



# 대원미디어(048910)

2008년 5월 16일

미디어

'을'의 한계를 극복하라!

**DON'T  
BUY**

### Valuation

Target Price: 5,584

Price: 5,900

Safety Margin: -5.3%

MktCap.(100mn): 532

ROE: 23.99%

Op.Magin: 5.26%

PER: 7.71

PBR: 1.84

Dividend Yield: 1.57%

Major Sh.Holder:

정옥 외 5인(33.21%)

Foreign Shr.: 0.18%

### 대원미디어 주가 차트



기업분석 3팀

엄희승, 정우식

이지연, 김민준

### ◆ 대원미디어는?

- ✓ 닌텐도DS와 닌텐도Wii 독점 공급업체
- ✓ 2004년부터 꾸준히 이어온 유희왕카드 매출
- ✓ 닌텐도DS 판매와 유희왕카드 선전으로 큰 폭의 매출 증가 달성

### ◆ 매출액은 수치에 불과하다.

- ✓ 닌텐도DS와 Wii 판매는 수익구조에 큰 영향 없음
- ✓ 유희왕카드 등 제품 판매만으로는 적자 지속
- ✓ 콘텐츠 기업으로서 콘텐츠의 역량을 강화하지 않으면 경쟁력 없음

### ◆ 자산가치가 충분히 매력적이지만..

- ✓ 본사 사옥의 시가, 현금성자산, 투자자산을 합하면 시가 총액에 육박
- ✓ 향후 영업가치의 불확실성 존재
- ✓ 기업의 투명성도 높지 않다고 판단

### ◆ 보수적인 판단, 영업가치 = 0원

- ✓ 실제 닌텐도 게임기 판매 수익성은 적고,
- ✓ 그마저 없다면 적자를 내는 30년 전통의 기업
- ✓ 영업 이익을 거의 낼 수 없다는 판단 하에
- ✓ 본 리서치 팀은 DON'T BUY 의견을 시장에 제시하는 바임

# I. Nintendo 열풍의 후광을 업은 대원미디어

## 1. '07 닌텐도DS 열풍

경이로운 속도로  
국내에 보급되고 있는  
닌텐도DS

올해 1월 한국 닌텐도는 자사 게임기 닌텐도DS 국내 판매량이 100만 대를 돌파했다고 공식 발표했다. 이는 '07년 12월 27일 집계이며 작년 1월 18일 한국 닌텐도가 DS를 출시한지 1년이 채 되지 않아 달성한 대기록이다. 게다가 올해에도 꾸준히 매출을 올려 현재 140만 대 정도 판매된 것으로 추정되고 있다. 국내에서 100만 대 이상의 매출을 달성한 게임기는 소니의 PS2와 닌텐도DS뿐이며, 소니가 2년 8개월여 만에 도달한 점을 고려하면, 가히 경이로운 보급률을 보여준다고 볼 수 있다.

닌텐도DS 독점공급업체  
대원미디어

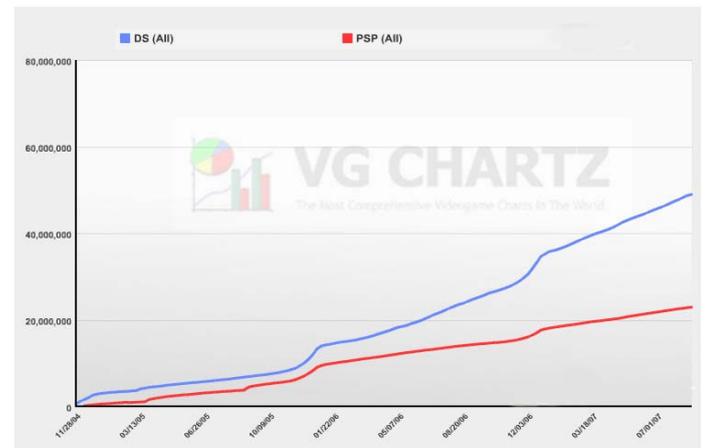
그리고 전세계적으로 폭발적인 인기를 누리고 있는 이 게임기의 국내 독점 공급업체가 바로 "대원미디어"이다.

그림 1. 닌텐도 DS



자료: 닌텐도 홈페이지

그림 2. 전세계 닌텐도DS 누적판매대수(PSP와 비교)



자료: betanews

턴어라운드  
원동력  
닌텐도DS 판매 대형

현재 닌텐도DS 국내 판매와 관련하여 닌텐도 코리아는 마트 판매처를 통한 판매대행권을 보유하고 있으며, 대원미디어의 70% 자회사인 대원게임이 대형마트 부문을 제외한 온라인/오프라인 판매대행권을 보유하고 있다. 현재 국내 닌텐도DS 전체 판매량의 35%~40%정도를 대원미디어가 독점적으로 판매하고 있는 것으로 판단된다. 닌텐도DS의 판매량을 고려해볼 때 이러한 판매호조는 대원미디어의 턴어라운드 원동력으로 작용하였고 이에 대한 시장의 긍정적인 consensus가 형성됨에 따라 2007년 중순까지 주가가 급등하였다.

그림 3. 대원미디어 주가차트(~2007.07)



자료: 미래에셋 HTS

## 2. 새로운 열풍 - 닌텐도 Wii

닌텐도Wii를 이용한 새로운 도전

그러나 그 이후 DS판매량이 주춤해지자 주가가 하락하기 시작했는데, 최근 동사는 다시 한 번 닌텐도의 후속작 콘솔게임기 닌텐도 Wii를 수입, 독점공급계약을 체결함으로써 작년의 성과를 재연하고자 노력하고 있다.

세계적으로 검증된 콘솔게임기 Wii

닌텐도는 휴대용 게임기 시장에서의 성공을 콘솔 게임기 시장으로 확장하기 위해 2006년 말 닌텐도Wii를 출시했다. Wii는 2006년 말 발매 이후 전세계적으로 1,000만대 이상이 팔렸다. Wii는 간단한 조작력을 통한 넓은 고객층 확보로 콘솔 게임기 사상 최고의 속도로 팔려 나갔고, 경쟁 게임기인 플레이스테이션의 판매대수를 훨씬 앞질렀다. 세계적으로 2008년 1월 현재 1300여 만대 정도 팔린 것으로 예상되며, 이미 Xbox360의 점유율을 넘어선 것으로 판단된다. 또한 일본에서도 Wii의 판매호조에 힘입어 닌텐도의 시가총액이 소니와 대등해지는 등 Wii의 게임 성과 대중성은 이미 증명되고 있는 것으로 판단된다.

