

2022.9.30

미디어 산업분석 리포트



제작△ 생존 게임,
참가하시겠습니까?

미디어·엔터. 남효지, 3773-9288

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
남효지

hjn@sk.com
02-3773-9288

미디어

제작사 생존 게임, 참가 하시겠습니까?

- 넷플릭스, 11 월 저가형 광고 요금제 도입 준비 중. 가입자 이탈 방어, 지속 성장 가능한 스트리밍 모델로 진화하기 위함으로 해석
- 콘텐츠 투자 금액은 지속 늘어날 것이나 더 이상 모험적인 투자는 없을 것. 적절한 투자비를 집행해 흥행 가능성 높은 콘텐츠에 투자할 것
- 업황과 실적은 과거 어느 때보다 양호, 이익 성장을 견조한 스튜디오드래곤 선호

광고 요금제 출시를 앞당긴 넷플릭스

올해 넷플릭스는 서비스 시작 이래 처음으로 구독자 감소를 경험했다. 매출 비중의 75%를 차지하는 북미와 유럽 지역에서 매출 둔화가 나타나며 전체 실적에 영향을 미치고 있고, 이에 그 동안 미뤄왔던 광고형 요금제 출시를 올해 11 월로 앞당겼다. 이미 넷플릭스의 시청 점유율은 1 위, 타 OTT 와 중복 구독율도 높아 저가형 광고 요금 출시 시 이용률은 높을 것이다. 23 년 말까지 광고 요금제 가입자는 4,000 만명, 도입 전 대비 전체 매출은 약 6% 증가할 것으로 전망되고 있다. 광고 요금제 도입은 가입자 이탈을 방어하고, 지속 성장이 가능한 모델로 진화하기 위함으로 해석된다.

콘텐츠 투자비가 줄어든 것이란 걱정은 이제 그만

넷플릭스가 광고형 요금제를 출시한다고 해서 국내 제작사 입장에서 당장 크게 달라지는 점은 없다. 오히려 넷플릭스가 안정적인 광고 매출을 창출해 콘텐츠에 대한 투자가 지속적으로 집행할 것으로 예상되기 때문에 긍정적으로 해석된다. 글로벌 OTT 에 한국 콘텐츠가 매력적이라는 점은 의심의 여지가 없다. 다만 경쟁이 심화되고 있는 현재와 같은 시장 상황에서는 OTT 들이 흥행력이 인정되지 않은 작품에 큰 제작비를 투자하기 어렵다.

최근 1~2 년 우호적 업황에 힘입어 1 인 및 소형 제작사들이 우후죽순 생겨났다. 제작은 완료되었으나 방영이 미뤄지고 있어 소형 제작사들은 살아남기 힘들 수 있다. 결국 현금 여력이 충분하여 양질의 작품을 제작할 수 있는 제작사만 살아남을 것이고, 중대형 스튜디오들의 소형 제작사 인수 속도는 빨라질 것이다.

제작사 펀더멘털과 업황은 과거 어느 때보다 양호

넷플릭스 주가는 연초대비 63% 하락하며 P/E 23 배, EV/EBITDA 17 배로 하락했다. 그 동안 제작사들의 높은 밸류에이션을 넷플릭스가 지지해주고 있었으나 이제는 달리 생각해봐야할 필요가 있다. 점차 넷플릭스 의존도가 감소하고 있고, 판매 플랫폼 다변화로 신작에 대한 견조한 마진 수취와 더불어 구작 판매가 이뤄지며 제작사 이익에 긍정적인 역할을 한다. 스튜디오드래곤의 '23E, '24E 영업이익 성장률은 각각 26.9%, 28.7%, 영업이익률도 올해 14.2%→'23E 14.8%→'24E 15.4%로 꾸준히 개선되고 있다. 펀더멘털과 업황은 과거 어느 때보다 좋다. 꾸준한 관심이 필요하다.

Contents

1 넷플릭스의 저가형 광고 요금제 도입 영향	3
2. 콘텐츠 투자가 계속될 수 밖에 없는 이유	11
3. 결론 및 투자전략	18
4. 기업 분석	
스튜디오드래곤	22
콘텐츠리중앙	29
래몽래인	36
에이스토리	41

Compliance Notice

- 작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 9 월 30 일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 넷플릭스의 저가형 광고 요금제 도입 영향

(1) 넷플릭스의 계속되는 실적 성장세 둔화가 빚어낸 고민

넷플릭스의 스트리밍 서비스 가입자는 2.2 억명으로 정체된 상황이다. 구독 서비스 가입자가 올해 들어 2 개 분기 연속 감소하여 작년 말 대비 가입자가 117 만명 줄었다. 가입자 순감의 원인은 지정학적 이슈로 인한 러시아 지역 서비스 중단, 스트리밍 경쟁 심화로 인해 타 서비스로의 가입자 이전, 인플레이션 등의 매크로 요인 등을 꼽을 수 있다. 2Q22 실적 기준, 넷플릭스의 북미와 유럽 지역의 가입자 비중은 66.3%이고, 이 두 지역은 ARPPU도 높아 매출 비중은 무려 75.2%를 차지한다. 그러나 최근 구독료 인상으로 가입자 이탈이 일어나며 매출 성장세가 둔화되고 있다. 매출 성장률은 북미 지역 2Q21 13.9%→ 2Q22 9.4%, 유럽 지역은 2Q21 26.8%→ 2.4%로 크게 둔화되었다.

넷플릭스는 LATAM과 APAC 지역에서 가입자 성장은 여전히 높게 나타나고 있지만 매출 비중의 75%를 차지하는 북미와 유럽 지역에서의 매출 둔화는 전체 실적에 영향을 줄 수밖에 없다. 이에 넷플릭스는 올해 전체 인원의 2% 감축을 발표하는 등 비용 통제를 꾀하고 있지만 매출 정체와 이익 감소를 막기엔 역부족이다. 이에 그 동안 피해왔었던 광고형 요금제 출시를 고려하고 있다.

이미 여타 OTT들은 AVOD 서비스를 운영/준비하고 있다. Paramount의 Pluto TV는 올해 약 1.6 조원의 광고 매출을 올릴 것으로 예상되고, Fox가 2020년에 약 6,350억 원에 인수한 Tubi의 올해 광고 매출은 약 1.8 조원에 달할 전망이다. 아마존도 2019년에 자체 AVOD 'IMDb TV'(현재 Freevee)를 출시했다. Comcast도 2020년 Xumo를 인수했다.

예상보다 앞당겨 광고 요금제 출시를 준비하고 있는 넷플릭스

NEWS

Netflix to launch ad-supported tier with Microsoft in 2023

The streaming giant lost fewer subscribers than expected during the second quarter of 2022, and hopes that a new ad-supported tier will boost growth.

◆ WSJ NEWS EXCLUSIVE | BUSINESS

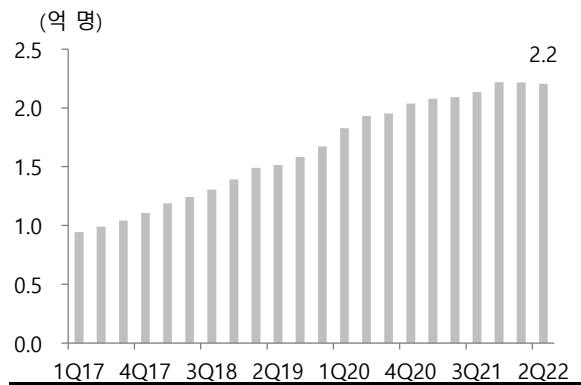
Netflix Estimates Ad-Supported Tier Will Reach 40 Million Viewers by Late 2023

Streaming giant shared projections for 'unique viewers' across a dozen launch markets with ad buyers

Netflix's cheaper ad tier could arrive earlier than expected

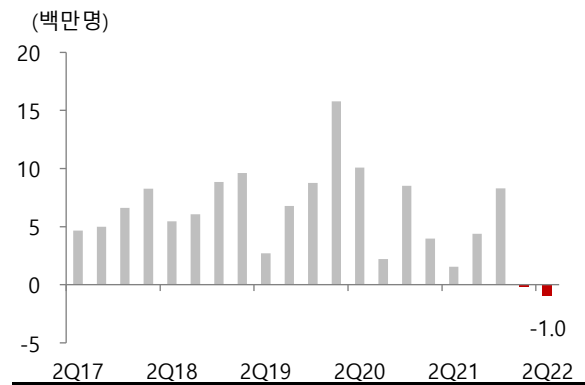
자료: 언론 보도, SK 증권

넷플릭스 글로벌 가입자 추이: 2억명 수준에서 정체 상황



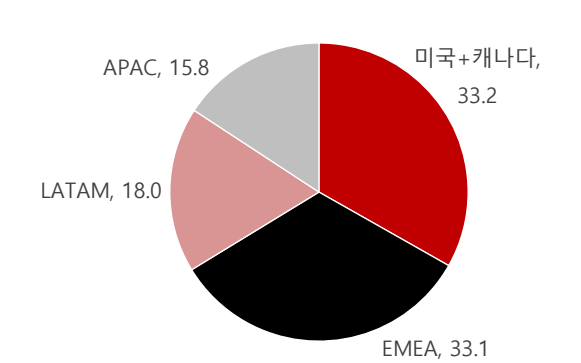
자료 : Netflix, SK 증권

가입자 순증 추이: 2개 분기 연속 감소



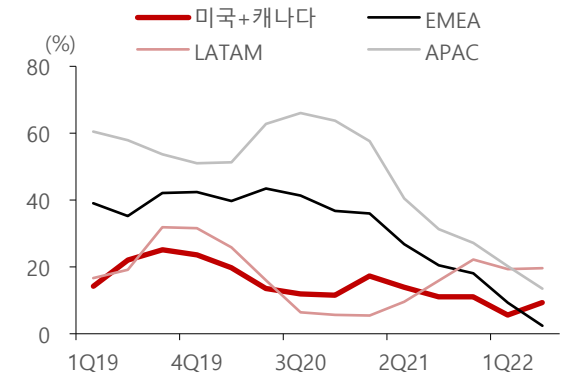
자료 : Netflix, SK 증권

지역별 가입자 비중: 북미/유럽 매출 비중이 약 66%



자료 : Netflix, SK 증권

지역별 매출 성장률 추이: 북미/유럽 매출 성장률 하락세 심함



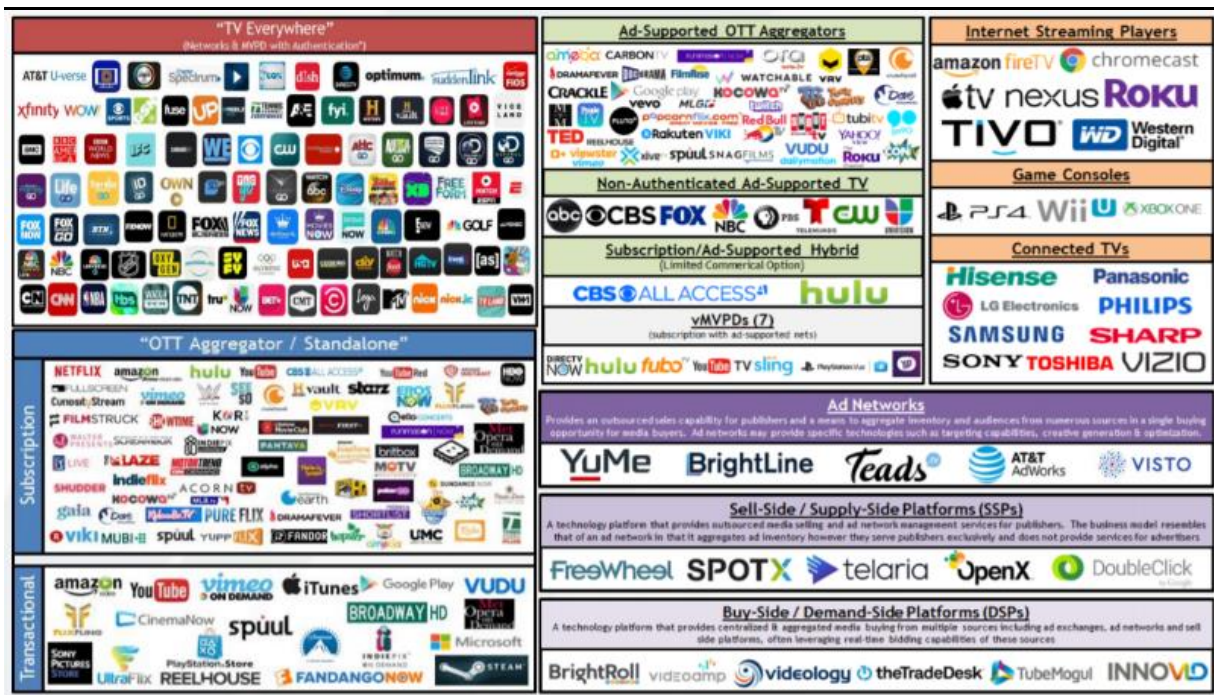
자료 : Netflix, SK 증권

(2) AVOD 서비스 부상

넷플릭스의 저가형 광고 요금제가 우선 출시될 국가 중 가입자가 가장 많은 미국을 보면 이미 AVOD 서비스는 안착되어 있다. 현재 미국에서는 데스크탑이나 모바일보다 CTV(Connected TV)에서 이용률이 높고 다른 기기에서의 이용보다 이용 시간의 증가가 가파른 상황이다. WiFi 지원 가구의 약 79%가 CTV에서 스트리밍 서비스를 이용하고 있고, 월 평균 스트리밍 서비스 이용 시간은 약 122 시간으로 21년 3월 대비 19% 증가한 수준이다.

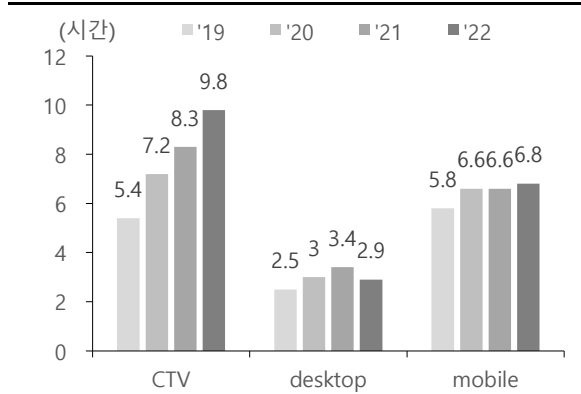
스트리밍 서비스가 많아지며 가구당 스트리밍 서비스 이용 개수도 '20년 4.7개 → '22년 5.4개로 증가했다. 구독료에 대한 부담이 높아지며 소비자들은 구독료 인상에 더욱 민감해졌고, 광고를 시청하더라도 요금 부담이 낮은 서비스에 대한 만족도가 높아지고 있다. 이에 올해 CTV로 시청하는 가구 수 중 광고형 스트리밍 서비스 가입자는 구독형 스트리밍 서비스 가입자의 수를 넘어섰다. '20년 대비 구독형 서비스의 가입자 성장률은 19.7%, 광고형 서비스의 가입자 성장률은 28.9%로 나타났다. 미국 전체 AVOD 시청자 수는 올해 약 1.4억명으로 전체 인구 수의 41.6%에서 2026년 약 1.7억명(전체 인구 수의 49.5%)까지 늘어날 것으로 전망되고 있다.

OTT 생태계: 이미 많은 업체들이 광고 도입 중



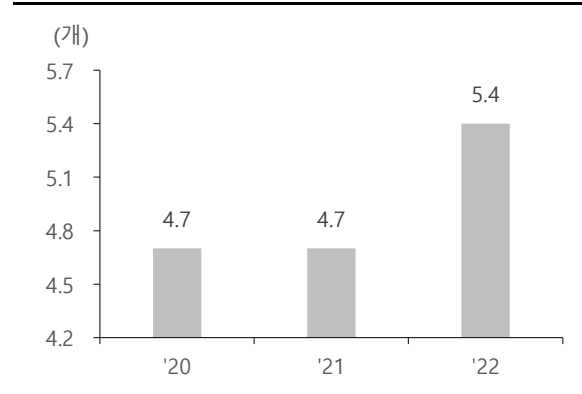
자료 : TheVAB, SK 증권

미국 CTV에서 스트리밍 서비스 이용 많음



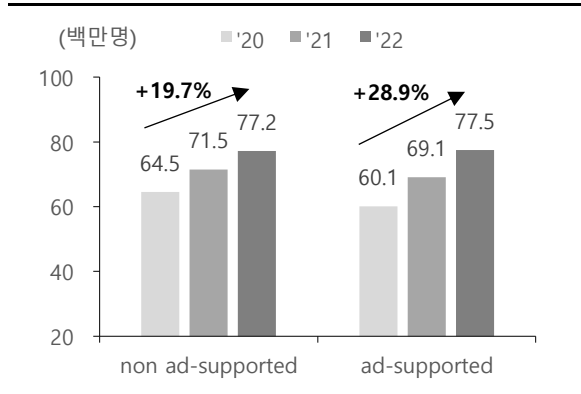
자료 : Comscore, SK 증권

가구당 스트리밍 서비스 이용 개 수



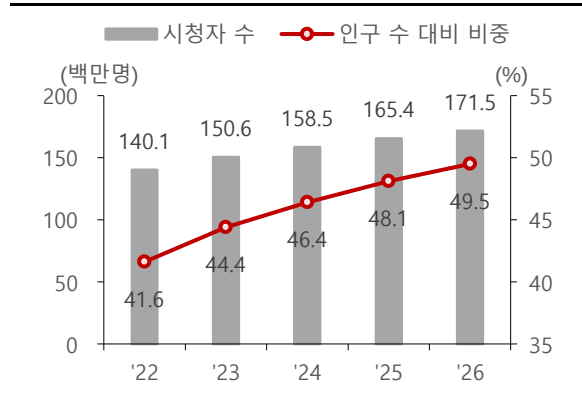
자료 : Comscore, SK 증권

CTV 내 광고형 스트리밍 서비스가 성장률 더 높게 나타남



자료 : Comscore, SK 증권

미국 AVOD 시청자 수 전망

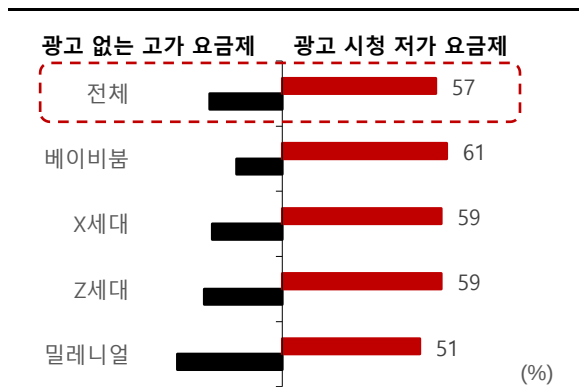


자료 : eMarketer, SK 증권

(3) 넷플릭스의 광고 모델이 성공할 수 있는 이유

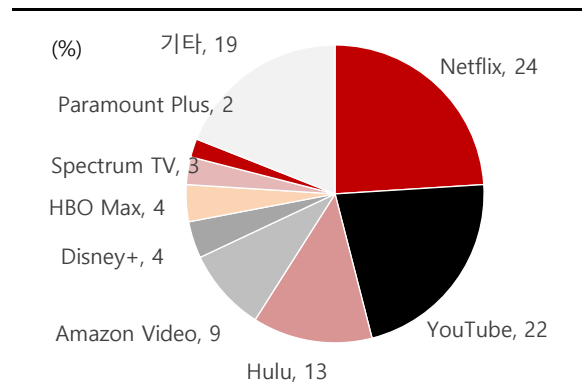
미국 한 조사기관이 시행한 세대별 OTT 광고 요금제 선호도에 대한 설문조사에 따르면 전 연령대에서 광고 없는 고가 요금제보다 광고를 시청하는 저가 요금제에 대한 선호도가 압도적으로 높게 나타났다. CTV에서 스트리밍되는 서비스 중 넷플릭스의 시청 시간 점유율은 24%로 가장 높았고, YouTube 22%, Hulu 13%를 기록했다. 시청 상위권에 있는 서비스 대부분이 광고형 요금제를 보유하고 있다. HBO Max, Disney+, Hulu, Paramount+, Peacock 등이 광고형 스트리밍 서비스로 제공하고 있고, 이 중 Peacock 과 Paramount+의 광고형 요금제 채택율은 각각 73%, 64% 수준이다. 넷플릭스와 중복 구독 이용률은 YouTube 67%, Amazon Video 66%, Hulu 52% 수준이고, 중복 이용률은 매년 상승하고 있다. 미국 내 가구당 평균 OTT 이용 개 수는 약 5개인데 이 중 넷플릭스는 대부분 이용하고 있다고 해석할 수 있다.

