



키이스트 (054780)

유사한 방향성 + α

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

Not Rated

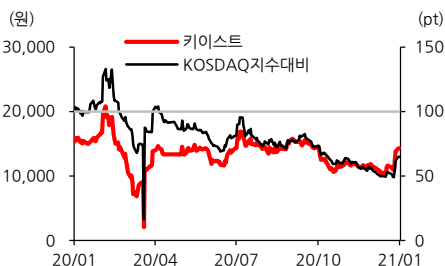
현재 주가(1/13)	14,500원
상승여력	-
시가총액	2,475억원
발행주식수	17,071천주
52 주 최고가 / 최저가	20,814 / 2,060원
90 일 일평균 거래대금	34.53억원
외국인 지분율	11.1%
주주 구성	
에스엠 (외 7 인)	31.8%
김영민 (외 1 인)	0.1%
김덕우 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.4	0.0	1.0	-5.6
상대수익률(KOSDAQ)	16.9	-12.3	-24.3	-49.7

(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	-	-	-	-
ROE	-13.1	-2.2	-16.5	-17.4

주가 추이



리레이팅이 반영되고 있는 외주제작사 중 가장 덜 오른 종목입니다.

공통점 두가지에 부합

외주제작사의 재평가가 지속(2020/09/28, 10/08, 11/18, 12/09, 12/16, 2021/01/06 보고서 참고)되는 가운데, 에이스토리, 팬엔터, NEW에 이어 키이스트를 업데이트한 자료다. 동사 역시 ① 2021년 제작편수 증가, ② 비즈니스모델 진화(외주제작 → IP 보유) 등 두가지 투자포인트가 동일했는데, 오히려 한가지 플러스 알파 요소가 더 존재했다.

아직 100% 확정 단계는 아니지만, ① 연평균 1.8편 제작캐파[그림1] → 2021년 5~6편으로 늘어날 것으로 파악된다. 전반적인 '드라마 제작 수요 증가'라는 산업 수혜[그림3]를 똑같이 적용받고 있다는 의미다. 과거 드라마 제작사업의 손익 변동성은 사계절 매출처 확보, 규모의 경제 시험, 고정비 커버 여력 확대로 완화될 전망이다.

② 그 중 한 작품은 IP 수익모델로 제작된다. 에이스토리의 <지리산>, 팬엔터의 <라켓소년단>과 같은 맥락이다. 이미 동사는 작년 <하이어나>를 통해 첫 IP 드라마를 선보인 바 있는데, 이 수익의 상당부분이 반영된 1Q20에 호실적[그림2]을 기록했고, 결과적으로 제작비(약 130억 원 추정) 대비 SBS + 넷플릭스 글로벌 방영권, PPL + 협찬 등 부가 수입으로 25% 이상의 GPM을 달성했다. 참고로 올해 개발 중인 IP 보유 전략의 드라마는 <하이어나>보다 규모가 크다. 우호적인 전방산업 속, 기존 대비 해외판권가격 상승, 리콥비율 개선 등이 기대된다.

그리고 플러스 α

추가 사항은 ③ 글로벌 OTT향으로 독점 판매되는 오리지널 콘텐츠가 아주 큰 '텐트폴' 규모로 진행되고 있다는 점이다. 그 대상자는 공개되기 전이지만, 드라마는 이미 작년부터 언론보도를 탄 <일루미네이션>, 전세계가 열광하는 K-POP을 주제로 한 작품이다.

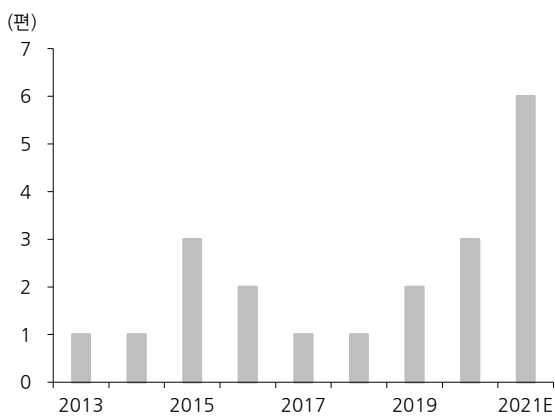
이미 동사는 작년 <보건교사 안은영>을 통해 넷플릭스향으로 오리지널 콘텐츠 제작을 방영한 바 있다. 어찌 보면 어느 외주제작사 대비 가장 먼저 [표1]의 세가지 수익모델을 전부 경험한 회사다. 그 당시 OPM이 10%였음을 감안하면 늘어나는 한국 콘텐츠 경쟁력 및 인지도 덕에 수익성 상승도 충분히 기대할 수 있겠다. 가장 덜 오른 외주제작사다.

