

미디어

Overweight (신규)

CONTENT KINGDOM



Top Pick

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤 (253450)	Buy (신규)	105,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
콘텐츠리중앙 (036420)	Buy (신규)	43,000원
에이스토리 (241840)	Not Rated	-
팬엔터테인먼트 (068050)	Not Rated	-



Contents

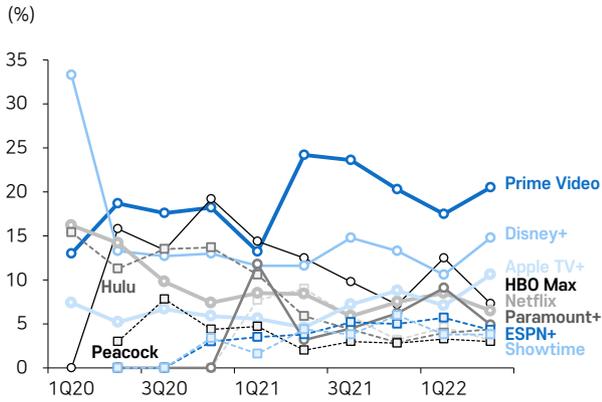
Summary	3
Key Chart	4
1. 글로벌 OTT 왕좌의 게임	7
1) 해외 OTT 동향: 성장을 멈춘 넷플릭스?	7
2) OTT를 위협하는 FAST의 성장	11
3) 글로벌 K콘텐츠 소비 트렌드	14
2. 전환기를 맞이한 국내 콘텐츠 산업	23
1) 국내 OTT 동향: 시장 재편 가속화	23
2) 국내 콘텐츠 제작 환경의 변화	30
3) 급변하는 시장 환경 속 기회 요인	35
3. 콘텐츠 투자전략 및 Valuation	41
1) 미디어/콘텐츠 투자 아이디어	41
2) 투자의견 및 Valuation	45
기업분석	
스튜디오드래곤(253450) 용비어천가	50
콘텐츠리중앙(036420) 명확한 방향성	56
에이스토리(241840) 한국형 IP의 성공 사례	65
팬엔터테인먼트(068050) 팬(Pan)덤 속으로	71

Summary

<p>Netflix 위기에도 OTT 성장 지속, 새로운 트렌드 FAST의 약진</p>	<p>경쟁 플랫폼의 공격적인 확장 전략에 넷플릭스는 선점효과를 상실하며 11년만에 구독자수 감소를 기록했다. 하지만, 미국 스트리밍 서비스 시장은 지난 7월 미국 TV 시청률 조사에서 케이블TV를 처음으로 역전하며 여전히 성장하고 있음을 증명했다. 최근 미국 스트리밍 서비스 시장 최대 화두는 FAST의 약진이다. 광고 기반 무료 스트리밍 서비스 FAST의 성장으로 기존 플랫폼 외에도 스마트TV 제조사, 대형 OTT 사업자까지 뛰어들며 전체 스트리밍 시장에 활기를 불어넣고 있다.</p>
<p>Netflix 제작 국가별 점유율이 급등하고 있는 한국 콘텐츠</p>	<p>넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율에서 한국 콘텐츠의 성장은 기대 이상이다. 한국 콘텐츠 점유율은 2021년 3분기 누적 4.5%에서 2022년 3분기 누적 13.1%로 급등했다. 소위 '대박'난 일부 콘텐츠의 성과가 아니라 장르에 무관하게 모든 한국 드라마에 대한 글로벌 선호도가 높아진 걸 알 수 있다. 상위 트래픽을 유발하는 콘텐츠에 대한 합리적 보상을 제공하는 과정에서 국내 제작사들에 대한 수익성 우려는 해소될 전망이다.</p>
<p>국내 OTT 시장 재편 가속화</p>	<p>현재 국내 OTT 시장은 2010년대 초반 유료방송 시장 상황과 유사하다. 2021년 국내 유료방송 대비 OTT 가입자 비중은 74.4%로 성장 잠재력은 유효하나 최근 성장에 부침을 겪는 중이다. 경쟁 심화로 국내 OTT 시장도 결국 자본력과 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 티빙, 웨이브, 쿠팡플레이 등 대형 사업자 위주로 재편될 전망이다.</p>
<p>국내 콘텐츠 제작 환경의 변화 & 유리천장을 깬 <우영우></p>	<p>글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠 수급 경쟁은 이제 시작이며, 협상력이 높아진 국내 제작사들은 더 높은 마진을 보장 받거나 직접 IP를 보유해 부가가치를 창출하는 일이 가능해졌다. <이상한 변호사 우영우>는 이러한 과도기적 시기에 한국형 IP의 가능성을 보여준 첫 성공 사례다. 해외 방영권 판매와 리메이크 제작, 굿즈와 웹툰, 연극으로 IP를 확장하며 기존 수익 모델의 한계를 뛰어넘었다.</p>
<p>제작 환경 개선에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능</p>	<p>국내 미디어/콘텐츠 업종은 글로벌 OTT와의 협상력 강화, 방영편수 감소 등 슬림화를 통한 콘텐츠 제작편수 증가, 시즌제 드라마 라인업의 확대, 비전통적 제작사들의 시장 진입, VFX 등 첨단 기술을 활용한 제작시간/제작비용 단축 등 제작 환경의 변화로 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.</p>
<p>Top Pick: 스튜디오드래곤 차선호주: 에이스토리, 팬엔터</p>	<p>국내 미디어/콘텐츠 업종에 대한 투자 의견 Overweight를 제시하며, Top Pick은 스튜디오드래곤, 차선호주는 에이스토리와 팬엔터테인먼트를 제시한다. 스튜디오드래곤은 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 현지 제작이 본격화되며, 글로벌 OTT와의 재협상을 통해 수익성 강화에 나설 전망이다. 에이스토리는 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만든 <이상한 변호사 우영우> 관련 수익이 2023년까지 지속되며, 축적된 IP 활용 노하우를 통한 작품당 리쿱을 개선이 예상된다. 팬엔터테인먼트는 <가우스전자>를 시작으로 4~5편의 작품을 기획/제작 중이며, 대부분의 작품 IP를 직접 보유하기로 한 결정으로 매출액 성장에 따른 이익 레버리지가 가능하다.</p>

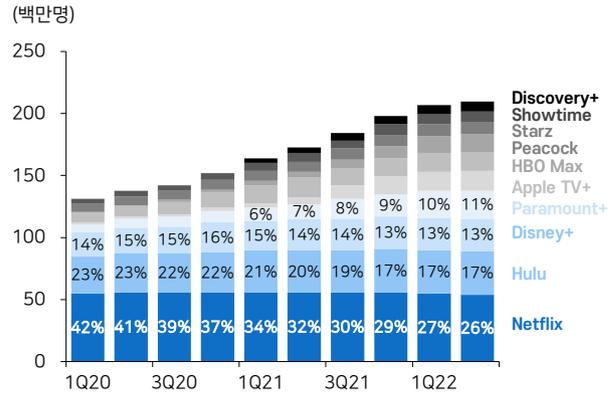
Key Chart

그림1 미국 SVOD 신규 가입자 점유율: 넷플릭스의 부진



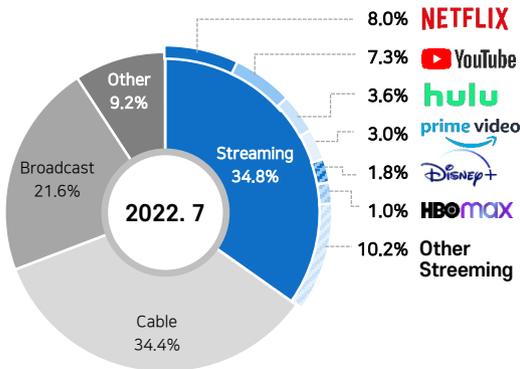
자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 SVOD 가입자수(점유율): OTT 시장 성장은 지속



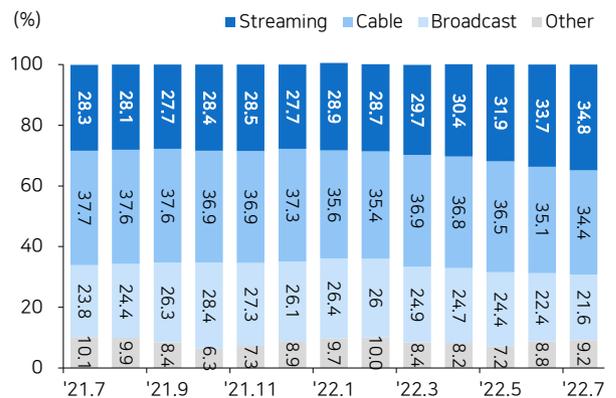
자료: Antenna, 메리츠증권 리서치센터

그림3 케이블TV 시청률을 처음으로 역전한 스트리밍 서비스



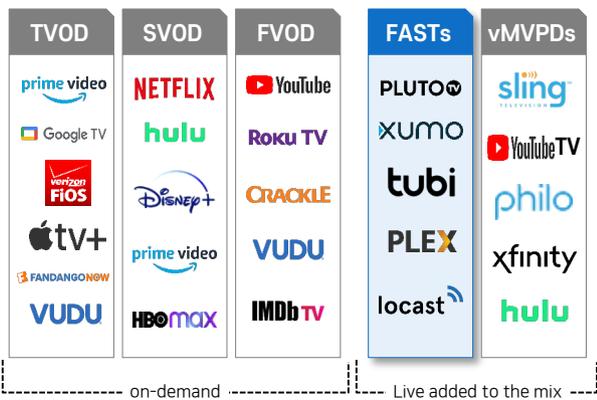
자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림4 플랫폼별 미국 TV 시청률 트렌드



자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림5 동영상 스트리밍 시장 내 독자적 영역을 구축한 FAST



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 무서운 속도로 스트리밍 성장을 주도하는 FAST



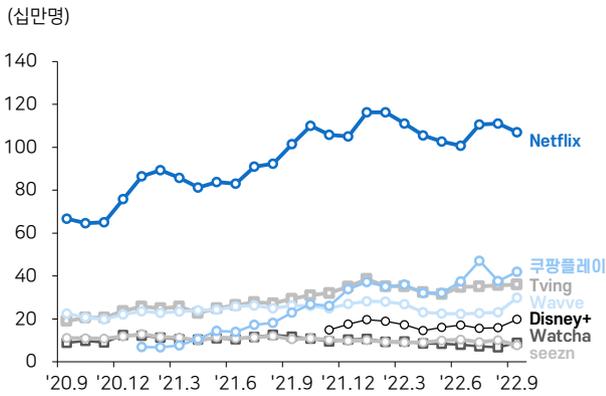
자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

표1 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율

순위	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
1	미국 (66.0%)	미국 (62.8%)	미국 (68.1%)	미국 (61.6%)	미국 (47.7%)	미국 (69.6%)	미국 (53.0%)	미국 (61.9%)	미국 (52.1%)	미국 (61.9%)
2	스페인 (12.8%)	멕시코 (8.0%)	영국 (10.3%)	영국 (11.8%)	멕시코 (11.9%)	스페인 (11.2%)	한국 (27.2%)	한국 (12.4%)	스페인 (12.7%)	한국 (16.4%)
3	영국 (7.2%)	영국 (7.1%)	한국 (4.8%)	프랑스 (8.8%)	스페인 (8.5%)	한국 (5.5%)	스페인 (6.2%)	영국 (10.6%)	한국 (10.4%)	영국 (5.1%)
4	독일 (3.8%)	독일 (6.1%)	독일 (3.8%)	이탈리아 (4.3%)	영국 (7.8%)	콜롬비아 (3.3%)	콜롬비아 (2.7%)	콜롬비아 (7.2%)	콜롬비아 (9.6%)	멕시코 (3.3%)
5	한국 (2.8%)	콜롬비아 (4.4%)	스페인 (2.6%)	한국 (2.9%)	한국 (5.1%)	프랑스 (2.3%)	캐나다 (1.8%)	멕시코 (3.2%)	영국 (7.8%)	스페인 (3.0%)
6	멕시코 (2.3%)	한국 (4.0%)	콜롬비아 (2.1%)	멕시코 (2.7%)	폴란드 (4.6%)	일본 (1.3%)	멕시코 (1.8%)	스페인 (2.8%)	멕시코 (2.3%)	이탈리아 (2.7%)
7	벨기에 (1.4%)	스페인 (3.3%)	프랑스 (2.0%)	아일랜드 (1.8%)	프랑스 (4.4%)	요르단 (1.0%)	일본 (1.8%)	이탈리아 (0.7%)	독일 (1.5%)	콜롬비아 (2.6%)
8	이탈리아 (1.1%)	일본 (1.8%)	러시아 (1.6%)	콜롬비아 (1.7%)	노르웨이 (2.8%)	캐나다 (1.0%)	덴마크 (1.7%)	브라질 (0.4%)	캐나다 (1.2%)	터키 (1.4%)
9	오스트리아 (0.8%)	덴마크 (1.0%)	멕시코 (1.5%)	독일 (1.5%)	일본 (2.7%)	멕시코 (0.9%)	노르웨이 (0.9%)	인도 (0.2%)	터키 (1.0%)	캐나다 (1.4%)
10	폴란드 (0.7%)	이탈리아 (0.9%)	일본 (1.3%)	스페인 (1.3%)	아이슬란드 (1.2%)	브라질 (0.6%)	프랑스 (0.3%)	터키 (0.2%)	폴란드 (0.5%)	호주 (0.8%)

