

미디어 (비중확대/신규)

유미의 콘텐츠



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 23년에도 쉽지 않을 전망	4
1. OTT	4
2. IP	8
III. 제작비 X 드라마 편수 X 리콥울	11
1. 제작비 묻고 더블로 가	11
2. 리콥울	23
3. 드라마 편수	24
IV. 23년 국내 제작사 전망	26
콘텐츠 수급 가속화에 따른 국내 드라마 제작사 수혜 기대	26
V. Peer Group	28
Appendix	30
Top Picks 및 관심종목	35
스튜디오드래곤 (253450)	36
CJ ENM (035760)	42
콘텐츠리중앙 (036420)	52
래몽래인 (200350)	59
에이스토리 (241840)	63

I. Investment Summary

미디어 업종에 대해 투자의견 '비중확대'로 커버리지를 개시한다.

스튜디오드래곤(매수, 목표주가 88,000원)을 업종 내 탑픽으로 제시하며, CJ ENM(매수, 목표주가 100,000원), 콘텐트리중앙(매수, 목표주가 33,000원)으로 커버를 시작한다.

산업 구조 재편에 따른 국내 제작사의 수혜가 기대된다. 과거 국내 제작사들의 작품 공급 가능한 전방처는 방송사 채널로 제한되었으나, 현재는 넷플릭스, 디즈니+, 티빙 등 다양한 OTT 플랫폼형 작품 공급이 가능하다. 산업이 구조적으로 성장하는 국면에서 제작사는 실적 성장성과 가시성 모두 잡을 수 있을 것으로 전망한다.

투자 포인트는 1) **고객 채널 확대에 따른 연간 제작 편수 증가**이다. 방송사 채널에만 의존했던 과거와 달리 글로벌 OTT 플랫폼 사업자의 등장으로 연간으로 편성 가능한 작품 수(Q)가 증가하였다.

2) **OTT 플랫폼간 경쟁 심화에 따른 제작 규모 확대**이다. 구독자수 성장 둔화에 대한 OTT 업체들의 실적 우려에도 콘텐츠 투자 규모는 지속 성장하고 있다. 구독자를 유인하기 위한 OTT 오리지널, 시즌제 작품 등의 투자가 집행되어야 하기 때문이다.

일반 작품 대비 오리지널, 시즌제 작품은 제작 규모가 크고, 안정적인 리콥율로 마진 보장이 가능하다. 탑라인 성장에 따른 절대 규모 이익 상승이 가능하다.

3) **OTT항 동시 방영 편수 증가에 따른 작품의 리콥율 상승은 제작사 수익성 개선에 가장 유리한 조건**이다. 제작비를 방송사와 OTT에서 동시에 지원받기 때문에 리콥율 성장 폭이 가장 크다.

업종 내 최선호주로 스튜디오드래곤을 제시한다. 전년대비 확대된 제작 편수 기반 1)넷플릭스와의 재계약이 개선된 조건으로 체결되며 높아진 리콥율에 작품 공급 가능, 2)해외 OTT 플랫폼 다각화로 탑라인과 수익성의 동반 성장이 가능할 것으로 판단한다. 하반기로 갈수록 텐트폴 및 오리지널 작품이 비중 있게 편성됨에 따라 안정적인 QoQ 성장 추이가 가능할 것으로 기대한다.

중소형 제작사들의 23년 실적에 주목할 필요가 있다. 과거에는 캡티브 채널 산하 제작사가 아닌 경우 방영 편성에 제약이 많아 국내 중소형사에게 매우 불리한 영업 환경이었다. OTT 산업이 급속도로 성장하고, 콘텐츠 수급 전쟁이 심화됨에 따라 제작 능력을 갖춘 중소형사의 수혜가 예상된다.

1) IP를 제작사가 직접 보유함에 따라 방영 후 발생하는 추가 수익에 대해 방영권 및 매출원가 없이 순이익으로 인식 → 흑자 전환 기대감, 2) IP를 활용한 2차 저작권 사업 가능 → 매출처 다각화를 통한 추가 수익 발생 기대감이 높기 때문이다. 중소형 관심종목은 래몽래인과 에이스토리이다.

II. 23년에도 쉽지 않을 전방

1. OTT

1) 22년 Review

OTT(Over-the-top)란 영화, 드라마 등의 콘텐츠를 스트리밍할 수 있는 D2C(Direct to Customer) 플랫폼이다. 미국 내 스트리밍 점유율은 21년말 약 28%에서 22년말 40% 수준까지 10%p 이상 상승하였다. 팬데믹에 따른 외부 활동 제한과 인플레이션의 수혜로 유튜브 및 OTT 시청 추이가 증가하였기 때문이다.

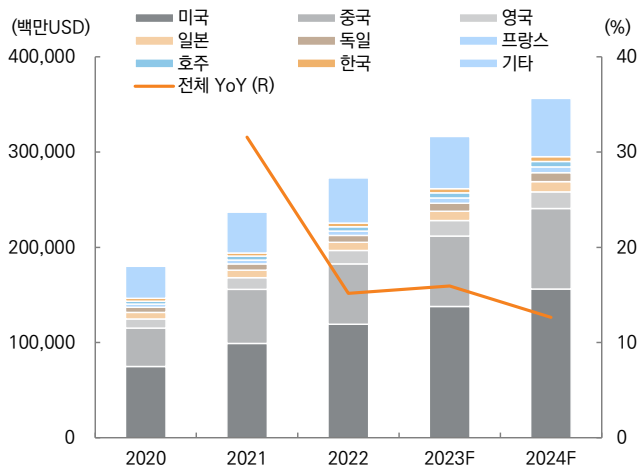
글로벌 OTT향 ① 오리지널 작품 증가, ② 편당 제작비 증가, ③ 시즌제 작품 증가에도 22년 국내 제작사의 이익 개선이 제한적이었던 이유는 OTT 플랫폼의 Pre-Buy 방식에 있다. 제작비용 100%와 리쿱율을 더하여 작품의 저작권을 통째로 구매하는 형식으로 IP의 소유권이 OTT에 있기 때문에 작품 흥행에 따른 추가 인센티브가 제작사에는 없기 때문이다.

글로벌 OTT는 콘텐츠 제작비 등을 사전에 투입하여 국내 제작사가 콘텐츠 제작에 집중할 수 있는 환경을 제공하였고, 이에 국내 제작사는 제작비 제한 없는 글로벌 흥행 작품 다수를 만들 수 있었다. IP 판매는 국내 제작사 입장에서는 안정적인 마진 창출과 리스크를 최소화하기 위한 최선의 선택이라고 판단한다. 다만 중장기적으로 국내 콘텐츠 산업이 리레이팅 되기 위해서는 판권과 지식재산권의 소유권이 필수적으로 국내 제작사에 있어야 한다고 판단한다.

글로벌 미디어 산업 내 OTT 시장 규모는 전년대비 약 15% 증가한 2,727억 달러(22년 기준 341조원) 수준이다. 24년에도 10퍼센트 중후반의 높은 성장률을 기록하며 성장 추이가 가능할 것으로 기대한다. 지역별 OTT 시장 점유율은 미국이 40% 수준을 기록하였으며, 중국, 영국 순이다. 23년 OTT 글로벌 시장의 예상 성장률은 약 16%이며, 프랑스, 이탈리아, 스페인, 독일 등 유럽 주요 지역과 인도, 중국 성장률이 글로벌 성장률을 상회하며 OTT 성장에 기인할 것으로 판단한다.

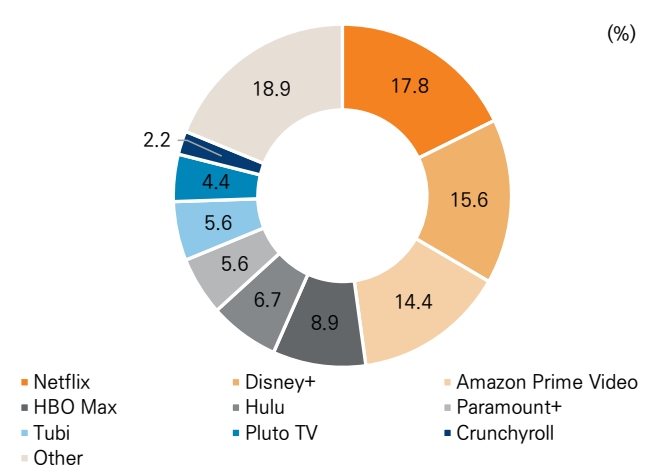
23년 도전적인 전방 산업에도 글로벌 OTT 플랫폼의 콘텐츠 투자는 지속 증가할 것으로 전망한다. 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수급 경쟁도 심화되고 있기 때문이다. 동시방영, 오리지널 등 드라마 편성 방식 다변화에 따른 제작사의 수혜는 올해도 지속될 것으로 예상된다.

그림 1. 지역별 OTT 시장 추이 및 전망



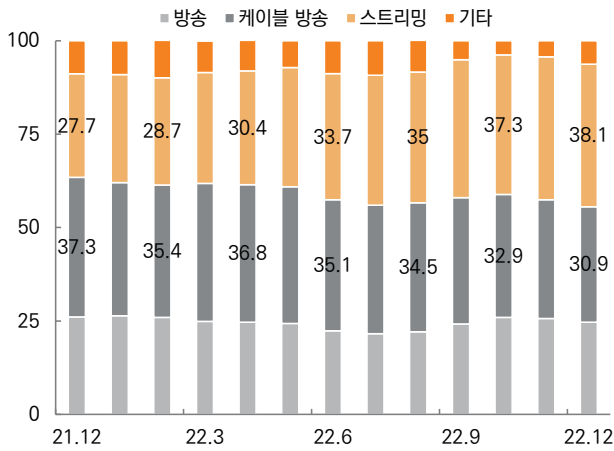
자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 OTT 시장 M/S



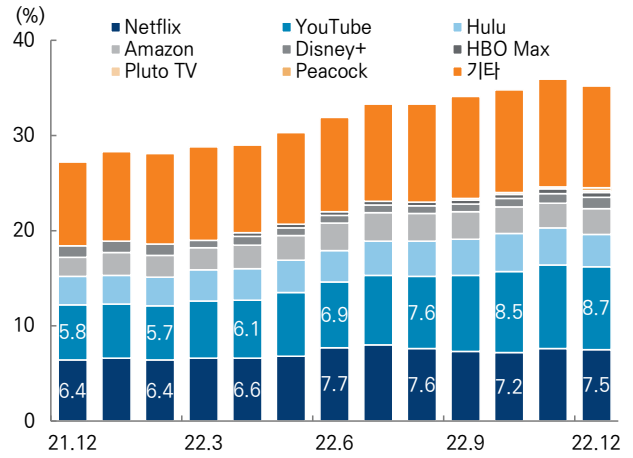
자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 22년 미국 내 매체 별 TV 시청 점유율