미국 세대별 OTT 광고 요금제 선호도



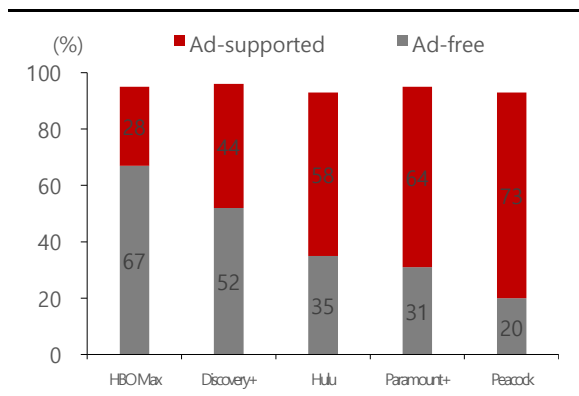
자료 : 언론 보도, SK 증권

넷플의 시청시간이 가장 많음



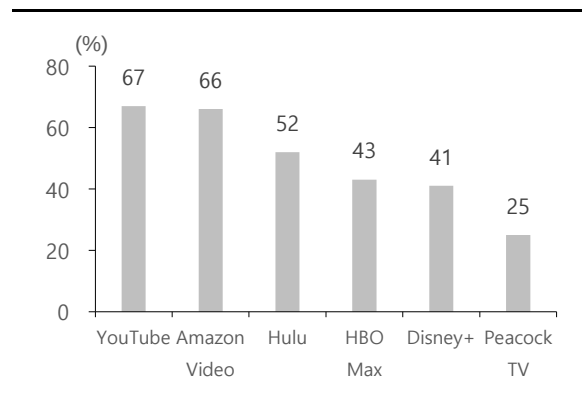
자료 : Comscore, SK 증권

광고형 스트리밍 서비스 채택율. 이미 다른애들도 하고 있음



자료 : Hub Research, SK 증권

넷플과 중복적으로 구독할 가능성 높음. 중복 구독률 높아짐



자료 : Comscore, SK 증권

넷플릭스의 미국 Standard 요금제가 \$15.99로 타 OTT 대비 상대적으로 높은 가격으로 형성되어 있음에도 불구하고 서비스 이용률은 여전히 높고 저가형 광고 요금제를 출시하면 이용률은 높아질 것으로 판단된다.

넷플릭스의 저가형 광고 요금제는 11/1 출시를 예정하고 있는 것으로 알려졌다. 광고 파트너사는 MS로 선정, 광고형 요금제를 처음 출시할 국가로는 프랑스, 독일, 이탈리아, 호주, 캐나다, 영국, 일본, 브라질, 멕시코, 한국 등 10여개국으로 예상된다. 현재 베이직, 스탠다드, 프리미엄 요금제가 각각 \$9.99, \$15.49, \$19.99로 형성되어 있는데 광고 요금제는 \$7~\$9에서 책정될 것으로 알려졌다.

위 10개국 시장을 대상으로 예상치를 집계한 결과 광고형 서비스 구독자 수는 올해 말 440만명(미국 110만명)에 달할 것으로 예상되고, 23년 말에는 4,000만명(미국 1,330만명)을 상회할 것으로 예측되고 있다. 도입 초기에는 광고를 붙일 수 있는 영상을 top 10 순위권 작품과 일부 장르로 제한, 콘텐츠 영상 1시간에 광고 4분을 삽입하는 방식으로 예상된다. 한 시청자당 1시간에 1회, 하루 3회로 광고 노출시간을 제한시켜 콘텐츠 시청에 방해가 되지 않도록 설정하고, 보통 케이블 TV가 시간당 10~20분 광고를 내보내는 것에 비교하면 상대적으로 적은 양으로 판단된다.

지역, 나이, 성별, 시간, 이용 행태 등 타겟팅 광고를 구현해 광고료는 시청자 1,000명당 65달러 수준으로 책정할 것으로 전망되고, 이는 업계 평균인 20달러보다 현저히 높은 수준이다. 그러나 넷플릭스는 그 동안 스트리밍 점유율 1위 업체로써 다양한 시청자들의 콘텐츠 시청 행태 데이터를 보유하고 있어 더욱 정교한 타겟팅 광고가 가능하다는 점에서 높은 광고료를 책정한 것으로 예상된다.

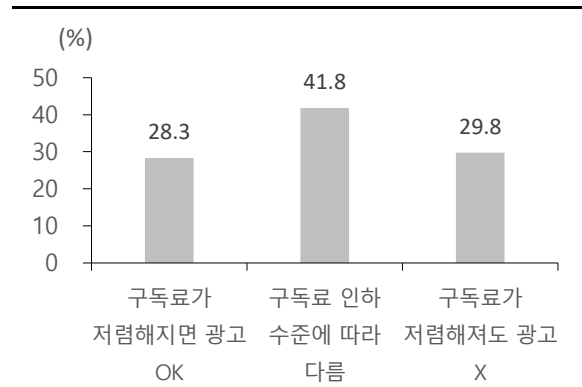
시장조사업체 Insider Intelligence에 따르면, Tubi, Pluto TV, Freevee, Xumo 등의 무료 스트리밍 서비스와 Hulu, HBO Max의 광고 포함 요금제 등을 포함한 AVoD 서비스의 올해 매출은 2020년의 2배 이상인 190억 달러(약 24.6조원)를 창출할 것으로 예상된다.

넷플릭스의 광고 기반 요금제 도입

시기	11월
한국 도입	미정, 일부 국가 도입 후 순차적 확장 계획
요금	7~8달러 수준 예상 (기존 standard 요금의 절반 수준)
광고 시간	1시간당 4분 (어린이 콘텐츠, 오리지널 시리즈에는 광고 x)

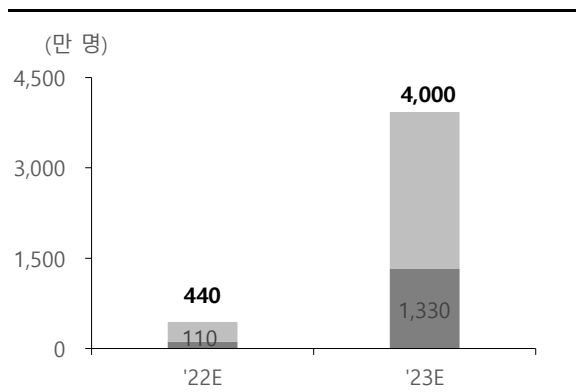
자료 : 언론 보도, SK 증권

구독료와 광고 시청



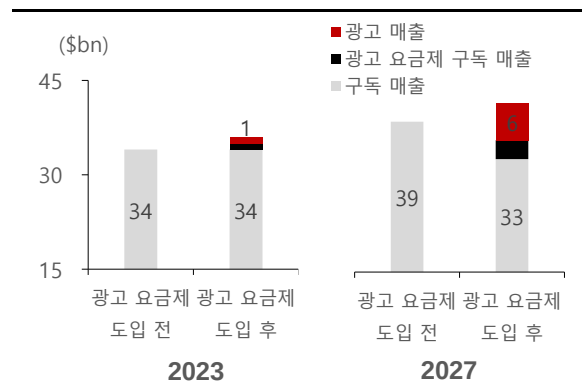
자료 : 언론 보도, SK 증권

넷플릭스의 광고 요금제 도입에 따른 가입자 전망



자료 : Netflix, SK 증권

광고 요금제 출시 전후 넷플릭스의 연간 매출액 비교

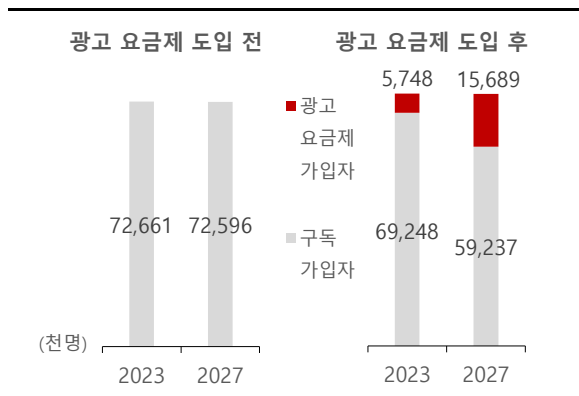


자료 : Ampere Markets, SK 증권

시장 조사 기관 Ampere Markets 에 따르면 넷플릭스가 광고 요금제 도입 후 북미 지역 가입자는 '23 년 575 만명, '24 년 1,569 만명이 광고 요금제에 가입할 것으로 예측했다. 2023~ 2027 년 지역별 광고 요금제 가입자 성장률은 APAC 지역이 가장 높은 17.6%, 서유럽 1.8%, LATAM 0.3%, 북미 -0.1%로 전망해 2027 년에는 광고형 요금제를 도입한 매출액 효과가 약 85 억 달러 수준이 될 것으로 예상된다.

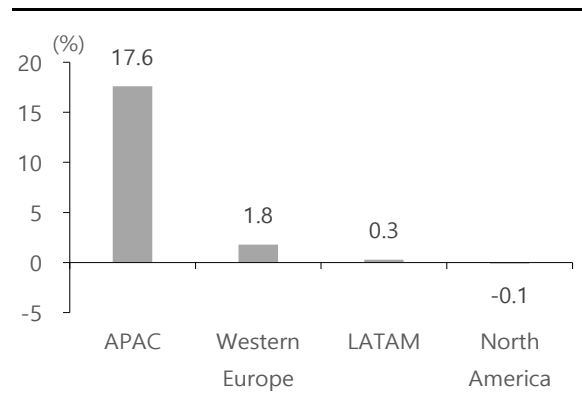
기존의 광고 없는 구독 매출은 감소하지만 저가형 광고 구독 매출이 더해지고 광고 매출이 창출되면 광고를 도입하기 이전보다 전체 매출은 '23E 약 5.9%, '27 년 약 7.7% 증가할 것으로 전망된다. 넷플릭스의 저가형 광고 요금제 도입은 당장 매출을 끌어올리는 역할을 하기보다는 가입자의 이탈을 방어하고, 지속 성장이 가능한 모델로 진화하기 위함으로 해석된다.

광고 요금제 출시 이후 넷플릭스 북미지역 가입자 믹스 전망



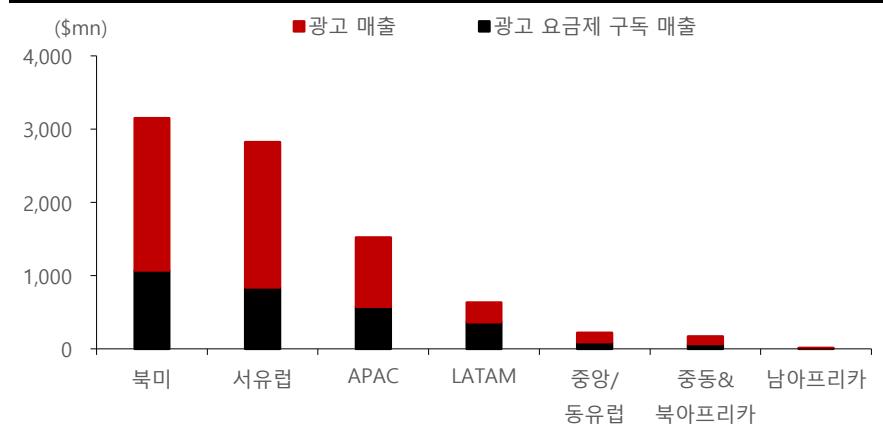
자료 : Ampere Markets, SK 증권

2023 ~ 2027 년 지역별 광고 요금제 가입자 성장 전망



자료 : Ampere Markets, SK 증권

광고 요금제 출시 이후 지역별 매출 전망 (2027)



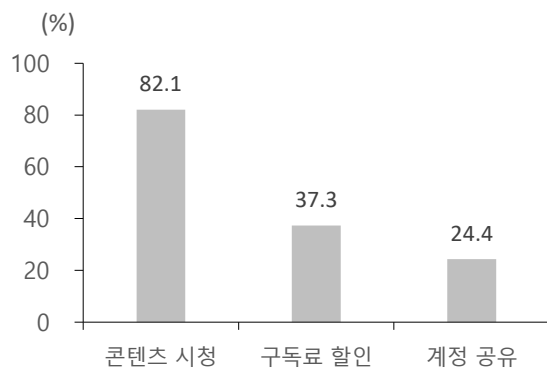
자료 : Ampere Markets, SK 증권

2. 콘텐츠 투자가 계속될 수 밖에 없는 이유

넷플릭스가 광고형 요금제를 출시한다고 해서 국내 제작사 입장에서 당장 크게 달라지는 점은 없다. 오히려 넷플릭스가 안정적인 광고 매출을 창출해 콘텐츠에 대한 투자가 지속적으로 집행할 것으로 예상되기 때문에 긍정적으로 해석된다.

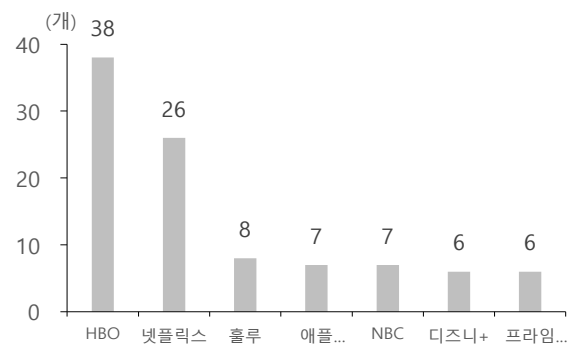
구독자들이 해지했던 OTT 서비스를 재가입하는 이유는 주로 보고싶은 콘텐츠가 생겼기 때문이다. 그만큼 OTT 서비스를 영위하는 데 콘텐츠가 중요하다. 과거 방송 미디어 중심이던 에미상은 점차 OTT 플랫폼들이 퀄리티와 흥행력 높은 작품들을 제작하자 OTT 중심으로 재편되었다. 올해 글로벌 OTT들이 오리지널 콘텐츠에 약 2,333억 달러를 투자할 것으로 예상되고 있다. OTT들이 가입자 락인을 위해 화제성 높은 콘텐츠에 대해 막대한 돈을 투자하고 있고, 이러한 현상은 지속될 것이다.

OTT 서비스를 재가입하는 이유



자료 : SK 증권

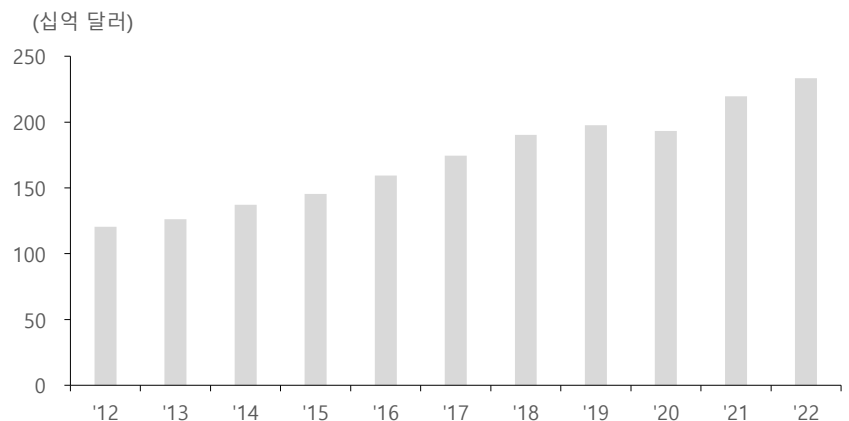
플랫폼별 에미상 수상작 수



자료 : 에미상, SK 증권

주: 크리에이티브 아츠, 프라임타임 합산 기준

글로벌 OTT들의 오리지널 콘텐츠 투자 금액 추이 및 전망



자료 : Ampere Markets, SK 증권

(1) 더 이상 아무도 의심하지 않는 K-콘텐츠의 경쟁력

올해 K-콘텐츠는 더할 나위 없이 좋은 성과를 보였다. <오징어 게임>은 제 74 회 에미 상에서 6관왕을 차지했고, 롤링스톤이 뽑은 '가장 위대한 TV 프로그램 100'에 선정되기도 했다. 특히 넷플릭스에서 올해 공개된 시리즈들의 글로벌 성과가 양호했다. <지금 우리 학교는>, <이상한 변호사 우영우>, <수리남> 등 다수의 작품들이 글로벌 TV 쇼 부문 top10에 진입했고, 비영어권 1위를 기록할 뿐만 아니라 top 10에 장기간 차트인한 작품들은 더욱 많다.