그림 4. 닌텐도 Wii



자료: 닌텐도 홈페이지

그림 5. Wii 게임 화면



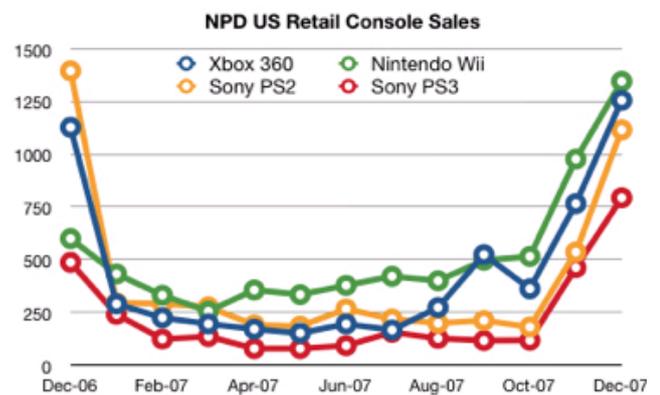
자료: 닌텐도 홈페이지

그림 6. 콘솔게임기 매출액 (전세계)



자료: www.appleforum.com

그림 7. 콘솔게임기 매출(미국)



자료: NPD Group Data

### 3. 이제 발동 걸린 국내 Wii 판매

이제 막 판매가 시작된 닌텐도Wii, 그리고 기대감

대원미디어는 닌텐도DS의 경우와 마찬가지로 닌텐도 코리아와의 계약을 연장하여 Wii의 온라인 판매 및 대형마트 외의 오프라인 판매 대행권을 독점하였다. 지난 4월 26일 국내에 정식 발매된 Wii는 나흘 만에 1만대 가까이 팔렸다. 이러한 추세는 지난 1년여 동안 140만대 판매로 대박을 터뜨린 DS가 발매 개시 후 4일 동안 1만3000여대의 판매고를 올린 것에 버금가는 양호한 성적이다.

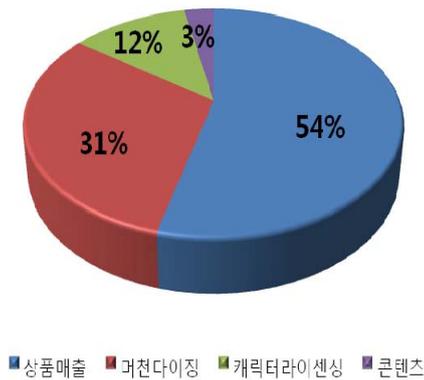
08년 분기보고서에 따르면 동사 전체 매출의 72%가 상품매출에 힘입고 있으며, 이의 대부분은 닌텐도 게임기 판매가 주를 이루고 있다. 따라서 이미 어느 정도 보급이 된 닌텐도DS보다 닌텐도Wii의 판매성과가 대원미디어의 향후 매출 성장을 보장해준다고 볼 수 있을 것이다.

## II. 유희왕 카드도 있다!

대원미디어 매출의 또 다른 한 축, 유희왕 카드 매출!

대원미디어의 또 다른 주 수입원은 유희왕 카드다. 동사는 2003년 일본TV도쿄(아사츠)에게서 애니메이션 '유희왕'의 국내 판권계약을 따 냈다. 2004년 이를 캐릭터 트레이딩 카드 산업인 '유희왕 카드' 산업으로 확장시켰다. 이러한 카드 관련 매출은 초등학생~중학생들에게 급속도로 퍼져 '07년까지 동사의 주요 매출원으로 자리잡았다. 2007년 한해 앞에서 언급한 닌텐도 게임기 관련 상품 매출은 전체 매출 구성의 54% 정도를 차지했고('08년 1분기 72%로 증가), 유희왕 카드가 대부분인 머천다이징 매출이 약 31%, 캐릭터라이센싱 관련 매출이 약 12%, 콘텐츠 관련 매출이 3%이다. <요약: 그림8, 표1 참고> 매출의 31%를 차지하는 유희왕카드의 성장은 닌텐도 DS와 함께 '07년 동사의 성장을 이끌었다.

그림 8. 대원미디어의 매출 구성



자료: 사업보고서, 한양증권 추정

표 1. 각 사업영역 설명

상품매출	상품형태의 매출. 대부분이 닌텐도DS/닌텐도Wii 매출.
머천다이징	판권을 지닌 콘텐츠에 대해 캐릭터 상품을 제작, 제품 형태로 판매. 유희왕 카드 매출이 대부분을 차지.
캐릭터 라이선싱	동사가 판권을 가진 콘텐츠에 대한 타사 이용에 대해 받는 라이선스 수입
콘텐츠	동사가 직접 제작하는 애니메이션과 해외에서 수입한 애니메이션의 방영, 배급으로 얻는 수입

자료: 사업보고서, Research 3 Team

### 1. 유희왕 카드 열풍 '07

수 년째 지속되고 있는 유희왕카드의 인기

2004년 출시된 유희왕카드는 판매가 시작되자마자 무려 월 20억의 매출을 올렸다. 이 후 초,중등 학생 위주였던 유희왕 카드의 고객층이 고등학생과 대학생, 성인 층에 까지 확대되며 boom-up효과가 일어남에 따라 매출액이 월 30억 원대로 크게 증가했다. 2004년 120억, 2005년 140억에 이어 작년에는 무려 240억 원어치가 팔렸고 현재까지도 꾸준히 판매되고 있다. 24%의 높은 마진율을 지닌 유희왕 카드사업은 올 1분기 46억의 매출액(27.8%)을 기록하며 동사의 주 매출원으로 자리 잡고 있다.

유희왕 카드의 도박성 → 반복적인 재구매 유도

단순한 종이카드에 대한 매출이 이렇게 큰 이유는 무엇인가. 본 리서치팀은 유희왕 카드에 대해서 좀 더 자세히 알아보았다. 유희왕카드는 기본적으로 1팩(3장)에 500원씩, 팩 안에 어떤 카드가 들어가 있는지 모르는 추첨식 뽑기 방식으로 판매된다. 카드는 크게 일반카드와 레어카드로 나뉘는데 레어카드는 나올 확률이 1/70으로 매우 낮다. 이러다 보니 원하는 레어카드를 얻기 위해 40팩이 들어있는 2만 원짜리 1박스를 통째로 사거나, 친구들끼리 원하는 카드를 트레이드(Trade)를 하거나, 1장에 최고 10만원까지 지불하는 현금거래가 이루어진다. 이 과정에서 반복적인 재구매가 발생하게 되는 것이다.

