

INDUSTRY
2021년 2월 9일

엔터/레저 (Positive)

Coming up NEXT! Vol.4

엔터/콘텐츠 업종이 들쭉이 있습니다. 기다리고 기다렸던 넷플릭스 이후 아이치이, 텐센트, 디즈니플러스, 애플티비플러스 등 신규 사업자의 한국 추가 진입이 가시화 되고 있기 때문입니다.

“ 2014-2015년 누구나 화장품 신사업에, 2017-2018년 누구나 제약바이오 신사업에 뛰어들었던 시절이 있었다면, 지금은 누구나 콘텐츠 제작 신사업, M&A, 확장을 발표 하고 있을 정도입니다. 감개무량합니다. ”

철통보안 속 제작되고 있는 애플티비플러스의 오리지널 콘텐츠를 통해 향후 한단계 더 레벨업 될 한국 콘텐츠의 진화에 대해 다뤄봅니다. 감히 '장르별 콘텐츠 Scale up', '미국 헐리우드 콘텐츠 제작 구조의 아시아 유입'이라고 주장해봅니다.

| Contents |

| | |
|-----------------------------|----|
| I. Coming Up NEXT! 시즌4 | 03 |
| II. 콘텐츠 | 04 |
| 1. 해외 플랫폼 확장 지속 | 04 |
| 2. 국내 플랫폼 가동 시작 | 13 |
| 3. 바야흐로 콘텐츠 시대 | 16 |
| 4. 중소형 제작사 재평가 | 18 |
| 5. 옥석가리기 필요 | 23 |
| 6. 다가올 콘텐츠 진화를 준비하며 | 24 |
| III. 엔터테인먼트 | 28 |
| 1. 콘텐츠+플랫폼 결합 강화 | 28 |
| 2. IP 수혜 지속 | 30 |
| IV. 분석대상 종목 | 33 |
| 1. 스튜디오드래곤 (253450) | 34 |
| 2. 제이콘텐츠리 (036420) | 37 |
| 3. 에이스토리 (241840) | 40 |
| 4. 키이스트 (054780) | 44 |
| 5. NEW (160550) | 46 |
| 6. 팬엔터테인먼트 (068050) | 46 |
| 7. Toei Animation (4816 JP) | 52 |
| 8. 박히트 (352820) | 56 |
| 9. 와이지엔터테인먼트 (122870) | 59 |

I. Coming Up NEXT! 시즌 4

늘어나는 OTT,
콘텐츠 전성시대

기다렸던 국내외 신규 OTT 사업자의 한국 콘텐츠 투자 및 수주 소식이 잇따르고 있다. 대형 제작사에게는 비캐피탈 확장, 해외판권가격 상승, 리튬비율 개선 등으로 호재가 지속되는 정도라면... 업황 변화에 따른 산업 헤게모니 이동 및 교섭력 증대는 그간 열악한 위치에 있었던 중소형 제작사에게 더 큰 기회요인으로 작용하고 있다. ① 제작편수 증가, ② 비즈니스모델 진화, ③ 자유로운 계약 조건, ④ 지속성 향상 때문이다.

콘텐츠 진화 방향

앞으로 콘텐츠는 어떠한 방향으로, 어떻게 진화될까? 애플티비플러스 조사를 통해 감히, '콘텐츠 Scale Up', 그리고 '美 할리우드 제작 구조의 아시아 유입'이라 요약하겠다.

- ① Scale Up
예) <파친코>, <알파로메오>
- ② 회당 제작비 100억,
전체 시즌 제작비 1,000억,
회당 출연료 10억 원

애플티비플러스는 현재 두 개의 아시아향 오리지널 콘텐츠를 제작 중이다. 그 중 하나인 <파친코>는 한국계 미국인 작가가 집필한 베스트셀러를 바탕으로 한 드라마다. 격동의 한국 근대사를 배경으로 제일교포들의 4대에 걸친 삶을 그려냈다. ① 한국인 가정을 배경으로 하기에 주연은 배우 이민호, 정은채, 윤여정 등이 맡았고, 언어는 대부분 한국어로 촬영된다. ② 제작 부문이 가장 중요한데, 미국 제작사인 미디어 레즈가 맡았고, 해외 로케 촬영이 필요한 작품이기에 로컬 제작사에게 하청을 주는 구조로 보인다.

③ 더욱 중요한 사실은 규모에 있다. 회당 제작비는 미국 드라마 <The Crown>과 유사한 회당 140~150억 원으로 8부작, 한 시즌 총 제작비는 1,000억 원이 넘는다. 주연 배우 회당 출연료는 10억 원 정도로 추정된다. 한국에서 지난 10월 첫 촬영을 시작했다.

두 번째 콘텐츠는 <밀정> 김지운 감독의 <알파로메오(구 가제<미스터로빈>)>다. <닥터 브레인> 웹툰이 원작인 이 드라마는 6부작, 주연배우는 <기생충>으로 해외에서 이름을 날린 배우 이선균을 비롯해 유태오, 이유영, 서지혜 등이 캐스팅됐다. 올 상반기 촬영을 앞두고 있다. 와이지 자회사인 와이지스튜디오플렉스에서 공동 외주제작을 맡았다.

- 세 가지 시사점
- ① 애플티비플러스의 한국
콘텐츠 투자 강화,
- ② 미국 콘텐츠 규모
→ 아시아 유입,
- ③ 한국 문화 콘텐츠
브랜드 확대

도출한 시사점은 세 가지다. 앞으로 애플티비플러스의 한국 콘텐츠 투자는 지속될 것이다. ① 2017년 넷플릭스가 한국에 런칭하면서 봉준호 감독의 영화 <옥자>를 오리지널 콘텐츠로 사들인 바 있다. 한국인, 한국어, 한국 감독이었음에도 미국 제작사가 만든 미국 영화로 구분되었지만, 그 후 한국 시장에 적극적인 투자를 진행해왔기 때문이다.

② 회당 100억 원이 넘는 미국 할리우드의 제작규모가 아시아 시장으로 유입되고 있다. Scale up이다. 아직은 미국업체가 제작, 우리는 하청 구조이지만 넷플릭스 사례를 볼 때 현지 전문업체에게 맡길 가능성도 머지 않았을 것이다. 확실한 점은 콘텐츠는 점차 대형화, 프로젝트화 될 것이다. ③ 한국 문화 콘텐츠가 다시 한 번 주목받을 전망이다. 영화 <미나리>가 작년 <기생충>과 유사한 흥보를 견고 있다. 목표는 오스카 아카데미다.

엔터/콘텐츠 업종에 대한
긍정적 산업의견 유지

아주 이례적인 플랫폼(네이버)+콘텐츠(빅히트, 와이지)의 계약이 발표됐다. 지금까지는 자본이 탄탄한 플랫폼이 콘텐츠를 '줍줍'해왔다면 네이버가 자체 V LIVE 플랫폼을 빅히트 위버스에게 넘겼다는 점에서 시사하는 바가 매우 높다. 콘텐츠, IP의 중요성이다. 향후 글로벌 팬덤 전문 플랫폼을 통해 글로벌 아티스트의 입점도 기대된다. 엔터/콘텐츠 업종이 메인스트림 진입을 더욱 강화하며 수출 효과 업종으로 거듭나길 기대한다.

II. 콘텐츠

1. 해외 플랫폼 확장 지속

국내외 OTT 사업자의 콘텐츠 제작 수주 본격화

콘텐츠 제작사들이 들썩이고 있다. 대형사뿐 아니라 중소형 제작사까지 꿈틀거리는 데에는 업황 변화에 기반한 뚜렷한 재평가 요소가 감지되고 있기 때문이다. ① 기다렸던 넷플릭스 이후 신규 진입자의 연이은 한국 런칭[그림1]이 드디어 시작됐고, ② 이 틈에서 가입자를 뺏기지 않고자 기존 사업자의 적극적인 투자가 진행되는 가운데, ③ 올해를 기점으로 국내 OTT도 본격적인 콘텐츠 투자 계획과 수주를 서두르고 있다.

디즈니플러스 2021년 한국 런칭 공식화

신규 사업자의 진입 현황을 알아보면 먼저, 지난 2019년 11월 12일 공식 출시된 디즈니플러스가 있다. 디즈니플러스는 그로부터 1년이 지난 2020년 12월 공식 SNS 트윗을 통해 직접 반가운 소식을 전해왔다. 디즈니의 전체 구독자수가 1.37억 명을 넘어섰고, 2021년에는 꼭 짚어 한국, 홍콩, 동유럽 국가에 진출[그림2, 표1]을 앞두고 있다고 말이다. 2024년까지 3억~3.5억 명 가입자를 목표로 160억 달러 이상을 투자하며 글로벌 진출을 가속화할 계획이다.

[그림1] 국내외 OTT 런칭 발표: 다수의 신규 진입 → 플랫폼간 경쟁심화 → 콘텐츠 제작사 수혜 기대



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

특정 콘텐츠 구매
소식 잇따라

작년 말부터 본격화된 디즈니 아시아태평양 조직개편을 통해 국내 통신사들과의 제휴 발판도 마련되고 있어 기대감 높은 신규 OTT 사업자다. 그러던 중, 지난 10월 디즈니의 브랜드 중 하나인 훌루가 한국 상표권을 출원했으며 비슷한 시기에 한국 서비스 가격이 유출됐다는 소식이 있었다. 월정액 요금과 연간 이용가격은 각각 9천 원, 9만 원 선이다. 넷플릭스보다 가성비가 좋게 출시된다는 분위기다.

실제로 최근에는 NEW의 신작 <너와 나의 경찰 수업>이 디즈니플러스에서 방영될 예정이며 가수 강다니엘이 주연 배우로 제의를 받아 검토 중이라는 보도가 있었다. NEW 측은 아직 100% 확정된 것은 아니지만, 매우 긍정적인 분위기 속에 방안을 논의 중이라 답변했다. 런칭이 코 앞인 듯하다.

애플티비플러스 한국 채용,
한국어 자막 추가,
오리지널 콘텐츠
준비 선행 중

다음으로는 디즈니플러스와 글로벌 출시 시기가 2019년 11월로 동일한 애플티비플러스가 있다. 아직은 관련 언론보도가 많지 않고, 다소 생소한 이 OTT는 ① 2020년 2월부터 한국 채용을[그림3] 시작했고, ② 8월 한국어 자막을 추가했다. ③ 2021년 1월에는 국내 영상물등급위원회에 <센트럴 파크>, <더 모닝 쇼> 등 애플티비플러스 오리지널 콘텐츠의 등급분류심사가 접수됐다. 본격 런칭을 앞둔 준비로 해석된다.

월정액 4.99달러(약 5,500원)로 다른 OTT보다 저렴한 이용료와 연간 60-80억달러에 달하는 오리지널 콘텐츠 투자액을 발표했다. ‘가성비’ 높은 서비스를 장점으로 내세우고 있는 가운데... 더 중요한 움직임은 아시아를 겨냥한 ④ 대형 콘텐츠 프로젝트(드라마 <파친코>, <미스터로빈>)를 공개했다는 점이다. 향후 Coming Up NEXT 스토리 중 가장 핵심이라 생각하는 ‘이 것’에 대해서는 24페이지부터 자세히 설명하겠다.

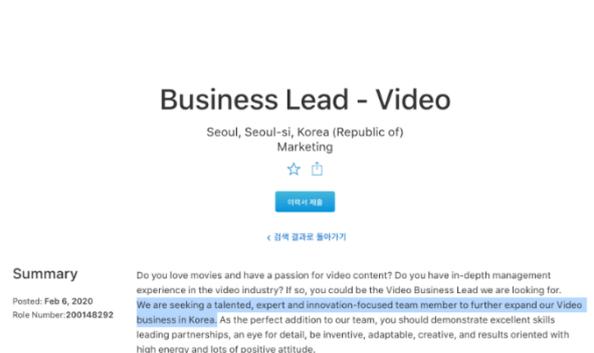
워너미디어의 산하 OTT인 HBO MAX도 있다. 심지어 워너미디어는 2021년 워너브라더스의 신작 17편 전체를 극장과 HBO MAX OTT에서 동시 개봉할 것이라는 전략을 발표하면서 뉴미디어 OTT 시장성장에 활기를 불어넣고 있다. 한국 진출에 대해서는 국내 통신사와 티빙 같은 국내 OTT와 적극 협업할 계획이다.

[그림2] 디즈니플러스 한국 진출 발표



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 애플티비플러스 한국 채용 공고



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 디즈니플러스 글로벌 출시 일정

| 출시일 | 국가 | 대륙 |
|------------|--|---------|
| 2019/11/12 | 미국, 캐나다, 네덜란드 | 북미 |
| 2019/11/19 | 오스트레일리아, 뉴질랜드, 푸에르토리코 | 대서양 |
| 2020/03/24 | 영국, 독일, 이탈리아, 스페인, 아일랜드, 프랑스 | 유럽 |
| 2020/09/15 | 벨기에, 노르웨이, 포르투갈, 아이슬란드, 핀란드, 스웨덴, 룩셈부르크, 덴마크, 그린란드 | |
| 2020/03/29 | 인도 | 아시아 |
| 2020/06/11 | 일본 | |
| 2020/09/05 | 인도네시아 | |
| 2020/11/17 | 남미 국가들 | 남미 |
| 2021년 목표 | 동유럽, 한국, 홍콩 등 | 유럽, 아시아 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 영상물등급위원회에 등록된 애플티비플러스 콘텐츠

비디오 등급진행자료

*성인영상물의 전체제명 및 내용정보 확인은 성인인증이 필요합니다.

| 구분 | 한글제명(원제명) | 신청사 | 접수일자 | 진행상태 | 접수번호 |
|-----|--|----------------|------------|------|---------------|
| 국외물 | 1945 함월전쟁 (Snow Leopard) | (주)위즈덤윌름 | 2021-01-14 | 진행중 | 2021-RVF00154 |
| 국외물 | 애쉬스투애쉬스시즌1,5회 (ASHES TO ASHES SERIES 1) | 주식회사 해리슨엔터테인먼트 | 2021-01-14 | 진행중 | 2021-RVF00147 |
| 국외물 | 스탠드 시즌1 5회 (The Stand S1 5) | 콘텐츠웨이브 | 2021-01-14 | 진행중 | 2021-RVF00153 |
| 국외물 | 하얀 여동, 나츠 두야트 : 몬테 카를로 발레단 (White Darkness, Nacho Duato - Les Ballets de Monte Carlo - Opera de Monte Carlo) | (주)엘지유플러스 | | 신청완료 | |
| 국외물 | 더 모닝 쇼 - 110 - 인터뷰 (The Morning Show - 110 - The Interview) | (주)알이디미디어스엔터 | | 신청완료 | |

주: 알이디미디어스엔터는 애플티비플러스 콘텐츠의 국내 배급사

자료: 영상물등급위원회, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 영상물등급위원회에 등록된 애플티비플러스 콘텐츠

비디오등급 자료

*조회조건이 없을 시 최근 30일 간의 데이터만 기본 조회 됩니다.

*성인영상물의 전체제명 및 내용정보 확인은 성인인증이 필요합니다.

온라인공영서 발급 검색결과 역셀저장

| 구분 | 한글제명(원제명) | 신청사 | 등급분류일자 | 등급분류번호 유해확인번호 | 관람등급 | 진행상태 | 상영시간 |
|-----|---|--------------|------------|------------------|------|------|---------|
| 국외물 | 센트럴 파크 - 102 - 스케이트장 (Central Park - 102 - Skater's Circle) | (주)알이디미디어스엔터 | 2021-01-27 | 2021-VF00270 | ALL | 완료 | 25분 40초 |
| 국외물 | 센트럴 파크 - 109 - 오늘 밤을 즐겨 (Central Park - 109 - Live It Up Tonight) | (주)알이디미디어스엔터 | 2021-01-27 | 2021-VF00255 | ALL | 완료 | 24분 39초 |
| 국외물 | 센트럴 파크 - 106 - 라이벌 막사 (Central Park - 106 - Rival Busker) | (주)알이디미디어스엔터 | 2021-01-27 | 2021-VF00254 | ALL | 완료 | 24분 4초 |
| 국외물 | 센트럴 파크 - 104 - 쓰레기 발레 (Central Park - 104 - Garbage Ballet) | (주)알이디미디어스엔터 | 2021-01-27 | 2021-VF00253 | ALL | 완료 | 25분 58초 |

주: 알이디미디어스엔터는 애플티비플러스 콘텐츠의 국내 배급사

자료: 영상물등급위원회, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

기존 사업자도 가입자 유지를 위해 강력한 콘텐츠 투자 지속

신규 진입자의 빠른 움직임 속 기존 사업자 역시 이 틈에서 가입자를 뺏기지 않기 위해 어느 때보다 활발한 투자가 선행될 것이다. 가장 먼저, 한국 OTT 리딩업체이자 2020년 말 기준 가입자 2억 명을 돌파한 넷플릭스의 올해 콘텐츠 예산[그림6]은 전년대비 +10% 증가한 190억 달러(한화 21조 원)로 예상된다. 지난 8년간의 CAGR은 +30%에 달한다. 2028년 예상 투자비는 260억 달러(한화 29조 원)라는 분석 보도도 있었다.

넷플릭스 총 20조 원 중 6-8천억 원 한국 투자

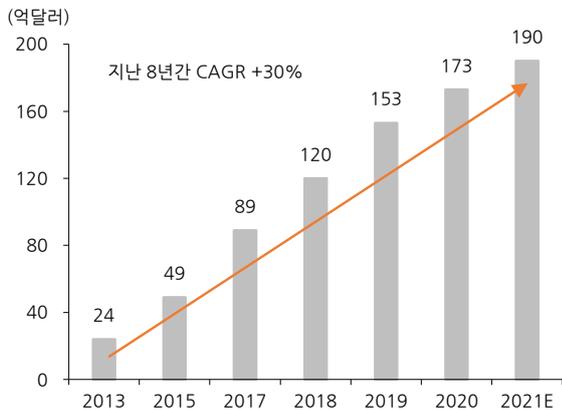
사실 전체 예산비보다 중요한 것은 과연 이 중 얼마나 아시아 권역으로, 또 상세하게는 우리나라로 유입될 수 있는지인데... 블룸버그를 비롯한 OTT 현업에서는 넷플릭스가 2020년 한국 콘텐츠 제작에 약 3,000억 원가량 투자한 것을 고려하면 빠르게 높아진 한국 콘텐츠 위상에 따라 올해는 6,000억 원 이상(~ 최대 8,700억 원)이 한국에 흘러들어갈 것[그림7]으로 추산하고 있다.

협업 강화 중인 대형사에게 수혜

대폭 늘어난 예산비에 따른 수혜는 넷플릭스와 지분 투자, 콘텐츠 공급 등 강렬히 협업 중인 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리가 가장 크게 누리겠다. 그렇다면 왜 한국일까?

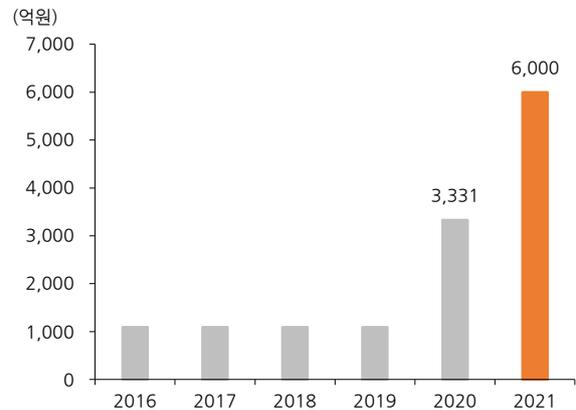
현재까지 투자한 금액 대비 가성비, 글로벌 트래픽 측면에서 매우 만족스러웠을 것이다. 지난 5년간 7,700억 원을 한국 콘텐츠에 투자했는데, 동남아 트래픽을 휩쓸었으며 여전히 글로벌 콘텐츠 투자비 보다는 저렴한 값에 높은 퀄리티가 보장되기 때문이다. 심지어 2020년 넷플릭스가 한국 시장에서 벌어들인 결제수입은 약 5,173억 원[그림12]인만큼 수익 성과도 매우 높았을 것이다.

[그림6] 넷플릭스 콘텐츠 예산 추이



자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한국 콘텐츠 투자비 전망



주: 2015-2020년 상반기까지 총 7,700억 원 투자 / 2016년부터 본격적인 투자가 진행됐을 것으로 추정해 언론보도에서 공개된 2020년 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자비(3,331억 원)를 제외한 금액을 4개년도로 나눠 2016-2019년 숫자를 추산

자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

넷플릭스 한국 콘텐츠
별도 법인 설립

타국가 대비해서도 매력적인데... 중국은 본토에 진출할 수 없을뿐 아니라 미국 내 정부 정책(중국 3대 통신사 미국 상장 폐지, 알리바바와 텐센트 투자금지 추진 등) 때문에라도 쉽사리 투자하기 어렵고, 일본은 드라마보다 애니메이션 강국인데다 동남아는 아직 콘텐츠 제작에 대한 질이 증명되지 않기에, 오히려 동남아 트래픽을 휩쓸고 있는 한국 콘텐츠에 적극적으로 투자하는 편이 훨씬 낫기 때문일 것이다.

오리지널 제작 위해
스튜디오 장기 임대

2020년 9월 넷플릭스는 한국 콘텐츠 별도법인을 설립했고, 올해 1월에는 경기도 파주시에 있는 콘텐츠 제작 스튜디오와 다년 임대 계약을 맺었다. 규모는 약 4,800평이며 운영은 2021년 3월부터 시작한다. 더욱 적극적인 한국 콘텐츠 투자를 예고한다.

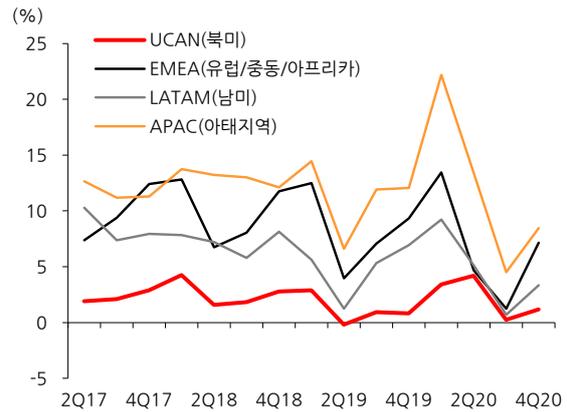
대형 제작사의 IP를 비싼 값에 구매해오는 것과 더불어, 오리지널 콘텐츠 비중이 대폭 상승할 전망이다. 현재까지 발표된 것만 해도 오리지널 드라마는 2020년 4편 → 2021년 13편[표2, 3]으로 늘어난다.

[그림8] 넷플릭스가 계약한 파주 콘텐츠 제작 스튜디오



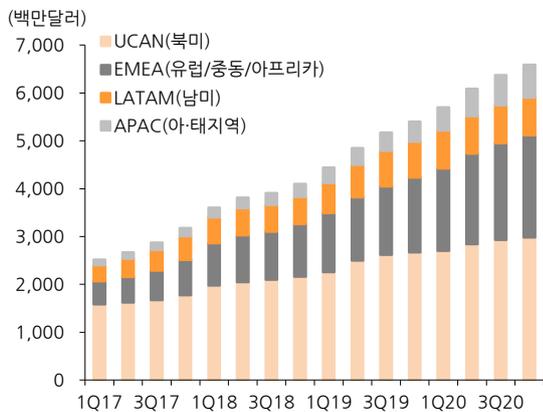
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 넷플릭스 전분기대비 가입자 증감률



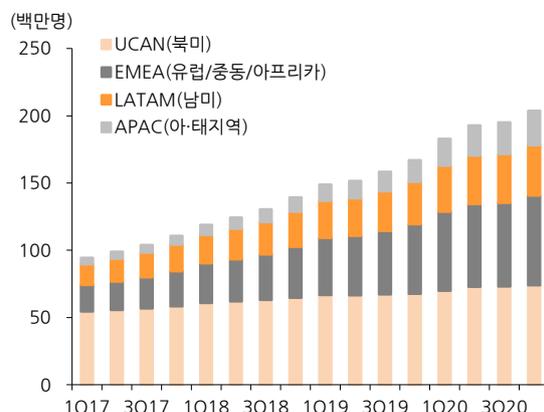
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 넷플릭스 지역별 매출액 추이



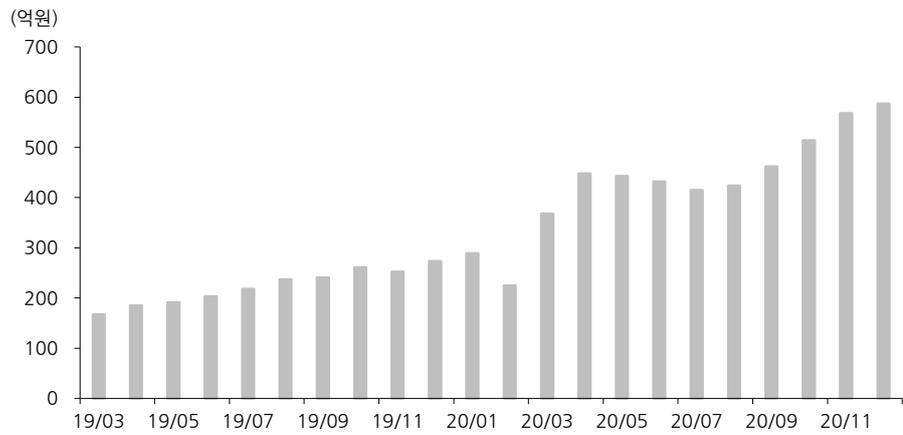
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 넷플릭스 지역별 가입자 추이



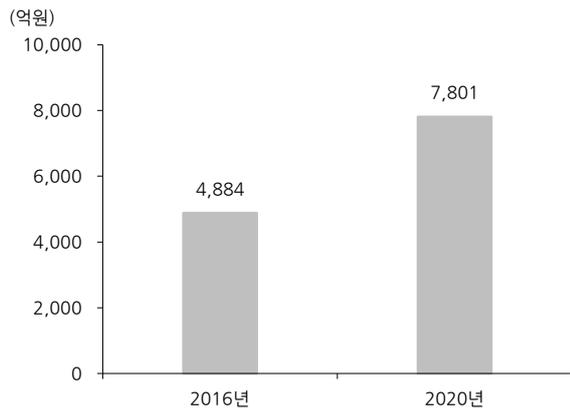
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 넷플릭스 한국 월간 결제금액 추이



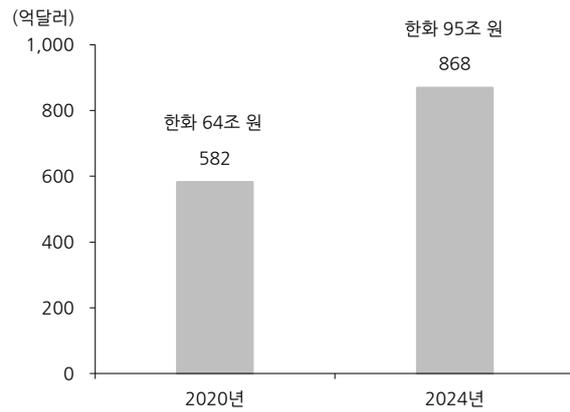
자료: 와이즈앱, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 우리나라 OTT 시장규모



자료: 방송통신위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 전세계 OTT 시장규모



자료: PwC, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 넷플릭스 한국 오리지널 드라마 정리

| 제목 | 방영 | 에피소드 | 외주제작사 |
|----------------|------------|------|------------------|
| 킹덤 시즌1 | 2019-01-25 | 6 | 에이스토리 |
| 킹덤 시즌2 | 2020-03-13 | 6 | 에이스토리 |
| 첫사랑은 처음이라서 시즌1 | 2019-04-18 | 8 | 에이스토리 |
| 첫사랑은 처음이라서 시즌2 | 2019-07-26 | 8 | 에이스토리 |
| 좋아하면 울리는 | 2019-08-22 | 8 | 스튜디오드래곤 |
| 나홀로 그대 | 2020-02-07 | 12 | 스튜디오드래곤 |
| 인간수업 | 2020-04-29 | 10 | 스튜디오329(신세계 계열사) |
| 보건교사 안은영 | 2020-09-25 | 6 | 키이스트 |
| 스위트홈 | 2020-12-18 | 10 | 스튜디오드래곤 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 2021년 한국 오리지널 드라마 정리

| 제목 | 배우 | 작가 | PD | 외주제작사 | 추가 내용 |
|--------------------|-----------------|----------|----------|----------------------------|---|
| D.P | 정해인, 구교환, 김성균 등 | 김보통 | 한준희 | 레진 | 누적 조회수 1000만 뷰를 넘긴 김보통 작가의 웹툰 <D.P개의 날> 원작 |
| 고요의 바다 | 공유, 정우성, 배우나 등 | 박은교 | 최항용 | 배우 정우성 제작 | 단편 영화가 원작 |
| 무브 투 헤븐 | 이제훈, 탕준상 등 | 윤지연 | 김성호 | 페이지원필름, 넘버스리 픽처스 | 1세대 유품정리사 김세별 에세이의 영감을 받은 작품 |
| 언더커버 | 한소희, 박휘순 등 | | 김진민 | | <인간수업>을 연출한 PD의 느와르 장르 |
| 종이의 집 | 유지태, 김윤진 등 | 류용재 | 김홍선 | BH엔터, 콘텐츠지음 | 스페인 흥행작의 리메이크 |
| 킹덤: 아신전 | 전지현 | 김은희 | 김성훈 | 바람픽처스, 스튜디오드래곤, 비에이 엔터테인먼트 | <킹덤> 시즌3가 시작되기 전 외전 형식의 스피ن 오프, 70분 분량의 단편으로 제작 |
| 내일 지구가 멸망해버렸으면 좋겠어 | 박세완, 신현승 등 | 백지현 | 김정신, 권익준 | 미스틱스토리 | <하이킥>, <남자 셋 여자 셋> 등 인기 시트콤 제작진 참여 |
| 소년심판 | 김혜수, 김무열 등 | 김민석 | 홍중찬 | 갈픽처스, 지티스트 | 휴먼 법정 드라마 |
| 수리남 | 하정우, 황정민 등 | | 윤중빈 | | 남미 국가에서 전설적 마약왕이 된 한국인의 실화 바탕, 제작비 400억 원 |
| 오징어 게임 | 이정재, 박해수 등 | | 황동혁 | 싸이런픽처스 | |
| 좋아하면 울리는 시즌2 | 김소현, 송강, 정가람 등 | 이아연, 서보라 | 이나정 | 스튜디오드래곤 | 인기 웹툰이 원작 |
| 지금 우리 학교는 | 박지후, 조이현 등 | 천성일 | 이재규 | 필름몬스터(JTBC 스튜디오) | 인기 웹툰이 원작 |
| 헬바운드 | 유아인, 박정민 등 | 최규석 | 연상호 | 레진 스튜디오 | 웹툰 <지옥>이 원작, 반응 후 시즌2 고려 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

동남아 경쟁 가속화로
중국 OTT도 콘텐츠
투자 강화 추세

작년 세 번의 Coming up NEXT! 보고서 시리즈의 중심에 있었던 중국 OTT 사업자도 한국 콘텐츠 투자를 더욱 강화하는 추세다. 동남아에서 한국 드라마의 인지도가 절대적이기에 중국에 반드시 방영하지 않더라도, 2019년 6월부터 적극적으로 진출을 시도하고 있는 동남아 지역 방영을 위해 꼭 필요한 콘텐츠이기 때문이다.

