



대원미디어 (048910)

高 부가가치 사업(웹툰, 완구) 중심으로 재편 중

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (신규)

목표주가(신규): 23,000원

현재 주가(5/27)	15,450원
상승여력	▲48.9%
시가총액	1,943억원
발행주식수	12,579천주
52 주 최고가 / 최저가	48,500 / 13,700원
90 일 일평균 거래대금	23.4억원
외국인 지분율	1.5%

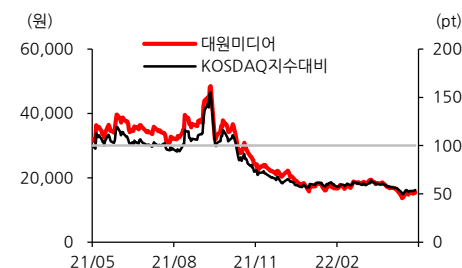
주주 구성	
정족 (외 5 인)	36.9%
자사주 (외 1 인)	3.9%
전병주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.6	-7.8	-35.9	-49.4
상대수익률(KOSDAQ)	-6.1	-7.9	-22.8	-39.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	266	300	303	328
영업이익	7	12	16	18
EBITDA	16	21	27	30
지배주주순이익	4	6	9	11
EPS	326	451	778	948
순차입금	-10	-9	-29	-41
PER	28.6	47.1	19.9	16.3
PBR	1.4	3.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.5	12.1	6.2	5.2
배당수익률	-	-	-	-
ROE	5.0	6.5	9.9	10.8

주가 추이



중장기적으로 웹툰과 자체 IP 를 활용한 완구 사업을 통해 수익성 개선이 동반된 외형 성장이 기대되는 업체입니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

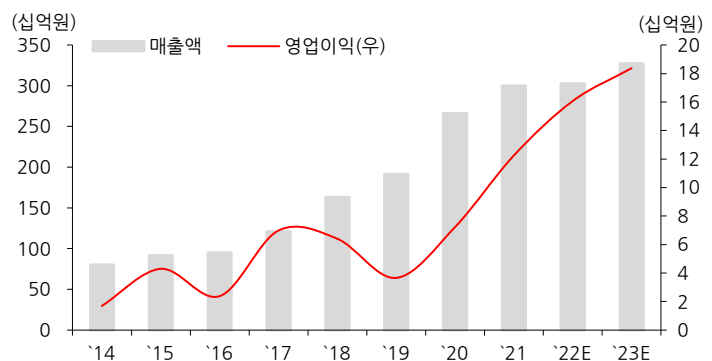
대원미디어에 대해 투자의견 'Buy', 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시. ①콘텐츠 사업에 대한 경험과 역량→ 라이선스·출판·방송·유통 사업 영위, ②출판 사업 성장 본격화(웹툰 강화)→ 웹툰 성장성, 스토리작 설립(제작 능력 확보), 카카오 등과 전략적 협업 증가 기대, ③완구 사업 성장 여지→ 자체 IP 활용 등 고려할 때 향후 기업가치 제고 흐름 기대

목표주가 23,000원은 SOTP 방식으로 산출(22F Implied P/E는 29.6x). 유통·라이선스, 웹툰(출판), 방송 등 성장성이 상이한 다양한 사업부문을 보유하고 있기 때문. 각 사업부문 가치 산출을 위한 Target Multiple 은 ①유통·라이선스: 완구 유통 업체(적자 업체 제외), ②웹툰(출판): 웹툰 제작·CP 업체, ③방송: 지상파 및 케이블 TV 업체 등을 고려

올해 사상 최대 영업이익 달성 전망

'22년 실적 매출액 3,030억원(+1%, 이하 yoy), 영업이익 161억원(+32%) 전망. 1Q22 일시적 원가 개선(보수적 무형자산 손상차손 처리와 재고자산 충당금 설정 영향)과 닌텐도 SW 판매 비중 상승 등을 통한 큰 폭 실적 개선에도 ①닌텐도 판매 대수 감소(리오프닝), ②스토리작 초기 비용(인건비 등), ③과거 유통 마진을 등을 고려 보수적으로 추정