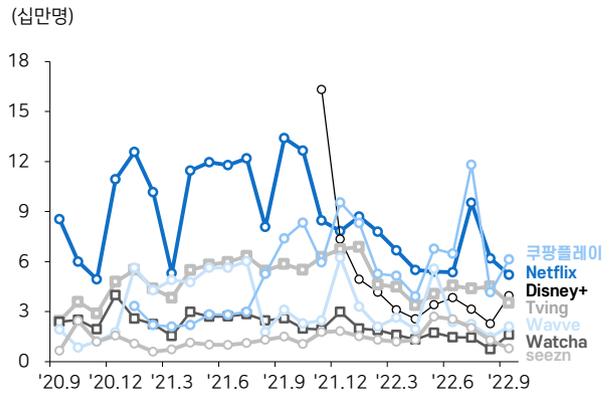
자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 주요 OTT 서비스 이용자수 추이



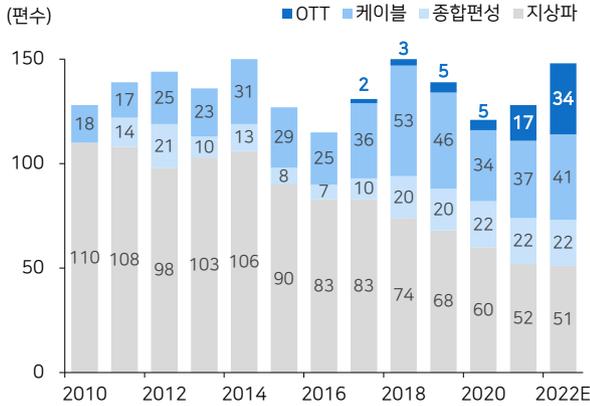
자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 주요 OTT 서비스 신규 설치자 추이



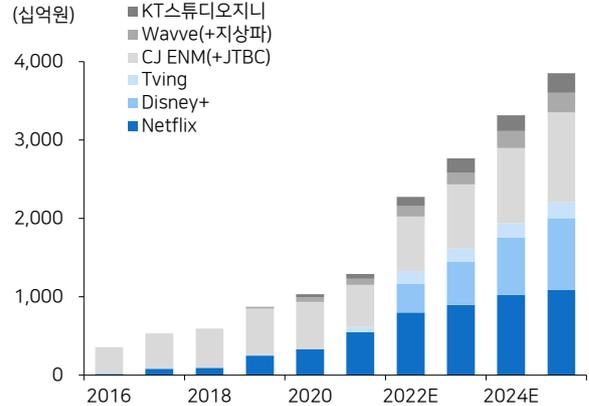
자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국내 드라마 제작 편수 추이 및 전망



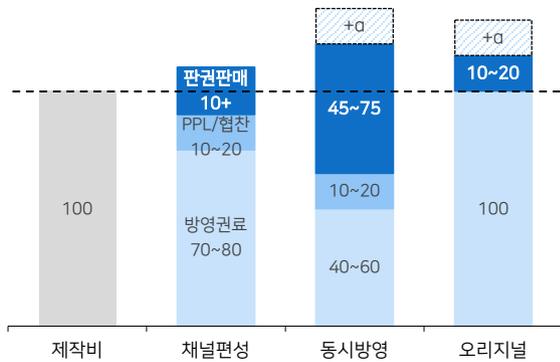
자료: Nielsen, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 콘텐츠 투자금액 전망



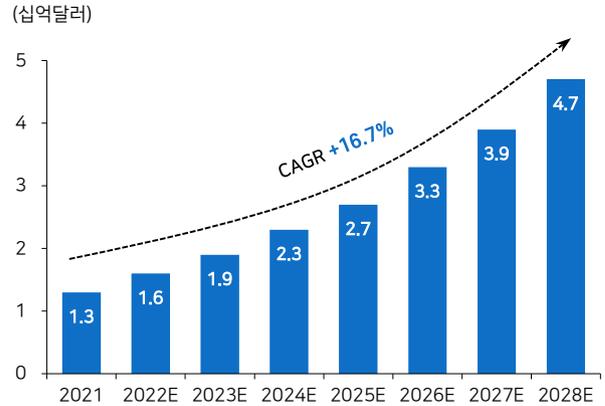
자료: 언론, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 글로벌 OTT와의 재계약을 통한 리쿱율 상승 기대



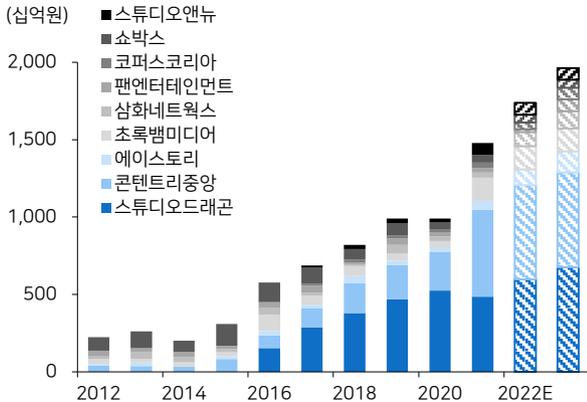
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 VFX 최신 기술 도입에 따른 제작시간/제작비 단축



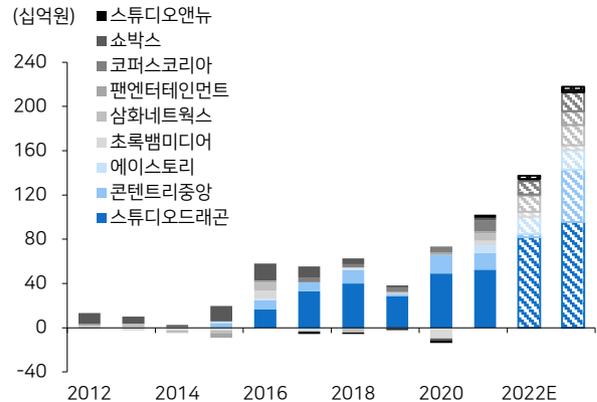
자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내 콘텐츠 제작사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국내 콘텐츠 제작사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤(253450)	Buy (신규)	105,000원
콘텐츠리중앙(036420)	Buy (신규)	43,000원
에이스토리(241840)	Not Rated	-
팬엔터테인먼트(068050)	Not Rated	-

Industry Indepth
2022. 10. 13

스튜디오드래곤 253450

용비어천가

▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **105,000 원**
현재주가 (10.12) **60,900 원**
상승여력 **72.4%**

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	18,279억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	10.69%
52주 최고/최저가	96,400원/60,900원
평균거래대금	74.5억원

주요주주(%)	
CJ ENM 외 3인	54.87
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.1	-33.0	-30.7
상대주가	-4.0	-8.8	-3.0

주가그래프



- ✓ 3Q22 연결 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- ✓ <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영 4Q22로 지연. 상각비 증가 부담 지속
- ✓ 4Q22 애플TV 오리지널 <The Big Door Prize> 방영 시작으로 해외 사업 본격화
- ✓ 2022년 연결 매출액 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)
- ✓ 넷플릭스 포함 글로벌 OTT와의 개선된 계약 조건은 중장기 수익성에 긍정적

3Q22 Preview: 상각비 증가 부담 지속

3Q22 연결 매출액은 1,510 억원(+30.1% YoY), 영업이익 172 억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 204 억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작한 <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영이 모두 4Q22로 지연되었고, 제작비 규모가 큰 <우리들의 블루스>, <환혼>의 무형자산상각비 증가로 수익성 측면에서는 다소 아쉬움이 남을 전망이다.

용의 머리가 되기 위한 여정

4Q22 스카이드انس(Skydance)와 공동 제작한 <The Big Door Prize>가 애플 TV를 통해 공개되며, 약 500 억원이 투입되는 제작비와 리쿱울 감안 시 약 30 억원의 수익 배분이 가능할 전망이다. <The Big Door Prize>는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 기대된다. 2022년 연결 매출액은 5,973 억원(+22.6% YoY), 영업이익 818 억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

투자이견 Buy, 적정주가 105,000원 제시

투자이견 Buy, 적정주가 105,000 원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA에 과거 3년 평균 EV/EBITDA 15.3 배를 적용해 산출했다. 넷플릭스와 재계약 논의는 지난 3년간 동사의 기여도를 감안해 볼 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022E	597.3	81.8	66.9	2,229	71.3	25,013	29.7	2.4	9.6	9.3	27.6
2023E	677.0	95.4	76.1	2,537	13.8	27,550	26.1	2.2	8.7	9.7	25.6
2024E	736.0	134.2	106.8	3,558	40.2	31,108	17.1	2.0	6.3	12.1	24.6

멀티 스튜디오 모델 구축

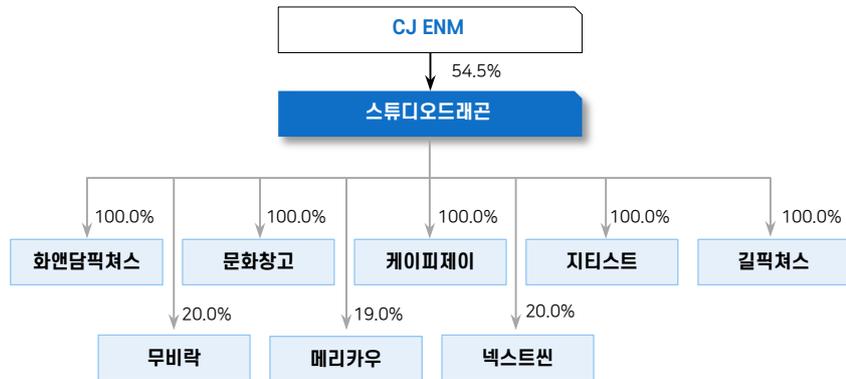
2006년 CJ ENM의 드라마 사업부로 시작한 스튜디오드래곤은 2016년 5월 물적 분할 후 2017년 11월 코스닥에 상장했다. 기존에는 없던 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스를 인수했다. 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십을 확대하고 있다.

표17 스튜디오드래곤의 멀티 스튜디오 전략

구분	스튜디오	지분율	금액(십억원)	소속작가	대표작품
2016. 06	화앤담픽쳐스	100%	31.6	김은숙 작가 등	태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
2016. 06	문화창고	100%	36.6	박지은 작가 등	별에서 온 그대, 사랑의 불시착
2016. 09	케이피제이	100%	15.1	김영현 작가 등	대장금, 아스달 연대기
2019. 04	지티스트	100%	25.1	노희경 작가 등	그들이 사는 세상
2022. 09	길픽쳐스	100%	미공개	박재범 작가 등	스토브리그, 원더우먼, 소년심판, 더 패블러스
2019. 09	무비락	20%	3.1		청년경찰, 증인
2019. 12	메리카우	19%	4.0	송재정 작가 등	알함브라 궁전의 추억, 나인
2022. 03	넥스트씬	20%	4.0	박신우 PD 등	남자친구, 호텔델루나, 스타트업

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림85 스튜디오드래곤 지배구조 현황

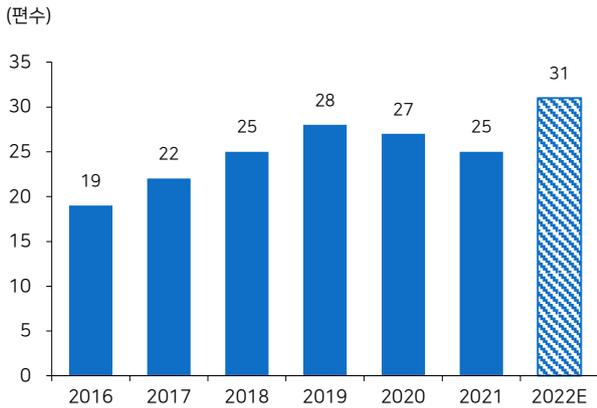


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

방영편수 증가와 더불어 해외 매출 비중의 증가

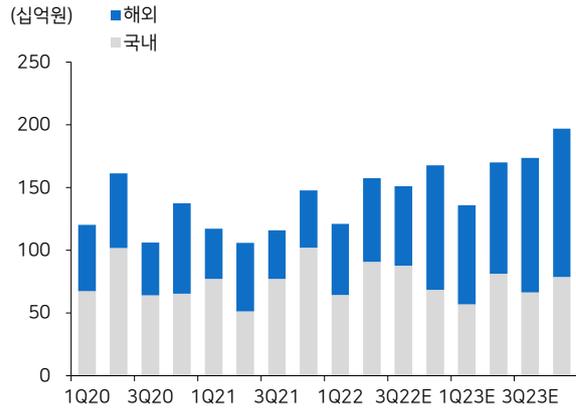
2022년 방영편수는 역대 최대인 31편을 전망하며, 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작이 본격화됨에 따라 전체 매출액 중 해외 비중이 가파르게 증가할 전망이다. 넷플릭스와 재계약을 논의 중이며, 지난 3년간의 기여도를 감안할 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

그림86 연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림87 국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표18 2022년 하반기 라인업

작품명	부수	제작사	배급사	감독	출연진
환혼 PART 1.	20부	TvN Netflix	TvN Netflix	<호텔델루나> 홍정은, 홍미란 작가	출연진 이재욱 정소민
아다마스	16부	TvN Disney+	TvN Disney+	최태강 작가	출연진 지성 서지혜
조선 정신과 의사 유세풍	12부	TvN	TvN	최민호 작가	출연진 김민재 김향기
개미가 타고 있어요	12부	Tving	Tving	<산후조리원> 윤수민, 김연지 이예림 작가	출연진 한지은 홍종현
유니콘	12부	Coupage Play	Coupage Play	유병재 작가	출연진 신하균 원진아
빅마우스	16부	MBC Disney+	MBC Disney+	김하람 작가	출연진 이중석 임윤아