자료: 닐슨리서치, 미래에셋증권 리서치센터

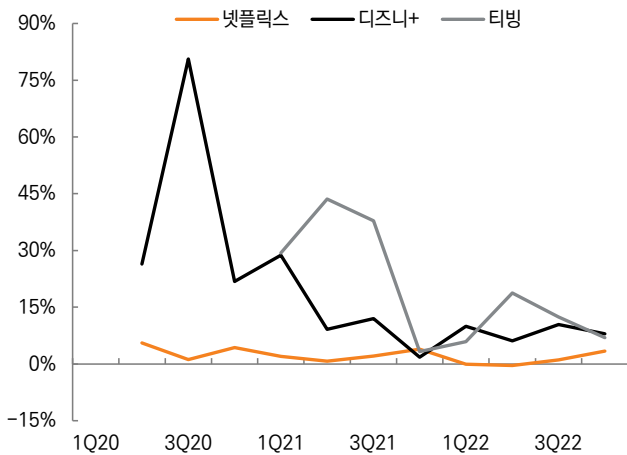
그림 4. 월별 OTT의 시청 시간 점유율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

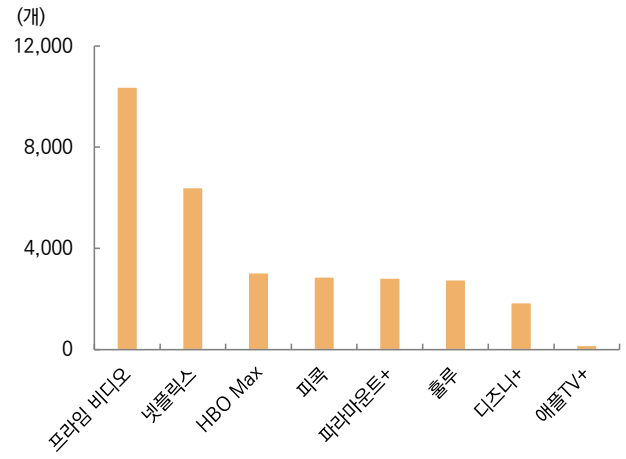
OTT 산업 성장에도 개별 OTT 플랫폼의 영업 환경은 팬데믹 이전 대비 어려울 것으로 전망한다. ① 구독자 수 둔화 우려가 지속적으로 높아지는 상황 속에서, ② OTT 플랫폼간 경쟁이 심화되고 있기 때문이다. OTT 산업이 가파르게 성장하는 국면에서 OTT 업체들의 영업 전략이 신규 구독자 유입에 초점을 두었다면, 경쟁이 심화되는 현재와 같은 상황에서는 구독자 이탈 방지에 무게가 실릴 것으로 예상된다. 포화 상태에 도달한 OTT 업체들에 중요한 것은 최소한의 제작비로 ① 고객유지율 증가 및 ② 고객 1인당 매출(ARPU)을 높일 수 있는 콘텐츠 공급이다.

그림 5. OTT 가입자 수 QoQ 증감률 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OTT 라이브러리 총 개수



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2) 경쟁 심화. 가장 우려되는 것은 국내 OTT 플랫폼

23년 OTT 업체간 경쟁은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 1Q22 40% 수준의 압도적인 시장 점유율을 기록하였던 Netflix는 20% 수준까지 하락하였다. Disney+의 시장점유율이 1Q22 대비 5.2%pt 증가하였으며, Tuvi, Pluto TV 등 중소형 OTT 업체들의 시장 점유율이 유의미한 수준까지 상승하며 넷플릭스를 압박하고 있다.

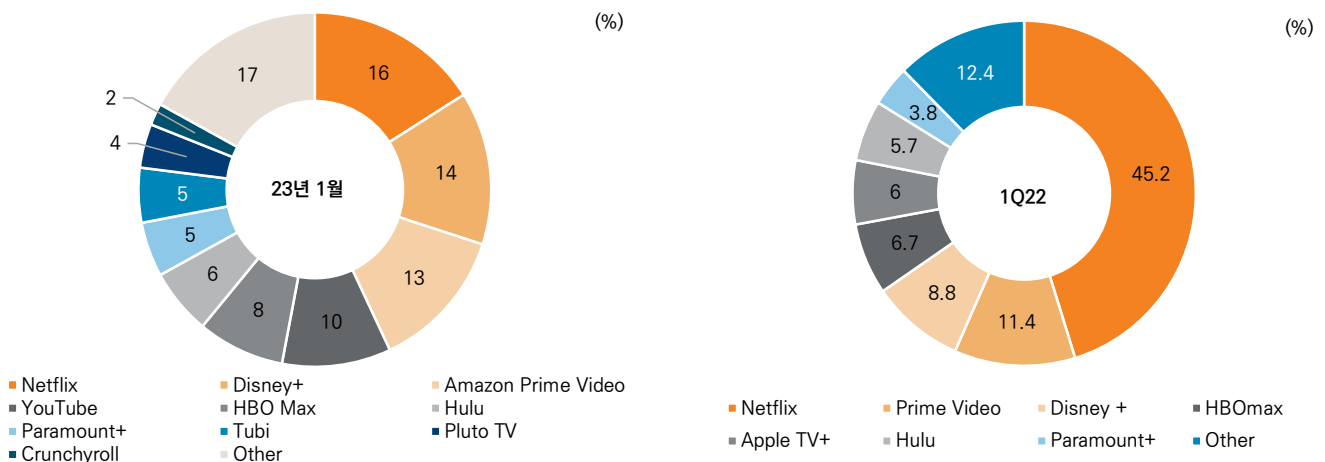
시장 성장이 제한적인 상황에서 경쟁이 심화되며 개별 OTT 플랫폼의 구독자 수 둔화 우려는 지속해서 높아질 수밖에 없다. 구독자 수 둔화에 직면한 플랫폼은 넷플릭스 뿐만이 아니다. 시장 내 약 60% 수준을 차지하고 있는 상위 3개 OTT 업체들의 성장률이 모두 둔화되고 있다.

OTT 업체들의 시장 경쟁력은 결국 콘텐츠이다. OTT 업체들의 구독자 수 유지/증가를 위한 콘텐츠 확보 전쟁이 예상된다. 구독자들이 서비스를 해지하는 결정적 변수는 ‘가격’이 아닌 ‘콘텐츠’이기 때문이다. 산업 조사 기관의 설문에 따르면 OTT 선택에 가장 유의미한 기준은 ‘최신 인기 콘텐츠 유무(38%)’와 ‘보유한 오리지널 콘텐츠(37%)’이다. 양질의 콘텐츠만 지속해서 공급 가능하다면 기존 구독자의 이탈율을 낮추고, 경쟁 OTT 구독자의 신규 유입이 가능할 것으로 판단한다.

여전히 콘텐츠 투자의 가장 공격적일 것으로 전망하는 플랫폼은 넷플릭스, 디즈니 등 시장 점유율을 독점하고 있는 글로벌 OTT 업체들이다. 빅테크 업체들 또한 OTT 시장 진입에 가속을 낼 것으로 전망하나, 투자 대비 가입자 수 증가 폭이 큰 스포츠 중계에 중점을 두고 있는 것으로 판단하기 때문이다. 이에 전통 OTT 플랫폼은 오리지널 시리즈, 시즌제 등 구독자를 묶어 두기 위한 작품 투자에 박차를 가하며 경쟁 업체와의 간격을 더욱 확대할 것으로 판단한다.

국내 OTT 플랫폼의 우려는 높아질 수밖에 없다. 글로벌 OTT 대비 보유한 작품의 수가 제한적이며, 콘텐츠 투자에 필요한 현금 흐름 또한 빅테크 업체 대비 제한적이기 때문이다. 위아래로 압력을 받고 있는 상황이다. 티빙, 구독자 수와 더불어 MAU를 주목해 볼 필요가 있다. MAU는 공유 계정 및 무료 이용자 등을 모두 포함한 수치이다. 구독자 수와 더불어 MAU가 감소했다는 것은 즉 잠정적으로 OTT 구독하려는 수가 줄어들고 있다는 해석으로 현재 상황이 더욱 악화될 수 있을 것으로 전망한다.

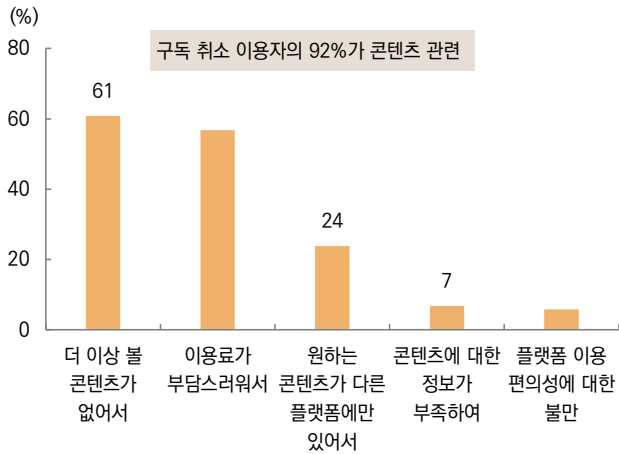
그림 7. 글로벌 OTT 시장 점유율



자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

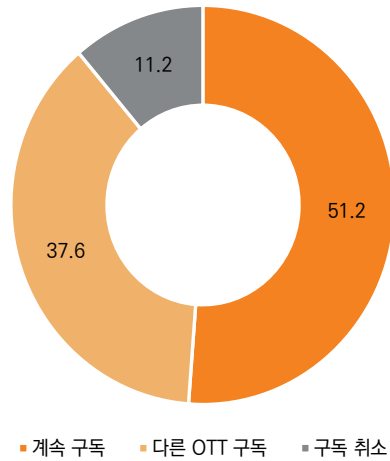
자료: Parrot, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OTT 구독 해지 이유



자료: Statista, Mezzo Media, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 가격 인상 시 OTT 구독 지속 여부



자료: 한국콘텐츠진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

3) 구독을 취소할 준비

넷플릭스는 13,000편 이상의 작품을 보유하고 있음에도 소비자는 볼 게 없어서 구독을 취소 혹은 기간제 구독 서비스를 이용하고 있다. 넘쳐나는 콘텐츠 세상에서 소비자가 원하는 콘텐츠는 제한적이라는 것이다.페이센스와 Whatssup이다.