대원미디어의 매출액/영업이익 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

1. 밸류에이션

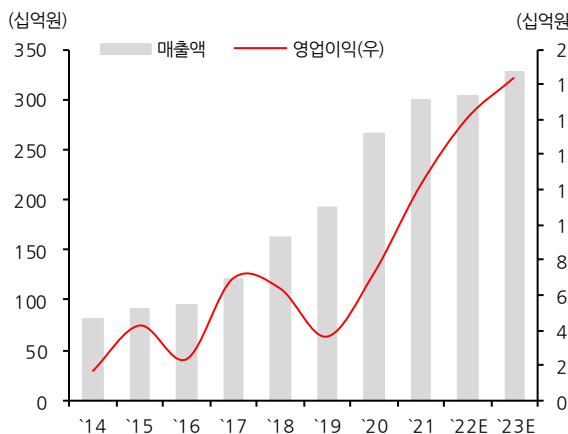
투자의견 'Buy', TP 23,000원

대원미디어에 대한 커버리지를 개시하며 투자의견 'Buy', 목표주가 23,000원을 제시한다. 투자의견의 근거는 ①콘텐츠 사업에 대한 풍부한 경험과 역량→ 라이선스·출판·방송·유통 등 사업부문 보유, ②출판 사업 성장 본격화(웹툰 강화)→ 웹툰 성장성, 스토리작 설립(제작 능력 확보), 카카오 등과 전략적 협업 증가 기대, ③완구 사업 성장 여지→ 아머드 사우루스(자체 IP) 활용 등을 고려 시 향후 기업가치 제고가 기대되기 때문이다.

SOTP 방식으로 TP 산출

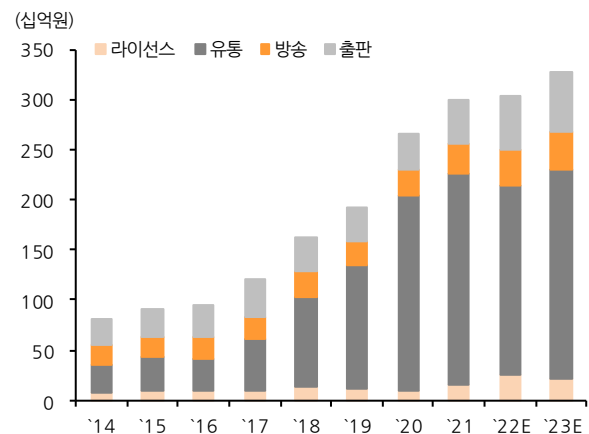
목표주가 23,000원은 SOTP 방식으로 산출했다. 유통·라이선스, 웹툰(출판), 방송 등 성장성이 상이한 다양한 사업부문을 보유하고 있기 때문이다. 각 사업부문 가치 산출을 위한 Target Multiple은 ①유통·라이선스: 완구 유통 업체(적자 업체 제외), ②웹툰(출판): 웹툰 제작·CP 업체, ③방송: 지상파 및 케이블 TV 업체 등을 고려했다. 해당 목표 주가의 22F Implied P/E는 29.6x로 타 웹툰 업체들과 비교 시 큰 무리는 없어 보인다.

[그림1] 매출액/영업이익 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부문별 매출액 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 목표주가 산출 내역

i. 사업가치		3,227억원	
a. 유통(완구) / 라이선스	968억원		
12M.F. 영업이익	88억원		
Target multiple	11.0x		오로라 시총/OP 배수 3년 평균(손오공은 적자라 제외)
b. 웹툰(출판)	1,182억원		
12M.F. 영업이익	28억원		
Target multiple	41.7x		미스터블루, 디앤씨미디어, 키다리스튜디오 시총/OP 배수 3년 평균
c. 방송	657억원		지분율(44.9%) 고려
12M.F. 영업이익	68억원		
Target multiple	21.6x		SBS, YTN, KNN, 한국경제TV 시총/OP 배수 3년 평균
ii. 순차입금	-141억원		'21년말 기준 순차입금
iii. 주주가치	2,948억원		
v. 발행 주식 수	12,579천주		
v. 목표주가	23,000원	22F Implied P/E 29.6x, 23F Implied P/E 24.3x	