유희왕 카드의 도박성 → 반복적인 재구매 유도

또한 동사에서 개최하는 유희왕 배틀과 사설 게임장이 유희왕카드의 꾸준한 매출 실적에 일조하고 있다. 유희왕카드 사설 게임장에서는 게이머들이 모여 게임을 하거나 카드 트레이드가 이루어진다. 이 곳에서 현금 거래는 금지되어 있지만 일부 게이머들 사이에선 공공연하게 이루어진다. 또 동사에서는 자체적으로 유희왕 대회를 열어 게임 방법 강연회와 토너먼트, 코스프레 등 다양한 행사를 개최한다. 이를 통해 유희왕카드 게임의 지속적인 boom-up을 이끌어내고 있다.

그림 9. 애니메이션 유희왕



자료: 유희왕 홈페이지

그림 10. 유희왕카드



자료: 유희왕 홈페이지

그림 11. 유희왕카드 플레이 모습



자료: 주간한국

**경쟁사가 지나지 못한 강점**

국내에서 애니메이션이나 캐릭터 사업을 영위하는 주요 경쟁사인 손오공, 오로라에서는 이러한 트렌드를 따라가지 못하고 있다는 점도 유희왕카드 열풍에 주요 요인이라고 판단된다. Boom-up을 일으키지 못한 캐릭터나 애니메이션 등의 창작물은 일반적으로 그 수명이 길지 않으며, 추가적인 매출도 제한적이다. 이런 점에서 대원미디어의 유희왕카드 머천다이징 사업은 동사의 핵심역량으로 꼽을 수 있을 것이다.

**2. 열풍이 지속될 가능성**

**유희왕 시리즈 후속작 방영에 따른 기대감**

일본에서 2000년부터 방영되기 시작한 유희왕 시리즈는 일본에서 방영된 애니메이션 시리즈 중 가장 높은 시청률을 기록하고 있다. 따라서 계속적으로 새 시리즈가 연재될 가능성이 크다. 유희왕의 후속작인 '유희왕GX3'가 곧 방영될 예정이고 '유희왕5Ds'등 시리즈가 뒤이어 방영될 계획에 있다. 시리즈가 계속 됨에 따라 시청자들의 관심이 고조되고 업그레이드 된 새로운 카드가 발행되기 때문에 유희왕 카드 판매를 이용한 매출 확보는 당분간 유지될 수 있을 것으로 보인다. 카드 게임의 특성상 새로운 카드가 나오면 upgrade하고자 하는 욕구가 생기게 되기 때문에 꾸준한 매출을 기대할 수 있을 것이다.

**Ⅲ. 그 밖의 분야에서는...**

닌텐도 게임기 판매와 유희왕카드 판매에 따른 매출이 동사 매출의 80% 이상이지만 대원미디어는 꾸준하게 콘텐츠 사업과 캐릭터라이센싱 사업 등을 영위하고 있다. 이 분야의 매출은 꾸준하지만 큰 성장을 보이지는 않고 있다.

**1. 콘텐츠 사업**

**캐릭터 사업의 기반, 콘텐츠 사업**

콘텐츠 사업이란 애니메이션을 창작하거나 수입하여 TV, 극장, 비디오, DVD, VOD 등의 매체에 배급하는 것으로서, 멀천다이징과 라이선스 수익의 기반이 된다. 콘텐츠 사업이 구축되어야 캐릭터를 이용한 다양한 상품화를 통해 추가 수익을 꾸준히 올릴 수 있고, 라이선스 수익 역시 올릴 수 있기 때문이다. 현재 동사는 직접 애니메이션을 창작하여 국내에 방영, 해외에 수출하는 외에도 해외 작품을 수입하여 방영하고 있다. 콘텐츠 영역은 대원미디어의 매출에서 꾸준하게 3%를 차지하고 있는 수준이다.



**애니메이션 창작, 방영**

**a. 창작 작품을 통한 콘텐츠 사업**

동사는 1983년 극작용 애니메이션 독고탁 시리즈를 제작한 이후 1987년 한국 최초로 TV 창작 애니메이션 떠돌이 까치를 제작한 것에 이어 달려라 하니, 천방지축 하니, 영심이, 마법사의 아들 코리 등을 히트 시켰다. 그 외에도 실사합성영화 영구와 땡칠이, 한국 최초 TV 특수촬영실사물 지구용사 벡터맨을 만드는 등 새로운 시도를 해왔다. 2000년에 제작한 큐빅스는 미국, 일본, 유럽, 러시아 등지에 방영되는 등 흥행을 했으며, 2006년 제작한 아이언키드는 미국 공중파 방송에 방영되어 시청률 1위를 기록하기도 했다.

**해외 애니메이션 수입 방영**

**b. 해외 작품 수입을 통한 콘텐츠 사업**

도라에몽, 방가방가 햄토리, 원피스, 강철의 연금술사, 유희왕, 나나, 이누야샤 등의 일본 TV 시리즈물과, 바람계곡의 나우시카, 포켓몬스터, 공각기동대, 모노노케히메, 이웃집 토토로, 센과 히치로의 행방불명, 천공의 성 라퓨타, 하울의 움직이는 성 등 일본 극장판 애니메이션을 수입, 방영하는 사업도 꾸준히 전개하고 있다.

**2. 캐릭터 라이선싱**

**캐릭터 사용에 대한 수입, 라이선싱**

캐릭터 라이선싱이란 콘텐츠 사업으로 구축한 캐릭터를 시장에서 사용하는 것에 대한 대가를 받는 것이다. 동사는 창작 애니메이션 캐릭터의 국내, 해외 시장 사용에 대한 라이선스 비용을 받는 것 외에도, 해외 애니메이션 캐릭터를 독점 수입하여 국내 시장을 대상으로 상품화에 대한 라이선싱을 하고 있다.