1등 OTT 아이치이,
3년간 무려 17조 원 투입

1위 사업자 OTT인 ① 아이치이의 한국 콘텐츠 소싱은 2020년 지상파 드라마였던 <편의점 샷별이>, <저녁 같이 드실래요> 등의 글로벌 판권을 사들이면서 시작됐다. 텐트폴이 아닌 일반 드라마 중심으로만 구매해가던 아이치이는 ② 2021년 텐트폴 <지리산>의 글로벌 판권을 넷플릭스보다 더 비싼 값에 사들이면서 구매 강도를 대폭 높였고, 스튜디오드래곤과 함께 오리지널 콘텐츠 <간 떨어지는 동거>를 공동제작할 예정이며 ③ 싱가포르에 위치한 아이치이 인터내셔널을 통해 향후 3년 동안 무려 17조 원을 콘텐츠 제작에 쏟아붓겠다고 결정했다. 많은 비중이 한국 콘텐츠에 실리지 않을까 기대해본다. 그리고 ④ 지난해 7월에는 직접 아이치이 인터내셔널코리아를 설립하기까지 이르렀다.

아이치이가 구매해간 드라마를 정리[표4]해보면, 넷플릭스와 관계를 맺은 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리 작품도 다수 차지하지만, 지상파를 포함한 카카오TV같은 국내 OTT 콘텐츠의 해외판권도 구매한 사례가 많다. 이는 어느 특정 플랫폼과 긴밀한 교류가 없어 모든 플랫폼으로부터 자유로운 중소형 드라마 제작사에게 더 큰 기회가 될 것이다.

트래픽 휩쓰는 한국
콘텐츠의 평가 상승
및 리콥비율 개선은
지속될 전망

동남아 진출 후발주자인 텐센트는 작년 말레이시아 스트리밍 플랫폼 아이플릭스를 인수하면서 영역을 확장하고 있다. ① 2020년 초 한국팀 채용 공고를 시작으로 ② 2020년 말에는 <부부의 세계>를 제작한 JTBC스튜디오에 1000억 원을 투자했다. 조만간 ③ 카카오페이지와 합작법인을 설립해 새로운 웹툰/웹소설 IP를 기반한 플랫폼 또한 선보일 예정이다.

향후에도 동남아 내 미국 vs 중국 OTT간의 세력 싸움으로 인한 한국 콘텐츠의 몸값(해외판권가격 상승)과 리콥비율은 지속 상승할 전망[그림17]이다.

[그림15] 중국 OTT 글로벌 전략 현황

| | |
|---|--|
|  | <ul style="list-style-type: none"> - 아이치이 인터내셔널을 런칭해 향후 3년동안 1천억 위안(17조원) 콘텐츠 제작에 투자 결정 - 최근 한국 법무법인 설립, 판권 확보, 광고 대행, 마케팅 매니저 채용 등 한국 시장 공략 강화 - 20년 10월 기준 유료 가입자수 1억 48만명, 향후 5년내 유료 가입자 절반을 해외에서 확보하는 것이 목표 - 한국 콘텐츠 투자 확대 : 지난해 '편의점 샷별이' 등 30여편의 한국 드라마 판권 및 '지리산' 해외판권 구매, 올해부터는 국내 제작사와 첫 오리지널 콘텐츠 제작 시작 (tvN '간 떨어지는 동거') - 오리지널 애니물 '디어 스쿼드'로 올해 미국 진출 |
|  | <ul style="list-style-type: none"> - 작년 말레이시아 스트리밍 플랫폼인 아이플릭스(IFLIX) 인수하며 사세 확장 - 20년 7월 기준 유료 가입자수 1억 1000만명 - 지난 9월 싱가포르에 신규 사무소 설립, 현지화보다는 M&A 전략 추구 - 한국 콘텐츠 투자 확대 : 최근 JTBC스튜디오에 1,000억원 투자, 올해 카카오페이지와 합작법인을 설립해 새로운 웹툰·웹소설 플랫폼 선보일 예정 |

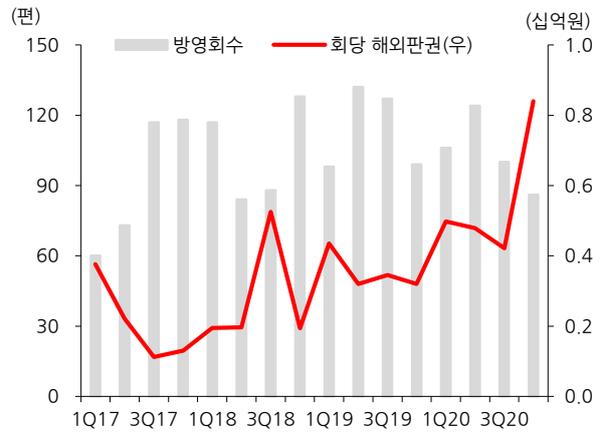
자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 아이치이의 한국 채용 공고



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 스튜디오드래곤 회당 해외판권 금액



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 아이치이가 구매해 간 한국 드라마 정리

| 작품명 | 방영 시기 | 방영 플랫폼 | 비고 |
|------------------|-----------|--------|---|
| 저녁 같이 드실래요? | 2020 | MBC | |
| 편의점 샷별이 | 2020 | SBS | |
| 연애혁명 | 2020 | 카카오TV | |
| 약의 꽃 | 2020 | tvN | |
| 18 어게인 | 2020 | JTBC | |
| 경우의 수 | 2020 | JTBC | |
| 나의 위험한 아내 | 2020 | MBN | |
| 구미호연 | 2020 | tvN | |
| 써치 | 2020 | OCN | |
| 나를 사랑한 스파이 | 2020 | MBC | |
| 라이브온 | 2020-2021 | JTBC | |
| 허쉬 | 2020-2021 | JTBC | |
| 암행어사: 조선비밀수사단 | 2020-2021 | KBS2 | |
| 선배, 그 립스틱 바르지 마요 | 2021 | JTBC | |
| 나의 별에게 | 2021 | | |
| 루카: 더 비기닝 | 2021 | tvN | |
| 간 떨어지는 동거 | 2021 | tvN | 아이치이 첫 한국 오리지널 제작 드라마 스튜디오드래곤, JTBC스튜디오와 공동 제작 네이버 웹툰 IP 기반 |
| 지리산 | 2021 | tvN | 아이치이가 구매한 금액 중 최고치 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 플랫폼 가동 시작

네이버, 카카오
콘텐츠-플랫폼 수직계열화

네이버는 분야별
리딩업체와 협력을 통한
웹툰 기반의 IP 확장 추진

해외 기존 + 신규 사업자뿐 아니라 올해를 기점으로 국내 플랫폼의 가동도 본격화될 전망이다. 드라마 제작사에게 실제로 수주를 주기 시작했기 때문이다. 가장 먼저 플랫폼부터 콘텐츠 제작까지 수직계열화를 구축해 드라이브를 거는 네이버, 카카오의 공습이다.

네이버는 분야별 리딩업체와의 지분 투자, 교환 및 인수를 통한 협업을 중심으로 세력을 확장하고 있다. 영상 콘텐츠는 CJ그룹과, 음악 관련 콘텐츠는 빅히트, 와이지의와 협업이다. 영상 콘텐츠는 기보유한 자체 네이버 웹툰 IP + 추가적으로 왓패드(북미 최대 웹소설 플랫폼) 인수를 통해 대거 콘텐츠 IP를 확보한 후, 이를 기반한 IP 확장 개념으로 드라마, 영화, 게임 등의 제작을 스튜디오드래곤과 협업해 만들어내는 것이다. 대표적으로 <스위트홈>, <여신강림> 등이 있다. 결국 이들 사업의 핵심도 'IP' 중심인 셈이며 티빙과 카카오TV 등 자체 혹은 협력사 플랫폼에 유통한다.

[그림18] 네이버와 카카오의 콘텐츠 전략



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

카카오는 M&A를 통해 확장해 온 사업을 통합

반면, 카카오는 그간 꾸준히 M&A를 통해 확장해 온 사업을 통합(카카오페이지+카카오M)한다. 'M&A' 전략은 비슷할 수 있지만, 자체 IP, 직접 제작 및 발굴, 직접 유통 개념에서 네이버와 다소 대조된다.

2016년 음원플랫폼 멜론을 보유한 로엔을 인수하면서 시너지 창출을 위해 스타쉽엔터, 플레이엠 등 음원강자 기획사를 인수했다. 모두 카카오M 사업이다. 네이버와는 다르게 아티스트를 직접 키워내는 기획사를 다수 보유했다는 뜻이다. 카카오M의 아티스트 IP 음원이 플레이 되면 유통사+권리자의 수익배분율을 대부분 다 직접 인식하는 수직계열화가 가능하다. 멜론이 지니뮤직, 벅스 등의 경쟁사 대비 높은 매출과 수익성을 동시에 가져갔던 이유다.

배우/가수 사람 IP
+ 직접 제작
+ 유통

영상 콘텐츠는 더욱 적극적이다. 영상 콘텐츠도 카카오M에서 운영하는데, 한국에서 내로라하는 배우 매니지먼트는 다 사들였다. 배우 이병헌, 이지아, 유지태, 고수, 김고은 등이 소속된 BH엔터, 공유, 공효진, 수지 등이 있는 숲엔터, 송승헌, 유연석 등이 소속된 스타쉽엔터, 현빈, 이연희 등이 소속된 VAST가 있다.

직접 제작까지 할 수 있도록 드라마 제작사도 다수 확보했다. 대표적인 예로 스튜디오드래곤의 2021년 주요 텐트폴 라인업 중 하나인 <빈센조>를 제작하는 로고스필름, 에이스스토리 와 텐트폴 <지리산>을 공동제작하는 바람픽처스가 있다.

양사 모두 3년간
3~4천억 원 콘텐츠
투자 집행

배우/가수 등의 사람 IP + 제작역량까지 갖춘 카카오M을 카카오페이지와 합병해 오는 3월 카카오엔터테인먼트로 새롭게 출범한다. 카카오페이지는 다음 웹툰 IP를 보유한 회사다. 네이버와 유사하게 웹툰 IP 기반의 콘텐츠 확장이 예상된다. 드라마에 투입되는 배우도, 삽입되는 OST도, 촬영 및 제작도 직접 자체 수혈이 가능하다.

이렇게 만들어진 (카카오페이지의 IP 활용+카카오M이 보유한 제작역량)콘텐츠는 자체 플랫폼인 카카오TV에도 송출하되 넷플릭스, 웨이브 등에도 판매하는 IP 판권 확장이 현실화됐다. 실제로 카카오TV 오리지널로 개발된 <도시남녀의 사랑법>이 그러하다.

김성수 대표가 밝힌 네 가지 콘텐츠 사업 전략은,

콘텐츠 산업 내 핵심 인재들과 함께 상업영화와 드라마 제작,

모바일 콘텐츠에 대한 대규모 투자,

음악 콘텐츠 제작 및 유통사업 글로벌화,

스타 지식재산권(IP) 영역 확장이다. 2023년까지 콘텐츠에 4천억 원을 쏟아붓는다.

[표5] 국내 OTT 서비스 정리

| 구분 | 브랜드명 | 내용 |
|--------|--|--|
| 국내 OTT | 왓챠  | - 국내 지상파-케이블뿐만 아니라 최근 HBO, 디즈니 등의 해외 사업자의 콘텐츠 독점 공급 (ex. 체르노빌, 해리포터 등) - CJ CGV와 영화 콘텐츠 기반 데이터 통합 분석 및 플랫폼 사업 영역 확대를 위해 MOU 체결 |
| | 웨이브  | - 4년간 3천억원 투자 - '20년 4월 NBC 유니버설과 오리지널 콘텐츠 수출을 위한 파트너십 체결. 향후 아마존프라임과의 협력 기대 - 카카오 M과 제휴 , 카카오페이지 기반의 웹툰 원작 드라마 제공(ex. 연애혁명, 아만자, 머느라기, 아직 낯서른 등) |
| 이플사 | 쿠팡  | - '20년 7월 싱가포르 OTT Hooq 인수, <쿠팡플레이> 출시. 런칭 3주만에 어플 설치자수 80만명(안드로이드) 돌파 - '20년 9월까지 특허청에 쿠팡와우 플레이, 쿠팡스트리밍, 쿠팡티비, 쿠팡라이브 등 상표 출원. 각 분야 채용 시작 - 월경액 2,900원(최대 5명 가입 가능)인 로켓와우 회원이라면 배송, 스트리밍 서비스 이용 (아마존 모델 벤치마크) - NEW, 쇼박스와의 콘텐츠 공급 계약 맺으며 영화 콘텐츠 확대 중. 추후 오리지널 콘텐츠도 제공할 계획 |
| | 신세계  | - 260억원을 출자해 설립한 미디어콘텐츠 자회사 마인드마크를 통해 지난 6월 드라마 제작사 실크우드 인수 - '20년 10월 넷플릭스 오리지널 드라마 <인간수업>을 제작한 스튜디오 329 지분 55.13%를 45억원에 인수 |
| 플랫폼 | 네이버  | - CJ그룹과 약 6,000억원 규모의 주식 교환 : CJ 대한통운 3,000억원, CJ ENM 1,500억원, 스튜디오드래곤 1,500억원 향후 3년간 총 3,000억원 투자 . '네이버플러스 멤버십'에 티빙 콘텐츠 추가 논의 중. 네이버 보유 IP 적극적 활용 기대 - 북미 최대 웹소설 플랫폼 사업자 '왓패드' 지분 100% 인수로 콘텐츠 확보 → IP 기반 드라마/영화/게임 등 제작 확대 - 팬커뮤니티 플랫폼 '위버스' 가능성을 높이 평가해 빅히트엔터테인먼트와도 주식 교환 방식으로 지분 투자 |
| | 카카오  | - '18년 카카오 M 출범. 스타쉽·BH·엔터·사나이픽처스 인수 → '23년부터 연간 콘텐츠 제작비 4,000억원에 이르는 대형 스튜디오 목표 - 다수의 오리지널 콘텐츠 제작 (ex. 연애혁명, 도시남녀의 사랑법, 머느라기 등) - '20년 6월부터 일본 콘텐츠 기업 '카도카와' 지분을 꾸준히 확보 - 카카오 재팬의 픽코마 콘텐츠 수급을 위해 양사간 지분 제휴 - 올해 자회사인 카카오페이지와 텐센트 합작법인 설립 예정. 중국에서 새로운 웹툰 웹소설 플랫폼을 선보일 계획 - 3월 카카오페이지(웹툰, 웹소설 등 8500개 IP)+카카오M(배우 매니지먼트 7개, 음악 레이블 4개, 콘텐츠 제작사) 합병 = 카카오엔터테인먼트 출범 |
| 통신사 | KT (Seezn)  | - 해외 OTT와 제휴해 서비스 제공(넷플릭스, 디즈니플러스-하반기 예정) - '20년 웹툰/웹소설 등 IP 확보를 위해 스토리위즈 분사, 디스커버리와 제작 스튜디오 설립 - 올해부터 3년간 오리지널 드라마 약 20여 편 제작 예정 - 2021년 상반기 중 콘텐츠 전문법인 'KT 스튜디오지니'를 설립해 사업 개시 - IPTV '올레 TV', 위성방송 'KT 스카이라이프', OTT '시즌' 등 플랫폼과 지식재산권(IP) 기업 스토리위즈, 콘텐츠 제작사 스카이트이비같은 그룹 미디어 역량을 결집 - 1200만 가입자 기반의 KT는 KT 스튜디오지니를 통해 플랫폼, IP, 제작, 유통 등 콘텐츠 사업 전반의 시너지 도출 - 시즌 : 아이돌 중심 예능, 웹툰, 숏폼에 집중해 차별화. 오리지널 영화 <쫓잔처럼>이 HBO에 판매돼 40여개국 방영 |
| | SKT  | - 지상파 3사와 함께 '웨이브' 출범, 20년 콘텐츠 제작비 2900원 투자 - 2023년까지 오리지널 콘텐츠에 3000억원 투자 예정 |
| | LGU+  | - 해외 OTT와 제휴 해 서비스 제공(넷플릭스, 디즈니플러스-하반기 예정) - 최근 신사업추진부문 신설해 오리지널 콘텐츠 제작 검토 중 |
| 방송사 | CJ ENM (TVING)  | - '21년 초부터 자회사인 JTBC 스튜디오가 제작에 합류: → 양사의 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 '23년까지 유료가입자 500만명 확보 목표 - 3년간 4,000억원 이상의 제작비 투자 계획, 향후 네이버 멤버십과 결합상품 선보일 예정 - 올해부터 정중연 PD의 '여고추리반'을 시작으로 오리지널 콘텐츠 공개 예정. 숏폼-미드폼 콘텐츠도 준비 중 - 올해 1월 미디어커머스 자회사 '다다엠앤씨' 설립. 자본금 40억, 3년 내 연간 취급액 1000억원, 향후 상장 목표 |
| | JTBC 스튜디오  | - 국내 및 해외 방송사, OTT에 콘텐츠 판매. 최근 <부부의 세계>, <스카이캐슬>, <이태원클래스> 등을 기획·투자·제작 - 지난 12월 영화 제작사 '앤솔로지스튜디오' 지분 100%를 200억원에 인수 - 최근 국내 PEF 운용사 프렉시스캐피탈로부터 3,000억원(pre-IPO), 텐센트로부터 1,000억원 투자 유치 - 3-5년 내 IPO 조건 |
| | SBS  | - 20년 4월 드라마 제작 전문 스튜디오 '쥬스튜디오' 마련, SBS에 연간 15편의 드라마 공급 예정. - 최근 <스토브리그>, <펜트하우스> 기획 및 제작 - 최근 웨이브와 콘텐츠 공동투자를 위한 전략적 파트너십 체결 |

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

3. 바야흐로 콘텐츠 시대

콘텐츠 최대 수혜

산업의 뚜렷한 방향 및 흐름으로 가장 큰 수혜는 여전히 콘텐츠다. 그리고 바야흐로 콘텐츠 시대를 맞이한 지금, 2014-2015년에는 누구나 화장품 신사업에 뛰어들었고, 2017-2018년 누구나 제약/바이오 신사업에 진출한다했던 시절이 있었다면, 지금은 누구나(통신사, 유통사, VFX 회사 등)콘텐츠 관련 신사업을 발표하고 있다. ‘이런 시절이 드디어 오는구나..’ 감개무량할 정도다.

**기존 대형사
비캡티브 확장**

기존 리딩업체인 대형사 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠라는 비캡티브 확장이 본격화된 다. 스튜디오드래곤은 4Q20 <스위트홈>을 시작으로 올해 넷플릭스향 오리지널과 중국 OTT향 오리지널을 최소 4~최대 6편 공개할 예정이다. 모회사 CJENM의 티빙 플랫폼을 위한 새로운 포맷의 콘텐츠도 제작할 예정이다.

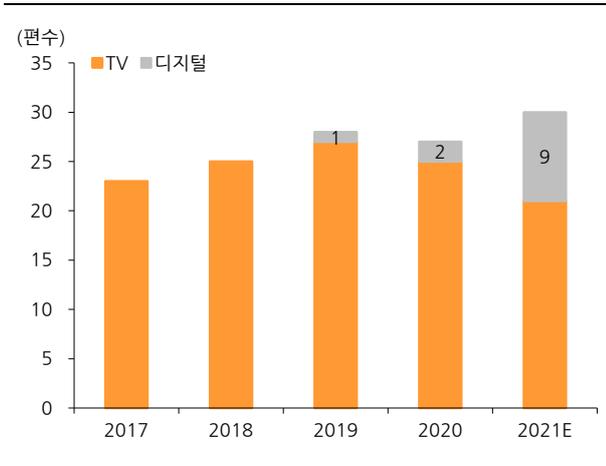
총 비캡티브(=디지털) 제작편수는 9개로 늘어난다. 2020년 캡티브 채널 CJENM의 드라마 편성 축소가 주가에 가장 큰 리스크로서 발목을 잡았다면 이 리스크가 온전히 타개 가능하다는 의미다.

심지어 <스위트홈>은 넷플릭스 전세계 순위에서 최고 기록 3위를 장식했다. 현재까지 한국 드라마가 넷플릭스 글로벌 순위에서 좋은 성과를 거둘 수 있었던 배경이 대부분 동남아 트래픽을 장악해서였다면, 이번 콘텐츠는 미국에서도 상위권에 안착했다는 점에서 시사하는 바가 매우 높다.

**스튜디오드래곤,
넷플릭스향+중국향+티빙향
오리지널 콘텐츠 확대**

또한, 여기서 거론하는 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠란 중국에 반드시 방영되지 않더라도 현재 중국 OTT들이 겨냥하고 있는 동남아에 방영시키기 위해서라도 수요가 매우 높은 제작 분야다. 중국 한한령과는 무관한 수주다. 첫 작품은 네이버의 웹툰 IP를 기반으로 제작된 <간 떨어지는 동거> 작품이다. 긴 미래가 아니다. 올해 방영 예정이다.

[그림19] 스튜디오드래곤 연간 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[표1] <스위트홈> 넷플릭스 전세계 순위 최고 기록

| 순위 | TV Shows | 국적 | 연도 | 장르 |
|----|---------------------------|-------------|------|---------|
| 1 | Tiny Pretty Things | USA | 2020 | Drama |
| 2 | The Queen's Gambit | USA | 2020 | Drama |
| 3 | Sweet Home | South Korea | 2020 | Horror |
| 4 | The Crown | UK | 2016 | History |
| 5 | Grizzy&The Lemmings | France | 2016 | Anime |
| 6 | Paw Patrol | USA | 2013 | Anime |
| 7 | Home For Christmas | Norway | 2019 | Comedy |
| 8 | The Mess You Leave Behind | Spain | 2020 | Drama |
| 9 | Alice in Borderland | Japan | 2020 | SF |
| 10 | Yo soy Betty la fea | Colombia | 1999 | Drama |

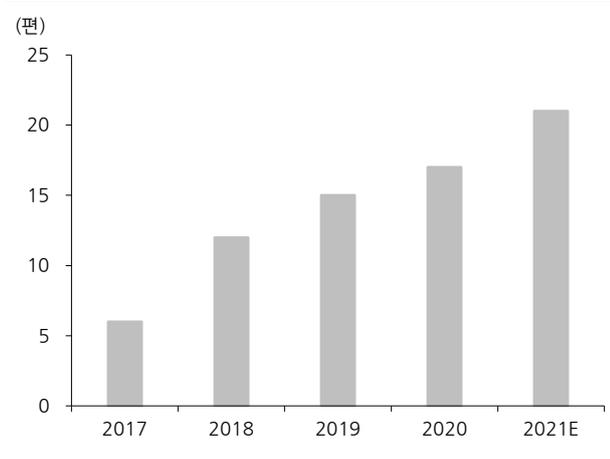
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

제이콘텐츠리,
캡티브 확장+중국향
판매 강화

제이콘텐츠리는 2020년 중순부터 캡티브 채널인 JTBC의 수목 슬롯이 추가되면서 자연스럽게 제작편수가 순증 중이다. 게다가 2019년 말 넷플릭스의 지분참여와 더불어 텐센트로부터도 투자유치를 성공시키며 비캡티브도 본격 개방을 앞두고 있는 상황이다. 향후 활발한 중국향 IP 판권판매, 텐센트와 공동제작, 텐센트향 오리지널 콘텐츠 등의 다양한 제작이 기대된다.

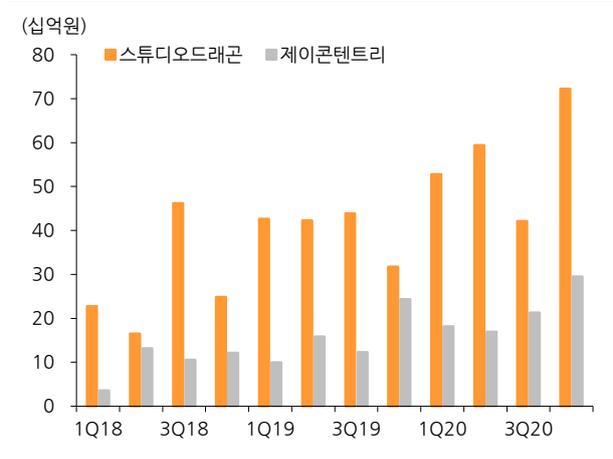
2021년 양사 모두 제작편수 확장 및 가격 상승이 동반할 것으로 기대한다. 2019년 말 진행된 넷플릭스와의 지분 교류 이후, 미국 내에서도 인정 받는 한국 콘텐츠의 브랜드력 → 한국 드라마 수요 확대로 → 향후 점진적인 해외판권가격 상승 및 리콥비율 개선이 가능하기 때문이다.

