

19

청소년 관람불가

Analyst 신은정(미디어/통신)
2020.06.24

이 자료는 **청소년관람불가** 등급으로
만 18세 미만의 청소년은 시청할 수 없습니다.



/ SUMMARY /

미디어 업종 주가의 추가적인 주가 상승 트리거는 공식적인 한한령 해제와 더불어 콘텐츠 판권에 대한 계약 등이 구체적으로 드러나야 할 것으로 보인다. 또한, 중국 시장이 열린 이후 중장기적인 트리거도 나와야 한다. 이에 따라 시각을 넓혀 글로벌 콘텐츠 트렌드와 플랫폼의 움직임을 한국 콘텐츠 시장 상황에 맞게 반영할 필요가 있다고 판단된다.

우선 해외 시장을 보자. 글로벌 인기 드라마 공통점은 1) 청소년 관람불가 등급이 많고, 2) 스릴러, 미스터리, 범죄 등의 장르가 다수, 3) 시즌제 작품이 대부분이라는 점이다. Top 10에 랭크된 작품 중 절반이 Netflix 자체 제작 콘텐츠라는 점도 주목해야 할 필요가 있다.

한국 콘텐츠는 어떨까? TV에서는 스카이캐슬, 부부의 세계가 화제였다면, 넷플릭스에서는 킹덤, 인간수업 등이 화제다. 청불 등급 혹은 신선하고 자극적인 소재에 한국 시청자들은 반응하기 시작했다고 판단된다. 20년 하반기 스튜디오드래곤의 스위트홈, 제이콘텐트리 of 지금우리학교는 등이 청불 콘텐츠와 유사한 장르로 제작될 것으로 전망돼 장르의 다양화 측면에서 긍정적이다.

국내 제작사의 넷플릭스 향 매출은 1) 판권 판매, 2) 오리지널 콘텐츠 제작이다. 신/구작을 드래곤과 제이콘이 넷플릭스에 판매하고 있으며, 오리지널콘텐츠는 오히려 중소형 제작사도 두각을 나타내고 있다. IP보유와 동시에 넷플릭스에 선판매, 그리고 오리지널 제작도 해낸 키이스트, 성공적인 오리지널 킹덤을 제작한 에이스토리에 주목하자. 콘텐츠 업종 전체적으로는 장르의 다양화를 시도하고 있고, 해외 OTT 진출 시 가장 먼저 수혜를 받을 것으로 전망되는 스튜디오드래곤에 대한 Top-pick 의견을 유지한다.

/ CONTENTS /

I. 주가는 각본 없는 드라마.....	4
콘텐츠 업종 주가는 정체기?	4
19 금 시각에서 바라본 드라마.....	5
Top-pick ; 스튜디오드래곤	6
II. 해외 드라마, 어떤가요?	10
해외 콘텐츠 시장은 대격전 중.....	10
해외 인기 드라마 비결은 19 금.....	11
Netflix	14
Disney	18
III. 한국 드라마, 지금 괜찮나요?	22
긍정 Point 1. 국내 - Dragon 과 Jcon 건조.....	22
긍정 Point 2. 해외 - 아시아 트래픽 대장.....	23
부정 Point 1. 전반적으로 부진한 시청률.....	24
부정 Point 2. 국내 광고 시장 둔화.....	26
IV. 변화가 필요해	28
시청자의 눈이 달라지고 있다.....	28
한국도 19 금?	29
해외 수출을 노리자.....	32
중소형 제작사도 OTT 문을 열 수 있다.....	35
V. Coverage Recommendation.....	40
스튜디오드래곤(253750).....	40
제이콘텐트리(036420).....	43
키이스트(054780).....	46
에이스토리(241840).....	50

I. 주가는 각본 없는 드라마

콘텐츠 업종 주가는 정체기?

단기 트리거는 중국, 중장기 트리거도 찾아 볼 차례

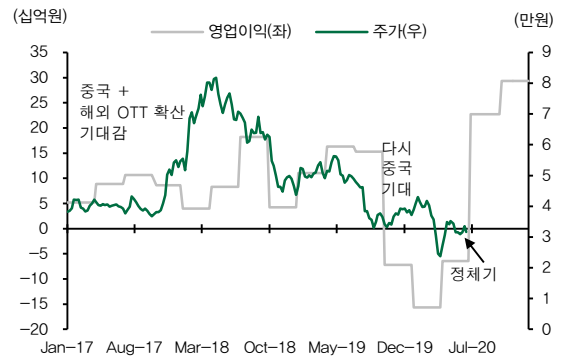
17년 말 스튜디오드래곤 상장 당시 한한령 해제와 해외 OTT 시장 확대 기대감 등으로 드래곤 주가는 연초 대비 최고가 기준으로 70%, 제이콘은 62% 상승했지만, 19년 말부터 다시 수면위로 떠오른 한한령 해제 기대감으로는 약 3개월 동안 드래곤 30%, 제이콘 23% 정도 상승한 뒤 정체기에 접어들었다. 중국 기대감만으로는 콘텐츠 주가의 지속 상승은 한계가 있는 것으로 판단된다. 추가적인 주가 상승 트리거는 공식적인 한한령 해제와 더불어 콘텐츠 판권에 대한 계약 등이 구체적으로 드러나야 할 것으로 보인다. 또한, 중국 시장이 열린 이후 중장기적인 트리거도 나와야 한다. 시각을 넓혀 글로벌 콘텐츠 트렌드와 플랫폼의 움직임을 한국 콘텐츠 시장 상황에 맞게 반영할 필요가 있다고 판단된다.

도표 1. 스튜디오드래곤 영업이익과 주가 추이



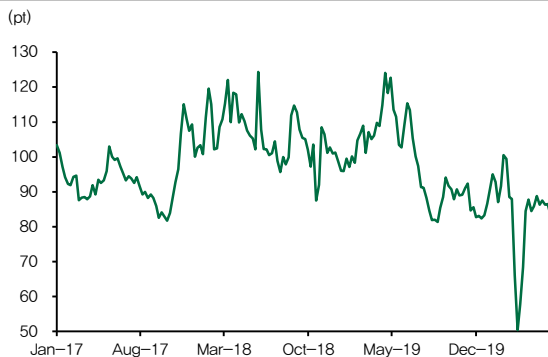
자료: 스튜디오드래곤, Dataguide, DB금융투자
주: 영업이익 2020부터는 컨센서스

도표 2. 제이콘엔트리 영업이익과 주가 추이



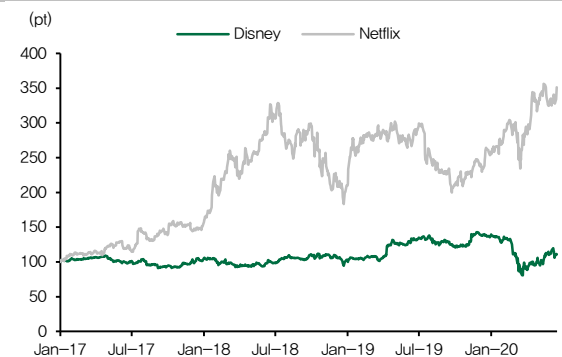
자료: 제이콘엔트리, Dataguide, DB금융투자
주: 영업이익 2020부터는 컨센서스

도표 3. 국내 중소형제작사 지수 추이



자료: Dataguide, DB금융투자
주: 100pt=17.1.2
주: 지수 포함 기업: 카이스트, NEW, 팬엔터, 에이스토리, 초록벨, HQ, 삼화네트웍스

도표 4. 넷플릭스와 디즈니 주가 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: 100pt=17.1.2

19금 시각에서 바라본 드라마

▶ **인기 해외 드라마는 OTT를 활용하고, 19금이 많다** : 글로벌 인기 드라마 공통점은 1) 청소년 관람 불가 등급이 많고, 2) 스릴러, 미스터리, 범죄 등의 장르가 다수, 3) 시즌제 작품이 대부분이라는 점이다. Top 100에 랭크된 작품들 중 절반이 Netflix 자체 제작 콘텐츠 라는 점도 주목해야할 필요가 있다. Netflix는 청소년관람불가 등급의 시청자를 자극할 수 있는 소재가 시장에 통한다는 점을 파악했고, 이러한 장르물에 지속적으로 투자하고 있는 것으로 판단된다.

– **한국에 적용 1) 19금의 문을 두드리다** : 한국 시청자들의 눈이 변하고 있다. 스카이캐슬, 부부의 세계 등이 지상파에서 화제였다면 넷플릭스에서는 시즌2까지 제작된 킹덤이 대표적인 작품일 것이다. 최근 업로드 된 인간수업도 화제다. 조건 만남 알선이라는 지상파에서 쉽게 다루지 못하는 소재를 다루었지만 첫 업로드 주간에는 시청 1위를 차지하기도 했다. 하반기에는 스튜디오드래곤의 스위트홈, 제이콘텐츠의 지금우리학교는 등이 청불 콘텐츠와 유사한 장르로 제작될 것으로 보인다.

– **한국에 적용 2) 해외 OTT와 친해지는 중** : 넷플릭스가 아시아 점유율 확대를 위해 대부분의 국내 드라마 판권을 동시방영으로 계약하는 추세여서 제작비 40~60%의 리쿠퍼의 해외 판권 판매는 지속되고 있는 것으로 추정된다. 오리지널 콘텐츠도 마진율은 대부분 10%대로 형성되고 있으나, 대규모 제작비 작품이나 레퍼런스가 긍정적인 제작사의 마진율은 상향 조정될 가능성이 충분하다고 판단된다. 중소형 드라마 제작사들은 대부분 국내 방송사 콘텐츠의 외주를 많이 받는 편이지만, OTT 플랫폼과의 계약을 통해 오리지널 콘텐츠 제작이나 판권 판매가 원활해진 제작사를 관심있게 볼 필요가 있다고 판단된다.

도표 5. 투자 포인트별 콘텐츠 제작사 매력도 평가

	대형제작사		중소형 제작사	
	스튜디오드래곤	제이콘텐츠	키이스트	에이스토리
해외 OTT	★★★	★★	★★	★
넷플릭스 19년	좋아하면 울리는1			킹덤1
오리지널 20년	나홀로 그대 좋아하면 울리는2 스위트 홈(하반기)	지금 우리학교는(하반기) 하반기 예정	보건교사 안은영(9월) K-POP드라마(하반기)	킹덤2
기타	넷플릭스 판매 다수	넷플릭스 판매 다수	하이에나 넷플릭스 판매	미국/일본 공동 제작 준비 중
19금 콘텐츠	★	★		★
19년				킹덤1
20년	스위트 홈(하반기)	부부의 세계 지금 우리 학교는(하반기)		킹덤2
기타 기대작			네 이웃의 속삭임: 호러물 또는 B급	지리산: 스릴러/미스터리
Comment	- 넷플릭스 오리지널 제작 및 판권을 보유한 작품 판매 유리 - 장르 다양화 시도 - 아시아 인기 콘텐츠 제작사로 타OTT 진출 시 가장 먼저 수혜 전망	- 19년 스카이캐슬을 시작으로 이태원클래스, 부부의 세계 등 Hit ratio 높아가는 중 - 넷플릭스 오리지널 제작에 합류하기 시작 - OTT 확대에 따른 수혜 전망	- 20년 제작 5~6개 예상돼 타중소형 제작사 대비 제작 여력 높음(평균 1~3개) - 넷플릭스 오리지널 20년 2개 제작하며 OTT 접근 용이 - 하이에나 판권 보유, IP 확장 기대	- 킹덤 1~2 흥행하며 넷플릭스 오리지널 제작 능력 인정받음 - 킹덤 3 제작에 대한 불확실성 우려가 남아있는 상황 - 미국 및 일본 프로젝트는 중장기적으로 긍정적

자료: DB금융투자

Top-pick ; 스튜디오드래곤

Hot한 드라마 제작 역량 갖춘 제작사에 관심

미디어 업종 중 추가적인 주가 상승에 있어서 1) 장르 다양화, 2) 해외 OTT향 판권 그리고 3) 오리지널 제작 등의 다양한 수익 구조를 갖춘 종목만이 살아남을 것으로 전망된다. 수익 구조 다변화를 갖춘 종목의 주가만이 중국 시장의 오픈과 상관없이 안정적인 우상향의 그림을 그릴 수 있을 것으로 전망되기 때문이다.

국내 콘텐츠 제작사 중 콘텐츠 제작 역량, Captive 매출로 안정적인 수익 창출, 해외 OTT와의 연결 고리가 강화된 기준으로 메이저 제작사를 구분하자면 모든 조건을 다 갖추고 있는 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리가 가장 안정적이다. 중소형 드라마 제작사들은 대부분 국내 방송사 콘텐츠의 외주를 많이 받는 편이다. 그 중에서도 OTT 플랫폼과의 계약을 통해 오리지널 콘텐츠 제작이나 판권 판매가 원활해진 제작사를 관심있게 볼 필요가 있다고 판단된다. 20년 처음으로 넷플릭스에 판권 판매 및 오리지널 제작을 하게 된 키이스트, 킹덤 1~2로 제작 능력을 인정 받은 에이스토리를 주목하자.

스튜디오드래곤(BUY, 108,000원): 더킹:영원한 군주의 양호한 수익 및 기존 추정치에 미미했던 구작 판매분을 반영하여 20년 영업이익 전망치를 기존대비 9.3% 상향했다. 이에 따라 목표주가도 108,000원으로 제시한다. 국내외 코로나19로 불확실한 상황에서도 동사는 미디어업종 내에서 상대적으로 안정적 실적 시현이 가능하고, 하반기에는 스위트 홈 등 마진율이 높은 넷플릭스 오리지널도 반영될 예정이다. 조정 시 마다 동사에 대한 비중 확대 전략이 유효하다고 판단된다. 투자의견 BUY 및 미디어 업종 내 Top-pick 의견을 유지한다.

제이콘텐트리(BUY, 41,000원): 20년 상반기 영화의 대규모 적자가 예상되지만, 3Q20부터는 회복을 전망하는 바 목표주가 산정 구간을 21년으로 변경, 목표주가 41,000원을 유지한다. 20년 들어 제이콘 드라마의 hit ratio가 올라오고 있고, 수목드라마 슬롯이 추가되면서 넷플릭스에 선판매 되고 있다. 하반기 첫 넷플릭스 오리지널 콘텐츠도 제작 예정이다. 영화관은 4월을 바닥으로 최악의 상황을 지나고 있어 더 나빠질 요인이 제한적이다. 투자의견 BUY를 유지한다.

키이스트(NR): 하반기 공개되는 넷플릭스 오리지널 보건교사 안은영을 통해 중소형사 중 에이스토리 다음으로 해외 OTT 문을 열었다. 제작비 약 65억원에 마진율 10%가 19년에 실적에 반영된 것으로 추정된다. 연말~21년에는 K-POP 소재의 오리지널도 제작 예정이다. 20년 초 하이에나로 자체 IP 확보까지 성공하며, 중소형 제작사의 수익 구조 한계점을 넘어가는 단계에 있는 것으로 판단된다.

에이스토리(NR): 킹덤 제작사로 글로벌 레퍼런스를 확보한 점은 긍정적이다. 다만, 킹덤 이후 20년은 조용하다. 김은희 작가의 차기작 지리산이 회당 제작비 약 20억원 수준의 텐트폴 작품으로 기대작이지만 21년 방영될 것으로 예상되기 때문이다. 하반기 지상파 편성이 확정된 바람이면 죽는다까지 총 1.5~2편만이 20년 실적에 반영될 예정이어서, 20년 손익의 긍정적인 개선은 어려울 것으로 전망된다. 20년 보다는 대작 및 OTT향 콘텐츠가 기대되는 21년에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

Valuation Table

도표 6. Valuation Table

(단위: 십억원 원%,배)

구분		스튜디오드래곤	제이콘텐트리	키이스트	에이스토리
투자의견		BUY	BUY	NR	NR
시가총액		2,337	532	210	66
현재주가 (20.06.22)		82,800	32,500	12,350	7,100
목표주가		108,000(상향)	41,000(유지)		
매출액	2019	469	554	100.2	28.2
	2020E	523	528		33.0
	2021E	650	692		44.2
영업이익	2019	29	35	-1.5	-1.1
	2020E	52	3		1.2
	2021E	63	59		5.2
영업이익률	2019	6.1	6.4	-1.5	-3.9
	2020E	9.9	0.5		3.6
	2021E	9.9	8.5		11.7
지배주주순이익	2019	26	1	-8.3	-1.2
	2020E	39	-13		1.2
	2021E	49	37		4.6
EPS	2019	941	78	-485	-1,434
	2020E	1,388	-831		123
	2021E	1,756	2,288		494
EPS growth	2019	-26.3	-94.6	적지	적전
	2020E	47.4	적전		흑전
	2021E	26.6	흑전		301.6
P/E	2019	85.9	494.4	-	-
	2020E	59.1	-		57.8
	2021E	46.7	14.0		14.5
ROE	2019	6.4	0.3	-17.4	-4.6
	2020E	8.7	-4.2		3.4
	2021E	10.0	11.0		15.3
P/B	2019	5.3	1.7	4.7	2.2
	2020E	4.9	1.7		2.4
	2021E	4.5	1.5		2.1
EV/EBITDA	2019	14.9	9.1	6.9	215.6
	2020E	12.9	7.3		17.3
	2021E	13.6	6.4		7.1

자료: Dataguide, Bloomberg, DB금융투자

주: 에이스토리 추정치는 시장 예상치

Global Peer

대표적인 글로벌 미디어 종목의 19년 평균 P/E는 34.2배, 20년E P/E는 31.2배 수준이다. 넷플릭스가 19년 78배로 이를 제외한 업체들의 평균 P/E도 19년 27.9배, 20년E 25.4배 수준이다. 아이치이 역시 지속된 영업 적자와 상장 이후 주가의 큰 폭 등락에도 불구하고 현재 주가는 18년 초 대비 50% 상승한 수준이다. 아직까지는 성장 스토리가 유효한 업종 대장주들에 대한 밸류에이션 수치들이 절대적 지표가 되기엔 이르다고 판단된다.

도표 7. Global Peer 밸류에이션 비교

(단위: 백만USD, 배, %, USD)

		월트디즈니	넷플릭스	디스커버리	비아콤	그루포텔레비사	아이치이	YY	컴캐스트	21세기폭스
시가총액		212,507	196,931	15,199	14,492	2,882	18,143	7,259	179,006	16,866
매출액	2018	59,434	15,794	10,553	27,250	5,272	3,781	2,385	94,507	10,153
	2019	69,570	20,156	11,144	27,812	5,287	4,198	3,703	108,942	11,389
	2020E	66,951	24,783	10,355	26,239	4,562	4,569	3,498	102,822	12,260
영업이익	2018	14,837	1,605	1,934	5,204	1,054	-1,257	399	19,009	2,268
	2019	11,851	2,604	3,009	4,273	883	-1,340	155	21,125	2,431
	2020E	4,625	4,063	2,594	4,214	744	-1,088	131	16,593	2,424
영업이익률	2018	25.0	10.2	18.3	19.1	20.0	-33.2	16.7	20.1	22.3
	2019	17.0	12.9	27.0	15.4	16.7	-31.9	4.2	19.4	21.3
	2020E	6.9	16.4	25.1	16.1	16.3	-23.8	3.7	16.1	19.8
EBITDA	2018	17,848	1,688	3,332	5,637	2,087	667	433	29,685	2,439
	2019	16,011	2,926	4,470	5,091	1,975	741	343	35,178	2,643
	2020E	8,464	4,569	3,893	4,666	1,663	-61	285	29,618	2,636
EBITDA 마진	2018	30.0	10.7	31.6	20.7	39.6	17.6	18.1	31.4	24.0
	2019	23.0	14.5	40.1	18.3	37.4	17.7	9.3	32.3	23.2
	2020E	12.6	18.4	37.6	17.8	36.4	-1.3	8.1	28.8	21.5
EV/EBITDA	2018	11.0	73.1	9.3	8.0	5.7	16.4	5.1	8.9	
	2019	18.0	52.4	7.6	9.0	6.0	22.4	6.2	8.9	10.0
	2020E	31.6	45.4	7.7	6.8	4.8		22.8	9.2	7.7
EPS	2018	7.1	2.7	1.8	5.9		-16.8	33.8	2.4	3.6
	2019	5.0	4.1	3.2	5.0		-14.0	3.8	2.8	2.6
	2020E	1.4	6.8	2.9	3.7	0.0	-11.4	3.6	2.3	2.3
P/E	2018	16.6	99.9	13.8	7.4	19.8		12.2	13.9	
	2019	25.9	78.3	10.3	8.4	23.0		97.6	16.2	14.1
	2020E	26.2	66.0	7.6	6.3			25.5	16.8	12.0
P/B	2018	3.6	22.3	1.5	2.6	1.3	4.1	1.4	2.2	
	2019	2.6	18.7	1.7	2.0	1.2	11.3	0.9	2.5	2.3
	2020E	2.4	18.3	1.3	1.0	0.8	36.6	1.5	2.1	1.7
ROE	2018	28.0	27.5	6.6	55.6	6.9	-71.6	10.9	16.7	27.9
	2019	16.1	29.1	16.8	28.0	5.1	-74.8	12.9	16.9	16.3
	2020E	1.8	29.5	21.6	18.6	-1.1	-121.4	5.0	12.3	13.0

자료: Bloomberg, DB금융투자

해외 주요 콘텐츠 회사 주가 추이

코로나19 급락 이후 글로벌 미디어 종목들은 대부분 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 다만 넷플릭스만이 최근 3개월 동안 34%, 연초대비로는 40% 상승하며 독보적인 주가 흐름을 보이고 있다. 코로나19로 집에 머무는 시간이 길어지면서 오히려 가입자 급증의 수혜를 볼 수 있었기 때문이다. 20년 5월 기준 넷플릭스의 전 세계 구독자는 1.8억명 수준으로 추산된다.