**3. 유희왕 외의 머천다이징**

**캐릭터 사업의 목표, 머천다이징**

머천다이징이란 애니메이션에서 벗어나 캐릭터를 이용한 다양한 상품화를 통해 추가적인 수입을 올리는 것으로, 콘텐츠 사업, 캐릭터 라이선싱의 결실을 볼 수 있는 중요한 사업 분야이다. 동사가 하고 있는 해외 수입 콘텐츠의 머천다이징에는 원피스, 드래곤볼, 아이언키드의 게임보이용 프로그램 판매, 유희왕 온라인 게임, 열쇠고리, 피규어 판매 등이 있다. 국내 콘텐츠의 머천다이징에는 큐빅스 로버트 판매, 다양한 캐릭터의 인형, 그림퍼즐 판매, 극장 개봉작의 OST 판매 등이 있다. 그러나 콘텐츠 사업부분의 노력에 비해 머천다이징을 통한 수익 창출 능력은 부족한 것으로 판단된다. 이 부분은 머천다이징 매출에서 차지하는 비중이 미미한 실정이다.



## IV. 빛 좋은 개살구

과대포장 되어있는 동사의 실적

이상에서 살펴본 바와 같이 대원미디어는 2007년 크게 게임사업영역과 머천다이징 사업영역의 유희왕카드 매출에서 크게 성과를 이뤘으며 이 때문에 흑자전환에 성공할 수 있었다. 매출 구성에서 크게 차지하고 있지 않지만 캐릭터라이센싱이나 콘텐츠 제작 부분이 큰 힘을 발휘하지는 못했지만 나머지 두 영역이 기동을 형성해주는 것처럼 보였다.

그러나 본 리서치 팀의 분석 결과 이러한 성과는 1) 단기적인 성과에 불과하며, 2) 매출은 늘어났지만 실질적인 수익구조는 좋지 않다는 점을 파악할 수 있었다. 상품매출의 대부분을 차지하고 있는 닌텐도 게임판매 부분부터 살펴보도록 한다.

### 1. 닌텐도DS / 닌텐도Wii → 대중은 속고 있다!

#### a. 수익구조

작년 초부터 7월 말까지 급격하게 오른 주가에는 닌텐도 게임 판매 호조에 따른 대원미디어 매출실적에 대한 기대감이 반영되어 있었다. 그리고 기대대로 동사의 매출은 크게 증가하기 시작했다. 하지만 매출의 증가는 질적으로 좋지 못했으며 동사의 당기순이익에 큰 영향을 주지 못했다. 아래 표를 보자.

표 2. 상품에 대한 매출총이익률과 영업이익률 계산(단위:천원)

	2007/2분기	2007/3분기	2007/4분기	2007 /년간	2008/1분기
상품매출액	10,647,480	11,856,171	16,637,817	43,132,462	11,998,057
상품매출원가	9,729,925	11,408,190	15,994,233	40,852,428	11,491,412
매출총이익	917,555	447,981	643,584	2,280,034	506,645
매출총이익률	8.62%	3.78%	3.87%	5.29%	4.22%
판관비	1,926,200	1,814,783	1,855,595	7,193,613	1,672,645
상품에 대한 예상 판관비(매출액 대비)	944,465	921,713	1,351,988	3,857,292	1,207,024
영업이익	-26,910	-473,732	-708,404	-1,577,258	-700,379
영업이익률	-0.25%	-4.00%	-4.26%	-3.66%	-5.84%

자료: 재무제표, Research 3 Team

재무제표를 통한 상품영역 영업이익률의 계산

닌텐도DS의 출시가 작년 1월이었기 때문에 2분기 재무제표부터 분석하였다. 보는 바와 같이 분기당 매출액이 100억 원이 넘게 발생하였지만 그에 상응하는 매출원가도 크게 잡혀있는 것을 알 수 있다. 2분기에만 매출총이익률이 8.62%로 상대적으로 높았지만 나머지 분기나 연간 자료에서 상품매출에 대한 매출 총이익률은 3~5%에 지나지 않는다. 게다가 판관비를 제외한다면 영업이익률이 모두 적자



로 돌아서는 것을 확인할 수 있다. 여기서 판관비는 본 리서치 팀의 가정이었는데, 제품판매와 상품판매의 비율대로 발생한다고 가정하였다.

**판관비에 대한 보수적 재접근**

하지만 판관비의 경우는 상품과 제품 영역에 공통적으로 계상되는 고정비 성격을 가지고 있기 때문에 각 사업별로 객관적으로 추적하기 어렵다. 제품의 경우 판매뿐만 아니라 제조에 포함되는 판관비가 존재하기 때문에 상품에 비해 보다 많은 판관비가 소요될 것이다. 따라서 상품에 해당하는 판관비는 실제로 매출구성비에 해당하는 만큼 크게 발생하지 않을 것이다. 그렇기 때문에 아래의 표에 상품영역의 판관비를 실제 발생한 판관비의 20%정도만 발생된다고 가정을 해보았다.

**표 3. 상품에 대한 매출총이익률과 영업이익률 계산(단위:천원)**

	2007/2분기	2007/3분기	2007/4분기	2007 /년간	2008/1분기
상품매출액	10,647,480	11,856,171	16,637,817	43,132,462	11,998,057
상품매출원가	9,729,925	11,408,190	15,994,233	40,852,428	11,491,412
매출총이익	917,555	447,981	643,584	2,280,034	506,645
매출총이익률	8.62%	3.78%	3.87%	5.29%	4.22%
판관비	1,926,200	1,814,783	1,855,595	7,193,613	1,672,645
상품에 대한 예상 판관비(20%)	385,240	362,957	371,119	1,438,723	334,529
영업이익	532,315	85,024	272,465	841,311	172,116
영업이익률	<b>5.00%</b>	<b>0.72%</b>	<b>1.64%</b>	<b>1.95%</b>	<b>1.43%</b>

자료: 재무제표, Research 3 Team

**게임사업영역은 결국 수익을 낼 수 없는 구조**

이러한 보수적인 가정에도 불구하고 실제로 닌텐도 게임기 매출에 대한 영업이익률은 1% 안팎에 불과했다. 즉, 많은 사람들이 닌텐도DS나 닌텐도Wii가 많이 팔린다면 대원미디어의 매출이 크게 늘어날 것이고, 수익을 크게 낼 것이라고 생각하지만, 이러한 생각은 매우 성급한 판단이며, 실제 대원미디어는 닌텐도사의 국내 유통망을 담당하고 있는 정도라고 판단할 수 있다. 수익을 내지 못하는 사업영역에서 과대포장 되어 있는 것이다.