[그림20] 제이콘텐츠리 연간 제작편수 추이



자료: 제이콘텐츠리, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 각사 해외 판권매출 추이



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

플랫폼 경쟁 강화로
오리지널 콘텐츠
수익성 상승 기대
(기존 10%
→ 20% → 30%??)

더불어, 오리지널 콘텐츠 수익성도 높아질 전망이다. 넷플릭스에서 볼 수 있는 오리지널 콘텐츠 <킹덤>, <스위트홈> 작품과 같이, 애플티비플러스도 가입자 확보를 위한 독점 오리지널 콘텐츠에 대한 니즈가 높을텐데... 언론보도에 따르면 애플티비플러스가 한국 제작사에게 130% 제작비를 내세우고 있기 때문이다. 드라마 제작 수익모델에서 [표 6] (2) 글로벌 OTT의 외주제작 해당하는 내용이다. 100억 원 제작비가 드는 드라마에 넷플릭스는 독점 오리지널 조건으로 10억~많게는 최근 20억 원을 얹어준다면, 애플티비플러스는 30억 원으로 더 높게 값을 부르고 있다는 의미다.

그러나 사실, 결코 호락호락(?)하지 않은 애플티비플러스가 +130% 제작비를 보장해줄지는 미지수다. 그러나, 이는 플랫폼 경쟁심화로 귀결된 현상임이 자명하기에 콘텐츠 제작사에게 호재다. 설령 10% 수익성을 보전해주더라도 넷플릭스보다 대형작품을 소화할 것이라면 제작사에게 남겨지는 이익 규모는 더 클 수 있기 때문이다. 이 수혜는 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리도 적용되겠지만, 상대적으로 넷플릭스로부터 자유로운 외주제작사에게 더 큰 기회겠다.

4. 중소형 제작사 재평가

헤게모니 변화 및
교섭력 증대는
중소형 제작사에게
더 큰 기회 제공

대형사뿐 아니라 지난 4Q20부터 중소형 제작사, 신생 제작사의 리레이팅이 시장의 화두로 떠오르고 있다. 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리에게는 원래 기존에도 호재였던 모멘텀(플랫폼 확장, 판가 상승, 리튬비율 개선 등)이 살짝 더 확장되는 정도인 반면, 이러한 업황 변화에 따른 산업 헤게모니 이동 및 교섭력 증대는 그간 열악한 위치에 있었던 중소형 제작사에게 더 큰 기회요인이기 때문이다.

핵심은 ① 제작편수 증가, ② 비즈니스 모델 진화, ③ 자유로운 계약 조건, ④ 지속성 향상이다.

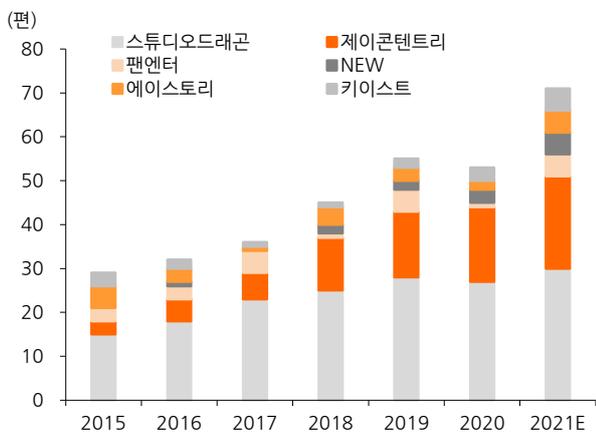
①. 제작편수 증가
(기존 1~2편 → 5편 이상)

첫째, 글로벌 인지도 상승에 따라 한국 드라마를 찾는 플랫폼이 늘어나면서 2021년 전사 제작편수가 대폭 증가할 전망이다[그림22]이다. 제작사 대부분이 기존 연평균 1~2편 → 가시성 높게 편성 받은 라인업만 5편이 넘는다. 현재 보유 인력을 총 동원한 풀캐파다. 전통 채널인 TV 슬롯의 순증은 물리적으로 제한적인 상황에서 티빙, 쿠팡, 웨이브 등 국내 OTT의 제작 수주 + 다수의 해외 OTT로부터 오리지널 콘텐츠 수주가 몰려오고 있기 때문이다.

제작편수 증대는 실적 변동성 완화 측면에서 긍정적이다. 과거 (순수 드라마 실적만 반영하는) 에이스토리와 팬엔터테인먼트의 4개년도 실적을 보면 변동성이 매우 큰 것이 특징[그림23]이다. 중소형 외주제작사는 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리와 같이 안정적인 편성을 보장해주는 캡티브 채널이 없기 때문에 늘 꾸준한 편성을 받기가 어려웠고, 편성을 받는다 해도 1년에 1~2편이니 그만큼 사계절 내내 매출처 확보가 어려워 고정비 커버 여력이 낮으며 규모의 경제가 발달하지 못했기 때문이다.

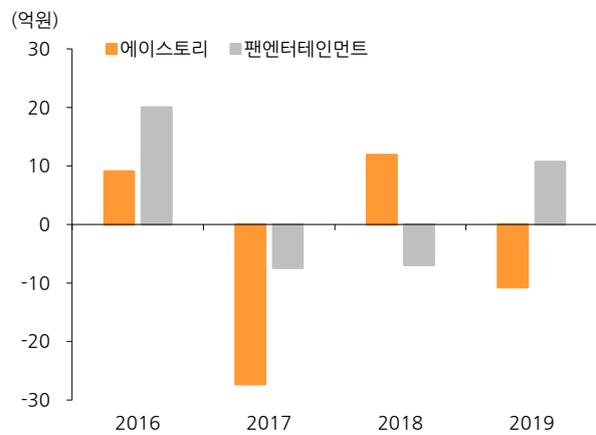
제작편수 증대는 향후 ① 사계절 내내 매출처 확보, ② 고정비 커버 여력 개선, ③ 규모의 경제 실현이 가능해지는 발판이 될 것이다.

[그림22] 제작사 연간 제작편수 추이



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 에이스토리, 팬엔터테인먼트 4개년도 실적 추이



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

② 수익모델 진화 (외주제작 → IP 보유)

둘째, 해외 OTT로부터 자금 소식이 원활해져 직접 IP를 확보하는 수익모델로 진화할 전망이다. 콘텐츠 제작산업의 세 가지 수익모델을 그린 [표6]에서 기존 BM (1) → (2) → (3)으로 차근차근 넘어가고 있다는 뜻이다. (수익모델은 그간 자료를 통해 여러 번 설명한 바 있어 요약, 2020/9/23, 11/18, 12/9 등 산업자료 참고 바람)

③ 자유로운 계약 조건

셋째, 심지어 넷플릭스와 지분을 섞어 민첩하게 교류하고 있는 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리에 비해서는 자유로운 판권 계약이 가능하다는 점에서 더욱 유리하다. 물론 그들도 넷플릭스에게 반드시 배타적인 계약을 제시하지 않을 수 있지만, 그래도 주주구성 중 하나로서 텐트폴에 대한 우선 협상권(first priority)은 (의무적이지 않더라도) 제공할 가능성이 높기 때문이다.

그래서인지 에이스토리, 팬엔터테인먼트, 키이스트, NEW 등은 넷플릭스 외 OTT향으로 판매가 주로 이뤄지고 있으며 국내외 다양한 플랫폼으로부터 다양한 수익모델을 제시받고 있다.

[표6] 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), 초록뚰(047820), 키이스트(054780), 하이브라더스(204630) 쇼박스(086980) 등 | 스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐츠리(036420) 에이스토리(241840), 키이스트(054780) | 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리, IHQ(003560), 키이스트, 에이스토리, 팬엔터, NEW (캡티브 채널 無, IP 전략 有) |
| 수익모델 | | | |
| 수익모델 | <ul style="list-style-type: none"> - 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식 - 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20억 원 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률 | <ul style="list-style-type: none"> - 원가 전부와 15% 이상의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - 협찬&판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능 - 최근 다양한 플랫폼으로부터 오리지널 콘텐츠 니즈 확대, 향후 보장 GPM은 더욱 높아질 것 | <ul style="list-style-type: none"> - 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 넷플릭스 귀속) | IP 보유 |
| 장점 | | <ul style="list-style-type: none"> - 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출 - 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승 | <ul style="list-style-type: none"> - 구조+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

에이스토리 <지리산>
연간 영업이익
200-250억 원 예상

대표적으로 가장 먼저 IP 전략을 공개한 에이스토리의 <지리산>이다. <킹덤>, <시그널>을 집필한 김은희 작가, <도깨비>, <미스터 션샤인>, <스위트홈>을 연출한 이응복 PD, 배우 전지현, 주지훈으로 구성된 이 대형 작품에는 350억 원이 투입됐다. 국내 판권, 중국 외 글로벌 판권(아이치이), 중국 별도 판권, 협찬 및 PPL 등 에이스토리가 직접 판매한 총매출액은 약 700억 원 수준으로 추정된다. 약 350억 원의 매출총이익은 공동제작사(스튜디오드래곤, 바람픽처스)와 배분한다.

필자가 추정하는 에이스토리의 2021년 연간 영업이익은 200~250억 원 수준이다. 이 숫자의 근거는 ① 확실이 돈이 되는 IP 수익모델인 <지리산>에서만 이익 창출 가능성을 높게 봤고, ② 나머지 5편의 (1) 수익모델 외주제작은 BEP 정도로 추정했다. 보수적인 가정을 반영했다고 볼 수 있다. 주가는 급등했지만, 여전히 PER 22.4배다.

팬엔터 <라켓소년단>
PER은 여전히 10배 초반

팬엔터는 드라마 <라켓소년단>을 통해 <겨울연가> 이후 첫 IP를 진행한다. 5월 SBS를 통해 방영되는 이 작품은 <슬기로운 감빵생활>을 집필한 정보훈 작가의 신작이다. 제작비는 150억 원으로 <지리산>보다 훨씬 작지만, SBS 편성료+넷플릭스 글로벌 동시 방영권을 직접 선판매 후 인식하는 구조로 이미 상당부분의 수익이 확정된 상황이다.

중소형 제작사 중 어디가 가장 경쟁력이 높을까? 생각하면 사실 가장 먼저 떠오르는 회사다. 2002년부터 독심있게 드라마 제작 본업에만 집중한 회사로서 제작 히스토리가 길고, 시청률에 기반한 작품 흥행성, 수출에 용이한(적합한) 드라마 제작력 등 필모그래피가 매우 우수하기 때문이다.

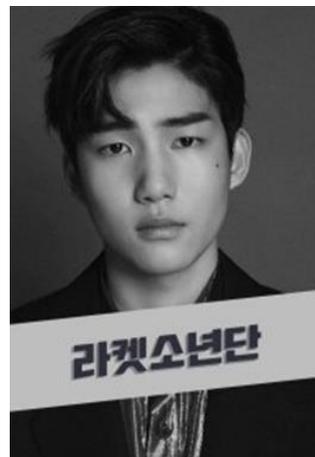
특히 팬엔터가 제작한 <동백꽃 필 무렵>은 넷플릭스가 선구매하지 않았던, 그닥 관심 없는 드라마였지만, 시청률의 추이를 보고 방영 중간에 넷플릭스에 담았던 작품이다. 매우 이례적으로 움직인 결과였다. 따라서 넷플릭스가 아마도 <라켓소년단>을 높은 단가에, 후하게 사가주지 않았을까 생각한다. <라켓소년단> IP 수익 + 그 외 외주제작(BEP 근접)으로 세 자릿수 이익이 가능할까? 그렇다면 PER은 10배 중반에 불과하겠다.

[그림24] 에이스토리 기대작 <지리산>



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 팬엔터테인먼트 기대작 <라켓소년단>



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

NEW <무빙>
디즈니플러스 소식 보도

NEW는 올해 최소 5편 제작 중 <무빙> 텐트폴을 IP로 가져갈 예정이다. 배우 조인성, 한효주를 주연, 강풀의 웹툰을 원작으로 한 이 드라마는 제작비가 매우 충격(?)적인데, 약 500억 원(20부작, 회당 제작비 25억)이다. 웬만한 영화보다 크다. 언론보도에 따르면 JTBC와의 공동제작은 결렬됐지만, 새로운 출연진을 구성해 올해 제작은 예정대로 6-7월에 시작할 계획이다. 다양한 글로벌 OTT 사업자와 판권 계약을 논의 중이다.

또한 NEW는 알려져 있는 모든 제작사 중 디즈니플러스와 가장 깊게 얘기 중인 회사인 듯 보인다. 언론보도에 따르면 <너와 나의 경찰수업> 신작이 디즈니플러스에 방영될 가능성이 매우 높다.

키이스트
<별들에게 물어봐>
판 커진 IP + 오리지널

키이스트는 지난 1/20 공식보도를 통해 신규 드라마 4개를 포함한 1차 라인업을 공개했다. 키이스트는 이미 2020년 2월 SBS 방영 김해수, 주지훈 주연의 <하이에나>와 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠 <보건교사 안은영>을 통해 [표6]의 모든 수익모델을 전부 경험한 제작사다. 그리고 올해는 이 두가지 수익구조에서 판을 더 키울 예정이다.

IP로 제작하는 드라마로는 <별들에게 물어봐>가 있다. <질투의 화신>, <파스타>를 지필 한 서숙향 작가의 작품인데, 제작비가 400억 원이나 투입된다. 작년 IP인 <하이에나>가 제작비 130억 원, 넷플릭스 동시방영권 판매로 GPM 25%로 파악되는 가운데... 이 작품은 제작비가 400억 원으로 경충 뛰었을 뿐 아니라 넷플릭스 외 OTT와 접촉하고 있어 유사하거나 혹은 더 높은 GPM을 기대할 수 있겠다.

또한 배우 이영애가 오랜만에 키이스트가 제작하는 드라마 <경이로운 구경이>로 컴백한다. 애초에는 외주제작으로 진행을 했지만, 해외판권매출 상승을 도모하는 한류배우 캐스팅 성공 덕에 아마도 IP 보유 드라마로 전개될 가능성이 매우 높다. 실제로 다양한 플랫폼으로부터의 접촉과 목표 마진율은 계속 높아지고 있는 중이다.

작년 키이스트가 넷플릭스향 오리지널로 제작한 <보건교사 안은영>은 총 제작비 60억 원, GPM 아닌 OPM 기준 10%정도로 추정된다. 올해도 글로벌 OTT향 오리지널 콘텐츠를 만들 예정인데 K-POP을 주제로 해 수백억 대의 투자로 진행되는 텐트폴이다. 아직 OTT는 공개되기 전이지만, 수백억 대라면 최소 300억 원 x 오리지널 리쿱비율 상승으로 GPM 최소 15%(~20%) 이상이 가능하겠다.

④ 실적 '지속성' 향상

마지막으로 중소형 제작사의 '지속성' 또한 향상될 전망이다. 앞서 얘기한 실적 변동성과 맞물리는 얘기인데... 대형사 대비 꾸준하고 안정적인 편성이 불가능 해 손익이 매년 들쭉날쭉 했다면 이제는 ① 점진적으로 늘어나는 OTT 편성으로 인해 ② 대형사뿐 아니라 이제는 중소형 제작사도 플랫폼으로부터 장기 콘텐츠 공급 계약을 제안받고 있기 때문이다.

대표적인 예로 에이스토리-웨이브(2020/10/15 콘텐츠 육성, 활성화 공동투자를 위한 업무협약), <기생충> 제작사 바른손-넷플릭스(2020/11/30 콘텐츠 제작 공급, 2023년 말까지 6편 제작), NEW, 쇼박스-쿠팡(쇼박스의 흥행작 51편, NEW의 흥행작 25편 영화 공급)과의 딜이다.

[표7] 드라마 라인업

| 제작사명 | 제목(혹은 가제) | 편성 | 배우 | 작가 | PD | 추가 내용 |
|-------|-------------------------|--------------|-------------------|------------------------|--|--|
| 에이스토리 | 바람피면 죽는다 | KBS2 | 조여정 고준 | 이성민 <추리의 여왕> | 김형석 <황금빛 내 인생> <냉골재 굴러온 당산> | |
| | 지리산 | tvN | 전지현 주지훈 | 김은희 <킹덤>, <시그널> | 이응복 <도깨비> <스위트홈>, <미스터 션샤인> | 스튜디오드래곤과 공동 제작 IP 보유 모델 |
| 팬엔터 | 라켓소년단 | SBS | 오나라 탕준상 | 정보훈 <슬기로운 감빵생활> | | IP 보유 모델 / 제작비 150억 원 넷플릭스 판권에 따른 수익성 기확보 |
| | 오케이 광자매 | KBS2 | 홍은희 전혜빈 | 문영남 <왜그래 풍상씨> | | 주말극 50부작, 제작비 200억 초록밴과 공동제작 / 외주제작 모델 |
| NEW | 어느 날 우리 집 현관으로 멸망이 들어왔다 | tvN | 박보영 서인국 | 임메아리 <뷰티 인사이드> | 권영일 | |
| | 악마판사 | tvN | 지성 | 문유석 <미스 함무라비> | 최정규 <옥중화> | |
| | 너와 나의 경찰수업 | Disney+ (미정) | | | | 강다니엘 주연 검토 중 Disney+ 방영 소문 있으나 미정 총 제작비 500억 원=20부작 |
| | 무빙 | 논의 중 | 조인성 한효주 차태현 | 강풀의 웹툰 원작 | <부부의 세계> 모완일 PD → <킹덤 2> 박인제 PD 변경 | 웹툰 원작 기반. IP는 NEW 보유 JTBC와 공동제작 결렬. 예정대로 6~7월 제작 / OTT 논의 중 1 |
| 키이스트 | 별들에게 물어봐 | 글로벌 OTT | | 서숙향 <질투의 화신> | | 400억 원 제작비 / IP 보유 모델 |
| | 일루미네이션 | | 정세랑 <보건교사 안은영> | | 글로벌 OTT 향 오리지널로 제작 K-POP 주제 / 수백억 원 대 제작비 | |
| | 경이로운 구경이 한 사람만 | 이영애 | 성초이 | | 이정홍 <아무도 모른다> | 외주제작 → IP 개발 시도 중 로맨스 드라마 / 외주제작 |
| 초록밴 | 결혼작사 이혼작곡 | TV 조선 | 성훈 박주미 | 임성한 <인어아가씨> <하늘이시어> | 정희석 | 1월부터 방영 TV조선에서 시청률 10% 육박 |
| | 펜트하우스 2 | SBS | 유진 김소연 | 김순옥 <황후의 품격> | 주동민 <황후의 품격> | 시즌 1(시청률 29%) 후속 시즌 1 월화 → 시즌 2 금토 |
| | 펜트하우스 3 | SBS | 상동 | 상동 | 상동 | 시즌 2 → 시즌 3 연장 / 주 1회 고려 |
| | 유스 | 글로벌 OTT | BTS | 김수진 <눈이부시게> | | 제작비 400억 원 방탄소년단 드라마 |
| | 오케이 광자매 | KBS2 | 홍은희 전혜빈 | 문영남 <왜그래 풍상씨> | | 주말극 50부작, 제작비 200억 팬엔터와 공동제작 / 외주제작 |
| | 그날 밤 | | 김수현 차승원 | | | BBC <크리미널 마인드> 리메이크 제작비 2-300억 원 예상 |
| | 미정 | | | 박해영 <또 오해영> | | |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 에이스토리와 웨이브의 협업



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 쿠팡과 NEW·쇼박스 협업



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

5. 옥석가리기 필요

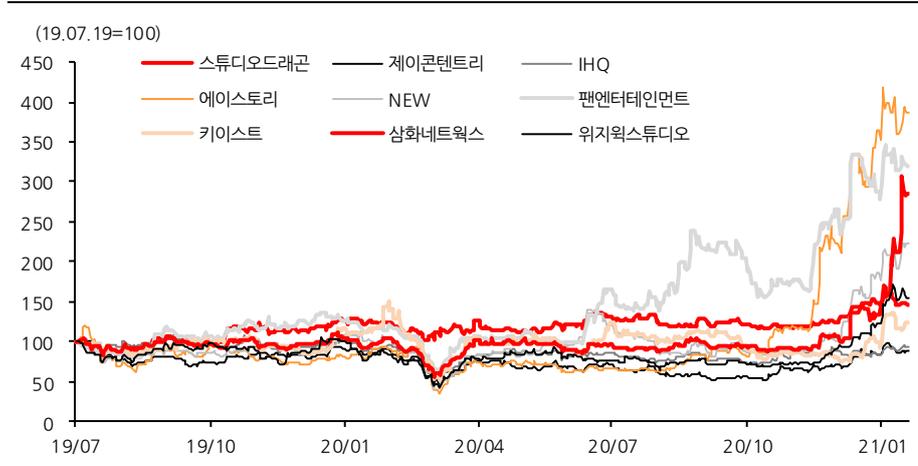
외주제작사 투자는 제작편수, 제작규모, 수익모델을 반드시 다같이 고려해야...

이렇게 좋은 업황은 외국인 투자자에게도 인정받고 있다. 특정 기업의 외국인 지분을 확대가 눈에 띄기는 하나, 모든 제작사의 외국인 지분율이 상승[그림29]했다. 한국 콘텐츠를 높게 평가하고 있다는 방증이다. 하지만 우호적인 전방산업을 기반영한 결과 주가가 무차별하게 급등한 지금, 분명 옥석가리기는 필요하다. 실체가 있어야 한다는 뜻이다. 여기서 실체는 ‘돈’이 되는 드라마다.

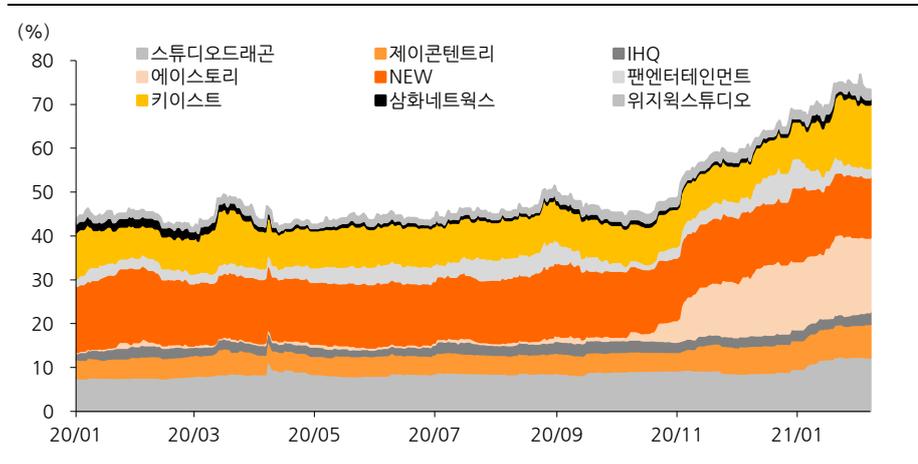
많은 중소형 제작사들이 드라마 라인업을 줄줄이 발표하고 있다. 시장 환경을 반영하여 올해 제작편수는 모든 회사가 증가한다. 사실 앞서 언급한 제작편수 증가는 사계절 매출처 확보, 고정비 커버 여력 개선, 규모의 경제 실현 측면에서 긍정적이지만... 한 가지 더 고려해야 할 점은 그 중 IP로 제작되는 드라마가 있느냐, 없느냐다.

만약 IP를 보유하지 않는 순수 외주제작이라면 즉, (1) 모델이라면... 발표한 라인업 모두 BEP에 그칠 수 있으며 판권비까지 고려하면 OPM 기준으로는 적자가 발생할 가능성도 높기 때문이다. 제작편수, 제작규모, 그리고 수익모델을 반드시 다같이 고려해야한다.

[그림28] 제작사 주가 추이



[그림29] 제작사 외국인 지분율 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

5. 다가올 콘텐츠 진화를 준비하며

Next: 콘텐츠 Scale Up,
 할리우드 제작구조의
 아시아 유입

플랫폼 확장 속에서 향후에는 콘텐츠가 어떻게 변화할까? 앞으로 더 어떠한 방향으로, 또 어떠한 형태로 좋아질까? 하루가 다르게 변화하는 지금, 감히 ‘장르별 콘텐츠 Scale Up’, 그리고 ‘미국 할리우드 콘텐츠 제작 구조의 아시아 유입’이라 요약하겠다.

애플티비플러스
 <파친코>
 한국인+한국어 드라마,

2019년 12월 출시한 애플티비플러스는 아시아 상륙을 코앞에 두고, 아시아 타겟 오리 지널 콘텐츠 두 작품을 준비 중이다. <파친코>, <알파로메오(구 <미스터로빈)>다.

제작만 미국,
 로컬 업체는 하청

<파친코>는 한국계 미국인 이민진 작가의 미국 베스트셀러 소설을 기반으로 만들어진 작품[표8]으로 격동의 한국 근대사를 배경으로 제일교포들의 4대에 걸친 삶을 그려낸 이야기이다. 2017년 뉴욕타임스가 선정한 ‘올해의 책’에 선정됐을뿐더러 버락 오바마 전 미국 대통령이 자신의 SNS에서 추천하면서 전세계 독자들에게 소개된 책이다.

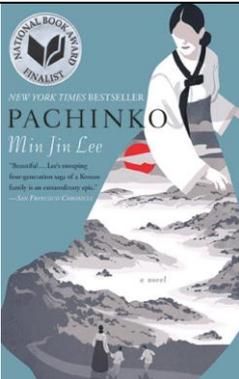
중요한 것은 제작규모,
 회당 제작비 약 140-150억

① 한국인 가정을 배경으로 하기에 주연은 배우 이민호, 정은채(키이스트), 윤여정, 정웅인이 맡았고, 언어는 당연히 한국어를 포함하며 일본어, 영어로도 전파를 탄다. ② 한국, 일본 등 여러 국가에서 촬영을 요하며 두 명의 재미교포 감독이 절반씩 맡았다. 2020년 10월부터 한국에서 첫 촬영을 시작했고, 현재는 캐나다로 건너가서 촬영 중이다.

③ 가장 중요한 제작 부문인데... 미국 제작사인 미디어 레즈가 맡았고, 국가별로 현지 제작업체에게 하청을 주는 구조로 추정된다. 비슷한 예로 <어벤져스3: 인피니티 워>의 한국 부분 촬영만 의뢰 받은 하청 업체, 이러한 구조와 비슷하다는 얘기다. 아직은 온전한 미국 드라마인데다 하청의 하청 구조에 가까워 우리에게 큰 수익은 아닐지 모른다.

그런데 여기서 더욱 중요한 것은 ④ 제작비 규모다. 애플티비플러스가 철통보안 속 비밀리에 움직이고 있어 공개된 내용은 지극히 제한적이지만 국내외 언론보도를 통해 조사하고, 현업을 통해 파악한 내용은 약 두 가지다. 해외 언론보도에 따르면 회당 제작비는 미국 드라마인 <The Crown>과 유사하다. <The Crown>은 넷플릭스에 공개된 드라마 시리즈로 회당 제작비 140-150억 원, 한 시즌 총 제작비는 1,500억 원과 맞먹는다.

[표8] 애플티비플러스 오리지널 콘텐츠 <파친코>

| 드라마 <파친코> | 항목 | 내용 |
|---|-------|--|
|  | 줄거리 | 일제강점기부터 그 이후까지 총 4세대(1910-1989년)에 걸친 한국인 이민 가족들의 대서사 전쟁과 평화 / 사랑과 이별 / 승리와 심판에 대한 이야기 |
| | 원작 | 재미교포 이민진 작가의 베스트셀러 소설 <파친코> |
| | 편성 | 애플티비플러스 |
| | 구성 | 8부작(시즌1) |
| | 제작사 | 미국 미디어 레즈 |
| | 외주제작사 | 로케 촬영 국가별 하청 |
| | 감독 | 재미교포 코고나다 감독, 저스틴 전 감독이 4부씩 맡아 연출 |
| | 한국 배우 | 이민호, 정은채(키이스트 소속), 윤여정, 정웅인 등 |
| | 제작비 | 시즌 1 총 제작비 1000억 원 이상, 주연 배우 1회 출연료 10억 원 수준 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

총 8회로 전체 제작비 1,000억 원 이상, 주연 배우 회당 출연료 10억 원 추정

〈파친코〉에 적용시키면 회당 제작비 140억 원으로만 잡아도 x 8부작 = 총 1,120억 원이다. 대략 현업에서 1,000억 원대 제작비로 알려져 있으니 얼추 비슷하겠다. 그 중 주연배우 회당 출연료는 10억 원으로 파악된다. 전체 출연료가 아닌 ‘회당’ 출연료다. 〈파친코〉 주연 배우 1인의 전체 출연료는 10억 원 x 8부작 = 80억 원, 총 제작비의 7%다.