도표 8. NETFLIX



도표 9. Walt Disney



도표 10. Comcast



자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 100pt = 18,1,2

도표 11. Discovery



도표 12. Pandora Media



도표 13. CBS (비아콤과 합병)



자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 100pt = 18,1,2

도표 14. Grupo Televisa



도표 15. iQIYI



도표 16. YY



자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 100pt = 18,1,2

II. 해외 드라마, 어떤가요?

해외 콘텐츠 시장은 대격전 중

글로벌 OTT(Over The Top) 경쟁이 예사롭지 않다. 넷플릭스를 선두로 구글과 아마존, 애플 등 글로벌 기업도 OTT 서비스를 제공하고 있다. OTT 업체들은 각자의 경쟁력을 콘텐츠에서 찾고 있으며, 지금까지 Netflix 독주를 막기 위해 기존 콘텐츠 수급 뿐만 아니라 자체 제작 콘텐츠에도 투자를 확대해나가고 있기 때문이다. OTT 서비스의 아시아 시장 점유율 확대 시 콘텐츠를 다양하게 갖추기 위해 국내 제작사들의 판권 단가는 높아지고, 자체 제작의 증가로 마진율도 높아질 수 있을 것으로 기대된다.

도표 17. 글로벌 대표 스트리밍 업체 현황

	국가	서비스명	월 정액	가입자 수	특징
Amazon	미국	Amazon Prime Video	8.99USD	전세계 1.12억명 (19.12기준)	- 아마존 프라임 : 무료배송/ 아마존프라임 비디오/ 아마존 뮤직 동시 이용 - 경쟁사 중 가장 많은 콘텐츠 보유 - 콘텐츠에 올 한해 60억 달러(7조원) 투자 예정
Netflix	미국	Netflix	8.99USD 10.99USD 15.99USD	전세계:1.83억 북미:69.9만명 국내:328만명 (20.05기준)	- Basic (동시 1채널/SD), Standard (동시 2채널/HD), Premium (동시 4채널/UHD) - 자체 제작 영화 및 드라마 다수 보유 (넷플릭스 오리지널) - 올해 150억달러(약 18조원)를 콘텐츠 제작 및 구입에 투자 - 코로나로 전분기 대비 20% 성장 수혜
Disney	미국	Hulu	5.99USD 11.99USD(Ad free)	3,200만명 (20.04 기준)	- 컴캐스트 지분 인수 후 완전한 경영권 취득 - 새로 런칭한 Disney +와 ESPN 결합상품 제공중
		Disney+	6.99USD 69.99USD(년)	2,650만명 (20.02 기준)	- 19년 11월 런칭, 20년 3월 유럽 및 10월 중남미 시장 공략 예정 - 마블, 픽사, 스타워즈, 내셔널지오그래픽, 심슨 등 수많은 글로벌 IP 보유 - 미국 최대 이동통신사에서 고객들에게 디즈니 플러스 1년 구독권 증정행사중
Apple	미국	Apple TV+	4.99USD		- 애플 TV(셋톱박스)를 이용한 OTT - 애플 제품 사용 시 1년간 무료 - 올해 60억달러(7조원)콘텐츠 투자 예정
Google	미국	Youtube	9.99 USD 11.99 USD (Premium)	Youtube primium 2천만명	- Youtube Premium = 유튜브 레드 + 유튜브 뮤직 - 레드: 광고 없는 영상과 백그라운드 재생, 다운로드 가능 - 유튜브 뮤직: 리믹스, 라이브 음원, 뮤직 비디오 등 새로운 음악 스트리밍 서비스
워너미디어	미국	HBO MAX	14.99USD		- 20년 5월에 신규 런칭 - 워너미디어는 HBO, CNN, 카툰네트워크, 루니툰스 채널 등을 보유 - 미국 통신사 AT&T를 통해 무료로 제공하며 사용자 확보에 주력 - 왕좌의 게임, 프렌즈 등 HBO 드라마 독점 방영 예정
Baidu	중국	iQiyi	20위안(약3USD)	유료 1억명	- 오리지널 동영상 콘텐츠 제작 - 스트리밍 + 커머스 서비스 - 라디오 스타, 한국 예능 프로그램 독점 방영
Tencent Holdings	중국	Tencent Video	20위안 (약3USD) 6개월 108위안	유료 9400만명	- 중국 최대 모바일 채팅 앱 위챗과 연계서비스 - 게임 스트리밍 서비스 제공 - 자체 제작 드라마, 미국의 HBO 방송 시리즈 제공
Alibaba	중국	Youku		8210만명	- 한 달에 5억 명 이상의 유저 사용중 - 디즈니, NBC 유니버설, 소니 픽처스 TV와 계약을 맺고 자체 제작 역량 육성중 - 한화연으로 중단됐던 한국드라마 4년만에 방영 재개 예정

자료: 각 사, 언론보도 종합, DB금융투자

해외 인기 드라마 비결은 19금

청불 + 특이 장르 + 시즌제

글로벌 인기 드라마 콘텐츠의 공통점은 1) 청소년 관람불가 등급이 많고, 2) 스릴러, 미스터리, 범죄 등의 장르가 다수인 대신 로맨스 장르 비중이 낮으며, 3) 시즌제 작품이 대부분이라는 점이다. 이와 같은 공통점을 합치면 일반 작품 보다는 자극적인 소재로 시청자들의 적극적인 반응을 끌어낼 수 있고, hit ratio를 높일 수 있다는 결론에 도달하게 된다. Top 10위에 랭크된 작품들 중 절반이 Netflix 자체 제작 콘텐츠라는 점도 주목해야할 필요가 있다. Netflix는 청소년관람불가 등급의 시청자를 자극할 수 있는 소재가 시장에 통한다는 점을 파악했고, 이러한 장르물에 지속적으로 투자하고 있는 것으로 판단된다.

도표 18. Most Popular TV Shows ; Top 30 중 17편이 청소년관람불가

(단위: 세)

순위	제목	관람등급	장르	방영날짜	방송국
1위	13 Reasons Why	18	드라마, 미스터리	2017~2020	Netflix
2위	Space Force	15	코미디	2020~	Netflix
3위	Game of Thrones	18	액션, 어드벤처, 드라마	2011~2019	HBO
4위	Community	15	코미디	2009~2015	NBC(S1~5), Yahoo!Screen(S6)
5위	Dark	18	범죄, 드라마, 미스터리	2017~2020	Netflix
6위	Snowpiercer	18	액션, 드라마, 공상과학	2020~	Netflix
7위	Vikings	18	액션, 어드벤처, 드라마	2013~	History(캐나다 방송 채널)
8위	Supernatural	15	드라마, 판타지, 호러	2005~2020	The WB(S1~2), The CW(S3~)
9위	The Office	15	코미디	2005~2013	NBC
10위	Ozark	18	범죄, 드라마, 스릴러	2017~	Netflix
11위	Rick and Morty	18	애니, 어드벤처, 코미디	2013~	Adult Swim
12위	The 100	15	드라마, 미스터리, 공상과학	2014~	The CW
13위	La casa de Papel	18	액션, 범죄, 미스터리	2017~	Antena3(S1), Netflix(S2~)
14위	Avatar: The Last Airbender	7	애니, 액션, 어드벤처	2005~2008	Nickelodeon
15위	Breaking Bad	18	범죄, 드라마, 스릴러	2008~2013	AMC
16위	Grey's Anatomy	15	드라마, 로맨스	2005~	ABC
17위	Killing Eve	18	액션, 어드벤처, 드라마	2018~	BBC
18위	The Walking Dead	18	드라마, 호러, 스릴러	2010~	AMC
19위	The Last Kingdom	18	액션, 드라마, 역사	2015~	BBC(S1,2), Netflix(S3)
20위	Peaky Blinders	18	범죄, 드라마	2013~	BBC
21위	Sweet Magnolias	15	드라마, 로맨스	2020~	Netflix
22위	What We Do in the Shadows	15	코미디, 호러	2019~	FX
23위	Curon	18	판타지, 미스터리, 스릴러	2020~	Netflix
24위	Friends	15	코미디, 로맨스	1994~2004	NBC
25위	Criminal Minds	15	범죄, 드라마, 미스터리	2005~2020	CBS
26위	The Flash	15	액션, 어드벤처, 드라마	2014~	The CW
27위	Modern Family	15	코미디, 드라마, 로맨스	2009~2020	ABC
28위	Queen of the South	18	액션, 범죄, 드라마	2016~	USA Network
29위	Dead to Me	18	코미디, 드라마	2019~	Netflix
30위	Billions	18	드라마	2016~	Showtime

자료: IMDb, DB금융투자

주: 6/18 기준

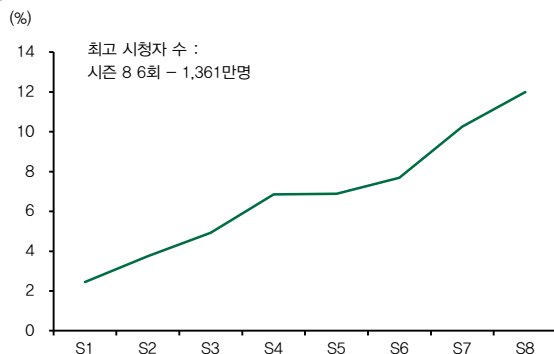
미국은 흥행하는 드라마에만 집중한다

한국 드라마와 미국 드라마의 차이점 중 하나는 미국은 드라마 상영 전에 파일럿 형식으로 선방송을 하는 경우가 대부분이라는 점이다. 신규 드라마의 경우 선 방영을 하고 시청자의 반응이 좋을 시, 정규 편성을 하게 된다. 반대로 정규 편성된 드라마가 시청자의 반응을 이끌어 내지 못하면 2~3회 만에도 종영되는 경우가 있는 것으로 알려져있다. 시청자 수가 높지 않으면 광고 수익을 높게 받지 못하는 플랫폼 특성상, 한국 플랫폼 업체들 대비 미국이 수익 측면에서 더 철저하게 움직이는 것으로 분석된다.

정규 편성 이후에도 시청자 수의 상승세를 이어나가는 작품이라면 시즌을 늘려가며 3~10년간 방송 하기도 한다. 대표적인 작품으로 왕좌의 게임(Game Of Thrones; 미국/청불/2011~2019)과 워킹데드(The Walking Dead; 미국/청불/2010~방영 중) 등이 있다. 왕좌의 게임은 AT&T - 워너미디어 산하의 유료 케이블 방송국인 HBO에서 상영한 드라마로 시청자 수가 꾸준히 증가해 시즌8에는 최고 시청자 수가 1,361만명을 기록했다. 광고 수익이 아니라 유료 구독료로 운영되는 HBO 플랫폼은 고퀄리티의 드라마를 제작, 편성하는 플랫폼으로 자국에서 유명하다. 스토리 상 필요한 범죄, 성, 추리, 판타지 등을 과감없이 송출하고 이에 걸맞는 완성도가 시청자 수를 견인하고 있는 것으로 보인다.

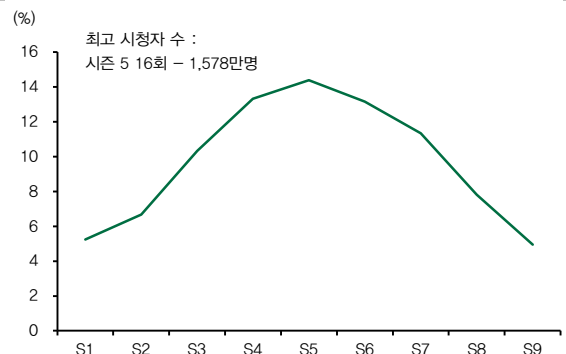
또 하나의 대표 드라마 작품인 워킹데드는 현재 시즌10이 AMC에서 방영 중이다. 후반부로 갈수록 시청자 수고 감소 하고 있지만, 시즌5에서 최고 시청자 수 1,578만명을 기록하는 등 2010년부터 무려 10년 넘게 시리즈 이어 오고 있는 점에서 대표 드라마 콘텐츠로 볼 수 있다. 왕좌의 게임과 마찬가지로 IP를 활용해 게임이 제작됐으며, 스핀오프 드라마도 제작됐다. 시즌 종료 이후에는 영화도 제작 될 예정이다. 드라마의 흥행 → 시즌제 제작 → IP의 다각도 활용으로 이어지는 선순환 구조는 한국 드라마 시장에서도 시도하고 있는 것으로 보인다. 19년 방영 된 아스달연대기가 대표적인 예이며, 제작사인 스튜디오드래곤은 아스달연대기 게임 제작 등 IP 확대 전략을 지속해나갈 것으로 전망된다.

도표 19. 왕좌의 게임 시즌별 평균 시청자 수 추이



자료: TV by the Numbers, DB금융투자

도표 20. 워킹데드 시즌별 평균 시청자 수 추이



자료: TV by the Numbers, DB금융투자

도표 21. Netflix 글로벌 콘텐츠 인기 순위 ; 청불 등급 대부분 상위권 포진

	20/5/25	20/5/26	20/5/27	20/5/28	20/5/29
1	Sweet Magnolias	Sweet Magnolias	Uncut Gems	Jeff Epstein: Filthy Rich*	Jeff Epstein: Filthy Rich
2	Avatar: The Last Airb.	Avatar: The Last Airb.	Sweet Magnolias	Uncut Gems	Uncut Gems
3	The Lovebirds	Uncut Gems	Avatar: The Last Airb.	Sweet Magnolias	Sweet Magnolias
4	The Wrong Missy	The Lovebirds	History 101	Avatar: The Last Airb.	Avatar: The Last Airb.
5	Just Go With It	History 101	Just Go With It	Dead to Me	Dead to Me
6	Dead to Me	Just Go With It	Dead to Me	Riverdale	Riverdale
7	The Flash	The Wrong Missy	Riverdale	History 101	History 101
8	History 101*	Dead to Me	The Lovebirds	Just Go With It	Just Go With It
9	Riverdale	Riverdale	The Flash	The Flash	The Flash
10	White Lines	The Flash	The Wrong Missy	The Lovebirds	Outer Banks
	20/5/30	20/5/31	20/6/1	20/6/2	20/6/3
1	Space Force	Space Force	Space Force	Space Force	Space Force
2	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich
3	Uncut Gems	Uncut Gems	Sweet Magnolias	Sweet Magnolias	Fuller House*
4	Sweet Magnolias	Sweet Magnolias	Uncut Gems	Avatar: The Last Airb.	Sweet Magnolias
5	Avatar: The Last Airb.	Avatar: The Last Airb.	Avatar: The Last Airb.	Uncut Gems	Avatar: The Last Airb.
6	Dead to Me	Dead to Me	Dead to Me	Riverdale	The Healer
7	Riverdale	Just Go With It	Riverdale	Dead to Me	The Help*
8	The Flash	Riverdale	Just Go With It	The Healer*	Clueless*
9	Just Go With It	The Flash	History 101	The Flash	Uncut Gems
10	History 101	History 101	The Flash	Outer Banks	Riverdale
	20/6/4	20/6/5	20/6/6	20/6/7	20/6/8
1	Space Force	Space Force	13 Reasons Why	13 Reasons Why	13 Reasons Why
2	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich	Space Force	Space Force	Space Force
3	Fuller House	Fuller House	Jeff Epstein: Filthy Rich	Last Days of Am. Crime	Last Days of Am. Crime
4	Sweet Magnolias	Sweet Magnolias	Fuller House	Jeff Epstein: Filthy Rich	Jeff Epstein: Filthy Rich
5	Avatar: The Last Airb.	The Help	Last Days of Am. Crime*	Fuller House	Queer Eye
6	The Help	Avatar: The Last Airb.	Cloudy with... Meatballs	Queer Eye*	365 DNI
7	The Healer	Clueless	Avatar: The Last Airb.	Cloudy with... Meatballs	Fuller House
8	Clueless	The Healer	Sweet Magnolias	Avatar: The Last Airb.	Cloudy with... Meatballs
9	Uncut Gems	Cloudy with... Meatballs*	The Help	The Help	Queen of the South
10	Riverdale	Riverdale	Clueless	Sweet Magnolias	Avatar: The Last Airb.

자료: Netflix DB 금융투자

주: 글로벌 기준

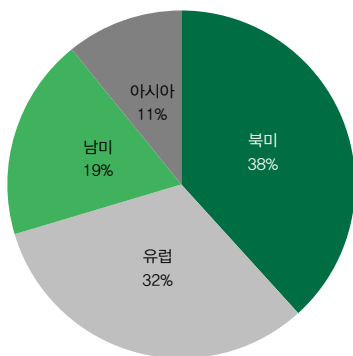
주: *표는 공개 첫 날을 의미

Netflix

OTT 본좌

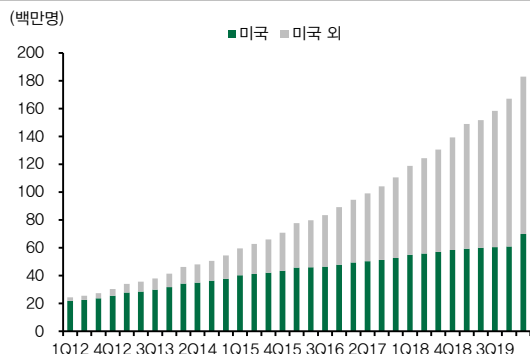
글로벌 업체들이 앞다퉈 초대형 미디어 그룹으로 변화를 꾀하는 이유 중 하나가 바로 Netflix라는 OTT 플랫폼 업체의 폭발적인 성장일 것으로 보인다. OTT 대중화의 시초가 Netflix인데, 미국 최대 온라인 DVD 렌탈 서비스 회사로 시작했지만, 연체료 문제가 늘어나자 대신 월정액을 받고 서비스를 제공하는 사업 구조를 안착시켰다. 10만원대의 케이블 방송 요금의 약 1/10가격으로 미국에서는 대중화됐으며 이 트렌드를 선두로 구글과 아마존, 애플 등 글로벌 기업도 OTT 서비스를 제공하고 있다. 넷플릭스나 유튜브 등의 접근이 어려운 중국은 iqiyi, 유쿠투도우 등의 OTT 업체가 대표적이다.

도표 22. 넷플릭스 지역별 가입자 비중(1Q20 기준)



자료: Netflix, DB금융투자

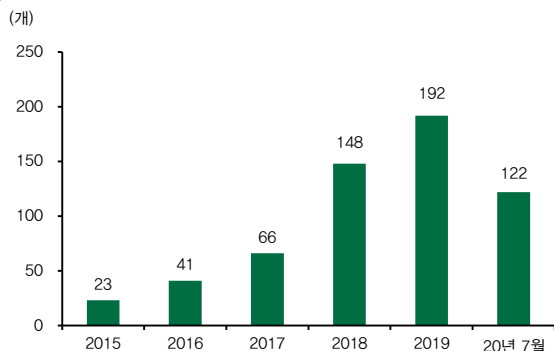
도표 23. 넷플릭스 구독자 수 추이



자료: Netflix, DB금융투자

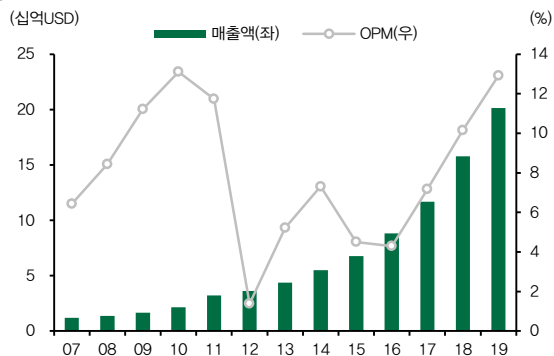
치열한 OTT 플랫폼의 전쟁에서는 결국 핵심 콘텐츠가 차별화 요소가 될 것으로 전망된다. 앞서 넷플릭스는 13년부터 넷플릭스 오리지널이라는 자체 제작 영상을 출시했는데, 오리지널 시리즈인 ‘하우스 오브 카드’와 ‘오렌지 이즈 더 뉴 블랙’, ‘기묘한 이야기’ 등이 전 세계적으로 성공을 거두면서 오리지널 콘텐츠 제작이 점차 증가하고 있다.

도표 24. 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 증가세



자료: Netflix, DB금융투자

도표 25. 넷플릭스 매출액과 OPM 추이

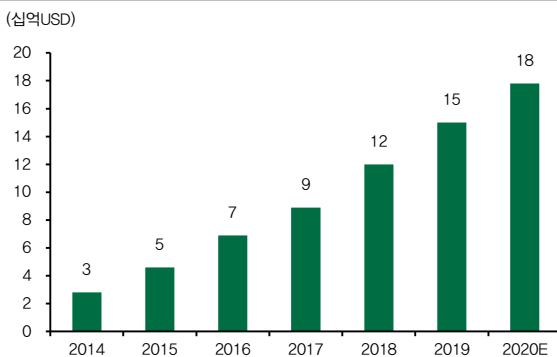


자료: Bloomberg, DB금융투자

넷플릭스는 아시아 뿐만 아니라 한국에서도 킹덤 등의 오리지널 콘텐츠로 국내 시청자를 공략하고 있는 것으로 보인다. 다만, 특이한 케이스로 국내에서는 케이블 TV 요금이 4~6,000원대로 비싸지 않고, 기존 방송 사업자들이 제공하는 실시간 프로그램이 많아 넷플릭스의 오리지널 콘텐츠만으로 시청자를 모으기 쉽지는 않은 상황이다. 이에 따라 오리지널 콘텐츠 뿐만 아니라 기존 방송국에 방영된 구작은 물론이고, 최근 동시 방영 조건으로 국내 드라마들을 사가고 있는 추세다.