페이센스의 사업 모델은 OTT 업체들의 구독권을 1일권으로 쪼개 재판매하는 서비스이다. 넷플릭스, 디즈니플러스, 티빙, 웨이브 등의 OTT 구독권을 하루 단위로 판매하는 형식으로 가격은 400원~600원 수준이다. 페이센스는 5월 31일 서비스를 시작하여 8월 국내 OTT를 시작으로 9월 넷플릭스와 디즈니플러스 서비스 지원을 중단하였다. 3개월의 짧은 기간이었지만 페이센스 서비스가 시사하는 점은 결국 콘텐츠 효용성이다.

Whatssup은 월정액 멤버십을 관리해주는 사이트이다. OTT 서비스의 자동 결제일과 결제 금액을 관리해주어 구독자가 쉽게 서비스를 해지할 수 있도록 도와주는 것이다. 구독자가 원하는 콘텐츠가 부재하다면 구독을 해지할 수 있도록 관리해주는 플랫폼이다. 구독자들은 불만한 콘텐츠가 없다면 언제든지 구독을 취소할 준비가 되어있다.

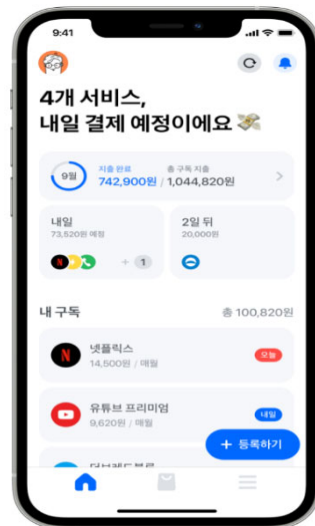
그림 10. 페이센스 구독 상품

지금 구매해보세요!

서비스	가격
넷플릭스 1일권	600원
웨이브 1일권	500원
티빙 1일권	500원
왓챠 1일권	500원
디즈니+ 1일권	400원
라프툽	500원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Whats sub



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. IP

1) 하나의 IP로 얼마나 벌 수 있을까?

IP는 파는 게 이득일까 보유하는 게 이득일까? OTT 시장 경쟁에서 결국 살아남는 업체는 양질의 IP를 보유한 OTT 플랫폼 또는 제작사일 것이다. 콘텐츠 IP란 작품이 담고 있는 고유한 스토리이자 콘텐츠 제작의 기초 요소이다. 양질의 IP란 하나의 스토리로 최대한의 수익을 벌어들일 수 있는 작품일 것이다.

왕좌의 게임 시즌은 양질의 IP 중 하나이다. 시즌1(2011년)을 시작으로 9년에 걸쳐 8개의 시즌을 공개했다. 하우스 오브 드래곤(House of Dragon, 22년 8월)은 왕좌의 게임의 프리퀄로 역대 최고 수준의 마케팅 비용과 제작비가 집행되었다. HBO가 하우스 오브 드래곤에 집행한 마케팅 예산은 역대 최고 금액인 1억달러수준이며, 총 10회로 제작된 해당 시리즈의 제작비는 회당 2,000만 달러로 전체 제작비는 2억달러 이상을 기록하였다. 제작비 기준 역대 7위에 해당하는 수준이다. 이외에도 약 1,300억원 마케팅 비용과 유통 비용, 대행 수수료 등 집행된 하우스 오브 드래곤은 1,000만명의 회당 평균 시청자 수를 기록하였다.

왕좌의 게임 시리즈는 얼마의 가치를 가지고 있을까? HBO가 왕좌의 게임을 통해 벌어들인 구독료 수입과 DVD/Blu-rays 판매, 영화관 합산 매출액은 약 19억 달러 수준으로 추정한다. 전체 시리즈 합산 제작비 약 5.8억달러(추정)와 8,500만달러(추정)를 제외하면 13억 달러 수준의 이익이다. IP 유통, 대행 수수료 등 기타 비용이 미포함된 이익임을 감안하여도 이에 게임, 굿즈, IP 라이선스 등 2차 부가 수익(전체 매출의 30% 추정)을 감안 시 20억 달러 수준의 가치를 산정할 수 있을 것으로 판단한다. 양질의 IP라면 보유하는 것이 절대적으로 이득이다.

2) IP 팔지 마세요

양질의 IP라면 보유하는 것이 절대적으로 이득이다. 왕좌의 게임 사례처럼 2차 부가 수익을 제외한 1차 수익만으로도 50% 이상의 마진을 남길 수 있으며 마진 폭은 시리즈 후반으로 갈수록 더욱 높아지기 때문이다.

표 1. '왕좌의 게임' 구독자

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019
	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8
에피소드(수)	10	10	10	10	10	10	7	6
최고 구독자 수(백만명)	3.04	4.2	5.39	7.09	8.11	8.89	12.07	13.61
YoY(%)		38.2	28.3	31.5	14.4	9.6	35.8	12.8
합산 구독자(백만명)	9.3	11.6	14.2	18.6	20	25.7	32.8	43
YoY(%)		24.7	22.4	31.0	7.5	28.5	27.6	31.1

자료: HBO, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 왕좌의 게임 구독 수익

(명, 백만달러)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019	비고
	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	
US 구독자 수									
신규 구독자		0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	*신규 유입 수 매년 10% 성장
기존 구독자	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	*매년 2%
합계	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	
US 이외 글로벌 구독자 수									
신규 구독자	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	*신규 유입 수 매년 5% 성장
기존 구독자	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	*매년 2%
합계	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	
디지털 구독자 수									
신규 구독자					0.4	0.6	0.9	1.4	*신규 유입 수 매년 50% 성장
기존 구독자					0	0	0.1	0.2	*매년 2%
합계					0.4	0.6	1	1.55	
구독자 LTV									
	미국	미국 이외	디지털						
월 구독료	\$15	\$6	\$15						* 케이블 구독 요금
순매출/월	\$7.5	\$3.0	\$12.0						* 케이블 사용 수수료: 50% 수수료 지불. 디지털은 20% 지불
평균 서비스 이용 기간	24	12	6						* 케이블 TV 계약: US 평균 2년, 유럽 평균 1년, 디지털 평균 구독 유지 기간 6개월로 계산
총매출	\$180	\$36	\$72						
취득원가	\$30	\$6	\$30						
합계	\$150.0	\$30.0	\$42.0						
(백만\$)									
US	120	152.4	157.8	163.6	169.8	176.4	183.5	191.0	
US 이외	48	49.41	50.9	52.4	54.0	55.6	57.3	59.0	
디지털	0	0	0	0	16.8	25.2	42	65.1	
총 구독료 수익	168	202	209	216	241	257	283	315	

자료: HBO, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 왕좌의 게임 DVD/Blue-rays 판매수익

(백만달러, 개)

	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	비고
판매량	540,786	522,294	720,775	432,677	538,147	373,536	353,530	478,233	
판매단가(\$)	50	42	38	35	38	38	40	40	
Blue-ray 매출액	27	22	27	15	20	14	14	19	
Blue-ray 판매 수익	3	2	3	2	2	1	1	2	*총매출의 10%
판매량	630,000	613,096	605,782	582,662	471,493	450,000	345,477	300,000	
판매단가	29	32	29	31	35	34	35	35	
DVD 매출액	18	20	18	18	16	15	12	11	
DVD 판매 수익	2	2	2	2	2	2	1	1	*총매출의 10%
DVD/Blue-rays	5	4	4	3	4	3	3	3	
Imax					1,501,215				
상영관					205				
평균 수익					7,323				
마케팅비용	20	10	7	7	7	7	7	20	*언론 종합
제작비	60	69	50	60	80	100	80	80	*Tv Guide

자료: HBO, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 왕좌의 게임 1차 수익

(백만달러)

	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8
구독 수익	168	202	209	216	241	257	283	315
DVD/Blue rays 수익	5	4	4	3	4	3	3	3
Imax 상영 수익	-	-	-	-	7,323	-	-	-
매출액	173	206	213	219	7,567	260	285	318
YoY(%)		19.38	3.52	2.86	3,350.30	-96.56	9.69	11.47
영업비용	100	99	77	87	107	127	107	120
제작비	60	69	50	60	80	100	80	80
마케팅비용	20	10	7	7	7	7	7	20
기타	20	20	20	20	20	20	20	20
영업이익	73	107	136	133	7,460	133	178	198
OPM(%)	42.0	51.9	63.9	60.5	98.6	51.2	62.5	62.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 제작비 X 드라마 편수 X 리쿱율

1. 제작비 묻고 더블로 가

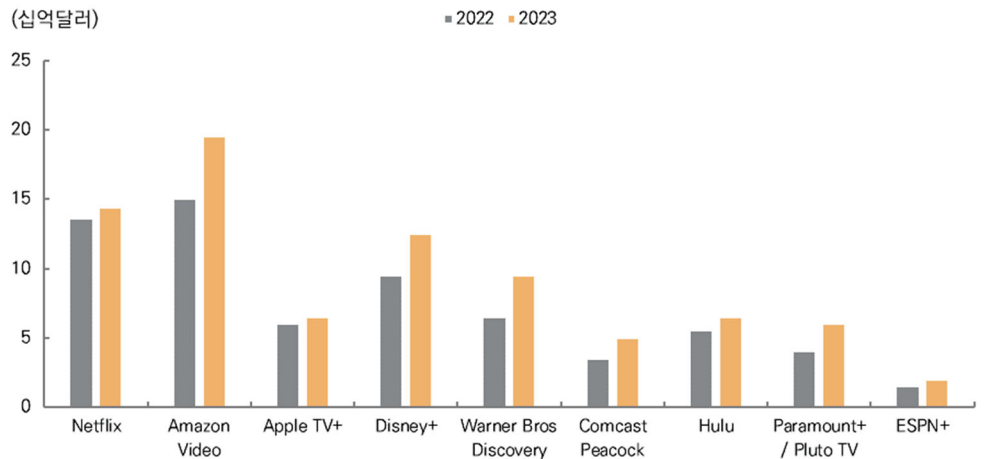
1) 플랫폼간 치열해지는 콘텐츠 수급

23년 글로벌 OTT 업체들은 오리지널, 텐트폴 등 공격적인 콘텐츠 투자를 지속할 수밖에 없을 것으로 예상된다. 콘텐츠 제작비 규모는 21년 대비 +150%, 22년 대비 25% 성장한 850억 달러 수준일 것으로 예상된다. 콘텐츠향 제작비 투자에 대한 OTT 업체들의 이익 회수는 제한적일 것으로 전망하나, 시장 내 입지 선점을 위한 제작비 투자의 절대 규모가 지속 성장하며 제작사의 탐라인 성장에는 긍정적이다.

콘텐츠 확보를 위한 전쟁이 심화되며 OTT 업체들의 수익성 훼손이 지속되고 있다. Netflix를 제외한 대부분의 OTT 업체들의 구독자 순손실(DTC Profit)은 약 100억 달러 수준이다. 구독자 순손실은 매출원가를 구독자수 합산으로 나눈 단순 값으로 콘텐츠로 벌어들이는 매출 대비 더 많은 금액이 콘텐츠 투자에 집행되고 있는 것이다. Netflix의 구독자 순이익은 약 63억달러이다.