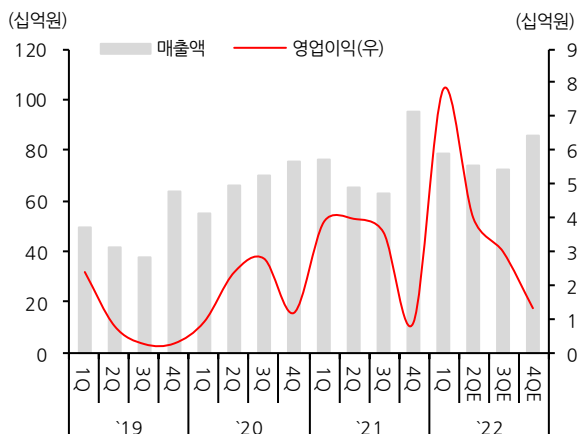
자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

2. 실적 전망

올해 수익성 개선 전망 '22년 연결 실적은 매출액 3,030억원(+1%, 이하 yoy), 영업이익 161억원(+32%), 지배지분 순이익 94억원(+66%)을 전망한다. 이는 1Q22 일시적 원가 개선(보수적 무형자산 손상차손 처리와 재고자산 충당금 설정 영향)과 닌텐도 SW 판매 비중 상승(HW 대비 수익성 ↑) 등을 통한 큰 폭 실적 개선에 불구 ①닌텐도 판매 대수 감소(리오프닝), ②스토리작 초기 비용(인건비 등), ③과거 유통 마진을 등을 고려해 보수적으로 추정했다.

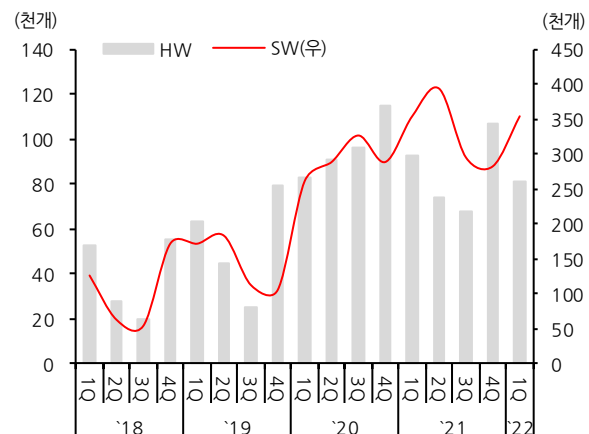
내년 실적 개선 지속 기대 '23년에도 매출액 3,275억원(+8%), 영업이익 184억원(14%), 지배지분 순이익 115억원(+22%)을 기록하며 연결 실적의 개선 흐름이 이어질 것으로 기대한다. ①아머드사우루스 인지도 제고 및 저변 확대(시즌 3~, 극장판 등)에 따른 완구 판매 증가 가능성, ②웹툰 매출 비중 상승으로 인한 출판 사업 실적 개선 등 때문이다. 아머드사우루스의 해외 진출과 스토리작의 빠른 정상화는 업사이드 포텐셜 요인으로 작용할 것이다.

[그림4] 분기별 매출액 / 영업이익 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대원미디어 닌텐도 HW/SW 판매 추이 (소매 기준)