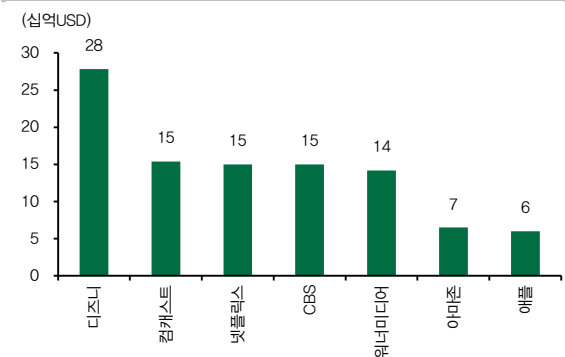
유료 방송 요금이 높거나, 오리지널 콘텐츠 제공량이 많은 미국이나 유럽 등지에서는 Cord cutting이 실제로 많이 일어나고 있으며, 가입자는 급증하고 있다. 이에 따라 넷플릭스는 오리지널 콘텐츠에 대한 투자 비용도 2013년 24억달러 → 2019년 150억 달러로 늘렸으며, 20년에도 178억달러를 투자할 것으로 전망된다.

도표 26. 넷플릭스 콘텐츠 투자 추이



자료: Netflix, Bloomberg, DB금융투자

도표 27. 심화되는 콘텐츠 투자 경쟁 (19년 기준)



자료: 각 사, 언론보도 종합, DB금융투자

NETFLIX (US) Update : 20.06.22

OVERVIEW

분야	인터넷 미디어
시가총액(USD mil)	199,548
웹사이트	https://ir.netflix.com/
소개	넷플릭스(Netflix Inc.)는 TV 및 영화 시청을 위한 인터넷 가입 서비스 업체 가입자들은 TV, 컴퓨터 및 모바일 기기로 제공되는 인터넷을 통해 무제한 TV쇼 및 영화를 즉시 시청할 수 있고, 미국 가입자의 경우 집에서 표준화질 DVD 및 블루레이 디스크를 배달 받을 수 있다

자료: Bloomberg, DB금융투자

FINANCIAL INFO

(단위: USD mil, %)

FY기준	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E
매출액	6,780	8,831	11,693	15,794	20,156	24,789
%YoY	23.2	30.3	32.4	35.1	27.6	23.0
영업이익	306	380	839	1,605	2,604	4,062
%YoY	-24.0	24.2	120.8	91.4		
자산	10,203	13,587	19,013	25,974	33,976	-
현금 및 현금성자산	1,809	1,468	2,823	3,794	5,018	-
부채	7,979	10,907	15,431	20,736	26,394	-
총차입금	2,371	3,364	6,499	10,360	16,372	-

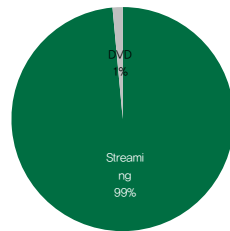
자료: Bloomberg, DB금융투자

사업부문별 매출액 비중

(단위: USD mil)

FY기준	12/19
Streaming	19,859
DVD	297

자료: Yageo, DB금융투자

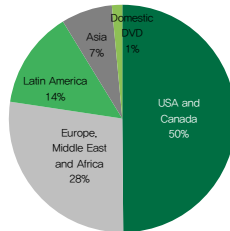


지역별 매출액 비중

(단위: USD mil)

FY기준	12/19
United States and Canada	10,051
Europe, Middle East and Africa	5,543
Latin America	2,795
Asia Pacific	1,469
Domestic DVD	297

자료: Yageo, DB금융투자



주요주주

(단위: %, 주)

주주명	지분율	보유 주식수	변동 주식수	Report Date	국가
CAPITAL GROUP COMPAN	14.6	64,341,197	865,358	20.03.31	United states
VANGUARD GROUP	7.8	34,119,980	726,050	20.03.31	United states
BLACKROCK	6.5	28,400,154	1,220,312	20.03.31	United states
FMR LLC	4.8	20,872,652	0	19.12.31	United states
T ROWE PRICE GROUP I	4.7	20,561,470	396,310	20.03.31	United states

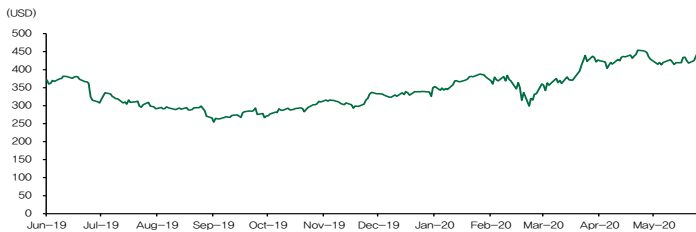
자료: Bloomberg, DB금융투자

최근 인수 합병

인수 대상 기업	사업 분야	공시일	비고
Egyptian Theatre	영화관 운영	20.05.29	지분 100% 취득
스튜디오드래곤	드라마 제작	19.11.21	지분 5% 취득
StoryBots Inc	어린이 교육 미디어 제작	19.09.05	지분 100% 취득

자료: Bloomberg, DB금융투자

최근 1년간 주가 추이(20.06.22 기준)



자료: Bloomberg, DB금융투자

주가변동률(20.06.22 기준)

(단위: %)

3M	36.3
6M	34.7
YTD	40.2

자료: Bloomberg, DB금융투자

PEER VALUATION

(단위: %)

		넷플릭스	디즈니	컴캐스트	아이치이
PER	FY 2019	78.3	25.9	16.2	-
	FY 2020E	66.9	81.4	16.8	-
	FY 2021E	50.0	34.2	13.6	-
PBR	FY 2019	18.7	2.6	2.5	11.3
	FY 2020E	18.5	2.4	2.1	36.2
	FY 2021E	13.4	2.3	1.9	61.9
EV/EBITDA	FY 2019	52.4	18.0	8.9	22.4
	FY 2020E	45.8	31.1	9.5	198.5
	FY 2021E	34.4	20.2	8.5	31.0

수익성 지표

(단위: %)

FY 기준	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E
영업이익률	4.5	5.7	4.7	10.2	12.9	16.4
EBITDA 마진	5.4	24.1	22.1	10.7	14.5	25.8
순이익률	1.8	2.1	4.8	7.7	9.3	13.0
ROE	6.0	4.3	2.1	2.4	29.1	29.5
ROA	1.4	2.4	1.1	5.4	6.2	8.5

자료: Bloomberg, DB금융투자

Disney

디즈니+로 유아, Hulu로 성인 target

디즈니가 Marvel을 인수하면서 MCU 기반의 콘텐츠 IP 확장을 가속화하였다. 이와 더불어 2006년 Pixar, 2009년 Marvel, 2012년 Lucasfilm(스타워즈/인디애나존스), 2018년 21세기 폭스 등 굵직한 콘텐츠 IP를 확보해나가며 콘텐츠 지배력은 더욱 견고해지고 있다. 이에 힘입어 디즈니의 Studio Entertainment, Broadcasting, Consumer Products & Interactive Media 사업부의 실적은 개선되는 모습을 보였다.

콘텐츠 IP 부자 디즈니의 향후 전망은 밝아 보인다. 이는 보유하고 있는 콘텐츠 IP를 기반으로 한 디즈니의 새로운 OTT 플랫폼 디즈니+가 19년 출시됐기 때문이다. 디즈니는 콘텐츠를 독점적으로 활용할 가능성이 크며 이는 유료가입자를 유인하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 디즈니는 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약 종료하고 라이선스를 회수 하는 등의 독점적 콘텐츠 활용하기 위한 움직임을 보이고 있다. 이에 따라 넷플릭스는 유료가입자 유인에 큰 역할을 한 루크케이저, 제시카존스, 아이언피스트 등 Marvel IP를 기반의 오리지널 콘텐츠를 제작할 수 없게 됐다.

디즈니는 이제 콘텐츠 공급자에서 팬덤이 있는 콘텐츠를 유일하게 제공하는 강력한 OTT 사업자로 변모할 것으로 보인다. 따라서 중장기적으로 흥행 콘텐츠 IP를 보유하고 있는 디즈니의 전망은 밝아 보인다. 디즈니플러스는 마블과 여태 애니메이션 IP로 전체 연령을 Target으로, 지분 60%를 보유한 Hulu를 통해서도 청불 등의 더 다양한 콘텐츠를 통해서 전 연령층을 아우를 수 있는 플랫폼으로 진화할 것으로 기대된다.

도표 28. OTT로 승부 : 넷플릭스 vs. 디즈니

	NETFLIX	Disney	
	NETFLIX	Disney +	Hulu
가격	8.99 USD~	5.99 USD	5.99 USD
구독자수	1.8억명	5,450만명	3,2100만명
특징	경쟁사 중 콘텐츠에 가장 공격적인 투자 넷플릭스 자체 콘텐츠 역시 계속 늘리는 중	유아용, 가족용 콘텐츠 주력 마블, 픽사, 스타워즈, 내셔널지오그래픽, 심슨 등 수많은 글로벌 IP 보유	TV쇼, 성인 대상 콘텐츠 집중 디즈니, NBC, 21세기 폭스 IP 보유
대표 작품	하우스 오브 카드, 기묘한 이야기, 버드 박스	마블시리즈, 심슨, 더 만달로리안	드래곤 길들이기, 기생충

자료: Netflix, Disney, Hulu, DB금융투자
주: 가입자는 20년 5월 기준

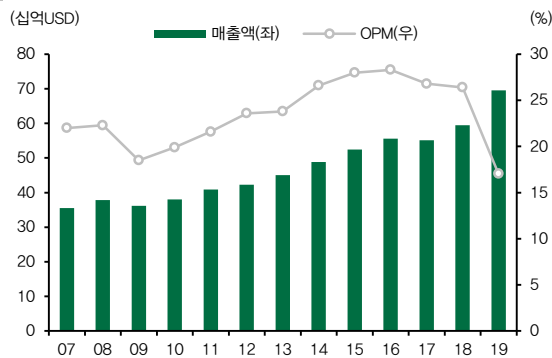
디즈니 플러스의 20년 5월 기준 구독자수는 5,450만명으로 미주와 유럽 국가 중심으로 영역을 확장해 나가고 있다. 아시아 시장 진입도 시작됐는데 인도는 출시 일주일 만에 가입자 800만명을 돌파했다. 한국 시장은 21년 런칭이 예상된다. 다만, 콘텐츠가 애니메이션 위주로 유아용과 가족용 콘텐츠가 주력이라 한국 콘텐츠 제작사의 수혜는 크지 않아보인다. 대신, 여러 장르를 아우르는 Hulu의 아시아 시장 진출 시 아시아 시장을 공략할 만한 콘텐츠를 확보하기 위해 국내 여러 콘텐츠 제작사들의 수혜가 기대된다.

도표 29. 디즈니 플러스 해외 진출 계획

대륙	국가	시기
유럽	영국, 독일, 이탈리아, 스페인, 아일랜드	20년 3월
	프랑스	20년 4월
	벨기에, 노르웨이, 포르투갈, 아이슬란드, 핀란드, 스웨덴, 룩셈부르크	20년 9월 예정
아시아	인도	20년 3월
	일본	20년 6월
	한국	2021년 예정
남미	브라질	20년 11월 예정

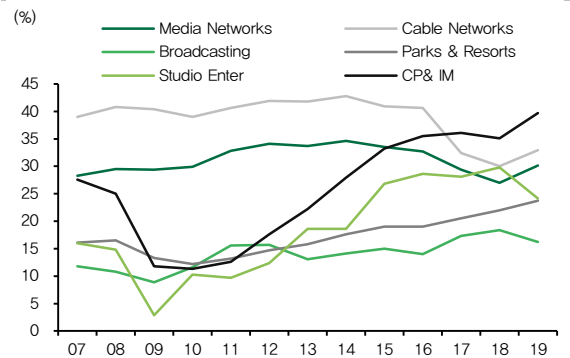
자료: Disney, DB금융투자

도표 30. 디즈니 매출액과 OPM 추이



자료: Walt Disney Company, DB금융투자

도표 31. 디즈니 사업부문별 OPM 추이



자료: Walt Disney Company, DB금융투자

도표 32. 넷플릭스에서 종료되는 디즈니 콘텐츠

구분	제목	넷플릭스 방영 시작	넷플릭스 방영 종료	글로벌 박스오피스 매출 순위
Disney	Zootopia	2016년 9월	2018년 3월	35
	The Incredibles 2	2019년 1월	2020년 7월	15
	The Jungle Book	2016년 11월	2018년 5월	41
	Finding Dory	2017년 2월	2018년 8월	32
	Beauty and the Beast	2017년 9월	2019년 3월	14
Marvel	Captain America: Civil War	2016년 12월	2016년 6월	19
	Doctor Strange	2017년 5월	2018년 11월	116
	Guardians of the Galaxy Vol 2.	2017년 12월	2019년 5월	64
	Thor: Ragnarok	2018년 6월	2019년 12월	68
	Avengers: Infinity War	2018년 12월	2020년 6월	4
	Ant-Man and the Wasp	2019년 1월	2020년 7월	138
Star Wars	Star Wars: Rogue One	2017년 7월	2019년 1월	28
	Star Wars Episode VIII: The Last Jedi	2018년 6월	2019년 12월	11

자료: whatson-netflix.com DB금융투자

Walt Disney (US) Update : 20.06.22

OVERVIEW

분야	엔터테인먼트 콘텐츠
시가총액(USD mil)	206,547
웹사이트	thewaltdisneycompany.com
소개	월트디즈니(The Walt Disney Company)는 미디어 네트워크, 놀이공원 및 소비재, 스튜디오 및 소비자 직접 네트워크 및 채널 분야에서 운영하는 엔터테인먼트 기업 동사는 전세계적으로 서비스를 제공하고 있다

자료: Bloomberg, DB금융투자

FINANCIAL INFO

(단위: USD mil, %)

FY기준	9/15	9/16	9/17	9/18	9/19	9/20E
매출액	52,465	55,632	55,137	59,434	69,570	66,927
%YoY	7.5	6.0	-0.9	7.8	17.1	-3.8
영업이익	13,224	14,358	13,873	14,837	11,851	4,643
%YoY	16.3	8.6	-3.4	6.9		
자산	88,182	92,033	95,789	98,598	193,984	-
현금 및 현금성자산	4,269	4,610	4,017	4,150	5,418	-
부채	39,527	44,710	49,637	44,643	91,132	-
총차입금	17,558	20,364	25,432	21,028	47,137	-

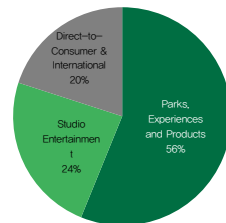
자료: Bloomberg, DB금융투자

사업부문별 매출액 및 비중

(단위: USD mil)

FY기준	9/19
Parks, Experiences and Products	26,225
Studio Entertainment	11,127
Direct-to-Consumer & International	9,349
Reconciliation	22,869

자료: Yageo, DB금융투자

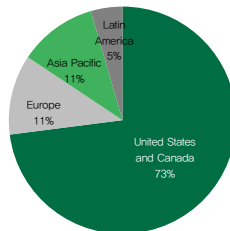


지역별 매출액 및 비중

(단위: USD mil)

FY기준	9/19
United States and Canada	52,194
Europe	8,136
Asia Pacific	7,985
Latin America	3,213
Reconciliation	-1,958

자료: Yageo, DB금융투자



주요주주

(단위: %, 주)

주주명	지분율	보유 주식수	변동 주식수	Report Date	국가
VANGUARD GROUP	7.6	137,817,502	3,630,208	20.03.31	United States
BLACKROCK	6.3	114,580,937	2,343,948	20.03.31	United States
STATE STREET CORP	4.2	74,952,278	565,404	20.03.31	United States
STATE FARM MUTUAL AU	3.7	66,651,625	-85,943	20.03.31	United States

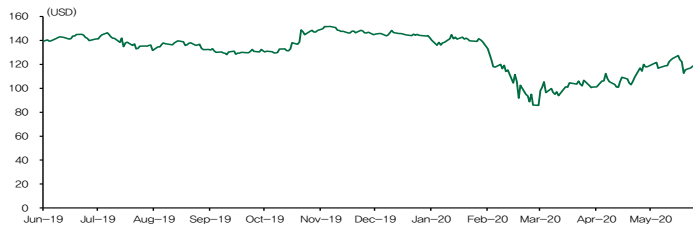
자료: Bloomberg, DB금융투자

최근 인수 합병

인수 대상 기업	사업 분야	공시일	비고
110% Content Ltd	TV 프로그램 제작	19.09.26	소수지분 인수
홀루	OTT 서비스 제공	19.05.14	지분 33% 매입합의(2024년)

자료: Bloomberg, DB금융투자

최근 1년간 주가 추이(20.06.22 기준)



자료: Bloomberg, DB금융투자

주가변동률(20.06.22 기준)

(단위: %)

3M	33.0
6M	-22.1
YTD	-20.9

자료: Bloomberg, DB금융투자

PEER VALUATION

(단위: %)

		디즈니	넷플릭스	컴캐스트	아이치이
PER	FY 2019	25.9	78.3	16.2	-
	FY 2020E	81.4	66.9	16.8	-
	FY 2021E	34.2	50.0	13.6	-
PBR	FY 2019	2.6	18.7	2.5	11.3
	FY 2020E	2.4	18.5	2.1	36.2
	FY 2021E	2.3	13.4	1.9	61.9
EV/EBITDA	FY 2016	18.0	52.4	8.9	22.4
	FY 2017	31.1	45.8	9.5	198.5
	FY 2018E	20.2	34.4	8.5	31.0

수익성 지표

(단위: %)

FY 기준	9/15	9/16	9/17	9/18	9/19	9/20E
영업이익률	25.2	5.7	4.7	25.0	17.0	6.9
EBITDA 마진	29.7	24.1	22.1	30.0	23.0	25.8
순이익률	16.0	16.9	16.3	21.2	15.9	3.0
ROE	18.7	4.3	2.1	2.4	16.1	1.8
ROA	9.7	2.4	1.1	13.0	7.6	1.7

자료: Bloomberg, DB금융투자

Ⅲ. 한국 드라마, 지금 괜찮나요?

긍정 Point 1. 국내 – Dragon과 Jcon 견조

국내 인기 순위에는 항상 드래곤과 제이콘이 있다

드라마 인기 순위를 최고 시청자 수 기준으로 나누면 18년 미스터션사인(463만명), 19년 SKY캐슬(650만명), 20년 상반기 부부의 세계(569만명)가 각 연도별 가장 흥행했던 드라마로 볼 수 있다. 국내 메이저 제작사인 스튜디오드래곤(미스터션사인)과 제이콘콘텐츠리(SKY캐슬, 부부의 세계)의 콘텐츠라는 점도 의미가 있다. 연도별 TOP5까지 넓게 봐도 드래곤과 제이콘의 콘텐츠는 항상 연간 1~2편 포함 돼있기 때문에 콘텐츠 제작에 있어 양 사의 펀더멘털은 견조한 것으로 판단된다.

도표 33. 국내 드라마 TOP 5 ; 드래곤과 제이콘이 상위권 유지

	2018년		2019년		2020년	
	드라마	제작사	드라마	제작사	드라마	제작사
1위	미스터 셀사인	화앤답픽쳐스	SKY캐슬	HB엔터,드라마하우스	부부의 세계	드라마하우스
2위	백일의 낭군님	에이스토리	동백꽃 필무렵	팬엔터테인먼트	사랑의 불시착	문화창고
3위	리턴	더스토리웍스	열혈사제	삼화네트웍스	낭만닥터김사부	삼화네트웍스
4위	슬기로운 감빵생활	CJ ENM	왜그래 풍산씨	초록뱀,팬엔터	이태원클라쓰	쇼박스
5위	흑기사	n.CH엔터테인먼트	호텔델루나	지티스트	슬기로운 의사생활	에그이저킹

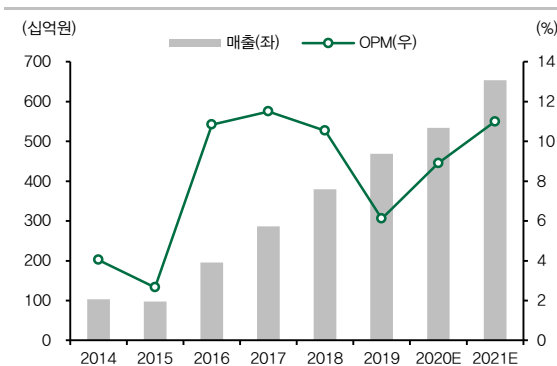
자료: 닐슨코리아, 언론보도, DB금융투자

주: 최고 시청자 수 기준 순위

주: 초록색 음영: 스튜디오드래곤 IP 보유 / 회색 음영: 제이콘콘텐츠리 IP 보유

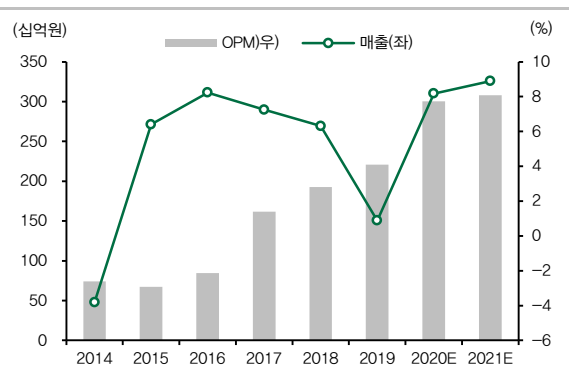
양호한 콘텐츠 흥행 및 판매 성적으로 스튜디오드래곤의 20년 영업이익은 519억원(+80.9%yoy)이 예상된다. 20년 초 사랑의 불시착을 시작으로 더킹 해리 판매 및 PPL 수익 호조, 하반기에는 비밀의 숲2 및 넷플릭스 오리지널 등 굵직한 작품이 예정돼 있기 때문이다. 제이콘콘텐츠리는 상반기 대규모의 영화부문 영업적자가 예상되지만 방송은 견조할 것으로 보인다. 이태원클라쓰, 부부의 세계 뿐만 아니라 5월부터 열린 수목 슬랏 드라마들이 넷플릭스 선판매로 판매될 것으로 예상되는 바, 20년 방송부문 영업이익은 246억원으로 전년 19억대비 큰 폭의 성장이 전망된다.