미국 할리우드는 주연 탭배우 1인 출연료가 제작비의 약 10%정도 차지한다. 미국 제작사 작품이지만 아시안 주연 배우이기에 약 30%로 살짝 디스카운트를 반영한 것이라 추측해본다면, 실제와 크게 다르지 않을 것 같다.

참고로 우리나라에서 회당 출연료가 가장 높은 남자 탭배우의 경우는 2-3억 원 수준이며 흔히 아는 16부작 기준 텐트폴 드라마의 전체 제작비는 300-500억 원, 회당 제작비는 15-30억 원(vs. 〈파친코〉는 각각 10억 원, 1,000억 원, 120억 원 이상) 수준이다.

〈알파로메오〉
〈밀정〉의 김지운 감독 +
〈기생충〉의 이선균 배우,
제작은 와이지 자회사

애플티비플러스의 두 번째 오리지널 콘텐츠는 2021년 상반기 촬영을 시작하는 〈알파로메오〉다. 〈닥터 브레인〉 웹툰을 원작으로 한 이 드라마는 영화 〈밀정〉 감독으로 유명한 김지운 감독의 차기작이다. 총 6부작 구성되며 주연배우는 〈기생충〉으로 해외에서 이름을 날린 배우 이선균을 비롯해 유태오, 이유영, 서지혜 등이 캐스팅됐다.

여기서도 역시 제작이 중요한데, 낯익은 제작사명이다. 와이지스튜디오플렉스, 와이지엔터테인먼트의 드라마 제작 자회사다. 공동제작 51%로 외주제작을 맡았다. 아직 첫 촬영도 시작되지 않아 〈파친코〉보다 더욱 알려진 것이 없는 작품이다. 그렇지만 추정컨데, 영화 감독을 필두로 한 영화이니, 영화보다 더 영화 같은 드라마이지 않을까?

[표9] 애플티비플러스 오리지널 콘텐츠 〈알파로메오(구 〈미스터로빈〉)〉

| 드라마 〈알파로메오〉 | 항목 | 내용 |
|---|-------|--|
|  | 줄거리 | 천재적인 뇌과학자가 죽은 사람의 뇌 속에 접속하며 겪게 되는 일을 그린 메디컬 미스터리 |
| | 원작 | 홍작가의 〈닥터 브레인〉 웹툰 |
| | 편성 | 애플티비플러스 |
| | 구성 | 6부작 |
| | 외주제작사 | 와이지스튜디오플렉스, 51% |
| | 감독 | 김지운 |
| | 한국 배우 | 이선균, 유태오, 이유영, 서지혜 등 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

시사점 ①
향후 애플티비플러스의
강력한 한국 콘텐츠 예상

이 두 오리지널 콘텐츠를 바탕으로 도출한 시사점은 세 가지다.

① 앞으로 애플티비플러스가 아시아, 더 좁혀서는 한국 콘텐츠에 꽤나 많이 투자할 것 같다. 떠오르는 한가지 작품이 있다. 넷플릭스가 2017년 한국 진출을 앞두고 600억 원을 투자해 만든 봉준호 감독의 영화 <옥자>다. 극장에도 풀지 않고 오롯이 넷플릭스에 서만 공개되게끔 한 이 콘텐츠는 아주 파격적인 프로젝트였다.

그러나 <옥자> 역시 한국인, 한국어, 한국 감독 인력임에도 불구하고 미국 제작사가 만든 미국 영화로 구분되는데... 넷플릭스는 <옥자>를 기점으로 5년간 한국 시장에만 약 8,000억 원, 적극적인 투자를 진행해왔다. 이 두 오리지널 콘텐츠가 향후 애플티비플러스의 아시아 콘텐츠 투자의 신호탄이 되어주기를 기대해본다.

시사점 ②
미국 할리우드 제작규모
및 구조의 아시아 진입

스튜디오드래곤이 미국 진출(자체 개발 2편, 공동 개발 8편 / <호텔 델루나> 리메이크 제작 등)을 준비하면서 경쟁력 높은 우리나라 업체가 미국 할리우드에 진출하는 것도 중요하지만, ② 미국 할리우드 제작구조 및 규모가 점차 아시아 시장으로 유입되고 있는 모습이다. 봉준호 감독의 “우리는 하나의 언어를 쓴다고 생각합니다. 바로 ‘영화’라는 언어입니다.” 소감을 빗대어 볼 때, 공통 언어 = 콘텐츠를 무기로 양방의 경계선이 허물어지고 있는 것이다.

즉, 회당 제작비가 100억 원이 넘는 콘텐츠 제작규모, Scale up이다. 아직은 미국 제작사가 담당해 해외 현지 제작업체는 하청의 하청 구조로 미미한 수익을 창출하겠지만, 넷플릭스의 사례를 미루어 보면 실제로 제작 모두 로컬 전문업체에게 맡길 가능성도 머지 않았다고 보기 때문이다. 가성비가 좋다는 점도 큰 장점으로 피력될 것이다. 확실한 것은 콘텐츠는 점차 대형화, 프로젝트화 될 것이라는 점이다.

애플티비플러스는 질도 질이지만 양으로 승부하는 넷플릭스 보다는 다수의 제작을 하지 않을 수 있다. 그러나 제작비 규모가 커진 상황이라면, 보수적으로 10%만 보장받아도 남는 매출총이익의 절대 레벨은 우리가 그간 경험했던 것보다 훨씬 더 클 것이다.

시사점 ③
한국 콘텐츠 인지도 강화

③ 한국 문화 콘텐츠가 다시 한 번 크게 주목받을 전망이다. BTS 대항행만으로도 이제는 미국 라디오에서 한국 음악 듣기가 어렵지 않아졌고, 스튜디오드래곤이 제작한 드라마 <스위트홈>의 성과와 향후 <파친코>, <알파로메오>를 통해 한국어로 촬영된 콘텐츠가 미국 대형 뉴미디어에 공개되는 것이 과거 대비 훨씬 용이해졌기 때문이다.

<기생충>
스텝 밟는 영화 <미나리>

여기서 더 힘을 신는 콘텐츠 <미나리>를 소개할 차례다. <미나리>는 재미교포 정이삭 감독의 자전적 이야기(미국 땅으로 이민 온 한국인들의 삶)를 담은 영화다. 배우 윤여정 (벌써 <파친코>에 이어 할리우드 작품에서 두 번째), 한예리, 스티브 연 등이 출연하며 절반 이상은 당연히 한국어로 촬영된다. <미나리>도 배우 브래드 피트가 설립한 플랜B엔터테인먼트에서 제작된 미국 독립영화다. 한국에서는 3월 3일 개봉을 앞두고 있다.

영화 <미나리>가 중요한 이유는 작년 <기생충>만큼이나 해외 호응이 좋기 때문이다. <미나리>는 영화가 처음 공개된 선댄스 영화제에서 심사위원 대상과 관객상을 받은 것을 시작으로 이미 세계 각종 시상식에서 59관왕, 110 부문 노미네이트됐다. 작년 <기생충>이 한국 영화로는 처음으로 수상했던 미국 골든글로브상 외국어영화상 후보에도 이름을 올렸다. 2월 28일 결정된다. 특히 주연배우 윤여정은 트로피 20개를 거머쥐기도 했다.

작년 <기생충>만큼의 속도는 아니지만 비슷한 궤도를 밟아가고 있다. 최종 목적지는 <기생충>과 같이 오스카 아카데미다.

엔터/콘텐츠는 모멘텀 상으로 오는 3~4월 중요한 이벤트를 앞두고 있다. 아카데미상 후보는 3월 15일, 시상식은 4월 25일, 그래미 어워드는 3월 14일 예정되었기 때문이다. 작년 두 시상식에서 매우 좋은 성과를 거머쥔기 때문에 올해는 똑같지 않을 수 있겠지만, 한 가지 확실한 점은 메인스트림 시장에서 한국인, 한국어, 한국 콘텐츠가 다시 한 번 크게 주목받을 것이라는 점이다.

[표10] 영화 <미나리>

| 영화 <미나리> | 항목 | 내용 |
|---|----------|--|
|  | 내용 | 1980년 희망을 찾아 미국 땅으로 이민을 선택한 가족이 아칸소주 시골에서 농장을 가꾸며 겪는 갈등과 고난, 화합을 그린 영화 |
| | 장르 | 드라마 |
| | 제작사 | 플랜B엔터테인먼트(미국 배우 브래드 피트가 설립) |
| | 배급사 | A24 |
| | 감독 | 정이삭(아이삭 정) |
| | 한국 배우 | 스티브 연, 윤여정, 한예리 등 |
| | 한국 배급 | 판씨네마(중소형 수입 배급사) |
| | 연관 수혜 종목 | SM Life Design 판씨네마와 부가판권 계약 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

III. 엔터테인먼트

1. 플랫폼 + 콘텐츠 결합 강화

네이버-빅히트-와이지엔터
계약 발표,
V LIVE → 빅히트 품으로

엔터테인먼트 업계에 아주 역사적인, 그리고 이례적인 일이 공개됐다. 플랫폼과 콘텐츠의 결합, 네이버-빅히트-와이지엔터 상호간의 계약이다. 언뜻보면 플랫폼은 콘텐츠가 필요하고, 콘텐츠는 유통망 플랫폼이 필요하니 서로의 니즈에 부합해 만들어진 일이기엔 이상하지 않아보이지만, 상세 내역은 매우 충격적이지 않을 수 없다.

계약 내용은 다음과 같다. ① 빅히트의 자회사인 비엔엑스가 네이버의 자체 플랫폼인 V LIVE 사업부를 양수 받고, ② 네이버는 4,118억 원을 투자해 비엔엑스 지분을 49%를 확보한다. 또한 ③ 빅히트는 와이지엔터의 자회사인 YG PLUS에 300억 원, 비엔엑스가 400억 원 등 총 700억 원을 투자한다. 이로써 빅히트와 비엔엑스는 YG PLUS 지분을 각각 7.7%, 10.2% 보유하게된다.

플랫폼사가 콘텐츠
업체에게 자체 플랫폼을
넘긴 아주 이례적인 일

이 일이 쇼킹한 이유는 플랫폼과 콘텐츠의 역할이 바뀌었기 때문이다. 지금까지의 구조는 현금과 자본이 탄탄한 플랫폼 사업자가 콘텐츠를 소위 말해 ‘줍줍’ 인수하는 구조였다면, 이번 일에서는 네이버가 직접 개발한 V LIVE 플랫폼 자체를 콘텐츠 전문회사인 빅히트에게 넘겼기 때문이다.

빅히트가 자체 플랫폼 ‘위버스’를 직접 개발한 이상 절대 V LIVE에 입점하지 않을 것이기 때문에 아티스트를 직접 키워내지 않는 네이버 입장에서 메가 IP 아티스트인 BTS를 데려오기 위해서는 그들의 DNA를 내어주되 V LIVE+위버스를 통합한 플랫폼을 운영하는 비엔엑스의 지분을 사들이는 전략인 셈이다.

V LIVE+위버스
글로벌 팬덤 전문
플랫폼으로 입지 강화

향후 ① V LIVE+위버스를 통합한 팬덤 플랫폼에서 빅히트뿐 아니라 와이지 소속 아티스트도 빠르게 입점할 전망이다. BTS와 블랙핑크, 빅뱅을 한 곳에서 볼 수 있는 것이다. ② 이 가수를 좋아해서 위버스에 가입한다면 가수에 관련한 1~10까지(SNS 소통, MD/앨범 구매, 콘서트 공연 예매 및 관람 등)의 모든 소비를 끝낼 수 있게 만들어져 있기 때문에 고마진 아티스트의 간접참여형 매출은 지속 확대될 전망이다.

[표11] 빅히트 vs. 네이버 플랫폼 현황

| 항목 | 빅히트엔터테인먼트 | 네이버 |
|-------|---|-----------------|
| 플랫폼 | 위버스(Weverse) | 브이 라이브(V LIVE) |
| MAU | 470만 명 | 3000만 명 |
| 활동 가수 | BTS, 세븐틴, 씨엘 등 | 블랙핑크, 엑소, 마마무 등 |
| 특징 | 1년 내 위버스+브이라이브 통합 예정, 통합 플랫폼은 위버스가 운영 통합 플랫폼에 유니버설 뮤직그룹 가수들 대거 입점 기대 | |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

빅히트에게
높은 밸류에이션
부여 타당

③ 해외에서도 인지도 높은 한국 가수의 입점으로 글로벌 아티스트를 입점시키기도 용이한 환경이다. 실제로 언론에서는 비엔엑스와 머라이어 캐리, 마룬5, 아리아나 그란데, 테일러 스위프트 등을 보유한 글로벌 3대 음반 제작사 유니버설뮤직그룹과의 합작을 보도 중이다.

④ 이로써 빅히트는 타사 대비 높은 밸류에이션을 받을 수 있는 타당한 근거와 발판이 마련됐다. 기존 필자가 주장했던...

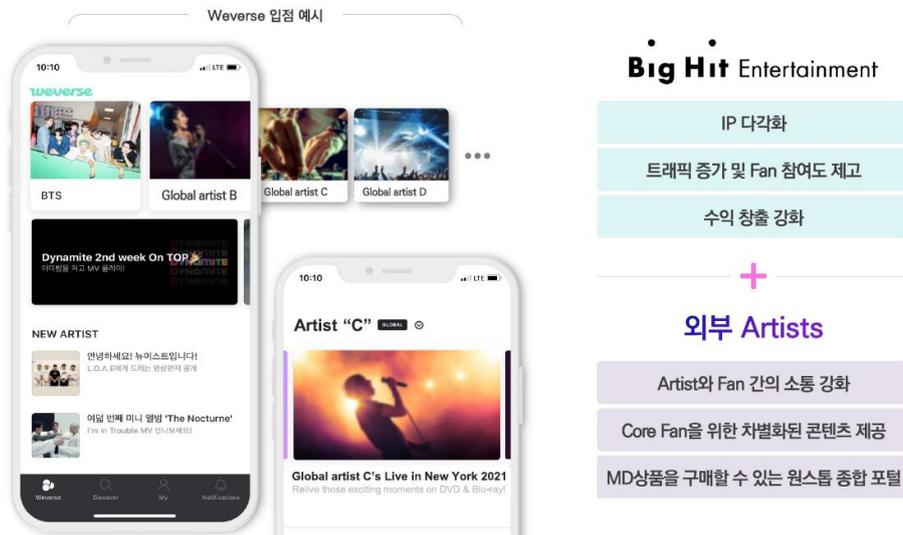
2021E 순이익 2천억 * 호황기 엔터 평균 PER 30배 = 6조,
2021E 순이익 2천억 * Mega IP를 반영한 엔터 상단 PER 40배 = 8조,
2021E 순이익 2천억 * 플랫폼, 커머스 밸류에이션까지 반영한 PER 50배 = 10조

시가총액 하단 PER 30배~상단 50배 중 상단이 충분히 합리적이라는 의미다. 4Q20 실적발표 후 조정을 통해 목표주가를 변경할 계획이다.

YG PLUS,
빅히트 캡티브 물량
확보로 최대 수혜

⑤ 이번 달에서 가장 수혜를 보는 기업은 YG PLUS가 아닐까싶다. 빅히트를 2대주주로 환영(?)하면서 가파른 실적 성장이 자명해졌기 때문이다. 기존에는 캡티브인 와이지 아티스트의 MD 제작, 음반/음원유통만 담당하는 회사였다면 이제는 빅히트 물량까지 확보하게 됐기 때문이다. 외형이 열렸다.

[그림30] 위버스 플랫폼 내 글로벌 아티스트 입점 예시



자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터

2. 플랫폼 확대로 IP 수혜 지속

글로벌 최대 음원플랫폼
스포티파이 한국 런칭,
IP 수혜 지속

엔터(음악)도 드라마와 결을 함께 한다. 플랫폼 확장에 따른 수혜를 보고 있는데, 지난 2/2 글로벌 1위 음원사업자(글로벌 가입자 3.2억 명)인 스포티파이가 한국에 런칭하며 기습 공격했기 때문이다. 다소 연기되고 있던 런칭이 이 날 갑작스레 이뤄진 것이다.

스포티파이의 글로벌 확장이 중요하다. 이는 스포티파이 1개의 플랫폼에만 우리나라 음원이 삽입되는 것이 아니라 스포티파이가 북미, 유럽, 아시아 등 해외에 진출할수록 우리나라 음원을 삽입할 플랫폼이 그만큼 늘어나는 것이기 때문이다. IP 권리자 중 핵심인 기획사가 가장 큰 수혜를 볼 것[그림31,32]이다.

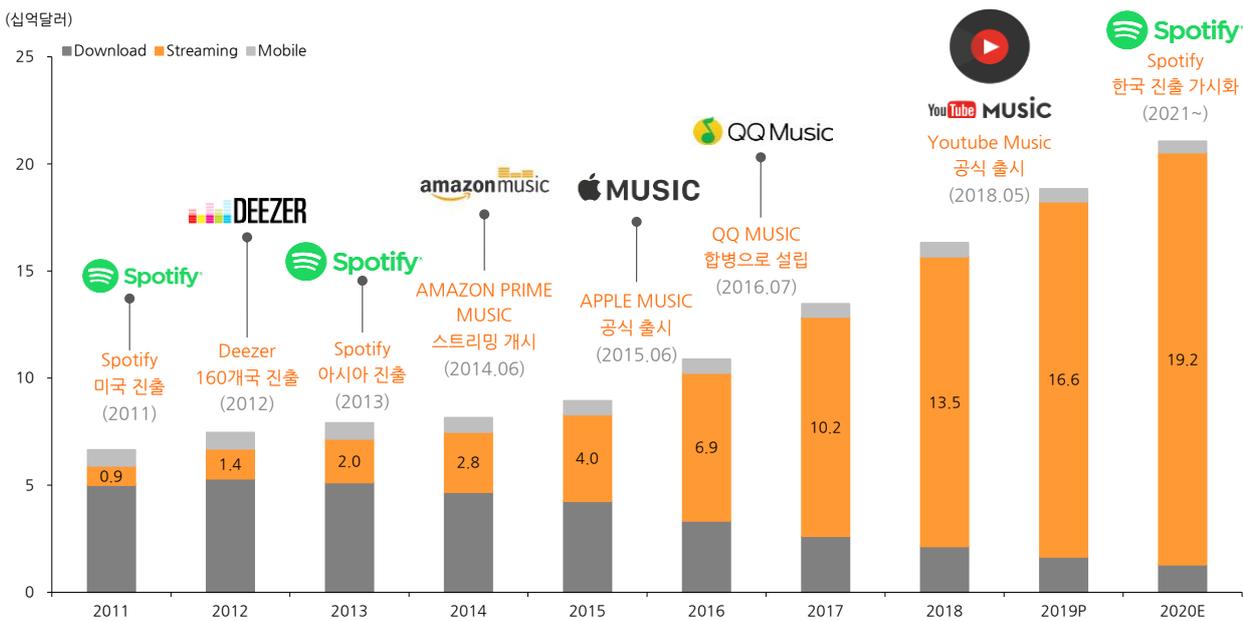
엔터/콘텐츠 업종에 대한
긍정적 시각 유지

또한 지금까지는 대형 기획사와 별도로 계약을 진행해 왔다면, 스포티파이는 경쟁업체의 진입을 최소화 하고 싶은 카카오(음원플랫폼 멜론 보유) IP 음원을 제외한 대부분의 한국 음원과 계약했다. 대형 기획사 소속 아티스트뿐 아니라 다양한 K-POP 가수들의 영상 및 음원이 대형 플랫폼에 올라타 자연스럽게 전세계인들에게 전달될 것이다. 유튜브가 그런 역할을 해줬듯이 말이다.

더욱 나아가서는 앞서 언급한 우리나라 대형 콘텐츠+플랫폼의 결합은 오히려 메인스트림 시장을 아시아로 견인(유니버설뮤직그룹 아티스트의 위버스 입점)할 수도 있다. 과거에는 상상도 못했던 일이 하나둘씩 매듭을 맞춰가는 구간이다.

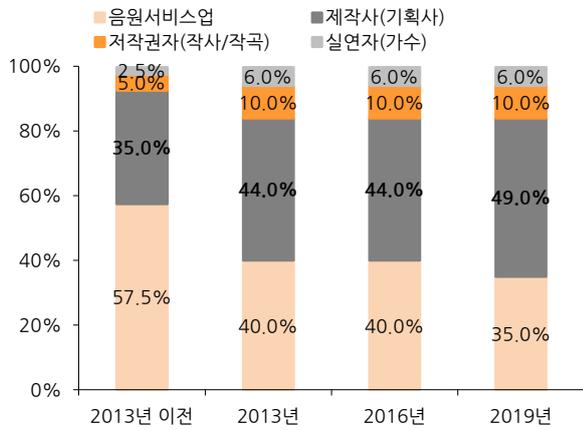
앞으로도 한국 음악과 드라마를 총 망라한 엔터/콘텐츠 업종은 더욱 메인스트림 시장에 진입을 강화하며 수출 효과 업종, 외화벌이 업종[그림34]으로 성장하길 기대한다.

[그림31] 글로벌 음원시장규모 추이



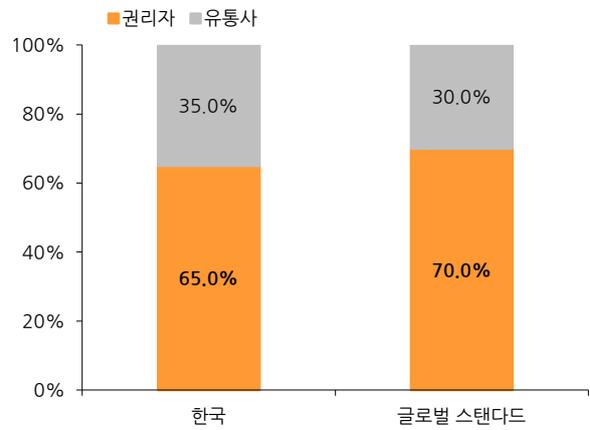
자료: PwC, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 음원 수익배분율 추이



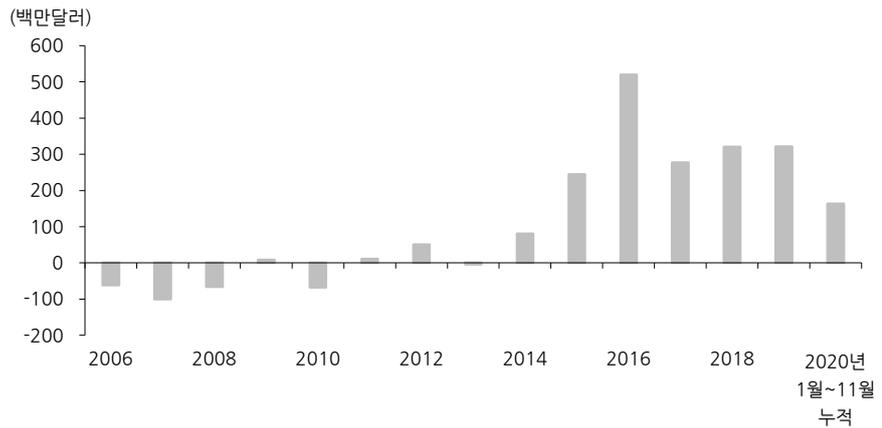
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 한국 vs. 글로벌 수익배분율 비교



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 음향/영상 관련 서비스 수지(수입-지급)



자료: 한국은행경제통계시스템, 한화투자증권 리서치센터

VI. 분석대상 종목

1. 스튜디오드래곤 (253450)
2. 제이콘텐츠리 (036420)
3. 에이스토리 (241840)
4. 키이스트 (054780)
5. NEW (160550)
6. 팬엔터테인먼트 (068050)
7. Toei Animation (4816. JP)
8. 빅히트 (352820)
9. 와이지엔터테인먼트 (122870)

스튜디오드래곤 (253450)

그릇을 키우는 것이 먼저



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

Buy (유지)

목표주가(상향): 115,000원

| | |
|----------------|-------------------|
| 현재 주가(2/8) | 97,500원 |
| 상승여력 | ▲17.9% |
| 시가총액 | 29,254억원 |
| 발행주식수 | 30,004천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 109,200 / 69,100원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 307.03억원 |
| 외국인 지분율 | 12.3% |
| 주주 구성 | |
| CJENM (외 4인) | 55.9% |
| 네이버 (외 1인) | 6.3% |
| 김영규 (외 1인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | -2.3 | 19.8 | 11.8 | 16.8 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 0.4 | 5.0 | -0.2 | -26.1 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|-----------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 380 | 469 | 526 | 645 |
| 영업이익 | 40 | 29 | 49 | 76 |
| EBITDA | 115 | 146 | 177 | 254 |
| 지배주주순이익 | 36 | 26 | 30 | 63 |
| EPS | 1,278 | 942 | 1,051 | 2,242 |
| 순차입금 | -157 | -106 | -75 | -150 |
| PER | 72.3 | 85.9 | 76.8 | 43.5 |
| PBR | 6.5 | 5.3 | 4.9 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 21.1 | 14.9 | 13.2 | 10.9 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | 9.3 | 6.4 | 6.7 | 12.9 |

주가 추이



성장주인만큼 눈에 띄는 외형성장(회당 해외판권매출 +55%, 신장 ASP +29%)에 주목해야합니다. 판매는 정말 잘했습니다.

실적 부진의 세 가지 이유

IP 대장주의 4Q20 실적은 다소 아쉬웠다. 그래도 매출과 비용 부문에서 긍정적 포인트와 부정적 포인트가 나뉘었다. 동사는 매출액 1377억 원, 영업이익 45억 원에 그쳤다. 기대치를 대폭 하회한 수치였다.

주된 원인은 ① 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠 <스위트홈>에 막바지 퀄리티 향상을 위한 추가 제작비가 집행되며 기존 20% 수익성 타겟 → 10%로 축소됐고, ② 분기 평균 대비 제작편수가 1.5편 감소(드라마 에피소드 횟수는 4Q19 99편 → 4Q20 86편)했으며 ③ 인센티브가 기존 배정 대비 30억 원이 추가 반영됐기 때문이다.

매출액 고성장에 주목

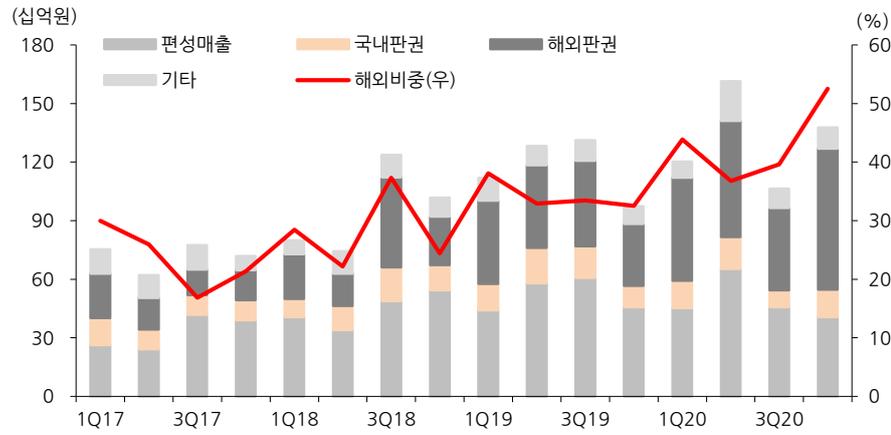
그룹에도 고무적인 점은 탐라인의 고성장[그림35,36]이다. 우려했던 TV 드라마 편성 축소에도 불구하고, 전년대비 전체 해외판권매출은 무려 +128%, 무엇보다 드라마 회당 해외판권매출액은 +55% 늘었다. 해외판권매출은 P, 드라마 에피소드 갯수는 Q로 해석할 수 있는데, 해외 판매단가 상승으로 드라마 편당 수익화가 원활하다는 의미다. 실제로 신작의 판매단가는 전년대비 +29%나 올랐다. 판매는 정말 잘했다.