디즈니도 9/9~11 개최한 D23 행사에서 한국 작품의 공감 확장성을 높이 평가했고, 추가적으로 공개 예정인 작품 라인업들을 공개했다.

어떤 OTT 들에게나 아시아 지역 가입자 확보를 위해서는 한국 콘텐츠가 필요하다는 것은 의심의 여지가 없고, 아시아뿐만 아니라 글로벌 전 지역에서의 흥행 성과가 높게 나타나고 있다는 점은 이미 입증되었다.

작년~올해는 시리즈물들의 첫번째 시즌이 대거 공개되었고, 내년부터는 속편이 공개될 예정이다. 9/24 진행한 투툼 코리아에서 <지금 우리 학교는>, <스위트홈>, <D.P.>, <지옥>, <오징어게임>의 시즌 2 제작이 진행되고 있음을 공개했다.

올해 공개된 넷플릭스 시리즈들의 글로벌 성과는 양호했음. 비영어권 작품 1위도 다수 기록

공개 후 시청 최고 순위 (글로벌)	작품명
1~3위	<지금 우리 학교는>, <이상한 변호사 우영우>, <사내맞선>, <종이의 집: 공동경제구역 part 1>, <수리남>
4~6위	<안나라수마나라>, <소년심판>, <블랙의 신부>, <환혼>, <스물다섯 스물하나>
7~10위	<작은아씨들>, <나의 해방일지>
11위~	<모범가족>, <기상청 사람들: 사내연애 잔혹사편>, <서른, 아홉>, <우리들의 블루스>

자료: fixpatrol, SK 증권

주: 오리지널, 동시방영 모두 포함

넷플릭스 TV 쇼 부문 비영어권 top 10 진입 작품

Top 10 진입 기간	작품명	제작사
20주	오징어게임	싸이런픽처스
16주	갯마을 차차차	스튜디오드래곤, 지티스트
13주	사내맞선	카카오엔터테인먼트, 크로스픽처스
11주	환혼	스튜디오드래곤, 하이퀄리티
10주	스물다섯 스물하나	스튜디오드래곤, 화앤담픽처스
	연모	아크미디어, 몬스터유니온
	이상한 변호사 우영우	에이스토리, kt스튜디오지니

자료: 언론보도, SK 증권

디즈니, 한국이 전략적 중요한 지역이라고 언급

"디즈니+의 경쟁력은 로컬 콘텐츠... 한국작품 공감 확장성 높다"

입력 2022.09.12 18:11 수정 2022.09.13 00:35

'디즈니 인터내셔널 콘텐츠 전략 총괄' 레베카 캠벨 회장

美 스튜디오 작품만으론
세계적 공감 얻어내기 못해

지역별 콘텐츠 대폭 보강
연말까지 210개 공개
'K콘텐츠'도 올해 20개 발표

자료: 언론 보도, SK 증권

시즌 2 제작을 확정된 작품들은 넷플릭스 글로벌 TV 쇼 부문 top10 안에 진입한 작품들이다. 시즌 1 에서 작품성과 흥행성을 인정받았기 때문에 속편의 인기도 어느정도 보장되어 있다고 볼 수 있다. 무조건적으로 시즌2가 시즌 1 대비 제작 마진이 높다고 볼 순 없지만, 통상적으로 시즌을 거듭할수록 제작사 입장에서는 우호적인 제작 마진을 수취한다고 알려져있다. 더불어 대외 변수가 많고 스트리밍 시장 경쟁이 심화되고 있는 현재와 같은 시장 상황에서는 OTT 들이 흥행력이 인정되지 않은 작품에 큰 제작비를 투자하기 어렵다.

넷플릭스, 내년부터 시즌제 작품 다수 공개 예정

연도	작품명	공개일	부작	출연진	제작사	공개 후 시청 최고 순위
2020	스위트홈 (시즌 1)	2020-12-18	10	송강, 이진욱	스튜디오드래곤, 스튜디오N	3
2021	좋아하면 울리는 (시즌 2)	2021-03-12	6	김소현, 송강	스튜디오드래곤	-
	D.P. (시즌 1)	2021-08-27	6	정해인, 구교환	클라이맥스 스튜디오	6
	오징어게임 (시즌 1)	2021-09-17	9	이정재, 이병헌	싸이런픽처스	1
	지옥 (시즌 1)	2021-11-19	6	유아인, 김현주	클라이맥스 스튜디오	1
2022	지금 우리 학교는 (시즌1)	2022-01-28	12	박지후, 윤찬영	필름몬스터, SL, 김종학프로덕션	1
	소년심판	2022-02-25	10	김혜수, 김무열	길픽처스, 지티스트	5
	안나라수마나라	2022-05-06	6	지창욱, 최성은	SL, 콘텐츠지움	4
	종이의 집: 공동경제구역	2022-06-24	12	유지태, 김윤진	BH엔터테인먼트, 콘텐츠지움	2
	블랙의 신부	2022-07-15	8	김희선, 이현욱	이미지나인컴즈, 타이거스튜디오	6
	모범가족	2022-08-12	10	정우, 박희순	프로덕션에이치, 셀트리온엔터테인먼트	11
	수리남	2022-09-09	6	하정우, 황정민	월광, 퍼펙트스툼	3
	클리치	2022-10-07	10	전여빈, 나나	스튜디오329	
	더 패블러스	2H22	8	채수빈, 최민호	길픽처스	
	썸바디	2H22	8	김영광, 강해림	비온드제이	
	더 글로리	2H22	8	송혜교, 이도현	화엔담픽처스, 스튜디오드래곤	
	종이의 집 (시즌 2)	2H22	6	유지태, 김윤진	BH엔터테인먼트, 콘텐츠지움	
	연애대전	2H22	10	김옥빈, 유태오	빈지웍스	
2023	택배기사	2H22	6	김우빈, 송승헌	프로젝트318	
	경성 크리처	2023	10	박서준, 한소희	글엔그림	
	퀸메이커	2023	12	김희애, 문소리	인사이트필름, 스튜디오포커스엑스, 에이스토리	
	셀러브리티	2023	12	강민혁, 이청아	스튜디오드래곤, 김종학프로덕션, 하우픽처스	
	종말의 바보	2023	12	안온진, 유아인	아이엠티브이	
	마스크걸	2023	7	고현정, 나나	본팩토리	
	도작: 칼의 소리	2023	-	김남길, 서현	스튜디오드래곤, 바람픽처스, 알반웍스이엔티	
	살인자ㅇ난감	2023	8	최우식, 손석구	쇼박스, 랫츠필름	
	정신병동에도 아침이 와요	2023	12	박보영, 연우진	필름몬스터	
	D.P. (시즌2)	2023	6	정해인, 구교환	클라이맥스 스튜디오	
	스위트홈 (시즌2)	2023	-	송강, 이진욱	스튜디오드래곤, 스튜디오N	
미정	오징어게임 (시즌2)	2024		이정재, 이병헌	싸이런픽처스	
	사냥개들	미정	8	우도환, 이상이	스튜디오N, 씨앗필름, 세븐오식스	
	이두나!	미정	8	수지, 양세종	스튜디오드래곤, 쇼러너스	
	너의 시간 속으로	미정	12	안호성, 전여빈	엔피오엔터테인먼트, 리안컨텐츠, 스튜디오폴로우	
	기생수: 더 그레이	미정	6	전소니, 구교환	클라이맥스스튜디오	
	지금 우리 학교는 (시즌2)	미정	-	윤찬영, 박지후	필름몬스터, SL, 김종학프로덕션	
	스위트홈 (시즌3)	미정	-	송강, 이진욱	스튜디오드래곤, 스튜디오N	
	소년심판 (시즌2)	미정	-	김혜수, 김무열	길픽처스, 지티스트	
	지옥 (시즌2)	미정	-	유아인, 김현주	클라이맥스 스튜디오	

자료: 언론 보도, fixpatrol, SK 증권

주: 하이라이트는 시즌제 작품

디즈니 플러스도 하반기에는 매 월 오리지널 작품을 한 편씩 공개하고 있다. 9 월 <변론을 시작하겠습니다>, 10 월 <형사록>, 11 월 <카지노>, 12 월 <커넥트>가 공개될 예정이다. 내년에도 최소 10 편 이상의 작품들이 대기하고 있다.

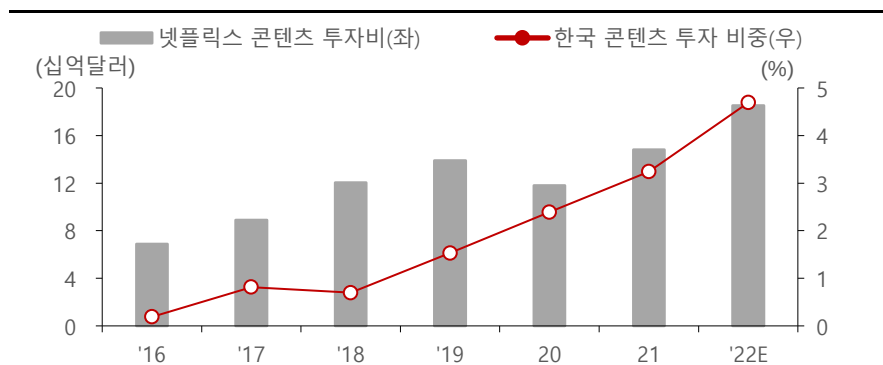
디즈니+, 하반기부터 매월 오리지널 한 편씩 공개 중. 내년 라인업도 다

	작품명	공개일	부작	출연진	제작사
2022	너와 나의 경찰수업	2022-01-26	16	강다니엘, 채수빈	스튜디오앤뉴
	그리드	2022-02-16	10	서강준, 김아중	아크미디어, 에이스팩토리
	사운드트랙#1	2022-03-23	4	박형식, 한소희	레드나인픽처스, 제나두엔터테인먼트
	키스 식스 센스	2022-05-25	12	윤계상, 서지혜	아크미디어
	변론을 시작하겠습니다	2022-09-21	12	정려원, 이규형	아크미디어, 슬링샷스튜디오
	형사록	2022-10	8	이성민, 진구	스튜디오드래곤
	3인칭 복수	2022-11	12	신예은, 로몬	스튜디오S
	카지노	2022-11-23	16	최민식, 손석구	아크미디어, BA엔터테인먼트, 씨제스엔터테인먼트
	커넥트	2022-12	6	정해인, 고경표	스튜디오드래곤, 스튜디오HIM
	무빙	4Q22	20	한효주, 조인성	스튜디오앤뉴, 미스터로맨스
2023	밀도 끝도 없이 너다	-	16	정용화, 홍승희	아크미디어, 피플스토리
	사랑이라 말해요	-	-	김영광, 이상경	아크미디어, 스튜디오 산타클로스 엔터테인먼트, 컬처앤스토리
	비질란테	-	8	남주혁, 유지태	스튜디오N
	최악의 악	-	-	지창욱, 위하준	바람픽처스, 사나이픽처스
	한강	-	-	권상우, 김희원	아크미디어, 필름몬스터
	세상에서 가장 나쁜 소년	-	-	탕준상, 유태오	슬링샷스튜디오
	킬러들의 쇼핑물	-	8		메리크리스마스
	하이브	-	6	마동석	아센디오

자료: Disney, SK 증권

제작비 측면에서 보면 아직까지 국내 콘텐츠에 집행될 수 있는 투자 여력은 충분하다. 넷플릭스는 올해 국내 콘텐츠에 약 1 조원을 집행할 것으로 알려졌다. 이는 넷플릭스의 올해 글로벌 콘텐츠 투자비의 4.7% 수준이다. 실제 제작된 작품들의 제작비가 작년대 비 높아졌고, 공개 예정인 시리즈물들이 다수 예정되어 있음을 고려하면 내년 국내 콘텐츠 투자도 늘어날 것이다.

넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자 금액 및 비중 추이



자료: 언론 취합, SK 증권

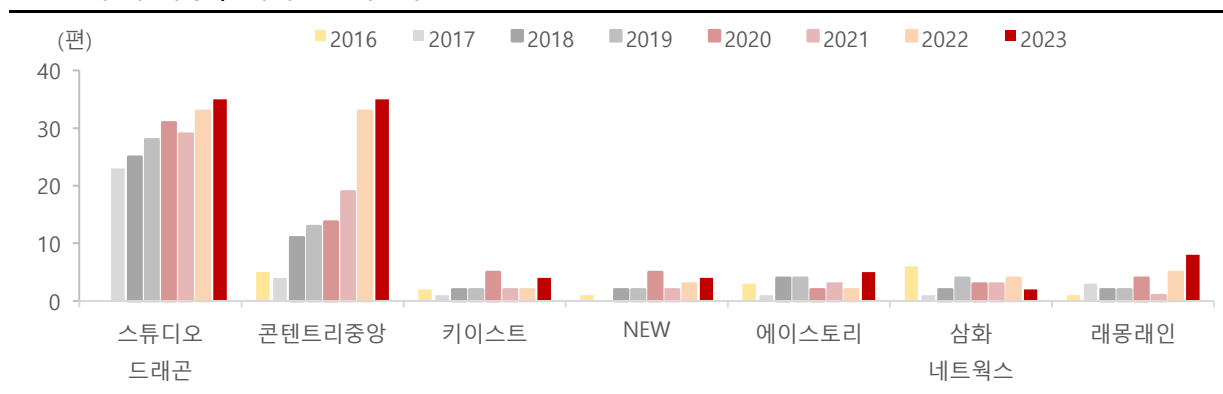
(2) OTT는 여전히 큰 손, 그러나 무조건적인 투자는 없다

콘텐츠 투자금액은 지속 늘어날 것이지만 더 이상 모험적인 투자는 없을 것이다. 예전처럼 가입자가 증가하며 구독 수익이 지속 증가한다고 낙관하기 어려운 상황이기 때문에 이제는 안정적이지만 흥행 가능성이 높은 콘텐츠에 투자금이 몰릴 것이다. 제작은 완료되었지만 방영이 미뤄지거나 불가능한 상황이 올 수도 있다.

연초 예상대로라면 하반기, 특히 4 분기에 방영/공개 예정인 작품들이 많았다. 하지만 편성, 캐스팅, 촬영 지연 등 다양한 이유로 올해의 기대작들이 내년으로 미뤄졌다.

스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, 에이스토리, NEW, 키이스트, 삼화네트웍스, 래몽라인 등 상장 제작사들의 올해 제작 편수는 87 편에 달할 것으로 예상, 내년에도 최소 101 편 이상 제작될 전망이다. 1인 및 소형 제작사들의 작품까지 감안하면 방영 대기 중인 작품의 수는 굉장히 많을 것으로 예상된다.

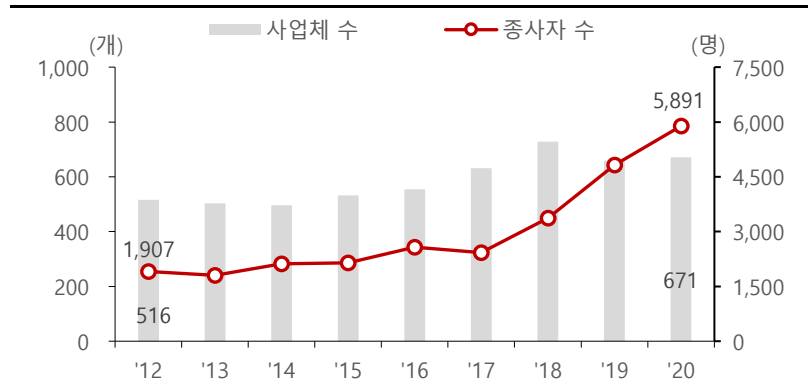
내년에도 제작사들의 방영/공개 예정 작품 수는 많음



자료: 각 사 SK 증권

넷플릭스, 디즈니를 포함한 글로벌 OTT 뿐만 아니라 WAVVE, tving, 쿠팡플레이와 같은 국내 OTT 들이 공격적으로 콘텐츠에 투자하기 시작한 최근 1~2 년 사이에 높아진 콘텐츠 수요만큼 공급도 크게 확대됐다. 2022 년 한국콘텐츠진흥원이 발표한 자료에 따르면 방송영상 독립제작사 사업체 수는 2020 년 671 개, 종사자 수는 5,891 명으로 크게 증가했다. 특히 작년과 올해 유명한 PD, 작가들의 이적도 잦아졌고, 1 인 제작사 같은 소형 제작사들도 많이 생겨났다.

방송영상 독립제작사 사업체 수, 종사자 수 추이



자료 : 한국콘텐츠진흥원 SK 증권

보통 신생 제작사 경우 한번에 다양한 작품을 동시에 제작하기 어렵다. 제작 인력이 많지 않기도 하고, 작품당 평균 제작비가 지속 증가 추세에 있기 때문에 한 작품이 방영되어 제작비를 회수한 후 다음 작품 제작에 들어갈 수 있다.

코로나 19 이후에는 TV 광고 효율이 높아져 방송사들의 광고 수익이 양호했다. 이에 지상파들도 드라마에 대한 투자를 늘렸으나, 올해 하반기부터는 방송 광고 상황이 녹록치 않다. 방송사 입장에서는 드라마 슬랏을 타이트하게 가져가기 부담스러워지고 드라마 제작 마진도 후하게 지급하기 어려워질 것으로 예상된다.

20년 상반기에는 방송사 드라마 슬롯이 21 개였으나 올해 하반기에는 19 개로 축소되었다. 소형 제작사들은 더욱 편성이 어려워지고, OTT 향으로 제작하더라도 제작 레코드 없이는 어렵다. 현재 제작은 완료되었으나 편성 및 공개가 불확실한 작품들이 다수 대기 중인 것으로 파악되는데, 공개 일정이 지속 미뤄진다면 소형 제작사들은 살아남기 힘들어질 수 있다.

최근 제작 개파 확장, 크리에이터 바인딩 등을 위해 중대형 제작사들이 경쟁력있는 소형 제작사들을 인수하고 있다. 결국 현금 여력이 충분하여 양질의 작품을 제작할 수 있는 제작사만 살아남을 것으로 예상되고, 중대형 스튜디오들의 소형 제작사 인수 속도는 빨라질 것이다.