도표 34. 스튜디오드래곤 매출액과 OPM 추이



자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 35. 제이콘콘텐츠리 방송 매출액과 OPM 추이



자료: 제이콘콘텐츠리, DB금융투자

긍정 Point 2. 해외 - 아시아 트래픽 대장

최근 종영한 스튜디오드래곤의 더킹:영원의 군주는 한국에서 평균 시청률 8%대로 부진한 성적을 기록했지만, 해외 특히 아시아 지역에서는 흥행에 성공한 것으로 보인다. 넷플릭스 아시아 주요 국가 별 순위에서 더킹:영원의 군주가 1위를 지속하고 있기 때문이다. 일본은 사랑의 불시착이 5월~6월 1위를 지속하고 있다. 시청률 및 흥행만으로 제작사의 수익이 크게 달라지지는 않지만, 차기작에 대한 플랫폼의 리콜을 등이 상향될 수 있는 가능성이 있기 때문에 중요한 지표로 쓰이고 있다. 국내 시청률의 부진보다는 주요 아시아 국가의 Hit ratio가 높기 때문에 주요 OTT의 드래곤에 대한 긍정적인 평가는 지속될 수 있을 것으로 판단된다. 이에 따라 넷플릭스 뿐만 아니라 디즈니, 아마존, 애플 등의 OTT의 아시아 지역 점유율 확대시 스튜디오드래곤이 가장 먼저 수혜를 볼 수 있을 것으로 전망된다.

도표 36. 20년 5월 ~ 6월 주요 아시아 국가 넷플릭스 인기 순위 1위 모음 ; 한국 콘텐츠 소름 돋는다

	일본	홍콩	필리핀	말레이시아	싱가포르	태국	대만
5월 16일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	The Victims' Game
5월 17일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
5월 18일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
5월 19일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Victims' Game
5월 20일	Terrace House	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Victims' Game
5월 21일	Terrace House	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Victims' Game
5월 22일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	The Last Dance	더킹:영원의 군주	The Victims' Game
5월 23일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	슬기로운 의사생활
5월 24일	Terrace House	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
5월 25일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
5월 26일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
5월 27일	사랑의 불시착	History 101	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Snowpiercer	더킹:영원의 군주
5월 28일	사랑의 불시착	History 101	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Snowpiercer	더킹:영원의 군주
5월 29일	사랑의 불시착	History 101	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Snowpiercer	슬기로운 의사생활
5월 30일	사랑의 불시착	History 101	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	슬기로운 의사생활	Snowpiercer	슬기로운 의사생활
5월 31일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Space Force	더킹:영원의 군주	슬기로운 의사생활
6월 1일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 2일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Space Force	더킹:영원의 군주	슬기로운 의사생활
6월 3일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Space Force	Space Force	슬기로운 의사생활
6월 4일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Space Force	도깨비	슬기로운 의사생활
6월 5일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	Space Force	도깨비	슬기로운 의사생활
6월 6일	Baki	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	슬기로운 의사생활
6월 7일	Baki	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 8일	Baki	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 9일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 10일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	도깨비	더킹:영원의 군주
6월 11일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	도깨비	슬기로운 의사생활
6월 12일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	도깨비	쌍갑포차
6월 13일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 14일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주
6월 15일	사랑의 불시착	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주	더킹:영원의 군주

자료: Netflix, DB금융투자

부정 Point 1. 전반적으로 부진한 시청률

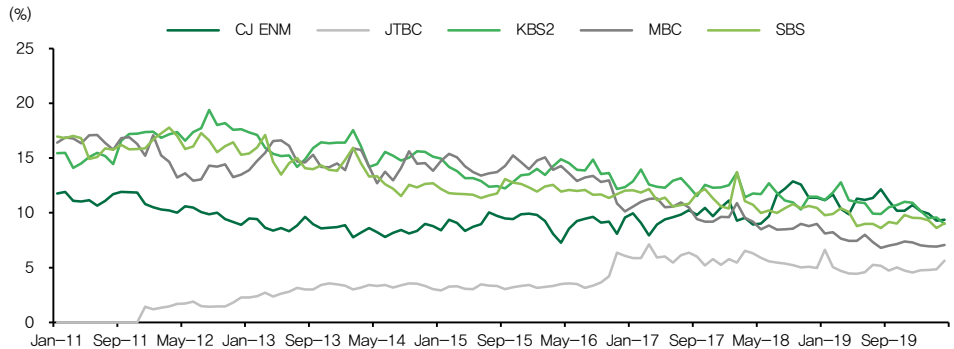
시청률 트렌드; 지상파 하락, 케이블과 종편으로 ...

드라마나 예능은 지상파만 보던 시절이 있었다. 그러나 09년 종합편성채널이 허가되고, 드라마와 예능 등 볼거리가 많아지면서 시청자의 ‘보는 눈’이 높아졌는지 이제는 지상파 시청으로만 소위 말하는 ‘드라마 페인’이 되기 쉽지 않다. 단면적으로 시청 점유율을 보면 아직까지 지상파 3사의 M/S가 케이블이나 종편 채널에 비해 높지만, 08년 대비 절반 가까이 하락해 왔다. 종편과 케이블 채널의 점유율 확대 영향으로 지상파의 점유율은 향후에도 우하향 추세를 그릴 것으로 전망된다.

종편 채널 사업자 중 가장 높은 M/S를 차지하고 있는 JTBC의 시청 점유율은 12년부터 꾸준히 상승하고 있는데, 지상파 채널이 모두 감소했던 모습과는 대조적이다. 그 배경에는 뉴스룸의 인기와 더불어 어 이는 형님 등의 예능 활황과 힘쎈 여자 도봉순, 밥 잘 사주는 예쁜 누나 등 흥행 드라마가 있었다. JTBC는 종합편성채널 중 유일하게 꾸준히 드라마를 제작해왔다. 18년 2월 금토드라마를 8시 30분에서 11시대로 변경했고, 이후 꾸준히 시청률 상승세를 보여줬다. 18년 12월에는 3년여 만에 월화드라마를 신설했으며, 20년 5월 부터는 수목 드라마 슬랏도 확장됐다.

CJ ENM의 주요 채널인 tvN과 OCN의 드라마 편성 확대도 괄목할 만하다. 스튜디오드래곤의 드라마인 도깨비, 미스터선샤인, 백일의 낭군님 등이 흥행하며 tvN 시청률이 급증했기 때문이다. 영화 전문 채널이었던 OCN에서는 범죄, 수사, 스릴러 등의 매니아 층을 끌어모을 수 있는 작품이 위주로 방영되고 있으며 많은 작품들이 시즌제로 방영되고 있다. 전반적으로 TV 방송 플랫폼의 점유율 자체가 감소하고 있는 것으로 분석되지만, 그 안에서는 케이블과 종편 채널의 점유율이 확대될 것으로 전망된다.

도표 37. 국내 주요 방송 채널 별 시청 점유율



자료: CJ ENM, 닐슨코리아, 방송통신위원회, DB금융투자

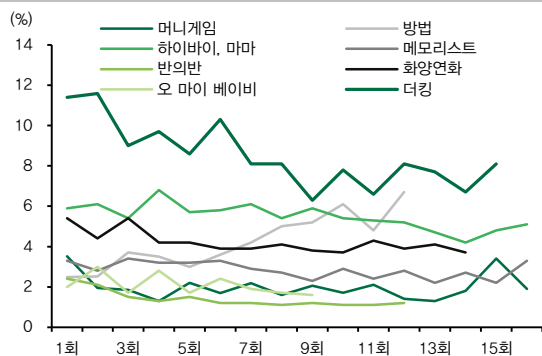
그러나 잘나가던 드래곤 시청률도 20년부터는 빠그덕

20년에도 콘텐츠 제작비는 글로벌 및 한국이 증가하고 있는 추세지만, tN, JTBC 등 드라마 hit ratio가 높은 채널의 시청률은 답보 상태인 것으로 판단된다. 특히 tN은 20년 1월까지 방송된 사랑의 불시착을 마지막으로 평균 시청률 10%대를 넘긴 작품이 전무했다. 대작으로 많은 기대를 모았던 더킹: 영원의 군주마저 평균 시청률 8%를 기록했기 때문이다. tN드라마에 대한 시청자의 눈이 높아지고, 로맨스 등의 장르가 반복된 것이 주요 원인으로 분석된다.

JTBC는 연초 이태원클라쓰가 12%대, 뒤 이어 부부의 세계가 역대 최고 시청률을 기록하며 hit ratio를 높이고 있었지만, 정작 새로 열린 수목 slot의 텐트폴 작품인 쌍갑포차는 평균 3%대의 부진한 시청률을 이어나가고 있다. 넷플릭스에 동시 방영 조건으로 선판매 됐기 때문에, 수익에 미치는 부정적인 영향은 제한적이겠지만 단면적인 판타지 소재만으로는 더 이상 흥행이 어렵다는 것을 보여준 사례로 보인다.

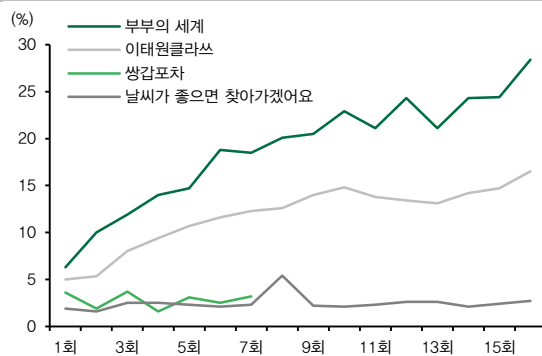
한국 드라마는 해외 드라마 대비 이야기, 구성, 출연진 등에서 차별성이 없으며, 극의 전개에서 개연성이 떨어지는 설정이 많이 등장한다는 지적을 받고 있다. 한국 드라마의 단골 소재로는 멜로, 출생의 비밀, 불륜, 복수, 불치병 등이 주를 이루고 있고 이와 같은 설정이 반복되기 때문에 특이한 장르나 신선한 소재 또는 소위 말하는 웰메이드 드라마가 아닌 이상 시청률의 고공행진을 보장하기 어렵게 된 것이다. 과거 보다는 확실히 드라마의 퀄리티도 높아져 시청자의 보는 눈이 높아졌으며, OTT의 등장으로 해외 드라마에도 많이 노출되며 시청자의 시야가 넓어진 것도 사실이다. 시청률을 올리기 위해서는 국내 드라마도 장르 및 소재의 다양화에 대한 시도가 필요하다고 판단된다.

도표 38. 20년 드래곤 주요 드라마 시청률



자료: 닐슨코리아, DB금융투자

도표 39. 20년 Jcon 주요 드라마 시청률

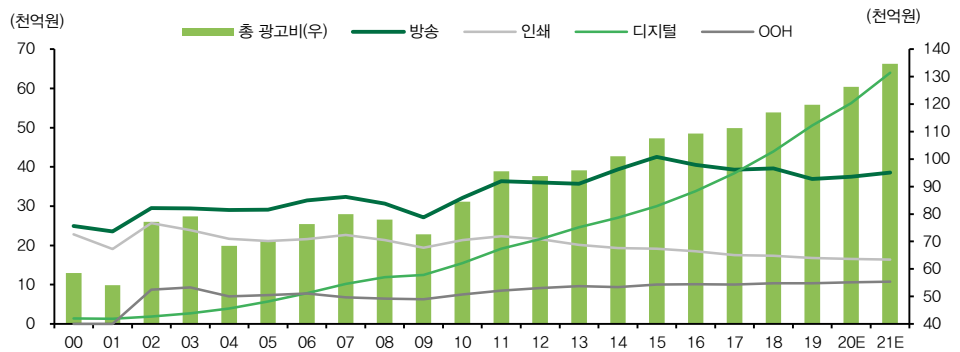


자료: 닐슨코리아, DB금융투자

부정 Point 2. 국내 광고 시장 둔화

국내 광고 시장이 17~19년 평균 2%대 성장률을 보이며 저성장 국면으로 접어든 점은 방송 플랫폼 및 제작사에게 부정적이다. 19년 방송 광고 매출은 6.9%yoy 하락했다. 연초까지만해도 20년 방송 광고 수익은 3% 이상 성장이 기대됐지만, 코로나 영향으로 광고 규모가 축소되며 역성장이 예상된다. 방송 광고 시장이 줄어들고 있는 가운데, 지상파를 중심으로 시청률이 하락해서 전/후, 중간광고 판매율이 감소하게 되고 채널을 보유한 플랫폼의 수익은 악화될 수 밖에 없다. 결국 투자 축소로 이어지는 악순환을 낳게 되는 것이다.

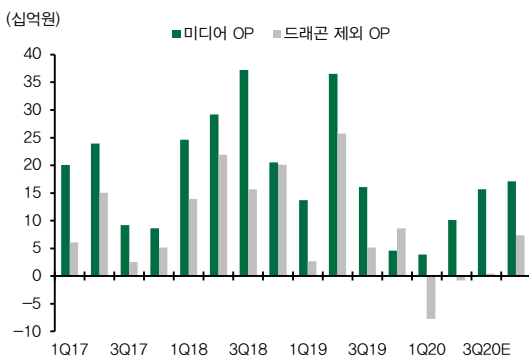
도표 40. 국내 매체별 광고비 추이 ; 방송 광고는 지속적인 하락세



자료: 제일기획, DB금융투자
주: 21년부터는 DB금융투자 추정치

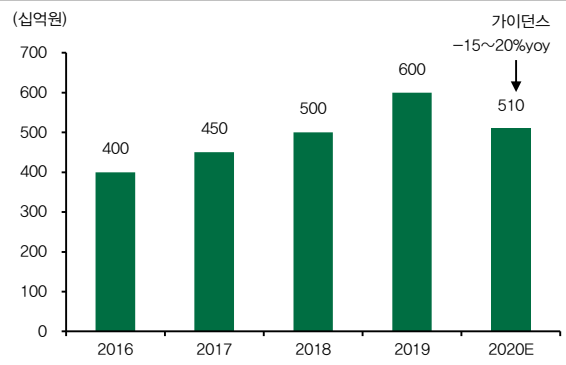
CJ ENM 실적도 방송 광고 시장의 한계를 보여주고 있다. 미디어 부문 영업이익은 1Q19(-44.3%yoy)부터 영향을 받기 시작했는데, 이는 광고 등의 미디어 탑라인 성장이 제작비 부담을 상쇄하지 못한 데서 기인한 것으로 판단된다. 결국 1Q20에는 코로나 영향까지 겹치며 영업이익 39억원(-71.6%yoy)을 시현했는데, 드래곤 영업이익을 제외하면 -77억원 수준을 기록한 것으로 추정된다. 결국 제작비의 15~20%yoy 축소 계획을 발표한 바, 당분간 무조건적인 투자는 기대하기 어려운 것으로 보인다.

도표 41. 광고 불황으로 CJ ENM 미디어부문도 부진



자료: CJ ENM, DB금융투자
주: 드래곤 제외 OP는 단순히 드래곤 OP만 차감한 수치임

도표 42. CJ ENM 콘텐츠 제작 비용 추이



자료: CJ ENM, DB금융투자

TV 광고 단가, 정체 중

TV 광고 단가 흐름을 보면, 채널의 경쟁력 즉 플랫폼의 광고 수익 흐름을 볼 수 있다. 지상파의 광고 단가는 15초 당 1,300만원대로 15년부터 가격의 큰 변동없이 유지되고 있다. 정체된 지상파 광고 단가 흐름과 달리 CJ ENM의 광고 단가는 꾸준히 상승해왔다(15년 ~19년 연평균 102.7% 성장). CJ ENM의 광고 단가가 19년까지 고공행진 할 수 있었던 주요 이유는 콘텐츠 파워에 있었다. 17년까지만 해도 CJ ENM 프로그램 중에서는 금요일 예능이 가장 단가 높았다. 15년 삼시세끼, 16년 신서유기2, 17년 알쓸신잡으로 1,380만원대의 광고 단가를 기록하다가, 18년 토일 드라마도 무법변호사가 1,380만원까지 오르며 드라마의 광고 단가가 본격적으로 높아지기 시작했다. 이후 18년 미스터 션사인, 19년 아스달연대기가 2,070만원으로 최고 단가를 기록했다. 금,토,일요일에 집중됐던 고수익 광고 성장뿐만 아니라 월~목요일도 인기 드라마 방영이 이어지며 지상파와의 광고 단가 괴리율이 축소된 것이다.

그러나 19년부터는 정체기에 접어든 것으로 보인다. 20년 평균 광고 단가는 19년 대비 6.2% 감소했기 때문이다. 20년 5월 기준 토일드라마 광고 단가는 싸이코지만 팬텀아가 1,725만원에 판매되고 있다. 20년 상반기 코로나19로 인한 광고 경기 둔화 영향으로 CJ ENM 뿐만 아니라 타 지상파 광고 단가도 하락한 것도 사실이다. 더불어 다양한 플랫폼과 높아진 시청자의 눈, 디지털 광고 등 드라마 콘텐츠로만 의존하기에는 광고 수익의 지속적인 성장에는 한계가 있을 것으로 판단된다.

도표 43. 15년 5월 광고 단가

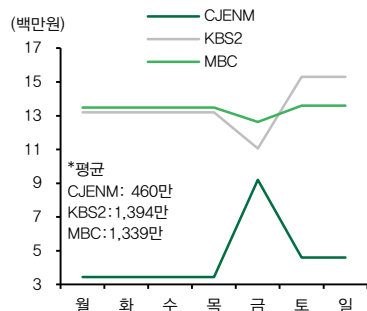


도표 44. 16년 5월 광고 단가

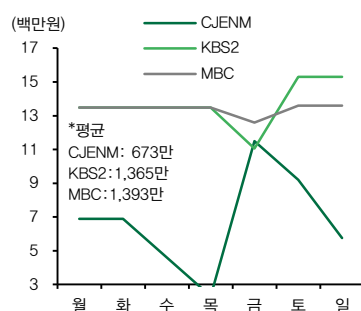
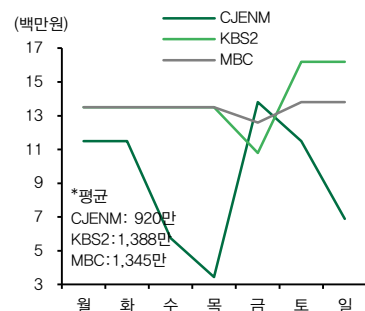


도표 45. 17년 5월 광고 단가



자료: CJ ENM, DB금융투자
주: 15초, High price 기준

도표 46. 18년 5월 광고 단가

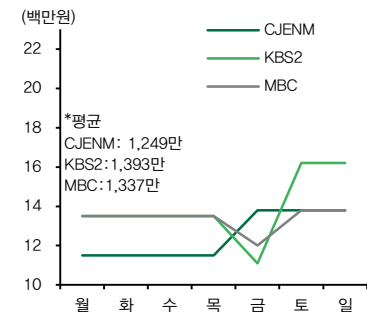


도표 47. 19년 5월 광고 단가

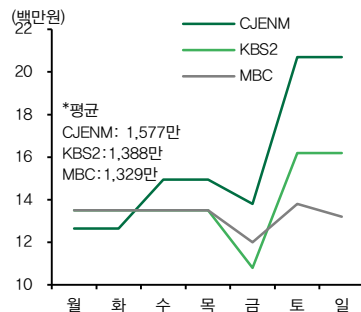
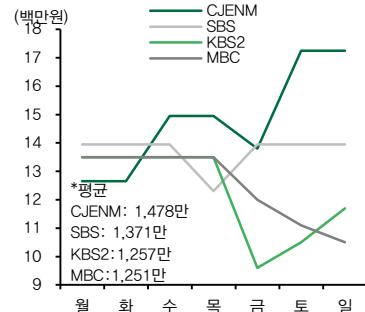


도표 48. 20년 5월 광고 단가



자료: CJ ENM, DB금융투자
주: 15초, High price 기준

IV. 변화가 필요해

시청자의 눈이 달라지고 있다

한국 시청자의 눈은 아시아 시장과 미국 및 유럽 시장의 중간 단계를 지나가고 있는 것으로 보인다. 과거 시청률과 화제성이 높았던 작품은 2016년 태양의 후예, 2017년 도깨비 등으로 주연 배우들의 로맨스 위주 스토리가 대부분이었다. 2018년 시청자 수가 가장 높았던 미스터 선샤인의 경우 로맨스 소재도 있었으나, 역사와 전투가 주 스토리였고 로맨스는 보조적인 역할을 했던 것으로 판단된다.