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 대원미디어 연간 / 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	266.2	299.8	303.0	327.5	76.2	65.0	63.1	95.5	79.0	71.5	69.7	82.8
yoy	39.0%	12.6%	0.9%	8.2%	-29.4%	-17.9%	-14.4%	8.9%	-17.5%	-6.4%	-7.4%	19.4%
콘텐츠	9.5	15.6	25.0	21.2	3.5	3.1	2.8	6.1	7.1	6.1	5.8	5.9
유통	202.2	219.5	199.3	218.7	57.9	47.2	41.0	73.4	52.2	46.7	43.3	57.2
방송	25.9	30.3	36.4	38.2	7.5	6.7	9.2	7.1	9.9	8.4	9.3	8.8
출판	36.5	44.1	52.0	59.8	10.1	10.5	11.4	12.1	11.9	12.6	13.6	13.9
연결조정	-7.9	-9.7	-9.7	-10.5	-2.8	-2.5	-1.3	-3.1	-2.1	-2.3	-2.3	-3.0
영업이익	7.2	12.3	16.1	18.4	3.9	4.0	3.6	0.9	7.8	3.6	2.6	2.1
yoy	97.3%	69.5%	31.6%	14.0%	324.9%	66.8%	28.0%	-24.7%	101.9%	-8.4%	-26.2%	136.7%
margin	2.7%	4.1%	5.3%	5.6%	5.1%	6.1%	5.6%	0.9%	9.9%	5.1%	3.8%	2.5%
지배지분 순이익	4.1	5.7	9.4	11.5	2.1	2.4	1.6	-0.5	5.0	1.9	1.5	1.1
yoy	272.5%	38.5%	65.7%	22.0%	흑전	81.6%	-14.5%	적전	133.8%	-21.1%	-9.8%	흑전
margin	1.5%	1.9%	3.1%	3.5%	2.8%	3.7%	2.6%	-0.5%	6.3%	2.6%	2.1%	1.3%

자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

3. 중장기 성장 포인트

1) 웹툰 강화를 통한 출판 사업 성장 재개

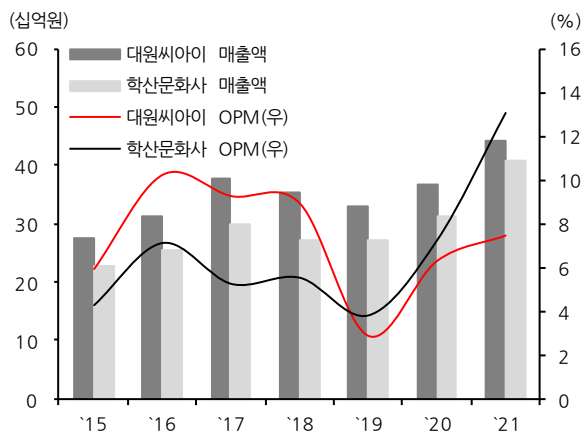
학산문화사 실적 개선 주목

출판 자회사인 대원씨아이의 실적이 '19년 이후 개선 중이다. 디지털 전환 강화에 기인한다(웹툰 매출 비중 약 50%). 실적 개선 추세의 가속화가 기대된다. 관계사인 학산문화사(이하 학산)의 경우 목향 다크레이디(카카오 向) 등의 웹툰 매출 증가로 '21년 영업이익률이 사상 최대인 13%를 기록했다기 때문이다. ①학산과 동일한 카카오엔터 자본을 (19.8%), ②다수 흥행 IP 보유 등을 고려 시 향후 학산의 흐름을 따라갈 것으로 보인다.

성장성이 큰 스토리작

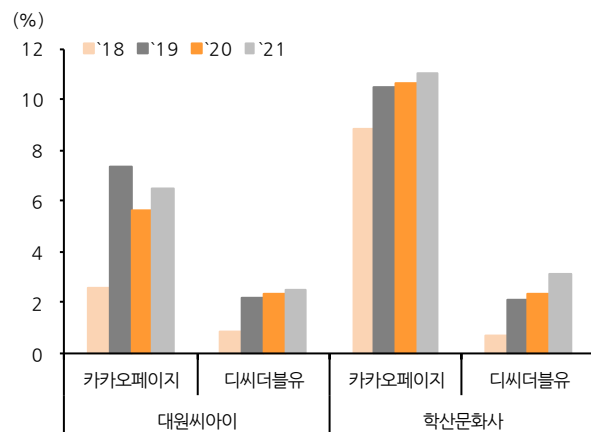
'20년 설립한 스토리작을 통해 웹툰 사업 성장성이 더욱 확대될 전망이다. ①세르파 스튜디오(픽코마 JV)를 통한 안정적 유통과 수익성 개선, ②내부 작가를 활용한 웹툰·웹소설 제작(흥행 시 영업레버리지 효과↑), ③향후 디지털 제작 기술 적용(기간·비용↓→ 자체 IP뿐 아니라 OEM 가능) 등 때문이다. 초기 비용 등으로 내후년부터 흑자가 예상되나 성장 궤도(보유 웹툰·웹소설↑) 진입 시 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