**b. 추가 매출의 한계**

**들어갈 틈이 없는 닌텐도 게임기 소프트웨어 시장**

동사는 자회사 대원게임을 통해서 닌텐도DS나 닌텐도Wii에 대한 소프트웨어 매출을 올리고 있다. 그러나 닌텐도의 경우 소니의 PS2, PS3와 달리 자사 게임기에 대한 소프트웨어 개발에 주력하고 있다. 게임소프트웨어 판매량을 확인해 보면, 순위권 안의 게임 소프트웨어는 대부분 닌텐도사가 제작한 것이다. PS2, PS3의 경우 게임기 자체에 대한 판매에 주력하고 있기 때문에 게임 소프트웨어는 다른 업체에 맡기는 경향이 강하지만 닌텐도사는 그렇지 않을 뿐 아니라, 다른 소프트웨어 개발사가 닌텐도가 자체 제작한 소프트웨어 콘텐츠의 품질을 따라가기 힘들다.

현재 동사의 소프트웨어 매출은 단순한 한글번역 소프트웨어 수준에 그치고 있다. 향후 동사가 이 분야에 주력한다고 할지라도 그 매출을 얼마나 달성할지는 미지수라고 판단된다.

**c. 닌텐도사와의 계약 지속성에 대한 의문**

언제까지 닌텐도의 유통망으로서 기능할 수 있을 것인가?

현재 닌텐도사의 국내 게임기 매출 중 50% 이상은 닌텐도 코리아가 대형 마트 등을 통해 담당하고 있으며 대원미디어가 담당하는 소매 판매와 온라인 판매는 35~40% 정도이다. 대원미디어가 국내에서 많은 관련 자회사를 지니고 있으며 유통망을 확보했다는 장점이 있지만, 위에서 살펴본 수익구조를 볼 때 닌텐도사에 대해서 우위의 위치를 점하고 있는 상황은 아닌 듯하다. 따라서 소니의 플레이스테이션의 경우 소니코리아가 직접 판매를 담당하고 있듯이 닌텐도사의 경우에도 앞으로 출시될 신제품에 대해 대원미디어를 이용하지 않고 직접 판매 할 가능성을 배제할 수 없다.

**2. 유희왕카드 → 지속될 수 있을 것인가**

**a. 장기적으로는 유행이 끝나갈 것**

유희왕카드 대체제 부재

유희왕카드의 유행이 지났을 때 구매자들의 니즈를 만족시켜 줄만한 새로운 대체 상품이 부재한 상황이다. 동사는 일본에 있는 동일한 제품을 한글로 번역한 유희왕카드를 판매함으로 3여 년간 엄청난 매출액을 올렸다. 하지만 동사의 다른 캐릭터 상품들이 괄목할만한 성과를 내지 못하고 있어 현재 대부분의 매출액은 유희왕 카드에만 집중되어 있는 상태다. 따라서 유희왕 카드의 유행이 지나간 후 대체 상품이 부재하다면 동사의 매출액은 큰 타격을 입을 수 밖에 없다. 즉 동사의 콘텐츠 자체 개발력이 없이는, 유희왕을 대체할 만한 경쟁력 있는 애니메이션의 수입을 기다려야 하는 처지에 놓일 수밖에 없다.

유희왕카드의 인기 하락 추세

유희왕은 당분간 TV 시리즈물로 추가 방영될 예정이지만 애니메이션의 특성상 인기 하락은 피할 수 없다. 추가적인 매출은 가능하겠지만 기존의 매출액을 뛰어넘을 만큼의 유인은 없다. 유희왕은 2004년 방영 시작 후부터 2008년까지 장수하며 인기 관리 면에서 비교적 성공한 편이다. 그러나 방영 직후의 폭발적이었던 관심도 지금은 지속적으로 약해지고 있다. 유희왕의 인기도와 비례해 유희왕카드 매출액 역시 감소추세를 보이고 있다. 동사는 2007년 한해 동안 유희왕 카드 매출액 서만 370여 억 원의 매출을 달성 해 각 분기별로 평균 92.5억 원의 매출액을 올

렸다. 그러나 올해 1분기에는 46억 원의 매출액 밖에 올리지 못하는 등 유희왕 인기 하락에 따라 유희왕카드 매출액 역시 급격한 감소 추세를 보이고 있다.

**유희왕 카드 매출의 한계**

동사는 올해 1분기에 총 5억 5천 만원의 적자를 기록했다. 그 이유는 닌텐도wii 출시에 앞서 닌텐도DS의 판매량이 감소함에 따라 닌텐도 게임기 판매 매출액이 작년 4분기 166억 원에서 올해 1분기 120억 원으로 감소했기 때문인 것으로 판단된다. 동사 매출액의 대부분이 닌텐도 게임기 판매와 유희왕카드 판매 두 가지로 구성 되는 것을 고려할 때, 현재 유희왕카드 매출 만으로 동사가 흑자구도를 보이는 어렵다고 판단된다.

또한 동사가 유지하고 있던 유희왕카드 매출을 통한 수익창출도 결국 일본의 판매 시스템을 그대로 가져온 것일 뿐, 동사의 머천다이징 능력을 보여주지 못하는 것으로 판단된다.

**3. 기타 분야에서도..**

**시장성장을 따라가지 못하는 본업(本業)**

세계 애니메이션 시장은 2007년 140억 달러 규모로 연평균 25%의 고성장중인 시장이며 국내의 만화, 게임, 캐릭터 등 문화산업도 연평균 9.7%씩 성장하고 있다. 동사는 2001년 '큐빅스'를 미국 시장에 수출한 이 후 '아이언키드', '장금이의 꿈' 등의 콘텐츠 개발과 캐릭터 라이선스판매를 통해 세계 시장 진출에 노력해 왔다. 그러나 동사의 매출액 대비 2005년 32%를 차지하고 있던 콘텐츠 사업 분야는 2006년 14%, 2007년 8%로 감소하는 등 매출액 비중이 점점 낮아지는 추세이다. 또 캐릭터 라이선싱 분야도 2005년 이후 약 15%정도의 매출액 비중을 꾸준히 담당하고 있지만 점점 자체 제작 캐릭터 라이선스 판매 보다는 '포켓몬스터', '유희왕' 등의 해외 캐릭터 라이선스를 대리판매 하는 비중이 늘어나고 있어 독립성 확보에 실패했다. 이는 동사의 자체 상품 개발능력의 한계를 보여주며 향후 전망을 긍정적으로 바라볼 수 없게 만드는 요소이다.