<스위트홈>의 추가 제작비 집행은 다소 아쉽지만, 그만큼 성과가 매우 좋았기 때문에 다음 시즌의 협상력 제고 및 수익성 향상을 위한 발판으로 삼아야겠다. 레코드 축적만으로도 훌륭하다. 리스크였던 TV 편성 감소는 올해에도 이어지겠지만, 본격적인 디지털(=비캡티브) 확장으로 제작편수는 30편 내외(전년대비 순증)를 예상[그림38]한다.

그릇을 키우는 것이 먼저

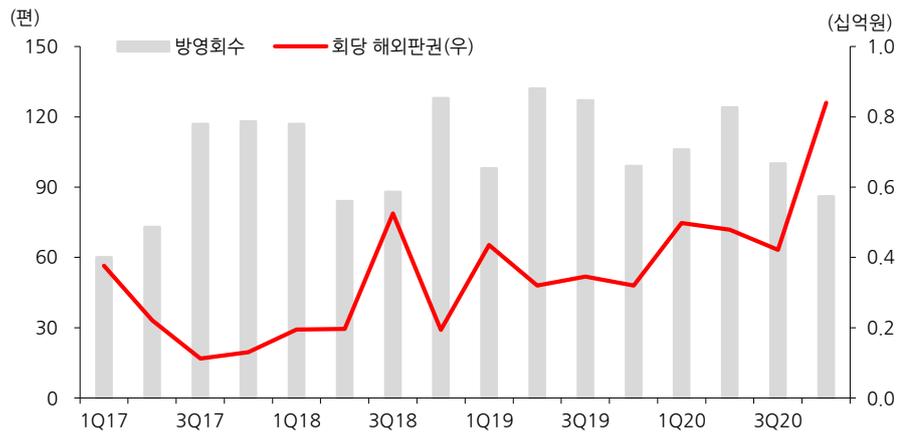
콘텐츠는 성장주다. 이번 보고서의 주제였듯, 앞으로는 더욱 그 성장의 강도가 높아지고 판로 또한 넓어질 전망이다. 물론, 호실적이었으면 더 할나위 없이 좋겠지만, 굳이 매출과 영업이익을 구분해 평가해보면, 외형 확대는 향후 안정적인 영업이익의 기반이 될 것이다. 콘텐츠 업종 내 빼놓고 갈 수 없는 탐티어다. 목표주가는 11.5만 원(일본 동종업체 대비 25% 할증한 PER 50배 적용)으로 상향 조정한다.

[그림35] 스튜디오드래곤 분기별 매출액 추이



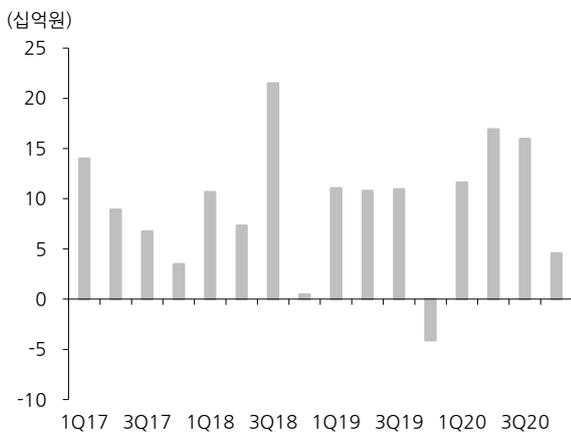
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 스튜디오드래곤 제작편수 및 회당 해외판권 추이



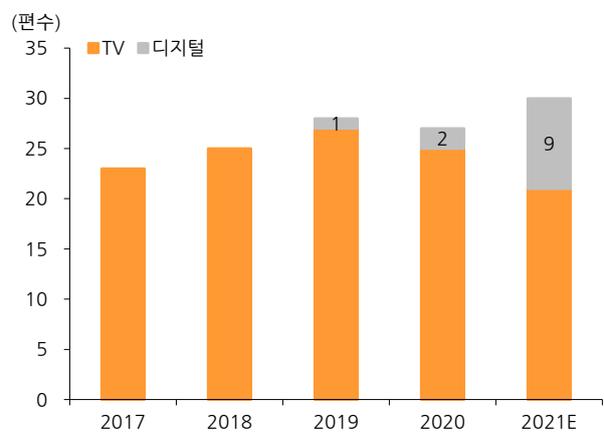
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 분기별 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 연간 드라마 제작편수 추이



주: 디지털은 TV를 제외한 비캐릭터를 의미, 예: <스위트홈>, <간 떨어지는 동거> 등
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 287 | 380 | 469 | 526 | 645 |
| 매출총이익 | 47 | 56 | 48 | 75 | 107 |
| 영업이익 | 33 | 40 | 29 | 49 | 76 |
| EBITDA | 74 | 115 | 146 | 177 | 254 |
| 순이자손익 | -1 | 3 | 3 | -3 | 9 |
| 외화관련손익 | -1 | 3 | 3 | 1 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 30 | 46 | 33 | 41 | 83 |
| 당기순이익 | 24 | 36 | 26 | 30 | 63 |
| 지배주주순이익 | 24 | 36 | 26 | 30 | 63 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 85.7 | 32.4 | 23.5 | 12.2 | 22.6 |
| 영업이익 | 98.3 | 21.0 | -28.1 | 70.9 | 55.0 |
| EBITDA | 91.4 | 55.1 | 26.4 | 21.8 | 43.1 |
| 순이익 | 192.9 | 50.3 | -26.3 | 11.8 | 113.6 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 16.4 | 14.6 | 10.2 | 14.2 | 16.6 |
| 영업이익률 | 11.5 | 10.5 | 6.1 | 9.3 | 11.8 |
| EBITDA 이익률 | 25.9 | 30.3 | 31.1 | 33.7 | 39.4 |
| 세전이익률 | 10.6 | 12.0 | 7.1 | 7.9 | 12.9 |
| 순이익률 | 8.3 | 9.4 | 5.6 | 5.6 | 9.8 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | -7 | -29 | -12 | 17 | 231 |
| 당기순이익 | 30 | 36 | 26 | 30 | 63 |
| 자산상각비 | 41 | 75 | 117 | 128 | 178 |
| 운전자본증감 | -73 | -139 | -143 | -140 | -178 |
| 매출채권 감소(증가) | -15 | -28 | -22 | -67 | -25 |
| 재고자산 감소(증가) | -2 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | -3 | 14 | -1 | 14 | 14 |
| 투자현금흐름 | -141 | 141 | -81 | -12 | -156 |
| 유형자산처분(취득) | 0 | 0 | 0 | -12 | -40 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | -20 | -110 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | -5 | -19 | 26 | -1 |
| 재무현금흐름 | 188 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -18 | -10 | 0 | -1 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 208 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 76 | 120 | 150 | 170 | 241 |
| (-)운전자본증가(감소) | 23 | -37 | 6 | 40 | 10 |
| (-)설비투자 | 0 | 0 | 1 | 12 | 40 |
| (+)자산매각 | 0 | 0 | 0 | -20 | -110 |
| Free Cash Flow | 53 | 156 | 143 | 98 | 81 |
| (-)기타투자 | 191 | 31 | 198 | 105 | 6 |
| 잉여현금 | -138 | 126 | -55 | -8 | 76 |
| NOPLAT | 26 | 31 | 23 | 35 | 58 |
| (+) Dep | 41 | 75 | 117 | 128 | 178 |
| (-)운전자본투자 | 23 | -37 | 6 | 40 | 10 |
| (-)Capex | 0 | 0 | 1 | 12 | 40 |
| OpFCF | 44 | 143 | 133 | 111 | 186 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 290 | 247 | 244 | 297 | 401 |
| 현금성자산 | 193 | 159 | 115 | 85 | 161 |
| 매출채권 | 55 | 69 | 84 | 148 | 173 |
| 재고자산 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 170 | 265 | 337 | 360 | 338 |
| 투자자산 | 41 | 69 | 103 | 138 | 143 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 1 | 8 | 13 |
| 무형자산 | 128 | 199 | 233 | 215 | 182 |
| 자산총계 | 459 | 512 | 582 | 658 | 739 |
| 유동부채 | 91 | 108 | 145 | 189 | 207 |
| 매입채무 | 32 | 55 | 64 | 83 | 97 |
| 유동성이자부채 | 10 | 0 | 2 | 3 | 3 |
| 비유동부채 | 0 | 3 | 8 | 10 | 10 |
| 비유동이자부채 | 0 | 2 | 8 | 8 | 8 |
| 부채총계 | 91 | 111 | 153 | 199 | 217 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 320 | 320 | 322 | 323 | 323 |
| 이익잉여금 | 32 | 68 | 94 | 123 | 186 |
| 자본조정 | 3 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 368 | 401 | 428 | 459 | 522 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 851 | 1,278 | 942 | 1,051 | 2,242 |
| BPS | 13,141 | 14,305 | 15,242 | 16,305 | 18,548 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | 2,714 | 4,280 | 5,346 | 6,057 | 8,563 |
| ROA(%) | 6.8 | 7.4 | 4.8 | 4.8 | 9.0 |
| ROE(%) | 9.5 | 9.3 | 6.4 | 6.7 | 12.9 |
| ROIC(%) | 15.4 | 14.5 | 8.2 | 10.3 | 16.1 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 76.4 | 72.3 | 85.9 | 76.8 | 43.5 |
| PBR | 4.9 | 6.5 | 5.3 | 4.9 | 5.3 |
| PSR | 6.4 | 6.8 | 4.8 | 4.3 | 4.3 |
| PCR | 23.9 | 21.6 | 15.1 | 13.3 | 11.4 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 21.1 | 14.9 | 13.2 | 10.9 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 24.7 | 27.7 | 35.8 | 43.4 | 41.7 |
| Net debt/Equity | -49.5 | -39.1 | -24.6 | -16.3 | -28.8 |
| Net debt/EBITDA | -245.7 | -136.3 | -72.5 | -42.2 | -59.3 |
| 유동비율 | 319.6 | 228.4 | 168.4 | 157.4 | 193.4 |
| 이자보상배율(배) | 19.0 | 343.0 | 58.1 | 6.5 | 31.0 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 44.1 | 52.0 | 59.1 | 62.1 | 53.6 |
| 현금+투자자산 | 55.9 | 48.0 | 40.9 | 37.9 | 46.4 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 2.7 | 0.5 | 2.3 | 2.2 | 1.9 |
| 자기자본 | 97.3 | 99.5 | 97.7 | 97.8 | 98.1 |

제이콘텐트리 (036420)

그래도 저평가



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

Buy (유지)

목표주가(상향): 48,000원

| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(2/8) | 40,600원 |
| 상승여력 | ▲18.2% |
| 시가총액 | 6,652억원 |
| 발행주식수 | 1,639천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 45,500 / 20,350원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 107.79억원 |
| 외국인 지분율 | 7.6% |
| 주주 구성 | |
| 중앙홀딩스 (외 3 인) | 41.4% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 11.3% |
| 자사주 (외 1 인) | 1.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률 | 4.1 | 48.2 | 38.6 | 3.4 |
| 상대수익률(KOSPI) | 6.0 | 20.3 | 7.1 | -36.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 511 | 554 | 364 | 502 |
| 영업이익 | 35 | 35 | -54 | 31 |
| EBITDA | 77 | 124 | 39 | 115 |
| 지배주주순이익 | 18 | 1 | -58 | 12 |
| EPS | 1,409 | 78 | -3,524 | 137 |
| 순차입금 | 17 | 459 | 685 | 709 |
| PER | 31.7 | 494.4 | -10.8 | 296.4 |
| PBR | 1.9 | 1.7 | 2.3 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 8.6 | 8.2 | 33.3 | 11.5 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | 7.4 | 0.3 | -19.7 | 3.5 |

주가 추이



아쉬운 실적에도 저평가가 핵심입니다.

급격한 증편으로 판권 상각 비용 발생

IP 대장주인 동사 역시 다소 아쉬운 4Q20 실적을 발표했다. 매출액은 918억 원, 영업이익은 손실 -158억 원에 머물렀다. 주된 원인은 ① 모두 다 알고 있었던 메가박스 부진에 따른 극장부문 손실 -158억 원, ② 방송 부문은 드라마 판권 상각 기간 변경(18개월 → 6개월)에 따른 판권상각액 166억 원 증가로 10억 원 흑자에 그친 점이다.

극장은 업황 부진으로 적극적인 비용 절감(크루인력 4Q19 1219명 → 4Q20 152명, 연간 판관비 -20% 감소)을 진행했음에도 역부족이었다. 그러나, 원가 및 판관비는 대폭 줄어든 상황에서 2021년에는 더 이상 무기한 기다릴 수 없는 신작의 라인업이 공개돼 업황 회복 기대감은 유효한 상황이다.

방송 사업부는 판권 상각액 이슈가 다시 불거졌다. 귀에 걸면 귀걸이, 코에 걸면 코걸이인 듯 해 보이는 상각 이슈는 급격히 IP 드라마 제작 편수가 늘어나면 일반적으로 나타나는 현상이다. 쌓여 있는 자산을 상각하기 위해 2020년 방영 종료된 해외 독점 판매 혹은 해외향 동시점 매출이 큰 드라마에 대해서 기간을 변경하며 가속 상각을 진행했다.

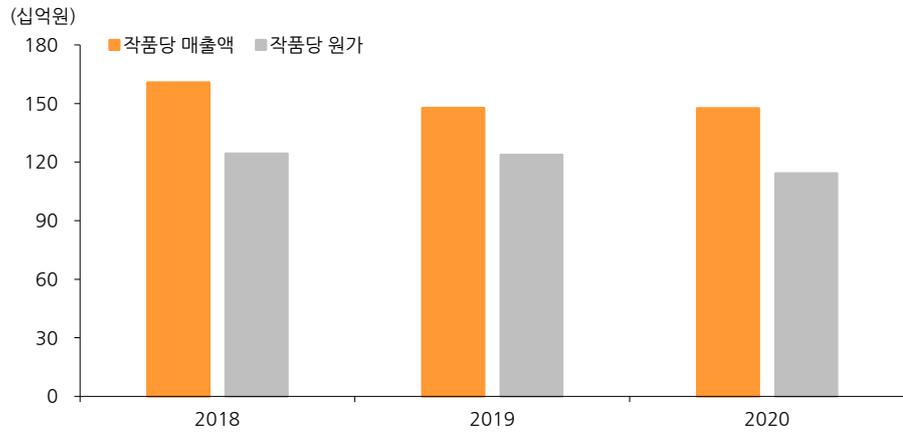
이제서야 안정화 국면에 들어간 스튜디오드래곤도 과거 드라마 슬랏 증편으로 겪었던 일이다. 오히려 올해 숫자를 더 가볍게 가져갈 수 있다는 점에서 반드시 나쁘게 볼 필요는 없다.

더욱 아쉬운 점은 매출액 성장률

그러나 정작 아쉬운 점은 다소 약한 매출 성장률이다. 지난 2020년 중순부터 수목 드라마 확대로 전체 매출액은 성장했지만, 작품당 매출액은 정체(그림39)에 그쳤기 때문이다.

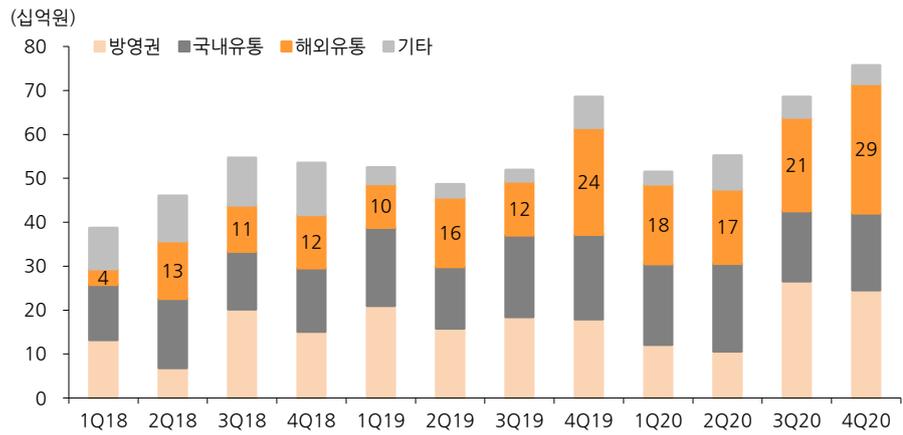
그럼에도 기대해볼 수 있는 점은 ① 2년 연속 가속 상각을 기반영한 비용 효율화, ② 온전한 수목드라마 가동, ③ 의미 있는 텐트폴 IP 제작, ④ 하반기 극장 반등, ⑤ 중국향 판매 확대 등이다. 기존 매수 의견을 유지, 목표주가는 48,000원(타사대비 제작캐파 60%, 제작사 지분율 50%을 시가총액에 빗대어 반영)으로 상향 제시한다.

[그림39] 제이콘텐츠리 분기별 방송부문 매출액 추이



자료: 제이콘텐츠리, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 제이콘텐츠리 사업부문별 매출액 추이



자료: 제이콘텐츠리, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 제이콘텐츠리 방영 예정 드라마

방영 예정 드라마

시지프스

- 연출 : 진혁
- 극본 : 이제인, 전찬호
- 주연 : 조승우, 박신혜
- 방영 : 2/17 예정
- 편성 : JTBC 수목(넷플릭스)

괴물

- 연출 : 심나연
- 극본 : 김수진
- 주연 : 신하균, 여진구
- 방영 : 2월 방영 예정
- 편성 : JTBC 금토

월간 집

- 연출 : 이창민
- 극본 : 명수현
- 주연 : 김지석, 정소민
- 방영 : 미정
- 편성 : JTBC 월화(예정)

자료: 제이콘텐츠리, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 420 | 511 | 554 | 364 | 502 |
| 매출총이익 | 221 | 237 | 240 | 128 | 221 |
| 영업이익 | 33 | 35 | 35 | -54 | 31 |
| EBITDA | 59 | 77 | 124 | 39 | 115 |
| 순이자손익 | -5 | -3 | -8 | -16 | -15 |
| 외화관련손익 | -1 | 0 | 0 | -1 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | -1 | 1 | 1 |
| 세전계속사업손익 | 24 | 34 | 21 | -84 | 13 |
| 당기순이익 | 11 | 26 | 11 | -69 | 13 |
| 지배주주순이익 | 6 | 18 | 1 | -58 | 12 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 25.4 | 21.6 | 8.4 | -34.3 | 37.7 |
| 영업이익 | 15.2 | 4.2 | 1.9 | 적전 | 흑전 |
| EBITDA | 37.9 | 30.0 | 60.8 | -68.3 | 230.5 |
| 순이익 | -51.4 | 134.8 | -58.4 | 적전 | 흑전 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 52.5 | 46.4 | 43.3 | 35.1 | 44.0 |
| 영업이익률 | 7.9 | 6.8 | 6.4 | -14.7 | 6.1 |
| EBITDA 이익률 | 14.1 | 15.1 | 22.3 | 10.8 | 25.8 |
| 세전이익률 | 5.8 | 6.6 | 3.8 | -23.0 | 2.6 |
| 순이익률 | 2.6 | 5.0 | 1.9 | -18.8 | 2.4 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | -4 | 25 | 40 | -99 | 65 |
| 당기순이익 | 11 | 26 | 11 | -69 | 0 |
| 자산상각비 | 26 | 42 | 88 | 93 | 99 |
| 운전자본증감 | -42 | -54 | -59 | -85 | -35 |
| 매출채권 감소(증가) | -31 | -18 | 13 | 12 | -25 |
| 재고자산 감소(증가) | -1 | -9 | -6 | -63 | -31 |
| 매입채무 증가(감소) | 6 | -1 | 3 | -12 | 20 |
| 투자현금흐름 | -75 | -48 | -101 | -110 | -92 |
| 유형자산처분(취득) | -33 | -28 | -66 | -40 | -63 |
| 무형자산 감소(증가) | -1 | 1 | -1 | -11 | -2 |
| 투자자산 감소(증가) | -28 | -21 | 32 | -49 | -3 |
| 재무현금흐름 | 73 | 115 | -16 | 255 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -50 | -38 | -42 | 249 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 153 | -1 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 62 | 93 | 126 | -2 | 100 |
| (-)운전자본증가(감소) | 2 | 12 | -18 | 93 | 35 |
| (-)설비투자 | 33 | 29 | 70 | 47 | 63 |
| (+)자산매각 | -1 | 2 | 3 | -4 | -2 |
| Free Cash Flow | 26 | 53 | 77 | -146 | 0 |
| (-)기타투자 | 54 | 41 | 144 | 2 | 23 |
| 잉여현금 | -28 | 12 | -67 | -148 | -24 |
| NOPLAT | 15 | 26 | 18 | -39 | 23 |
| (+) Dep | 26 | 42 | 88 | 93 | 99 |
| (-)운전자본투자 | 2 | 12 | -18 | 93 | 35 |
| (-)Capex | 33 | 29 | 70 | 47 | 63 |
| OpFCF | 6 | 28 | 55 | -86 | 24 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 208 | 342 | 237 | 367 | 401 |
| 현금성자산 | 82 | 198 | 95 | 176 | 152 |
| 매출채권 | 85 | 91 | 101 | 68 | 93 |
| 재고자산 | 24 | 33 | 26 | 85 | 116 |
| 비유동자산 | 454 | 479 | 925 | 1,002 | 992 |
| 투자자산 | 174 | 182 | 525 | 585 | 609 |
| 유형자산 | 193 | 209 | 258 | 270 | 274 |
| 무형자산 | 84 | 87 | 134 | 146 | 109 |
| 자산총계 | 662 | 821 | 1,162 | 1,369 | 1,393 |
| 유동부채 | 289 | 271 | 339 | 501 | 524 |
| 매입채무 | 66 | 65 | 85 | 55 | 75 |
| 유동성이자부채 | 142 | 119 | 171 | 378 | 378 |
| 비유동부채 | 138 | 129 | 402 | 506 | 507 |
| 비유동이자부채 | 107 | 96 | 382 | 484 | 484 |
| 부채총계 | 426 | 400 | 741 | 1,007 | 1,031 |
| 자본금 | 57 | 72 | 72 | 82 | 82 |
| 자본잉여금 | 19 | 158 | 154 | 150 | 150 |
| 이익잉여금 | 75 | 95 | 83 | 26 | 26 |
| 자본조정 | 8 | 11 | 9 | 9 | 9 |
| 자기주식 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| 자본총계 | 236 | 421 | 421 | 362 | 362 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 537 | 1,409 | 78 | -3,524 | 8 |
| BPS | 13,206 | 23,391 | 22,129 | 16,244 | 16,252 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | 5,127 | 7,074 | 8,735 | -99 | 6,094 |
| ROA(%) | 1.1 | 2.5 | 0.1 | -4.6 | 3.1 |
| ROE(%) | 5.3 | 7.4 | 0.3 | -19.7 | 3.5 |
| ROIC(%) | 4.1 | 6.5 | 2.8 | -4.1 | 2.2 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 96.8 | 31.7 | 494.4 | -10.8 | 296.4 |
| PBR | 3.9 | 1.9 | 1.7 | 2.3 | 2.5 |
| PSR | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 1.7 | 1.3 |
| PCR | 10.1 | 6.3 | 4.4 | -383.2 | 6.7 |
| EV/EBITDA | 13.3 | 8.6 | 8.2 | 33.3 | 11.5 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 180.8 | 95.1 | 176.2 | 278.2 | 284.7 |
| Net debt/Equity | 70.8 | 4.1 | 109.1 | 189.4 | 195.9 |
| Net debt/EBITDA | 281.8 | 22.6 | 370.6 | 1,746.6 | 546.9 |
| 유동비율 | 72.2 | 126.2 | 69.8 | 73.3 | 76.5 |
| 이자보상배율(배) | 3.8 | 4.2 | 2.5 | N/A | 1.4 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 60.1 | 53.3 | 58.1 | 57.6 | 58.1 |
| 현금+투자자산 | 39.9 | 46.7 | 41.9 | 42.4 | 41.9 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 51.4 | 33.8 | 56.8 | 70.4 | 70.4 |
| 자기자본 | 48.6 | 66.2 | 43.2 | 29.6 | 29.6 |



에이스토리 (241840)

4Q20부터 턱어라운드

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

Not Rated

| | |
|------------------------------|-----------------|
| 현재 주가(2/8) | 41,350원 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액 | 3,853억원 |
| 발행주식수 | 9,318천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 47,800 / 4,120원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 132.22억원 |
| 외국인 지분율 | 17.0% |
| 주주 구성 | |
| 이에스프로덕션 (외 2인) | 26.3% |
| CJENM (외 1인) | 10.7% |
| Tencent/Mobility/Limited (외) | 6.4% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | 23.4 | 215.6 | 453.5 | 297.6 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 26.2 | 200.8 | 441.5 | 254.8 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|------|-------|------|-------|
| 매출액 | 27 | 20 | 46 | 28 |
| 영업이익 | 1 | -3 | 1 | -1 |
| EBITDA | 1 | -3 | 5 | 0 |
| 지배주주순이익 | 1 | -2 | 2 | -1 |
| EPS | N/A | N/A | N/A | -127 |
| 순차입금 | -1 | -3 | -4 | -23 |
| PER | N/A | N/A | N/A | -70.1 |
| PBR | N/A | N/A | N/A | 2.2 |
| EV/EBITDA | -1.3 | 1.2 | -0.9 | 215.6 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | 10.2 | -26.4 | 19.9 | -4.6 |

주가 추이



부담스러운 차트이지만, 아직 PER 20 배 초반일지 모릅니다.

외주제작사 재평가의 선두주자

지난 2020/10/8, 11/18, 12/9 에이스토리 분석 자료 발간 후, 크게 변
화된 것은 없다. 주가만 급등했을 뿐이다. 부담스러워 보일정도의 차트
임은 명확하다. 그렇다고 엄청 비싸졌을까?

총 제작비 350억 원이 들어간 올해 8월 방영 예정인 드라마 <지리산>
은 tvN향 국내판권, 아이치이향 중국 외 글로벌 판권, 중국 별도 판권
(대상은 미공개) 판매, 협찬 및 PPL 등으로 총매출액은 이미 700억 원
이 넘는 것으로 추산된다. 약 350억 원 매출총이익이 남는 셈이다. 이
매출총이익은 공동제작사인 스튜디오드래곤, 바람픽처스와 배분한다.

아직도 PER은 20배 초반

필자가 추정하는 에이스토리의 2021년 연간 영업이익은 200~250억
원 수준이다. 이 숫자의 근거는 ① 확실히 돈이 되는 IP 수익모델인 <
지리산>에서만 이익 창출 가능성을 높게 평가했고, ② 나머지 5편의
외주제작은 BEP~소폭 이익으로 가정했다. [표6]에서 수익모델 (1)에 해
당하기에 매우 보수적인 가정을 반영했다고 볼 수 있다.

주가는 급등했지만, 여전히 PER 22.4배에서 거래되고 있을 지 모른다는
의미다. 동사 실적은 <지리산> 제작 수익이 반영되는 4Q20부터 턱
어라운드를 예상한다. 많이 오른 주가는 <지리산> 종영까지 분기로 인
식되는 숫자를 확인하며 반응하겠지만, 숫자에만 큰 문제가 없다면 밸
류에이션은 30배까지 부여해도 타당하다.