19~20년에는 제이콘텐트리의 SKY캐슬, 부부의 세계 등이 흥행에 성공했는데, 소재의 다양화가 확실하게 보이는 대표적인 작품으로 보인다. SKY캐슬은 1.7%의 시청률로 시작했지만, 23.7%의 시청률을 기록하며 종영했고, 부부의 세계도 6.2%로 시작해 최종화에서는 28.4%를 기록했다. 그간 한국 드라마에서 입시 경쟁, 불륜 등의 소재는 있었으나 이를 더 적나라하고 사실적으로 그려내며 시청자 호응을 이끌어 낸 것으로 분석된다. 특히 부부의 세계는 관람등급이 청소년 관람불가임에도 불구하고 최고 시청률을 기록했다. 제이콘텐트리는 20년 1월~3월 방영된 이태원클래스를 통해서도 hit ratio를 높이는데 일조했다. 흥행이 증명된 웹툰을 원작으로 활용한 점 러브라인 보다는 실질적인 현대 성공 이야기를 다룬 점 등이 흥행의 주 요인으로 분석된다. 제이콘텐트리도 17년 본격적인 IP투자를 시작한 이후, 드라마 장르의 다양성과 원작의 재구성을 통해 시청률과 라인업을 확대하고 있어 긍정적이다.

도표 49. 국내 드라마 TOP 5 ; 드라마 스토리에서 로맨스 비중 낮아지는 중

(단위: %천명)

	2017년				2018년		2019년		2020년	
	지상파		케이블		지상파+케이블		지상파+케이블		지상파+케이블	
	드라마	시청률	드라마	시청률	드라마	시청자 수	드라마	시청자 수	드라마	시청자 수
1위	피고인	28.3	도깨비	18.7	미스터 선샤인	4,631	SKY캐슬	6,508	부부의 세계	5,687
2위	갯속말	20.3	품위있는 그녀	12.1	백일의 낭군님	3,264	동백꽃 필 무렵	4,491	사랑의 불시착	4,580
3위	김과장	18.4	힘쎈여자 도봉순	9.6	리턴	3,092	열혈사제	4,325	낭만닥터 김사부	4,464
4위	사임당 빛의 일기	16.3	명불허전	6.9	슬기로운 감빵생활	3,063	왜그래 풍상씨	3,692	이태원 클라쓰	4,174
5위	군주가의 주인	14.9	비밀의 숲	6.6	흑기사	2,492	호텔델루나	3,674	슬기로운 의사생활	3,579

자료: 닐슨코리아, DB금융투자

주: 시청률은 최고 시청률 기준, 시청자 수는 최고 시청자 수 기준

주: 시청자 수 집계되지 않는 작품은 제외, 지상파 주말드라마, 일일드라마, 단막 등은 제외

스튜디오드래곤은 장르의 다각화를 일찍이 시작했다. OCN 채널의 드라마들은 대부분 미스터리, 수사 위주의 장르로 매니아 층이 형성돼있으며 주로 시즌제 드라마가 많이 포진해있다. 채널 특성상 시청률은 낮지만 매니아 층이 형성되고 흥행이 되기 때문에 시즌제 드라마로 자연스럽게 넘어가게 된다. 보이스는 21년 시즌4가 예정돼있다. OCN 작품은 주로 스튜디오드래곤이 제작하고 있다. 드래곤은 더킹: 영원의 군주나 사랑의 불시착과 같은 아시아 시청자를 사로잡는 로맨스 장르부터 매니아 층을 형성하는 범죄, 미스터리 장르물까지 다양하게 제작하고 있어 국내뿐만 아니라 해외로의 판권 수출의 지속적인 확대가 기대된다.

한국도 19금?

한국 시청자들 장르 다변화에 대한 점은 지상파보다는 넷플릭스를 통해서 잘 확인할 수 있다. 19년 시즌1이 방송되고 글로벌 IMDB 평점 8.4점으로 큰 호응을 이끌어냈던 **킹덤**이 대표적인 작품이다. 에이스토리가 제작한 **킹덤**은 관람등급 19세로 좀비가 주 소재인데 정치, 싸움, 욕망 등도 주로 다루고 있고, 러브라인은 거의 언급되지 않는 점이 특징이다. 20년 초 **킹덤** 시즌2까지 방영되며 호평을 얻었으며, 시즌 3에 대한 논의는 넷플릭스와 논의 중인 것으로 알려졌다. 빠른 전개, 고퀄리티 등 흥행의 여러 요소들이 담겨있지만, 사실적인 좀비 묘사와 전투씬 등이 흥행한 주 요인으로 분석된다.

도표 50. Netflix 오리지널 - **킹덤 1,2 (에이스토리)**



자료: Netflix, 에이스토리, DB금융투자

도표 51. **킹덤 소개 (IMDb 평점 8.4점)**

구분	내용
스토리	조선시대 배경의 좀비 미스터리 스릴러
작가	김은희
감독	윤인완
출연	주지훈, 배두나, 류승룡
플랫폼	넷플릭스 오리지널
방영 날짜	시즌1: 19년 1월 / 시즌2: 20년 3월
관람 등급	19세

자료: Netflix, 에이스토리, DB금융투자

최근 방영한 **인간수업**도 화제다. 스튜디오329라는 비상장사가 제작했으며 웹툰 ‘빌린 몸’을 원작, 역시 청소년관람불가 등급의 콘텐츠이다. 미성년자 조건 만남, 그리고 알선 사업을 진행하는 사업가가 고등학생이라는 다소 자극적인 내용의 콘텐츠이다. 지상파에서 쉽게 다루지 못하는 내용이지만, 넷플릭스에서는 오리지널 콘텐츠로 편성을 했다. 첫 업로드 주간에는 시청 1위를 차지하기도 한 바, 향후 넷플릭스에서는 자극적인 장르에 대한 제작 투자를 지속할 것으로 전망된다.

도표 52. Netflix 오리지널 - **인간수업 (스튜디오329)**



자료: Netflix, DB금융투자

도표 53. **인간수업 (IMDb 평점 7.6점)**

구분	내용
스토리	모범생인 주인공이 학교 밖에서는 조건 만남 알선 사업을 진행하며 벌어지는 범죄 관련 이야기
각본	진한세
감독	김진민
출연	김동희, 정다빈, 박주현
플랫폼	넷플릭스 오리지널
방영 날짜	20년 4월
관람 등급	19세

자료: Netflix, DB금융투자

도표 54. JTBC - 부부의 세계 (제이콘텐츠리)



자료: JTBC, DB금융투자

도표 55. 부부의 세계 소개

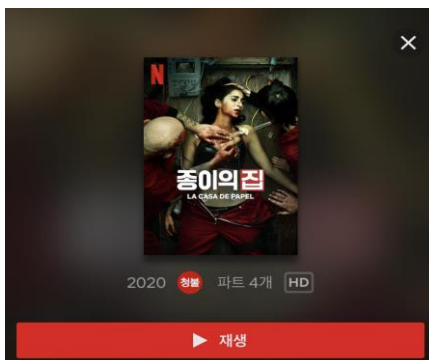
구분	내용
스토리	사랑이라고 믿었던 부부의 연이 배신으로 끊어지면서 소용돌이에 빠지는 이야기
각본	주현
감독	모원일
출연	김희애, 박해준, 한소희
플랫폼	JTBC
방영 날짜	20.03.27~20.05.15
관람 등급	19세

자료: JTBC, DB금융투자

사례 : Spain도 19금을 통해 드라마 강국으로...

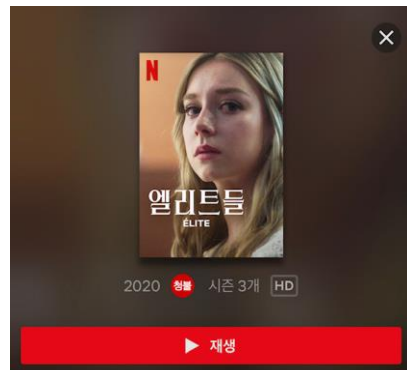
넷플릭스 오리지널의 흥행으로 스페인도 콘텐츠 강국으로 급부상하고 있다. 종이의 집(La Casa de Papel)은 스페인 방송국 안테나3에서 2017년부터 방영한 범죄 스릴러 드라마다. 시즌1 방영 이후 스페인 자국 내에서의 흥행에 실패했으나, 오히려 넷플릭스가 투자를 결정 하며 오리지널 시리즈로 전환됐다. 그 결과 20년 시즌4까지 방영하고 있으며, IMDB 글로벌 드라마 랭킹 13위를 차지하고 있다. 한국에서도 스페인 콘텐츠는 생소했지만, 종이의 집을 시작으로 다양한 콘텐츠들의 매니아층이 형성되고 있는 것으로 보인다. 또 다른 스페인 드라마 엘리트들도 고등학생 이야기이지만 범죄, 미스터리, 마약 등의 소재가 적나라하게 나와 청소년관람불가 등급이지만, 글로벌 및 한국 시청자들에게도 꽤나 인지도가 있다. 이 외에도 스페인 청불 등급의 나의집으로 등이 있다. 스페인 콘텐츠가 넷플릭스를 통해 세계적으로 유명해지기 시작했다. 국내 콘텐츠도 킹덤은 시작일 뿐, 다양한 제작사를 통해 글로벌 향 시즌제 드라마가 제작될 기회가 더 많아질 것으로 기대된다.

도표 56. 종이의집: 망한 드라마에서 오리지널로(IMDb 8.4점)



자료: Netflix, DB금융투자

도표 57. 엘리트들: 하이틴 드라마이지만 19금(IMDb 7.6점)



자료: Netflix, DB금융투자

하나 둘 뛰어들이기 시작한 19금의 세계; Dragon과 Jcon.

국내 메이저 제작사라고 할 수 있는 드래곤과 제이콘도 넷플릭스에서 각광 받는 청불 등급의 오리지널 콘텐츠 제작을 할 것으로 전망된다. 스튜디오드래곤은 스위트홈이라는 네이버 웹툰을 토대로한 작품을 제작 중에 있으며, 20년 하반기 넷플릭스 오리지널로 방영될 예정이다. 웹툰 기준 관람 등급은 15세이지만 괴물, 살인 등이 주요 소재로 등장하기 때문에 넷플릭스에서는 선정성, 폭력성 등의 경고 문구와 함께 방영될 가능성이 큰 것으로 보인다. 드래곤은 현재까지 좋아하면 울리는 시즌1, 나 홀로 그대를 넷플릭스 오리지널로 제작했으며, 마진율 10%대로 추정된다. 하반기 방영될 스위트홈은 제작비도 회당 약 30억원대, 마진율 20%로 하반기 실적에 긍정적으로 반영될 것으로 예상된다.

도표 58. Netflix 오리지널 - 스위트홈 (스튜디오드래곤)



자료: 네이버 웹툰, DB금융투자

도표 59. 스위트홈 소개

구분	내용
스토리	은둔형 외톨이 고등학생 차현수가 가족을 잃고 이사 간 아파트에서 겪는 기괴한 이야기
원작	네이버 웹툰 (스토리 김칸비, 작화 황영찬/ 140화)
감독	이응복
출연	송강, 이도현, 이진욱, 이시영
플랫폼	넷플릭스 오리지널
방영 날짜	20년 하반기
관람 등급	15세 (웹툰 기준, 넷플릭스 등급은 미정)

자료: 언론보도 종합, 네이버 웹툰, DB금융투자

제이콘트리도 네이버 웹툰 지금 우리학교는을 원작으로 한 넷플릭스 오리지널 콘텐츠를 제작할 예정이다. 내부 제작사인 필름몬스터 by JTBC스튜디오에서 제작할 것으로 보인다. 지금 우리 학교는은 하이틴 드라마이지만 좀비물로 웹툰과 마찬가지로 청불 등급으로 방영될 가능성이 높다. 킹덤으로 K-좀비에 대한 레퍼런스가 긍정적인 바, 제이콘트리리의 첫번째 넷플릭스 오리지널이 글로벌 레퍼런스에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다. 총 제작비 약 200억원, 마진율은 10%대로 추정된다.

도표 60. Netflix 오리지널 - 지금우리학교는(제이콘트리)



자료: 네이버 웹툰, DB금융투자

도표 61. 지금 우리 학교는 소개

구분	내용
스토리	감금 사건이 벌어진 한 고등학교에 좀비 바이러스가 퍼지며 뿔치는 이야기
원작	네이버 웹툰 (주동근 작가/130화)
감독	이재규(다모, 베토벤 바이러스, 완벽한 타인)
출연	조이현, 안승균 외 미정
플랫폼	넷플릭스 오리지널
방영 날짜	20년 하반기
관람 등급	19세 (웹툰 기준, 넷플릭스 등급은 미정)

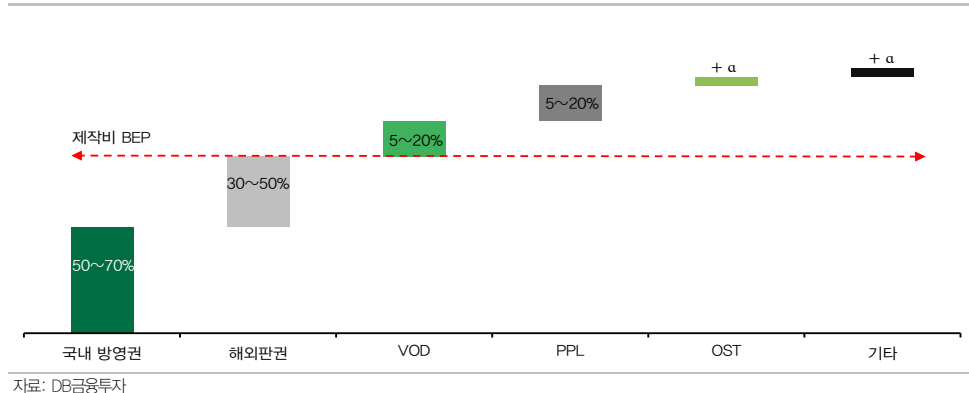
자료: 언론보도 종합, 네이버 웹툰, DB금융투자

해외 수출을 노리자

지상파는 19금 방영이 쉽지 않을 것, Key는 해외 수출

사전 제작 드라마의 해외 판권 판매의 수익성이 좋은 이유는 제작비 조달에 있다. 보통 드라마 제작 비용은 채널 사업자에 방영권을 판매해 제작비의 50~80%를 보존하고, 나머지는 드라마 방영 이후 VOD, PPL 등 부가적인 수익으로 채우는 형식이다. 흥행 여부에 따라 추가적 수익의 변동성이 클 수 있는 구조다. 그러나 사전 제작 드라마로 해외에 판권을 판매하게 되면 해외 판권 + 국내 판권으로 이미 제작비를 보전하거나 그 이상의 수익도 얻을 수 있게 된다. 지금까지 소개했던 청소년관람불가 등급의 콘텐츠들이 대부분 국내 방송국에서는 방영이 쉽지 않아, 대부분 넷플릭스 오리지널로 제작된 것을 바탕으로 아무래도 매니아 층을 형성 할 수 있는 드라마들은 해외 OTT 향 판권 수출을 노려야 할 것으로 보인다.

도표 62. 드라마 수익 모델 ; 사전제작 드라마 해외판권일수록 수익성이 좋다



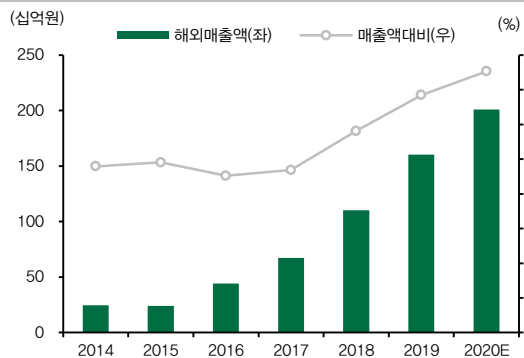
큰 손인 중국 시장이 열리는 점도 확실한 호재이긴 하다. 16년 7월 중국이 비공식적으로 한한령을 선포하면서, 중국 향 드라마 판권 시장은 얼어 붙었다. 언제 풀릴지 모르는 중국의 차가운 태도에 미디어업종 주가도 16년 연초대비 연말에 32.9% 하락하며 부진한 모습을 보였다. 그러나 최근 중국 향 기대가 거론되고 있는 상황이다. 문제는 과연 중국 내수 시장으로 국내 제작 드라마가 언제 얼마나 확실하게 팔릴 수 있을가에 있다. 편당 25만달러였던 태양의 후예 이후에 ‘사임당:더히스토리’ 30만 달러, ‘함부로애들하게’ 30만달러, ‘보보경심:려’는 편당 40만달러까지 상승했던 것으로 알려지고 있다. 높아지고 있는 해외 판권 가격으로 흥행 여부에 상관없이 제작 비용을 충당할 수 있었다. 그러나 아직 까지 기대감만 있는 상황이며, 이제는 공식적인 한한령 해제 또는 정식 판권 계약이 체결돼 구체적인 수치가 드러나야 추가적인 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

Netflix 계약이 반갑다; Dragon과 Jcon의 수혜 지속

국내 드라마 제작사의 넷플릭스향 매출은 크게 1) 국내에 방영되는 드라마의 판권, 2) 넷플릭스에서만 공개되는 오리지널 제작으로 나뉜다. 넷플릭스가 국내 가입자를 유치하기 위해 대부분의 국내 드라마 판권은 계약하는 추세여서 제작비의 30~60%의 판권 판매는 지속되고 있는 것으로 분석된다. 판권 가격의 업사이드 포텐셜은 미스터션사인과의 대작의 방영 전 판매인데, 400억원의 제작 비용 중 넷플릭스 판권 판매로 200억원 이상 인식했을 것으로 추정된다.

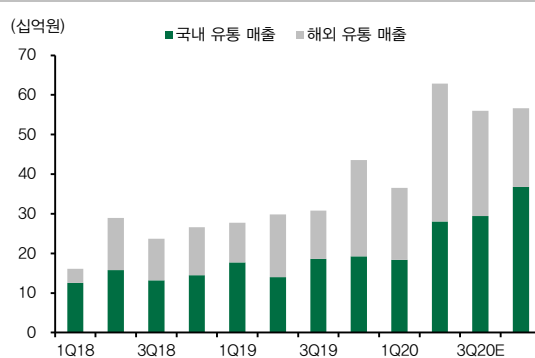
오리지널 콘텐츠도 마진율은 대부분 10%대로 형성되고 있으나, 대규모 제작비 작품이나 레퍼런스가 긍정적인 제작사의 마진율은 상향 조정될 가능성이 충분하다고 판단된다. 드래곤은 현재까지 좋아하면 울리는 시즌1, 나 홀로 그대를 넷플릭스 오리지널로 제작했으며, 마진율은 10%대로 추정된다. 하반기 방영될 스위트홈은 제작비도 회당 약 30억원대, 마진율 20%로 하반기 실적에 긍정적으로 반영될 것으로 예상된다. 제이콘텐츠의 첫번째 넷플릭스 오리지널 지금 우리학교는 그리고 21년 상반기까지, 총 2편의 오리지널 제작이 예상된다. 각 각 총 제작비 약 200억원, 마진율 10%대로 추정된다.

도표 63. 스튜디오드래곤 해외 판매 매출과 비중 추이



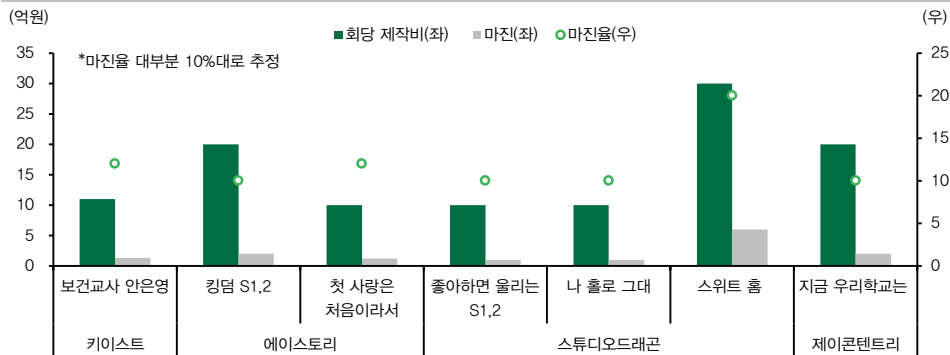
자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 64. 제이콘텐츠리 판매 수익



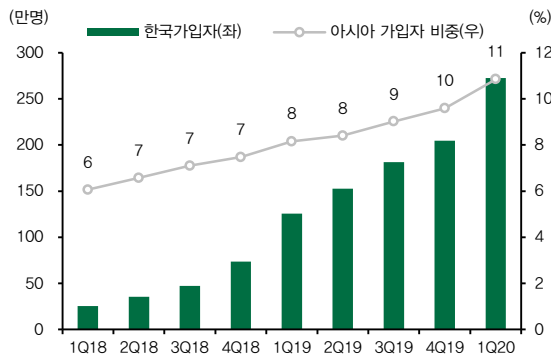
자료: 제이콘텐츠리, DB금융투자

도표 65. 국내 주요 넷플릭스 오리지널 작품 제작비 및 마진 추정(상장사 기준)



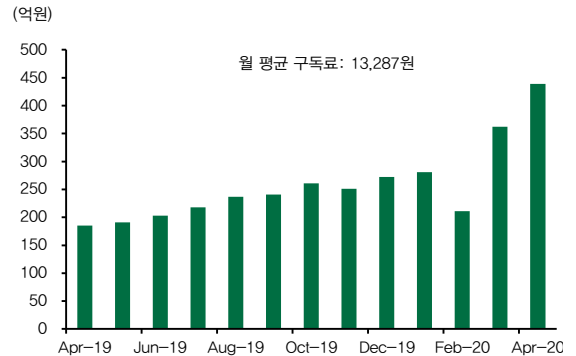
자료: DB금융투자

도표 66. 넷플릭스 아시아 가입자 비중 및 한국 가입자 추이



자료: Netflix, Bloomberg, DB금융투자

도표 67. 넷플릭스 한국 월별 결제액 추이



자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 68. 넷플릭스의 아시아 주요 국가 관련 최근의 투자 내용

국가	투자 내용
한국	- 스튜디오드래곤(CJ ENM)과 3년간 오리지널 콘텐츠 21개 공급 계약 체결 - 제이콘텐트리(jtbc) 3년간 20개의 콘텐츠 제공 및 넷플릭스 오리지널 제작 - 설국열차 시즌 2 제작 확정
일본	- 지브리와 콘텐츠 독점방영 계약, 21개 작품 총 2조원 규모로 체결 - 일본 크리에이터 6명과 협업하여 넷플릭스 애니메이션 개발 발표
동남아시아	- 동남아시아 내 8개국에 100개 콘텐츠 추가 예정

자료: Netflix, 언론보도 종합, DB금융투자

중소형 제작사도 OTT 문을 열 수 있다

지상파 외주 제작 → 해외 OTT 공급 → IP 보유까지 발전

중소형 드라마 제작사들은 대부분 국내 방송사 콘텐츠의 외주를 많이 받는 편이다. 그 중에서도 OTT 플랫폼과의 계약을 통해 오리지널 콘텐츠 제작이나 판권 판매가 원활해진 제작사를 관심있게 볼 필요가 있다고 판단된다. 그러한 측면에서 키이스트를 관심있게 보자. 20년들어 처음으로 하이예나의 IP를 보유해, 방송국은 SBS에 그리고 넷플릭스에는 동시 방영 조건으로 판매해서 약 20%의 마진을 남겼다. 또한, 하반기에 방영되는 넷플릭스 오리지널인 보건교사 안은영, 연말에 제작될 K-POP 소재 오리지널도 예정돼있다. 에이스토리도 국내 최초로 넷플릭스 오리지널인 킹덤과 첫 사랑은 처음이라서를 제작한 뒤 킹덤 1~2로 글로벌 레퍼런스를 인정 받았으며, 21년 상반기에는 김은희 작가의 차기작인 '지리산'이 제작/방영될 예정이다. 중장기적으로 관심을 가질 필요가 있다.