드라마 편성 슬롯 변화

1H20									2H22											
방송사	시간대	월	화	수	목	금	토	일		방송사	시간대	월	화	수	목	금	토	일		
KBS1	20:30~21:00	일일 저녁 드라마								KBS1	20:30~21:00	일일 저녁 드라마								
	19:50~20:30	일일 저녁 드라마									KBS2	19:50~20:30	일일 저녁 드라마							
	19:50~21:15							토일 드라마				20:00~21:20							토일 드라마	
	22:00~23:00	월화 드라마	수목 드라마									MBC	21:50~23:00	월화 드라마	수목 드라마					
MBC	19:20~19:55	일일 저녁 드라마								19:05~19:40	일일 저녁 드라마									
	21:30~22:30	월화 드라마	수목 드라마							21:45~23:10							금토 드라마			
SBS	08:35~09:10	일일 아침 드라마								SBS	21:50~23:00							수목 드라마		
	22:00~23:00	월화 드라마					금토 드라마				08:35~09:10	일일 아침 드라마								
tvN	21:00~22:30	월화 드라마						토일 드라마		tvN	22:00~23:00	월화 드라마					금토 드라마			
	22:50~22:30					수목 드라마					21:10~22:40							토일 드라마		
JTBC	21:00~22:30	월화 드라마 수목 드라마								JTBC	22:30~23:40	월화 드라마	수목 드라마		금토 드라마					
	22:50~00:20							토일 드라마			22:30~23:40							토일 드라마		
TV조선	19:55~21:10							토일 드라마		TV조선	20:40~24:00							토요일		
	22:50~00:20							토일 드라마			OCN	22:30~23:30							일요일	
채널 A	22:50~00:20							금토 드라마		ENA	21:00~22:00							수목 드라마		
OCN	22:30~23:30							토일 드라마												

자료 : 언론 취합, SK 증권

최근 제작사 투자/인수 사례

인수/투자 회사	피인수/투자 회사	대표작
SLL중앙	Wiip	Mare of Easttown, The Summer I Turned Pretty
	프로덕션에이치	좋아하면 울리는, 오! 삼광빌라, 모범가족
	클라이맥스스튜디오	D.P., 지옥
	하이지음스튜디오	이태원클라쓰, 종이의 집: 공동경제구역, 안나라수마나라
엠스토리허브	베티앤크리에이터스	경이로운 소문
위지웍스스튜디오	GNG프로덕션	리갈하이, 청춘시대2, 마담 앙트완, 세상에서 제일 예쁜 내 딸
와이낫미디어	얼반웍스	나쁜녀석들, 라디오로맨스, 블랙독
CJ ENM	오즈아레나	구필수는 없다
키이스트	엔데버 콘텐츠	라라랜드(영화), 킹킹 이브, 더 나이트 매니저
F&F파트너스	스튜디오플로우	청춘MT, 너의 시간 속으로
블리츠웨이	빅토리콘텐츠	발리에서 생긴 일, 전의 전쟁, 대물
KT스튜디오지니	콘텐츠피버	너에게가는속도493km
와이낫미디어	점보필름	
쿠팡	더그레이트쇼	나빌레라, 더 로드-일의 비극
코핀커뮤니케이션즈	보더리스필름	막판로맨스
코퍼스코리아	아이윌미디어	황금 가면, 애인있어요, 별별며느리
스튜디오드래곤	김중학프로덕션	풀하우스, 태왕사신기, 너의 목소리가 들려, 지금 우리 학교는
	길픽쳐스	소년심판, 스토브리그, 원더우먼

자료 : 언론 취합, SK 증권

3. 결론 및 투자전략

올해 넷플릭스는 스트리밍 서비스 사업 시작 이래 처음으로 구독자 감소를 경험했다. 그 동안 가파른 구독 가입자 성장을 기반으로 빠른 실적 성장을 보였으나 구독자 순감 이후 실적 전망치는 지속 하향되며 주가도 연초대비 63% 하락했다.

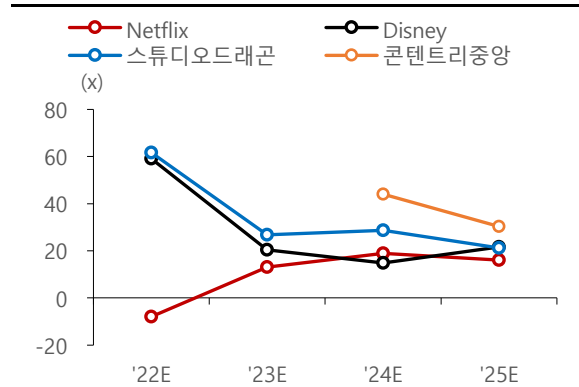
이에 국내 제작사들의 주가도 크게 영향을 받았다. 연초대비 주가 수익률은 스튜디오드래곤 -28%, 콘텐츠리중앙 -50%, 시장 하락 시기에 더욱 큰 폭으로 하락하는 모습을 보였다. 그 동안 제작사들의 높은 밸류에이션을 넷플릭스가 지지해주고 있었으나 이제는 뒷받침할 수 있는 근거가 약해졌다.

그러나 이제는 달리 생각해봐야할 필요가 있다. 작년까지만 해도 제작사들의 넷플릭스 의존도는 매우 높았으나, 올해는 디즈니+, 아마존, 동남아 OTT 등 다양한 플랫폼이 등장하며 국내 콘텐츠를 사가고 있고, 대부분이 넷플릭스보다 양호한 제작 마진을 보장해주는 것으로 알려졌다.

제작비와 리쿱을 관점에서는, 넷플릭스가 가입자 감소 영향으로 콘텐츠 투자비를 줄일 수도 있다는 우려가 있다. 인력 감축을 하는 등 일부 비용 통제를 하고 있지만 스트리밍 서비스를 영위하기 위해서는 콘텐츠 경쟁력이 가장 중요하다. 저가형 광고 요금제 도입으로 예전과 같은 급격한 성장은 아니더라도 꾸준하게 안정적인 실적 성장을 보이며 콘텐츠 투자를 위한 기반을 마련할 것이다. 예전처럼 실험적인 콘텐츠에 투자하기 보다는 적절한 제작비를 투자해 흥행이 보장되어 있고 높은 작품성을 보유한 콘텐츠 중심으로 투자가 집행될 것이다. 이런 관점에서 최근 1년 특히 우수한 흥행 성적을 보인 국내 콘텐츠에 투자를 줄일 이유가 없다.

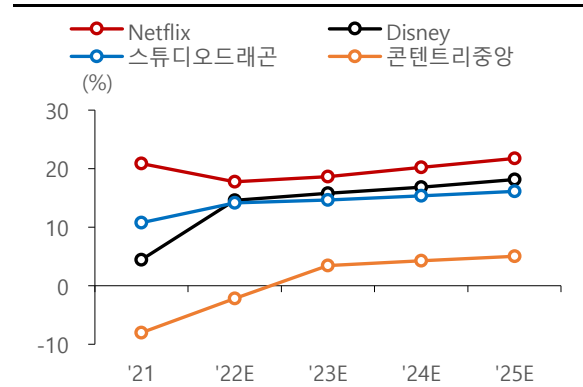
실적도 계속 좋아지고 있다. 올해 상반기 스튜디오드래곤의 실적에서 확인했듯이, 판매 플랫폼 다변화로 신작에 대한 견조한 마진 수취와 더불어 구작 판매가 이뤄지며 제작사 이익에 긍정적인 역할을 한다. 스튜디오드래곤의 '23E, '24E 영업이익 성장률은 각각 26.9%, 28.7%, 영업이익률도 올해 14.2%→'23E 14.8%→'24E 15.4%로 꾸준히 개선되고 있고, 올해 말부터 이어질 해외 작품 성공 시 실적 상향 여력이 충분히 남아있다. 콘텐츠리중앙도 점차 방송 실적이 안정화되며 이익 개선세를 보일 것이다. 대외 변수 불확실성을 고려해 두 업체 모두 목표주가는 하향하나, 오히려 펀더멘털과 업황은 과거 어느 때보다 좋다. 꾸준한 관심이 필요하다.

이익 성장률 비교



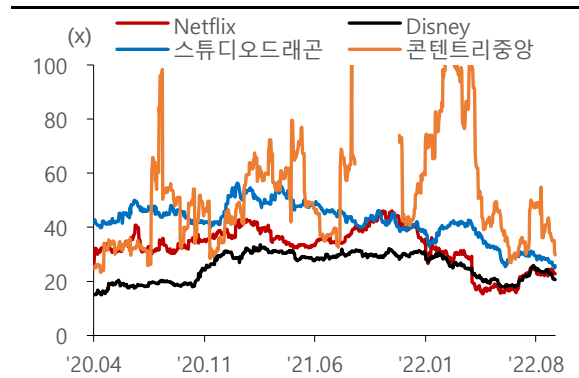
자료 : Bloomberg, SK 증권

영업이익률 비교



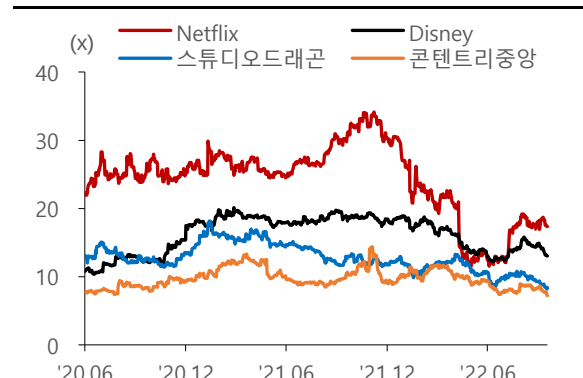
자료 : Bloomberg, SK 증권

12MF P/E 비교



자료 : Bloomberg, SK 증권

EV/EBITDA 비교



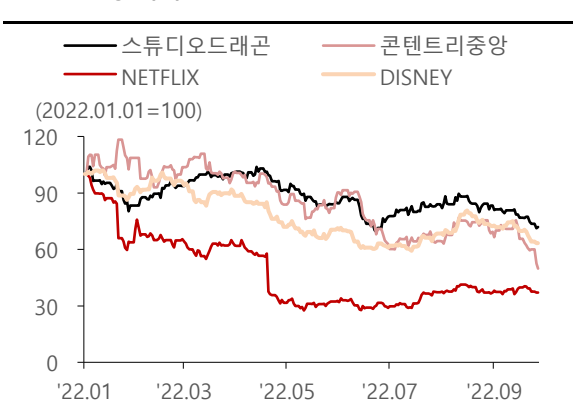
자료 : Bloomberg, SK 증권

미디어/콘텐츠 업종 global peers valuation table

기업명	국가	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
CJ ENM	한국	1,185.1	-12.1	-20.1	-21.0	-41.4	-44.5	17.6	8.5	0.5	0.4	0.4	0.3	3.8	3.6
Studio Dragon	한국	1,375.9	-7.1	-14.7	-6.0	-28.1	-28.1	28.0	24.0	2.6	2.4	3.2	2.7	10.0	8.8
Jcontentree	한국	365.5	-20.0	-34.0	-26.9	-49.3	-50.2	-	20.8	2.9	2.4	0.6	0.5	13.0	9.7
아프리카TV	한국	502.0	-9.8	-20.5	-30.1	-58.0	-69.3	9.3	8.0	2.6	2.0	2.2	1.9	4.4	3.8
Toei Animation	일본	3,688.1	-2.6	-2.7	15.9	24.2	10.7	41.3	35.5	5.5	-	9.5	7.6	26.1	-
Netflix	미국	99,645.2	-8.0	0.4	18.5	-40.1	-62.8	21.3	19.9	5.0	4.1	3.1	2.9	16.9	15.0
Walt Disney	미국	178,878.4	-10.1	-14.0	1.6	-29.5	-36.7	26.1	18.9	1.9	1.8	2.1	1.9	15.5	12.9
Warner Bros Discovery	미국	27,698.8	-13.3	-13.3	-19.0	-	-	-	11.8	0.6	0.6	0.6	0.6	8.6	6.7
Fox	미국	16,499.0	-9.4	-9.1	-5.8	-24.5	-15.7	11.1	8.8	1.5	1.4	1.2	1.1	6.4	5.5
Paramount	미국	12,866.9	-14.9	-21.0	-24.3	-48.9	-34.9	8.5	10.9	0.5	0.5	0.4	0.4	7.2	8.6
Vivendi	프랑스	8,721.9	-4.3	-9.8	-18.4	-31.5	-31.4	19.2	11.7	0.5	0.5	0.9	0.9	9.0	8.5
Nippon Television	일본	2,113.9	-1.4	-3.7	-5.2	-11.7	-0.9	6.6	7.3	0.3	0.3	0.7	0.7	2.3	2.6
Fuji Media Holdings	일본	1,750.0	-1.6	-3.2	-4.2	-11.6	-2.6	10.0	8.3	0.3	0.3	0.5	0.5	6.3	6.3
iQiyi	중국	2,480.5	-11.9	-26.9	-37.7	-33.2	-36.8	58.6	19.7	3.0	2.7	0.6	0.6	8.1	9.8
CJ CGV	한국	521.7	-15.9	-25.5	-32.3	-42.1	-37.7	-	-	1.9	2.6	0.6	0.5	13.4	10.7
CINEMARK	미국	1,429.8	-11.6	-20.0	-21.2	-30.5	-26.4	-	13.7	6.6	4.8	0.6	0.5	8.8	5.8
AMC Entertainment	미국	5,271.6	-25.6	-25.5	-22.0	-45.6	-59.5	-	-	-	-	1.2	1.0	41.6	16.9
CINEWORLD	영국	41.6	1.3	21.8	-87.3	-91.8	-91.2	0.4	0.2	-	0.1	0.0	0.0	6.7	5.9

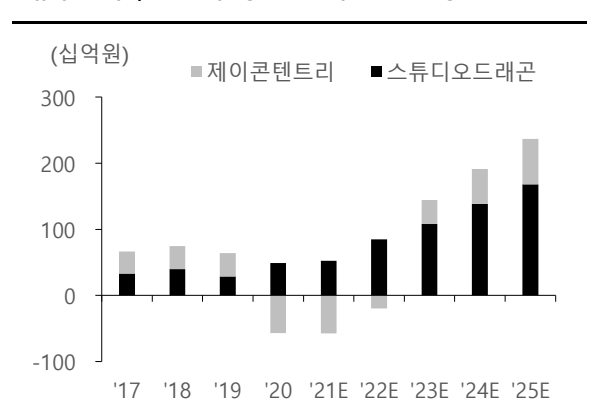
자료 : Bloomberg, SK 증권

콘텐츠 업종 상대주가 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙 합산 실적 추이 및 전망



자료 : SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
남효지

hynam@sk.com.kr
02-3773-9288

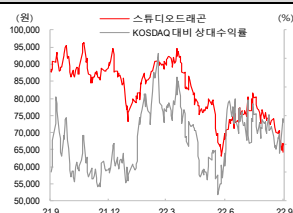
Company Data

자본금	15 십억원
발행주식수	3,000 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,924 십억원
주요주주	
CI ENM(외3)	54.87%
네이버	6.25%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/29)	64,100 원
KOSDAQ	673.87 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	96,400 원
52주 최저가	63,200 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.4%	-0.5%
6개월	-28.5%	-1.7%
12개월	-27.6%	8.8%

스튜디오드래곤 (253450/KQ | 매수(유지) | T.P 94,000 원(하향))

모든 요소 순항 중, 흔들린 것은 당신의 마음뿐

- 3Q22 영업이익 187 억원(YoY 28.1%)으로 컨센서스 211 억원 하회 전망
- 해외 판매 고성장세 이어지나 상반기대비 구작 판매 감소로 이익률은 하락
- 높아진 대외 불확실성을 고려해 멀티플 할증을 제거, 목표주가 9.4 만원으로 수정 제시
- 연간 제작 편 수 지속 증가, 제작비 확대 및 리콥을 상향 기조 이상 없음
- 이익 성장을 견조, OPM 도 올해 14.2%→ '23E 14.8%→ '24E 15.4%로 개선 전망

3Q22 Preview

매출액 1,487 억원(YoY 28.1%), 영업이익 187 억원(YoY 28.1%)으로 예상한다. 예상 대비 오리지널 공개가 지연되며 기존 추정치 및 컨센서스(211 억원)을 하회할 전망이다. 3 분기 반영되는 작품은 <환혼>, <아다마스>, <작은아씨들>, <커넥트> 등으로, 제작비 규모가 크고 동시 방영된 작품들이 다수 있다. 해외 판매 매출은 907 억원(YoY 53.1%)로 고성장세가 이어진다. 다만 상반기 구작 판매가 크게 반영되었기 때문에 이익률은 소폭 낮아진 12.6%(1H22 OPM 16.2%)로 전망한다.

글로벌 대형 스튜디오로서의 경쟁력 강화

동사는 9/15 길픽쳐스 지분 100%를 인수했다. 길픽쳐스의 주요 작품은 <소년심판>, <스토브리그>로 최신 흥행작 제작 경험을 보유하고 있다. 금번 인수는 제작 캐파 확대뿐만 아니라 장르 다변화, 크리에이터 바인딩 등을 통해 글로벌 스튜디오로써 협상력을 강화하는 긍정적 효과로 이어질 것이다.