2022년에는 점차 대형화되는 콘텐츠 흐름에 부합하기 위해 <The King
of SILK ROAD> 작품을 대형 IP 텐트폴로 기획 중이다. 한국, 일본,
미국 등 다양한 크리에이터가 협력할 예정이며 글로벌 OTT 동시 방
영을 물론 목표로 한다. 동사는 무리하게 모든 드라마를 IP로 진행하지
않는다. 큰 투자비가 들어가는 만큼 실패했을 때의 결과가 참담하기 때
문이다. 좋은 크리에이터가 모인 한 개의 작품에만 아주 크게 IP 투자,
나머지는 크게 잃을 것이 없는 외주제작으로 진행하는 전략이다. 원활
한 투자 회수 사이클을 만들기엔 바람직하다.

[그림42] 에이스토리 대표 작품 라인업



자료: 에이스토리, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 에이스토리 전략



자료: 에이스토리, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 19 | 27 | 20 | 46 | 28 |
| 매출총이익 | 3 | 3 | -1 | 3 | 3 |
| 영업이익 | 1 | 1 | -3 | 1 | -1 |
| EBITDA | 1 | 1 | -3 | 5 | 0 |
| 순이자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 1 | 1 | -3 | 1 | -1 |
| 당기순이익 | 1 | 1 | -2 | 2 | -1 |
| 지배주주순이익 | 1 | 1 | -2 | 2 | -1 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 95.3 | 43.8 | -26.3 | 130.8 | -39.2 |
| 영업이익 | -47.0 | -34.1 | 적전 | 흑전 | 적전 |
| EBITDA | -46.8 | -33.7 | 적전 | 흑전 | -94.0 |
| 순이익 | -38.1 | -42.1 | 적전 | 흑전 | 적전 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 14.8 | 10.8 | -5.5 | 7.2 | 9.0 |
| 영업이익률 | 7.2 | 3.3 | -13.5 | 2.6 | -3.8 |
| EBITDA 이익률 | 7.3 | 3.4 | -13.4 | 10.0 | 1.0 |
| 세전이익률 | 7.8 | 3.4 | -15.2 | 3.0 | -3.4 |
| 순이익률 | 6.4 | 2.6 | -12.2 | 5.0 | -4.2 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| 영업현금흐름 | 0 | 0 | -3 | 1 | -8 |
| 당기순이익 | 1 | 1 | -2 | 2 | -1 |
| 자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 |
| 운전자본증감 | -1 | -2 | 0 | -10 | -9 |
| 매출채권 감소(증가) | 2 | -2 | 0 | -3 | 0 |
| 재고자산 감소(증가) | -3 | 3 | -1 | 1 | -3 |
| 매입채무 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 1 | -1 |
| 투자현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | -21 |
| 유형자산처분(취득) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | -21 |
| 재무현금흐름 | -1 | 0 | 5 | 0 | 25 |
| 차입금의 증가(감소) | -2 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 자본의 증가(감소) | 1 | 0 | 5 | 0 | 28 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 2 | 1 | -2 | 11 | 1 |
| (-)운전자본증가(감소) | 2 | 0 | 0 | -1 | 7 |
| (-)설비투자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+)자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | 0 | 1 | -2 | 11 | -6 |
| (-)기타투자 | -1 | 1 | 1 | 11 | 2 |
| 잉여현금 | 1 | -1 | -3 | 1 | -8 |
| NOPLAT | 1 | 1 | -2 | 1 | -1 |
| (+) Dep | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 |
| (-)운전자본투자 | 2 | 0 | 0 | -1 | 7 |
| (-)Capex | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| OpFCF | -1 | 1 | -2 | 5 | -6 |

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 유동자산 | 8 | 5 | 8 | 11 | 32 |
| 현금성자산 | 3 | 2 | 4 | 5 | 23 |
| 매출채권 | 0 | 2 | 2 | 5 | 5 |
| 재고자산 | 3 | 0 | 1 | 0 | 3 |
| 비유동자산 | 4 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 투자자산 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 유형자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 자산총계 | 12 | 10 | 14 | 19 | 40 |
| 유동부채 | 4 | 1 | 4 | 5 | 1 |
| 매입채무 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 유동성이자부채 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 2 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| 비유동이자부채 | 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 |
| 자본조정 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 6 | 8 | 11 | 13 | 39 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|---------|--------|-------|-------|----------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | N/A | N/A | N/A | N/A | -127 |
| BPS | 184,874 | 1,174 | 1,425 | 1,730 | 4,143 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | n/a | n/a | n/a | n/a | 104 |
| ROA(%) | 10.5 | 6.5 | -20.4 | 13.7 | -4.0 |
| ROE(%) | 24.7 | 10.2 | -26.4 | 19.9 | -4.6 |
| ROIC(%) | 21.6 | 11.0 | -27.9 | 10.9 | -6.5 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | N/A | N/A | N/A | N/A | -70.1 |
| PBR | N/A | N/A | N/A | N/A | 2.2 |
| PSR | N/A | N/A | N/A | N/A | 2.9 |
| PCR | N/A | N/A | N/A | N/A | 86.0 |
| EV/EBITDA | 0.0 | -1.3 | 1.2 | -0.9 | 215.6 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | n/a |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 105.1 | 21.7 | 36.1 | 52.2 | 4.3 |
| Net debt/Equity | 0.1 | -14.8 | -29.5 | -33.9 | -59.1 |
| Net debt/EBITDA | 0.4 | -128.4 | 115.1 | -93.5 | -8,164.8 |
| 유동비율 | 177.8 | 519.1 | 225.3 | 210.4 | 2,462.8 |
| 이자보상배율(배) | 9.4 | 7.5 | N/A | 22.5 | n/a |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 47.0 | 49.3 | 42.4 | 40.8 | 33.3 |
| 현금+투자자산 | 53.0 | 50.7 | 57.6 | 59.2 | 66.7 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 31.2 | 11.3 | 8.8 | 7.6 | 0.7 |
| 자기자본 | 68.8 | 88.7 | 91.2 | 92.4 | 99.3 |

키이스트 (054780)

가장 덜 올랐지만 모멘텀은 배



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

Not Rated

| | |
|----------------|-----------------|
| 현재 주가(2/8) | 16,100원 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액 | 2,808억원 |
| 발행주식수 | 17,439천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 20,814 / 2,060원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 165.73억원 |
| 외국인 지분율 | 14.5% |
| 주주 구성 | |
| 에스엠 (외 6 인) | 30.9% |
| 김영민 (외 1 인) | 0.1% |
| 김덕우 (외 1 인) | 0.1% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 16.7 | 41.2 | 8.1 | 0.9 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 19.4 | 26.4 | -4.0 | -41.9 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 93 | 106 | 104 | 100 |
| 영업이익 | 0 | 1 | -2 | -2 |
| EBITDA | 18 | 26 | 24 | 26 |
| 지배주주순이익 | -7 | -1 | -8 | -8 |
| EPS | -422 | -71 | -513 | -486 |
| 순차입금 | -37 | -45 | -29 | -20 |
| PER | -30.5 | -159.0 | -25.8 | -25.0 |
| PBR | 3.9 | 3.6 | 4.4 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 5.1 | 8.2 | 7.1 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | -13.1 | -2.2 | -16.5 | -17.4 |

주가 추이



모멘텀은 배, 가장 덜 오른 제작사로 추천드립니다.

파격적인 1차 라인업 공개, IP가 두 개?

지난 1/14 키이스트 분석 자료 발간 이후, 세 가지가 업데이트됐다.

가장 중요한 1차 라인업이 공개됐다. 매우 파격적이었다. 총 4개를 먼저 공개했는데, 그 중 가장 놀라웠던 것은 IP로 가져가는 드라마 <별들에게 물어봐>의 제작 규모다. 총 400억 원이다. IP 드라마를 1개 구상하고 있는 줄은 알았지만, 이렇게 대작일 줄은 몰랐다.

<파스타>, <질투의 화신>을 집필한 서숙향 작가 + 아직 미공개이지만 한류스타와 접촉 중에 있는 드라마다. 이미 국내외 대형 OTT에게 선 판매 논의가 시작됐다. 가장 공들여 기획하고 있는 만큼 높은 마진이 기대된다. 평균 수준인 25~30%만 하더라도 120억 매출총이익이다. 참고로 작년에 처음으로 IP로 진행한 드라마 <하이엔나>는 제작비 약 130억 원, GPM 25%였다. 규모가 훨씬 커졌다.

또한 배우 이영애가 오랜만에 키이스트가 제작하는 드라마 <경이로운 구경이>로 컴백한다. 당초에는 외주제작으로 진행을 했지만, 해외판권 매출 상승을 도모하는 한류배우 캐스팅 성공 덕에 아마도 IP 보유 드라마로 전개될 가능성이 매우 높다. 실제로 다양한 플랫폼과의 접촉으로 목표 마진율은 계속 높아지고 있는 중이다. IP가 두 개다.

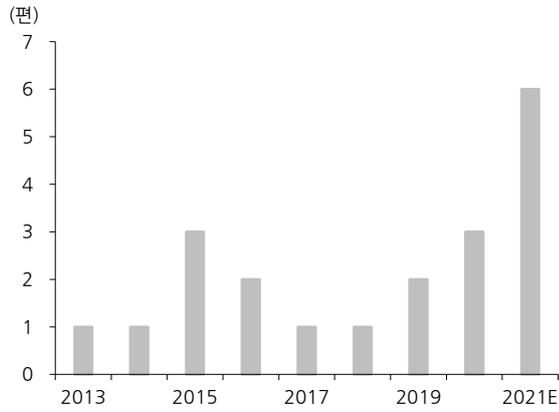
글로벌 대형 OTT향 오리지널 콘텐츠 추가

K-POP을 주제로 한 글로벌 OTT향 텐트폴 오리지널 콘텐츠를 기획 중이다. 수백억 대라면 최소 300억 원 x 오리지널 리눅비용 상승으로 GPM 최소 15%(~20%) 이상이 가능하겠다. 오리지널 콘텐츠 역시 작년 <보건교사 안은영(제작비 60억, OPM 10%)>보다 훨씬 커졌다.

본업은 단가 상승, 신사업은 리레이팅

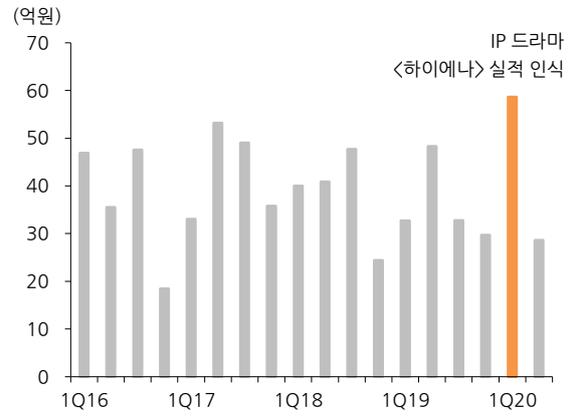
애플티비플러스 현황을 공부(p. 24~27)하면서 느낀 점은 드라마 제작사도 좋지만, 배우들에게 좋은 환경이라는 점이다. 출연료 상승 사이클이 더욱 확실해졌기 때문이다. 키이스트의 본업은 배우 매니지먼트다. 본업은 단가 상승, 본업과 시너지를 일으킬 수 있는 드라마 제작 신사업은 리레이팅 중인 셈이다. 배우 매니지먼트만 있었을 때도 시가총액은 1,500~3,000억 원 사이였다. 현재는 2,800억 원대로 가장 드라마 제작 기업가치가 덜 반영된 제작사로 강력 추천한다.

[그림44] 키이스트 연간 드라마 제작편수



자료: 키이스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 키이스트 매출총이익 추이



자료: 키이스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 키이스트 시가총액 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------|------|-------|------|------|-------|
| 매출액 | 106 | 93 | 106 | 104 | 100 |
| 매출총이익 | 22 | 15 | 17 | 15 | 14 |
| 영업이익 | 8 | 0 | 1 | -2 | -2 |
| EBITDA | 18 | 18 | 26 | 24 | 26 |
| 순이자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 7 | -5 | 0 | -9 | -10 |
| 당기순이익 | 6 | -7 | 0 | -8 | -11 |
| 지배주주순이익 | 4 | -7 | -1 | -8 | -8 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 19.5 | -12.2 | 13.9 | -2.3 | -3.4 |
| 영업이익 | -2.1 | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 |
| EBITDA | 27.1 | -1.6 | 40.5 | -6.5 | 10.6 |
| 순이익 | -9.3 | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 20.9 | 15.9 | 16.1 | 14.7 | 14.3 |
| 영업이익률 | 7.3 | -0.3 | 0.9 | -2.3 | -1.5 |
| EBITDA 이익률 | 17.4 | 19.5 | 24.0 | 23.0 | 26.3 |
| 세전이익률 | 7.0 | -4.9 | 0.2 | -8.2 | -10.1 |
| 순이익률 | 5.7 | -7.4 | 0.2 | -8.1 | -10.7 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| 영업현금흐름 | 13 | 9 | 35 | 21 | 23 |
| 당기순이익 | 6 | -7 | 0 | -8 | -11 |
| 자산상각비 | 11 | 18 | 25 | 26 | 28 |
| 운전자본증감 | -4 | -8 | 8 | -3 | -5 |
| 매출채권 감소(증가) | -2 | 0 | -3 | 1 | 0 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | -1 | -1 | 0 | -3 | 2 |
| 투자현금흐름 | -15 | -18 | -21 | -42 | -45 |
| 유형자산처분(취득) | -1 | -2 | -1 | 0 | -1 |
| 무형자산 감소(증가) | -11 | -14 | -24 | -32 | -28 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | 3 | -5 | 1 |
| 재무현금흐름 | 5 | 13 | 0 | 6 | 14 |
| 차입금의 증가(감소) | -1 | 0 | 0 | -2 | 14 |
| 자본의 증가(감소) | 5 | 13 | 0 | 6 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 19 | 18 | 26 | 25 | 28 |
| (-)운전자본증가(감소) | 4 | 0 | -8 | 5 | 4 |
| (-)설비투자 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| (+)자산매각 | -11 | -14 | -24 | -31 | -28 |
| Free Cash Flow | 2 | 2 | 10 | -12 | -5 |
| (-)기타투자 | 2 | 9 | 0 | 4 | 17 |
| 잉여현금 | 0 | -7 | 10 | -16 | -22 |
| NOPLAT | 6 | 0 | 1 | -2 | -1 |
| (+) Dep | 11 | 18 | 25 | 26 | 28 |
| (-)운전자본투자 | 4 | 0 | -8 | 5 | 4 |
| (-)Capex | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| OpFCF | 11 | 16 | 32 | 19 | 22 |

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 56 | 65 | 64 | 51 | 61 |
| 현금성자산 | 33 | 38 | 46 | 29 | 38 |
| 매출채권 | 10 | 9 | 7 | 11 | 5 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 40 | 45 | 42 | 52 | 48 |
| 투자자산 | 9 | 10 | 10 | 18 | 12 |
| 유형자산 | 2 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 무형자산 | 29 | 31 | 29 | 32 | 33 |
| 자산총계 | 96 | 111 | 106 | 103 | 108 |
| 유동부채 | 21 | 25 | 25 | 22 | 21 |
| 매입채무 | 10 | 12 | 11 | 8 | 9 |
| 유동성이자부채 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| 비유동부채 | 3 | 4 | 3 | 3 | 19 |
| 비유동이자부채 | 1 | 1 | 0 | 0 | 16 |
| 부채총계 | 25 | 29 | 28 | 26 | 40 |
| 자본금 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 38 | 38 | 38 | 54 | 54 |
| 이익잉여금 | 6 | 0 | -1 | -8 | -17 |
| 자본조정 | -3 | 5 | 4 | -3 | -2 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 72 | 82 | 79 | 77 | 68 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 239 | -422 | -71 | -513 | -486 |
| BPS | 3,170 | 3,276 | 3,132 | 3,015 | 2,557 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | 1,237 | 1,182 | 1,712 | 1,554 | 1,637 |
| ROA(%) | 4.0 | -6.3 | -1.0 | -7.9 | -7.8 |
| ROE(%) | 8.0 | -13.1 | -2.2 | -16.5 | -17.4 |
| ROIC(%) | 20.3 | -0.6 | 1.9 | -4.7 | -2.4 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 73.2 | -30.5 | -159.0 | -25.8 | -25.0 |
| PBR | 5.5 | 3.9 | 3.6 | 4.4 | 4.7 |
| PSR | 2.5 | 2.1 | 1.6 | 2.0 | 2.1 |
| PCR | 14.1 | 10.9 | 6.6 | 8.5 | 7.4 |
| EV/EBITDA | 12.9 | 8.9 | 5.1 | 8.2 | 7.1 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 34.3 | 35.3 | 35.4 | 33.5 | 59.3 |
| Net debt/Equity | -44.3 | -45.2 | -57.1 | -38.1 | -30.1 |
| Net debt/EBITDA | -172.0 | -203.6 | -175.9 | -122.8 | -77.5 |
| 유동비율 | 262.7 | 260.6 | 255.0 | 225.0 | 283.0 |
| 이자보상배율(배) | 69.0 | N/A | 14.4 | N/A | N/A |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 45.0 | 45.7 | 34.4 | 49.2 | 47.8 |
| 현금+투자자산 | 55.0 | 54.3 | 65.6 | 50.8 | 52.2 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 0.0 | 20.8 |
| 자기자본 | 98.6 | 98.7 | 98.7 | 100.0 | 79.2 |



NEW (160550)

흥미로운 산업 변화 속 주인공

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

Not Rated

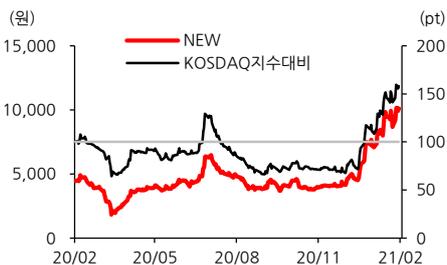
| | |
|--------------------|-----------------|
| 현재 주가(2/8) | 9,860원 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액 | 2,752억원 |
| 발행주식수 | 27,906천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 10,150 / 1,815원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 88.19억원 |
| 외국인 지분율 | 13.7% |
| 주주 구성 | |
| 김우택 (외 3 인) | 36.6% |
| HUACEMEDIA (외 1 인) | 12.8% |
| 장경익 (외 1 인) | 0.2% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | 39.3 | 149.9 | 105.4 | 121.8 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 42.0 | 135.1 | 93.4 | 79.0 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 126 | 95 | 161 | 149 |
| 영업이익 | 7 | -5 | -11 | -8 |
| EBITDA | 8 | -4 | -7 | -2 |
| 지배주주순이익 | 4 | -8 | -14 | -9 |
| EPS | 160 | -287 | -504 | -309 |
| 순차입금 | -50 | 8 | -4 | 39 |
| PER | 69.6 | -31.9 | -8.7 | -12.9 |
| PBR | 2.3 | 2.0 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 34.1 | -64.7 | -16.0 | -63.8 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | 3.3 | -6.0 | -11.3 | -7.5 |

주가 추이



흥미로운 산업 모멘텀(디즈니플러스, 영화 DNA)의 주인공입니다.

IP 대형화 추진

지난 2020/12/28 NEW 코멘트 이후, 세 가지가 업데이트됐다. 제작비가 무려 500억 원인 강풍의 웹툰 원작 <무빙>을 JTBC와 공동제작할 예정이었지만, 결렬됐다. 연출자도 <부부의 세계>의 모은일 PD→<킹덤2>의 박인제 PD로 변경됐다. 그럼에도 불구하고, 새 연출진을 꾸려 촬영은 예정대로 6~7월 내 시작할 것이다. 현재 다양한 글로벌 OTT와 판권계약을 논의 중에 있다.

반기운 디즈니플러스

제작사 중 디즈니플러스와 가장 깊게 접촉 중인 회사는 동사인듯 보인다. 올해 한국 진출을 계획하고 있는 디즈니플러스의 반기운 소식이 언론보도를 통해 전해졌다. 주된 내용은 NEW가 올해 제작하는 <너와 나의 경찰수업>이 디즈니플러스를 통해 방영되고, 주연 배우로 가수 강다니엘이 거론되고 있다는 소식이다.

물론 아직 확실한 것은 없다. 동사뿐 아니라 많은 제작사와 더 강도 높게 얘기 중일지도 모른다. 단순한 '기대감'을 제공하는 뉴스로 끝날 가능성도 있다. 그러나 회사 측은 결정된 사항은 없지만, 긍정적으로 논의 중이라 언급했다. 다소 형식(?)적인 답변이었지만 그래도 고무적인 점은... 확실히 디즈니플러스의 움직임이 가팔라지고 있다는 사실이다.

<승리호> 넷플릭스 전세계 1위 등극

동사가 제작한 영화 <승리호>가 개봉한지 하루만에 넷플릭스 전세계 트래픽 1위에 등극했다. 한국을 포함해 동남아뿐 아니라 벨기에, 불가리아, 크로아티아, 핀란드, 프랑스 등에서도 1위를 기록[표13]했다. 극장 개봉을 염두해 온 영화였지만, 코로나 장기화로 넷플릭스 오리지널 콘텐츠로 판매한 작품이다. 제작비는 240억 원, 넷플릭스 판매가격은 310억 원이다. 지난 4Q20 비슷한 이유로 넷플릭스에 판매된 영화 <콜>도 제작비 96억 원 대비 약 120억 원에 판매된 것으로 추정된다.

다시 한 번 가성비 높은 경쟁력을 입증했다. 또한 애플티비플러스 현황을 공부하면서 분명한 점이 있다. 앞으로 점차 드라마는 영화보다 더 영화 같은 Scale up, 대형화가 지속될 것이라는 점이다. 영화 제작과 배급에 DNA를 가진 동사가 조금 더 유리하지 않을까?

[그림47] 영화 <승리호>



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 2021/2/6 넷플릭스 전세계 영화 순위

| 순위 | Movies | 국적 | 연도 | 장르 |
|----|-------------------------|-------------|------|-----------|
| 1 | Space Sweepers | South Korea | 2021 | SF |
| 2 | Finding 'O'hana | USA | 2021 | Adventure |
| 3 | The Dig | UK | 2021 | Drama |
| 4 | Below Zero | Spain | 2021 | Action |
| 5 | All My Friends Are Dead | Poland | 2020 | Crime |
| 6 | Black Beach | | 2020 | Action |
| 7 | The Karate Kid | USA | 1984 | Action |
| 8 | We Can Be Heroes | USA | 2020 | Adventure |
| 9 | Malcolm & Marie | USA | 2021 | Drama |
| 10 | Pixels | USA | 2015 | SF |

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 영화 <승리호> TOP 3 진입 국가

| 국가 | 순위 | 국가 | 순위 | 국가 | 순위 | 국가 | 순위 |
|--------------------|----|------------|----|-------------|----|----------------------|----|
| Bangladesh | 3 | France | 1 | Montenegro | 1 | Slovenia | 1 |
| Belgium | 1 | Germany | 3 | Norway | 2 | South Korea | 1 |
| Bulgaria | 1 | Hong Kong | 2 | Philippines | 1 | Spain | 3 |
| Canada | 3 | Hungary | 2 | Poland | 2 | Sweden | 2 |
| Croatia | 1 | Iceland | 3 | Qatar | 3 | Switzerland | 2 |
| Czecho Republic | 2 | India | 2 | Romania | 3 | Taiwan | 3 |
| Denmark | 2 | Latvia | 1 | Russia | 2 | Thailand | 2 |
| Dominican Republic | 3 | Lithuania | 1 | Serbia | 1 | Turkey | 2 |
| Estonia | 1 | Luxembourg | 3 | Singapore | 3 | Ukraine | 1 |
| Finland | 1 | Malaysia | 1 | Slovakia | 1 | United Arab Emirates | 3 |
| | | | | | | Vietnam | 2 |

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] NEW 드라마 및 영화 콘텐츠 제작 계획

| | DRAMA | MOVIE |
|-------|-----------------------------|---------------|
| 2020 | [오마이 베이비] | [우아한 친구들] |
| 2021 | [어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다] | [악마판사] |
| 2022~ | [너와 나의 경찰수업] | [굿바이 사돈] |

자료: NEW, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------|-------|-------|-------|------|------|
| 매출액 | 83 | 126 | 95 | 161 | 149 |
| 매출총이익 | 9 | 26 | 21 | 27 | 28 |
| 영업이익 | -3 | 7 | -5 | -11 | -8 |
| EBITDA | -2 | 8 | -4 | -7 | -2 |
| 순이자손익 | 2 | 1 | 0 | -1 | -2 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -1 | 3 | -1 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | -1 | 9 | -9 | -16 | -11 |
| 당기순이익 | 1 | 4 | -7 | -15 | -11 |
| 지배주주순이익 | 1 | 4 | -8 | -14 | -9 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 33.2 | 52.2 | -24.8 | 70.5 | -7.5 |
| 영업이익 | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 | 적지 |
| EBITDA | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 순이익 | -70.0 | 288.7 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 10.6 | 20.5 | 22.2 | 16.9 | 19.0 |
| 영업이익률 | -3.1 | 5.3 | -5.5 | -6.6 | -5.5 |
| EBITDA 이익률 | -2.4 | 6.0 | -4.2 | -4.6 | -1.6 |
| 세전이익률 | -1.3 | 7.3 | -9.0 | -9.6 | -7.2 |
| 순이익률 | 1.1 | 2.8 | -7.9 | -9.2 | -7.4 |

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| 영업현금흐름 | -19 | 4 | -21 | 18 | -24 |
| 당기순이익 | 1 | 4 | -7 | -15 | -11 |
| 자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 3 | 6 |
| 운전자본증감 | -21 | -2 | -16 | 25 | -24 |
| 매출채권 감소(증가) | -6 | -17 | -2 | 8 | -10 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | 1 | 3 | 3 | 0 | 6 |
| 투자현금흐름 | -21 | -27 | -3 | -16 | -22 |
| 유형자산처분(취득) | 0 | -22 | -12 | -8 | -8 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| 투자자산 감소(증가) | -15 | -1 | 15 | -5 | -4 |
| 재무현금흐름 | 10 | 4 | 4 | 27 | 43 |
| 차입금의 증가(감소) | 7 | 4 | 23 | 15 | 37 |
| 자본의 증가(감소) | 3 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | -2 | 9 | -4 | -6 | 0 |
| (-)운전자본증감(감소) | 22 | -1 | 8 | -31 | 6 |
| (-)설비투자 | 0 | 22 | 12 | 8 | 8 |
| (+)자산매각 | 0 | 0 | -1 | -2 | -1 |
| Free Cash Flow | -24 | -13 | -25 | 14 | -16 |
| (-)기타투자 | 6 | 7 | 13 | 7 | 26 |
| 잉여현금 | -30 | -20 | -38 | 7 | -42 |
| NOPLAT | -2 | 3 | -4 | -8 | -6 |
| (+) Dep | 1 | 1 | 1 | 3 | 6 |
| (-)운전자본투자 | 22 | -1 | 8 | -31 | 6 |
| (-)Capex | 0 | 22 | 12 | 8 | 8 |
| OpFCF | -23 | -18 | -22 | 18 | -15 |

주: IFRS 연결 기준

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산 | 168 | 151 | 152 | 135 | 163 |
| 현금성자산 | 92 | 73 | 38 | 66 | 63 |
| 매출채권 | 12 | 30 | 32 | 24 | 32 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 비유동자산 | 33 | 79 | 104 | 122 | 151 |
| 투자자산 | 30 | 36 | 45 | 50 | 63 |
| 유형자산 | 1 | 42 | 54 | 60 | 72 |
| 무형자산 | 1 | 2 | 6 | 11 | 16 |
| 자산총계 | 200 | 231 | 256 | 257 | 313 |
| 유동부채 | 58 | 55 | 92 | 106 | 167 |
| 매입채무 | 15 | 13 | 25 | 24 | 32 |
| 유동성이자부채 | 11 | 6 | 13 | 43 | 79 |
| 비유동부채 | 10 | 39 | 34 | 21 | 25 |
| 비유동이자부채 | 9 | 18 | 33 | 19 | 23 |
| 부채총계 | 67 | 94 | 126 | 127 | 191 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 86 | 86 | 86 | 91 | 93 |
| 이익잉여금 | 31 | 36 | 28 | 14 | 5 |
| 자본조정 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 133 | 137 | 131 | 129 | 122 |

| 12월 결산 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|---------|--------|--------|-------|----------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 50 | 160 | -287 | -504 | -309 |
| BPS | 4,783 | 4,940 | 4,659 | 4,223 | 3,979 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | -61 | 312 | -132 | -220 | -2 |
| ROA(%) | 0.7 | 2.0 | -3.2 | -5.4 | -3.0 |
| ROE(%) | 1.1 | 3.3 | -6.0 | -11.3 | -7.5 |
| ROIC(%) | -7.2 | 5.5 | -4.5 | -6.8 | -4.5 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 207.9 | 69.6 | -31.9 | -8.7 | -12.9 |
| PBR | 2.2 | 2.3 | 2.0 | 1.0 | 1.0 |
| PSR | 3.5 | 2.4 | 2.7 | 0.7 | 0.7 |
| PCR | -172.6 | 35.8 | -69.2 | -19.9 | -1,874.8 |
| EV/EBITDA | -107.3 | 34.1 | -64.7 | -16.0 | -63.8 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 50.8 | 68.7 | 96.2 | 98.7 | 157.1 |
| Net debt/Equity | -54.0 | -36.4 | 6.5 | -3.0 | 31.8 |
| Net debt/EBITDA | 3,569.5 | -662.9 | -210.7 | 52.4 | -1,654.8 |
| 유동비율 | 289.6 | 274.0 | 165.6 | 126.8 | 97.7 |
| 이자보상배율(배) | N/A | 14.7 | N/A | N/A | N/A |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 23.2 | 34.5 | 57.0 | 49.8 | 54.0 |
| 현금+투자자산 | 76.8 | 65.5 | 43.0 | 50.2 | 46.0 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 12.9 | 14.7 | 26.2 | 32.6 | 45.6 |
| 자기자본 | 87.1 | 85.3 | 73.8 | 67.4 | 54.4 |



팬엔터테인먼트 (068050)

필모그래피로 검증된 제작력

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

Not Rated

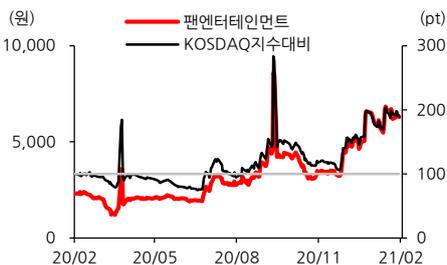
| | |
|----------------|----------------|
| 현재 주가(2/8) | 6,120원 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액 | 1,668억원 |
| 발행주식수 | 27,248천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 8,600 / 1,206원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 79.77억원 |
| 외국인 지분율 | 2.1% |
| 주주 구성 | |
| 박영석 (외 1 인) | 38.9% |
| 자사주신탁 (외 1 인) | 0.9% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률 | 2.0 | 81.3 | 118.4 | 165.3 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 4.7 | 66.5 | 106.4 | 122.4 |

(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 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | 1.7 | -3.9 | -2.2 | 2.4 |

주가 추이



에이스토리의 후발주자로 주가는 많이 올랐지만, 아직도 PER 10 배 중반일지 모릅니다.