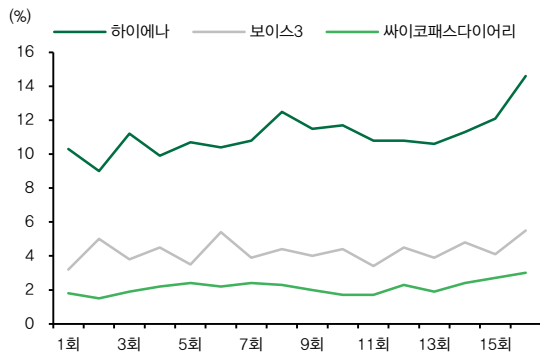
도표 69. 주요 중소형 콘텐츠 제작사 20년 드라마 라인업 (방영 기준)

제작사	제목	플랫폼	방영 시기	주연
키이스트	하이예나	SBS/Netflix	20.02.21~04.11	김혜수, 주지훈
	보건교사 안은영	Netflix	3Q20	정유미, 남주혁
	나의 위험한 아내	MBN	3Q20	김정은, 최원영
	HUSH	JTBC	4Q20	황정민, 임윤아
	학원물(가제)	JTBC	4Q20	
	네 이웃의 속삭임	미확정	하반기 또는 21년	
	K-POP 드라마(가제)	Netflix	하반기 또는 21년	
에이스토리	보이스4	OCN	21년	이하나
	킹덤2	Netflix	20.03.13	주지훈, 배두나
	바람피면 죽는다	KBS	20.10~11	조여정, 고준
	빅마우스	미확정	연말 또는 21년	
NEW	지리산	미확정	21년	*김은희 작가
	오마이베이비	tvN	20.5.13~방영 중	장나라, 고준
	우아한 친구들	JTBC	20.7.10	유준상, 송윤아
	날아라 개천용	SBS	하반기 또는 21년	권상우, 배성우
	악마 판사	tvN	연말 또는 21년	
	열망	tvN	연말 또는 21년	
초특빔미디어	무빙/기괴괴괴	미확정	21년	
	그남자의기억법	MBC	20.03.18~05.13	김동욱, 문가영
	펜트하우스	SBS	20년 10월	염기준, 봉태규
	호출(가제)	KBS	20년 11월	
팬엔터테인먼트	푸른하늘	미확정	21년	*방탄소년단 드라마
	두번은 없다	MBC	19.11.02~20.03.07	윤여정, 예지원
	청춘기록	tvN	20.09	박보검, 박소담
	강남 사람들	미확정	21년	

자료: 각 사, 언론보도, DB금융투자

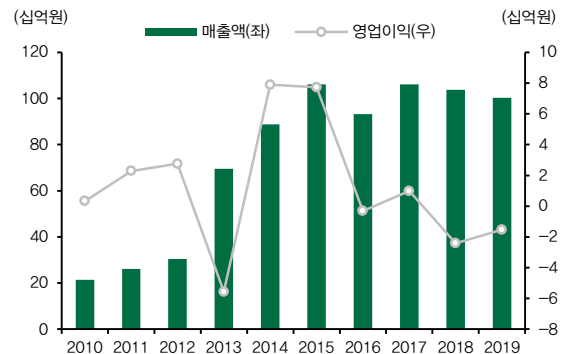
키이스트는 매니지먼트, 해외 엔터, 콘텐츠 제작 사업을 영위한다. 콘텐츠 제작 비중을 60%까지 높이는 것이 단기 사업 목표로, 20년부터는 콘텐츠 제작 사업부에 변화가 많은 것으로 보인다. 실제로 하반기 공개되는 넷플릭스 오리지널 보건교사 안은영을 통해 중소형사 중 에이스토리 다음으로 해외 OTT 문을 열었다. 제작비 약 65억원에 마진율 10%가 19년 실적에 반영된 것으로 추정된다. 연말~21년에는 K-POP 소재의 넷플릭스 오리지널도 제작 예정이다. 20년 초 하이에나로 자체 IP 확보까지 성공하며, 중소형 제작사의 수익 구조 한계점을 넘어가는 단계에 있는 것으로 판단된다. 분기별 실적을 확인해가며 관심을 가져보자.

도표 70. 키이스트 19-20년 드라마 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

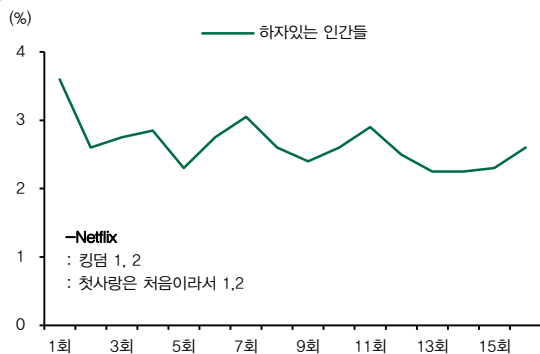
도표 71. 키이스트 19-20년 드라마 시청률 추이



자료: Datalguide, DB금융투자

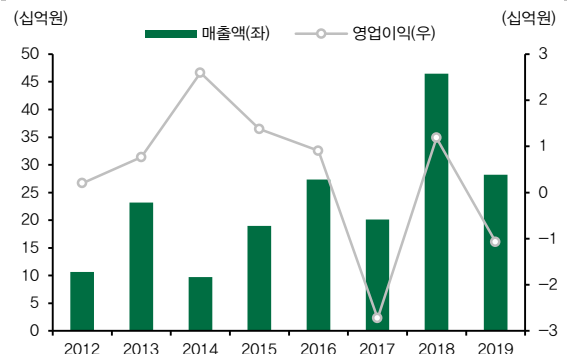
에이스토리는 시그널, 백일의 낭군님, 국내 최초 넷플릭스 오리지널 시리즈인 킹덤과 첫사랑은 처음이라서 제작사로 알려져 있다. 20년 초에는 킹덤2가 방영됐고, 추후 IP를 활용해 게임 출시도 예정돼있다. 글로벌 레퍼런스를 확보한 점은 긍정적이지만, 킹덤 이후 20년은 조용하다. 김은희 작가의 차기작 '지리산'이 회당 제작비 약 20억원 수준의 텐트폴 작품으로 기대작이지만 21년 방영될 것으로 예상되기 때문이다. 빅마우스도 연말 방영 예정이었으나, 역시 21년으로 이연될 가능성이 높은 것으로 판단. 20년 보다는 대작 및 OTT형 콘텐츠가 기대되는 21년에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

도표 72. 에이스토리 19-20년 드라마 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

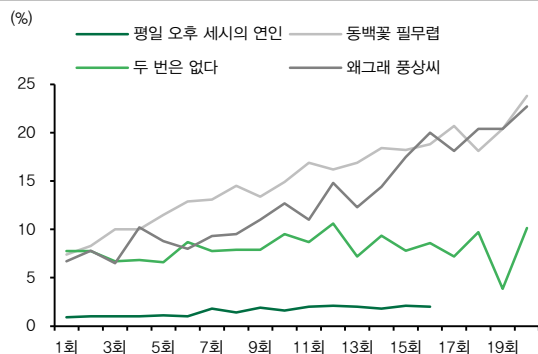
도표 73. 에이스토리 매출액과 영업이익 추이



자료: Datalguide, DB금융투자

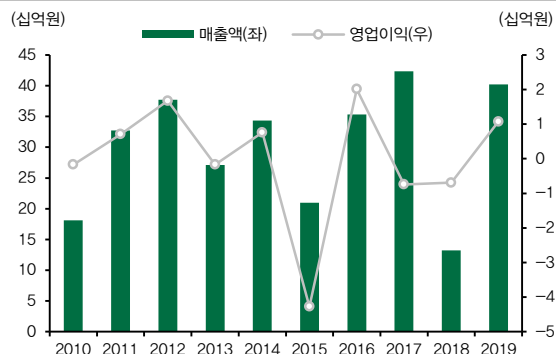
팬엔터테인먼트는 겨울연가, 소문난 칠공주, 해를 품은 달, 월계수 양복점 신사들 등 각 연도별 히트작을 제작한 회사로 영화 및 음반 제작 사업까지 영위하고 있다. 특히, 19년 KBS에서 방영된 동백꽃 필 무렵(최고 시청률 23.8%), 왜그래 풍상씨(22.7%)가 흥행에 성공하며 제작 능력을 인정받은 것으로 보인다. 다만, 동백꽃 필 무렵의 흥행과 넷플릭스 판매 등에도 불구하고 부가 수익 정산과 관련해서는 아직 플랫폼과 논의 중인 것으로 알려졌다. 현재 동사의 시가총액은 약 540억원 수준인데, 팬엔터테인먼트 상암동 사옥의 가치만 해도 600억원 수준이다. 판권 계약 등에 있어 IP 일부 보유, 국내외 OTT의 콘텐츠 제작, 겨울연가2등 흥행 가능성이 높은 소식이 구체화 될 시 관심있게 지켜보자.

도표 74. 팬엔터테인먼트 19~20년 드라마 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

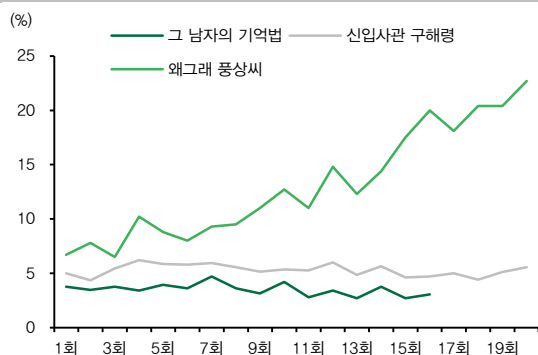
도표 75. 팬엔터테인먼트 매출액과 영업이익 추이



자료: Delaguide, DB금융투자

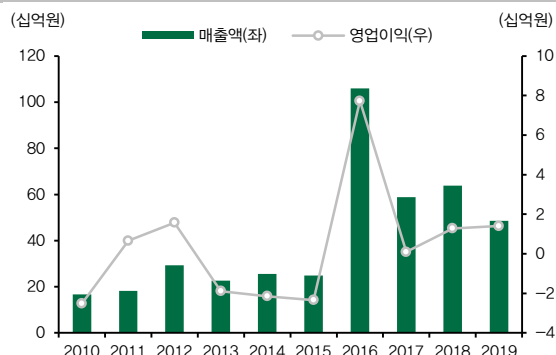
초록뚰은 드라마 제작과 매니지먼트 사업을 영위하고 있다. tN에서 방영된 알함브라 궁전의 추억을 비롯하여, 왜그래 풍상씨, 나의 아저씨, 또 오해영 등 매년 3~5편의 드라마를 제작 방영하고 있다. 장점은 드라마의 편성 플랫폼 폭이 넓다는 점이다. 18~19년 tN, OCN, TV조선 등 케이블과 종편 플랫폼 드라마를 제작했다면, 20년에는 그 남자의 기억법(MBC), 펜트하우스(SBS), 호출(가제;KBS)등 지상파 플랫폼 위주로 제작할 예정이다. 21년 방탄소년단을 소재로 한 드라마 제작이 예정돼있으며, 흥행에 성공할 시 글로벌로 제작 능력을 인정 받을 수 있을 것으로 기대된다.

도표 76. 초록뚰 19~20년 드라마 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

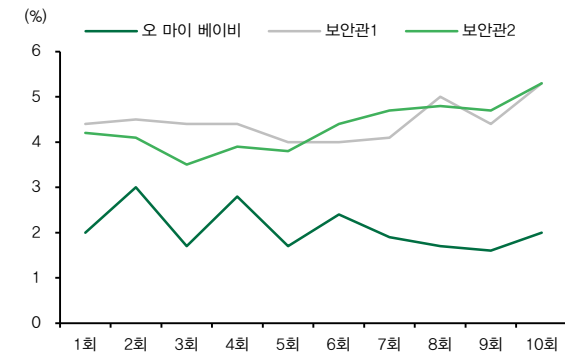
도표 77. 초록뚰 매출액과 영업이익 추이



자료: Delaguide, DB금융투자

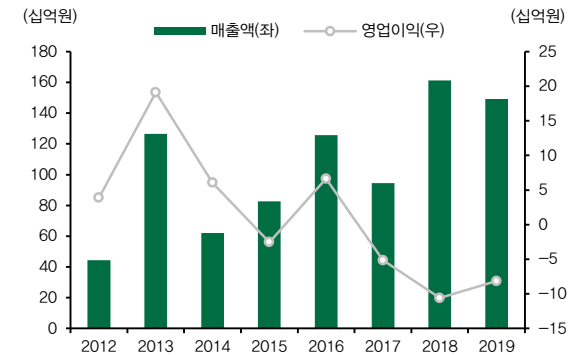
NEW는 영화 투자 배급, 드라마 제작, 음악, 스포츠 등 사업을 영위하고 있다. JTBC와 MOU를 체결해 미스함무라비, 보좌관 1~2등을 제작하며 넷플릭스 동시 방영에 대한 수익 세어도 진행한 이력이 있다. 로맨스 보다는 정치, 법정, 흥행 했던 웹툰을 원작으로 한 드라마를 제작해오고 있는 점이 중소형사 중에서 글로벌 OTT 콘텐츠를 제작 할 수 있는 역량이 갖춰진 것으로 보인다. 영화는 제작비 200억원 수준의 연상호 감독의 반도(강동원, 이정현 주연)가 코로나19 지연돼 7월 개봉을 앞두고 있다. BEP 300만명 수준으로 BEP 이상 흥행 시 실적 성장이 기대된다. 또한 지난 4월, 적자를 기록 중인 상영관 사업의 물적 분할을 공시했으며, 이로 인해 별도 기준 흑자 전환의 실적이 전망된다.

도표 78. NEW 19~20년 드라마 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

도표 79. NEW 매출액과 영업이익 추이



자료: Datalguide, DB금융투자

국내 OTT는 주로 중소형 제작사와 컨택 중

국내에도 OTT 플랫폼이 존재하지만 아직은 미성숙하다. 국내 케이블TV요금이 저렴하며, OTT 플랫폼에서 제공하는 콘텐츠가 현저히 적기 때문이다. 그나마 넷플릭스와 가장 유사한 모델로 급성장하고 있는 왓챠플레이의 경우 아직 오리지널 콘텐츠를 제작하기에는 자본이 역부족인 단계다. 그래도 Netflix의 독주로 국내 OTT들도 자체 콘텐츠 제작에 관심을 보이고 있다.

WAVE는 23년까지 콘텐츠에 총 3천억원 투자 계획을 밝혔는데, 대부분 해외 콘텐츠 독점 방영이나 자체 콘텐츠 제작에 쓰일 것으로 예상된다. 글로벌 OTT 대비 투자 규모는 적기 때문에 드래곤이나 제이콘과 같은 대형 제작사 보다는 주로 중소형 제작사들과 컨택을 많이 하는 것으로 알려졌다. 21년부터는 중소형 제작사의 국내 OTT 오리지널 콘텐츠를 볼 수 있을 것으로 전망된다. 이와 같은 흐름은 국내의 다른 OTT 플랫폼에도 적용될 것으로 예상되며, 이에 따라 국내 중소형 제작사들의 수혜가 기대된다.

도표 80. 국내 주요 OTT 서비스 현황

(단위: 원)

서비스명	TVING	WAVE	씨즌(Seezn)	왓챠플레이
운영 업체	CJ ENM	SKT+지상파 3사	KT	왓챠플레이
가격(원)	월 5,900~9,900	월 7,900 ~ 13,900	월 5,500 ~ 14,000	월 7,900 12개월 73,900
순이용자수/유료가입자수	394만명	393만명/200만명	237만명	90만명/90만명
주력 콘텐츠	- tvN, Mnet, OCN 등 CJ ENM 계열 드라마 및 예능 - JTBC를 비롯한 각종 중편 콘텐츠	- 지상파 3사 및 일부 중편 콘텐츠 - NBC유니버설 드라마	- 지상파 3사 및 중편 프로그램 - CJ ENM 콘텐츠 - 스포츠 실시간 중계 - 웹드라마, 오리지널 아이돌 예능	- 국내 드라마 - Marvel, Pixar 영화 - HBO 인기 시리즈
주요 콘텐츠 투자계획		- MBC '콘대인턴', SBS '앨리스' 등 연말까지 600억 제작 투자 - 2023년까지 총 3천억원 투자 예정	- 제작사와 협력해 오리지널 콘텐츠 확대 예정 - KT 내 콘텐츠 계열사 직접 육성	- 2021년 중 자체제작 드라마 공개 예정
기타	- CJ ENM과 JTBC 합작법인으로 새로운 OTT 플랫폼 출시 예정	- 기존 SK텔레콤 '옥수수'와 지상파 3사 'pooq' 통합 - PC방 등 사업장에 기본 탑재		- 넷플릭스에서 서비스하지 못하는 HBO독점작 제공

자료: 각 사 언론보도 종합, 닐슨코리얼릭, DB금융투자

주: 순이용자수는 20년 5월 기준

주: WAVE PC 방: 사업장 전용 서비스 출시, 전국 PC방, 숙박, 병원과 계약 체결 중

Buy

스튜디오드래곤

253450

목표주가(상향) 108,000원 현재주가(06/22) 82,800원 Up/Downside +30.4% 투자 의견(유지) Buy

2020. 06. 24

더 킹: 드라마 군주

양호한 실적 전망: 2Q20 매출액 1,434억원(+11.9%yoy, +19.2%qoq), 영업이익 149억원(+38.2%yoy, +28.7%qoq)으로 시장 예상치에 부합하는 양호한 실적을 시현할 것으로 전망된다

온기로 반영된 더킹의 효과: 텐트폴 작품인 더킹:영원의 군주의 넷플릭스 선판매, 화양연화의 지역별 판매, 오마이베이비 넷플릭스 동시 방영 등이 반영됐다. 특히 더킹의 평균 시청률은 8.1%(16회)로 지상파의 대작 시청률 대비 높지 않았지만, 넷플릭스(리쿵 50% 가정) 및 SBS(리쿵 40% 가정) 편성으로 제작비 BEP 가까이 달성한 것으로 추정된다. 또한, 미스터션샤인/아스달연대기와 같은 대작과는 다르게 PPL 수익도 다소 반영된 것으로 추정된다. 최근 넷플릭스에 도깨비, 나의 아저씨 등 드래곤의 구작이 업로드 되고 있다. 판권 판매 가격은 제작비의 5% 내외로 크지 않은 것으로 보이지만, 20년 약 15~18편으로 추정되는 바 연간 실적에 긍정적인 것으로 보인다. 3Q20에는 사이코지만 팬텀아 넷플릭스 동시방영, 8월에는 하반기 대작인 비밀의 숲2가 반영될 예정이다. 이를 반영한 3Q20 매출액은 1,222억원(-6.9%yoy), 영업이익은 122억원(+11.8%yoy)이 전망된다.

TP 10.8만원으로 상향: 더킹:영원한 군주의 양호한 수익 및 기존 추정치에 미미했던 구작 판매분을 반영하여 20년 영업이익 전망치를 기존대비 9.3% 상향했다. 이에 따라 목표주가도 108,000원으로 제시한다. 국내외 코로나19로 불확실한 상황에서도 동사는 미디어업종 내에서 상대적으로 안정적인 실적 시현이 가능하고, 하반기에는 스위트 홈 등 마진율이 높은 넷플릭스 오리지널도 반영될 예정이다. 조정 시 마다 동사에 대한 비중 확대 전략이 유효하다고 판단된다. 투자 의견 BUY 및 미디어 업종 내 Top-pick 의견을 유지한다.