[표1] 콘텐츠 제작사 수익 모델 비교

	(1) 한국 방송사의 외주제작사	(2) 글로벌 OTT의 외주제작사	(3) IP + 캡티브 채널 보유 제작사
기업	팬엔터테인먼트(068050), 삼화네트웍스(046390), NEW(160550), 초록밤(047820), 키이스트(054780), 화이브라더스(204630) 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 에이스토리(241840), 키이스트(054780)	스튜디오드래곤(253450), 케이콘텐츠(036420), 캡티브 채널 無, IP 전략 有: 키이스트, 에이스토리, 팬엔터테인먼트, NEW
수익모델			
수익모델	<ul style="list-style-type: none"> - 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식 - 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20% 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률 	<ul style="list-style-type: none"> - 원가 전부와 10~20%의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - 협찬&판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능 	<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 넷플릭스에 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"> - 구작+신작 IP 활용을 통한 부가수익 레버리지 - 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음
단점	- IP 축적 불가능, 비용 증가 우려로 제한적인 수익성	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가에 따른 수익성 저하

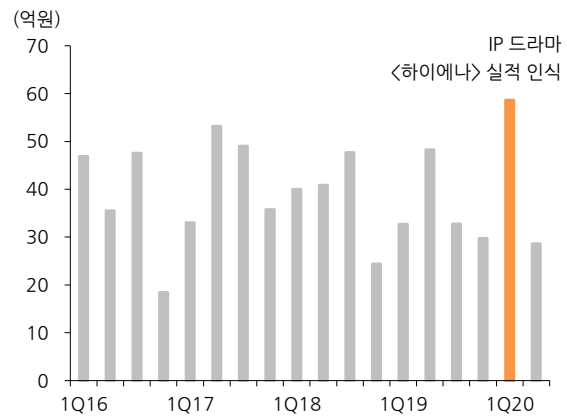
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 키이스트 연간 드라마 제작편수



자료: 키이스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 키이스트 매출총이익 추이



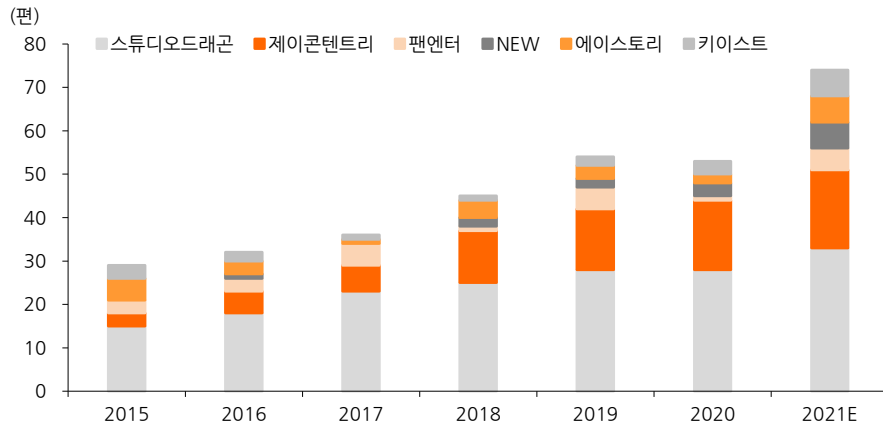
자료: 키이스트, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 키이스트 드라마 내역 추이

드라마 제목	채널	영업일자	연출	작가
칠전팔기 구해라	Mnet	2015.01.09 ~ 2015.03.27	김용범	정수현
밤을 걷는 선비	MBC	2015.07.08 ~ 2015.09.10	이성준	장현주
발칙하게 고고	KBS2	2015.10.05 ~ 2015.11.10	이은진	윤수정, 정찬미
피리 부는 사나이	tvN	2016.03.07 ~ 2016.04.26	김홍선	류용재
우리집에 사는 남자	KBS2	2016.10.24 ~ 2016.12.13	김정민	김은정
보이스	OCN	2017.01.14 ~ 2017.03.12	김홍선	마진원
밥 잘 사주는 예쁜 누나	JTBC	2018.03.30 ~ 2018.05.19	안판석	김은
보이스 시즌 2	OCN	2018.08.11 ~ 2018.09.16	이승영	마진원
보이스 시즌 3	OCN	2019.05.11 ~ 2019.06.30	남기훈	마진원
싸이코패스다이어리	tvN	2019.11.20 ~ 2020.01.09	이종재	류용재
하이에나	SBS	2020.02.11 ~ 2020.04.11	장태유	김루리
보건교사 안은영	Netflix	2020.09.25 공개	이경미	정세량
나의 위험한 아내	MBN	2020.10.05 ~ 2020.11.24	이형민	황다운

자료: 키이스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 드라마 제작사의 드라마 편수 추이



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

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

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

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

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	-	-	-	-	-
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	-	14.4	-	-
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

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 1월 14일)

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

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

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

[종목 투자등급]

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

[산업 투자이견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

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