외주제작사 재평가의 대표종목으로 탁월

지난 2020/12/16 팬엔터테인먼트 분석 자료 발간 이후, 업데이트는 그닥 많지 않다. 주가만 더 올랐을 뿐이다. 그렇다고 비싼 종목일까?

1998년 설립된 팬엔터테인먼트는 2002년 <겨울연가>를 시작으로 푹 심있게 드라마 제작 본업에만 집중해 온 회사다. 그만큼 제작 히스토리가 길고 시청률에 기반한 작품 흥행성, 수출에 적합한 드라마 제작력 등 필모그래피가 매우 우수하다. 지상파의 외주제작사 중 가장 경쟁력 있는 업체로 손꼽히는 이유다.

올해 <겨울연가> 이후 두 번째로 시도하는 IP 드라마 <라켓소년단>이 5월 SBS를 통해 전파를 탄다. <슬기로운 감빵생활> 작가의 신작으로 제작비는 150억 원이다. 제작비가 작은만큼 SBS 편성료 + 후하게 값을 지불했을 넷플릭스에게 글로벌 동시방영권을 선판매하면서 상당부분의 수익이 이미 확정된 상황이다.

아직도 PER은 10배 중반?

넷플릭스와의 인연은 <동백꽃 필 무렵>부터 시작됐다. 애초에 넷플릭스가 선구매 하지 않았던 드라마였지만, 시청률의 추이를 보고 방영 중간에 넷플릭스가 구매해 간, 조금은 이례적인 방향이었다.

넷플릭스가 아마도 <라켓소년단>을 꽤 높은 단가에, 후하게 사주지 않았을까 추정하는 이유다. <라켓소년단> IP 수익 + 그 외 외주제작(BEP 소폭 이상)으로 세 자릿수 이익이 가능할까? 그렇다면 PER은 10배 중반에 불과하겠단다.

또한 동사는 지난 1/4 마포구 토지 관련 자산재평가 내용을 공시했다. 기존 장부가액 201억 원 → 2020/12/31 기준 446억 원으로 재평가됐다. 아무리 힘들어도 돈이 부족해서 콘텐츠 제작에 차질이 빚어지진 않겠다.

[표14] 2010년 이후 팬엔터테인먼트 라인업

| 연도 | 방송사 | 제목 | 형식 | 횟수(회) |
|------|-----|--------------|---------|-------|
| 2010 | SBS | 당당한 여자 | 일일드라마 | 105 |
| | SBS | 오! 마이 레이디 | 미니시리즈 | 16 |
| | MBC | 즐거운나의집 | 미니시리즈 | 16 |
| | SBS | 호박꽃순경 | 일일드라마 | 124 |
| 2011 | MBC | 짝패 | 특별기획드라마 | 32 |
| | SBS | 내게거짓말을해봐 | 미니시리즈 | 16 |
| | MBC | 불굴의여느리 | 일일드라마 | 113 |
| 2012 | MBC | 해를품은달 | 미니시리즈 | 20 |
| | MBN | 사랑도 돈이 되나요 | 특별기획드라마 | 20 |
| | KBS | 적도의남자 | 미니시리즈 | 20 |
| | KBS | 각시탈 | 미니시리즈 | 28 |
| | SBS | 내사랑 내비부인 | 주말드라마 | 51 |
| 2013 | MBC | 백년의유산 | 주말드라마 | 50 |
| | SBS | 열애 | 주말드라마 | 47 |
| 2014 | KBS | 골든크로스 | 미니시리즈 | 20 |
| | tvN | 갑동이 | 금토드라마 | 20 |
| | MBC | 마마 | 주말특별기획 | 24 |
| | MBC | 전설의마녀 | 주말특별기획 | 40 |
| 2015 | MBC | 킬미힐미 | 미니시리즈 | 20 |
| | SBS | 풍문으로 들었소 | 미니시리즈 | 30 |
| | MBC | 최고의연인 | 일일드라마 | 120 |
| 2016 | MBC | 결혼계약 | 주말특별기획 | 16 |
| | SBS | 닥터스 | 미니시리즈 | 20 |
| | KBS | 월계수양복점신사들 | 주말드라마 | 37 |
| 2017 | KBS | 월계수양복점신사들 | 주말드라마 | 17 |
| | SBS | 귓속말 | 미니시리즈 | 17 |
| | KBS | 이름없는여자 | 일일드라마 | 102 |
| | MBC | 병원선 | 미니시리즈 | 20 |
| | KBS | 쌈마이웨이 | 미니시리즈 | 16 |
| | SBS | 사랑의온도 | 미니시리즈 | 20 |
| | MBC | 데릴남편오작두 | 주말드라마 | 24 |
| 2019 | KBS | 왜그래풍상씨(공동제작) | 미니시리즈 | 20 |
| | KBS | 원손잡이아내 | 일일드라마 | 103 |
| | 채널A | 평일 오후 세시의 연인 | 미니시리즈 | 16 |
| | KBS | 동백꽃 필 무렵 | 미니시리즈 | 20 |
| | MBC | 두 번은 없다 | 주말드라마 | 36 |
| 2020 | tvN | 청춘기록 | 미니시리즈 | 16 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 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)

| 12월 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 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 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)

| 12월 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 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 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 |



Toei Animation (4816.JP)

신고가+PER 40배 = 한국의 중요한 선행지표

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

Not Rated

| | |
|-----------------------|--------------|
| 현재 주가(2/8, JPY) | 10,330 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액(백만 JPY) | 433,860 |
| 발행주식수(천주) | 42,000 |
| 52 주 최고가 / 최저가(JPY) | 10640 / 3645 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만 JPY) | 291.6 |

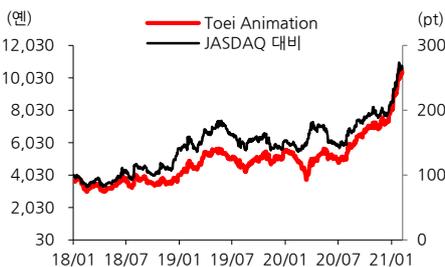
| | |
|-----|----------------|
| 거래소 | JASDAQ |
| 국가명 | JAPAN |
| 티커 | 4816 JP Equity |
| 산업 | 엔터테인먼트 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 28.2 | 45.7 | 87.8 | 101.5 |
| 상대수익률(JASDAQ) | 25.3 | 36.1 | 65.9 | 84.3 |

(단위: 백만 엔, %, 배)

| 재무정보 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | FY 2020 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 40,747 | 45,992 | 55,701 | 54,819 |
| 영업이익 | 10,134 | 11,272 | 15,741 | 16,094 |
| EBITDA | 10,548 | 11,808 | 16,493 | 16,790 |
| 지배주주순이익 | 7,204 | 7,847 | 11,375 | 11,437 |
| EPS | 176.02 | 191.76 | 277.95 | 279.62 |
| 순차입금 | -25,217 | -28,177 | -34,258 | -39,782 |
| PER | 12.6 | 18.3 | 19.6 | 18.1 |
| PBR | 1.8 | 2.5 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 6.2 | 9.8 | 11.5 | 9.9 |
| 배당수익률 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| ROE | 14.7 | 14.5 | 18.4 | 16.1 |

주가 추이



일본 콘텐츠 산업의 BIC CYCLE 중 가장 큰 수혜 종목입니다.

신고파 돌파, 4Q20 호실적 기록

지난 1/25 일본 콘텐츠 1위 사업자인 Toei Animation 주가는 어느새 1만 엔, 시가총액 4,221억 엔(한화 4.5조 원)을 돌파했다. 지난 1/29 4Q20(일본 CY 3Q20) 실적이 발표됐다. 상세 실적 내용은 아직 미공개이지만, 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +6%, +23% 성장했다. 해외향 호실적이 주된 요인이 확실할 것이다.

일본 콘텐츠 산업의 BIC CYCLE 지속

우호적인 업황이 신고가의 원인이다. 2015년 넷플릭스와 아마존프라임 비디오의 연이은 일본 진출 → 아이치이 등 중국 OTT의 일본 애니메이션 콘텐츠 구매 시작 → 2020년 하반기 디즈니플러스의 일본 런칭이 이어져 플랫폼 확대에 따른 수혜를 온전히 흡수하고 있기 때문이다.

① 해외 플랫폼이 생겨나기 시작한 2015년 이후 동사는 내수주 → 수출주로 거듭[그림51]났고, ② 전 지역 및 권역의 해외판권이 고르게 고성장[그림52]했으며, ③ 이에 따라 벌어들이는 분기 이익 체력[그림53]이 2015년 전과 후로 크게 달라졌다. 또한 ④ 동기간 BIG CYCLE을 시현한 일본 콘텐츠 제작사와 달리, 플랫폼 역할인 일본 방송사는 약세가 지속됐다. 뚜렷한 수혜 업종과 피해 업종을 증명[그림55,56]했다.

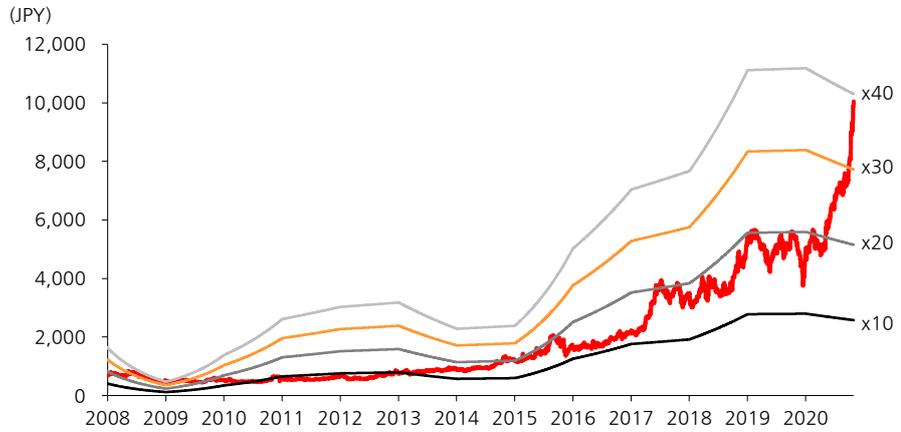
이러한 흐름은 코로나 질병이 변수였던 2020년에 더욱 극명한 차이를 나타냈다. 3Q20 기준 해외 매출 비중은 63%로 최대치를 기록했다. 꼭 짚어서 극장 판권은 남미에서, 핵심인 온라인 유통판권은 유럽과 중국에서 크게 성장한 결과다.

이제 시작되는 한국 콘텐츠 사이클의 중요한 선행지표

주가는 7년 째 신고가를 갱신 중이지만, 돈을 잘 번만큼 동사의 PER 밸류에이션은 야속하게도 늘 20배 근처에서 거래[그림49]돼왔다. 한국 콘텐츠가 유난히 비싸보이게끔 말이다. 그러나, 업황의 빠른 변화 속 수혜가 큰 동사는 이제서야 PER 40배로 리레이팅이 진행 중이다.

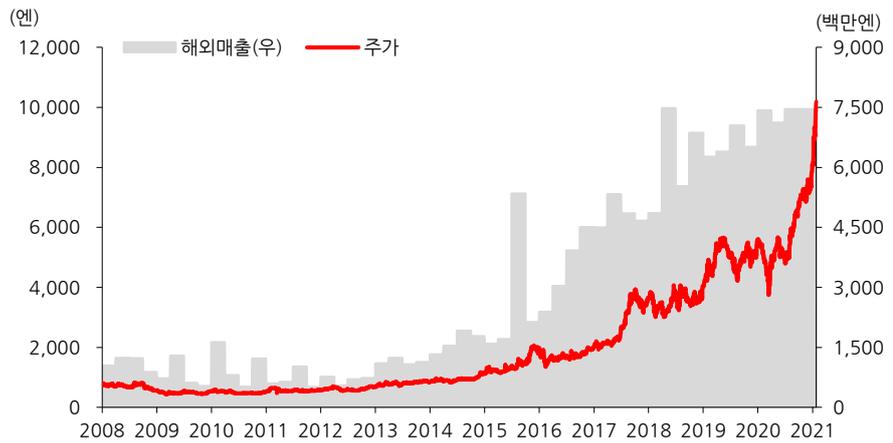
넷플릭스 이후 신규 사업자가 대거 한국에 유입되고 있는 만큼, 동사의 밸류에이션 재평가는 한국 엔터/콘텐츠 업종의 중요한 선행지표가 될 것이다.

[그림49] TOEI Animation의 PER 밸류에이션 차트



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

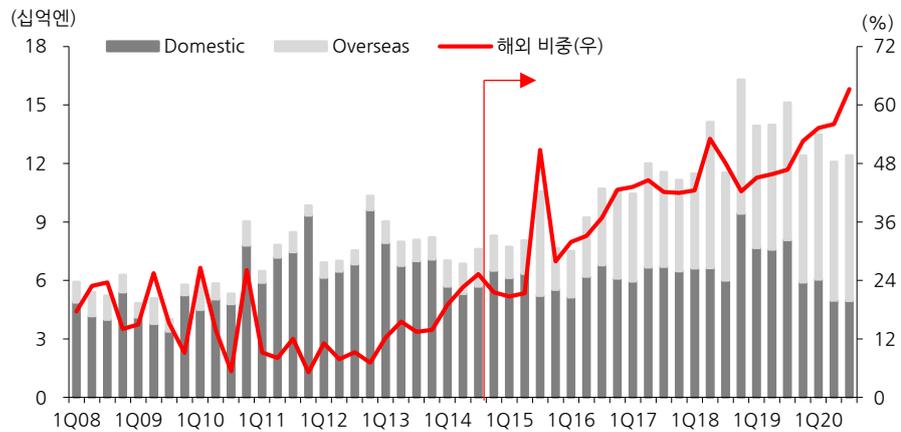
[그림50] TOEI Animation의 해외매출과 주가 동향



주: 2020년 4월 이후는 1Q20 해외 실적 반영

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

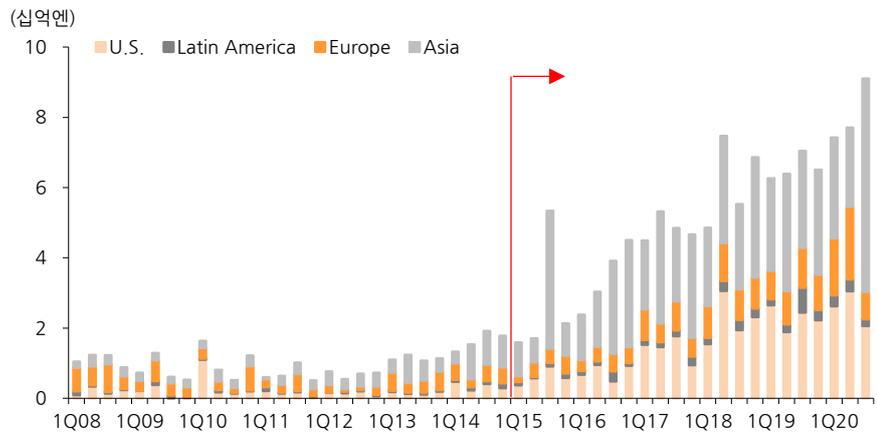
[그림51] TOEI Animation 내수 vs. 해외 매출 추이



주: 분기 시계열은 한국 CY 기준

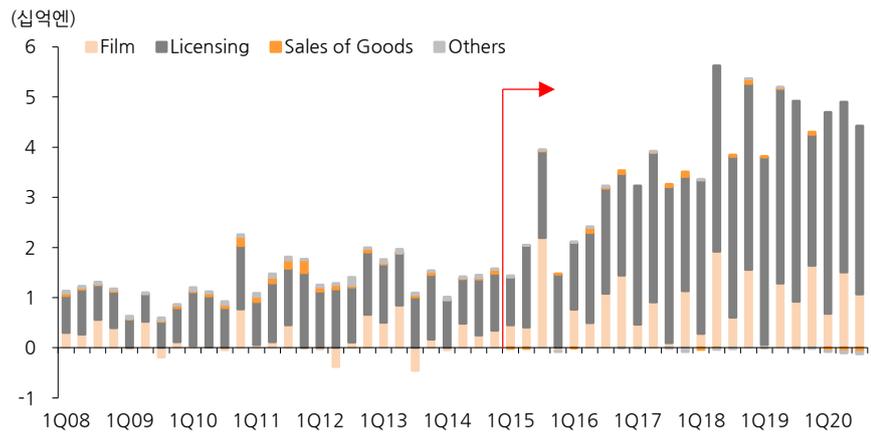
자료: TOEI Animation, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] TOEI Animation 지역별 수출 추이



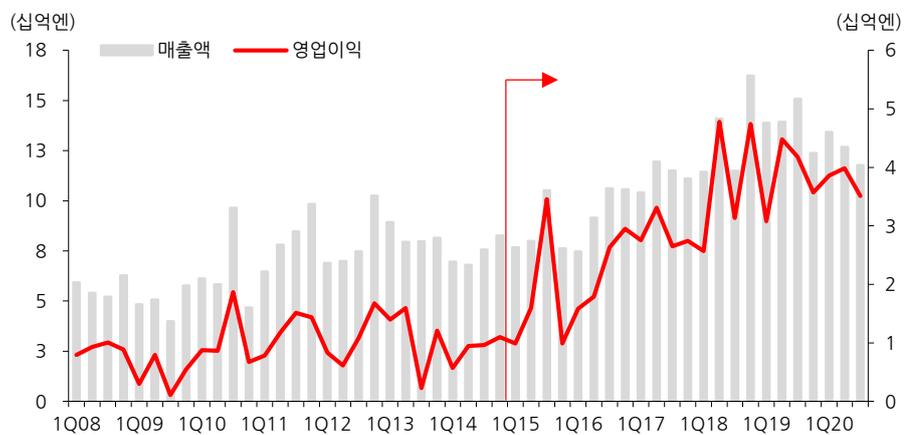
주: 분기 시계열은 한국 CY 기준
 자료: TOEI Animation, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] TOEI Animation 사업부문별 영업이익 추이



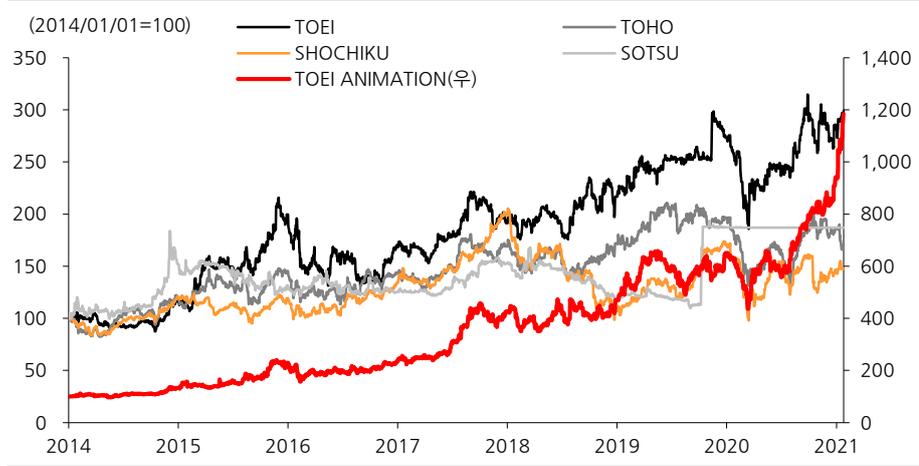
주: 분기 시계열은 한국 CY 기준
 자료: TOEI Animation, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] TOEI Animation 매출액 및 영업이익 추이



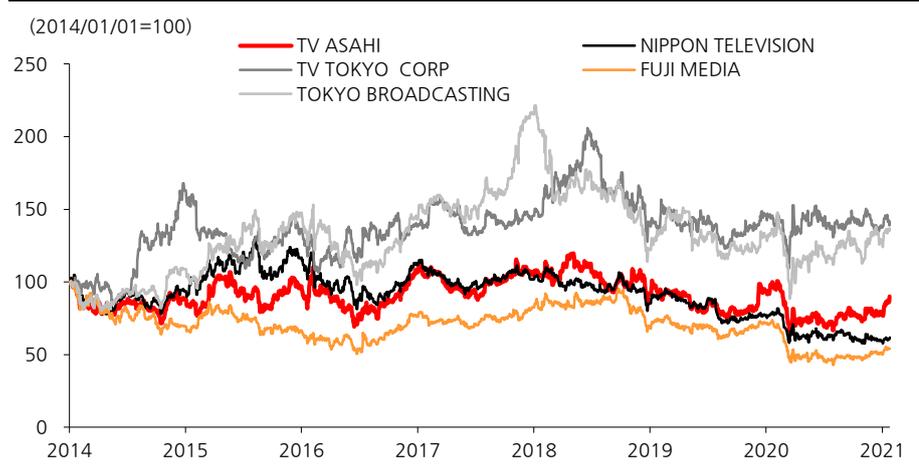
주: 분기 시계열은 한국 CY 기준
 자료: TOEI Animation, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 일본 콘텐츠 제작사의 주가 퍼포먼스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 일본 방송사의 주가 퍼포먼스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

빅히트 (352820)

처음 보는 딜



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 260,000원

| | |
|-----------------|--------------------|
| 현재 주가(2/8) | 245,500원 |
| 상승여력 | ▲5.9% |
| 시가총액 | 87,456억원 |
| 발행주식수 | 35,624천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 258,000 / 142,000원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 931.57억원 |
| 외국인 지분율 | 9.3% |
| 주주 구성 | |
| 방시혁 (외 1인) | 56.0% |
| 스틱인베스트먼트 (외 2인) | 8.1% |
| 빅히트엔터테인먼트우리스주 | 4.0% |

| | | | | |
|--------------|------|------|-----|------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 | 53.0 | 51.5 | N/A | N/A |
| 상대수익률(KOSPI) | 54.9 | 23.6 | N/A | N/A |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| | | | | |
|-----------|--------|------|-------|-------|
| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 301 | 587 | 612 | 1,198 |
| 영업이익 | 80 | 99 | 104 | 227 |
| EBITDA | 84 | 108 | 118 | 233 |
| 지배주주순이익 | -70 | 74 | 78 | 181 |
| EPS | N/A | N/A | 2,190 | 5,190 |
| 순차입금 | -78 | -148 | -182 | -274 |
| PER | N/A | N/A | 112.1 | 48.3 |
| PBR | N/A | N/A | 2.2 | 2.1 |
| EV/EBITDA | -0.9 | -1.4 | 56.0 | 35.9 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| ROE | -110.3 | 56.5 | 36.6 | 52.8 |

주가 추이



콘텐츠 시대입니다.

매우 흥미로운 딜

지난 1/27 매우 충격적인 엔터-플랫폼간의 계약이 발표됐다. ① 빅히트의 자회사인 비엔엑스가 네이버의 자체 플랫폼인 V LIVE 사업부를 양수 받고, ② 네이버는 4,118억 원을 투자해 비엔엑스 지분을 49%를 확보한다. 또한 ③ 빅히트는 와이지엔터의 자회사인 YG PLUS에 300억 원, 비엔엑스가 400억 원 등 총 700억 원을 투자한다. 이로써 빅히트와 비엔엑스는 YG PLUS 지분율을 7.7%, 10.2% 보유하게된다.

파격적인 이유는 플랫폼 업체가 플랫폼을 넘겼다는 데에 있다. 그간에는 자본과 현금이 풍부한 플랫폼 사업자가 콘텐츠를 ‘줍줍’하는 구조였다면, 이번 딜에서는 네이버가 직접 개발한 V LIVE 자체를 콘텐츠 전문회사인 빅히트에게 넘겼기 때문이다. 빅히트가 자체 플랫폼 ‘위버스’를 직접 개발한 이상 V LIVE에 입점할 가능성이 낮다. 따라서 메가 IP인 BTS를 데려오기 위해 그들의 DNA를 내어주되, V LIVE+위버스를 통합한 플랫폼을 운영하는 회사의 지분을 사들인 셈이다.