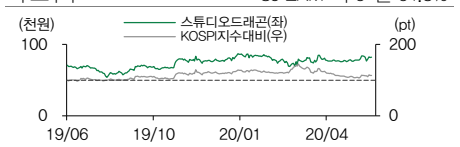
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	380	469	523	650	732
(증가율)	32.4	23.5	11.6	24.3	12.5
영업이익	40	29	52	63	85
(증가율)	21.0	-28.1	80.8	22.2	33.8
지배주주순이익	36	26	39	49	65
EPS	1,278	941	1,388	1,756	2,297
PER (H/L)	96.6/45.4	105.2/54.1	59.7	47.1	36.0
PBR (H/L)	8.6/4.1	6.5/3.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA (H/L)	27.8/12.9	18.2/9.7	13.0	13.7	13.1
영업이익률	10.5	6.1	9.9	9.8	11.6
ROE	9.3	6.4	8.7	10.0	11.8

Stock Data

52주 최저/최고	54,000/87,000원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,127pt
시가총액	23,264억원
60일-평균거래량	417,230
외국인지분율	8.6%
60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.1	9.2	16.5
상대기준	2.8	-32.0	12.0

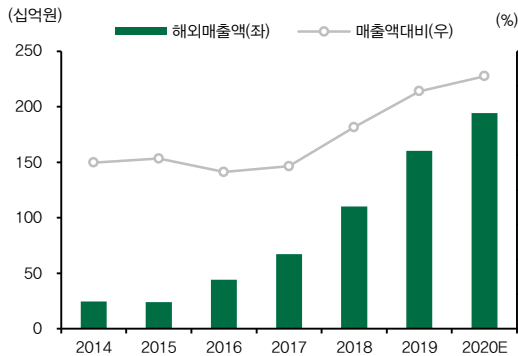
도표 81. 스튜디오드래곤 상세 실적 추정 내역

(단위: 십억원%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	143.4	122.2	136.9	379.6	468.6	522.8
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	55.5	57.1	65.0	178.1	208.7	222.8
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.3	56.1	62.9	162.1	219.3	261.1
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	12.7	9.0	9.1	39.4	40.6	38.9
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	123.0	104.7	117.5	324.0	420.7	448.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	20.4	17.5	19.4	55.6	47.9	74.0
판권비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	5.5	5.3	6.3	15.6	19.2	22.2
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	14.9	12.2	13.2	40.0	28.7	51.9
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	15.3	12.6	13.6	45.9	33.1	53.5
당기순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	11.2	9.1	9.6	35.9	26.4	38.4
YoY											
매출	40.0	72.5	6.1	-4.2	7.6	11.9	-6.9	40.5	32.4	23.4	11.6
영업이익	3.2	47.9	-49.3	적전	5.5	38.2	11.8	흑전	21.3	-28.3	80.9
당기순이익	17.0	-18.0	-33.5	적전	-7.6	53.2	-21.2	흑전	50.5	-26.3	45.2

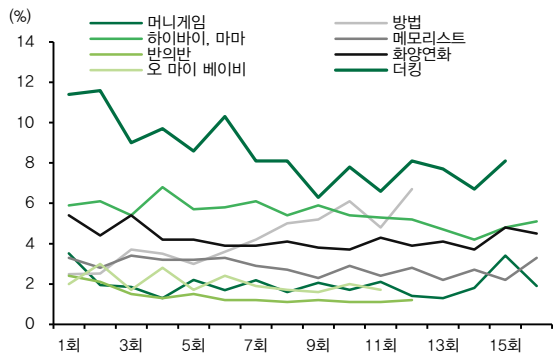
자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 82. 스튜디오드래곤 해외 판매 매출 및 비중



자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 83. 스튜디오드래곤 20년 드라마 시청률 추이



자료: 닐슨 코리아, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247	244	277	374	463
현금및현금성자산	153	60	65	114	130
매출채권및기타채권	69	84	93	117	131
재고자산	1	0	1	1	1
비유동자산	265	337	310	285	277
유형자산	1	1	-1	1	-1
무형자산	199	233	208	182	175
투자자산	4	13	13	13	13
자산총계	512	582	631	703	784
유동부채	108	145	155	179	195
매입채무및기타채무	60	66	76	100	116
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동상장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	8	8	8	8
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	111	153	163	187	203
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	133	182	246
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	467	517	581

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-29	-12	154	116	83
당기순이익	36	26	39	49	65
현금유출이없는비용및수익	84	124	131	109	99
유형및무형자산상각비	75	117	118	95	79
영업관련자산부채변동	-139	-143	-1	-24	-57
매출채권및기타채권의감소	-27	-22	-10	-23	-14
재고자산의감소	0	1	-1	0	0
매입채무및기타채무의증가	26	9	10	23	17
투자활동현금흐름	141	-81	-63	-66	-66
CAPEX	0	-1	-1	-1	-1
투자자산의손중	0	-10	0	0	0
재무활동현금흐름	-10	0	-26	-1	-1
사채및차입금의 증가	-8	8	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	2	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-60	0	0
현금의증가	102	-93	5	49	16
기초현금	51	153	60	65	114
기말현금	153	60	65	114	130

자료: 스튜디오드래곤 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	380	469	523	650	732
매출원가	324	421	449	561	619
매출총이익	56	48	74	89	112
판매비	16	19	22	25	28
영업이익	40	29	52	63	85
EBITDA	115	146	170	158	164
영업외손익	6	4	2	4	4
금융손익	6	4	2	4	4
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	46	33	54	68	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	39	49	65
지배주주지분순이익	36	26	39	49	65
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	39	49	65
증감률(%YoY)					
매출액	32.4	23.5	11.6	24.3	12.5
영업이익	21.0	-28.1	80.8	22.2	33.8
EPS	21.7	-26.3	47.4	26.6	30.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산 원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
당당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,388	1,756	2,297
BPS	14,305	15,242	16,630	18,386	20,684
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	72.3	85.9	59.7	47.1	36.0
P/B	6.5	5.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.0	13.7	13.1
수익성(%)					
영업이익률	10.5	6.1	9.9	9.8	11.6
EBITDA마진	30.3	31.1	32.5	24.4	22.4
순이익률	9.4	5.6	7.5	7.6	8.8
ROE	9.3	6.4	8.7	10.0	11.8
ROA	7.4	4.8	6.4	7.4	8.7
ROC	15.0	8.4	12.6	16.2	20.1
안정성및기타					
부채비율(%)	27.7	35.8	34.9	36.1	35.0
이자보상배율(배)	343.0	58.1	2.0	78.0	104.4
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%), 중립(12.7%) 매도(0.0%)

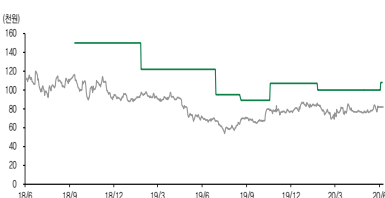
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

스튜디오드래곤 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/10/01	Buy	150,000	-34.5	-23.9					
19/02/15	Buy	122,000	-32.0	-19.4					
19/07/19	Buy	95,000	-35.8	-29.5					
19/09/09	Buy	89,000	-21.2	-10.0					
19/11/08	Buy	107,000	-24.9	-18.7					
20/02/14	Buy	100,000	-22.1	-15.0					
20/06/24	Buy	108,000	-	-					

BUY(유지)

제이콘텐트리

036420

목표주가(유지) 41,000원 현재주가(06/22) 32,500원 Up/Downside +26.2% 투자 의견(유지) Buy

2020. 06. 24

일단 방송을 봐주세요

영업 적자 지속 전망: 2Q20 매출액은 1,127억원(-14.0%yoy), 영업이익 -107억원(적전yoy)으로 전 분기에 이어 영업 적자를 지속할 것으로 전망된다.

방송은 맑고, 영화는 바닥: 방송 영업이익은 114억원으로 전년대비 큰 폭의 성장이 예상된다. 1) 부부의 세계 수익과 일본향 판권 판매, 2) 쌍갑포차 넷플릭스 동시 방영 선판매(제작비 회당 10억, 리쿠플 60% 이상 추정), 3) 1Q에서 이연된 이태원클라쓰 해외 판매, VoD(주문형비디오) 등이 인식될 예정이기 때문이다. 영화는 218억원의 영업 적자가 예상된다. 6월 셋째주 기준 2Q20의 관람객은 443만명(-91.8%yoy, -83.0%qq) 수준으로 탑라인의 역성장이 예상되기 때문이다. 인력 축소 등으로 비용 효율화를 진행하고 있으나, 적자를 면치 못할 것으로 보인다. 다만 4월 97만명을 바닥으로 5월(152만명), 6월(193만명)으로 관람객 증가 추세에 있는 점은 긍정적이다. 3Q20에는 반도(강동원 주연), 다만 악에서 구하소서(황정민, 이정재 주연) 등의 굵직한 영화 개봉이 예정돼있다. 방송은 우리, 사랑했을까와 모범형사가 넷플릭스 동시 방영으로 반영될 것으로 예상된다. 이를 고려한 3Q20 총 매출액은 1,524억원(+6.6%yoy), 영업이익 127억원(-17.0%yoy)이 전망된다.

20년은 하반기 방송에 주목: 연간 실적 추정치는 영화의 부진을 반영해 기존 대비 62% 하향했다. 20년 상반기 영화의 대규모 적자에 의한 실적 추정치 변경이며, 3Q20부터는 회복을 전망하는 바 목표주가 산정 구간을 21년으로 변경, 목표주가 41,000원을 유지한다. 20년 들어 제이콘 드라마의 hit ratio가 올라오고 있고, 수목드라마 슬롯이 추가되면서 방송 실적이 본격적으로 성장하는 것 대비 영화 부진에 대한 우려가 과도하게 반영됐다고 판단된다. 영화관은 4월을 바닥으로 최악의 상황을 지나고 있어 더 나빠질 요인이 제한적이기 때문이다. 투자 의견 BUY를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	511	554	528	692	737
(증가율)	21.6	8.4	-4.7	31.0	6.6
영업이익	35	35	3	59	73
(증가율)	4.2	1.9	-92.4	2,081.5	23.7
지배주주순이익	18	1	-13	37	22
EPS	1,448	78	-831	2,288	1,363
PER (H/L)	56.6/28.3	754.1/407.8	NA	14.2	23.9
PBR (H/L)	3.5/1.8	2.7/1.4	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (H/L)	14.0/8.9	11.3/8.3	7.4	6.5	5.9
영업이익률	6.8	6.4	0.5	8.5	9.9
ROE	7.4	0.3	-4.2	11.0	6.0

52주 최저/최고	20,350/49,750원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,127pt
시가총액	5,325억원
60일-평균거래량	192,945
외국인지분율	4.3%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	중앙홀딩스 외 2 인 41.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.3	38.0	-34.1
상대기준	-2.4	1.6	-34.2

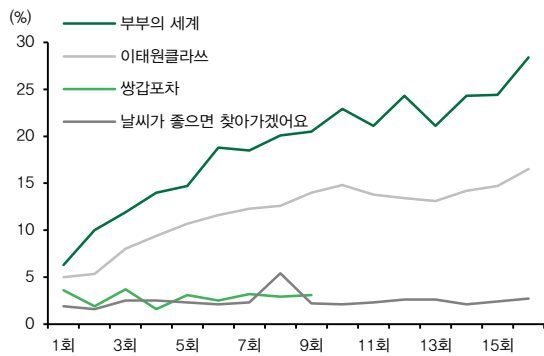
도표 84. 제이콘텐츠리 부문별 실적 추정

(단위: 십억원%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	126.3	131.1	143.0	153.8	103.0	112.7	152.4	159.9	511.3	554.2	528.1
방송	52.5	49.1	50.8	68.6	51.5	88.5	78.9	81.6	192.9	220.9	300.5
영화	73.8	82.0	91.5	85.5	41.2	13.8	59.5	63.6	317.2	332.8	178.2
영업이익	11.1	16.3	15.3	-7.2	-15.6	-10.7	12.7	16.4	35.1	35.4	2.7
방송	5.6	0.8	5.6	-10.1	-2.6	11.4	7.2	8.6	12.2	1.9	24.6
영화	5.5	15.6	11.1	6.8	-12.2	-21.8	3.5	5.5	21.4	39.0	-25.0
지배주주순이익	4.0	7.1	4.2	-14.4	-14.4	-6.2	6.5	9.6	18.4	0.8	-1.3
<i>YoY</i>											
매출액	15.2	17.8	-8.9	15.3	-18.4	-14.0	6.6	4.0	21.6	8.4	-4.7
영업이익	176.4	96.7	-16.3	적전	적전	-165.9	-17.0	흑전	5.2	0.9	-92.4
지배주주순이익	-12.8	184.7	-57.4	적전	적전	-187.3	56.1	흑전	186.6	-95.6	적전

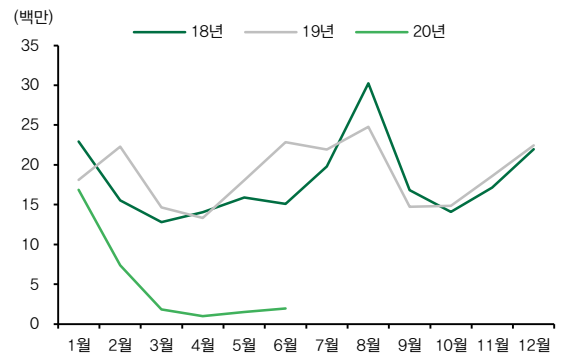
자료: 제이콘텐츠리, DB금융투자

도표 85. 20년 J con 드라마 시청률



자료: 닐슨코리아, DB금융투자

도표 86. 국내 영화 관람객 추이 (4월 바둑)



자료: 영진위, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	342	237	293	354	373
현금및현금성자산	142	64	107	134	151
매출채권및기타채권	91	101	103	125	126
재고자산	33	26	29	38	40
비유동자산	479	925	874	873	895
유형자산	209	258	247	253	276
무형자산	87	134	94	87	86
투자자산	82	99	99	99	99
자산총계	821	1,162	1,182	1,242	1,283
유동부채	271	339	367	380	392
매입채무및기타채무	129	119	147	159	172
단기차입금및단기차채	63	72	72	72	72
유동성장기부채	56	99	99	99	99
비유동부채	129	402	402	402	402
시차및장기차입금	80	51	51	51	51
부채총계	400	741	769	782	794
자본금	72	72	82	82	82
자본잉여금	158	154	154	154	154
이익잉여금	95	83	70	107	129
비지배주주지분	84	102	98	109	115
자본총계	421	421	413	461	489

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	25	40	157	147	157
당기순이익	26	11	-17	47	28
현금유출이없는비용및수익	67	115	176	138	157
유형및무형자산상각비	42	88	140	101	101
영업관련자산부채변동	-54	-59	15	-21	6
매출채권및기타채권의감소	-8	-8	-2	-22	-1
재고자산의감소	-9	-6	-3	-9	-2
매입채무및기타채무의증가	1	20	28	13	12
투자활동현금흐름	-48	-101	-88	-100	-119
CAPEX	-29	-70	-89	-100	-123
투자자산의순증	-1	-18	0	0	0
재무활동현금흐름	115	-16	-11	-21	-21
시차및차입금의 증가	-34	339	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	155	-4	10	0	0
배당금지급	-1	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-15	0	0
현금의증가	92	-78	43	27	17
기초현금	49	142	64	107	134
기말현금	142	64	107	134	151

자료: 제이콘텐트리 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	511	554	528	692	737
매출원가	274	314	278	376	402
매출총이익	237	240	250	316	335
판매비	203	204	248	257	262
영업이익	35	35	3	59	73
EBITDA	77	124	142	159	174
영업외손익	-2	-15	-4	5	-10
금융손익	-4	-9	-5	-1	-5
투자손익	0	-1	2	7	0
기타영업외손익	2	-5	-1	-1	-5
세전이익	34	21	-1	64	63
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	11	-17	47	28
지배주주지분순이익	18	1	-13	37	22
비지배주주지분순이익	7	10	-4	11	6
총포괄이익	30	13	-17	47	28
증감률(%YoY)					
매출액	21.6	8.4	-4.7	31.0	6.6
영업이익	4.2	1.9	-92.4	2,081.5	23.7
EPS	171.9	-94.6	적전	흑전	-40.4

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,448	78	-831	2,288	1,363
BPS	23,391	22,129	19,249	21,486	22,818
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	30.8	494.4	NA	14.2	23.9
P/B	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.8	9.1	7.4	6.5	5.9
수익성(%)					
영업이익률	6.8	6.4	0.5	8.5	9.9
EBITDA마진	15.1	22.3	27.0	23.0	23.6
순이익률	5.0	1.9	-3.3	6.9	3.8
ROE	7.4	0.3	-4.2	11.0	6.0
ROA	3.4	1.1	-1.5	3.9	2.2
ROC	8.5	3.4	7.3	6.4	4.7
안정성및기타					
부채비율(%)	95.1	176.2	186.1	169.7	162.4
이자보상배율(배)	4.2	2.5	0.1	2.9	3.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%), 중립(12.7%), 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

제이콘텐트리 현주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/10/01	Buy	82,000	-93.7 -92.3				
18/11/08	Buy	72,000	-93.1 -92.0				
19/08/09	Buy	55,000	-36.3 -31.8				
19/09/11	Buy	48,000	-22.6 -9.3				
20/03/24	Buy	32,000	-1.0 10.8				
20/05/11	Buy	41,000	-				

NR

키이스트

054780

목표주가 - 현재주가(06/22) 12,250원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 06. 24

드라마 사냥을 시작한 하이에나

종합 미디어/엔터사: 드라마 및 영화를 제작하는 콘텐츠 제작 사업부, 손현주, 주지훈 등의 연예인을 발굴 및 관리하는 매니지먼트 사업부, 한류 아티스트의 일본 내 매니지먼트와 한류 채널을 운영하는 해외 엔터테인먼트 사업을 영위하고 있다. 19년 기준 부문별 비중은 매니지먼트 16%, 제작 22%, 해외엔터 62% 였으나, 1Q20에는 매니지먼트 11%, 제작 49%, 해외엔터 40%로 콘텐츠 제작 사업부의 성장이 눈에 띈다.

콘텐츠 제작 사업이 주요 성장 전략: 콘텐츠 제작 사업부의 매출 대비 비중을 60%까지 높이는 것이 단기 사업 목표며, 20년부터 변화가 많은 것으로 보인다. 꾸준히 연간 4~6편의 국내 콘텐츠 제작함과 더불어 글로벌 시즌제 콘텐츠 제작까지 시도하고 있다. 실제로 하반기 공개되는 넷플릭스 오리지널 보건교사 안은영을 통해 중소형사 중 에이스토리 다음으로 해외 OTT 문을 열었다. 제작비 약 65억원에 마진율 10%가 19년에 실적에 반영된 것으로 추정된다. 연말~21년에는 K-POP 소재의 넷플릭스 오리지널도 제작 예정이다. 20년 초 하이에나로 자체 IP 확보까지 성공하며, 중소형 제작사의 수익 구조 한계점을 넘어가는 단계에 있는 것으로 판단된다.

20년 흑자전환 기대해본다: 1Q20에는 매출 35%yoy 상승, 영업이익의 흑자 전환에 성공했는데 주요 원인은 콘텐츠 제작 매출이 155억원(+49.1%yoy)으로 큰 폭의 성장을 이루었기 때문이다. 첫 보유 IP인 하이에나로 SBS 편성, Netflix 동시 방영 등으로 판권 판매한 영향이 큰 것으로 분석 된다. 하이에나 제작비 약 150억원에 마진율은 약 20%가 반영된 것으로 추정된다. 20년에는 제작 기준 4~5편, 방영기준 5~6편으로 18~19년 평균 3편 대비 많은 작품이 제작/편성 예정이며 마진율이 높은 IP보유작의 기여, 넷플릭스 오리지널의 반영 등으로 영업이익 기준 전년대비 흑자 전환이 가능할 것으로 전망된다.