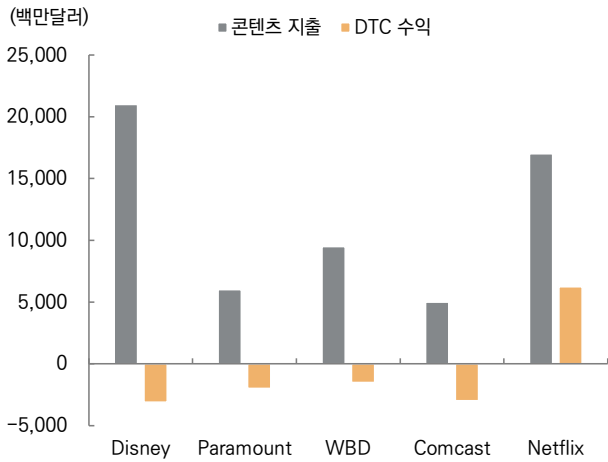
OTT 업체들이 수익을 내기 위해서는 플랫폼의 ARPU와 MAU 증가에 따른 유기적 성장 혹은 비용 효율화를 통한 수익성 개선이 가능하다. 전자의 경우 구독자 이탈을 방지 및 증가를 위해서는 앞서 언급한 것처럼 구독자가 끊임없이 불만한 콘텐츠를 제공하는 것이 가장 효율적인 방법일 것이다. 후자의 경우, OTT 업체간 경쟁이 심화되는 상황에서 투자를 감소하는 것은 불가능하다. 결국 OTT 플랫폼은 콘텐츠 투자를 지속해야 할 수밖에 없다.

그림 12. OTT 업체별 제작비 예상 투자 집행 규모: 23년에도 투자 지속



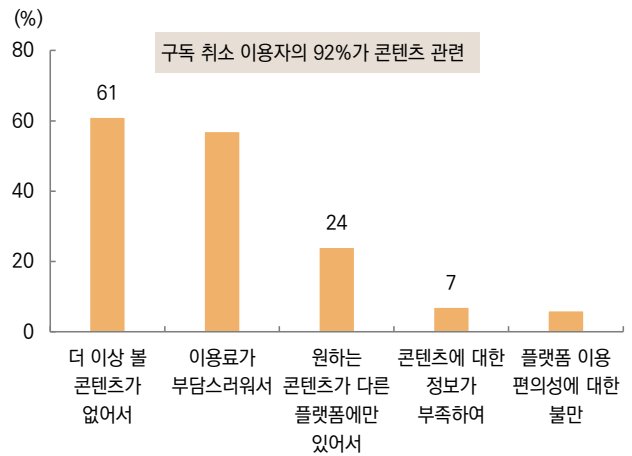
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. Streaming Cost-Profits Scenario



자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 구독자가 구독을 취소하는 이유



자료: Statista, Mezzo Media, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 주요 국내/외 M&A

인수기업	피인수기업	인수 시기	인수 금액	비고
Warner Media	Discovery	2022	430억 달러	디스커버리 플러스(OTT), 방송 채널 등을 보유한 미디어 콘텐츠 제공 사업자
Amazon	MGM	2021	85억 달러	'007 시리즈' 등 4천여편의 영화와 1만 편 이상의 TV 콘텐츠 보유 제작사
Disney	21st Century Fox	2019	710억 달러	'스타워즈', '아바타', '나홀로집에' 등 유명 콘텐츠 제작 기업
CBS	Viacom	2019	120억 달러	제작사 'Paramount Pictures', 음악채널 MTV 등을 보유한 종합 미디어 콘텐츠 기업
AT&T	Time Warner	2018	854억 달러	HBO Max, CNN, HBO 등 종합 미디어 콘텐츠 제공 사업자
CJ ENM	Endeavor Content (미국)	2021	7.8억 달러 (지분 80%)	Endeavor의 콘텐츠 제작, 유통 자회사
웨이브	KOCOWA (미국)	2022	901억원 (지분 40%)	국내 지상파 방송 3사-SK스퀘어가 설립한 미주 지역에 한국 콘텐츠를 공급하는 미디어 콘텐츠 기업
스튜디오드래곤	길픽처스	2022	-	소년심판, 스토브리그 등 다수의 콘텐츠 제작
	무비락	2019	30.5억원 (지분 19.83%)	청년심판 등 다수의 콘텐츠 제작
SLL중앙	Tornado Enterprise (미국)	2021	1,338억원 (지분 80%)	ABC 네트워크 및 스튜디오 사장이던 Paul Lee가 창업한 콘텐츠 제작 스튜디오 'wiiip'의 모회사
	클라이맥스스튜디오	2021	450억원 (지분 73.68%)	드라마 '지옥', 'D.P' 등의 제작사
	프로덕션에이치	2021	234.5억원 (지분 93.81%)	드라마 '좋아하면 울리는 2' 등의 제작사
티빙	콘텐츠 지움	2021	193.7억원 (지분 63.17%)	드라마 '이태원 클라쓰' 등의 제작사
	케이티시즌	2022	-	CJ ENM의 자회사 티빙과 케이티시즌의 합병
LG유플러스	헬로비전	2020	8,000억 원	종합 유선방송 사업자
	월드디즈니컴퍼니코리아	2021	-	월드디즈니컴퍼니코리아의 디즈니채널 분야 인수

자료: 각사, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

2) 플랫폼간 치열해지는 콘텐츠 수급 ① Netflix

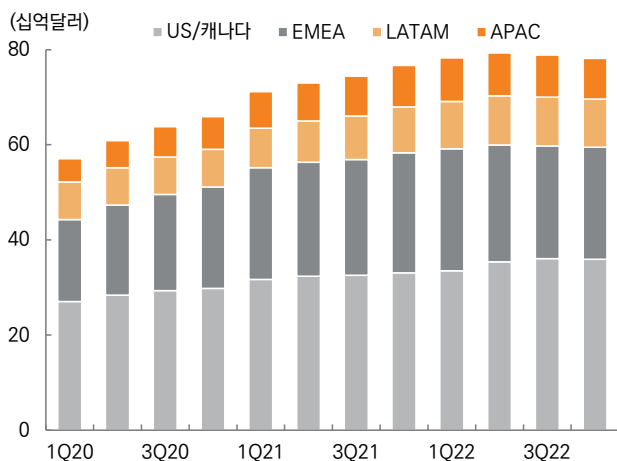
23년 넷플릭스 매출액 전년대비 +8.6% 증가한 343.3억달러 및 영업이익 64.3억달러를 기록할 것으로 예상된다. 넷플릭스 계정 공유 금지 시행 및 광고 요금제를 출시하는 지역 확장을 통해 안정적인 수익 창출하며 구독자 수 감소에 대한 상쇄가 가능할 것으로 판단한다. 실적 둔화에 대한 우려가 높아지는 속에서 넷플릭스가 텐트폴 작품을 무한으로 제작하기는 힘든 상황이다. 이에 성장 가능성이 높은 지역에 집중하여 최대한의 이익 창출이 가능할 수 있도록 투자가 집행될 것으로 예상된다. ‘돈이 되는 지역의 구독자가 좋아할 만한 콘텐츠향 투자 집행’이 이에 대한 방안이 될 수 있을 것으로 판단한다.

22년 넷플릭스 APAC 지역 매출액은 전년대비 약 10% 성장한 36억달러를 기록하였다. 주요 네 개 지역 중 유일하게 신규 가입자 수가 순증 추이를 기록하고 있다. 동남아 시장은 매년 +15%씩 고성장하는 지역임에도 불구하고 주도적인 OTT 플랫폼 사업자가 없다. 이에 넷플릭스는 APAC 지역에서의 콘텐츠 투자를 22년 17억 달러에서 15% 수준 성장한 19억 달러까지 늘릴 것이라고 발표하였다.

넷플릭스가 동남아 OTT 시장을 타겟하여 콘텐츠를 제작한다면 한국 콘텐츠 제작사의 선호도는 더욱 높아질 수밖에 없다고 판단한다. 동남아 시장에서 한국 드라마는 올타임 선호 1순위이다. 23년 넷플릭스 싱가포르 TV 드라마 인기 순위에 12개에 드라마 중 11개 작품이 한국 드라마이다. 또한 인도네시아 10위권 내 9개의 한국 드라마가 랭크인하며 동남아 지역내 한국 드라마 파워를 증명하였다.

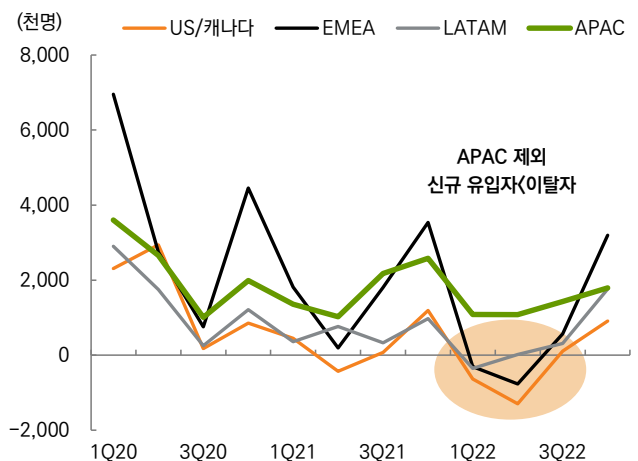
2020년까지 넷플릭스의 한국 콘텐츠 제작을 위한 투자 금액은 연간 1,500억원 전후를 기록하였다. 한국 콘텐츠 투자 금액은 21년 5,500억원, 22년 8,000억원 수준까지 증가하였다. 국내 제작사의 넷플릭스향 오리지널 드라마 작품 편수도 15편을 기록하며 국내 제작사의 성장 추이는 올해도 지속될 것으로 예상된다.