[그림6] 대원씨아이와 학산문화사의 매출액 및 영업이익률 추이



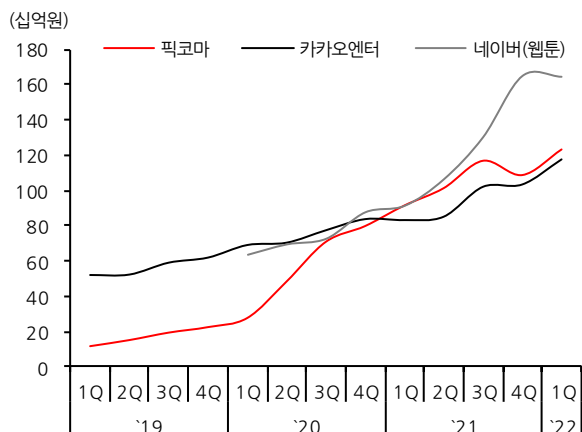
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 대원씨아이와 학산문화사의 주요 특수관계자 매출 추이



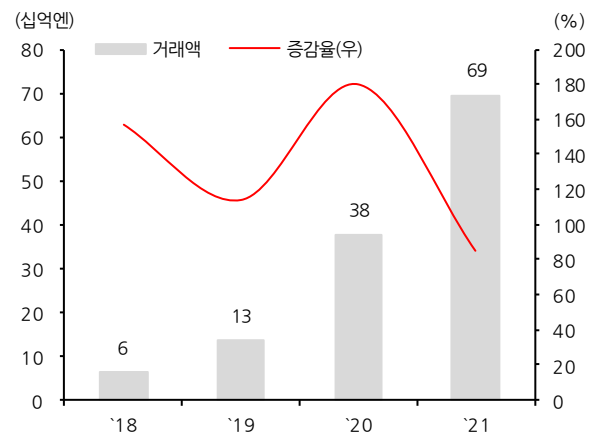
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 픽코마·카카오엔터·네이버(웹툰) 매출액 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 픽코마 연도별 거래액과 증감율 추이



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

2) 자체 IP 활용을 통한 완구 사업 성장 가능성

아머드 사우루스 인지도 ↑

아머드 사우루스의 실적 기여는 시장의 기대(주가)보다 크지 않았다. 그러나 전략적 측면에서 이상이 없다. 통상 저변 확대를 위한 홍보 성격이 강한 시즌 1~2보다는 어느 정도 흥행이 검증된 시즌 3 이후 완구 판매나 IP 활용 계약이 증가하기 때문이다. 올해 7월 시즌 2 시작 시 시즌 1의 재방송 채널도 증가함에 따라 아머드 사우루스의 인지도와 관심도가 제고될 수 있어 향후 OSMU 사업의 잠재력이 더욱 커질 것으로 기대된다.