**부정적인 시각의 유지**

성장하는 산업 군 속에서 손오공, 오로라 등의 기업들과 함께 국내 애니메이션 시장을 이끌어갈 대원미디어는 분명 국내에서는 선도기업임에 틀림없다. 그러나 30년 역사의 전통이 무색할 정도로 매출 구성에서 고수익, 고성장 산업인 애니메이션, 캐릭터 등의 비중은 점점 줄어들고 있으며, 수익이 크지 않은 닌텐도 게임기 유통과, 해외 창작 만화인 유희왕을 활용한 머천다이징 매출이 대부분을 차지하고 있다. 자체적인 독립성장이 힘든 기업, 본 리서치 팀은 대원미디어에 대해 부정적인 시각을 유지한다.



그림 12. 세계 애니메이션 시장 규모(단위: 십억 달러)

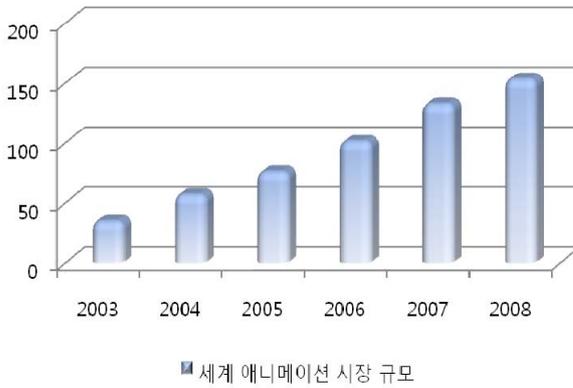
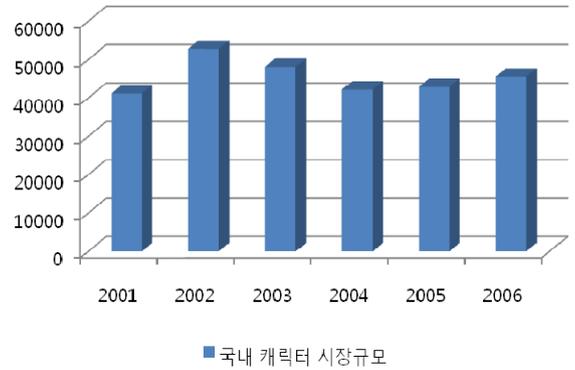


그림 13. 국내 캐릭터 시장규모(단위: 억원)



자료: 대원미디어 IR자료, Research 3 Team

자료: 한국문화콘텐츠진흥원, Research 3 Team

#### 4. 주가 추이로 확인

주가 저평가에 대한 기대감이 시장에 존재

지난 7월까지의 급격한 상승세를 타던 주가가 그 이후 현재까지 5000원 대까지 대폭 하락한 것은 닌텐도DS와 유희왕카드의 판매량 감소 때문이었다. 하지만 판매량과 매출액 자체의 감소 폭은 그렇게 크지 않았으며, 향후 닌텐도Wii의 출시와 유희왕GX3 시리즈 출시에 대한 기대감도 존재하기 때문에 주가의 큰 폭 하락은 과도했던 것이라고 판단할 수도 있다. 또한 닌텐도Wii의 판매 이제 막 국내에서 시작된 상황이기 때문에 현재 동사의 주가는 저평가 되어있다고 판단할 수도 있다. 닌텐도DS를 출시하기 시작한 작년 1월을 시작으로 주가가 상승곡선을 그렸던 것과 마찬가지로 이번 역시 Wii의 판매량이 증가함에 따라 주가가 유사하게 형성될 것이라고 예상한다면, Wii의 출시는 투자자들에게 또 한번의 기대감을 불러일으킬 가능성도 존재한다.

기업 펀더멘탈에 변화를 주지 않는 이상 주가 회복은 힘들 것

그러나 Research 3 Team은 작년과 위에서 다룬 바와 같은 이유들로 현재 하락한 주가가 다시 이전 수준으로 회복할 수 없을 것이라고 판단한다. 애니메이션과 캐릭터 전문 기업으로서 본업에 강한 성장동력을 지니고 있지 않으며, 게임 영역의 상품 매출과 해외 창작물을 활용한 제품매출로는 동사가 더 이상 경쟁력을 지닐 수 없을 것이다.

그림 14. 대원미디어 주가차트(2007.07~)



자료: 미래에셋 HTS

## V. 기타이슈

### 1. 경영진의 도덕성

현재 대원미디어는 CEO인 정욱 외 5인이 33.21%의 지분을 보유함으로써 소유 경영 체제를 갖추고 있다. 이들은 가족경영의 틀 안에서 30여 년 간 기업의 역사를 이끌어 왔다.

#### 경영진의 지분 교환 게임?

하지만 작년 중순에 대원미디어가 100% 자회사였던 대원게임의 지분 51%를 이해관계자들에 대한 통보 없이 대표이사에게 매각하는 사건이 발생했다. 보통 주식 시장에서 자회사의 매각은 중요한 경영사항의 변경으로서 반드시 공시할 의무가 있다. 특히 대원게임의 경우 연결대상 자회사라는 점에서, 지분을 반 이상 처리했다는 것은 의결권 행사 및 회계처리의 관점에서 매우 중요한 사건이었다. CEO는 주주들의 항의가 빗발치자 다시 21%지분을 취득함으로써 사건을 마무리했다.

#### 신뢰를 잃은 대원미디어

이러한 사건의 배경에는 대원게임의 수익을 소유경영자가 직접 차지하겠다는 사욕이 포함되어 있다고 볼 수 있다. 즉, 소유경영자 개인의 사욕을 채우기 위해 주주의 가치에 반하는 행동을 한 것이다. 이 일이 IR을 통해 밝혀진 뒤 대원미디어

어의 주가는 9.4% 하락했다. 대원미디어는 미봉책으로 무상증자를 실시했으나 경영진은 잃어버린 신뢰를 회복하지 못했다. 이와 같이 주주의 가치를 최우선으로 하지 않는 경영진은 대리인 문제를 야기할 수 있다는 측면에서 대원미디어의 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다고 판단된다.