그림 15. 넷플릭스 지역별 실적 추이



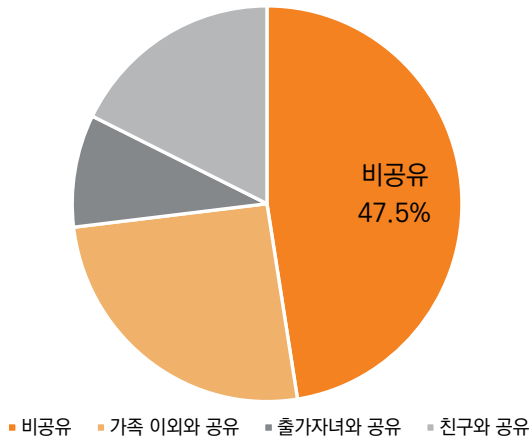
자료: Netflix, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 넷플릭스 지역별 신규 유입/이탈 구독자 추이



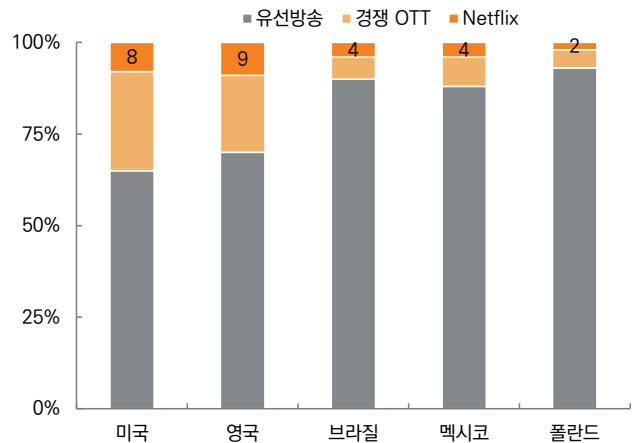
자료: Netflix, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 넷플릭스 계정 공유 비율. 50% 미만만이 비공유 계정



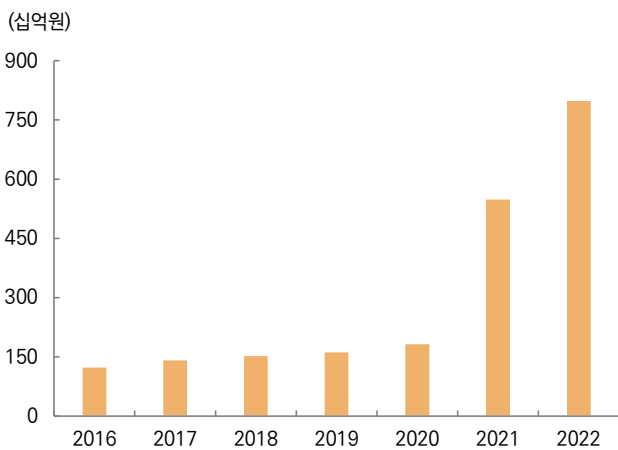
자료: KilltheCableBill, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 국가별 OTT 및 넷플릭스 비중



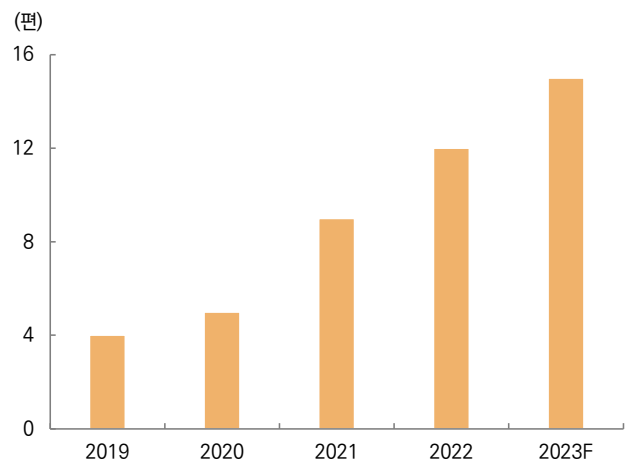
자료: Nielsen, Kantar, BARB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 넷플릭스: 한국 콘텐츠향 투자 확대



자료: Netflix Korea, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 한국 오리지널 작품 수 추이



주: 넷플릭스 오리지널 드라마 only
자료: Netflix Korea, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 넷플릭스- 싱가포르 TV 드라마 인기순위

순위	제목	인기 점수
1.	The Glory	539
2.	Crash Course In Romance	482
3.	Physical: 100	377
4.	Mr. Queen	309
5.	True Beauty	298
6.	Single's Inferno	205
7.	Poong The Joseon Psychiatrist	194
8.	Unlock My Boss	172
9.	Alchemy of Souls	170
10.	You	150
11.	The Interest of Love	131
12.	Love to Hate You	120

자료: flixpatrol, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 넷플릭스- 인도네시아 TV 드라마 인기순위

순위	제목	인기 점수
1.	The Glory	596
2.	Crash Course In Romance	582
3.	The Interest of Love	402
4.	Taxi Driver	327
5.	True Beauty	290
6.	Mr. Queen	277
7.	Alchemy of Souls	236
8.	Physical: 100	195
9.	Wednesday	178
10.	Unlock My Boss	177

자료: flixpatrol, 미래에셋증권 리서치센터

3) 플랫폼간 치열해지는 콘텐츠 수급 ② 글로벌 빅테크 업체

빅테크 업체들은 본업과의 시너지를 위한 OTT 사업을 확장하는 추이다.

Coupang의 Coupang Play

한국의 아마존 쿠팡은 2020년 아마존 프라임의 성공 전략을 벤치마킹하여 쿠팡 플레이를 출시하였다. 쿠팡 플레이는 쿠팡 본업의 유통 배송 플랫폼 라인 효과 및 커머스 시장 내 점유율을 높이기 위한 중요한 수단으로 작용할 것으로 기대한다.

쿠팡 플레이가 120억원을 투자한 오리지널 콘텐츠인 ‘안나(22년 6월 14일)’는 출시 이후 18일 연속 1위를 기록하였으며, 쿠팡 플레이 일간 사용자 수 증대에 매우 효과적이었다. 22년 6월 9일 기준 약 41만명 수준이었던 일간 사용자 수는 한달 후인 7월 9일 75만 명 이상을 기록하며, 80% 이상의 성장률을 기록하였다. 오리지널 콘텐츠의 힘이다.

쿠팡 또한 콘텐츠 확보를 통한 구독자 수 성장 추이가 지속될 것으로 예상된다. 21년 쿠팡 오리지널 2개와 동시방영 6개, 22년 오리지널 7개와 동시방영 10개작을 공개하였다. 쿠팡 플레이 22년 신규 가입자는 전년대비 +111% 성장한 402만명이다. 쿠팡은 올해도 KT 알파와의 영화 콘텐츠 공급 계약 추가 체결을 통해 약 500여편의 영화 및 150여편의 극장판 애니메이션을 라이브러리 추가 및 분기별 최소 1개 이상의 콘텐츠를 공개하며 공격적인 투자가 지속될 것으로 예상된다.

표 6. 쿠팡 플레이 콘텐츠 라인업

연도	제목	분류
2021	어느 날(8부작)	오리지널
	SNL코리아 (예능)	오리지널
	태종 이방원	동시방영(KBS1)
	대박부동산	동시방영(KBS2)
	달리와 감자탕	동시방영(MBC)
	웃소매 붉은 끝동	동시방영(SBS)
	홍천기	동시방영(SBS)
	지금, 헤어지는 중입니다	동시방영(SBS)
2022	안나(6부작)	오리지널
	유니콘(12부작)	오리지널
	복학생(8부작)	오리지널
	판타스팟(8부작)	오리지널
	사내연애(예능)	오리지널
	체인리액션(예능)	오리지널
	국대-로드투카타르(다큐멘터리)	오리지널
	현재는 아름다워	동시방영(KBS2)
	법대로 사랑하라	
	커티콜	
지금부터, 쇼타임!	동시방영(MBC)	
닥터로이어		
금혼령, 조선 혼인 금지령		
어게인 마이 라이프	동시방영(SBS)	
왜 오수재인가		
마녀는 살아있다	동시방영(TV조선)	
빨간 풍선		
2023	미끼(6부작)	오리지널
	조선변호사	동시방영(MBC)
	모범택시2	동시방영(SBS)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Apple의 Apple TV+

Apple은 Apple TV+ 서비스를 제공함으로써 고수익 하드웨어 사업부 매출 성장을 궁극적으로 목표한다. SVoD 중심 OTT 관점에서는 경쟁사 대비 콘텐츠가 부족하지만, 음악, 팟캐스트, 게임 등 인접 미디어/엔터테인먼트 영역 내 풍부한 IP를 보유하고 있다는 강점이 있다. 이에 향후 애플의 콘텐츠 투자 및 개방성 확대 전략은 구독형 콘텐츠 강화와 하드웨어 업체에서 서비스 업체로의 전환을 위한 고객 접점 확대를 위한 투자가 지속될 것으로 전망한다.

Apple은 전통 OTT 업체들과 비교했을 때 오리지널 콘텐츠 투자에는 다소 소극적이다. 23년 Apple TV+의 제작비 관련 투자 규모는 약 65억달러 수준이다. 이 중 약 13% 수준에 해당하는 9억달러를 MLB 및 MLS 독점 중계권 획득을 위한 계약금에 집행하였다. 스포츠 독점 중계권 구매를 통해 고정 수요를 예측하기 위함이다. 중계권 구매를 제외한 55억달러 수준의 제한적인 제작비 집행이 23년에는 가능할 것으로 예상하며, 콘텐츠의 절대적인 양보다 질에 초점을 맞춘 작품 전략을 가져 나갈 것으로 예상된다.

CJ ENM, 스튜디오드래곤, 스카이댄스가 공동 제작한 Apple TV+ 오리지널 ‘The Big Door Prize’가 오는 3월 공개 예정이다. 흥행 여부에 상관없이 안정적인 리콥율을 이미 확보한 것으로 추정하며, 기획 단계부터 시즌제로 제작된 작품이기 때문에 흥행 시 시즌 2 리콥율도 추가적으로 기대할 수 있을 것으로 판단한다. Apple TV+ 오리지널 K드라마는 21년 DR.Brain(카카오엔터테인먼트, YG스튜디오플렉스, 바운드엔터테인먼트, 다크서클픽처스 제작, 6부작)가 유일하였다

표 7. 2023 Apple TV+ 오리지널 공개예정 작품

번호	제목	장르	분류	공개 날짜
1	My Kind of Country	음악	다큐멘터리	3월 24일
2	The Big Door Prize	코미디	드라마	3월 29일
3	Tetris	전기/역사	영화	3월 31일
4	Schmigadoon!	코미디/뮤지컬	드라마	4월 5일
5	Boom! Boom! The World vs. Boris Becker	테니스	다큐멘터리	4월 7일
6	The Last Thing He Told Me	스릴러	드라마	4월 14일
7	Jane	키즈/패밀리	드라마	
8	Ghosted	로맨틱/액션	영화	4월 21일
9	Drops of God	드라마	드라마	
10	The Afterparty	스포츠	드라마	4월 28일
11	Silo	SF/디스토피아	드라마	5월 5일
12	City on Fire	스릴러	드라마	5월 12일
13	STILL: A Michael J. Fox Movie	다큐멘터리	영화	
14	Stillwater	코미디	애니메이션	5월 19일
15	Prehistoric Planet	공룡	다큐시리즈	5월 22일
16	Masters of the Air	미니시리즈/전쟁	드라마	2Q23
17	Swagger	스포츠	드라마	6월 중
18	Foundation	SF	드라마	2Q23
19	Argylle	스파이 스릴러	영화	
20	Napoleon	전기/역사/전쟁	영화	
21	Killers of the Flower Moon	범죄/스릴러	영화	
22	Flora And Son	음악	영화	
23	Spellbound	애니메이션	영화	
24	Underrated	스포츠	다큐멘터리	
25	Lessons in Chemistry	가족	드라마	
26	Platonic	코미디	드라마	
27	Hijack	스릴러	드라마	