성장 여지 큰 완구 사업

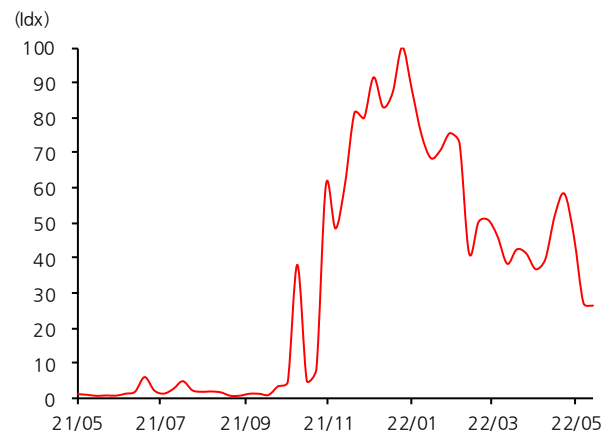
국내 저변 확대와 더불어 시즌 2 이후 해외 진출이 기대돼(일본→TV 방영 후 완구 수출, 북미 등→파트너 선정 후 로열티 수취, 리메이크 예상) 아머드 사우루스를 통한 완구 사업 성장 여지는 더욱 커질 것으로 보인다. 또한 완구 사업은 ①이커머스 사업 중심 개편, ②유행 시 유통 마진 상승하는 완구 특성(가격 민감도↓) 등을 감안 시 향후 외형 성장뿐 아니라 웹툰 사업과 더불어 전사 수익성 개선을 견인할 것으로 기대된다.

[그림10] 아머드 사우루스



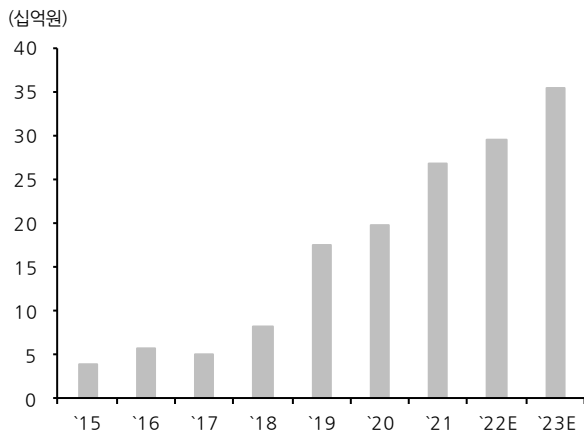
자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 아머드 사우루스의 네이버 트렌드 추이



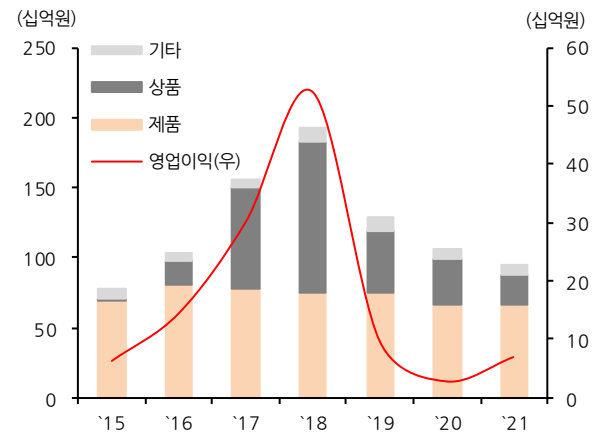
자료: 네이버, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] Shop & 유통 부문 매출액 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 영실업 매출액과 영업이익 추이



자료: 영실업, 한화투자증권 리서치센터

4. 기업 개요

대원미디어의 사업 구조 대원미디어는 종속회사 및 관계회사를 통해 만화 및 애니메이션 콘텐츠와 관련한 종합 엔터테인먼트 사업을 영위하는 업체이다. 동사는 애니메이션 창작기획, 콘텐츠, 캐릭터, 트레이딩 카드게임, 게임 유통, 영화·전시 이벤트, 완구 유통 등의 사업을 영위하고 있다. 자회사들을 통해 방송 사업(대원방송), 만화 출판 및 웹툰·웹소설 제작/유통 사업(대원씨아이, 스토리작), 아머드 사우루스 콘텐츠 기획·개발·제작 사업을 전개 중이다.

