89   | (배)   |
| 지분율             | 100%   | -     |
| 영업가치            | 10,530 | (백만원) |

출처: RFS Team 2

## (3) 라프텔

특정 장르인 일본 애니메이션에 주력하는 라프텔과 같이 중국 드라마에 주력하는 OTT 서비스 iQIYI(아이치이)를 Peer로 선정하였다. 방영 예정작을 공개하는 '아이치이세계대회'의 첫 개최 후 본격적으로 중국 드라마 방영을 본격화한 2016년을 기준으로 선정하였다. 이로써 라프텔의 EV/EBITDA 멀티플로 8.6을 제시한다.

라프텔 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|        | 2020 | 2021 | 2022  | 2023   | 2024E  |
|--------|------|------|-------|--------|--------|
| 매출액    | -    | -    | 4,240 | 29,743 | 53,676 |
| YoY(%) | -    | -    | -     | 601%   | 80%    |
| 영업이익   | -    | -    | 649   | 1,173  | 2,117  |
| OPM(%) | -    | -    | 15%   | 4%     | 4%     |
| 당기순이익  | -    | -    | 491   | 2,474  | 2,275  |
| NPM(%) | -    | -    | 12%   | 8%     | 4%     |

출처: RFS Team 2

라프텔 영업가치

(단위: 백만원, 배)

| 라프텔 Valuation   |        | 단위    |
|-----------------|--------|-------|
| 24E 영업이익        | 2,117  | (백만원) |
| 유무형자산상각비        | 1,645  | (백만원) |
| EBITDA          | 4,128  | (백만원) |
| Target Multiple | 8.60   | (배)   |
| 지분율             | 56.38% | -     |
| 영업가치            | 20,014 | (백만원) |

출처: RFS Team 2

#### (4) 미디어엔아트

미디어엔아트와 같은 미디어아트 전시 회사 중 상장된 기업은 없기 때문에 객관적인 비교 기업을 찾는 것은 불가능하다. 그러므로 논리적인 추정을 통해 **16년 기준 JYP를 PEER를 제시하고자 한다.** 근거는 다음과 같다.

**1) 엔터사와 미디어아트 전시는 각자의 IP를 보유 및 활용하여 매출을 창출한다는 공통점을 가지고 있다.** 미디어아트는 작가와의 협업을 통해 제작한 자체 IP를 전시하여 매출을 발생시킨다면 엔터사는 아티스트 IP를 통해 매출을 창출한다는 점에서 비슷한 비즈니스 모델을 가지고 있다고 할 수 있다.

또한 JYP와 미디어엔아트에게 연출능력은 중요한 요소로 작용한다. 전시회사는 보유한 IP의 연출 방법에 따라 전시의 흥행 여부가 달라진다. 마찬가지로 엔터사에서 아티스트의 무대 연출이나 코디 등과 같은 요소가 흥행에 영향을 미친다는 점에서 공통점을 가지고 있다.

**2) 16년 시점의 JYP와 미디어엔아트는 해외 진출 측면에서 비슷한 경향을 보인다.** JYP의 아티스트 중 TWICE는 16년도 초에 컴백을 하며 국내에서 큰 흥행을 이끌어냈다. 또한 다음 해에 일본, 싱가포르 등 첫 해외 콘서트가 예정되어 있었기 때문에 그에 대한 기대감이 반영되어 있던 시기다. 미디어엔아트 또한 현재 코로나로 인해 중단되었던 AGF행사가 성장하는 모멘텀에 있고, 그라운드시소의 싱가포르 지점의 확대에 대한 해외진출 모멘텀이 있다는 점에서 많은 유사점을 가지고 있다.

2016년 JYP의 EV/EBITDA 멀티플은 10.42이므로, 이에 따라 **미디어엔아트의 EV/EBITDA 멀티플로 10.42**를 제시한다.