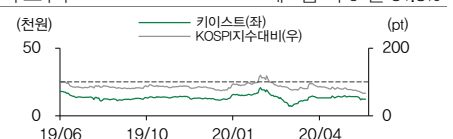
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	106	93	106	104	100
(증가율)	19.1	-12.3	14.0	-1.9	-3.8
영업이익	8	0	1	-2	-2
(증가율)	0.0	-100.0	NA	적전	적지
지배주주순이익	4	-7	-1	-8	-8
EPS	239	-421	-71	-510	-485
PER (H/L)	135.7/52.2	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA
PBR (H/L)	10.2/3.9	5.9/3.3	4.8/2.7	8.5/3.4	10.1/4.0
EV/EBITDA (H/L)	25.5/10.0	15.5/9.1	7.8/4.8	14.1/6.7	14.5/7.1
영업이익률	7.3	-0.3	0.9	-2.3	-1.5
ROE	8.0	-13.1	-2.2	-16.5	-17.4

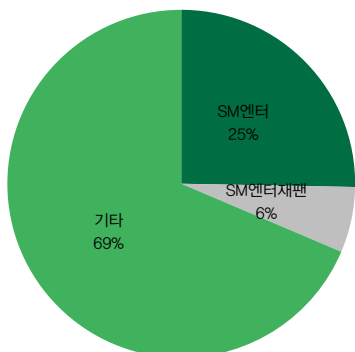
Stock Data

52주 최저/최고	6,800/20,775원
KOSDAQ /KOSPI	742/2,141pt
시가총액	2,100억원
60일-평균거래량	5,247,944
외국인지분율	9.0%
60일-외국인지분율변동추이	-2.9%p
주요주주	에스엠 외 6 인 31.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-13.4	72.0	-31.6
상대기준	-18.7	-0.7	-33.8

도표 87. 키아트 주주 구성



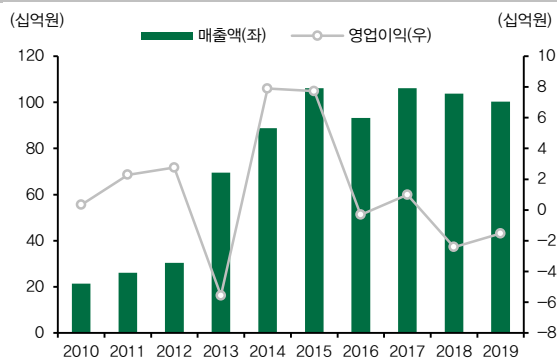
자료: 키아트, DB금융투자
주: 1Q20 기준

도표 88. 키아트 회사 개요

구분	내용
대표이사	박성혜
직원 수	180명 (계열사 포함)
설립 연도	2004년 06월
상장 연도	2006년 03월 (KOSDAQ)
최대 주주	(주)에스엠엔터테인먼트 (25.3%)
자사 및 계열사	국내 연결: 오보이프로젝트 해외 연결: 스트림미디어코퍼레이션 (JASDAQ)

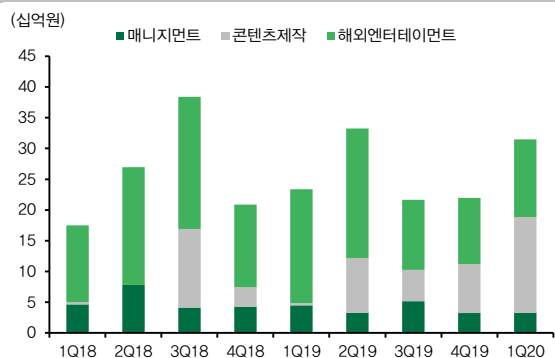
자료: 키아트, DB금융투자
주: 1Q20 기준

도표 89. 연간 매출액 및 영업이익 추이



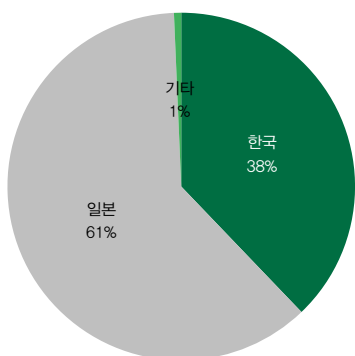
자료: 키아트, DB금융투자

도표 90. 분기별 매출액 추이; 콘텐츠 제작 수익 점차 확대



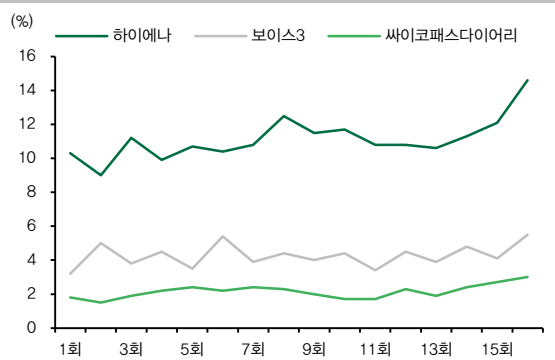
자료: 키아트, DB금융투자

도표 91. 키아트 지역별 매출액 (19년)



자료: 키아트, DB금융투자

도표 92. 키아트 19~20년 드라마 시청률



자료: AGB, DB금융투자

도표 93. 키이스트 20년 드라마 라인업 (방영 기준)

제목	플랫폼	방영 시기	주연
하이에나	SBS/Netflix	20.02.21~04.11	김혜수, 주지훈
보건교사 안은영	Netflix	3Q20	정유미, 남주혁
나의 위험한 아내	MBN	3Q20	김정은, 최원영
HUSH	JTBC	4Q20	황정민, 임윤아
학원왕(가제)	JTBC	4Q20	
내 이웃의 속삭임	미확정	하반기 또는 21년	
K-POP 드라마(가제)	Netflix	하반기 또는 21년	
보이스4	OCN	21년	이하나

자료: 키이스트, DB금융투자

도표 94. 키이스트 부문별 실적 추이

(단위:십억원%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	33.3	21.7	21.9	31.5	106.2	103.7	100.2
매니지먼트	4.7	7.8	4.2	4.3	4.5	3.3	5.2	3.2	3.3	21.2	21.0	16.2
콘텐츠 제작	0.4	0.0	12.8	3.2	0.4	8.9	5.1	7.9	15.5	6.7	16.3	22.4
해외 엔터테인먼트	12.5	19.1	21.5	13.4	18.5	21.1	11.4	10.8	12.7	78.4	66.5	61.7
지역별												
한국	5.1	7.3	16.8	8.3	4.7	12.0	10.2	11.1	13.9	27.3	37.4	37.5
일본	12.4	19.1	21.4	13.3	18.5	21.0	11.4	10.7	12.7	78.7	66.2	61.6
기타	0.0	0.6	0.2	-0.7	0.2	0.2	0.1	0.1	4.9	0.1	0.1	0.7
영업이익	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	0.7	-0.5	-0.5	2.4	1.0	-2.4	-1.5
OPM	1.1	-0.9	2.2	-13.8	-5.1	2.2	-2.5	-2.3	7.6	0.9	-2.3	-1.5
당기순이익	0.3	-0.6	0.9	-9.1	-1.0	0.4	-0.3	-9.8	2.4	0.2	-8.4	-10.7
YoY												
매출액	-18.1	-18.4	53.7	-4.1	33.6	23.3	-43.6	-5.9	34.7	11.2	2.3	-5.6
영업이익	흑전	적전	7.0	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	흑전	적전	적지
당기순이익	흑전	적전	-92.6	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	흑전	적전	적지

자료: 키이스트, DB금융투자

주: 20년은 시장 예상치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	56	65	64	51	61
현금및현금성자산	18	23	34	20	13
매출채권및기타채권	10	9	7	8	5
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	40	45	42	52	48
유형자산	2	3	4	3	3
무형자산	29	31	29	32	33
투자자산	6	5	5	13	4
자산총계	96	111	106	103	108
유동부채	21	25	25	22	21
매입채무및기타채무	11	13	13	10	11
단기차입금및단기차입	0	0	0	0	0
유동상장기부채	0	0	1	0	0
비유동부채	3	4	3	3	19
사채및장기차입금	1	1	0	0	12
부채총계	25	29	28	26	40
자본금	8	8	8	9	9
자본잉여금	38	38	38	54	54
이익잉여금	6	0	-1	-8	-17
비지배주주지분	23	31	30	26	24
자본총계	72	82	79	77	68

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	13	9	35	21	23
당기순이익	6	-7	0	-8	-11
현금유출이없는비용및수익	14	30	28	34	42
유형및무형자산상각비	11	18	25	26	28
영업관련자산부채변동	-4	-8	8	-3	-5
매출채권및기타채권의감소	-2	-3	-2	1	2
재고자산의감소	0	-1	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-1	0	5	-3	0
투자활동현금흐름	-15	-18	-21	-42	-45
CAPEX	1	2	1	1	2
투자자산의순증	-1	1	0	-8	9
재무활동현금흐름	5	13	0	6	14
사채및차입금의 증가	-1	0	0	-1	18
자본금및자본잉여금의증가	5	0	0	16	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	1	-3	2	1
현금의증가	4	5	11	-14	-7
기초현금	14	18	23	34	20
기말현금	18	23	34	20	13

자료: 키이스트, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	106	93	106	104	100
매출원가	84	78	89	88	86
매출총이익	22	15	17	15	14
판매비	14	15	16	18	16
영업이익	8	0	1	-2	-2
EBITDA	18	18	26	24	26
영업외손익	0	-4	-1	-6	-9
금융손익	0	0	0	0	-4
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	-1	-6	-5
세전이익	7	-5	0	-9	-10
중단사업이익	0	-1	0	0	0
당기순이익	6	-7	0	-8	-11
지배주주지분순이익	4	-7	-1	-8	-8
비지배주주지분순이익	2	0	1	0	-2
총포괄이익	8	-5	-4	-7	-9
증감률(%YoY)					
매출액	19.5	-12.2	13.9	-2.3	-3.4
영업이익	-2.1	적전	흑전	적전	적지
EPS	-39.6	적전	적지	적지	적지

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	239	-421	-71	-510	-485
BPS	3,164	3,270	3,126	3,009	2,552
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	73.2	NA	NA	NA	NA
P/B	5.5	3.9	3.6	4.4	4.7
EV/EBITDA	14.2	10.6	6.3	9.3	7.9
수익성(%)					
영업이익률	7.3	-0.3	0.9	-2.3	-1.5
EBITDA마진	17.4	19.5	24.0	23.0	26.3
순이익률	5.7	-7.4	0.2	-8.1	-10.7
ROE	9.1	-9.0	0.2	-10.9	-14.8
ROA	6.7	-6.7	0.1	-8.1	-10.2
ROC	12.0	-0.7	1.1	-4.2	-2.6
안정성및기타					
부채비율(%)	34.3	35.3	35.4	33.5	59.3
이자보상배율(배)	69.0	-3.9	14.4	-15.7	-5.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

키이스트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------

에이스토리

241840

목표주가 - 현재주가(06/22) 7,100원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 06. 24

좀비가 지리산을 오를 때까지

넷플릭스 오리지널 맛집: 시그널, 백일의 낭군님 등 히트작 뿐만 아니라 국내 최초 넷플릭스 오리지널 시리즈인 킹덤과 첫사랑은 처음이라서 제작사로 알려져 있다. 킹덤과 시그널의 이영화 PD 등 PD 인력 15명, 싸인/시그널/킹덤을 집필한 김은희 작가를 비롯한 작가&감독 인력 약 29명이 소속돼있다.

킹덤, 그 이후가 궁금해: 넷플릭스 오리지널 작품의 흥행 여부는 공식적으로 공개되지 않지만, 넷플릭스가 1Q19 실적 발표에서 킹덤이 개봉과 동시에 전 세계 시청 구독자가 수백만명에 이른다고 밝힌 바 흥행에 성공한 것으로 보인다. 20년 초에는 킹덤2가 방영됐고, 추후 IP를 활용해 게임 출시도 예정돼있다. 글로벌 레퍼런스를 확보한 점은 긍정적이지만, 킹덤 이후 20년은 조용하다. 김은희 작가의 차기작 '지리산'이 회당 제작비 약 20억원 수준의 텐트폴 작품으로 기대작이지만 21년 방영될 것으로 예상되기 때문이다. 빅마우스도 연말 방영 예정이었으나, 역시 21년으로 이연될 가능성이 높은 것으로 보여, 20년 보다는 대작 및 OTT향 콘텐츠가 기대되는 21년에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

단기 실적보다는, 중장기적으로 보자: 1Q20에는 영업이익 -0.9억원으로 전년대비 적자전환을 시현했다. MBC 하자있는 인간들 1월 방영분이 반영됐음에도 불구하고, 킹덤2 매출이 대부분 19년에 인식돼 정착 1Q20에는 타라인이 역성장했기 때문이다. 하반기 자살파 편성이 확정된 '바람피면 죽는다'까지 총 1.5~2편만이 20년 실적에 반영될 예정이어서, 20년 손익의 긍정적인 개선은 어려울 것으로 전망된다. 미국 및 일본과의 공동 제작으로 코리아타운, 호텔 워버튼 등이 예정돼있지만 중장기적인 투자포인트로 볼 필요가 있다. 킹덤3, 시그널2 또는 새로운 오리지널 등의 체결 소식을 확인해가며 점진적으로 접근하자.

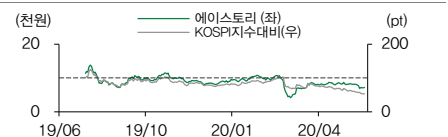
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

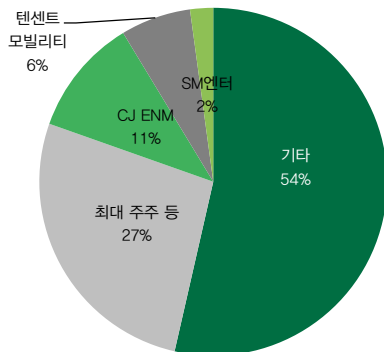
FYE Dec	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	19	27	20	46	28
(증가율)	NA	42.1	-25.9	130.0	-39.1
영업이익	1	1	-3	1	-1
(증가율)	NA	0.0	적전	흑전	적전
지배주주순이익	1	1	-2	2	-1
EPS	199	108	-334	314	-143
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA / NA	NA/NA	NA / NA
PBR (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	NA/NA	3.7/1.7
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	NA/NA	456.0/233.4
영업이익률	7.2	3.3	-13.5	2.6	-3.8
ROE	21.1	10.2	-26.4	19.9	-4.6

52주 최저/최고	4,120/13,850원
KOSDAQ /KOSPI	742/2,141pt
시가총액	666억원
60일-평균거래량	395,130
외국인지분율	0.5%
60일-외국인지분율변동주이	+0.1%p
주요주주	이에스프로덕션 외 1인 26.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-13.2	62.3	0.0
상대기준	-18.6	-6.3	0.0

도표 95. 에이스토리 주주 구성



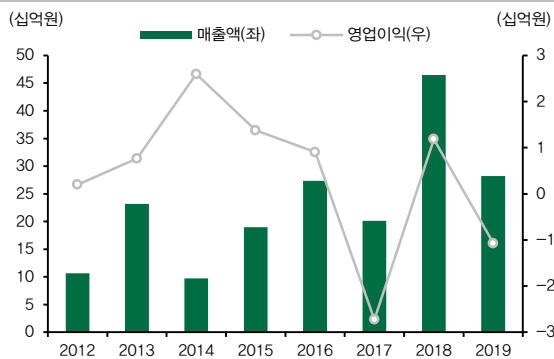
자료: 에이스토리, DB금융투자
주: 1Q20 기준

도표 96. 에이스토리 회사 개요

구분	내용
대표이사	이상백
직원 수	25명
설립 연도	2004년 01년 06일
상장 연도	2019년 07월 19일
자본금	4,659백만원
최대주주	이에스프로덕션 13.4% 특수관계인 대표이사 이상백 12.9%

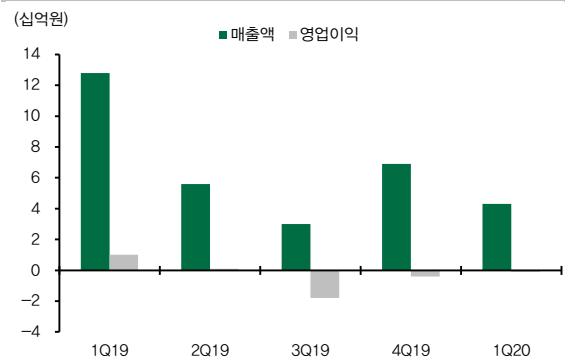
자료: 에이스토리, DB금융투자
주: 1Q20 기준

도표 97. 연간 매출액과 영업이익 추이



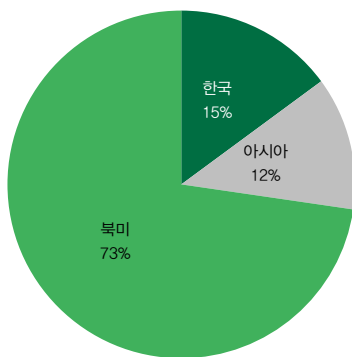
자료: 에이스토리, DB금융투자

도표 98. 분기별 매출액과 영업이익 추이



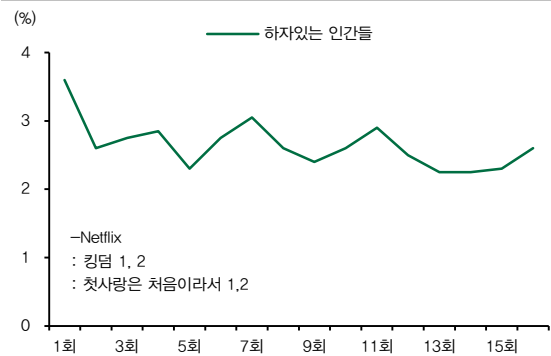
자료: 에이스토리, DB금융투자

도표 99. 지역별 매출액 (19년 기준)



자료: 에이스토리, DB금융투자

도표 100. 에이스토리 19~20년 시청률 추이



자료: AGB, DB금융투자

도표 101. 에이스토리 20-21년 드라마 라인업(방영 기준)

제목	플랫폼	방영 시기	주연
킹덤2	Netflix	20.03.13	주지훈, 배우나
바람피면 죽는다	KBS	20.10~11	조여정, 고준
빅마우스	미확정	연말 또는 21년	
지리산	미확정	21년	*김은희 작가

자료: 에이스토리, DB금융투자

도표 102. 에이스토리 부문별 실적 추이

(단위:십억원%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019	2020E
매출액	12.8	5.6	3	6.9	4.3	20.1	46.4	28.3	33.1
제작매출	12.5	4.8	2.7	5.4	3.5	19.7	39.2	25.4	
유통매출	0.3	0.8	0.3	1.5	0.9	0.4	7.2	2.9	
지역별									
한국	0.1	0.1	0	4	3.8	6.3	28.1	4.2	
아시아	1.5	0.9	0.6	0.5	0.0	5.7	4.4	3.5	
북미	11.1	4.6	2.4	2.4	0.5	8.1	13.9	20.5	
영업이익	1	0.1	-1.8	-0.4	-0.1	-2.7	1.2	-1.1	1.2
OPM	7.8	1.8	-60	-5.8	-2.1	-13.4	2.6	-3.9	11.7
당기순이익	1.4	0	-1.8	-0.8	0.2	-2.4	2.3	-1.2	1.2
YoY									
매출액			-50.8	-59.9	-66.4		130.8	-39.0	23.3
영업이익			적확	적전	적전		흑전	적전	흑전
당기순이익			적확	적전	-89.3		흑전	적전	흑전

자료: Delatguide, Bloomberg, DB금융투자

주: 20년은 시장 예상치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	8	5	8	11	32
현금및현금성자산	3	2	4	5	2
매출채권및기타채권	0	2	2	5	5
재고자산	3	0	1	0	3
비유동자산	4	5	6	8	9
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	1	0
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	12	10	14	19	40
유동부채	4	1	4	5	1
매입채무및기타채무	0	0	0	1	1
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동상장기부채	0	0	1	0	0
비유동부채	2	1	0	1	0
사채및장기차입금	2	1	0	1	0
부채총계	6	2	4	7	2
자본금	0	3	4	4	5
자본잉여금	3	1	6	6	32
이익잉여금	2	3	1	3	2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6	8	11	13	39

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	0	0	-3	1	-8
당기순이익	1	1	-2	2	-1
현금유출이없는비용및수익	1	1	2	11	3
유형및무형자산상각비	0	0	0	3	1
영업관련자산부채변동	-1	-2	0	-10	-9
매출채권및기타채권의감소	2	-2	0	-3	0
재고자산의감소	-3	3	-1	1	-3
매입채무및기타채무의증가	0	0	0	1	-1
투자활동현금흐름	0	0	0	0	-21
CAPEX	0	0	0	0	0
투자자산의순증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-1	0	5	0	25
사채및차입금의 증가	3	-2	0	0	-1
자본금및자본잉여금의증가	3	2	5	0	27
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-1	0	2	1	-3
기초현금	3	3	2	4	5
기말현금	3	2	4	5	2

자료: 에이스토리, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	19	27	20	46	28
매출원가	16	24	21	43	26
매출총이익	636	796	1,672	1,904	2,052
판관비	398	467	967	1,106	1,183
영업이익	237	329	705	798	869
EBITDA	272	361	737	830	902
영업외손익	2	17	18	39	46
금융손익	20	11	14	24	31
투자손익	-2	7	3	3	4
기타영업외손익	-16	-1	1	12	11
세전이익	240	346	723	838	915
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	166	271	550	637	696
지배주주지분순이익	165	272	547	634	692
비지배주주지분순이익	1	-1	3	3	3
총포괄이익	171	329	550	637	696
증감률(%YoY)					
매출액	-0.1	17.3	92.8	12.3	7.6
영업이익	-14.6	38.4	114.4	13.2	8.9
EPS	-28.1	64.6	100.9	15.9	9.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	199	108	-334	314	-143
BPS	924	1,174	1,425	1,730	4,143
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	NA	NA
P/B	NA	NA	NA	NA	2.2
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	291.2
수익성(%)					
영업이익률	7.2	3.3	-13.5	2.6	-3.8
EBITDA마진	7.3	3.4	-13.4	10.0	1.0
순이익률	6.4	2.6	-12.2	5.0	-4.2
ROE	21.1	10.2	-26.4	19.9	-4.6
ROA	10.3	6.5	-20.4	13.7	-4.0
ROC	13.4	9.2	-27.9	18.6	-5.4
안정성및기타					
부채비율(%)	105.1	21.7	36.1	52.2	4.3
이자보상배율(배)	9.4	7.5	-189.9	22.5	-37.8
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

에이스토리 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

연구원 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
Mid-small caps	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo



산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체/IT소재장비	여규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구위원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	정승훈 수석연구위원	3460	shjung
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구위원	3385	realjun20



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터화관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.