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 105,000원 제시

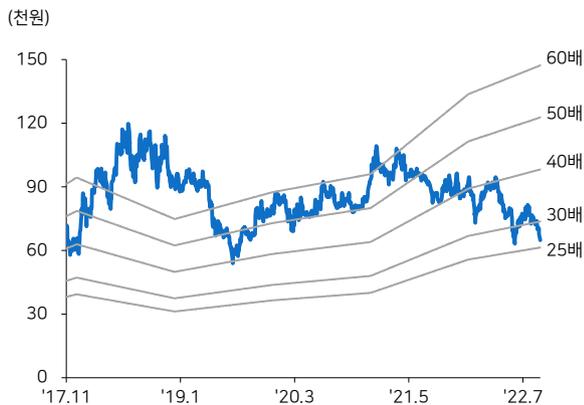
스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 105,000원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA에 과거 3년 평균 EV/EBITDA인 15.3배의 Target Multiple 을 적용했다. 3Q22 연결 매출액은 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치(영업이익 204억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연됐고, 대규모 제작비가 투입된 <우리들의 블루스>와 <환혼> 관련 상각비의 증가로 다소 아쉬운 수익성을 기록할 전망이다. 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개될 예정이며, 500억원이 투입되는 제작비와 리콥을 감안 시 약 30억원 수준의 수익 배분이 가능할 전망이다. <The Big Door Prize>는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 가능할 전망이다. 2022년 연결 매출액은 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

표19 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	208.5	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	15.3	과거 3년 평균
영업가치	3,199.1	
순차입금	60.1	
적정기업가치	3,139.1	
발행주식수(천주)	30,014	
적정주가(원)	104,587	

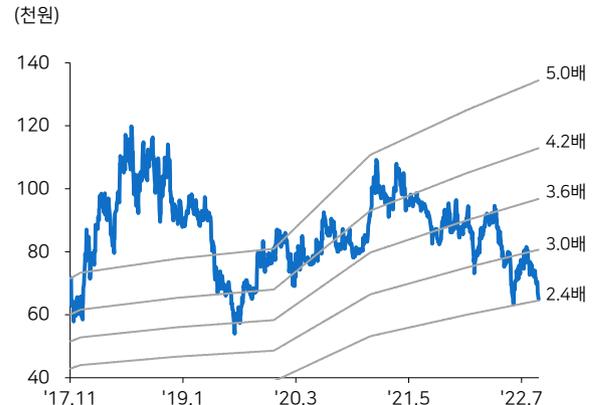
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림88 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림89 스튜디오드래곤 PBR 밴드차트

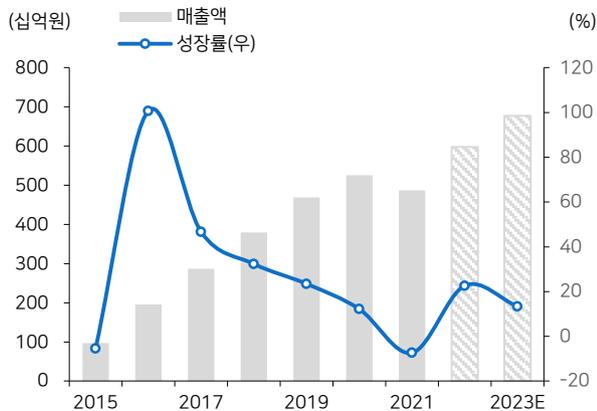


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	151.0	167.7	487.1	597.3	677.0
% YoY	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	48.6%	30.1%	13.4%	-7.3%	22.6%	13.3%
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	44.8	46.1	161.3	170.1	155.3
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	96.7	112.0	275.5	390.3	487.1
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	9.5	9.7	50.3	36.9	34.5
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	126.4	139.7	407.3	483.8	549.0
% YoY	-9.8%	-38.6%	11.9%	8.5%	2.4%	42.5%	33.0%	4.9%	-9.7%	18.8%	13.5%
제작원가	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	70.7	85.3	226.7	273.2	332.9
무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	33.8	25.9	95.2	114.6	115.9
기타	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	22.0	28.5	84.9	96.1	100.2
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	24.6	28.0	79.8	113.5	128.0
% YoY	41.9%	-6.9%	-1.3%	-1.7%	7.6%	74.0%	17.0%	90.0%	6.6%	42.3%	12.7%
GPm(%)	20.2%	19.2%	18.1%	10.0%	21.1%	22.5%	16.3%	16.7%	16.4%	19.0%	18.9%
판관비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.4	7.4	8.5	27.2	31.7	32.6
% YoY	13.7%	33.6%	21.0%	-19.1%	27.6%	28.3%	15.3%	1.6%	6.0%	16.7%	2.6%
인건비	3.1	3.3	3.5	4.6	4.3	4.3	4.3	4.7	14.6	17.5	18.0
유무형자산상각비	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.3	2.4	2.5
지급수수료	1.1	1.5	1.5	1.9	1.4	2.0	1.7	1.9	6.0	7.0	7.2
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3
기타	1.0	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	0.8	1.3	4.0	4.5	4.6
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	17.2	19.5	52.6	81.8	95.4
% YoY	54.3%	-18.2%	-9.0%	37.6%	1.1%	95.7%	17.8%	207.3%	7.0%	55.5%	16.7%
영업이익률(%)	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	14.9%	17.1%	11.4%	11.6%	10.8%	13.7%	14.1%
법인세차감전순이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	21.0	11.6	52.0	82.8	96.4
법인세비용	5.5	4.6	3.6	-0.8	4.5	4.5	4.4	2.4	13.0	15.9	20.2
당기순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	16.6	9.2	39.0	66.9	76.1
당기순이익률(%)	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	11.0%	5.5%	8.0%	11.2%	11.2%

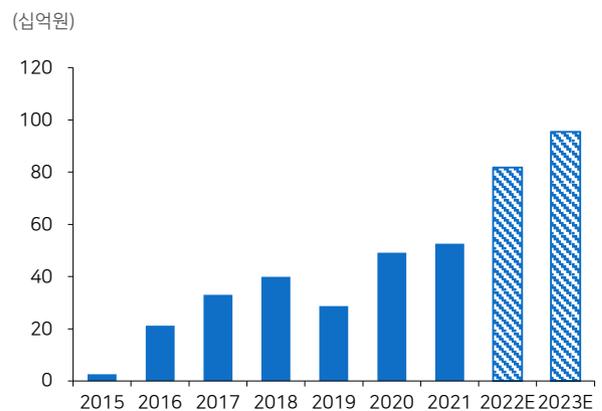
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림90 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림91 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	597.3	677.0	736.0
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	22.6	13.3	8.7
매출원가	451.0	407.4	483.9	549.0	568.5
매출총이익	74.8	79.8	113.5	128.0	167.6
판매관리비	25.7	27.2	31.7	32.6	33.4
영업이익	49.1	52.6	81.8	95.4	134.2
영업이익률	9.3	10.8	13.7	14.1	18.2
금융손익	-3.8	4.3	5.7	5.7	5.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-4.7	-4.7	-4.7
세전계속사업이익	41.5	52.0	82.8	96.4	135.2
법인세비용	11.9	13.0	15.9	20.2	28.4
당기순이익	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	151.5	169.6	223.4
당기순이익(손실)	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	114.6	115.9	120.5
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-30.8	-22.3	-2.3
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-123.4	-122.8	-126.6
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-3.0	0.1	-0.2	-0.4
차입금의 증감	0.7	0.5	0.9	0.7	0.5
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	28.2	46.6	96.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	92.8	139.4
기말현금	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	297.4	370.6	486.7
현금및현금성자산	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7
매출채권	106.7	123.6	151.6	171.8	186.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	660.3	668.3	676.9
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	308.4	317.6	327.0
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	957.8	1,038.9	1,163.5
유동부채	132.1	183.6	188.4	191.8	208.5
매입채무	5.9	17.0	20.8	23.6	25.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	18.7	20.2	21.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	200.2	207.0	212.0	229.9
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	228.6	304.8	411.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	750.8	826.9	933.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	19,902	22,555	24,523
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,229	2,537	3,558
CFPS	5,803	5,254	6,603	7,068	8,467
EBITDAPS	5,828	5,054	6,595	7,079	8,515
BPS	20,309	22,785	25,013	27,550	31,108
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	29.7	26.1	17.1
PCR	16.0	17.3	9.2	8.6	7.2
PSR	5.0	5.6	3.1	2.7	2.5
PBR	4.6	4.0	2.4	2.2	2.0
EBITDA	165.3	151.7	197.9	212.5	255.6
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.6	8.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	9.3	9.7	12.1
EBITDA 이익률	31.4	31.1	33.1	31.4	34.7
부채비율	24.3	29.3	27.6	25.6	24.6
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	99.0	108.2	145.6
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2022. 10. 13

콘텐츠리중앙 036420

명확한 방향성

▲ 통신/미디어/엔터

Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 83억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(101억원) 하회 전망
- ✓ 양호한 매출 성장에도 자회사 관련 무형자산상각비 증가는 실적에 부담
- ✓ 4Q22 <재벌집 막내아들>, <카지노> 등 기대작 방영으로 외형 성장 지속 전망
- ✓ 2022년 연결 매출액 8,477억원(+25.2% YoY), 영업적자 -126억원(적축 YoY)
- ✓ 연간 제작편수 2022년 31편에서 2025년 50편 이상으로 확대 계획

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 43,000 원
현재주가 (10.12) 24,100 원
상승여력 78.4%

KOSPI	2,202.47pt
시가총액	4,642억원
발행주식수	1,926만주
유동주식비율	57.12%
외국인비중	1.64%
52주 최고/최저가	71,900원/24,100원
평균거래대금	70.3억원

주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	42.06
국민연금공단	12.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-37.8	-52.8	-57.8
상대주가	-32.7	-42.9	-44.1

주가그래프



3Q22 Preview: 여전한 비용 부담

3Q22 연결 매출액은 2,193 억원(+12.0% YoY), 영업이익 83 억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 101 억원)를 하회할 전망이다. 방송은 9 월 방영된 <수리남>의 글로벌 흥행에도, 넷플릭스 오리지널로 제작되어 추가적인 수익을 기대하기 어렵다는 점이 아쉬운 부분이다. 최근 비용 증가 원인인 자회사 관련 무형자산상각비는 2023 년까지 지속될 전망이다. 영화는 3Q22 제작/배급에 참여한 <범죄도시 2>와 투자/배급한 <헌트>의 흥행으로 지난 2Q22 에 이어 영업이익 기초를 이어갈 전망이다.

2023년 영업이익 턴어라운드 전망

2022 년 연결 매출액 8,477 억원(+25.2% YoY), 영업적자 -126 억원(적축 YoY)을 전망한다. 4Q22 에는 송중기 주연의 <재벌집 막내아들>과 최민식 주연의 <카지노> 등 기대작이 방영될 예정이다. 메가박스는 거리두기 해제로 인한 국내 박스오피스 회복으로 실적 개선이 나타나는 중이다. 4Q22에는 <블랙팬서: 와칸다 포에버>, <아바타: 물의 길> 등 할리우드 대작 개봉으로 영화 사업도 점진적인 회복이 나타날 전망이다.

투자이견 Buy, 적정주가 43,000원 제시

투자이견 Buy, 적정주가 43,000 원을 제시한다. SOTP 방식으로 방송과 영화 부문 EBITDA 에 Target Multiple 은 선두 사업자들의 적용 EV/EBITDA 15.3 배와 7.1 배를 적용했다. 최근 넷플릭스와 재계약으로 작품당 수익성 개선이 가능할 전망이며, 연간 제작편수는 2022 년 31 편에서 2025 년 50 편 이상을 제작하는 스튜디오로 키운다는 계획이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	360.2	-58.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-	3.2	33.8	-52.6	459.1
2021	677.1	-57.4	-52.5	-3,068	-69.7	9,586	-	5.7	21.5	-28.4	221.8
2022E	847.7	-12.6	-6.9	-361	-92.6	8,791	-	2.7	15.2	-4.0	222.1
2023E	920.8	67.4	48.4	2,522	-1,435.4	11,313	9.2	2.1	7.7	25.1	204.2
2024E	970.7	92.0	64.3	3,352	32.9	14,666	7.2	1.6	6.3	25.8	183.5

글로벌 콘텐츠 기업으로 도약

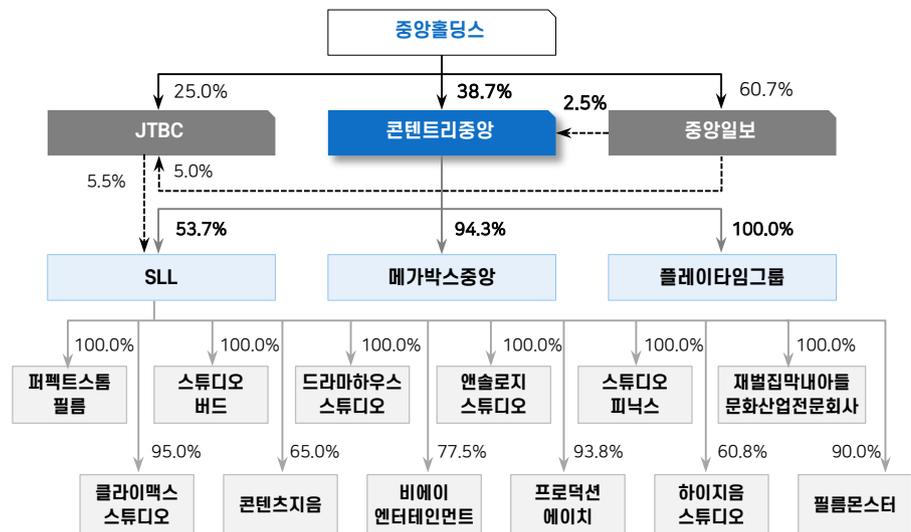
콘텐츠리중앙의 사업 구조는 영화 부문의 메가박스중앙(지분율 94.3%)과 방송 부문의 SLL(53.8%)로 나뉜다. JTBC스튜디오에서 2022년 4월 사명을 변경한 SLL(Studio LuluLala)은 지난 3년간 공격적인 M&A를 통해 드라마하우스, 클라이맥스 스튜디오, 콘텐츠지움 등 15개 회사를 인수하면서 글로벌 콘텐츠 기업으로의 도약 의지를 밝혔다.

표21 콘텐츠리중앙 제작사 인수 History

제작사	취득일	지분율	대표작
드라마하우스	2020.07.30	100.0%	부부의 세계, 밥 잘 사주는 예쁜 누나
하우픽쳐스	2019.08.14	33.0%	구미호뎐
nPIO Ent.	2019.10.15	28.0%	초콜릿, 제 3의 매력
BA엔터테인먼트	2019.12.30	77.5%	범죄도시, 악인전
퍼펙트스툼필름	2019.12.30	100.0%	백두산, 수리남
스튜디오버드	2020.03.18	100.0%	시지프스, 마녀2
앤솔로지스튜디오	2020.03.30	100.0%	변호인, 좋은놈 나쁜놈 이상한놈
필름몬스터	2019.04.09	90.0%	지금 우리학교는, 완벽한 타인
스튜디오피닉스	2019.06.16	100.0%	나의 해방일지
콘텐츠지움	2019.09.19	65.0%	이태원클래스, 고백부부
클라이맥스 스튜디오	2021.07.15	95.0%	방법, 초미의 관심사
프로덕션에이치	2021.07.15	93.8%	라이프 온 마스, 녹두전
Wiip	2021.06.01	80.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림92 콘텐츠리중앙 지배구조 현황

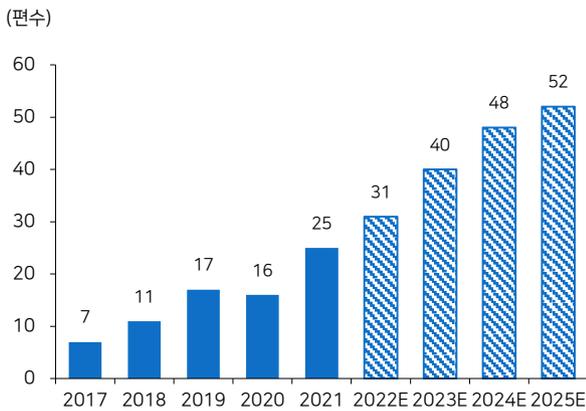


자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

2025년 연간 50여편 이상의 작품 제작 계획

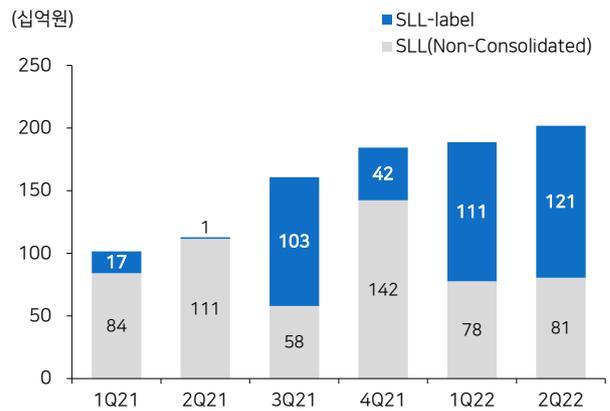
콘텐츠리중앙의 연간 콘텐츠 제작편수는 매년 꾸준히 증가해 2022년 31편 제작 예정이며, 2025년까지 연간 50편 이상의 콘텐츠 제작이 가능할 전망이다. 2021년 8월 넷플릭스향 첫 오리지널 드라마 <D.P.>를 시작으로 OTT향 오리지널 콘텐츠 라인업이 증가하고 있으며, 최근 넷플릭스와의 재계약으로 이전 대비 개선된 수익 배분이 가능할 전망이다. 지난 3년간 공격적으로 인수합병한 SLL 레이블 제작사들의 성과가 최근 들어 두드러지게 나타나고 있으며, 통합 작업이 마무리되는 시점에 수익성 측면에서도 유의미한 기여가 가능할 전망이다.

그림93 연간 제작편수 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림94 방송 부문 SLL과 레이블 매출액 추이

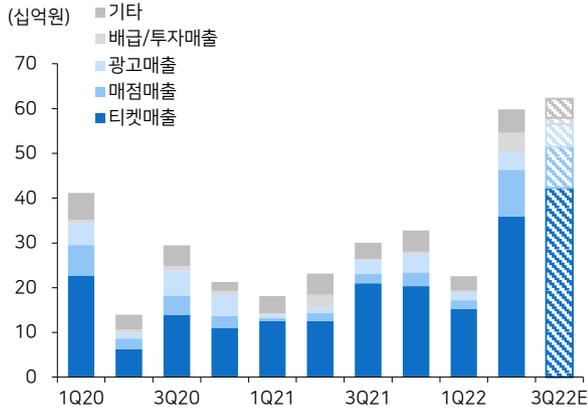


자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

투자/배급을 넘어 제작으로, 영화 스튜디오로 진화

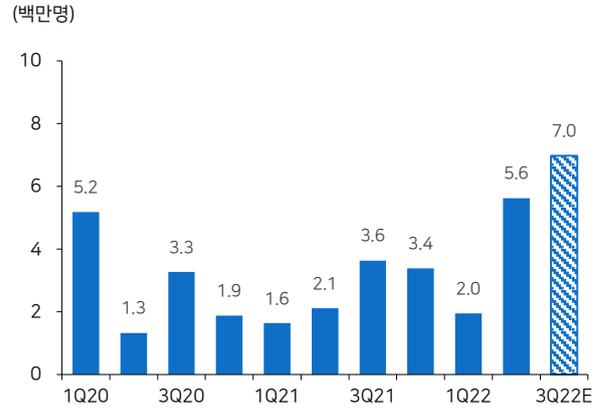
코로나19 팬데믹 영향으로 적자를 지속했던 영화 부문은 지난 2Q22 <범죄도시2>와 <닥터스트레인지2>의 흥행에 힘입어 메가박스 관객수 563만명을 기록했다. 특히, 사회적 거리두기 전면 해제와 극장 내 취식 제한 해제 등으로 ATP(평균티켓가격)와 CPP(매점매출가격)가 크게 증가하며 2년 만에 흑자전환(32억원)에 성공했다. 3Q22 역시 <범죄도시2>와 <헌트> 등 투자와 배급을 담당한 개봉작의 흥행으로 메가박스 관객수 698만명, 영업이익 18억원을 전망한다. 가장 중요한 변화는 기존 투자/배급 역량을 기반으로 직접 제작에 참여하는 스튜디오로 진화할 계획이며, 황정민 주연의 <크로스>, 송중기 주연의 <화란> 등 2023년 라인업부터는 본격적인 제작 사업에 뛰어들 전망이다.

그림95 영화 부문별 매출액 추이 및 전망



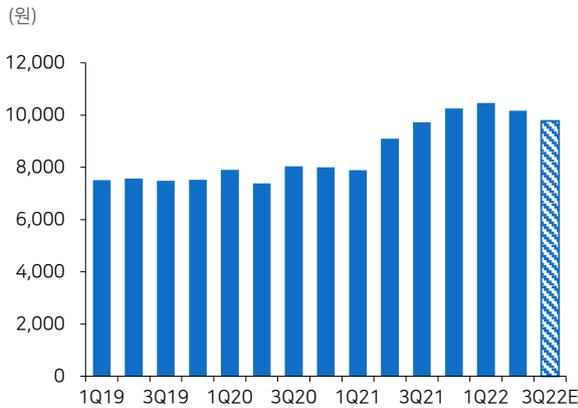
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림96 Megabox 관객수 추이 및 전망



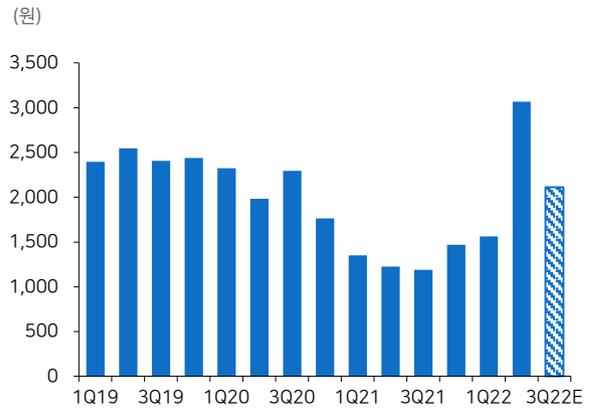
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림97 ATP(평균티켓가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림98 CPP(매점매출가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림99 영화 투자 및 배급 라인업

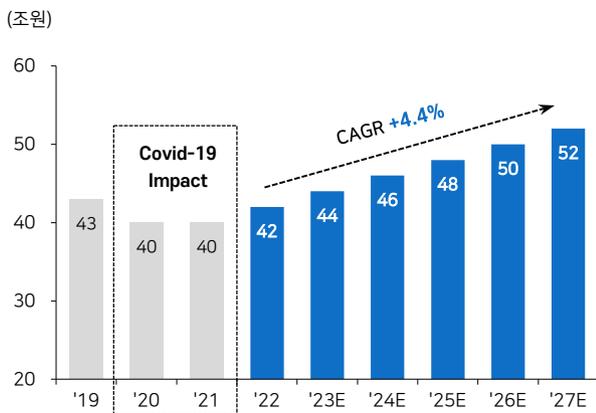
<p>교섭 (22. 3Q 예정) 메인투자/배급 감독 임순례 <리틀포레스트> 출연 황정민, 현빈 외</p>	<p>타겟 (22.4Q) 메인투자/배급 감독 박희곤 <명당> 출연 신해선, 김성균 외</p>	<p>드림 (23년) 메인투자/배급 감독 이병현 <극한직업> 출연 박서준, 아이유 외</p>	<p>대외비 (23년) 메인투자/배급 감독 이원태 <악인전> 출연 조진웅, 이성민 외</p>	<p>보고타 (23년) 메인투자/배급 감독 김성제 <소수의견> 출연 송중기, 이희준 외</p>
<p>탈주 (23년) 메인투자/배급 감독 이종필 <삼진그룹 토익반> 출연 이재훈, 구교환 외</p>	<p>너와나의계절 (23년) 메인투자/배급 감독 정다원 <걸캅스> 출연 진선규, 김동희 외</p>	<p>서울의봄 (23년) 메인투자/배급 감독 김성수 <아수라> 출연 황정민, 정우성 외</p>	<p>크로스 (23년) 공동제작/메인투자/배급 감독 이명훈 출연 황정민, 염정아 외</p>	<p>화란 (23년) 공동제작/메인투자/배급 감독 김창훈 출연 홍사빈, 송중기 외</p>

자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

플레이타임 인수로
메가박스와 시너지 기대

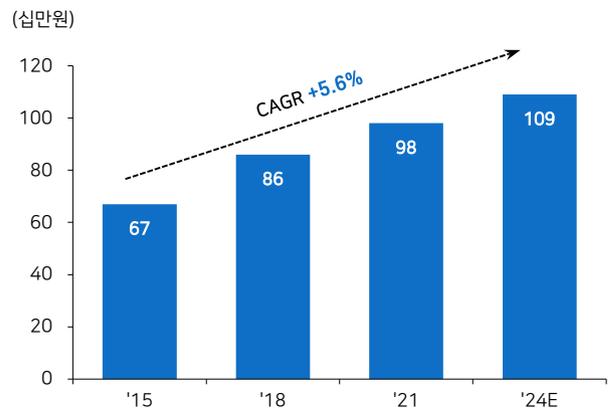
동사는 최근 국내 1위 실내놀이터 사업자 플레이타임 인수를 발표했다. 코로나19로부터 일상 회복이 가능해짐에 따라 메가박스와 플레이타임 공동 입점을 통한 유통 경쟁력을 제고하고, 멤버십 통합과 패키지 상품 판매, F&B 통합 등 다방면에서 시너지를 낼 수 있을 것으로 판단한다. 저출산 기조에도 키즈산업은 소비의 프리미엄화로 지속적인 성장이 기대되며, 향후 5년간 연평균 +4.4% 성장해 2027년 52조원의 시장 규모를 형성할 전망이다. 플레이타임은 국내 80개, 해외 16개 직영점 포함 총 206개 지점을 운영 중이며, 외부 활동이 정상화될 경우 연간 영업이익 100억원 이상의 기여가 가능할 전망이다. 현재 베트남과 몽골 시장에 진출했으며, 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 해외 사업을 점진적으로 확대할 방침이다.

그림100 키즈산업 규모 및 전망



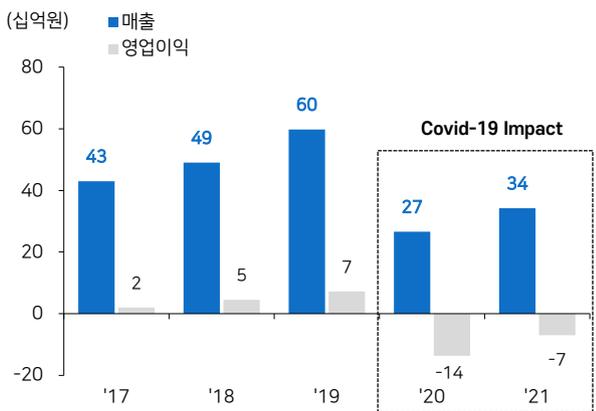
자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림101 아이 1명당 연간 소비액 추이



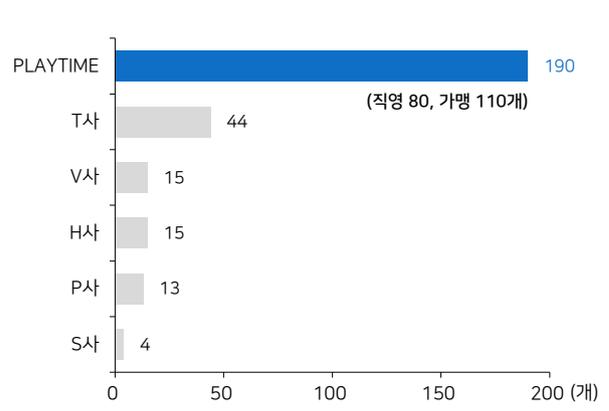
자료: 보건복지부, 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림102 플레이타임 연간 실적 추이



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림103 실내놀이터 사업자별 국내 지점 수 비교



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 43,000원 제시

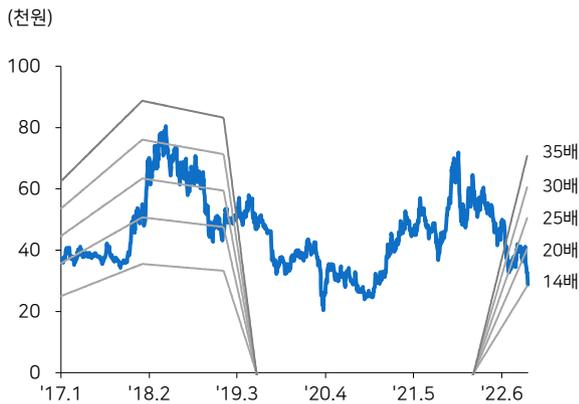
콘텐츠리중앙에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 43,000원을 제시한다. 적정주가는 SOTP 방식을 적용했으며, 방송과 영화 부문 EBITDA에 Target Multiple은 각 부문 선두 사업자인 스튜디오드래곤과 CJ CGV 적용 EV/EBITDA 15.3배와 7.1배를 적용했다. 3Q22 연결 매출액은 2,193억원(+12.0% YoY), 영업이익 83억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 101억원)를 하회할 전망이다. 9월 방영된 <수리남>이 글로벌 흥행에 성공했으나, 넷플릭스 오리지널로 제작되어 추가적인 수익을 기대하기 어렵다는 점은 아쉬운 부분이다. 최근 비용 증가 원인인 자회사 관련 무형자산상각비는 2023년까지 지속될 전망이다. 영화는 3Q22 제작/배급에 참여한 <범죄도시2>와 투자/배급한 <헌트>의 흥행으로 지난 2Q22에 이어 영업이익 기조를 이어갈 전망이다.

표22 콘텐츠리중앙 SOTP Valuation

(십억원)	12M FW EBITDA	Multiple (배)	지분율	적정가치	비고
방송 부문 영업가치 (A)	134.0	15.3	53.7%	1,101.2	스튜디오드래곤 적용 PER
영화 부문 영업가치 (B)	69.8	7.1	94.3%	467.1	CJ CGV 적용 PER
순차입금 (C)				757.5	2Q22 기준
총기업가치 (E=A+B-C)				810.8	
발행주식수 (D/만주)				19,014	
적정주가 (E/D), (원)				42,643	

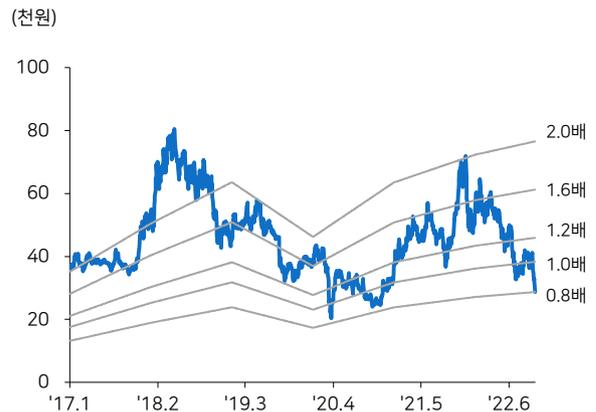
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림104 콘텐츠리중앙 PER 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림105 콘텐츠리중앙 PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

2022년 실적 부진에도
기대감 가득한 2023년

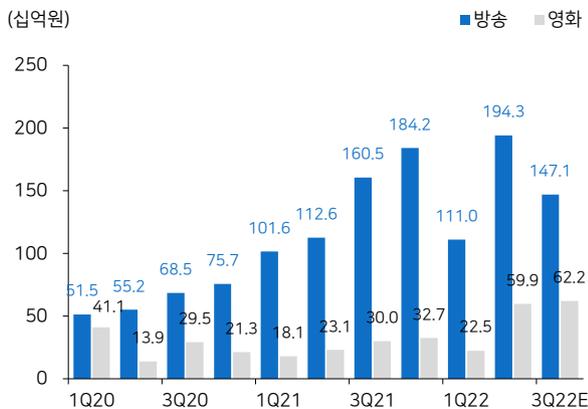
4Q22 방송 부문은 송중기 주연의 <재벌집 막내아들>, 최민식 주연의 <카지노> 등 기대작들의 방영이 예정되어 있고, 영화 역시 <블랙팬서: 와칸다 포에버>, <아바타: 물의 길> 등 헐리우드 대작 개봉을 앞두고 있는 만큼 안정적인 영업이익 기조를 유지할 전망이다. 2022년 연결 매출액 8,477억원(+25.2% YoY), 영업적자 -126억원(적축 YoY)을 전망하며, 시즌제를 확정지은 4~5편의 콘텐츠 라인업들의 영향으로 2023년부터 본격적인 실적 개선이 나타날 전망이다.

그림106 시즌제 확정 및 협의 중인 드라마/영화 라인업



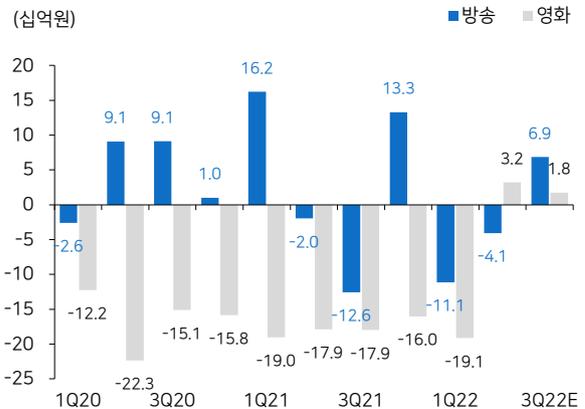
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림107 콘텐츠리중앙 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림108 콘텐츠리중앙 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

표23 콘텐츠리중앙 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	120.1	140.9	195.7	220.3	135.6	265.9	219.3	226.9	677.1	847.7	920.8
% YoY	16.6%	84.6%	110.2%	151.2%	12.8%	88.7%	12.0%	3.0%	88.0%	25.2%	8.6%
방송	101.6	112.6	160.5	184.2	111.0	194.3	147.1	156.5	558.9	608.9	612.7
드라마 제작	44.4	56.5	119.4	119.3	67.4	145.7	98.2	108.2	339.6	419.5	385.4
콘텐츠 유통	51.2	49.9	35.1	60.3	37.4	43.8	42.9	43.9	196.5	168.0	205.9
기타	6.0	6.2	6.0	4.5	6.2	4.7	6.0	4.5	22.8	21.4	21.4
영화	18.1	23.1	30.0	32.7	22.5	59.9	62.2	60.4	104.0	205.0	268.2
티켓매출	12.5	12.6	21.0	20.3	15.3	35.9	42.3	39.7	66.5	133.2	176.9
매점매출	0.7	1.7	2.0	3.1	1.9	10.4	9.1	8.7	7.6	30.1	36.0
광고매출	0.8	1.2	3.1	4.1	1.6	3.9	5.1	6.0	9.1	16.5	29.5
배급/투자매출	0.3	2.9	0.2	0.5	0.5	4.4	1.4	1.7	3.9	8.0	8.2
기타	3.8	4.7	3.7	4.7	3.2	5.3	4.2	4.4	16.8	17.1	17.5
매출원가	77.7	115.0	159.0	165.9	113.3	208.0	146.3	151.7	517.6	619.3	599.7
% YoY	12.3%	137.2%	199.8%	157.1%	45.8%	80.8%	-8.0%	-8.5%	120.0%	19.6%	-3.2%
방송	71.4	101.4	145.1	146.6	101.6	173.7	115.3	121.2	464.6	511.9	466.2
영화	6.0	10.1	12.7	12.8	7.7	23.7	25.4	23.8	41.6	80.6	106.1
매출총이익	42.4	25.9	36.7	54.5	22.3	57.9	73.0	75.2	159.5	228.4	321.1
% YoY	25.4%	-7.0%	-8.5%	134.8%	-47.5%	123.8%	98.8%	38.1%	27.6%	43.2%	40.6%
GPM(%)	35.3	18.4	18.7	24.7	16.4	21.8	33.3	33.2	23.6	26.9	34.9
판관비	46.1	46.7	66.8	57.2	54.1	59.2	60.3	58.7	216.8	232.3	239.9
% YoY	-6.7%	11.1%	39.3%	29.1%	17.2%	26.7%	-9.7%	2.6%	18.0%	7.1%	3.3%
방송	13.9	13.1	28.0	24.3	20.6	24.6	24.9	24.1	79.3	94.1	99.0
영화	31.1	30.9	35.3	35.9	34.0	33.0	35.0	35.0	133.2	136.9	139.7
영업이익	-3.7	-20.9	-30.1	-2.7	-31.8	-1.3	8.3	12.3	-57.4	-12.6	67.4
% YoY	적확	적축	적축	적확	적축	적확	흑전	흑전	적확	적확	흑전
영업이익률(%)	-3.1%	-14.8%	-15.4%	-1.2%	-23.5%	-0.5%	3.8%	5.4%	-8.5%	-1.5%	7.3%
방송	16.2	-2.0	-12.6	13.3	-11.1	-4.1	6.9	11.2	15.0	2.9	47.5
방송 OPM(%)	16.0%	-1.7%	-7.8%	7.2%	-10.0%	-2.1%	4.7%	7.2%	2.7%	0.5%	7.7%
영화	-19.0	-17.9	-17.9	-16.0	-19.1	3.2	1.8	1.6	-70.9	-12.6	22.3
영화 OPM(%)	-105.1%	-77.3%	-59.8%	-49.0%	-84.9%	5.4%	2.8%	2.7%	-68.2%	-6.1%	8.3%
법인세차감전순이익	-7.1	-30.3	-21.0	-3.7	-6.1	-7.8	8.6	4.9	-62.1	-0.4	59.4
법인세비용	-1.2	1.7	-3.4	16.4	1.9	3.4	-1.0	-0.6	13.6	3.7	4.5
당기순이익	-5.9	-32.1	-17.6	5.8	-8.0	-11.3	9.6	5.6	-49.8	-4.1	54.9
당기순이익률(%)	-4.9%	-22.7%	-9.0%	2.6%	-5.9%	-4.2%	4.4%	2.5%	-7.4%	-0.5%	6.0%
주요지표 (백만명, 원)											
전국 관객수	8.2	11.9	20.3	20.2	11.8	33.1	41.1	38.4	60.5	124.4	163.8
Megabox 관객수	1.6	2.1	3.6	3.4	2.0	5.6	7.0	6.5	10.8	21.1	27.8
평균티켓가격(ATP)	7,899	9,097	9,727	10,255	10,459	10,164	9,779	9,302	9,245	9,926	10,054
인당매점소비(SPP)	1,352	1,227	1,190	1,470	1,563	3,067	2,113	2,030	1,310	2,193	2,021

자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 (036420)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	360.2	677.1	847.7	920.8	970.7
매출액증가율 (%)	-32.1	88.0	25.2	8.6	5.4
매출원가	235.3	517.7	619.3	599.7	619.0
매출총이익	125.0	159.5	228.4	321.1	351.8
판매관리비	183.8	216.9	232.3	239.9	245.9
영업이익	-58.8	-57.4	-12.6	67.4	92.0
영업이익률	-16.3	-8.5	-0.5	8.8	10.9
금융손익	-85.1	-27.9	-26.5	-27.2	-24.8
중속/관계기업손익	-2.9	9.5	26.9	9.3	7.8
기타영업외손익	-23.2	13.7	11.8	10.0	10.9
세전계속사업이익	-170.0	-62.1	-0.4	59.4	85.9
법인세비용	-20.9	13.6	3.7	4.5	12.9
당기순이익	-154.0	-49.8	-4.1	54.9	73.0
지배주주지분 손이익	-134.9	-52.5	-6.9	48.4	64.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	39.1	-122.4	86.6	213.2	234.2
당기순이익(손실)	-154.0	-49.8	-4.1	54.9	73.0
유형자산상각비	53.5	60.5	60.5	60.5	60.5
무형자산상각비	49.9	103.5	72.0	95.1	98.9
운전자본의 증감	13.9	-245.3	-41.7	2.7	1.8
투자활동 현금흐름	-344.6	-288.1	-102.1	-123.3	-124.1
유형자산의증가(CAPEX)	-42.2	-15.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.8	-154.3	-2.1	-6.8	-4.6
재무활동 현금흐름	366.4	600.9	-41.2	-47.3	-45.0
차입금의 증감	465.1	148.5	-41.2	-47.3	-45.0
자본의 증가	9.7	31.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.9	196.0	-56.7	42.7	65.2
기초현금	64.0	124.8	320.9	264.2	306.8
기말현금	124.8	320.9	264.2	306.8	372.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	330.0	701.1	720.1	801.7	893.4
현금및현금성자산	124.8	320.9	264.2	306.8	372.0
매출채권	58.4	160.8	201.3	218.6	230.5
재고자산	26.3	75.5	94.5	102.7	108.3
비유동자산	1,145.5	1,544.5	1,514.2	1,475.4	1,435.6
유형자산	273.6	183.6	123.1	62.7	2.2
무형자산	272.8	522.0	550.0	564.9	580.9
투자자산	111.3	275.1	277.2	284.0	288.6
자산총계	1,475.5	2,245.6	2,234.2	2,277.0	2,329.0
유동부채	645.2	642.5	659.5	679.3	690.7
매입채무	2.2	7.2	9.0	9.8	10.3
단기차입금	238.5	174.0	174.0	174.0	174.0
유동성장기부채	232.9	159.9	160.0	152.0	144.4
비유동부채	566.4	905.4	881.0	849.1	816.7
사채	179.8	402.0	379.5	359.3	341.1
장기차입금	21.6	83.9	84.9	85.8	86.6
부채총계	1,211.6	1,547.9	1,540.5	1,528.4	1,507.4
자본금	81.9	91.5	91.5	91.5	91.5
자본잉여금	154.3	176.1	176.1	176.1	176.1
기타포괄이익누계액	15.0	17.9	17.9	17.9	17.9
이익잉여금	-51.9	-104.7	-111.5	-63.2	1.1
비지배주주지분	69.9	522.4	525.2	531.7	540.5
자본총계	263.9	697.8	693.7	748.6	821.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	22,490	39,547	44,580	48,029	50,632
EPS(지배주주)	-8,422	-3,068	-361	2,522	3,352
CFPS	3,289	8,095	8,385	12,574	13,978
EBITDAPS	2,785	6,225	6,303	11,631	13,112
BPS	11,841	9,586	8,791	11,313	14,666
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	-	9.2	7.2
PCR	11.5	6.7	2.9	1.9	1.7
PSR	1.7	1.4	0.5	0.5	0.5
PBR	3.2	5.7	2.7	2.1	1.6
EBITDA	44.6	106.6	119.9	223.0	251.4
EV/EBITDA	33.8	21.5	15.2	7.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-52.6	-28.4	-4.0	25.1	25.8
EBITDA 이익률	12.4	15.7	14.1	24.2	25.9
부채비율	459.1	221.8	222.1	204.2	183.5
금융비용부담률	6.1	5.4	4.6	4.0	3.7
이자보상배율(x)	-2.7	-1.6	-0.3	1.8	2.6
매출채권회전율(x)	5.7	6.2	4.7	4.4	4.3
재고자산회전율(x)	13.9	13.3	10.0	9.3	9.2

Industry Indepth
2022. 10. 13

에이스토리 241840

한국형 IP의 성공 사례

▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (10.12) 18,650 원
상승여력 -

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	1,779억원
발행주식수	954만주
유동주식비율	71.60%
외국인비중	1.56%
52주 최고/최저가	49,550원/16,250원
평균거래대금	74.9억원

주요주주(%)	
이에스프로덕션 외 1인	25.71
CJ ENM	10.46
Tencent Mobility Limited	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.3	-38.6	-54.0
상대주가	-11.1	-16.4	-35.5

주가그래프



- ✓ <우영우>를 통해 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만들고 있는 종합 콘텐츠 제작사
- ✓ 촬영 중인 작품수 부족으로 3Q22 매출액은 114억원(+130.8% YoY) 전망
- ✓ 2022년 연결 매출액 1,029억원(+74.8% YoY), 영업이익 159억원(+129.5% YoY)
- ✓ 2023년 제작편수 5~6편 유지. 텐트폴 <무당>은 기획부터 시즌제로 제작 예정
- ✓ <우영우> 중국 방영권 수익, 미국 리메이크 제작 등 2023년 수익성 개선 지속

작품성과 대중성을 인정 받은 종합 콘텐츠 제작사

에이스토리는 2004년 설립된 종합 콘텐츠 제작사로 2019년 코스닥에 상장 했다. 과거에는 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019년 넷플릭스 오리지널 드라마 <킹덤>의 글로벌 흥행을 계기로 작품성과 대중성 모두 인정 받았다. 현재 작가 30명, PD 35명 이상의 검증된 크리에이터 라인업을 보유 중이다.

2023년 제작편수는 5~6작품 유지 전망

3Q22 연결 매출액은 114억원(+130.8% YoY), 영업이익은 13억원(흑전 YoY)을 전망한다. <유괴의 날>, <모래에도 꽃은 핀다> 등 주요 작품들이 4Q22 촬영에 들어가면서 3Q22 매출 인식은 다소 부진하나, <이상한 변호사 우영우> 흥행에 따른 중국 판권판매가 예상되는 4Q22 부터 실적이 크게 개선될 전망이다. 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,029억원(+74.8% YoY), 159억원(+129.5% YoY)을 전망한다.

한국형 IP의 저력을 보여준 에이스토리

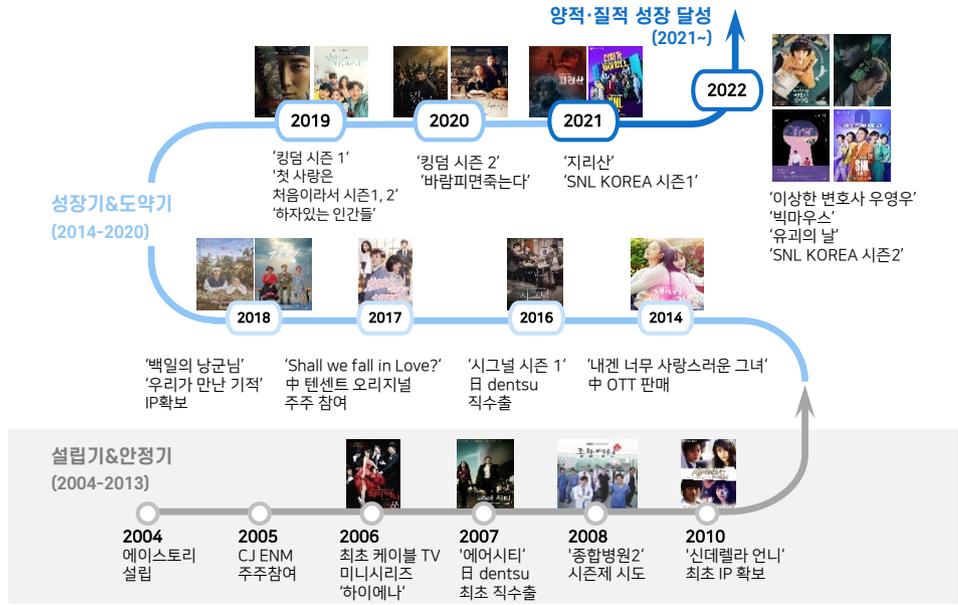
2023년 드라마 제작편수는 5~6작품을 전망하며, 박재범 작가의 <무당>은 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 드라마로 기획 단계부터 시즌제로 제작될 예정이다. <이상한 변호사 우영우>는 한국형 IP의 첫 성공 사례로 모든 IP 권한을 보유해 웹툰, 광고, 커머스, 연극 등으로 부가가치를 창출하고 있다. <이상한 변호사 우영우>는 현재 논의 중인 해외 리메이크 제작 협의가 완료될 경우 2023년까지도 의미 있는 실적 기여가 가능할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	20.1	-2.7	-2.5	-334	-409.4	1,425	0.0	0.0	1.2	-26.4	36.1
2018	46.5	1.2	2.3	314	-194.1	1,730	0.0	0.0	-0.9	19.9	52.2
2019	28.2	-1.1	-1.2	-143	-145.5	4,143	-62.4	2.2	215.0	-4.6	4.3
2020	22.1	-0.9	-7.4	-792	455.2	3,296	-48.2	11.6	-566.0	-21.3	79.6
2021	58.7	6.8	16.9	1,779	-324.6	4,989	16.9	6.0	40.8	43.1	105.0

글로벌 제작사로 도약하는
에이스토리

에이스토리는 2004년 설립된 종합 콘텐츠 제작사로 2019년 코스닥에 상장했다. 과거에는 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019년 1월 넷플릭스 오리지널 드라마 <킹덤>을 글로벌 흥행시키며 작품성과 대중성을 인정 받았다. 현재 장영철, 정경순 작가, 안인용, 이영화 PD 등 업계에서 검증된 작가 30명, PD 35명 이상의 크리에이터 라인업을 보유 중이다.

그림109 에이스토리 연혁



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

표24 에이스토리 크리에이터 라인업

Producers	Writers & Directors
안인용 PD <후아유>, <오늘부터 사랑해>, <내겐 너무 사랑스러운 그녀>, <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서 시즌 1,2>, <바람피면 죽는다>, <빅마우스>	장영철·정경순 작가 <대조영>, <자이언트>, <기황후>, <장>, <샬러맨 초한지>, <돈의 화산>, <몬스터>, <배가본드>, <빅마우스>
곽현정 PD <오늘부터 사랑해>, <처음이라서>, <아이가 다섯>, <추리의 여왕 시즌 1>, <백일의 낭군님>, <지리산>	박재범 작가 <신의 퀴즈 시즌 1-4>, <굿닥터>, <블러드>, <김과장>, <열혈사제>
이영화 PD <시그널 시즌 1>, <킹덤 시즌 1,2>, <우리가 만난 기적>, <이상한 변호사 우영우>	오수연 작가 <네 자매 이야기>, <가을동화>, <겨울연가>, <러브레터>, <스타의 연인>, <사랑비>
김민지 PD <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서>, <이상한 변호사 우영우>	이성민 작가 <추리의 여왕 시즌 1,2>, <바람피면 죽는다>
정아람 PD <킹덤 시즌 1,2>, <추리의 여왕 시즌 1>, <빅마우스>	문지원 작가 <이상한 변호사 우영우>, <중인>
김민석PD <킹덤 시즌1>, <우리가 만난 기적>, <첫사랑은 처음이라서>, <지리산>	유인식 감독 <이상한 변호사 우영우>, <낭만닥터 김사부 1,2>, <배가본드>, <미세스 캅 1,2>, <자이언트>, <너희들은 포위됐다>, <돈의 화산>
산문령 PD <우리가 만난 기적>, <첫사랑은 처음이라서>, <바람피면 죽는다>	박준우 감독 <화이트아웃> 준비중, <모범택사>, <그것이 알고싶다>
이세원 PD <백일의 낭군님>, <하저있는 인간들>, <바람피면 죽는다>, <이상한 변호사 우영우>	이길복 감독 연출: <지금 헤어지는 중입니다>, <낭만닥터 김사부 2> 촬영: <배가본드>, <낭만닥터 김사부>, <미세스 캅>, <별에서 온 그대>, <돈의 화산>, <자이언트>

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

최초의 한국형 IP 사례를 만들어가고 있는 에이스토리

에이스토리는 2006년부터 지금까지 총 43편의 작품을 제작했다. 과거에는 IP에 대한 권한을 채널 사업자에 넘기며 성장의 한계를 드러냈으나, <킹덤>의 사례를 교훈 삼아 최근 종영된 <이상한 변호사 우영우>는 모든 IP 권리를 확보해 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만들고 있다. <이상한 변호사 우영우>는 중국 판권 판매에 이어 미국 등 10개국에서 리메이크 제안을 받고 협의 중이며, 웹툰 수출과 뮤지컬 버전 제작도 준비 중이다.

표25 에이스토리 드라마 라이브러리

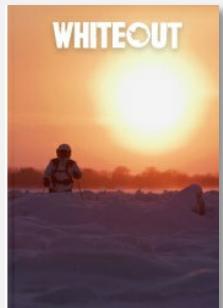
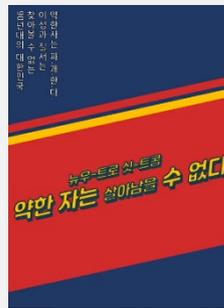
방영일	채널	작품명	제작사	극본	연출	주연
06.10.11~06.11.30	tvN	하이예나	에이스토리	이성은	조수원	김민중, 소이현
07.05.19~07.07.08	MBC	에어시티	에이스토리, HB엔터	이선희, 이서윤	임태우	최지우, 이정재
07.09.17~08.06.16	MBC	이산	김종학 프로덕션	김이영	이병훈	이서진, 한지민
08.11.19~09.01.15	MBC	종합병원2	에이스토리, 모피어스	최완규, 권음미	노도철	김정은, 차태현
09.10.14~09.12.17	KBS	아이리스	태원엔터테인먼트, 에이치플러스	조규원	표민수, 김태훈	이병헌, 김태희
10.03.22~10.10.12	MBC	동이	리더스콘텐츠컴패니	김이영	이병훈, 김상협	한효주, 지진희
10.03.31~10.06.03	KBS	신데렐라 언니	에이스토리	집규완	김영조, 김원석	문근영, 천정명
10.06.19~10.12.26	KBS	결혼해주세요	에이스토리	정유경	박만영	백일섭, 고두심
10.08.02~10.09.21	SBS	나는 전설이다	에이스토리	마진원, 임현경	김형식	김정은, 김승수
11.01.05~11.02.24	MBC	마이프린세스	컷튼콜제작단	장영실	권석장, 강대선	송승헌, 김태희
11.05.02~11.07.05	KBS	동안미녀	에이스토리	오선형, 정도윤	이진서, 이소연	장나라, 최다니엘
11.07.23~11.09.11	SBS	여인의 향기	에이스토리	노지설	박형기	김선아, 이동욱
11.08.03~11.09.29	SBS	보스를 지켜라	에이스토리	권기영	손정현	지성, 최강희
12.10.01~13.03.25	MBC	마의	김종학프로덕션, 에이스토리	김이영	이병훈, 최정규	조승우, 이요원
13.03.09~13.08.25	KBS	최고다 이순신	에이스토리	윤성식	정유경	아이유, 조정석
13.07.29~13.09.17	tvN	후아유	에이스토리	문지영, 반기리	조현탁	소이현, 옥택연
13.10.09~13.12.12	MBC	메디컬 탐 탐	에이스토리	윤경아	김도훈, 오현중	권상우, 정려원
14.09.17~14.11.06	SBS	내겐 너무 사랑스러운 그녀	에이스토리	노지설	박형기	비, 정수정
15.01.03~15.03.15	SBS	똘똘 패밀리	에이스토리	김신혜	주동민	이정현, 진이한
15.04.06~15.08.28	KBS	오늘부터 사랑해	에이스토리, 컷콜미디어	최민기, 김지완	최지영	임세미, 박진우
15.08.28~15.10.17	tvN	두번째 스무살	제이에스픽처스, 에이스토리	소현경	김형식	최지우, 이상윤
15.07.24~15.09.12	JTBC	라스트	드라마하우스, 에이스토리	한지훈	조남국	윤계상, 이범수
15.10.07~15.11.25	On Style	처음이라서	에이스토리	정현정	이정효	민호, 박소담
16.01.22~16.03.12	tvN	시그널 시즌1	에이스토리	김은희	김원석	김혜수, 이재훈
16.02.20~16.08.21	KBS	아이가 다섯	에이스토리	정현정, 정하나	김정규	안재욱, 소유진
16.09.02~16.10.22	JTBC	판타스틱	에이스토리	이성은	조남국, 심나연	김현주, 주상욱
17.04.05~17.05.25	KBS	추리의 여왕	에이스토리	이성민	김진우	최강희, 권상우
18.02.28~18.04.19	KBS	추리의 여왕2	문전사, 에이스토리	이성민	최윤석	최강희, 권상우
18.04.02~18.05.29	KBS	우리가 만난 기적	에이스토리	백미경	이형민, 조용	김영민, 김현주
18.09.10~18.10.30	tvN	백일의 낭군님	에이스토리	노지설	이종재	도경수, 남지현
18.12.27~19	텐센트	Shall we fall in love	에이스토리	조명환, 리하이타오	한중광, 류강	닉쿤, 이목신
19.01.25	Netflix	킹덤 시즌1	에이스토리	김은희	김성훈	주지훈, 배우나
19.04.18	Netflix	첫사랑은 처음이라서 시즌1	에이스토리	김란	오진석	지수, 정채연
19.07.26	Netflix	첫사랑은 처음이라서 시즌2	에이스토리	김란	오진석	지수, 정채연
19.11.27~20.01.16	MBC	하자있는 인간들	에이스토리	안신유	오진석	오연서, 안재현
20.03.13	Netflix	킹덤 시즌2	에이스토리	김은희	김성훈, 박인제	주지훈, 배우나
20.12.02~21.01.28	KBS	바람피면 죽는다	에이스토리	이성민	김현석, 김민태	조여정, 고준
21.10.23~21.12.12	tvN	지리산	에이스토리, SD, 바람픽처스	김은희	이응복	전지현, 주지훈
22.06.29~22.08.18	ENA	이상한 변호사 우영우	에이스토리, 스튜디오지니	문지원	유인식	박은빈, 강태오
22.07.29~22.09.17	MBC	빅마우스	에이스토리, SD, 에이맨프로젝트	김하람	오중환, 배현진	이종석, 임윤아

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 '22~'23년
콘텐츠 라인업

4Q22에는 원유정 작가의 <모래에도 꽃은 핀다>와 김제영 작가의 <유괴의 날>이 제작에 들어갔고, 2023년 방영 기준 <영나잇쇼>, <무당> 포함 약 6개의 작품이 프로덕션 진행 중이다. 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 <무당>은 기획 초기부터 시즌제로 제작 예정인 만큼 중장기 수익성에 긍정적이다. <이상한 변호사 우영우>의 리메이크 관련 협의는 이르면 4Q22에 매출 인식이 가능할 전망이다. 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,029억원(+74.8% YoY), 159억원(+129.5% YoY)을 전망한다. 2022년과 2023년 예상 PER은 각각 13.9배, 12.6배 수준으로 글로벌 Peer 대비 낮은 수준이다.

표26 에이스토리 2022~2023년 작품 라인업

모래에도 꽃은 핀다	유괴의 날	영나잇쇼	무당
			
<ul style="list-style-type: none"> 장르: 코믹로맨스 스릴러 촬영: 2022년하반기예정 작가: 원유정 연출: 김진우 <주리의여왕>, <모범가족> 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 블랙 코미디 액션·로드무비 촬영: 2022년하반기예정 작가: 김제영 연출: 박유영 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 다이내믹 청춘 시대극 방송: 2023년상반기 촬영: 2022년하반기 작가: 박서진/정현근/최유란 크리에이터: 박재범 연출: 이길복 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 사이버펑크 액션 방송: 2023년 촬영: 2022~2023 작가: 박재범
화이트아웃	SNL 코리아	약한 자는 살아남을 수 없다	청와대 사람들
			
<ul style="list-style-type: none"> 장르: 다큐멘터리 2022 프리프로덕션 2023 촬영 및 방영 연출: 박준우 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 스케치코미디, 버라이어티 촬영: 2022년 방송: 2022년 작가: 김현희, 김민석, 안용진 연출: 안상휘, 유성모, 권성욱 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 뉴-트로 시트콤 촬영: 2022년 방송: 2023년 작가: 김중민, 최수진 	<ul style="list-style-type: none"> 장르: 정치 풍자 시트콤 촬영: 2021년하반기 방송: 2022년하반기 작가: 안상휘, 김민석 연출: 이철하

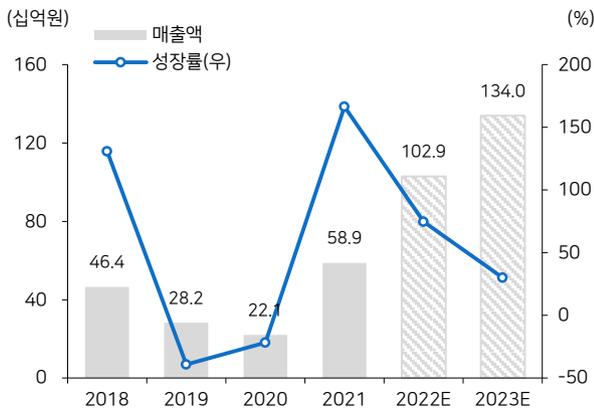
자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

표27 에이스토리 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	16.2	25.3	4.9	12.4	30.6	28.8	11.4	32.1	58.7	102.9	134.0
% YoY	295.1%	8076.4%	68.8%	-15.8%	89.1%	13.6%	130.8%	158.6%	166.4%	74.8%	30.2%
콘텐츠	16.2	25.3	4.9	12.3	30.6	27.6	10.5	31.2	58.7	99.9	129.5
매니지먼트				0.1	0.3	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	14.1	18.9	3.9	9.0	23.7	23.6	8.5	24.6	45.9	80.5	109.4
% YoY	303.6%	6321099%	55.7%	-29.5%	67.4%	25.2%	120.3%	173.8%	144.6%	75.4%	36.0%
연기자 출연료	3.8	5.0	0.4	1.3	9.1	7.5	2.9	8.9	10.5	28.5	34.5
촬영 스태프 급여	2.6	2.3	0.2	1.3	4.1	5.2	1.3	5.1	6.3	15.7	24.8
제작 PD급여	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.3
작가원고료	0.5	0.7	0.3	0.5	1.0	1.6	0.6	1.4	2.0	4.6	9.7
지급수수료	1.5	3.0	1.4	2.7	0.1	0.3	1.4	1.5	8.6	3.2	5.5
기타	5.7	7.9	1.3	3.2	9.4	9.0	2.3	7.6	18.1	28.3	34.5
매출총이익	2.0	6.5	1.1	3.4	6.9	5.1	2.9	7.5	13.0	22.4	24.6
% YoY	245.0%	2005.0%	143.4%	71.2%	239.7%	-20.4%	169.3%	118.6%	289.0%	72.7%	9.6%
GPm	12.6%	25.5%	21.5%	27.6%	22.7%	17.9%	25.1%	23.3%	22.1%	21.8%	18.4%
판관비	1.3	2.0	1.0	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7	6.1	6.5	6.8
% YoY	37.8%	113.5%	12.6%	23.0%	27.3%	-17.0%	52.1%	-4.4%	43.8%	7.8%	4.3%
인건비	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	1.2	0.8	0.9	2.4	3.6	3.7
지급수수료	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.9	1.0
기타	0.5	1.0	0.3	0.9	0.6	0.3	0.5	0.6	2.6	2.1	2.1
영업이익	0.8	4.5	0.0	1.7	5.3	3.5	1.3	5.8	6.8	15.9	17.8
% YoY	흑전	흑전	흑전	196.1%	602.9%	-21.9%	404791.0%	251.1%	흑전	129.5%	11.8%
영업이익률	4.7%	17.7%	0.6%	13.3%	17.3%	12.2%	11.3%	18.1%	11.8%	15.5%	13.3%
법인세차감전순이익	1.4	10.2	-1.9	6.8	4.6	1.8	0.9	5.4	16.5	12.7	16.2
법인세비용	-0.3	0.9	-0.2	-0.9	0.5	-0.6	0.0	0.0	-0.5	-0.1	2.0
당기순이익	1.7	9.4	-1.8	7.7	4.2	2.4	0.9	5.4	16.9	12.8	14.1
당기순이익률	10.5%	36.9%	-35.8%	62.2%	13.6%	8.3%	7.8%	16.7%	28.9%	12.5%	10.6%

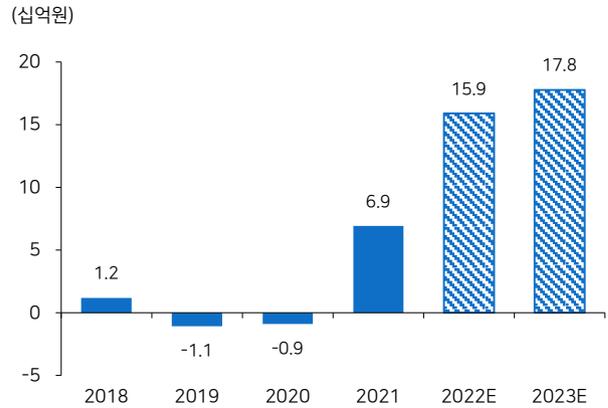
자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

그림110 에이스토리 매출액 추이 및 전망



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

그림111 에이스토리 영업이익 추이 및 전망



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 (241840)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	20.1	46.5	28.2	22.1	58.7
매출액증가율 (%)	-26.3	130.8	-39.2	-21.8	165.8
매출원가	21.2	43.1	25.7	18.8	45.9
매출총이익	-1.1	3.3	2.5	3.3	12.8
판매관리비	1.6	2.2	3.6	4.2	6.0
영업이익	-2.7	1.2	-1.1	-0.9	6.8
영업이익률	-13.6	2.6	-3.8	-4.0	11.5
금융손익	0.0	0.2	0.4	-6.2	9.7
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	0.1	-0.3	-0.4	-0.2
세전계속사업이익	-3.1	1.4	-1.0	-7.6	16.3
법인세비용	-0.6	-0.9	0.2	-0.2	-0.6
당기순이익	-2.5	2.3	-1.2	-7.4	16.9
지배주주지분 손이익	-2.5	2.3	-1.2	-7.4	16.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	-2.8	0.6	-7.9	6.4	-32.3
당기순이익(손실)	-2.5	2.3	-1.2	-7.4	16.9
유형자산상각비	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4
무형자산상각비	0.0	3.4	1.1	0.0	0.0
운전자본의 증감	-0.4	-10.2	-9.0	5.8	-41.3
투자활동 현금흐름	-0.2	0.3	-21.0	3.5	-8.8
유형자산의증가(CAPEX)	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.8
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.2	0.0	0.1	-2.3
재무활동 현금흐름	5.0	0.4	25.5	-1.7	33.8
차입금의 증감	0.0	0.0	-0.8	-0.1	29.1
자본의 증가	5.0	0.0	26.7	0.0	7.3
현금의 증가(감소)	1.9	1.3	-3.4	8.1	-7.3
기초현금	2.2	4.1	5.4	2.0	10.1
기말현금	4.1	5.4	2.0	10.1	2.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	8.3	11.5	31.7	46.1	78.7
현금및현금성자산	4.1	5.4	2.0	10.1	2.8
매출채권	2.1	5.2	5.2	13.3	14.8
재고자산	0.7	0.0	2.9	9.5	23.2
비유동자산	6.1	8.0	8.6	9.1	18.8
유형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8
무형자산	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
투자자산	0.4	0.3	0.3	0.2	2.5
자산총계	14.3	19.5	40.3	55.2	97.5
유동부채	3.7	5.5	1.3	23.9	39.5
매입채무	0.3	0.9	0.3	3.5	12.5
단기차입금	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0
비유동부채	0.1	1.2	0.4	0.5	10.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0
장기차입금	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.8	6.7	1.6	24.5	50.0
자본금	3.7	3.7	4.7	4.7	4.8
자본잉여금	6.2	6.2	31.9	31.9	39.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.7	2.9	1.6	-5.7	11.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	10.5	12.8	38.6	30.7	47.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	2,742	6,283	3,400	2,371	6,191
EPS(지배주주)	-334	314	-143	-792	1,779
CFPS	-296	1,437	116	31	934
EBITDAPS	-368	628	34	-64	755
BPS	1,425	1,730	4,143	3,296	4,989
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	-62.4	-48.2	16.9
PCR	0.0	0.0	76.6	1,226.7	32.2
PSR	0.0	0.0	2.6	16.1	4.9
PBR	0.0	0.0	2.2	11.6	6.0
EBITDA	-2.7	4.6	0.3	-0.6	7.2
EV/EBITDA	1.2	-0.9	215.0	-566.0	40.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-26.4	19.9	-4.6	-21.3	43.1
EBITDA 이익률	-13.4	10.0	1.0	-2.7	12.2
부채비율	36.1	52.2	4.3	79.6	105.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	3.2
이자보상배율(x)	-189.9	22.5	-37.8	-179.1	3.6
매출채권회전율(x)	9.6	12.8	5.4	2.4	4.2
재고자산회전율(x)	47.1	127.9	19.7	3.6	3.6

Industry Indepth
2022. 10. 13

팬엔터테인먼트 068050

팬(Pan)덤 속으로

▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ <겨울연가>부터 <해.품.달>, <동백꽃 필 무렵> 등 다수의 흥행작 제작 경험 풍부
- ✓ 연평균 제작편수 3편으로 2022년 첫 드라마는 <가우스전자>로 9월 30일 방영
- ✓ 2023년 <꽃선비 열애사> 포함 4~5작품 편성으로 큰 폭의 외형 성장 기대
- ✓ 대다수 작품에 대한 IP 확보 계획으로 리콥을 상황에 따른 수익성 개선 기대
- ✓ 2023년 매출액 770억원(+277.9% YoY), 영업이익 127억원(+1,149.2% YoY) 전망

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (10.12) 2,995 원
상승여력 -

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	829억원
발행주식수	2,769만주
유동주식비율	62.95%
외국인비중	0.74%
52주 최고/최저가	7,320원/2,920원
평균거래대금	5.7억원

주요주주(%)
박영석 외 2 인 35.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	-42.1	-45.1
상대주가	-0.8	-21.2	-23.2

주가그래프



한국 드라마의 역사와 함께 성장

팬엔터테인먼트는 1998년 설립되어 2002년 한류의 원조격인 <겨울연가>를 제작해 한국 드라마의 본격적인 해외 진출을 알렸다. <해를 품은 달>, <각시탈>, <청춘기록>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편을 제작했다.