자료: Apple, 미래에셋증권 리서치센터

Amazon의 Amazon Prime

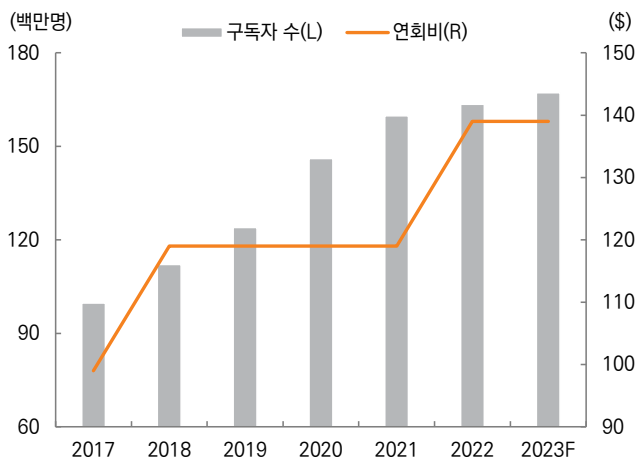
Amazon Prime은 연회비 139\$ 또는 12.99\$/월을 지불하여 프라이م 혜택 이용이 가능하다. 구독자 수는 2억명(22년 기준) 수준으로 넷플릭스에 이어 두 번째 높은 구독자를 보유하고 있다. 아마존 프라이م 서비스 구독시 프라이م 포토, 라이트닝 딜, 킨들 전자책 무제한 대여, 전용상품 독점 제공, 빠른 배송 등이 가능하다.

아마존 OTT은 단순한 스트리밍 서비스가 아니라 전자 상거래 및 디지털 콘텐츠를 위한 플랫폼이다. 아마존이 막대한 제작비를 투자하며 OTT 사업을 확대하고자 하는 이유는 Online Stores 사업부의 매출 성장력 확보이다. 결국 아마존에서 더 많은 제품을 판매하기 위함이다. OTT 광고는 ① 타겟팅을 세분화하여 잠재 고객 적중률을 향상시킬 수 있으며, ② 전통 TV 광고보다 비용이 저렴하기 때문이다. 구독자 수가 많아질수록 더 많은 잠재 고객을 타겟팅하여 확보할 수 있고, 더 많은 상품 판매가 가능하다. 이에 아마존은 더 많은 고객을 락인(Lock-in)하기 위해 공격적인 OTT 투자를 지속할 것으로 전망한다.

아마존은 OTT 투자는 이미 공격적으로 진행 중이다. 22년 5월 아마존은 007 시리즈 등 메가 히트 콘텐츠를 다수 보유한 MGM을 85억 달러에 인수하였다. 이에 영화 기준 라이브러리 총 개수는 10,379개로 경쟁 OTT 업체 대비 압도적인 작품을 보유하고 있다. 또한 자체 제작 스튜디오를 통해 반지의 제왕 시리즈인 ‘The Rings of Power’ 콘텐츠를 역대 최대 제작비(오리지널 기준)인 회당 5,800만달러를 들여 투자할 만큼 공격적이다.

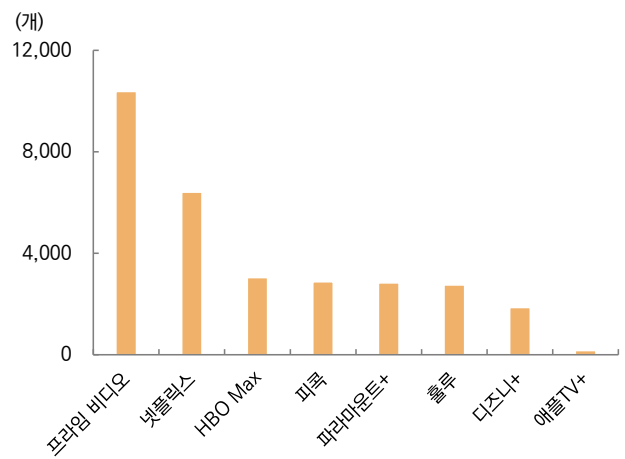
23년 주요 OTT 스트리밍 업체 중 가장 큰 규모의 제작비 투자를 집행하는 곳은 아마존 프라이미다. 또한 넷플릭스와 마찬가지로 아마존 프라이م 역시 동남아 서비스 확대가 공격적으로 진행 중이다. 싱가포르 법인 설립을 통한 동남아시아 확대를 전략화하고 있다. 싱가포르는 글로벌 인프라가 이미 구축되어 있으며 인도네시아와 같은 인접 국가 진출에 용이하기 때문이다. 동남아 서비스 진출 공략에서 중요한 것은 앞서 언급하였던 것처럼 한국 콘텐츠이다. 아마존의 플랫폼형 투자 본격화로 아마존 프라이م 라이브러리 내 국내 콘텐츠 수가 증가하고 있다.

그림 23. 아마존 프라이미 구독자 수-연회비



자료: Amazon, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 아마존 프라이미 비디오: 압도적인 라이브러리 작품 개수



자료: 언론종합, 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 아마존 프라임의 인도네시아 인기순위

TOP TV Shows on Amazon Prime in 2023		
1.	Island ▶	789
2.	Love in Contract	641
3.	Our Blooming Youth	452
4.	The Lord of the Rings: The Rings of Power ▶	426
5.	The Forbidden Marriage	396
6.	Payback: Money and Power	389
7.	Check The Store Next Door	361
8.	Jinny's Kitchen	206
9.	Unlock My Boss	196
10.	Marc Márquez: All In ▶	103

자료: Amazon, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 아마존 프라임의 싱가포르 인기순위

TOP TV Shows on Amazon Prime in 2023		
1.	Island ▶	733
2.	Tom Clancy's Jack Ryan ▶	496
3.	Payback: Money and Power	369
4.	Our Blooming Youth	348
5.	Farzi ▶	287
6.	The Lord of the Rings: The Rings of Power ▶	264
7.	Reacher ▶	259
8.	Jinny's Kitchen	246
9.	Vadhandhi ▶	203
10.	The Forbidden Marriage	192

자료: Amazon, 미래에셋증권 리서치센터

4) 성공한 시즌제: 눈덩이처럼 불어나는 제작비

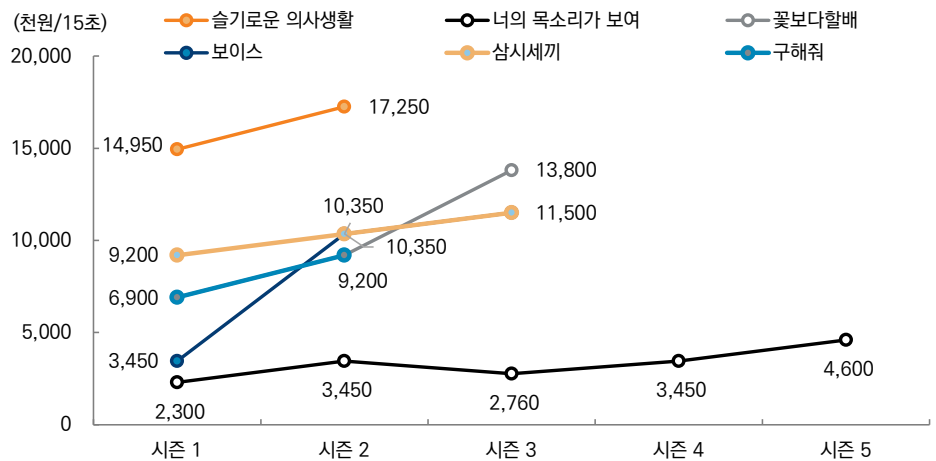
시즌제 제작이 활성화되며 중단기적으로는 콘텐츠 제작사들의 마진 개선, 장기적으로는 생태계 활성화가 기대한다. 시즌제 드라마는 ① 편성의 유연성 확보, ② 안정적인 팬층 확보, ③ 투자자의 제작지원비 증가, ④ 광고 매출 증가, ⑤ 제작사의 편당 수익 증가의 선순환 구조이기 때문이다.

시즌제는 시청자에게 계속 회자되고, 팬덤이 형성되며 시즌 1 성공 이후 레버리지 효과가 가능하다. 시즌제가 잘 될수록 구작 판권의 가치가 상승하고, 고정비 감소가 가능하며, 광고비 효과가 증가할 수 있기 때문이다. 글로벌 OTT형 시즌 1의 리쿱 비율 평균은 약 10% 수준이며, 시즌 2의 리쿱 비율은 최소 평균 15% 수준에 형성되어 있다.

이에 제작사의 시즌제 도입 수가 증가하고 있는 추이이다. 넷플릭스 드라마(오리지널 기준) 공개 후 한 달 간의 시청 시간을 정리하였다. 시청시간 톱 15에 두 개 작품을 제외하면 모두 시즌제 작품이다. 이 중 국내 작품은 2개로 20%의 비중을 차지하고 있다.

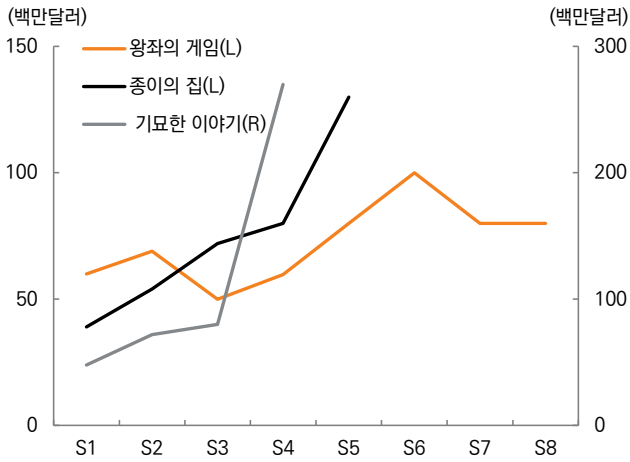
23년 국내 제작사의 시즌 작품 개수 증가로 안정적인 실적이 가능할 것으로 판단한다. 더글로리를 시작으로 국내 제작사가 넷플릭스에 공급한 23년 시즌제 편수는 16개로 전년 11개 대비 약 +45% 성장한 수준이다. 디즈니에 공급한 시즌제 편수는 23년 15편(22년 9편)으로 전년대비 약 67% 성장하였다.