목표주가 9.4 만원으로 하향하나 펀더멘털과 업황은 어느 때보다 좋다

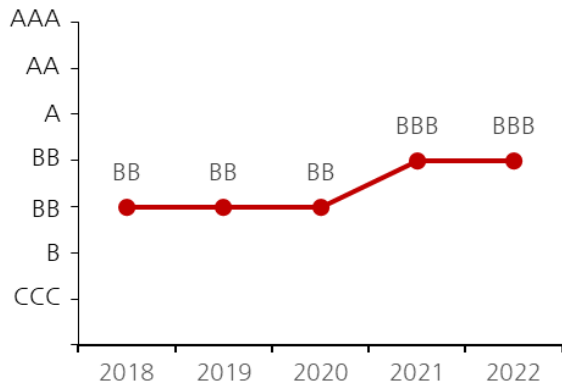
높아진 대외 불확실성을 고려해 멀티플 할증을 제거, 목표주가를 94,000 원으로 수정 제시한다. 목표주가는 하향하나, 동사의 펀더멘털과 업황은 과거 어느 때보다 좋다. 연간 제작 편 수는 32 편에서 지속 증가하고, 제작비 확대 및 리콥을 상향 기조에도 문제 없다. 12MF P/E 는 25 배 수준, '23E, '24E 영업이익의 성장률은 각각 26.9%, 28.7%, 영업이익률도 올해 14.2%→ '23E 14.8%→ '24E 15.4%로 꾸준히 개선되고 있다. 올해 말부터 이어질 해외 작품 성공 시 실적 상향 여력이 충분히 남아있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	469	526	487	600	735	902
yoy	%	23.5	12.2	-7.4	23.2	22.5	22.7
영업이익	십억원	29	49	53	85	108	139
yoy	%	-28.1	71.1	7.0	61.7	26.9	28.7
EBITDA	십억원	146	165	152	196	235	259
세전이익	십억원	33	42	52	83	108	138
순이익(지배주주)	십억원	26	30	39	65	79	102
영업이익률%	%	6.1	9.3	10.8	14.2	14.7	15.4
EBITDA%	%	31.1	31.5	31.1	32.6	31.9	28.7
순이익률	%	5.6	5.6	8.0	10.8	10.8	11.3
EPS(계속사업)	원	941	1,044	1,301	2,168	2,632	3,387
PER	배	85.9	88.7	69.9	29.6	24.4	18.9
PBR	배	5.3	4.6	4.0	2.8	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	14.9	16.3	17.6	9.3	7.4	6.3
ROE	%	6.4	5.7	6.0	9.5	11.5	14.2
순차입금	십억원	-107	-90	-59	-104	-192	-287
부채비율	%	35.8	24.3	29.3	50.8	66.7	81.2

ESG 하이라이트

스튜디오드래곤의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
스튜디오드래곤 종합 등급	BBB	NA	32.1
환경(Environment)	6.7	NA	13.5
사회(Social)	47.0	NA	18.4
지배구조(Governance)	52.1	NA	64.1
<비교업체 종합 등급>			
콘텐츠리중앙	BB	NA	NA
NEW	BBB	NA	NA
에이스토리	NA	NA	NA
키이스트	NA	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 스튜디오드래곤 ESG 평가

콘텐츠 업계 전반적으로 ESG 경영에 대한 관심이 타 업종 대비 부진. 특히 업종 특성상 환경 부문에서는 점수를 높이기 쉽지 않음

다만 CJ 그룹이 ESG 경영 활동을 강화하고 있기 때문에 동사도 ESG 경영에 대한 관심을 높이고 있는 것으로 파악

자료: SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.7.6	환경 (Environment)	폐기물 적치장이 '환혼' 세트장으로...스튜디오드래곤, ESG 경영 '눈길'
2020.2.28	사회 (Social)	'사랑의 불시착' 제작사 문화창고·스튜디오드래곤, 희망브리지 전국재해구호협회에 1억원 기부
2018.9.7	사회 (Social)	제작 환경 개선을 위해 제작가이드 마련

자료: 주요 언론사, SK 증권

스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
3Q22~2Q23 합산 EBITDA	199.7	
Target EV/EBITDA	13.6x	최근 3년 EV/EBITDA 평균 적용
기업 가치(십억원)	2,709.4	
순차입금(십억원)	-104.4	
적정 시총	2,813.8	
주식 수(천주)	30,014.2	
적정 주가(원)	93,750	
목표 주가(원)	94,000	반올림 적용
현재 주가(원)	64,100	9/28 종가 기준
상승 여력	46.6%	

자료 SK 증권

수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	148.7	173.0	525.7	487.1	600.3	735.0
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	47.8	41.0	197.0	161.3	168.0	170.0
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	90.7	120.5	279.7	275.5	392.9	524.6
국내	15.5	10.7	11.8	9.9	9.5	9.4	9.4	9.5	53.1	47.9	37.8	37.4
해외	47.8	56.8	53.1	69.9	68.2	94.5	81.4	111.0	226.6	227.6	355.1	487.2
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	10.2	11.5	48.9	50.3	39.4	40.3
YoY growth rate												
매출액	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	48.5%	28.1%	17.0%	12.2%	-7.3%	23.2%	22.4%
편성	-3.2%	-56.9%	-20.8%	30.7%	-19.1%	55.4%	32.0%	-22.9%	-5.6%	-18.1%	4.1%	1.2%
판매	-5.5%	-10.8%	27.7%	-7.5%	23.0%	53.8%	39.7%	51.0%	27.6%	-1.5%	42.6%	33.5%
국내	9.6%	-34.0%	34.8%	-29.2%	-38.4%	-12.4%	-20.8%	-3.6%	-9.8%	-9.8%	-21.0%	-1.1%
해외	-9.6%	-4.4%	26.2%	-3.3%	42.8%	66.3%	53.1%	58.7%	41.3%	0.4%	56.0%	37.2%
기타	24.0%	-49.3%	54.0%	39.3%	-21.5%	-5.1%	-31.9%	-22.9%	20.4%	2.9%	-21.6%	2.4%
영업비용	99.2	92.2	101.5	141.6	103.0	130.5	130.0	151.7	476.7	434.5	515.2	627.1
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	123.0	142.4	451.0	407.3	483.1	582.7
제작비	52.0	43.7	46.9	84.1	45.0	72.2	77.0	87.4	260.0	226.7	281.7	359.4
무형자산상각비	24.0	23.8	25.9	21.2	25.0	29.8	25.3	28.4	21.2	25.0	29.8	25.3
판매관리비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.4	7.0	9.3	25.7	27.2	32.1	44.4
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.7	21.3	49.1	52.6	85.0	107.9
YoY growth rate	54.6%	-18.6%	-8.7%	37.7%	1.4%	95.7%	28.1%	235.0%	71.0%	7.1%	61.7%	26.9%
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	17.1%	12.6%	12.3%	9.3%	10.8%	14.2%	14.7%
세전이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	20.6	11.9	41.5	52.0	82.6	107.5
법인세비용	5.5	4.6	3.6	-0.8	4.5	4.5	5.5	3.2	11.9	13.0	17.5	28.5
당기순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	15.1	8.7	29.6	39.0	65.1	79.0
당기순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.2%	10.2%	5.1%	5.6%	8.0%	10.8%	10.7%

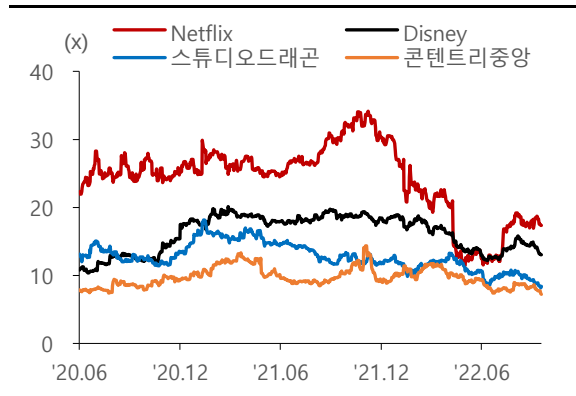
자료: 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤 2022 년 작품 라인업

No.	편성	타이틀	방송일	극본	연출	주연	제작사
1	tvN	고스트 닥터	13 ~ 2.28	김선수	부성철	정지훈, 유이	본팩토리, 스튜디오드래곤
2	tvN	불가살	12.18 ~ 2.6	권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라	스튜디오드래곤, 쇼로너스
3	tvN	스물다섯 스물하나	2.12 ~ 4.3	권도은	정지현	남주혁, 김태리, 보나	화앤담픽처스
4	tvN	군검사 도베르만	2.28 ~ 4.26	윤현호	진창규	안보현, 조보아	로고스필름, 스튜디오드래곤
5	tvN	우리들의 블루스	4.9 ~ 6.12	노희경	(미정)	이병헌, 한지민	스튜디오드래곤, 지티스트
6	tvN	별뿔별	4.22 ~ 6.11	이수현	최영우	이성경, 김영대	스튜디오드래곤, 메이스엔터테인먼트
7	tvN	살인자의 쇼핑목록	4.27 ~ 5.19	한지완	이연희	이광수, 설현, 진희경	비온드제이, 스튜디오드래곤
8	tvN	이브	6.1 ~ 7.14	윤영미	박봉섭	서예지, 이상엽	씨제스엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
9	tvN	환혼 part 1	6.18 ~ 8.21	홍자매	박준화	정소민, 이재욱	스튜디오드래곤
10	tvN	링크 먹고 사랑하라, 죽이게	6.6 ~ 7.26	권기영	홍종찬	여진구, 문가영	스튜디오드래곤, 씨제스엔터테인먼트, 아카데미
11	tvN	아다마스	7.27 ~ 9.15	최태강	박승우	지성, 서지혜	스튜디오드래곤, 메이스엔터테인먼트
12	tvN	조선 정신포의사 유세풍	8.1 ~ 9.6	박슬기, 최민호	박원국	김민재, 김향기	스튜디오드래곤, 미디어캔, 일취월장
13	tvN	작은아씨들	9.3 ~ 10.9	정서경	김희원	김고은, 남지현	스튜디오드래곤
14	tvN	멘탈코치 제갈길	9.12 ~ 11.1	김반디	손정현	정우, 이유미	스튜디오드래곤, 본팩토리
15	tvN	블라인드	9.16 ~ 11.5	권기경	신용휘	옥택연, 하석진	판타지오, 스튜디오드래곤
16	tvN	슈룹	10.8 ~ 11.27	박바라	김형식	김혜수, 배현성	스튜디오드래곤, 하우픽처스
17	tvN	연예인 매니저로 살아남기	11.16 ~ 12.22	박소영, 이찬	백승룡	이서진, 객선영	스튜디오드래곤, 바람픽처스
18	OCN	배드엔크레이지(tving)	12.17 ~ 1.29	김새봄	유선동	이동욱, 한지은	스튜디오드래곤, 링크엔터테인먼트
19	OCN	우월한 하루	3.13 ~ 5.1	이지현, 조나단	조남형	진구, 하도권, 이원근	아이윌미디어, 스튜디오드래곤
20	OCN	아일랜드	4Q22	장윤미	배종	김남길, 이다희	스튜디오드래곤, 와이랩
21	OCN	미씽2	11.5 ~ 12.11	민연홍	반기리	고수, 허준호	스튜디오드래곤
22	MBC	빅마우스	7.29 ~ 9.17	장영철, 정경순	오충환	이종석, 윤아	에이스토리 공동제작
23	Netflix	소년심판	2.25	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	지티스트, 길픽처스
24	Neflix	더글로리 part 1	12 ~	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	화앤담픽처스
25	Neflix	더 패블러스	4Q22	김지희, 임진선	김정현	채수민, 최민호	길픽처스
26	tving	괴이	4.29 ~ 5.14	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈, 김지영	스튜디오드래곤, 클라이맥스 스튜디오
27	tving	돼지의 왕	3.18 ~ 4.22	탁재영	김대진	김동욱, 김성규, 채정안	스튜디오드래곤, 히든시퀀스
28	tving	유미의세포들 2	6.10 ~ 7.22	송재정, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	스튜디오드래곤, 스튜디오N, 메리카우
29	tving	개미가 타고 있어요	8.12 ~ 9.16	윤수민	최지영	한지은, 홍종현	넥스트썬
30	Coupang Play	유니콘	8.26 ~ 9.30	유병재	김혜영	신하균, 원진아	플러스미디어엔터테인먼트
31	Disney+	형사록	10.26	임창세	한동화	이성민, 진구	스튜디오드래곤
32	Disney+	커넥트	12 ~	미이케 다카시		정해인, 고경표	
33	Apple	The Big Door Prize	4Q22				스튜디오드래곤, 스카이댄스 미디어, 애플TV플러스

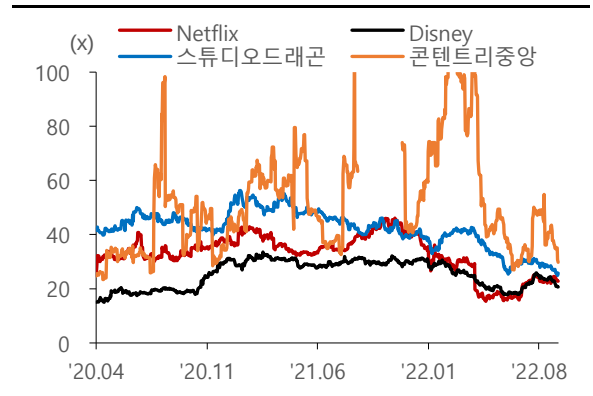
자료: 언론 보도, 스튜디오드래곤, SK 증권

Peer 12MF P/E 추이



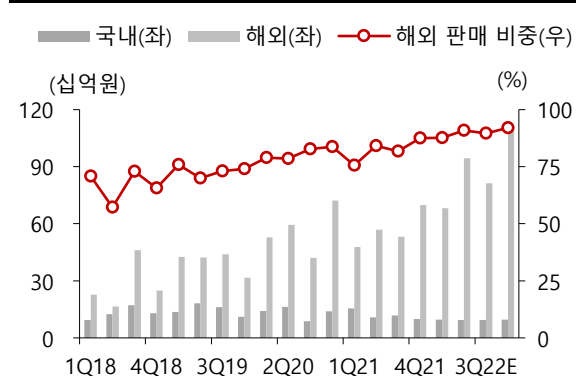
자료 : Bloomberg, SK 증권

Peer EV/EBITDA 추이



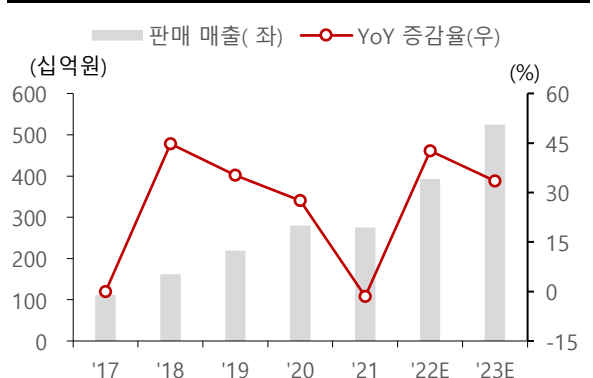
자료 : Bloomberg, SK 증권

해외 판매 비중은 지속 확대 중



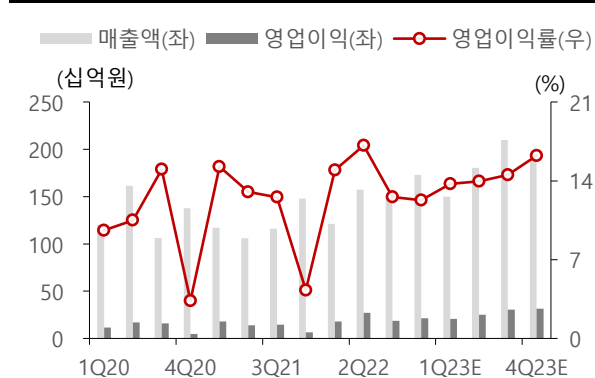
자료 : 스튜디오오드레곤, SK 증권

판매 매출 추이 및 전망



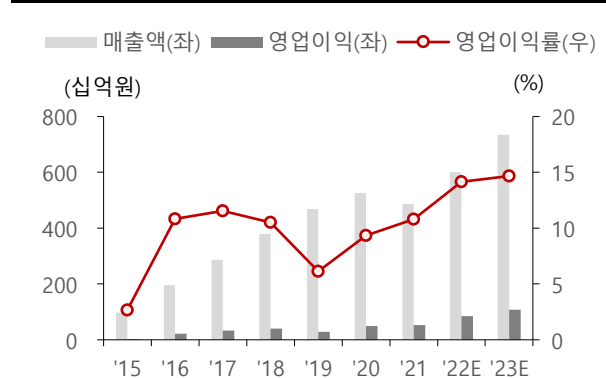
자료 : 스튜디오오드레곤, SK 증권

스튜디오오드레곤의 분기 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오오드레곤, SK 증권

스튜디오오드레곤의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오오드레곤, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.30	매수	94,000원	6개월		
2022.08.05	매수	125,000원	6개월	-35.28%	-24.32%
2022.02.24	매수	125,000원	6개월	-34.06%	-24.32%
2021.11.30	매수	125,000원	6개월	-31.83%	-24.40%



Compliance Notice

- 작성자(남효자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 9월 30일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228	233	409	539	687
현금및현금성자산	49	65	212	299	394
매출채권및기타채권	107	124	145	177	217
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	529	652	703	717	749
장기금융자산	180	242	172	172	172
유형자산	8	8	7	5	4
무형자산	230	298	378	359	356
자산총계	757	884	1,030	1,160	1,326
유동부채	132	184	317	364	422
단기금융부채	2	4	107	107	107
매입채무 및 기타채무	53	75	87	107	131
단기충당부채	5	5	6	7	9
비유동부채	16	17	30	100	172
장기금융부채	8	7	8	8	8
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	2	2	2	2
부채총계	148	200	347	464	594
지배주주지분	609	684	683	696	732
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	123	162	227	306	407
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	683	696	732
부채외자본총계	757	884	1,030	1,160	1,326

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5	-8	63	192	209
당기순이익(손실)	30	39	65	79	102
비현금성항목등	135	119	146	170	171
유형자산감가상각비	3	4	4	2	1
무형자산감가상각비	113	95	107	125	119
기타	5	9	9	6	8
운전자본감소(증가)	-144	-155	-129	-29	-27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-31	2	-20	-32	-40
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	19	14	20	24
기타	-101	-176	-122	-16	-11
법인세납부	-15	-11	-20	-28	-37
투자활동현금흐름	-16	27	-10	-93	-99
금융자산감소(증가)	-9	28	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-2	-2	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	-105	-116
기타	1	1	-6	13	18
재무활동현금흐름	0	-3	93	-11	-15
단기금융부채증가(감소)	1	-1	100	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-2	-1	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-6	-11	-15
현금의 증가(감소)	-11	16	147	87	95
기초현금	60	49	65	212	299
기말현금	49	65	212	299	394
FCF	117	145	90	75	82

자료 : 스튜디오투레온, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	526	487	600	735	902
매출원가	451	407	483	583	709
매출총이익	75	80	117	152	193
매출총이익률 (%)	14.2	16.4	19.5	20.7	21.4
판매비와관리비	26	27	32	44	54
영업이익	49	53	85	108	139
영업이익률 (%)	9.3	10.8	14.2	14.7	15.4
비영업손익	-8	-1	-2	0	-1
순금융비용	-2	-1	8	-1	-3
외환관련손익	-5	6	5	5	5
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	42	52	83	108	138
세전계속사업이익률 (%)	7.9	10.7	13.8	14.6	15.3
계속사업법인세	12	13	18	28	37
계속사업이익	30	39	65	79	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	65	79	102
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.8	10.8	11.3
지배주주	30	39	65	79	102
지배주주귀속 순이익률(%)	5.63	8.02	10.84	10.75	11.27
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	32	74	-1	13	36
지배주주	32	74	-1	13	36
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	165	152	196	235	259

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	12.2	-7.4	23.2	22.5	22.7
영업이익	71.1	7.0	61.7	26.9	28.7
세전계속사업이익	25.7	25.2	58.9	30.1	28.7
EBITDA	13.6	-8.3	29.2	19.9	10.4
EPS(계속사업)	10.9	24.6	66.6	21.4	28.7
수익성 (%)					
ROE	5.7	6.0	9.5	11.5	14.2
ROA	4.4	4.8	6.8	7.2	8.2
EBITDA마진	31.5	31.1	32.6	31.9	28.7
안정성 (%)					
유동비율	172.8	126.6	129.0	148.0	162.6
부채비율	24.3	29.3	50.8	66.7	81.2
순차입금/자기자본	-14.8	-8.6	-15.3	-27.5	-39.2
EBITDA/이자비용(배)	285.4	194.9	42.8	20.7	17.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,044	1,301	2,168	2,632	3,387
BPS	20,309	22,785	22,758	23,194	24,385
CFPS	5,140	4,603	5,861	6,859	7,395
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	88.7	83.9	43.6	35.9	27.9
PER(최저)	66.2	63.3	29.2	24.0	18.7
PBR(최고)	4.6	4.8	4.2	4.1	3.9
PBR(최저)	3.4	3.6	2.8	2.7	2.6
PCR	18.0	19.8	10.9	9.3	8.7
EV/EBITDA(최고)	16.3	21.2	14.0	11.3	9.9
EV/EBITDA(최저)	11.2	15.9	9.2	7.3	6.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
남효지

hynam@sk.com.kr
02-3773-9288

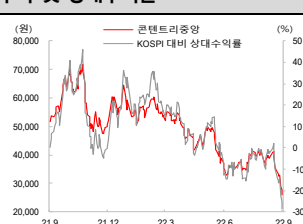
Company Data

자본금	96 십억원
발행주식수	1,764 만주
자사주	16 만주
액면가	5,000 원
시가총액	499 십억원
주요주주	
중앙홀딩스(외2)	42.06%
국민연금공단	11.23%
외국인지분률	1.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/29)	26,000 원
KOSPI	2169.29 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	71,900 원
52주 최저가	26,000 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-36.9%	-27.8%
6개월	-50.0%	-37.1%
12개월	-49.8%	-28.3%

콘텐츠리중앙 (036420/KS | 매수(유지) | T.P 44,000 원(하향))

오랜만에 흑전

- 3Q22 영업이익 51 억원으로 오랜만에 흑전, 컨센서스 114 억원은 하회 전망. 방송 영업 적자 34 억원, 극장 영업이익 86 억원 예상
- 플레이타임 인수, 메가박스와 패키지 판매, 유통 경쟁력 통해 안정적 수익 창출 기대
- 대외 불확실성 고려해 목표주가 4.4 만원으로 하향하나 내년 시즌 2 작품 많아 방송 사업 실적 상향 및 작품 기대감 반영될 가능성 고려 필요

3Q22 매출액 2,659 억원(YoY 88.7%), 영업이익 51 억원(YoY 흑전) 전망

방송 부문은 <인사이더>, <모범형사 시즌 2> 등 캡티브 작품과 넷플릭스 오리지널 <모범가족>, <수리남> 및 논캡티브 작품 일부 있었지만 7 월 이후 수목 슬롯이 비어있어 방영 편 수 감소, 연결 레이블 적자 및 무형자산 상각비가 지속 반영되며 영업 적자 34 억원을 기록할 것으로 예상된다. 극장 부문은 박스오피스 회복, <범죄도시 2> 투자 수익이 반영되며 영업이익 86 억원이 예상된다.

극장+실내놀이터로 오프라인 엔터테인먼트 테넌트 입지 공고히 확보

8/29 동사는 실내 놀이터 1 위 업체 플레이타임그룹의 지분 100%를 1,250 억원에 인수했다. 인수를 위한 추가적인 자금 조달은 없다. 코로나 19 이전인 '19 년 매출은 598 억원, 영업이익 72 억원을 기록, 올해 5 월부터 매출이 빠르게 회복되며, 5~6 월 매출은 전년동기비 24% 증가했다. 향후 메가박스와 멤버십 통합, 패키지 상품 판매, 유연한 인력 운영을 통해 안정적인 수익을 창출할 것으로 기대된다.

목표주가 4.4 만원으로 하향하나 방송 실적 상향 가능성 주시 필요

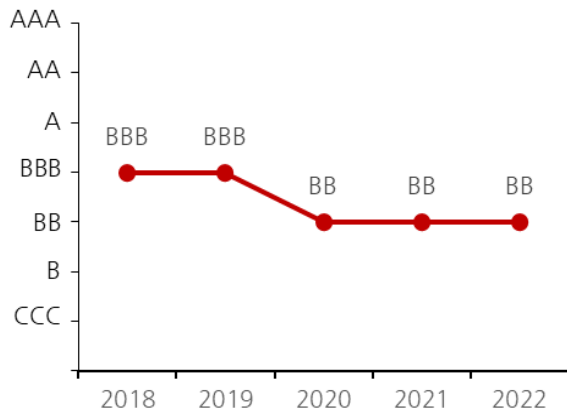
최근 한달 간 동사 주가 변동성이 매우 컸다. 대외적 변수가 많은 상황에서 상대적으로 실적 안정성이 낮아 투자 불안 심리가 과도하게 반영된 것으로 보인다. 기존 방송 사업에 적용했던 멀티플 할증을 제거해 방송 사업 가치 9,236 억원, 극장 사업 5,025 억원으로 조정, 목표주가를 44,000 원으로 하향한다. 그러나 올해 말 <재벌집 막내아들> 방영, 내년부터 넷플릭스에서 시즌 2 작품이 많아 방송 사업에 대한 실적 상향 가능성 및 반영될 기대감에 대한 룬은 열어놓을 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	530	360	677	892	1,059	1,228
yoy	%	3.7	-32.1	88.0	31.7	18.7	16.0
영업이익	십억원	34	-59	-57	-20	36	53
yoy	%	-2.6	적전	적지	적지	흑전	44.0
EBITDA	십억원	122	45	107	153	188	179
세전이익	십억원	19	-170	-62	-10	16	25
순이익(지배주주)	십억원	1	-135	-53	-19	8	19
영업이익률%	%	6.4	-16.3	-8.5	-2.2	3.4	4.3
EBITDA%	%	23.0	12.4	15.7	17.2	17.7	14.6
순이익률	%	2.0	-42.8	-7.4	-1.9	1.0	1.4
EPS(계속사업)	원	-33	-8,115	-4,424	-1,001	411	999
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	63.2	26.0
PBR	배	1.7	3.2	5.7	2.9	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	9.1	33.7	21.9	12.5	11.2	12.5
ROE	%	0.3	-52.6	-28.4	-11.1	4.4	9.6
순차입금	십억원	459	808	770	773	947	1,073
부채비율	%	176.2	459.1	221.8	235.1	260.9	260.3

ESG 하이라이트

콘텐츠리중앙의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
콘텐츠리중앙 종합 등급	BB	NA	NA
환경(Environment)	6.7	NA	NA
사회(Social)	43.6	NA	NA
지배구조(Governance)	40.6	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
스튜디오드래곤	BBB	NA	NA
NEW	BBB	NA	NA
에이스토리	NA	NA	NA
CJ CGV	A	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 콘텐츠리중앙 ESG 평가

콘텐츠 업계 전반적으로 ESG 경영에 대한 관심이 타 업종 대비 부진. 특히 업종 특성상 환경 부문에서는 점수를 높이기 쉽지 않음

JTBC가 ESG 캠페인을 진행하는 등 최근 ESG 경영 활동을 늘려가고 있지만 제이콘텐츠리 및 산하 스튜디오에서는 아직까지 ESG 활동 사례 및 기준이 부족한 상황

자료: SK 증권

콘텐츠리중앙의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

콘텐츠리중앙의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.27	사회 (Social)	SKT와 청각장애인들의 시청권 향상을 위해 AI 영상자막기술 공동개발

자료: 주요 언론사, SK 증권

목표주가 산출

구분	내용	비고
1) 극장 사업 가치	502.5	
3Q22~2Q23 합산 EBITDA	80.6	
Target Multiple	6.9x	글로벌 극장 Peers의 평균대비 20% 할인
2) 방송 사업 가치	923.6	
3Q22~2Q23 합산 EBITDA	118.0	
Target Multiple	14.5x	최근 2년 평균 EV/EBITDA 적용
합산 가치(십억원)	1,426.1	
순차입금(십억원)	593.4	
적정 시총(십억원)	832.7	
주식 수(천주)	19,015	
적정 주가(원)	43,791	
목표 주가(원)	44,000	반올림 적용
현재 주가(원)	26,000	9/28 종가 기준
상승 여력	69.2%	

자료: SK 증권

수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	120.1	140.9	195.7	260.4	135.6	265.9	216.3	274.2	363.9	717.1	892.0	1,058.8
방송	101.6	112.6	160.5	184.2	111.0	194.3	142.0	198.0	250.9	558.9	645.2	744.2
영화	18.1	23.1	30.0	32.7	22.5	59.9	71.9	73.7	104.5	104.0	228.1	306.1
영업이익	-3.7	-20.9	-30.1	-2.7	-31.8	-1.3	5.1	8.4	-56.8	-57.4	-19.6	36.5
방송	16.2	-2.0	-12.6	13.3	-11.1	-4.1	-3.4	1.8	16.6	15.0	-16.7	9.7
영화	-19.0	-17.9	-17.9	-16.0	-19.1	3.2	8.6	6.6	-65.5	-70.9	-0.7	27.1
영업이익률	-3.1%	-14.8%	-15.4%	-1.0%	-23.5%	-0.5%	2.4%	3.1%	-15.6%	-8.0%	-2.2%	3.4%
방송	16.0%	-1.7%	-7.8%	7.2%	-10.0%	-2.1%	-2.4%	0.9%	6.6%	2.7%	-2.6%	1.3%
영화	-105.1%	-77.3%	-59.8%	-49.0%	-84.9%	5.4%	11.9%	9.0%	-62.7%	-68.2%	-0.3%	8.9%
YoY growth rate												
매출액	16.6%	84.6%	110.2%	185.0%	12.8%	88.7%	10.5%	5.3%	-34.3%	97.1%	24.4%	18.7%
방송			159.8%	166.4%	9.3%	72.6%	-11.6%	7.5%		326.8%	15.4%	15.3%
영화	-56.1%	83.9%	1.9%	53.8%	24.6%	159.0%	139.4%	125.3%	-67.4%	-0.5%	119.3%	34.2%
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	흑전
방송			적전	862.1%	적전	적지	적지	적전			적전	흑전
영화	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	적지	흑전
당기순이익	-5.9	-32.0	-17.6	5.7	-8.0	-11.3	0.6	2.1	-154.0	-49.8	-16.5	11.1
지배주주순이익	-10.9	-28.8	-20.1	7.3	-13.1	-8.0	0.4	1.5	-134.9	-52.5	-19.2	7.9

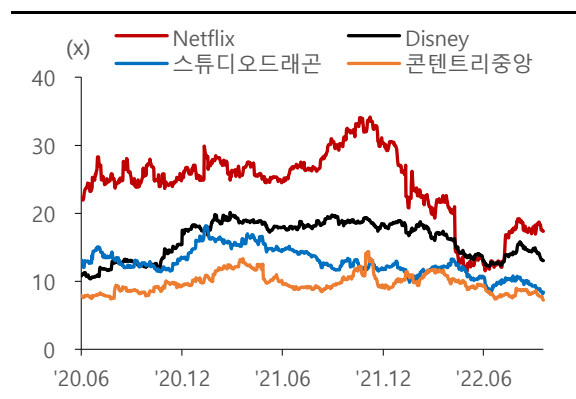
자료: 콘텐츠리중앙, SK 증권

콘텐츠리중앙 하반기 예상 콘텐츠 라인업

NO.	방영	방영일	타이틀	극본	주연	제작
1	JTBC	6.8 ~ 7.28	인사이드	문만세	강하늘, 이유영	에이스팩토리, SL
2	JTBC	6.4 ~ 7.24	클리닝 업	최경미	엄정화, 전소민	SL, 드라마하우스
3	JTBC	7.30~9.18	모범형사 시즌2	최진원	손현주, 장승조	SL, 블라썸스토리
4	JTBC	9.24 ~ 11.13	디 앰파이어: 법의 제국		안재욱, 김선아	셀트리온엔터테인먼트, SL
5	JTBC	11.19 ~	재벌집 막내아들	김태희	송중기, 이성민	래몽래인, SL
6	JTBC	-	닥터 차정숙		엄정화, 김병철	스튜디오앤뉴
7	JTBC	-	사랑의 이해	이서현	유연석, 문가영	SL
8	JTBC	-	대행사	송수한	이보영, 조성하	하우픽쳐스, 드라마하우스, 스튜디오, SL
9	Netflix	8.12	모범가족(Netflix)	이재곤	정우, 박희순	프로덕션에이치
10	Netflix	9.9	수리남(Netflix)	윤종빈, 권성휘	하정우, 황정민	BA엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
11	Disney+	11. ~	카지노	강윤성	최민식, 손석구	아크미디어, BA엔터테인먼트, 씨제스엔터테인먼트
12	Netflix	-	종이의 집 2 (Netflix)	류웅재	유지태, 박해수	콘텐츠지움
13	KBS	4.2~ 9.18	현재는 아름다워	하명희	윤시윤, 배다빈	드라마하우스, 스튜디오, 콘텐츠지움
14	KBS2	8.10 ~ 9.29	당신이 소원을 말하면	조령수	지창욱, 성동일	클라이맥스 스튜디오, 에이앤코리아
15	tvN	10.8 ~ 11.27	슈룹	박바라	김혜수, 문상민	스튜디오드래곤, 하우픽쳐스
16	ENA	8.24 ~ 10.13	굿잡	김정애, 권희경	정일우, 권유리	에인ENM, 프로덕션에이치
17	TVING	10. ~	몸값	전우성, 최병윤	진선규, 전종서	클라이맥스 스튜디오, SL
18	WAVE	-	미라클	이효진	찬희, 강민아	프로덕션에이치
19	HBO	-	The White House Plumbers			wiip
20	영화	-	Mona Lisa and the Blood Moon			wiip

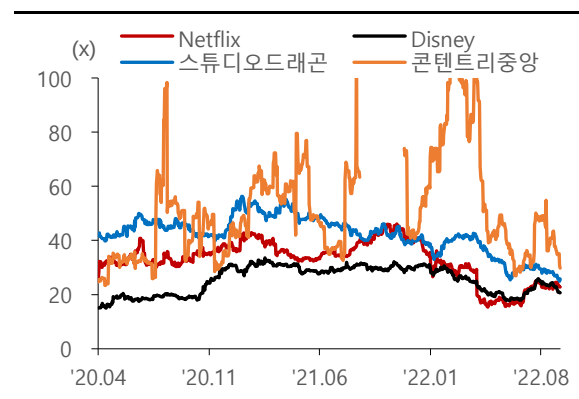
주: 언론 보도, SK 증권

Peer 12MF P/E 추이



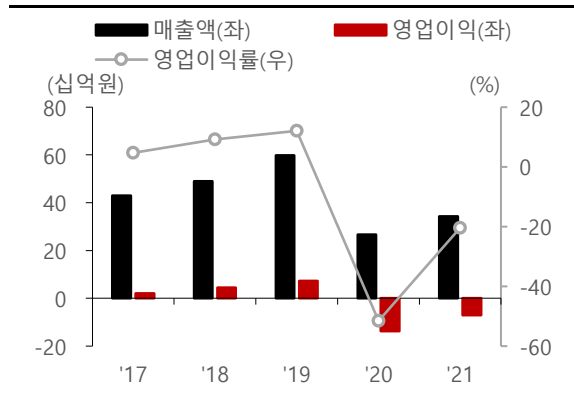
자료: Bloomberg, SK 증권

Peer EV/EBITDA 추이



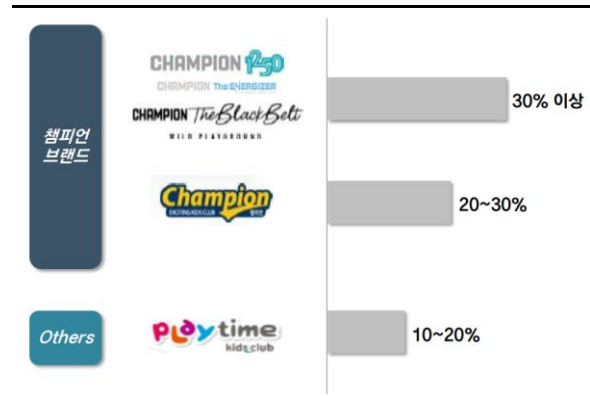
자료: Bloomberg, SK 증권

플레이타임그룹 연간 실적 추이



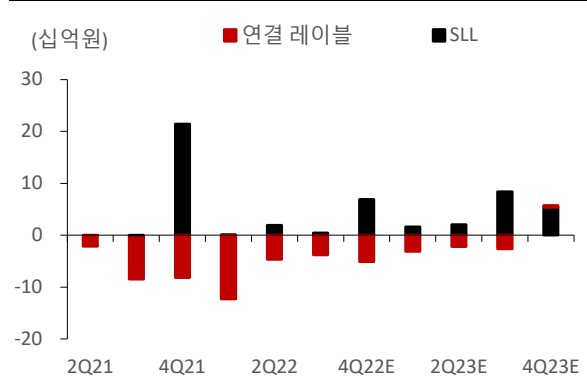
자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

챔피언 브랜드별 영업이익률



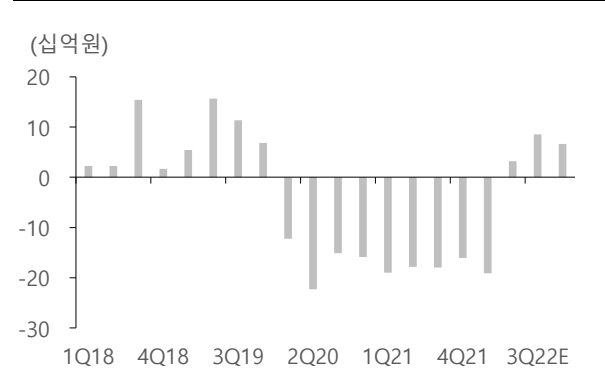
자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

SLL, 연결 자회사 영업이익 추이 및 전망



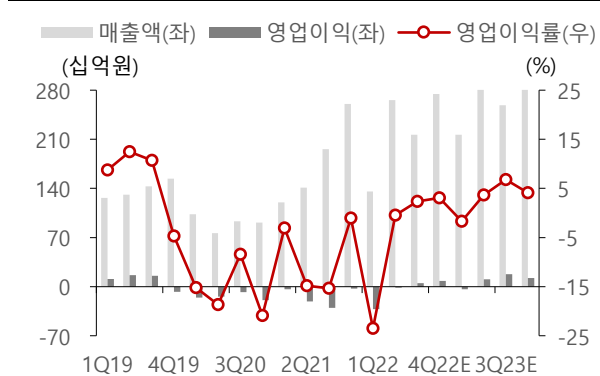
자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

메가박스 분기 이익 추이 및 전망



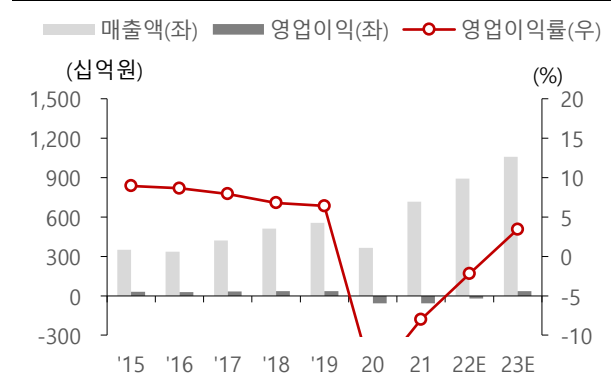
자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

콘텐츠리중앙의 분기 실적 추이 및 전망



자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

콘텐츠리중앙의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 콘텐츠리중앙, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.30	매수	44,000원	6개월		
2022.08.10	매수	58,000원	6개월	-35.29%	-27.59%
2022.04.22	매수	69,000원	6개월	-29.19%	-6.38%
2022.02.14	매수	69,000원	6개월	-20.86%	-6.38%
2021.11.30	매수	69,000원	6개월	-21.33%	-6.38%



Compliance Notice

- 작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 9월 30일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	330	701	857	932	876
현금및현금성자산	125	321	289	294	167
매출채권및기타채권	72	183	227	270	313
재고자산	26	76	94	112	129
비유동자산	1,146	1,545	1,599	1,801	1,960
장기금융자산	105	214	216	216	216
유형자산	274	184	157	155	173
무형자산	273	522	448	431	420
자산총계	1,476	2,246	2,456	2,732	2,837
유동부채	645	642	904	975	1,048
단기금융부채	471	337	519	519	519
매입채무 및 기타채무	52	94	117	139	161
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	566	905	819	1,000	1,002
장기금융부채	547	834	699	877	877
장기매입채무 및 기타채무	0	37	84	84	84
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,212	1,548	1,723	1,975	2,049
지배주주지분	194	175	172	187	213
자본금	82	91	96	96	96
자본잉여금	154	176	179	179	179
기타자본구성요소	-5	-5	-4	-4	-4
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
이익잉여금	-52	-105	-124	-116	-97
비지배주주지분	70	522	561	570	574
자본총계	264	698	733	757	787
부채외자본총계	1,476	2,246	2,456	2,732	2,837

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	52	-114	19	-3	50
당기순이익(손실)	-154	-50	-17	11	17
비현금성항목등	207	188	181	177	161
유형자산감가상각비	54	60	56	62	43
무형자산감가상각비	50	104	116	90	84
기타	81	-4	-1	-5	-5
운전자본감소(증가)	9	-246	-155	-186	-122
매출채권및기타채권의 감소(증가)	26	-119	-26	-42	-43
재고자산감소(증가)	-14	-42	-15	-18	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	40	18	22	22
기타	30	-125	-132	-148	-83
법인세납부	-10	-6	10	-5	-7
투자활동현금흐름	-336	-280	-109	-109	-105
금융자산감소(증가)	-63	-59	-66	0	0
유형자산감소(증가)	-41	-15	-10	-60	-60
무형자산감소(증가)	-180	-10	-36	-73	-73
기타	-52	-196	3	23	28
재무활동현금흐름	345	585	59	117	-71
단기금융부채증가(감소)	152	-39	-15	0	0
장기금융부채증가(감소)	273	248	54	178	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0	0
기타	-78	376	21	-61	-71
현금의 증가(감소)	61	196	-32	5	-127
기초현금	64	125	321	289	294
기말현금	125	321	289	294	167
FCF	-168	-36	-1	-140	-88

자료 : 콘텐츠리중앙, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	360	677	892	1,059	1,228
매출원가	235	518	675	769	885
매출총이익	125	159	217	290	343
매출총이익률 (%)	34.7	23.6	24.4	27.4	27.9
판매비와관리비	184	217	237	253	290
영업이익	-59	-57	-20	36	53
영업이익률 (%)	-16.3	-8.5	-2.2	3.4	4.3
비영업손익	-111	-5	10	-21	-28
순금융비용	16	28	27	38	44
외환관련손익	-3	5	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	-3	10	27	10	9
세전계속사업이익	-170	-62	-10	16	25
세전계속사업이익률 (%)	-47.2	-9.2	-1.1	1.5	2.0
계속사업법인세	-21	14	7	5	7
계속사업이익	-149	-76	-17	11	17
중단사업이익	-5	26	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-154	-50	-17	11	17
순이익률 (%)	-42.8	-7.4	-1.9	1.0	1.4
지배주주	-135	-53	-19	8	19
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.45	-7.76	-2.15	0.74	1.56
비지배주주	-19	3	3	3	-2
총포괄이익	-154	-45	-3	24	30
지배주주	-135	-50	-12	15	26
비지배주주	-19	5	9	9	4
EBITDA	45	107	153	188	179

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-32.1	88.0	31.7	18.7	16.0
영업이익	적전	적지	적지	흑전	44.0
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	56.5
EBITDA	-63.5	138.9	43.7	22.6	-4.8
EPS(계속사업)	적전	적지	적지	흑전	143.0
수익성 (%)					
ROE	-52.6	-28.4	-11.1	4.4	9.6
ROA	-11.7	-2.7	-0.7	0.4	0.6
EBITDA마진	12.4	15.7	17.2	17.7	14.6
안정성 (%)					
유동비율	51.2	109.1	94.8	95.5	83.6
부채비율	459.1	221.8	235.1	260.9	260.3
순차입금/자기자본	306.3	110.3	105.5	125.1	136.3
EBITDA/이자비용(배)	2.0	2.9	2.8	3.1	2.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-8,115	-4,424	-1,001	411	999
BPS	11,841	9,586	8,968	9,752	11,125
CFPS	-1,964	6,288	8,010	8,304	7,586
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	157.1	64.6
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	63.2	26.0
PBR(최고)	3.7	7.5	7.2	6.6	5.8
PBR(최저)	1.7	3.8	2.9	2.7	2.3
PCR	-19.3	8.7	3.3	3.1	3.4
EV/EBITDA(최고)	33.8	24.4	17.0	14.8	16.3
EV/EBITDA(최저)	26.9	18.3	12.5	11.2	12.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
남효지

hynam@sk.com
02-3773-9288

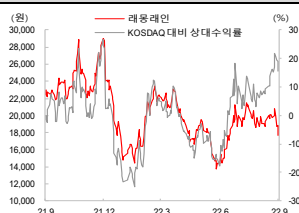
Company Data

자본금	3 십억원
발행주식수	626 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	111 십억원
주요주주	
위지웍스튜디오(외2)	34.52%
SBI-성장사다리	
코넥스 활성화펀드	8.42%
제2호	
외국인지분률	0.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/29)	17,650 원
KOSDAQ	673.87 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	29,000 원
52주 최저가	13,750 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	7.0%
6개월	-20.0%	10.1%
12개월	-23.1%	15.6%

래몽래인 (200350/KQ | Not Rated)

장르, 형태, 미디어를 넘나드는 제작 맛집

- 올해 제작 편 수 9 편, 내년부터 연간 10 편 이상 제작 목표
- 올해 실적에 가장 크게 기여할 작품은 4Q22 방영 예정인 <재벌집 막내아들>, IP 공동 소유해 OTT 리쿠폰도 우호적
- '22E 영업이익은 최소 50 억원 이상 기록 예상. IP 보유 비율 높이고 있고, 뉴미디어향 드라마 제작과 함께 연 2~3 편 대작 제작으로 내년 실적 전망도 양호

안정적인 제작 레코드를 보유한 제작사

동사는 2007 년 설립된 드라마 제작사로 누적 30 편 이상의 드라마를 제작했다. 주요 작품은 <성균관 스캔들>, <산후조리원>, <시멘트 에리>가 있다. 연간 제작 편수는 9 편 까지 늘어났고, 내년부터는 10 편+ 제작을 목표로 하고 있다. 외주 제작 중심에서 IP 를 보유하는 수익 모델로 전환하고 있다. <재벌집 막내아들>뿐만 아니라 내년 방영으로 예상되는 <백설공주에게 죽음을>, <마에스트라> 등 IP 보유 비율을 높이고 있다.

올해 무게의 중심은 4 분기

올해 동사 실적에 가장 크게 기여할 작품은 4 분기 JTBC 에서 방영 예정인 송중기 주연의 <재벌집 막내아들>이다. 해당 작품의 제작비는 352 억원으로 SLL 중앙과 IP 를 공동으로 소유하고, 해외 OTT 에 동시 방영권을 판매해 상당히 높은 리쿠폰을 기록할 것으로 예상된다. 상반기 누적 실적은 매출액 266 억원(YoY 265%), 영업이익 -11 억원으로 방영작 부재, 제작 지연 영향으로 소폭 적자를 기록했으나, 올해 영업이익은 보수적으로 계산해도 최소 50 억원 이상을 기록할 것으로 예상된다.

올해 무게의 중심은 4 분기

<재벌집 막내아들>이 4Q22 와 1Q23 실적에 걸쳐 반영이 되고, <마에스트라>, <직필> 등의 대작도 준비 중이다. 또한 동사가 강점을 가지고 있는 뉴미디어향 미드/숏폼 드라마는 수익성이 상당히 높기 때문에 연간 2~3 편의 대작과 함께 제작 밸런스를 맞추면 안정적인 실적 성장으로 이어질 수 있다. 꾸준히 늘어나는 작품 수, 높아지는 IP 보유 비율, 활발히 전개하는 2 차 저작권 사업 등으로 수익성 개선이 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	14	18	11	20	35	41
yoy	%	-7.8	27.7	-39.1	81.2	73.2	18.4
영업이익	십억원	1	-8	-1	1	4	3
yoy	%	-29.5	적전	적지	흑전	186.0	-14.7
EBITDA	십억원	1	-8	-1	1	4	4
세전이익	십억원	1	-10	2	1	2	3
순이익(지배주주)	십억원	1	-10	1	1	3	2
영업이익률%	%	3.7	-45.6	-12.0	6.5	10.7	7.7
EBITDA%	%	4.6	-44.3	-11.9	7.4	11.4	8.6
순이익률	%	4.6	-56.4	11.6	7.4	9.1	5.7
EPS	원	323	-4,785	641	487	691	465
PER	배	27.1	N/A	1.5	9.3	26.5	51.6
PBR	배	1.7	9.6	0.7	2.1	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	31.5	N/A	N/A	11.2	24.3	40.2
ROE	%	6.6	-171.6	64.7	24.3	19.1	6.8
순차입금	십억원	2	4	2	1	-5	-8
부채비율	%	121.4	953.7	151.4	78.8	16.1	61.8

ESG 하이라이트

래몽래인의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이

N.A

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
래몽래인 종합 등급	N.A	N.A	N.A
환경(Environment)	N.A	N.A	N.A
사회(Social)	N.A	N.A	N.A
지배구조(Governance)	N.A	N.A	N.A
<비교업체 종합 등급>			
에이스토리	N.A	N.A	N.A
키이스트	N.A	N.A	N.A
삼화네트웍스	N.A	N.A	N.A
팬엔터테인먼트	N.A	N.A	N.A

자료: 지속가능발전소, SK 증권

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 래몽래인 ESG 평가

래몽래인의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

래몽래인의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.07.21	사회 (Social)	드라마예능영화까지...성 소수자 사랑 다룬 '귀여 콘텐츠' 판 커진다

자료: 주요 언론사, SK 증권

래몽래인 실적 table

(단위: 십억원)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2019	2020	2021
매출액	144	193	126	140	20.0	34.7	41.0
YoY growth rate					81.2%	73.2%	18.4%
매출총이익	2.6	1.9	-0.5	1.6	2.5	5.7	5.9
GPM	17.7%	10.0%	-3.8%	11.3%	12.6%	16.4%	14.3%
판매비	0.7	0.8	1.2	1.0	1.2	2.0	2.7
인건비	0.3	0.3	0.4	0.4	0.9	0.9	1.3
지급수수료	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.5	0.5
감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4
영업이익	1.9	1.1	-1.7	0.6	1.3	3.7	3.2
YoY growth rate					흑전	186.0%	-14.7%
OPM	13.2%	5.7%	-13.2%	4.0%	6.5%	10.7%	7.7%
당기순이익	1.8	0.3	-1.8	0.5	1.5	3.2	2.3

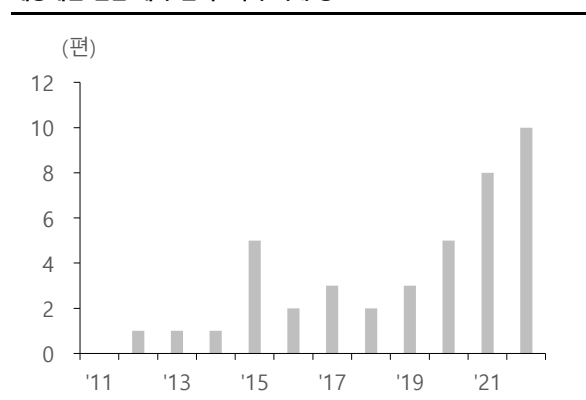
자료: DART, SK 증권

래몽래인 예상 작품 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	부작	제작사	연출	극본	주연	장르
2022	1	WATCHA	시멘틱에러	2.16	8	래몽래인, AXIS	김수정	제이션	박새함, 박재찬	BL 로맨스
	2	tving	뉴노멀진	6.10	12	래몽래인	최선미	최선미	정혜성, 황승언	오피스
	3	olleh tv	신병	7.22	10	이미지나인컴즈, 네오엔터테인먼트	민진기	장빠쭈	김민호, 남태우	군대
	4	KBS2	LISTEN-UP	7.3	-	래몽래인 이미지나인컴즈	-	-	-	음악 예능
	5	tving	잔혹한 인턴	4Q22	12	CJ ENM, 래몽래인	한상재	박연경	라미란, 엄지원	드라마, 휴먼 코미디
	6	JTBC	재벌집 막내아들	4Q22	16	SLL중앙, 래몽래인	정대윤	김태희	송중기, 이성민	판타지, 복수극
2023	1	WAVE	백설공주에게 죽음을	2023	16	허든시퀀스	변영주	서주연	변요한, 고준	미스터리, 스릴러
	2	채널A	가면의 여왕	2023	-	래몽래인	-	임재민	김선아	미스터리 스릴러
	3	-	트랙터는 사랑을 싣고	2023	-	래몽래인 스튜디오앤뉴	-	최이윤	-	농촌 힐링 BL 로맨스
	4	-	직필	2023	-	래몽래인	조범구	김소로	-	미스터리 픽션 사극
	5	-	오아시스	2023	-	래몽래인	한희	정형수	추영우, 장동윤	정통 서사극
	6	-	환생경찰	2023	-	래몽래인	신윤섭	백철현	-	판타지 수사 액션
	7	-	마에스트라	2023	-	래몽래인	-	홍정희	-	미스터리 치정 스릴러
	8	-	신병 2	2023	-	래몽래인	민진기	장빠쭈	김민호, 남태우	군대
2024	1	-	조국과 민족	2023	-	래몽래인	백승환	권성휘	-	느와르 시대극

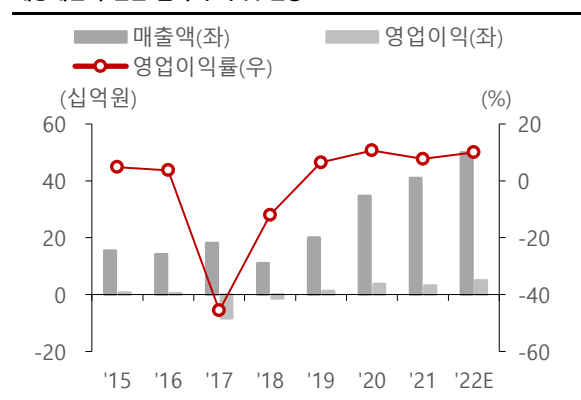
자료: 래몽래인, 언론 보도, SK 증권

래몽래인 연간 제작 편 수 지속 확대 중



자료: 래몽래인, SK 증권

래몽래인의 연간 실적 추이 및 전망



자료: 래몽래인, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2022.09.30 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(남효자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 9 월 30 일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	10	6	12	20	63
현금및현금성자산	0	1	3	8	23
매출채권및기타채권	4	0	1	2	5
재고자산	4	2	4	5	4
비유동자산	2	1	5	8	9
장기금융자산	1	1	0	1	2
유형자산	0	0	0	0	1
무형자산	1	0	0	0	1
자산총계	13	7	17	28	72
유동부채	9	3	7	3	25
단기금융부채	3	3	4	3	13
매입채무 및 기타채무	1	0	1	0	5
단기충당부채				0	
비유동부채	2	1	0	0	2
장기금융부채	2	1	0		2
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					0
부채총계	11	4	7	4	28
지배주주지분	1	3	9	24	45
자본금	1	1	2	2	3
자본잉여금	18	18	23	33	51
기타자본구성요소	0	0	0	1	1
자기주식					
이익잉여금	-18	-17	-15	-12	-10
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1	3	9	24	45
부채외자본총계	13	7	17	28	72

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	-2	1	-4	-1	0
당기순이익(손실)	-10	1	1	3	2
비현금성항목등	3	2	0	1	1
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	3	2	0	1	1
운전자본감소(증가)	6	-2	-6	-6	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1	3	0	-1	-3
재고자산감소(증가)	7	3	-2	0	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-1	0	0	5
기타	-3	-1	-4	-6	-12
법인세납부					
투자활동현금흐름	0	0	-1	0	-14
금융자산감소(증가)	0	0		-1	0
유형자산감소(증가)	0		0	0	0
무형자산감소(증가)			0	0	-1
기타	0	0	29	1	13
재무활동현금흐름	0	0	7	7	29
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2	2	4
장기금융부채증가(감소)			0	0	7
자본의증가(감소)			5	5	18
배당금의 지급					
기타			4		
현금의 증가(감소)	-2	1	2	5	15
기초현금	2	0	1	3	8
기말현금	0	1	3	8	23
FCF	0	-2	-3	-1	-15

자료 : 래몽래인, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	18	11	20	35	41
매출원가	23	10	17	29	35
매출총이익	-5	1	3	6	6
매출총이익률 (%)	-28.0	12.8	12.6	16.4	14.3
판매비와관리비	3	3	1	2	3
영업이익	-8	-1	1	4	3
영업이익률 (%)	-45.6	-12.0	6.5	10.7	7.7
비영업손익	-2	3	0	-2	0
순금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	-10	2	1	2	3
세전계속사업이익률 (%)	-57.7	15.5	7.4	6.2	7.0
계속사업법인세	0	0	0	-1	1
계속사업이익	-10	1	1	3	2
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-10	1	1	3	2
순이익률 (%)	-56.4	11.6	7.4	9.1	5.7
지배주주	-10	1	1	3	2
지배주주귀속 순이익률(%)	-53.52	11.77	7.37	9.1	5.69
비지배주주	-1	0	0	0	0
총포괄이익	-10	1	1	3	2
지배주주	-10	1	1	3	2
비지배주주					
EBITDA	-8	-1	1	4	4

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	27.7	-39.1	81.2	73.2	18.4
영업이익	적전	적지	흑전	186.0	-14.7
세전계속사업이익	적전	흑전	-13.6	45.7	33.2
EBITDA	적전	적지	흑전	167.0	-10.6
EPS(계속사업)	적전	흑전	-24.1	42.0	-32.7
수익성 (%)					
ROE	-171.6	64.7	24.3	19.1	6.8
ROA	-56.2	12.8	12.3	14.3	4.7
EBITDA마진	-44.3	-11.9	7.4	11.4	8.6
안정성 (%)					
유동비율	114.0	208.4	165.7	563.7	247.2
부채비율	953.7	151.4	78.8	16.1	61.8
순차입금/자기자본	316.7	82.7	5.6	-22.6	-18.4
EBITDA/이자비용(배)	-56.5	-7.3	4.8	25.2	15.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,785	641	487	691	465
BPS	557	1,424	2,127	4,753	7,145
CFPS	-4,668	648	548	746	540
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	9.7	12.6	26.5	56.3
PER(최저)	N/A	1.5	2.0	5.8	32.3
PBR(최고)	17.0	4.4	2.9	3.9	3.7
PBR(최저)	4.9	0.7	0.5	0.8	2.1
PCR	-1.1	1.5	8.2	24.6	44.5
EV/EBITDA(최고)	-3.0	-11.9	15.2	24.4	40.3
EV/EBITDA(최저)	-1.2	-3.6	1.9	2.3	21.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

남효지

hynam@sk.com

02-3773-9288

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	954 만주
자사주	26 만주
액면가	500 원
시가총액	176 십억원
주요주주	
이에스프로덕션(외1)	25.71%
CJ ENM	10.46%
외국인지분률	2.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/29)	18,400 원
KOSDAQ	673.87 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	49,550 원
52주 최저가	16,250 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.5%	-5.4%
6개월	-36.6%	-12.7%
12개월	-53.3%	-29.8%

에이스토리 (241840/KQ | Not Rated)

잘 만든 드라마 하나 가지고 있으니 아무것도 부럽지가 않아

- <이상한 변호사 우영우> 대성공으로 IP 기반 사업 다각화 빠르게 이뤄지고 있음
- 추가적인 비용 소모가 없는 매출 창출이 가능해져 수익성 개선
- 상반기 영업이익은 이미 작년 연간 이익을 상회, 올해 최소 50% 이상 성장 전망
- 내년 시즌제 대작 및 기대작 방영 예정되어 있고, IP를 보유해 수익 극대화, 작품 성공 확률이 연속적으로 높아지고 있어 지속적인 관심 필요

성공적인 수익 모델의 변화

동사는 외주 제작사로 시작해 2019 년 <킹덤 시즌 1>을 제작하며 넷플릭스 오리지널 시리즈를 경험, 이는 IP 보유의 중요성을 인지하는 계기가 되었다. 이에 2021 년 <지리산>을 통해 IP 셰어 모델로 진화, 올해는 <이상한 변호사 우영우>의 IP를 직접 보유해 큰 성공을 기록했다. <이상한 변호사 우영우>는 넷플릭스 글로벌 시청 시간 1 위, 인지도가 낮았던 채널 ENA에서 시청률 17.5%를 기록했다.

OIMU(One IP Multi Use) 전략 추구

<이상한 변호사 우영우>의 대성공으로 동사의 IP 기반 사업 다각화는 빠르게 이뤄지고 있다. 미국, 일본, 중국, 터키 등 많은 국가에서 리메이크 제안을 받았고, 리메이크되면 추가적인 매출 셰어를 받을 수 있다. 이 외에도 웹툰, 뮤지컬, 연극, 굿즈 등으로 확장되며 캐시카우 역할을 하고 있다. 또한 <킹덤> IP를 활용해 액션스퀘어와 게임 개발, 내년 출시 예정으로 출시 후 매출을 배분받게 된다. 아직 영상 콘텐츠 외 수익은 미미하지만, 3 분기부터 간접적인 IP 매출이 발생하며 점진적으로 IP 수익성을 높일 것으로 기대된다.

연속적인 흥행, 높아지는 성공 확률

상반기 누적 영업이익은 88 억원으로 작년 연간 이익을 이미 넘어섰다. 3 분기는 <우영우>와 <빅마우스> 방영 수익에 내년 방영 예정인 작품들의 제작 매출도 인식될 전망이다. 올해 이익은 전년대비 최소 50% 이상 성장이 전망되고, 내년에도 <유괴의 날>, <영나잇썸>, 박재범 작가의 대작 <무당>이 시즌제로 제작되어 실적 기여도가 높을 것으로 기대된다. <우영우> 방영 이후 주가 급등과 급락을 모두 경험, 동사는 IP 보유하며 수익 극대화, 작품 성공 확률이 지속 높아지고 있어 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	27	20	46	28	22	59
yoy	%	43.8	-26.3	130.8	-39.2	-21.8	166.4
영업이익	십억원	1	-3	1	-1	-1	7
yoy	%	-34.1	적전	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	십억원	1	-3	5	0	-1	7
세전이익	십억원	1	-3	1	-1	-8	17
순이익(지배주주)	십억원	1	-2	2	-1	-7	17
영업이익률%	%	3.3	-13.5	2.6	-3.8	-4.0	11.8
EBITDA%	%	3.4	-13.4	10.0	1.0	-2.7	12.5
순이익률	%	2.6	-12.2	5.0	-4.2	-33.4	28.9
EPS	원	108	-334	314	-143	-792	1,795
PER	배				N/A	N/A	16.7
PBR	배				2.2	11.1	5.2
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	215.6	N/A	39.8
ROE	%	10.2	-26.4	19.9	-4.6	-21.3	43.4
순차입금	십억원	-1	-3	-4	-23	-22	5
부채비율	%	21.7	36.1	52.2	4.3	79.6	104.8

ESG 하이라이트

에이스토리의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이

N.A

자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치의 에이스토리 ESG 평가

자료: SK 증권

에이스토리의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.09.05	사회 (Social)	NYT "우영우 신드롬, 한국사회에서 자폐증 관심 일으켜"

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
에이스토리 종합 등급	N.A	N.A	N.A
환경(Environment)	NA	NA	NA
사회(Social)	NA	NA	NA
지배구조(Governance)	NA	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
래온라인	NA	NA	NA
키아스트	NA	NA	NA
삼화네트웍스	NA	NA	NA
팬엔터테인먼트	NA	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

에이스토리의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

에이스토리 실적 table

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2019	2020	2021	2022E
매출액	16.2	25.3	4.9	12.4	30.6	28.8	28.2	22.1	58.9	100.4
YoY growth rate	272.3%	43069.3%	68.8%	-15.8%	89.1%	13.6%	-39.2%	-21.8%	166.4%	70.6%
매출총이익	2.0	6.5	1.1	3.4	6.9	5.1	2.5	3.3	13.0	
GPM	12.6%	25.5%	21.5%	27.6%	22.7%	17.9%	9.0%	15.1%	22.1%	
판매비	1.3	2.0	1.0	1.8	1.6	1.6	3.6	4.2	6.1	
인건비	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1	2.5	
지급수수료	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	1.0	
영업이익	0.8	4.5	0.0	1.7	5.3	3.5	-1.1	-0.9	6.9	17.4
YoY growth rate	흑전	흑전	흑전	196.1%	602.9%	-21.9%	적전	적지	흑전	151.2%
OPM	4.7%	17.7%	0.6%	13.3%	17.3%	12.2%	-3.8%	-4.0%	11.8%	17.3%
당기순이익	1.7	9.4	-1.8	7.7	4.2	2.4	-1.2	-7.4	17.0	17.9
YoY growth rate	1020.3%	흑전	적지	151.3%	144.3%	-74.4%	적전	적지	흑전	5.1%

자료: 에이스토리, SK 증권

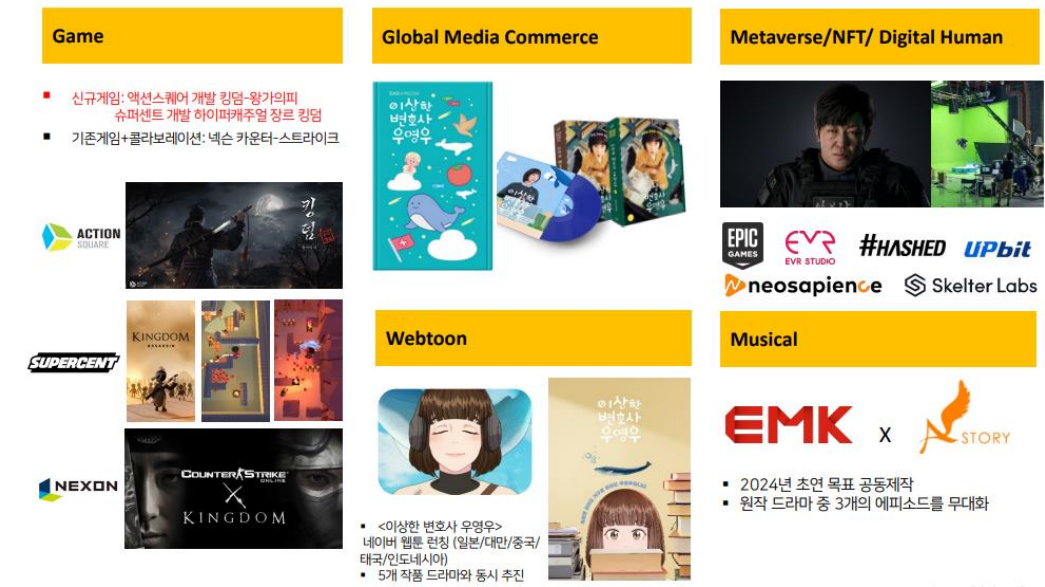
주: 2Q21 부터 연결 재무제표 기준/ 2022 년 값은 컨센서스 기준

에이스토리 예상 작품 라인업

연도	편성	타이틀	방송일	제작사	연출	극본	주연	장르
2022	SKY	이상한 변호사 우영우	6.29 ~ 8.18	에이스토리, 스튜디오지니, 남만크루	유인식	문지원	박은빈, 강태오	휴먼 법정물
	MBC	빅마우스	7.29 ~ 9.17	에이스토리, 스튜디오드래곤, A-MAN 프로젝트	오충환	하람	이종석, 임윤아	휴먼 느와르
	쿠팡플레이	SNL코리아	-	에이스토리	안상휘	김현희	-	버라이어티
	-	청와대 사람들	-	에이스토리	이철하	안상휘	차인표, 예지원	정치 풍자
2023	-	유괴의 날	1H23	에이스토리	박유영	김제영	-	블랙 코미디, 액션
	-	모래에도 꽃은 핀다	1H23	에이스토리	김진우	원유정	-	코믹로맨스, 스릴러
	-	영나잇썸	1H23	에이스토리	이길복	박서진	-	청춘 시대극
	-	화이트아웃	2H23	에이스토리	박준우	-	-	다큐멘터리
	-	무당	2H23	에이스토리	-	박재범	-	사이버펄크 액션
	-	약한 자는 살아남을 수 없다	2H23	에이스토리	-	김종민	-	-

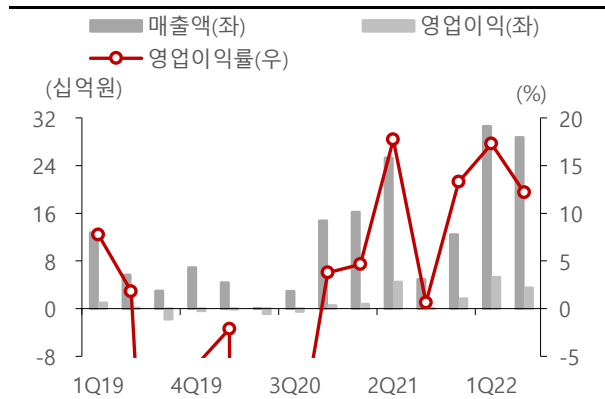
자료: 에이스토리, 언론 보도, SK 증권

콘텐츠 IP 기반 게임, 웹툰 등 사업 다각화



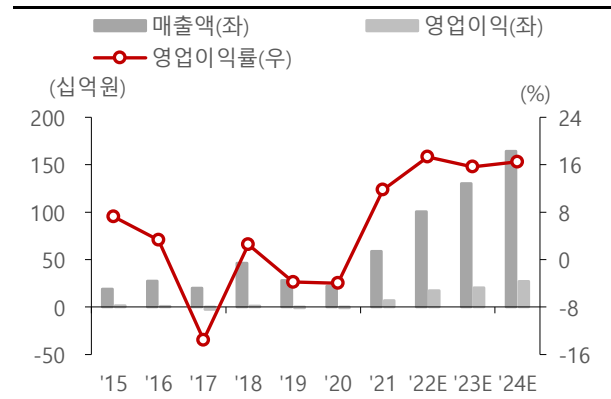
자료 : 언론 취합, SK 증권

에이스토리의 분기 실적 추이



자료 : 에이스토리, SK 증권

에이스토리의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 에이스토리, SK 증권

주: '22E, '23E, '24E 값은 컨센서스 기준

일시	투자의견	목표주가	과리율		
			목표가격 대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.30	Not Rated				
2021.04.15	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(남효자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 9 월 30 일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	8	11	32	46	79
현금및현금성자산	4	5	2	10	3
매출채권및기타채권	2	5	5	13	15
재고자산	1		3	9	23
비유동자산	6	8	9	9	18
장기금융자산	0	0	0		0
유형자산	0	0	0	0	1
무형자산		1		0	0
자산총계	14	19	40	55	98
유동부채	4	5	1	24	40
단기금융부채	1		0	0	19
매입채무 및 기타채무	0	1	0	4	12
단기충당부채	0	0	0	1	0
비유동부채	0	1	0	1	10
장기금융부채		1	0	0	10
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	4	7	2	24	50
지배주주지분	11	13	39	31	48
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	6	6	32	32	39
기타자본구성요소			0	0	-8
자기주식				-1	-8
이익잉여금	1	3	2	-6	11
비지배주주지분					
자본총계	11	13	39	31	48
부채외자본총계	14	19	40	55	98

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	-3	1	-8	7	-32
당기순이익(손실)	-2	2	-1	-7	17
비현금성항목등	0	8	2	8	-8
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비		3	1	0	0
기타	0	5	1	7	-8
운전자본감소(증가)	0	-10	-9	6	-41
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	-3	0	-8	-2
재고자산감소(증가)	-1	1	-3	-7	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	-1	3	9
기타	0	-15	-5	1	-39
법인세납부	0		0	0	
투자활동현금흐름	0	0	-21	3	-8
금융자산감소(증가)	0	0	-21	4	-8
유형자산감소(증가)	0	0	0	0	-1
무형자산감소(증가)				0	0
기타	0	0	0	1	1
재무활동현금흐름	5	0	25	-2	34
단기금융부채증가(감소)		-1	0	0	0
장기금융부채증가(감소)		1	-1	0	33
자본의증가(감소)	5		28		9
배당금의 지급					
기타	0		1		0
현금의 증가(감소)	2	1	-3	8	-7
기초현금	2	4	5	2	10
기말현금	4	5	2	10	3
FCF	-4	0	-5	-11	-6

자료 : 에이스토리, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	20	46	28	22	59
매출원가	21	43	26	19	46
매출총이익	-1	3	3	3	13
매출총이익률 (%)	-5.6	7.2	9.0	15.1	22.1
판매비와관리비	2	2	4	4	6
영업이익	-3	1	-1	-1	7
영업이익률 (%)	-13.5	2.6	-3.8	-4.0	11.8
비영업손익	0	0	0	-7	10
순금융비용	0	0	0	0	2
외환관련손익	0	0	0	0	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	
세전계속사업이익	-3	1	-1	-8	17
세전계속사업이익률 (%)	-15.2	3.0	-3.4	-34.2	28.0
계속사업법인세	-1	-1	0	0	-1
계속사업이익	-2	2	-1	-7	17
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-2	2	-1	-7	17
순이익률 (%)	-12.2	5.0	-4.2	-33.4	28.9
지배주주	-2	2	-1	-7	17
지배주주귀속 순이익률(%)	-12.16	4.99	-4.2	-33.4	28.93
비지배주주					
총포괄이익	-2	2	-1	-7	17
지배주주	-2	2	-1	-7	17
비지배주주					
EBITDA	-3	5	0	-1	7

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	-26.3	130.8	-39.2	-21.8	166.4
영업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
세전계속사업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	적전	흑전	-94.0	적전	흑전
EPS(계속사업)	적전	흑전	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	-26.4	19.9	-4.6	-21.3	43.4
ROA	-20.4	13.7	-4.0	-15.5	22.3
EBITDA마진	-13.4	10.0	1.0	-2.7	12.5
안정성 (%)					
유동비율	225.3	210.4	2,462.8	192.5	200.4
부채비율	36.1	52.2	4.3	79.6	104.8
순차입금/자기자본	-29.5	-34.0	-59.1	-70.1	10.8
EBITDA/이자비용(배)	-188.4	88.1	9.8	-120.8	4.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-334	314	-143	-792	1,795
BPS	1,425	1,730	4,143	3,445	5,795
CFPS	-331	781	20	-761	1,837
주당 현금배당금					
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)			N/A	N/A	28.6
PER(최저)			N/A	N/A	14.9
PBR(최고)			3.3	11.1	8.9
PBR(최저)			1.7	1.2	4.6
PCR			441.0	-50.1	16.4
EV/EBITDA(최고)	1.1	-0.9	381.6	-565.1	66.5
EV/EBITDA(최저)	1.1	-0.9	159.1	-29.2	35.6

memo

memo

memo