사업부문별 매출액 비중 '21년 기준 주요 사업부문별 매출액 비중은 콘텐츠 5.2%(애니메이션 창작기획, 캐릭터 라인선스, 전시·공연 등), 유통 73.2%(TCG 등 카드게임 4.2%, 닌텐도 유통 60.9%, 완구 등 8.9%), 방송 10.1%, 출판 14.7%, 연결조정 -3.1% 이다. 상기 언급했듯이 성장성이 큰 사업부문은 완구 유통과 출판이다. 이에 따라 '23년 완구 유통과 출판 사업부문의 매출액 비중은 각각 10.8%, 18.3%로 상승할 것으로 전망된다.

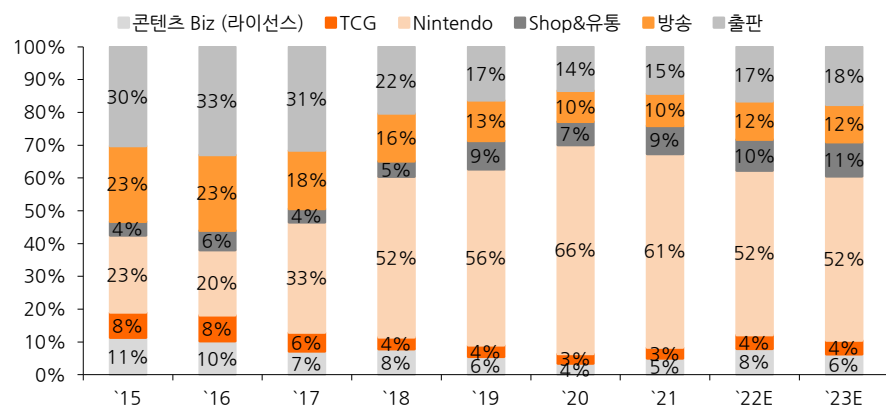
[표2] 대원미디어 사업부문과 사업내용

(단위: 십억원)

구분	사업부문	사업내용	비고
본사	종합 엔터테인먼트	1. 애니메이션 창작기획 사업 2. 캐릭터 라이선스 상품화 사업 3. 카드게임사업(TCG사업, 게임개발사업) 4. 캐릭터 완구 유통사업 5. 게임단말기 유통사업 6. 게임소프트웨어 유통사업 7. 온라인/모바일 게임사업 8. 캐릭터 카페(F&B) 사업 9. 전시 및 공연 사업	대원미디어
종속기업	방송사업	1. 케이블방송, 위성방송, DMB 2. IPTV방송	대원방송 대원엔터테인먼트
	출판업	1. 출판업 2. 웹툰 및 웹소설 제작유통 사업	대원씨아이 스토리작
	콘텐츠 기획 및 개발, 제작	1. 아머드 사우루스의 기획 및 제작, 판매 및 부가사업 2. 아머드 사우루스의 국내외 배급	아머드사우루스문화산업전문회사
	콘텐츠 기획 및 제작, 유통	1. 무직타이거 등 IP 라이선싱 사업	무직타이거

자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 사업부문별 매출액 비중 추이와 전망



자료: 대원미디어, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	192	266	300	303	328
매출총이익	29	32	39	44	48
영업이익	4	7	12	16	18
EBITDA	14	16	21	27	30
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	6	11	16	19
당기순이익	3	7	9	13	15
지배주주순이익	1	4	6	9	11
증가율(%)					
매출액	17.2	39.0	12.6	1.1	8.1
영업이익	-42.9	97.3	69.5	31.4	14.3
EBITDA	-3.8	18.0	31.1	24.1	10.9
순이익	-23.4	104.4	31.3	50.9	17.0
이익률(%)					
매출총이익률	15.4	11.9	13.1	14.4	14.6
영업이익률	1.9	2.7	4.1	5.3	5.6
EBITDA 이익률	7.2	6.1	7.2	8.8	9.0
세전이익률	2.0	2.4	3.5	5.3	5.8
순이익률	1.7	2.4	2.8	4.3	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	2	14	8	24	20
당기순이익	3	7	9	13	15
자산상각비	10	9	9	11	11
운전자본증감	-11	-2	-13	1	-5
매출채권 감소(증가)	-1	4	-3	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-1	0	-6	2	-1
매입채무 증가(감소)	0	-4	1	-1	2
투자현금흐름	-9	-9	-14	-10	-8
유형자산처분(취득)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-7	-7	-6	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	1	-4	-3	-1
재무현금흐름	2	-3	4	3	0
차입금의 증가(감소)	5	-3	2	0	0
자본의 증가(감소)	-3	0	1	3	0
배당금의 지급	-1	0	0	0	0
총현금흐름	16	16	22	23	25
(-)운전자본증감(감소)	9	-8	7	-1	5
(-)설비투자	1	0	1	1	1
(+)자산매각	-7	-7	-6	-7	-7
Free Cash Flow	-1	17	7	16	12
(-)기타투자	3	14	9	0	0
잉여현금	-4	3	-1	17	12
NOPLAT	3	5	10	13	15
(+) Dep	10	9	9	11	11
(-)운전자본투자	9	-8	7	-1	5
(-)Capex	1	0	1	1	1
OpFCF	3	22	11	23	20