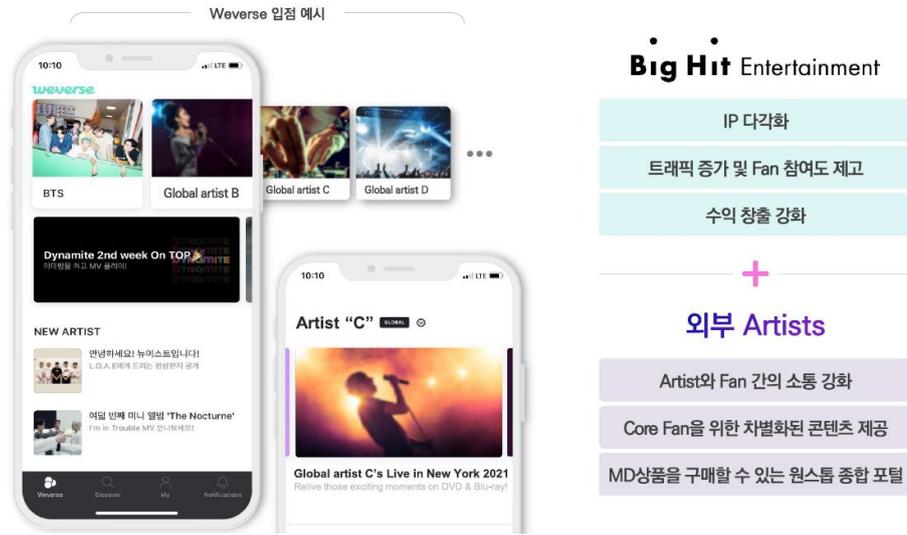
기대효과 네 가지

향후 ① V LIVE+위버스를 통합한 팬덤 플랫폼에는 빅히트뿐 아니라 와이지 소속 아티스트도 빠르게 입점할 전망이다. BTS와 블랙핑크, 빅뱅을 한 곳에서 볼 수 있는 것이다. ② 이 가수를 좋아해서 위버스에 가입한다면 가수와 관련한 1~10가지(SNS 소통, MD/앨범 구매, 콘서트 공연 예매 및 관람 등)의 모든 소비를 끝낼 수 있게 만들어져 있기 때문에 아티스트의 고마진 간접참여형 매출은 지속 확대될 전망이다.

③ 해외에서도 인지도 높은 한국 가수의 입점으로 글로벌 아티스트를 입점시키기 용이한 환경이다. 실제로 언론에서는 비엔엑스와 머라이어 캐리, 마룬5, 아리아나 그란데, 테일러 스위프트 등을 보유한 글로벌 3대 음반 제작사 유니버설뮤직그룹과의 합작을 보도 중이다.

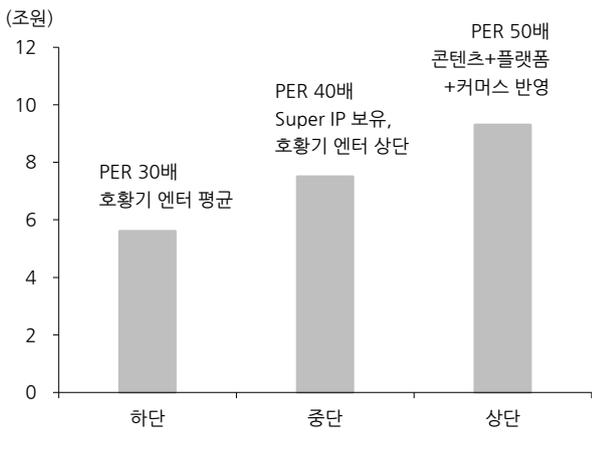
④ 이로써 빅히트는 타사 대비 높은 밸류에이션을 받을 수 있는 타당한 근거와 발판[그림58]을 마련했다. 하단 PER 30배~상단 50배 중 상단이 합리적이다. 4Q20 실적발표 후 조정을 통해 목표주가를 변경할 계획이다.

[그림57] 위버스 플랫폼 내 글로벌 아티스트 입점 예시



자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 빅히트 밸류에이션 변화에 따른 기업가치



자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 아티스트 직접 vs. 간접참여형 매출 추이

| (단위: 백만원) | 2018 | 2019 | 1H20 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|
| 아티스트 직접참여형 매출 | 207,455 | 319,484 | 153,456 |
| - 앨범매출 | 105,399 | 108,327 | 132,937 |
| - 공연매출 | 87,743 | 191,087 | 1,513 |
| - 기타매니지먼트 매출 | 14,312 | 20,070 | 19,006 |
| 아티스트 간접참여형 매출 | 93,917 | 267,741 | 140,540 |
| - MD 및 라이선스매출 | 51,258 | 168,239 | 89,946 |
| - 콘텐츠매출 | 33,485 | 78,044 | 35,179 |
| - 기타매출 | 9,174 | 21,457 | 15,415 |
| 합계 | 301,372 | 587,224 | 293,996 |
| 직접참여형 비중(물리적) | 68.8% | 54.4% | 52.2% |
| 간접참여형 비중(회사기획력) | 31.2% | 45.6% | 47.8% |

자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 빅히트 vs. 네이버 플랫폼 현황

| 항목 | 빅히트엔터테인먼트 | 네이버 |
|-------|---|-----------------|
| 플랫폼 | 위버스(Weverse) | 브이 라이브(V LIVE) |
| MAU | 470만 명 | 3000만 명 |
| 활동 가수 | BTS, 세븐틴, 씨엘 등 | 블랙핑크, 엑소, 마마무 등 |
| 특징 | 1년 내 위버스+브이라이브 통합 예정, 통합 플랫폼은 위버스가 운영 통합 플랫폼에 유니버설 뮤직그룹 가수들 대거 입점 기대 | |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 92 | 301 | 587 | 612 | 1,198 |
| 매출총이익 | 42 | 111 | 202 | 276 | 487 |
| 영업이익 | 33 | 80 | 99 | 104 | 227 |
| EBITDA | 33 | 84 | 108 | 118 | 233 |
| 순이자손익 | 0 | -1 | -1 | 4 | 10 |
| 외화관련손익 | 0 | 1 | 3 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 세전계속사업손익 | 32 | -48 | 98 | 104 | 239 |
| 당기순이익 | 25 | -70 | 72 | 78 | 181 |
| 지배주주순이익 | 25 | -70 | 74 | 78 | 181 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 162.4 | 226.2 | 94.9 | 4.2 | 95.7 |
| 영업이익 | 213.5 | 145.6 | 23.5 | 5.4 | 118.1 |
| EBITDA | 203.2 | 152.1 | 28.8 | 9.1 | 98.0 |
| 순이익 | 172.7 | 적전 | 흑전 | 7.7 | 132.1 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 45.2 | 37.0 | 34.3 | 45.1 | 40.7 |
| 영업이익률 | 35.2 | 26.5 | 16.8 | 17.0 | 19.0 |
| EBITDA 이익률 | 36.0 | 27.8 | 18.4 | 19.3 | 19.5 |
| 세전이익률 | 34.2 | -16.1 | 16.8 | 17.0 | 20.0 |
| 순이익률 | 26.6 | -23.4 | 12.3 | 12.7 | 15.1 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 39 | 75 | 92 | 40 | 100 |
| 당기순이익 | 25 | -48 | 98 | 78 | 181 |
| 자산상각비 | 1 | 4 | 9 | 14 | 7 |
| 운전자본증감 | 11 | 3 | 5 | 16 | -57 |
| 매출채권 감소(증가) | -5 | -40 | -44 | 19 | -73 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | -6 | -8 | 3 | -9 |
| 매입채무 증가(감소) | 0 | 13 | 11 | -6 | 26 |
| 투자현금흐름 | -17 | -45 | 12 | -6 | -8 |
| 유형자산처분(취득) | -1 | -7 | -5 | -5 | -5 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | -7 | -2 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | -3 | 1 | 0 | 0 |
| 재무현금흐름 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 15 | 6 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 28 | 85 | 117 | 24 | 157 |
| (-)운전자본증가(감소) | -12 | -5 | -15 | 45 | 57 |
| (-)설비투자 | 1 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| (+)자산매각 | 0 | -7 | -2 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | 39 | 77 | 125 | -27 | 95 |
| (-)기타투자 | 16 | 31 | -8 | -61 | 3 |
| 잉여현금 | 22 | 46 | 133 | 34 | 91 |
| NOPLAT | 25 | 58 | 73 | 78 | 172 |
| (+) Dep | 1 | 4 | 9 | 14 | 7 |
| (-)운전자본투자 | -12 | -5 | -15 | 45 | 57 |
| (-)Capex | 1 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| OpFCF | 37 | 61 | 92 | 42 | 116 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 52 | 172 | 295 | 306 | 480 |
| 현금성자산 | 45 | 100 | 163 | 197 | 288 |
| 매출채권 | 7 | 51 | 96 | 77 | 150 |
| 재고자산 | 0 | 6 | 13 | 10 | 19 |
| 비유동자산 | 9 | 34 | 68 | 61 | 94 |
| 투자자산 | 7 | 19 | 34 | 36 | 70 |
| 유형자산 | 1 | 9 | 8 | 1 | 0 |
| 무형자산 | 0 | 6 | 26 | 25 | 24 |
| 자산총계 | 61 | 206 | 363 | 367 | 574 |
| 유동부채 | 19 | 105 | 175 | 107 | 132 |
| 매입채무 | 1 | 19 | 33 | 27 | 53 |
| 유동성이자부채 | 0 | 17 | 11 | 11 | 11 |
| 비유동부채 | 2 | 13 | 15 | 9 | 9 |
| 비유동이자부채 | 0 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 부채총계 | 21 | 118 | 189 | 116 | 142 |
| 자본금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자본잉여금 | 16 | 200 | 213 | 213 | 213 |
| 이익잉여금 | 24 | -116 | -42 | 36 | 217 |
| 자본조정 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 41 | 87 | 174 | 252 | 433 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | N/A | N/A | N/A | 2,190 | 5,190 |
| BPS | N/A | 18,408 | 18,508 | 19,000 | 19,840 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | N/A | N/A | N/A | 14,379 | 93,799 |
| ROA(%) | 61.2 | -52.8 | 26.0 | 21.4 | 38.5 |
| ROE(%) | 87.6 | -110.3 | 56.5 | 36.6 | 52.8 |
| ROIC(%) | N/A | N/A | 509.6 | 174.6 | 155.6 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | N/A | N/A | N/A | 112.1 | 48.3 |
| PBR | N/A | N/A | N/A | 2.2 | 2.1 |
| PSR | N/A | N/A | N/A | 0.5 | 0.3 |
| PCR | N/A | N/A | N/A | 13.9 | 2.6 |
| EV/EBITDA | -1.3 | -0.9 | -1.4 | 56.0 | 35.9 |
| 배당수익률 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 51.0 | 135.5 | 109.2 | 46.1 | 32.8 |
| Net debt/Equity | -110.9 | -89.7 | -85.6 | -72.5 | -63.3 |
| Net debt/EBITDA | -135.0 | -93.3 | -137.4 | -154.7 | -117.3 |
| 유동비율 | 274.8 | 162.8 | 168.8 | 286.9 | 362.5 |
| 이자보상배율(배) | N/A | 50.1 | 78.3 | 21.2 | 113.5 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | -12.7 | 4.6 | 10.3 | 22.3 | 30.1 |
| 현금+투자자산 | 112.7 | 95.4 | 89.7 | 77.7 | 69.9 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | N/A | 19.9 | 7.7 | 5.4 | 3.2 |
| 자기자본 | N/A | 80.1 | 92.3 | 94.6 | 96.8 |



와이지엔터테인먼트 (122870)

나도 이제 드라마 제작사

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 62,000원

| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(2/8) | 48,900원 |
| 상승여력 | ▲26.8% |
| 시가총액 | 9,005억원 |
| 발행주식수 | 18,415천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 58,700 / 19,450원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 221.22억원 |
| 외국인 지분율 | 13.7% |
| 주주 구성 | |
| 양현석 (외 8 인) | 32.4% |
| 네이버 (외 1 인) | 9.1% |
| 자사주 (외 1 인) | 0.8% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 8.4 | 15.1 | 11.3 | 44.2 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 11.2 | 0.2 | -0.8 | 1.4 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------|------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 269 | 264 | 241 | 308 |
| 영업이익 | 20 | 2 | 10 | 40 |
| EBITDA | 28 | 20 | 29 | 64 |
| 지배주주순이익 | 18 | -22 | 9 | 28 |
| EPS | 979 | -1,184 | 500 | 1,544 |
| 순차입금 | -60 | -69 | -96 | -101 |
| PER | 48.5 | -23.1 | 89.4 | 31.8 |
| PBR | 2.6 | 1.6 | 2.3 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 29.0 | 21.5 | 25.0 | 12.6 |
| 배당수익률 | 0.3 | N/A | N/A | 0.3 |
| ROE | 5.1 | -6.2 | 2.7 | 7.8 |

주가 추이



올해는 핵심 아티스트 풀가동에 따른 실적 성장뿐 아니라 플랫폼 협업 강화, 드라마 제작사업에 대한 청사진도 유효합니다.

2021년 블랙핑크+트레저+대표 아티스트

동사는 올해 높은 실적 성장이 예고된다. 아직 코로나가 멈추지 않아 오프라인 콘서트는 작년과 같이 크게 기대하기 어렵겠으나, 고마진 IP 분야에서 성과가 좋은 핵심그룹이 풀가동되기 때문이다.

글로벌 블랙핑크(트래픽→팬덤 진화)의 성장, 트레저 국내 및 일본 안착, 대표 아티스트 컴백(4인조 빅뱅 or 지드래곤 솔로)이 맞물려있다. 이미 IP 기준 매출액은 3Q20=2Q17 비슷한 수준이다. 신인 그룹의 실적 기여도가 가파르게 올라오고 있는 가운데, 기존 핵심 그룹이 추가된다면 시가총액 레벨, 실적 방향, 아티스트 모멘텀이 가장 강할 것이다.

플랫폼 결합의 한 축

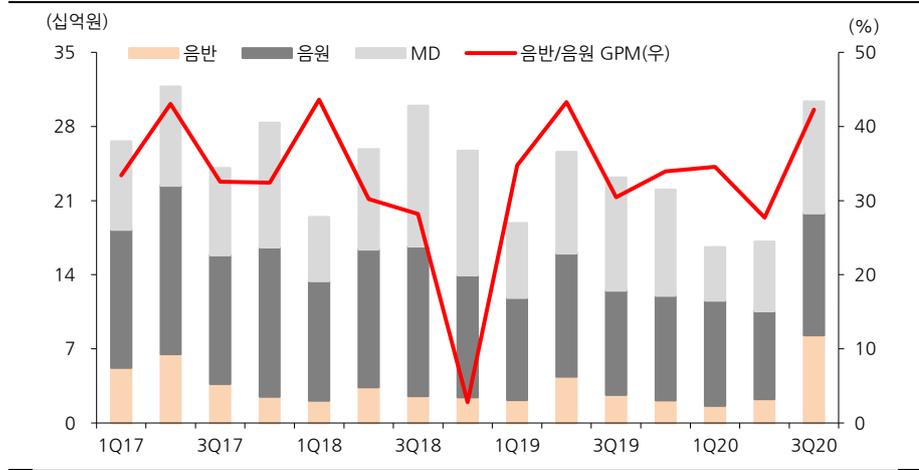
지난 1/27 네이버가 빅히트와 협업하면서 앞으로 플랫폼과의 결합은 한층 강화될 전망이다. 네이버가 V LIVE를 빅히트의 플랫폼 운영 자회사인 위버스에게 양도했고, 향후 위버스는 V LIVE + 위버스를 통합할 계획이다. 또한 MD 제작, 음반/음원유통을 담당하는 동사의 주요 자회사인 YG PLUS가 빅히트의 물량까지 캡티브로 가져오게 됐다.

향후 ① 글로벌 인지도 높은 동사의 아티스트가 바로 위버스 플랫폼에 입점할 수 있고, ② YG PLUS는 가파른 실적이 더욱 자명해졌다. 이미 일본에서는 ③ 네이버 + 기존 엔터3사와의 협력이 진행돼왔다. 팬덤경제 결합 속 동사는 아티스트 인지도를 기반으로 한 축을 담당하는 주요 기획사로 성장할 것이다.

나도 드라마 제작사

또한 동사는 최근 재평가 중인 외주제작사 중 하나로 포함된다. 중국 IP를 원작으로 한 tvN <철인왕후>를 제작 중이고, 애플티비플러스의 오리진널 콘텐츠인 김지운 감독의 <알파로메오> 제작을 맡았기 때문이다. 수익구조, 시점에 대해서는 전혀 알려진바 없는 만큼 지켜봐야겠지만, 적어도 과거보다 드라마 제작산업현황이 매우 밝아졌다는 점에서 향후 드라마 부문 실적에 대한 기업가치 반영이 필요할 것 같다.

[그림59] 와이지엔터테인먼트 IP 매출액 추이



자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 애플티비플러스 오리지널 콘텐츠 <알파로메오(구 <미스터로빈>>

| 드라마 <알파로메오> | 항목 | 내용 |
|--|-------|--|
|  | 줄거리 | 천재적인 뇌과학자가 죽은 사람의 뇌 속에 접속하며 겪게 되는 일을 그린 메디컬 미스터리 |
| | 원작 | 홍작가의 <닥터 브레인> 웹툰 |
| | 편성 | 애플티비플러스 |
| | 구성 | 6부작 |
| | 외주제작사 | 와이지스튜디오플렉스, 51% |
| | 감독 | 김지운 |
| | 한국 배우 | 이선균, 유태오, 이유영, 서지혜 등 |

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 350 | 269 | 264 | 241 | 308 |
| 매출총이익 | 101 | 90 | 80 | 85 | 117 |
| 영업이익 | 25 | 20 | 2 | 10 | 40 |
| EBITDA | 35 | 28 | 20 | 29 | 64 |
| 순이자손익 | 7 | 5 | 2 | 2 | 7 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 2 | -1 | 1 | -1 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 30 | 37 | -2 | 21 | 47 |
| 당기순이익 | 12 | 16 | -25 | 7 | 35 |
| 지배주주순이익 | 18 | 18 | -22 | 9 | 28 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 8.7 | -23.1 | -1.7 | -9.0 | 27.8 |
| 영업이익 | -21.1 | -21.8 | -89.7 | 391.9 | 296.7 |
| EBITDA | -9.8 | -21.5 | -28.2 | 46.3 | 119.0 |
| 순이익 | -15.5 | 33.9 | 적전 | 흑전 | 433.5 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 28.8 | 33.5 | 30.4 | 35.2 | 38.2 |
| 영업이익률 | 7.2 | 7.3 | 0.8 | 4.1 | 12.8 |
| EBITDA 이익률 | 10.1 | 10.3 | 7.5 | 12.1 | 20.7 |
| 세전이익률 | 8.6 | 13.9 | -0.8 | 8.6 | 15.2 |
| 순이익률 | 3.4 | 5.9 | -9.3 | 2.8 | 11.5 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 22 | 22 | 60 | 22 | 50 |
| 당기순이익 | 12 | 25 | -14 | 11 | 35 |
| 자산상각비 | 10 | 8 | 18 | 19 | 24 |
| 운전자본증감 | -7 | -2 | 43 | 3 | -3 |
| 매출채권 감소(증가) | -12 | 14 | 6 | -5 | -4 |
| 재고자산 감소(증가) | -4 | -9 | 4 | -9 | -5 |
| 매입채무 증가(감소) | 2 | -2 | 3 | 3 | 5 |
| 투자현금흐름 | -54 | -66 | 12 | -3 | -48 |
| 유형자산처분(취득) | -30 | -23 | -40 | -36 | -40 |
| 무형자산 감소(증가) | -5 | -2 | 1 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | 32 | -11 | 71 | 29 | -3 |
| 재무현금흐름 | 71 | 1 | -83 | -8 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 8 | 5 | -76 | -2 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 46 | -3 | -3 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -4 | -3 | -3 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 43 | 34 | 28 | 20 | 53 |
| (-)운전자본증가(감소) | 9 | 13 | -31 | -1 | 3 |
| (-)설비투자 | 30 | 23 | 41 | 36 | 40 |
| (+)자산매각 | -5 | -2 | 1 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | -2 | -4 | 19 | -15 | 10 |
| (-)기타투자 | 48 | 19 | 8 | -6 | 5 |
| 잉여현금 | -50 | -23 | 12 | -9 | 5 |
| NOPLAT | 10 | 13 | 1 | 5 | 30 |
| (+) Dep | 10 | 8 | 18 | 19 | 24 |
| (-)운전자본투자 | 9 | 13 | -31 | -1 | 3 |
| (-)Capex | 30 | 23 | 41 | 36 | 40 |
| OpFCF | -19 | -15 | 10 | -10 | 12 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------|------|------|------|-------|-------|
| 유동자산 | 307 | 233 | 160 | 204 | 219 |
| 현금성자산 | 219 | 144 | 99 | 126 | 131 |
| 매출채권 | 40 | 30 | 19 | 26 | 30 |
| 재고자산 | 18 | 23 | 16 | 28 | 33 |
| 비유동자산 | 276 | 362 | 356 | 334 | 354 |
| 투자자산 | 127 | 196 | 154 | 116 | 120 |
| 유형자산 | 87 | 105 | 149 | 168 | 187 |
| 무형자산 | 63 | 61 | 52 | 50 | 47 |
| 자산총계 | 584 | 594 | 516 | 537 | 573 |
| 유동부채 | 73 | 63 | 77 | 92 | 100 |
| 매입채무 | 47 | 32 | 33 | 33 | 38 |
| 유동성이자부채 | 2 | 3 | 13 | 11 | 11 |
| 비유동부채 | 78 | 82 | 18 | 20 | 20 |
| 비유동이자부채 | 75 | 80 | 17 | 19 | 19 |
| 부채총계 | 151 | 145 | 95 | 112 | 120 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 209 | 209 | 210 | 217 | 217 |
| 이익잉여금 | 124 | 140 | 115 | 124 | 153 |
| 자본조정 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 432 | 449 | 422 | 425 | 454 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 1,007 | 979 | -1,184 | 500 | 1,544 |
| BPS | 17,539 | 18,407 | 17,221 | 19,052 | 20,596 |
| DPS | 150 | 150 | 0 | 0 | 150 |
| CFPS | 2,429 | 1,858 | 1,513 | 1,100 | 2,866 |
| ROA(%) | 3.3 | 3.0 | -3.9 | 1.7 | 5.1 |
| ROE(%) | 5.7 | 5.1 | -6.2 | 2.7 | 7.8 |
| ROIC(%) | 6.4 | 4.8 | 0.4 | 1.7 | 9.4 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 28.6 | 48.5 | -23.1 | 89.4 | 31.8 |
| PBR | 1.6 | 2.6 | 1.6 | 2.3 | 2.4 |
| PSR | 1.5 | 3.2 | 1.9 | 3.4 | 2.9 |
| PCR | 11.9 | 25.6 | 18.1 | 40.6 | 17.1 |
| EV/EBITDA | 10.8 | 29.0 | 21.5 | 25.0 | 12.6 |
| 배당수익률 | 0.5 | 0.3 | N/A | N/A | 0.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 35.1 | 32.2 | 22.5 | 26.4 | 26.4 |
| Net debt/Equity | -32.9 | -13.4 | -16.3 | -22.5 | -22.2 |
| Net debt/EBITDA | -402.1 | -216.7 | -345.0 | -328.9 | -158.0 |
| 유동비율 | 419.4 | 371.2 | 209.3 | 221.4 | 219.9 |
| 이자보상배율(배) | 14.6 | 10.3 | 1.0 | 2.5 | 3.0 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 35.7 | 51.7 | 56.5 | 56.0 | 56.8 |
| 현금+투자자산 | 64.3 | 48.3 | 43.5 | 44.0 | 43.2 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 15.1 | 15.7 | 6.6 | 6.6 | 6.2 |
| 자기자본 | 84.9 | 84.3 | 93.4 | 93.4 | 93.8 |

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 2월 9일)

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 3 자에게 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2019.03.08 | 2019.05.03 | 2019.05.10 | 2019.05.17 | 2019.08.16 | 2019.09.20 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표 가격 | 120,000 | 120,000 | 120,000 | 120,000 | 85,000 | 85,000 |
| 일 시 | 2019.09.24 | 2019.11.08 | 2019.11.18 | 2020.01.31 | 2020.02.14 | 2020.02.20 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표 가격 | 85,000 | 85,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 |
| 일 시 | 2020.03.20 | 2020.04.06 | 2020.05.28 | 2020.06.12 | 2020.06.17 | 2020.06.25 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표 가격 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 |
| 일 시 | 2020.07.07 | 2020.08.07 | 2020.09.23 | 2020.10.08 | 2020.10.29 | 2020.11.06 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표 가격 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 | 105,000 |
| 일 시 | 2020.11.17 | 2020.11.30 | 2021.02.09 | | | |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | | | |
| 목표 가격 | 105,000 | 105,000 | 115,000 | | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|-------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.03.08 | Buy | 120,000 | -35.10 | -18.92 |
| 2019.08.16 | Buy | 85,000 | -19.31 | -5.76 |
| 2019.11.18 | Buy | 105,000 | -22.81 | -11.90 |
| 2020.11.30 | Buy | 105,000 | -10.41 | 4.00 |
| 2021.02.09 | Buy | 115,000 | | |

[제이콘텐츠리 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

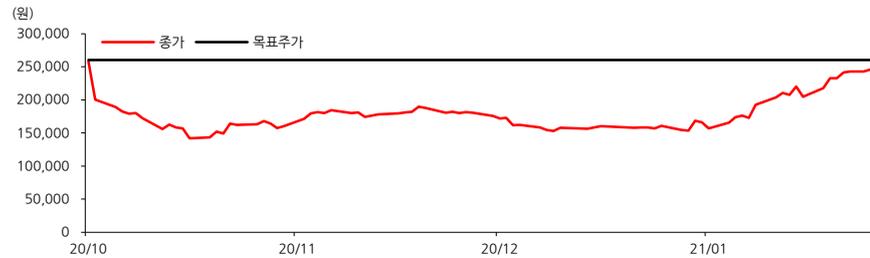
| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2019.03.08 | 2019.05.03 | 2019.05.10 | 2019.08.16 | 2020.02.20 | 2020.05.28 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 70,000 | 70,000 | 70,000 | 50,000 | 50,000 | 41,000 |
| 일 시 | 2020.08.25 | 2020.09.23 | 2020.10.30 | 2020.11.06 | 2020.11.17 | 2021.02.09 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 41,000 | 41,000 | 41,000 | 41,000 | 41,000 | 48,000 |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.03.08 | Buy | 70,000 | -29.45 | -17.29 |
| 2019.08.16 | Buy | 50,000 | -28.74 | -12.90 |
| 2020.05.28 | Buy | 41,000 | -24.09 | 10.98 |
| 2021.02.09 | Buy | 48,000 | | |

[빅히트 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

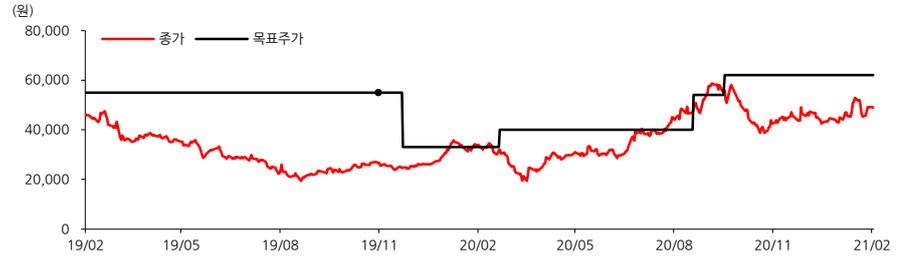
| | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2020.09.11 | 2020.10.15 | 2020.11.16 | 2020.11.17 | 2021.02.09 |
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 지인해 | 260,000 | 260,000 | 260,000 | 260,000 |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2020.10.15 | Buy | 260,000 | | |

[와이즈엔터테인먼트 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2019.03.25 | 2019.04.05 | 2019.05.03 | 2019.05.16 | 2019.11.29 | 2020.01.06 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 55,000 | 55,000 | 55,000 | 55,000 | 33,000 | 33,000 |
| 일 시 | 2020.02.27 | 2020.03.16 | 2020.05.28 | 2020.07.22 | 2020.08.25 | 2020.09.11 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 54,000 | 54,000 |
| 일 시 | 2020.09.17 | 2020.09.23 | 2020.11.17 | 2021.02.09 | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | | |
| 목표가격 | 54,000 | 62,000 | 62,000 | 62,000 | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.11.29 | Buy | 33,000 | -8.56 | 8.48 |
| 2020.02.27 | Buy | 40,000 | -18.40 | 23.25 |
| 2020.08.25 | Buy | 54,000 | 0.05 | 8.70 |
| 2020.09.23 | Buy | 62,000 | | |

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 12월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |