



팬엔터테인먼트 (068050)

유사한 방향성 확인

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Not Rated

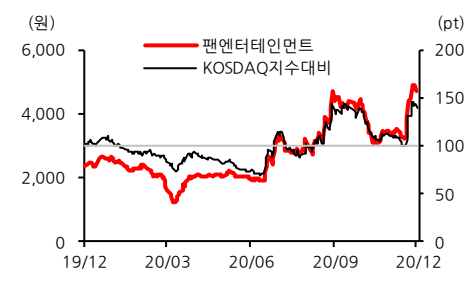
현재 주가(12/15)	4,970원
상승여력	N/A
시가총액	1,354억원
발행주식수	27,248천주
52 주 최고가 / 최저가	8,430 / 3,080원
90 일 일평균 거래대금	29.1억원
외국인 지분율	5.6%
주주 구성	
박영석 (외 2 인)	41.5%
자사주신탁 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	46.2	13.3	161.9	111.0
상대수익률(KOSDAQ)	35.2	9.8	127.5	66.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	35	42	13	40
영업이익	2	-1	-1	1
EBITDA	3	0	0	2
지배주주순이익	1	-2	-1	1
EPS	34	-84	-38	42
순차입금	21	11	10	22
PER	71.3	-25.1	-48.6	63.2
PBR	1.2	0.9	1.1	1.5
EV/EBITDA	25.0	795.3	979.2	43.1
배당수익률	-	-	-	-
ROE	1.7	-3.9	-2.2	2.4

주가 추이



드라마 제작편수 확대, IP 수익모델로 진화 등 에이스토리와 유사한 흐름을 보입니다. 외주제작사 재평가의 대표종목으로 손색이 없겠습니다.

외주제작사 재평가의 대표종목으로 탁월

에이스토리가 쏘아 올린 공으로 최근 시장에서 외주제작사의 재평가가 반영되고 있다. 에이스토리의 모멘텀은 ① 대형 OTT의 외주제작사 수익모델 → 2021년 드라마 <지리산>을 통해 IP 보유 수익모델로 한단계 진화하며 ② 전반적인 드라마 제작수요 증가로 연간 제작편수는 기존 1~2편 → 2021년 6편으로 크게 늘어난다는 점(12/9 자료)인데...

드라마 제작역사가 길고, 필모그래피가 우수한 외주제작사 중 향후 에이스토리와 비슷한 흐름으로 전개될 수 있는 대표적인 회사는 팬엔터테인먼트다. 1998년 설립된 동사는 지난 23년 동안 <겨울연가>, <해를 품은 달>, <동백꽃 필 무렵> 등 수많은 히트작을 (대부분 외주)제작해왔다.

유사한 흐름, 방향성, 그리고 전략 확인

실제로 탐방결과, 에이스토리와 상당히 비슷한 방향으로 전개되고 있음을 확인했다. 먼저, ① 동사 역시 2021년 제작편수가 크게 늘어난다. 연평균 2.8편이었던 제작개파가 2021년 가시성 높게 확정된 편성만 5편 + 추가적으로 3편을 편성 논의 중에 있다. 최소 5편~최대 8편까지 제작한다는 뜻이며 이 중 최소 3편은 OTT향 편성 및 오리지널 드라마로 구성된다. 제작개파 역시 8편까지는 충분한 상황이다.

② 2021년 드라마 <라켓소년단>을 통해 IP 보유 수익모델을 선보인다. 그간 동사가 IP를 가져간 드라마는 <겨울연가>, <김길함>의 수출판권, <청춘기록(IP 50%)> 이후 네번째이지만, 순수 100% 컨트롤하는 IP 작품은 <겨울연가> 이후 처음이라 해도 무방하다. 이 드라마는 <슬기로운 감빵생활>을 집필한 정보훈 작가의 신작으로 150억의 제작비를 들였다. 텐트폴까지는 아니지만 SBS 편성 확정+넷플릭스 글로벌 동시방영으로 이미 상당부분의 수익은 담보된 것으로 추정된다. 향후에도 최대한 동사가 직접 IP를 보유하는 전략으로 수립해나갈 계획이다.

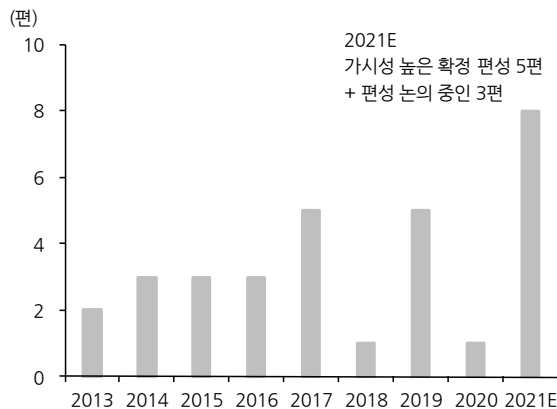
드라마 제작수요 증가에 따른 산업수혜로 2021년 드라마 최대 편성, IP 수익모델 본격화에 따른 최대 영업실적 갱신이 기대된다. 현재진행형인 에이스토리의 리레이팅 속 후발주자로 손색이 없어보인다.

[표1] 콘텐츠 제작사 수익 모델 비교

	(1) 한국 방송사의 외주제작사	(2) 글로벌 OTT의 외주제작사	(3) IP + 캡티브 채널 보유 제작사
기업	팬엔터테인먼트(068050), 삼화네트웍스(046390), NEW(160550), 초록밤(047820), 키이스트(054780), 화이브라더스(204630) 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 에이스토리(241840), 팬엔터테인먼트(068050), 키이스트(054780)	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐트리(036420), 키이스트, 에이스토리, 팬엔터테인먼트 (캡티브 채널 無, IP 전략 有)
수익모델	70-80% (편성) 20-30% (협찬) 부가수익에 대한 RS는 지극히 미미, IP의 대부분은 방송사 귀속	최소 15% 안전 GPM 보장 제작원가 100%는 전액 회수 가능 영상물에 대한 IP는 전부 넷플릭스에 귀속	50-70% (편성) 10-20% (협찬) 40%+α (판매)
수익모델	- 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식 - 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20% 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률	- 원가 전부와 10~20%의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - 협찬&판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능	- 제작비 전액을 제작사가 직접 투자한 후, 드라마를 방영하면서 회수하는 구조 - 평균적으로 50-70%는 본방영 담당 방송사로부터 '방영권료' 인식, 10-20%는 협찬+PPL, 나머지 수익은 VOD, OST, 판권 판매로 회수 - 일반 드라마 5-10%, 텐트폴 20-30% gpm 겨냥
매출처	방송국, Non-Captive 채널	글로벌 OTT 플랫폼	캡티브 채널, 글로벌 OTT, Non-Captive 모두 커버, 판권 비딩을 통해 수익성 극대화
IP 소유권	IP 미보유(IP의 대부분은 방송사에 귀속)	IP 미보유(모든 IP는 넷플릭스에 귀속)	IP 보유
장점		- 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출 - 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승	- 구축+신작 IP 활용을 통한 부가수익 레버리지 - 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음
단점	- IP 축적 불가능, 비용 증가 우려로 제한적인 수익성	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가에 따른 수익성 저하

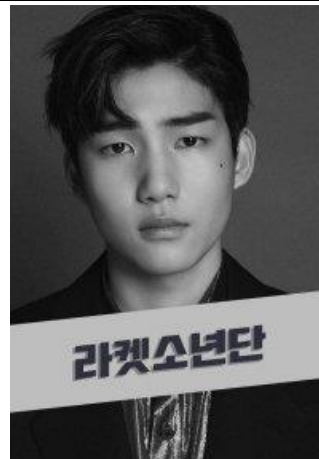
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 팬엔터테인먼트 연간 드라마 제작편수



자료: 팬엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2021년 IP 보유 드라마 <라켓소년단>



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	21	35	42	13	40
매출총이익	-2	4	1	2	3
영업이익	-4	2	-1	-1	1
EBITDA	-4	3	0	0	2
순이자손익	-1	-1	-1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-7	1	-2	-1	1
당기순이익	-7	1	-2	-1	1
지배주주순이익	-7	1	-2	-1	1
증가율(%)					
매출액	-38.9	68.4	19.8	-68.8	204.4
영업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	적전	흑전	-97.6	-7.2	3,411.5
순이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	-8.5	12.2	3.3	14.9	8.6
영업이익률	-20.4	5.7	-1.8	-5.2	2.7
EBITDA 이익률	-16.8	7.8	0.2	0.5	5.4
세전이익률	-31.9	1.9	-3.5	-7.9	3.0
순이익률	-33.5	1.7	-4.0	-7.9	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	-5	-4	1	-3	-13
당기순이익	-7	1	-2	-1	1
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	0	-6	2	-3	-15
매출채권 감소(증가)	0	-8	6	3	-14
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-2	1
매입채무 증가(감소)	0	1	-1	0	1
투자현금흐름	3	1	0	2	3
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	4	1	0	4	0
재무현금흐름	0	2	12	-12	10
차입금의 증가(감소)	-1	0	3	-12	10
자본의 증가(감소)	1	2	9	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-3	3	0	0	3
(-)운전자본증가(감소)	0	1	-7	0	11
(-)설비투자	0	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	-3	1	7	0	-8
(-)기타투자	2	5	4	5	2
잉여현금	-5	-4	2	-5	-10
NOPLAT	-3	2	-1	-1	1
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	0	1	-7	0	11
(-)Capex	0	0	0	0	0
OpFCF	-2	1	7	0	-9

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	16	17	23	11	20
현금성자산	3	2	15	4	2
매출채권	2	10	4	0	15
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	50	53	58	55	58
투자자산	7	11	15	13	16
유형자산	43	42	41	41	40
무형자산	1	0	1	1	1
자산총계	67	70	80	66	78
유동부채	24	23	17	11	19
매입채무	1	3	1	1	2
유동성이자부채	21	20	15	9	17
비유동부채	5	7	15	8	11
비유동이자부채	2	3	11	5	7
부채총계	29	30	33	20	30
자본금	5	5	7	7	7
자본잉여금	21	23	30	30	30
이익잉여금	3	4	2	1	2
자본조정	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	37	40	47	46	48

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-382	34	-84	-38	42
BPS	2,001	2,005	2,359	1,706	1,756
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-190	145	4	11	99
ROA(%)	-10.3	1.0	-2.2	-1.4	1.6
ROE(%)	-17.7	1.7	-3.9	-2.2	2.4
ROIC(%)	-6.1	3.5	-1.0	-0.9	1.6
Multiples(x, %)					
PER	-8.2	71.3	-25.1	-48.6	63.2
PBR	1.6	1.2	0.9	1.1	1.5
PSR	2.7	1.3	1.0	3.8	1.8
PCR	-16.5	16.6	534.5	176.5	26.6
EV/EBITDA	-22.1	25.0	795.3	979.2	43.1
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	78.2	74.1	69.4	42.4	62.2
Net debt/Equity	51.4	51.7	22.3	20.7	45.8
Net debt/EBITDA	-546.6	750.7	15,898.3	15,555.3	1,010.4
유동비율	68.2	71.9	129.7	97.8	104.0
이자보상배율(배)	n/a	3.2	n/a	n/a	2.3
자산구조(%)					
투하자본	83.2	81.6	63.9	76.2	79.1
현금+투자자산	16.8	18.4	36.1	23.8	20.9
자본구조(%)					
차입금	37.5	36.0	35.3	22.9	33.3
자기자본	62.5	64.0	64.7	77.1	66.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 12월 16일)

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

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

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

[종목 투자등급]

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

[산업 투자 의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%