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	67	64	80	103	120
현금성자산	18	21	22	42	54
매출채권	17	16	21	23	25
재고자산	15	15	20	18	19
비유동자산	69	81	84	79	77
투자자산	22	31	38	36	37
유형자산	26	23	21	18	15
무형자산	22	27	25	25	25
자산총계	136	145	164	183	198
유동부채	28	29	40	45	44
매입채무	13	16	20	19	21
유동성이자부채	8	8	12	12	12
비유동부채	7	6	5	5	6
비유동이자부채	4	3	2	2	2
부채총계	35	35	45	50	50
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	51	51	51	51	51
이익잉여금	12	28	34	43	55
자본조정	9	-1	-1	-1	-1
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	101	109	119	133	147

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	87	326	451	778	948
BPS	6,244	6,696	7,176	7,953	8,864
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,239	1,293	1,757	1,854	1,984
ROA(%)	0.8	2.9	3.7	5.4	6.0
ROE(%)	1.4	5.0	6.5	9.9	10.8
ROIC(%)	3.9	6.1	11.3	14.8	17.2
Multiples(x, %)					
PER	77.2	28.6	47.1	19.9	16.3
PBR	1.1	1.4	3.0	1.9	1.7
PSR	0.4	0.4	0.9	0.6	0.6
PCR	5.4	7.2	12.1	8.3	7.8
EV/EBITDA	5.7	6.5	12.1	6.2	5.2
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	34.5	32.5	38.3	37.4	34.1
Net debt/Equity	-5.6	-9.3	-7.5	-21.6	-27.9
Net debt/EBITDA	-40.7	-62.0	-41.3	-107.8	-139.6
유동비율	240.0	219.8	198.8	230.8	271.4
이자보상배율(배)	8.3	19.0	28.5	40.3	46.0
자산구조(%)					
투하자본	68.4	62.2	59.7	52.0	48.5
현금+투자자산	31.6	37.8	40.3	48.0	51.5
자본구조(%)					
차입금	10.6	8.7	10.1	9.1	8.3
자기자본	89.4	91.3	89.9	90.9	91.7

[Compliance Notice]

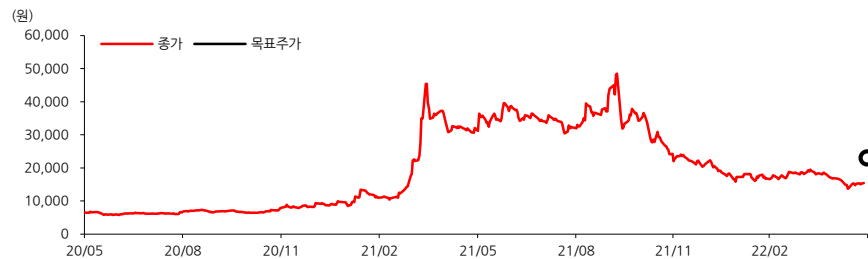
(공표일: 2022년 5월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대원미디어 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.05.30	2022.05.30			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김동하	23,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.30	Buy	23,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%