그림 27. 시즌제 흥행 시, 광고 단가 증가



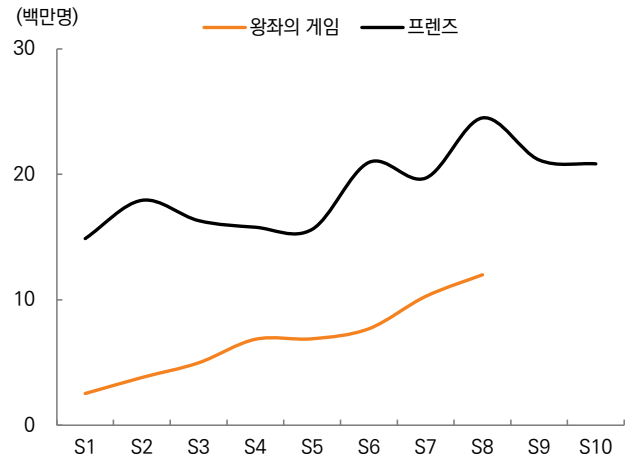
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 시즌물 시즌당 제작비 추이



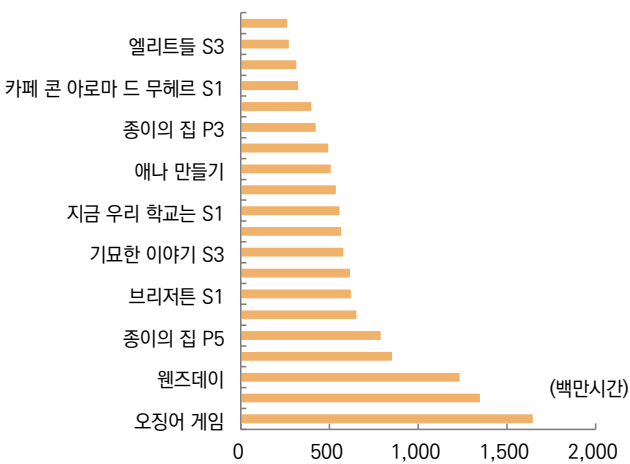
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 시즌을 거듭하며 안정적인 시청자 수 증가



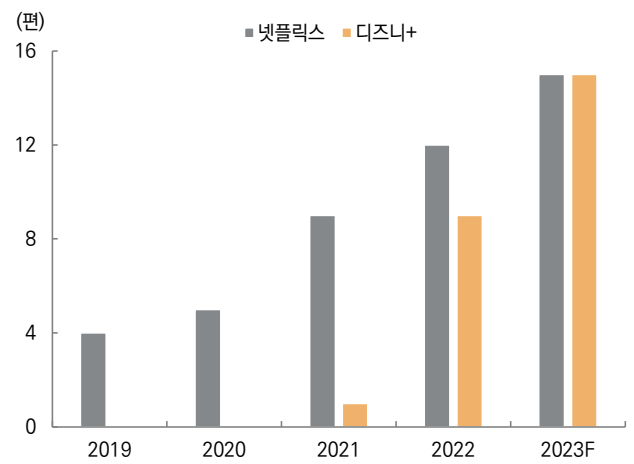
자료: 언론자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 넷플릭스 오리지널 시청 시간 순위



주: 콘텐츠 공개 후 28일간 시청 시간 기준
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 국내 주요 제작사의 글로벌 OTT향 시즌제 공급 개수



주: 시즌제 드라마 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

3) 가성비의 K 콘텐츠

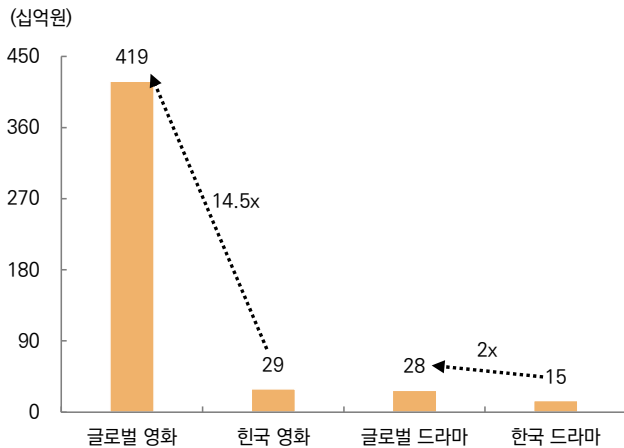
OTT 플랫폼의 주요 매출처인 광고 수익과 구독료가 둔화 추이에 진입하며 실적 성장에 대한 가시성이 낮아졌다. 콘텐츠가 넘쳐나는 지금 구독자의 주요 이탈 사유는 아이러니하게도 콘텐츠 부족이다. 대작 하나보다는 구독자의 매월 구독을 유지시켜줄 수 있는 여러 편의 가성비 좋은 드라마가 필요한 시점이다. 바로 한국 콘텐츠이다.

국내 콘텐츠 제작비는 저렴하다. 역대 최고 높은 제작비가 투입된 영화는 ‘캐리비안의 해적: 낯선 조류(2011년, \$379mn)’, 드라마는 ‘반지의 제왕: 힘의 반지(2022년, \$465mn)’다. 글로벌 콘텐츠 제작비용과 대비했을 때 20%에도 못 미치는 수준이다.

오징어 게임 공개 직후인 21년 9월 넷플릭스의 시가총액은 약 10% 수준 증가했다. 동기간 내 나스닥, 애플, 아마존, 페이스북 등 글로벌 대표 성장 업체들의 하락세에서 기록한 성과이다. 적은 제작비(편당 28억원)로 역대 최고 시청 시간(1.4억 가구)을 기록하며 3Q21 넷플릭스는 구독자수 및 실적이 컨센서스를 하회하였기 때문이다. 역대 최대 편당 제작비가 집행된 넷플릭스 오리지널인 더 크라운(약 154억원, 2천만 가구), 기묘한 이야기 (약 142억원, 6천만 가구), 브리저튼(약 84억원, 8천만 가구)과 비교해보면 더욱 유의미한 수치라고 판단한다.

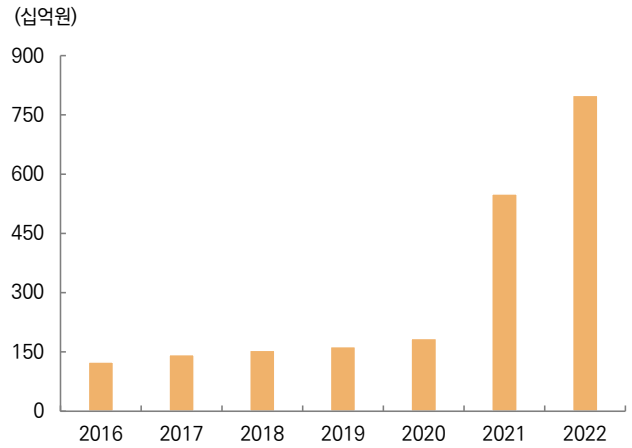
국내 드라마 제작비가 지속적으로 증가하고 있는 추이다. 오징어 게임 이전 역대 최대 최고 시청 시간을 기록하였던 작품인 브리저튼의 3분의 1에 해당하는 제작비로 오징어 게임 제작이 가능하기 때문이다. 넷플릭스 오리지널 드라마 중 가장 높은 제작비가 집행된 작품은 수리남으로 회당 제작비가 약 58억원이다. 한국 드라마 제작비 평균이 22억원 수준인 것과 비교하면 두 배 이상이다. 역대 드라마 제작비 투입 순위 상위 7개 작품이 넷플릭스 오리지널 혹은 넷플릭스 동시방영 작품으로 과거 방송 채널향으로만 납품했을 때는 상상할 수도 없던 일이다.

그림 32. 글로벌 vs. 한국 콘텐츠 평균 제작비용



주: 드라마 제작비는 회당 평균 비용
 자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 회당 제작비 순위

	글로벌						한국				
	드라마	연도	회당 제작비 (백만달러)	회당 제작비 (십억원)	EP.	편성채널	드라마	연도	회당 제작비 (십억원)	EP.	편성채널
1	반지의 제왕: 힘의 반지	2022	58.1	76.4	8	아마존 프라임	수리남	2022	5.8	6	넷플릭스
2	기묘한 이야기 S4	2022	30	39.5	9	넷플릭스	킹덤 S1	2019	3.3	6	넷플릭스
3	호크아이	2021	25	32.9	6	디즈니+	킹덤 S2	2020	3	6	넷플릭스
4	팔콘과 윈터 솔져	2021	25	32.9	6	디즈니+	아스달 연대기	2019	3	18	tvN, 넷플릭스
5	완다비전	2021	25	32.9	9	디즈니+	스위트홈	2020	3	10	넷플릭스
6	퍼시픽	2010	21.7	28.5	10	HBO	오징어게임	2021	2.8	9	넷플릭스
7	House of Dragon	2022	20	26.3	10	HBO	재벌집 막내아들	2022	2.2	16	JTBC, 넷플릭스
8	왕좌의 게임 S8	2019	15	19.7	6	HBO	미스터 션사인	2018	1.8	24	tvN
9	샌드맨	2022	15	19.7	10	넷플릭스	더 킹: 영원의 군주	2020	1.7	17	SBS
10	See S3	2022	15	19.7	8	Apple TV+	VEGABOND	2019	1.6	16	SBS
11	더 모닝쇼 S2	2021	15	19.7	10	Apple TV+	호텔 델루나	2019	1.3	16	tvN
12	만달로리안 S3	2023	13.5	17.8	8	디즈니+	알함브라 궁전의 추억	2018	1.3	16	tvN, 넷플릭스
13	ER S15	2009	13	17.1	22	NBC	도깨비	2016	0.8	19	tvN
14	더 크라운 S5	2022	13	17.1	10	넷플릭스	킬미힐미	2015	0.8	20	MBC
15	Band of Brothers	2022	12.5	16.4	10	HBO	별에서 온 그대	2013	0.6	21	SBS
평균			21.1	27.8	9.5				2.2	14.7	

자료: 언론종합

2. 리콥울

1) 오리지널

OTT 플랫폼의 오리지널 제작 편수가 증가하며 국내 제작사의 실적 개선이 가능할 것으로 판단한다. OTT 오리지널 콘텐츠는 평균 리콥울이 높아 제작사 수익성에 유리하다. 과거 방송사의 리콥울이 평균 50~60% 수준이라면, 글로벌 OTT향 오리지널 콘텐츠의 평균 리콥울은 120% 수준이다. 23년 주요 OTT 플랫폼의 오리지널 제작 편수는 현재까지 공개된 작품 기준 46편이다.