미디어엔아트 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

미디어엔아트 영업가치

(단위: 백만원, 배)

|        | 2020     | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 1,304    | 7,278  | 9,431  | 10,315 | 16,838 |
| 매출원가   | 1,312    | 3,960  | 4,234  | 5,781  | 8,719  |
| 매출총이익  | (8)      | 3,318  | 5,197  | 4,534  | 8,118  |
| 판매관리비  | 845      | 1,056  | 1,405  | 1,840  | 3,122  |
| 영업이익   | (853)    | 2,262  | 3,792  | 2,694  | 4,996  |
| OPM(%) | (65.44%) | 31.08% | 40.20% | 26.12% | 29.67% |
| 당기순이익  | (829)    | 2,159  | 3,162  | 2,514  | 1,499  |
| NPM(%) | (64%)    | 30%    | 34%    | 24%    | 30%    |

| 미디어엔아트 Valuation |        | 단위    |
|------------------|--------|-------|
| 24E 영업이익         | 4,996  | (백만원) |
| 유무형자산상각비         | 455    | (백만원) |
| EBITDA           | 5,451  | (백만원) |
| Target Multiple  | 10.42  | (배)   |
| 지분율              | 60%    | -     |
| 영업가치             | 34,082 | (백만원) |

출처: RFS Team 2

출처: RFS Team 2

## (5) 로운컴퍼니

점차 **서브컬처 애니메이션 IP 상품화 사업이 강화될 것**을 고려하여 애니메이션 IP바탕의 완구를 제작하는 일본 기업을 선정하였다. 일본 완구 업계 1위 반다이는 반다이남코의 자회사로 산업별 EV/EBITDA 측정이 어렵고 판권 독점이 동사의 판권을 압도적으로 능가하기 때문에 1)일본 완구 업계 2위며 2)동사와 비슷한 사업부를 갖춘 (주)타카라토미를 Peer로 선정하였다. 이에 따라 **로운컴퍼니의 EV/EBITDA 멀티플로 6**을 제시한다.

로운컴퍼니 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|        | 2020 | 2021 | 2022  | 2023   | 2024E  |
|--------|------|------|-------|--------|--------|
| 매출액    | -    | -    | 6,491 | 14,477 | 26,383 |
| YoY(%) | -    | -    | -     | 123%   | 82%    |
| 영업이익   | -    | -    | 354   | 848    | 1,319  |
| OPM(%) | -    | -    | 5%    | 6%     | 5%     |
| 당기순이익  | -    | -    | 365   | 137    | 608    |
| NPM(%) | -    | -    | 6%    | 1%     | 2%     |

출처: RFS Team 2

로운컴퍼니 영업가치

(단위: 백만원, 배)

| 로운컴퍼니 Valuation |        | 단위    |
|-----------------|--------|-------|
| 24E 영업이익        | 1,319  | (백만원) |
| 유무형자산상각비        | 120    | (백만원) |
| EBITDA          | 1,582  | (백만원) |
| Target Multiple | 6.00   | (배)   |
| 지분율             | 67.11% | -     |
| 영업가치            | 6,371  | (백만원) |

출처: RFS Team 2

## (6) 위매드

Target Multiple은 자체 IP 보유 드라마를 제작한 대표 드라마 제작 3사의 평균 멀티플 3.25를 제시한다. 본 리서치팀은 24년에 동사가 **자체 IP보유 드라마 제작에 도전할 것**으로 전망하였으며, 현재 IP를 보유하고 드라마를 제작하고 있는 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, 래몽래인의 평균 멀티플을 반영하였다.

위매드 영업이익 추정

(단위: 백만원, %)

|       | 2020 | 2021   | 2022  | 2023E  | 2024E  |
|-------|------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액   | 0    | 16,066 | 1,899 | 13,116 | 28,800 |
| 매출원가  |      | 14,622 | 1,736 | 11,217 | 24,471 |
| 판관비   | 369  | 373    | 644   | 752    | 1,440  |
| 영업이익  | -369 | 1,071  | -481  | 1,147  | 2,889  |
| OPM   |      | 7%     | -25%  | 9%     | 10%    |
| 당기순이익 | -366 | 1,083  | -940  | 780    | 2,522  |
| NPM   |      | 7%     | -50%  | 6%     | 9%     |

출처: RFS Team 2

위매드 영업가치

| 위매드 Valuation   |        | 단위    |
|-----------------|--------|-------|
| 24E 영업이익        | 2,889  | (백만원) |
| 유무형자산상각비        | 263    | (백만원) |
| EBITDA          | 3,344  | (백만원) |
| Target Multiple | 3.25   | (배)   |
| 지분율             | 100%   |       |
| 영업가치            | 10,869 | (백만원) |