## 2. 높은 자산가치

### 시총에 육박하는 자산가치

현재 동사가 보유하고 있는 자산은 현금 및 단기투자자산과 매도가능증권, 지분법적용투자주식 등의 장기투자자산, 본사사옥 등이 있다. 시가를 기준으로 현금 및 단기투자자산은 현재 약 80억 원, 본사사옥이 약 300억 원 정도이다. 장기투자자산의 경우 그 장부가치의 대부분이 비상장 주식으로 이루어져 있기 때문에 그 가치를 정확하게 판단하기 힘들다. 하지만 감사보고서의 주석을 확인한 바 매도가능증권은 기말의 순자산가치를 반영하여 공정가치를 평가하고 있고, 지분법적용투자주식의 경우 자회사의 손익이 장부가액에 반영된다는 측면에서 실제 공정가액과 큰 차이를 보이지 않을 것으로 사료된다.

이를 반영한 투자자산가치는 520억 원으로, 시가총액이 532억 원인 것을 고려할 때 그 비중이 매우 크다는 것을 알 수 있다.

## VI. 재무분석

### 1. 안정적인 재무구조

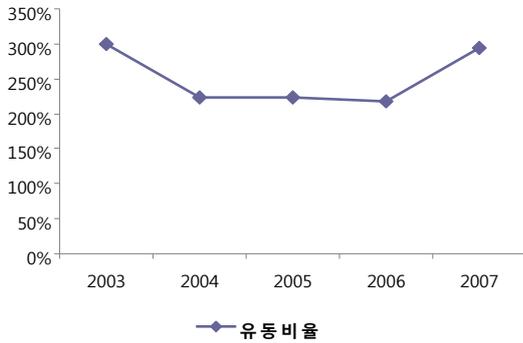
#### 낮은 부채비율 안정적인 재무구조

대원미디어는 매우 안정성이 높은 재무구조를 가지고 있다. 근본적으로 타인자본을 거의 사용하지 않고 지속적으로 200% 이상의 유동비율을 유지하고 있으며 이 중 90% 이상이 당좌자산이기 때문에 파산위험이 매우 적다.

2006년까지 부채비율이 계속 증가한 이유는 일정한 수준의 부채는 유지되는데 반해 자기자본은 영업손실이 발생함으로써 줄어들었기 때문이다. 2007년에 74억여원의 당기순이익을 기록하면서 턴어라운드 성공, 부채비율이 30% 아래로 하락하여 재무적 안정성이 보다 견고해졌다.

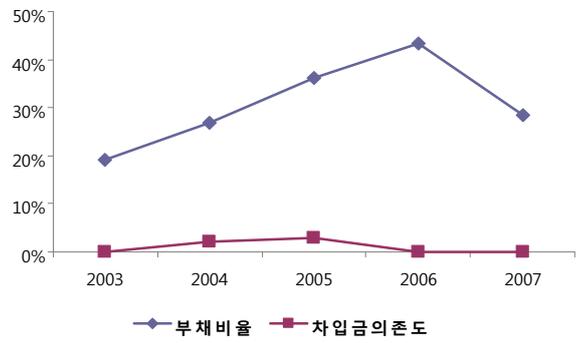


그림 15. 유동비율



자료: Research 3 team

그림 16. 부채비율 및 차입금의존도



자료: Research 3 team

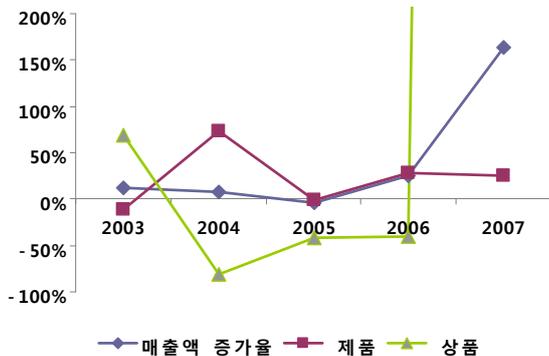
## 2. 높은 매출액 성장률 뒤에 감춰진 진실

대원미디어는 유희왕 카드 및 닌텐도 DS의 판매호조에 힘입어 2006년 이후로 매출이 급격하게 증가하고 있다. 특히 그 중에서도 상품매출액의 대부분을 차지하는 DS의 판매호조는 2007년에 본격적으로 턴어라운드에 성공할 수 있는 밑바탕이 되었다.

숨겨진 진실, 수익성의 악화

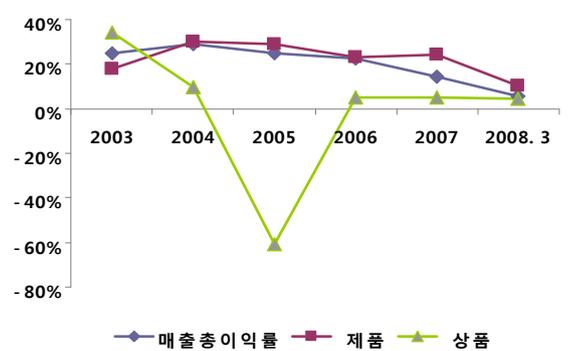
하지만 아래의 그래프에서도 알 수 있듯 매출총이익률이 하락하고 있기 때문에 실질적인 수익성은 보다 악화되고 있는 실정이다. 이러한 매출총이익률의 하락은 전반적인 매출총이익률의 하락 및 매출총이익률이 낮은 상품매출구성의 증가에 기인한다. 특히 2008년 3분기에 이르러 상품 매출액이 72.16%에 달함에 따라 5.89%의 낮은 영업이익률을 보였고, 단기적으로 5억여 원의 적자를 기록하였다. 향후 닌텐도 Wii의 매출 증가가 예상되기 때문에 이와 같은 낮은 이익률은 당분간 유지될 것으로 판단된다.

그림 17. 매출액 증가율



자료: Research 3 team

그림 18. 매출총이익률



자료: Research 3 team

## VII. Valuation

대원미디어의 사업모델은 미디어 산업군에 속한 다른 기업들, 예를 들면 손오공, 오로라 등과는 상당히 다른 모습을 보인다. 손오공은 캐릭터 완구와 게임소프트웨어를 주로 판매하고 있고, 오로라는 캐릭터완구 판매에 집중하고 있다. 특히 대원미디어는 게임기의 매출비중이 증가하고 있기 때문에 미디어 산업군에 속한 기업들과의 비교가능성은 점점 낮아지고 있다. 그러므로 상대적 기업가치평가 모델인 PM법을 적용하기에는 무리가 따른다.