2023년 제작편수 4~5편으로 외형 성장 기대

2021년까지 연평균 3편의 드라마를 제작했고, 2022년 첫 제작 드라마는 <가우스전자>로 지난 9월 30일 ENA 채널에서 방영을 시작했다. 최근 드라마 제작 성과는 다소 부진했으나, 2023년에는 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편이 방영되는 만큼 외형 성장이 기대된다. 최근 협상력이 강화된 제작사들처럼 동사도 향후 제작되는 드라마 IP를 확보한다는 방침으로, IP를 활용한 부가가치 창출이 가능할 전망이다.

Peer 대비 현저한 저평가

2023년 방영 예정인 4~5편의 드라마에 대해 약 20%의 매출총이익률을 가정할 경우 연간 영업이익은 127억원(+1,149.2% YoY)을 전망한다. 이 경우 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 Peer 대비 현저한 저평가 수준이다. 자체 제작 드라마 경쟁력을 통해 음반 사업으로 영역을 확장하고 있으며, 최근 틱톡(Tik Tok) 모회사인 중국 최대 모바일 비디오 플랫폼 '더우인(Douyin)'과 파트너십을 체결하고 해외 음원 유통 사업 경쟁력을 강화했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	42.3	-0.7	-1.7	-83	-365.8	1,738	-25.4	1.2	756.1	-3.9	69.4
2018	13.2	-0.7	-1.0	-38	-54.2	1,705	-49.0	1.1	1,007.5	-2.2	42.4
2019	40.2	1.1	1.1	42	-209.2	1,754	63.2	1.5	43.1	2.4	62.2
2020	24.7	2.5	1.8	66	58.7	2,495	99.8	2.6	58.6	3.1	51.7
2021	30.2	1.2	3.7	147	122.5	2,667	35.6	2.0	69.1	5.7	53.3

2023년 드라마 제작 4~5편으로
큰 폭의 외형 성장 기대

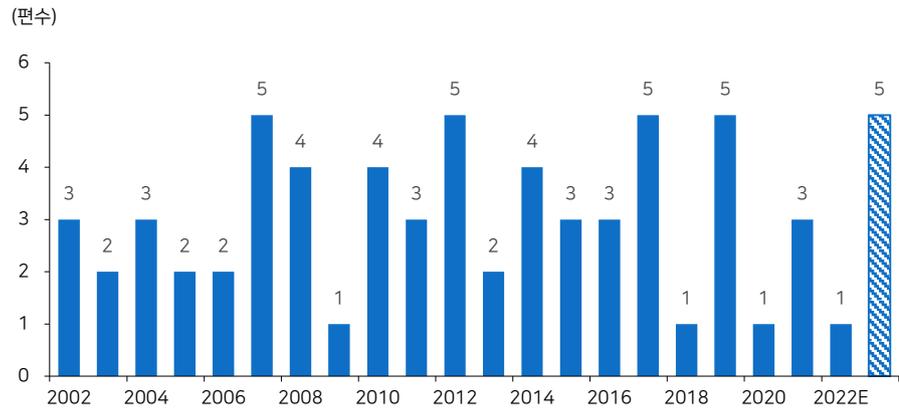
팬엔터테인먼트는 1998년 설립되어 2002년 한류의 원조격인 <겨울연가>를 제작해 한국 드라마의 본격적인 해외 진출을 알렸다. <해를 품은 달>, <각시탈>, <청춘기록>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편을 제작했다. 2021년까지 연평균 3편의 드라마를 제작해왔고, 2022년 첫 드라마 <가우스전자>는 9월 30일 방영을 시작했다. 최근 드라마 제작 성과는 부진했으나, 2023년에는 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편이 편성을 앞두고 있어 큰 폭의 외형 성장이 기대된다. 최근 제작사들의 협상력 강화로 향후 제작되는 드라마에 대해 IP를 모두 확보할 방침이며, 리튬을 상향에 따른 수익성 개선도 기대된다.

그림112 팬엔터테인먼트 제작 드라마



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림113 팬엔터테인먼트 연간 드라마 제작편수



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

2023년 영업이익 127억원,
PER 6.8배로 현저한 저평가 구간

2023년 방영 예정인 4~5편의 드라마에 대해 약 20%의 매출총이익률을 가정할 경우 연간 영업이익은 127억원(+1,149.2% YoY)을 전망한다. 이 경우 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 Peer 대비 현저한 저평가 수준이다. 자체 제작 드라마 경쟁력을 통해 음반 사업으로 영역을 확장하고 있으며, 최근 틱톡(Tik Tok) 모회사인 중국 최대 모바일 비디오 플랫폼 '더우인(Douyin)'과 파트너십을 체결 하고 해외 음원 유통 사업 경쟁력을 강화했다.

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	3.9	12.3	11.0	3.0	2.1	1.7	3.3	13.3	30.2	20.4	77.0
% YoY	-40.2%	772.0%	40.4%	-66.0%	-46.9%	-86.2%	-70.0%	336.8%	22.2%	-32.6%	277.9%
엔터테인먼트	3.4	11.6	10.3	2.3	1.4	1.0	2.6	12.6	27.6	17.5	74.1
건물임대	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	2.8	2.9	2.9
매출원가	3.0	10.9	10.6	2.2	1.6	1.0	3.0	11.3	26.4	16.9	61.1
% YoY	-43.4%	1216.9%	70.1%	-71.2%	-47.1%	-90.4%	-71.8%	411.6%	32.5%	-36.1%	261.4%
매출원가율	75.9%	88.9%	96.0%	72.6%	75.6%	61.7%	90.0%	85.0%	87.4%	82.9%	79.3%
매출총이익	0.9	1.4	0.4	0.8	0.5	0.7	0.3	2.0	3.8	3.5	16.0
% YoY	-27.4%	136.0%	-72.8%	-34.5%	-46.3%	-52.4%	-25.5%	138.9%	-20.6%	-8.2%	358.1%
GPm(%)	24.1%	11.1%	4.0%	27.4%	24.4%	38.3%	10.0%	15.0%	12.6%	17.1%	20.7%
판관비	0.4	0.8	0.4	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7	2.4	2.5	3.3
% YoY	-28.7%	54.2%	4.8%	-7.6%	8.3%	-20.2%	58.5%	-8.0%	14.7%	1.7%	33.1%
인건비	0.2	0.6	0.2	0.6	0.2	0.5	0.4	0.5	1.6	1.7	2.3
유무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지급수수료	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
광고선전비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.4
영업이익	0.6	0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.3	1.3	1.2	1.0	12.7
% YoY	-26.5%	1617.4%	-97.9%	-91.2%	-80.7%	적전	적전	3395.2%	-52.7%	-12.7%	1149.2%
영업이익률(%)	14.8%	4.2%	0.2%	1.2%	5.4%	-1.5%	-10.1%	9.5%	3.8%	5.0%	16.5%
법인세차감전순이익	0.6	1.3	0.1	1.2	0.1	1.6	0.4	2.1	3.2	4.2	16.1
법인세비용	0.0	-0.8	0.0	0.3	0.0	0.4	0.1	0.5	-0.5	1.0	3.9
당기순이익	0.6	2.1	0.1	0.9	0.1	1.2	0.3	1.6	3.7	3.2	12.2
당기순이익률(%)	15.6%	17.0%	1.0%	28.8%	4.5%	72.4%	0.0%	0.0%	12.2%	15.7%	15.9%

자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

팬엔터테인먼트 (068050)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	42.3	13.2	40.2	24.7	30.2
매출액증가율 (%)	19.8	-68.8	204.4	-38.5	23.0
매출원가	41.0	11.3	36.8	20.0	26.4
매출총이익	1.4	2.0	3.5	4.8	4.0
판매관리비	2.1	2.7	2.4	2.3	2.5
영업이익	-0.7	-0.7	1.1	2.5	1.2
영업이익률	-1.7	-5.2	2.7	9.9	4.9
금융손익	-0.6	-0.2	-0.4	-0.5	2.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
기타영업외손익	-0.2	-0.1	0.5	-0.2	-0.3
세전계속사업이익	-1.5	-1.1	1.2	1.8	3.5
법인세비용	0.2	-0.0	0.1	-0.0	-0.5
당기순이익	-1.7	-1.0	1.1	1.8	3.7
지배주주지분 순이익	-1.7	-1.0	1.1	1.8	3.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	1.2	-2.8	-13.0	9.5	-1.2
당기순이익(손실)	-1.7	-1.0	1.1	1.8	4.0
유형자산상각비	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0
운전자본의 증감	1.9	-2.8	-15.3	6.4	-3.8
투자활동 현금흐름	0.3	1.6	2.8	0.4	-0.6
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.3
투자자산의감소(증가)	1.0	4.3	-0.0	0.1	-0.0
재무활동 현금흐름	12.0	-12.0	9.8	-1.1	7.3
차입금의 증감	3.2	-12.0	10.1	-0.1	5.1
자본의 증가	8.8	0.0	0.0	0.4	0.0
현금의 증가(감소)	13.4	-13.2	-0.4	8.8	5.6
기초현금	1.7	15.0	1.9	1.5	10.3
기말현금	15.0	1.9	1.5	10.3	15.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	22.6	11.1	20.0	25.9	32.0
현금및현금성자산	15.0	1.9	1.5	10.3	15.9
매출채권	3.7	0.4	14.6	7.5	10.1
재고자산	0.5	2.3	1.6	2.5	2.5
비유동자산	57.6	55.0	57.5	77.2	79.4
유형자산	41.4	40.8	40.2	64.2	6.3
무형자산	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
투자자산	4.6	0.3	0.3	0.3	0.4
자산총계	80.2	66.2	77.5	103.1	111.4
유동부채	17.4	11.4	19.2	14.6	31.1
매입채무	0.2	0.3	0.8	0.1	0.1
단기차입금	11.9	5.0	12.5	5.1	5.0
유동성장기부채	2.7	4.2	4.6	6.6	6.0
비유동부채	15.4	8.3	10.5	20.6	7.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.2	4.6	6.6	12.0	0.0
부채총계	32.9	19.7	29.7	35.1	38.7
자본금	6.9	6.9	6.9	13.6	13.6
자본잉여금	30.2	30.2	30.2	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	8.0	8.0	8.0	27.1	27.1
이익잉여금	2.2	1.2	2.3	4.1	8.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	47.3	46.5	47.8	68.0	72.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	2,082	485	1,476	908	1,116
EPS(지배주주)	-83	-38	42	66	147
CFPS	4	11	99	133	111
EBITDAPS	3	2	80	121	82
BPS	1,738	1,705	1,754	2,495	2,667
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-25.4	-49.0	63.2	99.8	35.6
PCR	541.0	177.9	26.6	49.5	46.9
PSR	1.0	3.9	1.8	7.3	4.7
PBR	1.2	1.1	1.5	2.6	2.0
EBITDA	0.1	0.1	2.2	3.3	2.2
EV/EBITDA	756.1	1,007.5	43.1	58.6	69.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.9	-2.2	2.4	3.1	5.7
EBITDA 이익률	0.2	0.5	5.4	13.3	7.4
부채비율	69.4	42.4	62.2	51.7	53.3
금융비용부담률	1.4	2.1	1.1	2.1	3.9
이자보상배율(x)	-1.3	-2.5	2.3	4.7	1.3
매출채권회전율(x)	6.3	6.5	5.4	2.2	3.5
재고자산회전율(x)	67.5	9.4	20.6	12.1	12.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

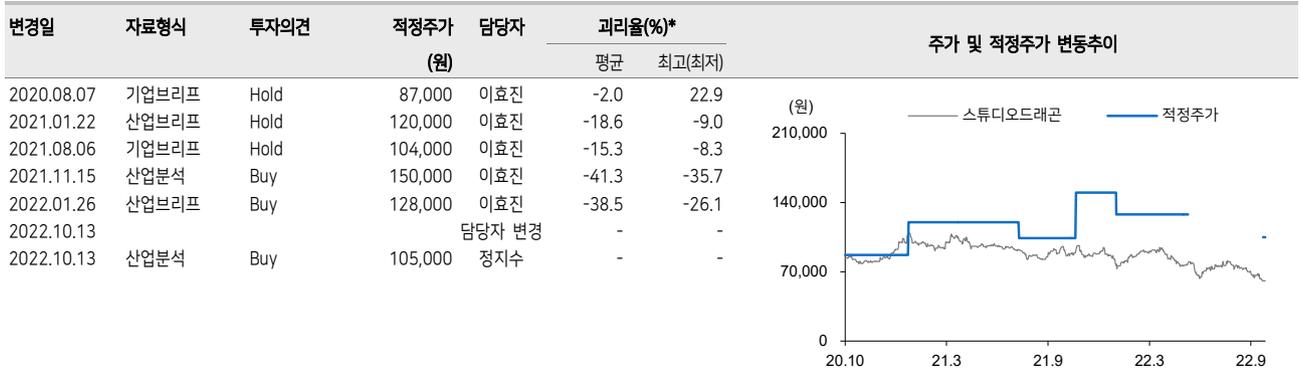
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



콘텐츠리중앙 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