출처: RFS Team 2

## Valuation 요약

| 항목             | 사업부          | 2024E           | 지분율    |
|----------------|--------------|-----------------|--------|
| 영업이익 (백만원)     | 애니플러스 + 애니맥스 | 19,280          |        |
|                | 라프텔          | 2,117           |        |
|                | PMNA         | 2,587           |        |
|                | 로운컴퍼니        | 1,319           |        |
|                | 위매드          | 2,889           |        |
|                | 미디어엔아트       | 4,996           |        |
| 유무형자산상각비 (백만원) | 애니플러스 + 애니맥스 | 14,984          |        |
|                | 라프텔          | 1,645           |        |
|                | PMNA         | 2,010           |        |
|                | 로운컴퍼니        | 120             |        |
|                | 위매드          | 263             |        |
|                | 미디어엔아트       | 455             |        |
| EBITDA (백만원)   | 애니플러스 + 애니맥스 | 34,265          |        |
|                | 라프텔          | 4,128           |        |
|                | PMNA         | 2,707           |        |
|                | 로운컴퍼니        | 1,582           |        |
|                | 위매드          | 3,344           |        |
|                | 미디어엔아트       | 5,451           |        |
| Multiple (배)   | 애니플러스 + 애니맥스 | 6.20            | 100%   |
|                | 라프텔          | 8.60            | 56.38% |
|                | PMNA         | 3.89            | 100%   |
|                | 로운컴퍼니        | 6.00            | 67.11% |
|                | 위매드          | 3.25            | 100%   |
|                | 미디어엔아트       | 10.42           | 60%    |
| 영업가치 (백만원)     | 애니플러스 + 애니맥스 | 212,441         |        |
|                | 라프텔          | 20,014          |        |
|                | PMNA         | 10,530          |        |
|                | 로운컴퍼니        | 6,371           |        |
|                | 위매드          | 10,869          |        |
|                | 미디어엔아트       | 34,082          |        |
|                | Total        | 294,306         |        |
| 비영업자산          |              | 13,069          |        |
| 순차입금 (백만원)     |              | 22,389          |        |
| 비지배지분가치        |              | 656             |        |
| 적정가치 (원)       |              | 258,192,390,513 |        |
| 보통주 유통주식수      |              | 45,520,979      |        |
| 적정주가 (원)       |              | 5,672           |        |
| 목표주가 (원)       |              | 5,600           |        |
| 현재주가 (원)       |              | 3,455           |        |
| UPSIDE(%)      |              | 62.1%           |        |

| 예상 포괄손익계산서 (요약) | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 490   | 578   | 1,113 | 1,960 |
| 매출원가            | 297   | 328   | 665   | 1,015 |
| 매출총이익           | 194   | 250   | 449   | 945   |
| 판매비와관리비         | 63    | 151   | 220   | 384   |
| 조정영업이익          | 230   | 241   | 391   | -     |
| 영업이익            | 130   | 99    | 229   | 561   |
| 비영업손익           | 129   | -34   | -110  | -55   |
| 금융손익            | 130   | -23   | -94   | -96   |
| 관계기업등 투자손익      | -1    | -11   | -16   | 107   |
| 세전계속사업손익        | 259   | 65    | 119   | 303   |
| 계속사업법인세비용       | 46    | 7     | 14    | 94    |
| 계속사업이익          | 213   | 57    | 105   | -     |
| 중단사업이익          | 0     | -3    | -1    | -     |
| 당기순이익           | 213   | 54    | 104   | 209   |
| 지배주주            | 203   | 40    | 89    | 185   |
| 비지배주주           | 10    | 14    | 15    | 24    |
| 총포괄이익           | 213   | 55    | 105   | 208   |
| 지배주주            | 203   | 41    | 90    | 184   |
| 비지배주주           | 10    | 14    | 15    | 24    |
| EBITDA          | 198   | 194   | 384   | 4     |
| FCF(억원)         | 450   | 540   | 670   | -     |
| EBITDA 마진율 (%)  | 40.33 | 33.62 | 34.46 | -     |
| 영업이익률 (%)       | 26.53 | 17.16 | 20.53 | -     |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 41.33 | 6.95  | 8.00  | -     |