또한 절대적 기업가치평가 방법인 DCF, RIM, EVA도 그 적용 가능성이 매우 낮다. 대원미디어는 기본적으로 다른 회사에서 제작한 콘텐츠를 바탕으로 판권 및 판매대행권을 획득하여 사업을 영위하는 회사이다. 이러한 계약은 중장기적으로 안정적인 매출을 창출하지 못하기 때문에 미래 매출액 및 성장률을 합리적으로 예측하기 어렵다. 특히 현재 유희왕 카드 등의 제품과 닌텐도 DS의 매출액이 둔화되고 있고 새로운 성장동력인 Wii는 런칭한 지 얼마 되지 않았기 때문에 절대적 valuation 적용의 합리성은 매우 낮다.

이러한 이유로 Research 3 team은 기업의 역사적 자료 및 현재 시장상황을 바탕으로 자산가치와 영업가치로 나누어 기업가치를 도출하였다.

### 1. 자산가치

V장에서 살펴본 바와 같이 대원미디어는 기업규모에 비해 매우 큰 자산가치를 가지고 있다. 앞의 내용을 바탕으로 자산가치를 계산해 보면, 현금 및 단기투자자산 80여 억원, 장기투자자산 140여 억 원, 본사사옥 300여 억원으로 그 합은 520여억 원에 달한다. 하지만 본사사옥 및 투자자산을 현금화하기 위해서는 유동성 할인을 고려해야 하기 때문에 실질적인 총자산가치는 500억 원에 못미칠 것으로 평가된다.

### 2. 과거의 영업가치

현재 대원미디어는 무차입경영을 하고 있다. 모든 부채의 총액은 과거 영업활동으로 인해 발생한 금액이기 때문에 과거 영업과 관련된 부채의 가치는 약 107억 원으로 사료된다. 반면 영업활동과 관련된 자산은 매출채권 62억 원, 재고자산 13



억 원, 보증금 18억 원, 선급금 30억 원으로 구성되어 있다. 영업자산의 총액은 약 120억 원에 달하지만 유동성 할인을 고려하면 부채의 가치와 거의 동일할 것이다. 그러므로 과거의 영업활동으로 인한 순자산의 가치는 거의 없을 것으로 판단된다.

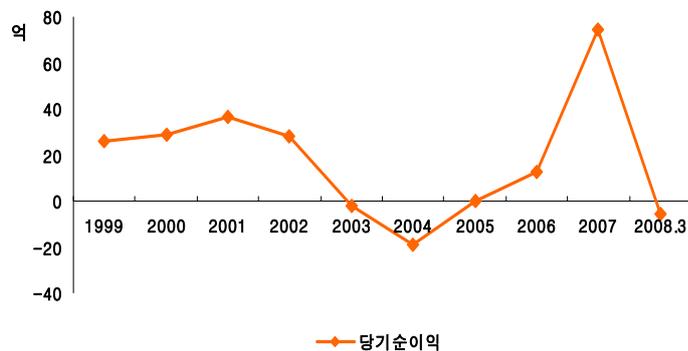
### 3. 미래의 영업가치

당기순이익에 대한 역사적인 자료를 확인한 바 손익의 변동이 매우 크다는 것을 확인할 수 있다. 이는 대원미디어의 사업이 다른 회사의 판권 및 판매대행권의 단기적인 계약에 기인하기 때문이다. Wii가 4월부터 발매되었고 유희왕 GX3가 방영됨에 따라 매출에 다소 긍정적인 영향이 있을 것으로 예상된다. 하지만 2008년 1분기에 이미 손실을 기록했고, 향후 매출의 상당부분을 차지하게 될 게임기 판매의 수익성이 낮다는 측면에서 미래 영업가치는 매우 비관적이다. 즉, 대원미디어는 독자적인 미디어 사업을 영위하지 않는 한 기업가치를 제고하기는 어려워 보인다.

### 4. 적정주가 도출

앞서 논의한 바와 같이 대원미디어의 자기자본 가치를 분석해 본 결과, 영업가치가 거의 없기 때문에 투자자산의 가치가 기업가치의 대부분을 구성하고 있다고 판단된다. 투자자산의 가치를 약 500억 원이라고 가정했을 때 적정주가 5,588원, 안전마진 -5.3%로 투자의견 DON'T BUY를 제시하는 바이다.

그림 20. 당기순이익



자료: Research 3 team

대원미디어에 대한  
부정적인 시각을  
유지하며 기업의  
펀더멘탈을 개선할  
것을 요구함

## VIII. Conclusion

대원미디어는 닌텐도 판매에 대한 기대감으로 시장의 지대한 관심을 간헐적으로 받아왔다. 하지만 본 리서치 3팀의 분석에 따르면 닌텐도 판매는 동사의 수익 개선에 별 도움이 되지 않는 것으로 나타났다.

닌텐도 판매에 따른 일시적인 기대감과 홍보 효과가 동사의 주가를 다시 한번 들쭉이게 할 것으로 예상되지만, 이는 곧 수그러들 것이며, 기업의 펀더멘탈만이 남을 것이다. 그리고 여기서 동사의 능력은 가히 긍정적이지만은 않은 것으로 판단된다.

캐릭터 사업이 꾸준한 성장을 지속하려면 일시적인 호재에 기대거나 제한적인 수입품 유통에 의존하는 것이 아닌 첫째, 콘텐츠 창출 능력이 뒷받침 되어야 하며, 둘째, 창출한 콘텐츠를 다양한 상품화를 통해 꾸준히 수입 증가로 연결시켜야 한다. 그러나 동사는 현재 기업 매출 30% 이상을 수입 시스템을 그대로 들여온 유희왕카드에 의존하고 있으며, 창작 콘텐츠를 통한 머천다이징이 효과적으로 이루어지지 않고 있는 실정이다.

따라서 본 리서치 3팀은 시장의 얕은 기대를 불식시키고, 펀더멘탈을 보는 눈을 기를 것을 제안하며, DON'T BUY 의견을 제시한다. 그리고 대원미디어에는 남의 칼을 빌려 꼬맹이 호주머니 터는 일은 그만하고, 과거에 동사가 그러했듯 훌륭한 콘텐츠를 개발하고, 구매력있는 오타쿠의 동심을 자극해내는 끝없는 상품 개발로 연결시켜 영속적인 성장의 길로 들어설 것을 제안하는 바이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