| 예상 현금흐름표 (요약) (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E |
|---------------------|------|------|------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 162  | 212  | 337  | 295   |
| 당기순이익               | 213  | 54   | 104  | 149   |
| 비현금수익비용가감           | -17  | 187  | 287  | 111   |
| 유형자산감가상각비           | 17   | 22   | 27   | 22    |
| 무형자산상각비             | 51   | 73   | 128  | 89    |
| 기타                  | -    | -    | -    | -     |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -33  | -9   | -18  | -     |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -66  | 25   | -1   | -     |
| 재고자산 감소(증가)         | -10  | 3    | 16   | -     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 51   | -43  | -52  | -     |
| 법인세납부               | -1   | -28  | -35  | -     |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -137 | -552 | -614 | -169  |
| 유형자산처분(취득)          | -16  | 18   | 10   | -     |
| 무형자산감소(증가)          | -101 | -157 | -260 | -169  |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -30  | -81  | 0    | -     |
| 기타투자활동              | 10   | -344 | -365 | -     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 350  | 106  | 308  | 267   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 339  | 3    | 310  | 267   |
| 자본의 증가(감소)          | 11   | 103  | 0    | -     |
| 배당금의 지급             | -    | -    | -    | -     |
| 기타재무활동              | -    | -    | -    | -     |
| 현금의 증가              | 233  | 440  | 371  | 142   |
| 기초현금                | 201  | 283  | 530  | 256   |
| 기말현금                | 435  | 723  | 901  | 114   |

| 예상 재무상태표 (요약) | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산          | 614   | 544   | 532   | 822   |
| 현금 및 현금성자산    | 440   | 238   | 270   | 115   |
| 매출채권 및 기타채권   | 97    | 90    | 134   | 211   |
| 재고자산          | 24    | 48    | 32    | 114   |
| 기타유동자산        | 10    | 27    | 27    | -     |
| 비유동자산         | 400   | 872   | 1,464 | 1,592 |
| 관계기업투자등       | 2     | 2     | 2     | -     |
| 유형자산          | 69    | 87    | 87    | 87    |
| 무형자산          | 145   | 704   | 1,269 | 1,505 |
| 자산총계          | 1,013 | 1,415 | 1,996 | 2,414 |
| 유동부채          | 149   | 432   | 374   | 318   |
| 매입채무 및 기타채무   | 83    | 76    | 159   | 106   |
| 단기금융부채        | 18    | 296   | 135   | 150   |
| 기타유동부채        | 49    | 60    | 80    | 63    |
| 비유동부채         | 403   | 178   | 611   | 379   |
| 장기금융부채        | 352   | 24    | 448   | 274   |
| 기타비유동부채       | 51    | 111   | 164   | 108   |
| 부채총계          | 551   | 610   | 985   | 1,417 |
| 지배주주지분        | 456   | 743   | 929   | 1,337 |
| 자본금           | 29    | 42    | 45    | 38    |
| 자본잉여금         | 274   | 506   | 209   | 330   |
| 이익잉여금         | 159   | 257   | 757   | 391   |
| 비지배주주지분       | 6     | 62    | 82    | 50    |
| 자본총계          | 462   | 805   | 1,011 | 1,387 |

| 예상 주당가치 및 valuation (요약) | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)                  | 7.42   | 45.45  | 16.79  | 12.16  |
| P/CF (x)                 | 5.56   | 13.50  | 6.13   | -      |
| P/B (x)                  | 3.21   | 2.59   | 1.58   | 1.83   |
| EV/EBITDA (x)            | 7.76   | 10.22  | 4.55   | -      |
| EPS (원)                  | 701    | 104    | 197    | 460    |
| CFPS (원)                 | 935    | 351    | 540    | -      |
| BPS (원)                  | 1,621  | 1,831  | 2,099  | 3,046  |
| DPS (원)                  | -      | -      | -      | -      |
| 배당성향 (%)                 | -      | -      | -      | -      |
| 배당수익률 (%)                | -      | -      | -      | -      |
| 매출액증가율 (%)               | 208.68 | 17.90  | 92.59  | 76.10  |
| EBITDA증가율 (%)            | 298.66 | -1.73  | 97.42  | -      |
| 조정영업이익증가율 (%)            | -      | -      | -      | -      |
| EPS증가율 (%)               | 흑전     | -85.12 | 88.98  | 133.50 |
| 매출채권 회전율 (회)             | -      | -      | -      | -      |
| 재고자산 회전율 (회)             | -      | -      | -      | -      |
| 매입채무 회전율 (회)             | -      | -      | -      | -      |
| ROA (%)                  | 32.65  | 4.48   | 6.09   | 8.65   |
| ROE (%)                  | 64.68  | 6.71   | 10.65  | 15.06  |
| ROIC (%)                 | 68.35  | 20.67  | 21.50  | -      |
| 부채비율 (%)                 | 119.27 | 75.77  | 97.42  | 102.16 |
| 유동비율 (%)                 | 412.57 | 125.84 | 142.31 | 258.49 |
| 순차입금/자기자본 (%)            | -      | -      | -      | -      |
| 조정영업이익/금융비용 (x)          | 10.00  | 3.77   | 3.15   | -      |