시장 초기에 중요한 것은 라이브러리 구축이었다. 시장 경쟁이 치열해지고, 구독자 이탈율이 높아지고 있다. 따라서 OTT 플랫폼은 라이브러리 확보와 더불어 경쟁 OTT에는 없는 오리지널 콘텐츠 비중을 공격적으로 확대하고 있는 것으로 판단한다.

쿠팡 플레이가 120억원을 투자한 오리지널 콘텐츠인 ‘안나(22년 6월 14일)’는 출시 이후 18일 연속 1위를 기록하였으며, 쿠팡 플레이 일간 사용자 수 증대에 매우 효과적이었다. 22년 6월 9일 기준 약 41만명 수준이었던 일간 사용자 수는 한달 후인 7월 9일 75만 명 이상을 기록하며, 80% 이상의 성장률을 기록하였다. 오리지널 콘텐츠의 힘이다. OTT 플랫폼의 오리지널 경쟁력은 시장 포화 국면에서 결정적인 Key로 작용할 것으로 판단한다. 이에 국내 제작사의 수혜가 기대된다.

그림 34. OTT 플랫폼별 MAU 추이

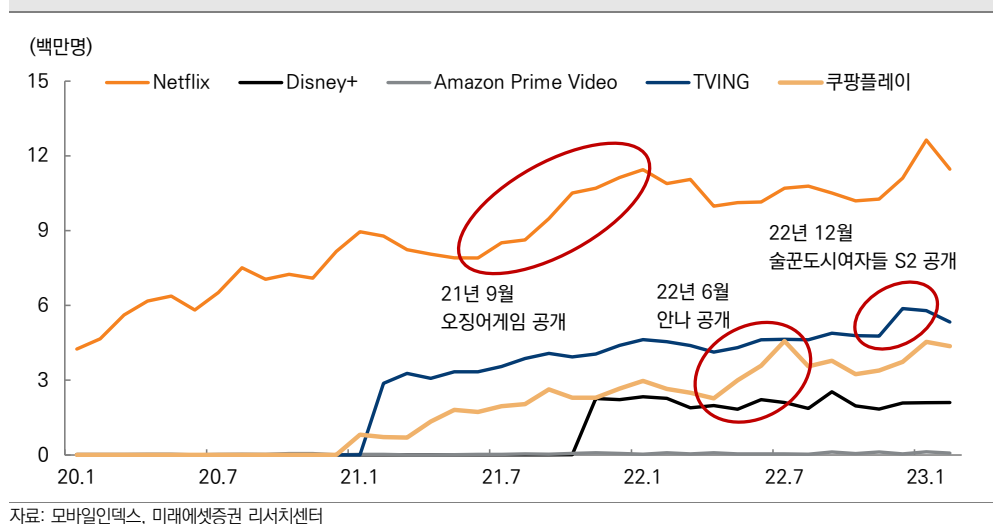
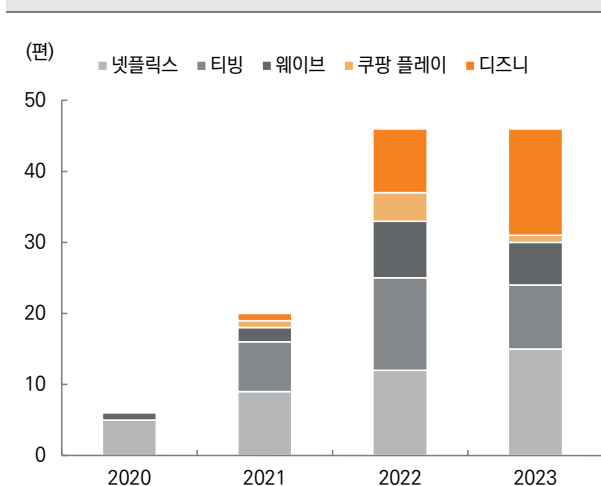
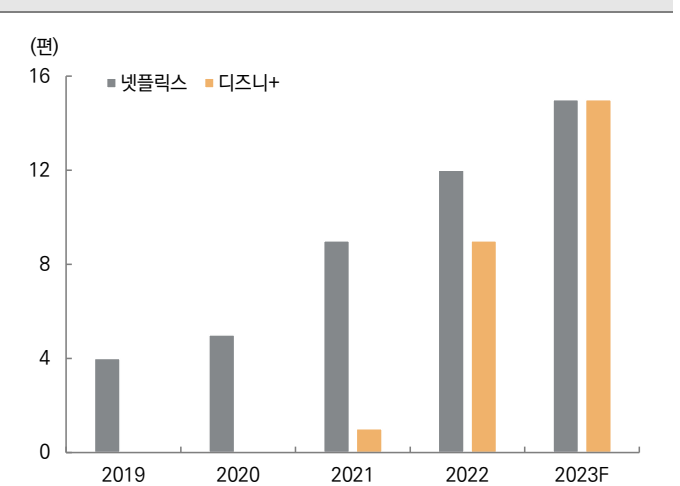


그림 35. OTT 플랫폼별 오리지널 시리즈 공급 현황



주: 23년 라인업은 추후 추가 공개 예상
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 글로벌 OTT 업체별 한국 오리지널 콘텐츠 편수



주: 23년 라인업은 추후 추가 공개 예상
자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 드라마 편수

1) 중국이 열린다

중국향 한국 콘텐츠 수출은 여전히 부진하다. 전체 콘텐츠 수출 중 중국향 수출이 차지하는 비중은 과거 30% 수준에서 한한령 이후 5% 수준까지 감소하였다. 중국향 수출액이 한한령 직전인 2017년 약 1,000억원에서 21년 약 200억원 수준까지 감소하였기 때문이다. 최고 수출액 대비 20%도 못 미치는 수준이다.

22년 한중 정상회담을 계기로 국내 콘텐츠의 중국향 수출 및 서비스가 재개되었으나 급진적인 실적 개선을 기대하기는 어려운 상황이다. 중국 정부는 드라마 심의 규정이 엄격하여 심사 기간의 수개월이 소요된다. 드라마의 경우 방영 후 가치가 빠르게 하락하기 때문에 콘텐츠 수출 시 가치 평가에 불리하다. 또한 중국 OTT 업체에서 국내 방영과 동시에 콘텐츠가 불법 유통되고 있어 작품의 가치를 인정받기 쉽지 않다.

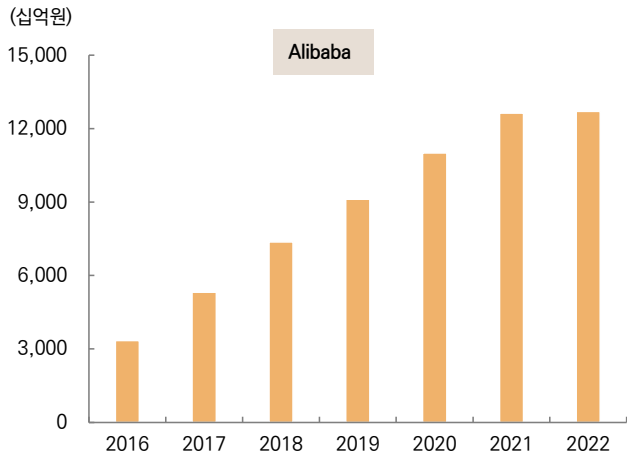
그럼에도 구작 판매를 중심으로 중국 개방에 대한 국내 제작사의 기대감은 유효하다고 판단한다. 콘텐츠의 중국 판매가 가능해지면 제작사는 고객 다변화 효과로 추가적인 비용 부담없이 실적 개선이 가능하기 때문이다. 또한 중화권에서 한국 드라마의 선호도는 매우 높아 동시 방영 가능 시 높은 평가 형성이 가능할 것이라고 판단하기 때문이다. 아마존 프라임 홍콩과 넷플릭스 홍콩 TV 드라마 인기 순위 내 한국 드라마 수는 각 10개 중 2개, 11개 중 9개이다. 중국과의 콘텐츠 교류가 본격화될 경우 한류 스타 주연의 구작 비중이 높은 제작사일수록 수혜 가능성이 높아질 것으로 판단한다.

표 9. 중국향 구작 판매 추이

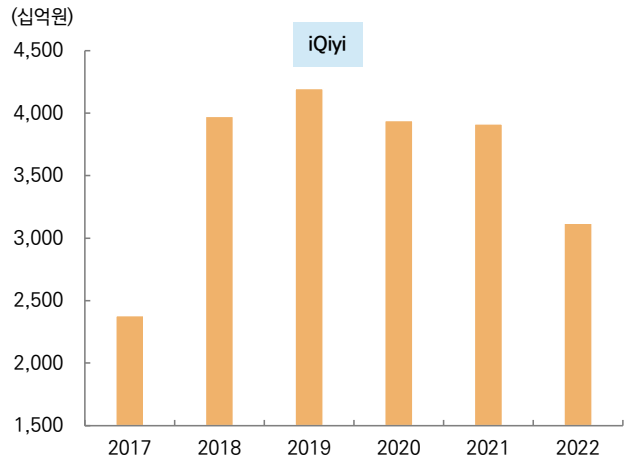
작품명	제작사	출연진	국내방영	중국방영(연도/월)	시차(개월)	중국 방영 플랫폼
사임당, 빛의 일기	그룹에이트	이영애, 송승헌	2017.01	2022.01	60	후난위성TV
밥 잘 사주는 예쁜 누나	콘텐츠리중앙	손예진, 정해인	2018.03	2022.03	48	iQiyi
또 오해영	CJ ENM	서현진, 에릭	2016.05	2022.03	70	Bilibili
슬기로운 감빵생활	CJ ENM	박해수, 정경호	2017.11	2022.03	52	Bilibili
인현왕후의 남자	CJ ENM	유인나, 지현우	2012.04	2022.03	119	Bilibili
지금, 헤어지는 중입니다	삼화 네트워크	송해교, 장기용	2021.11	2022.03	4	Youku
김비서가 왜 그럴까	스튜디오드래곤, 본팩토리	박서준, 박민영	2018.06	2022.03	45	iQiyi
슬기로운 의사생활 S2	CJ ENM	조정석, 유연석	2021.06	2022.04	10	Bilibili
당신이 잠든 사이에	IHQ	이종석, 수지	2017.09	2022.04	55	Tencent
순정에 반하다	김종학프로덕션	정경호, 김소연	2015.04	2022.04	84	Bilibili
나인: 아홉 번의 시간여행	초록백미디어	이진욱, 조윤희	2013.03	2022.05	110	Bilibili
이태원 클라쓰	쇼박스, 지음	박서준, 김다미	2020.01	2022.05	28	Youku
배드 앤 크레이지	스튜디오드래곤, 밍크엔터	이동욱, 한지은	2021.12	2022.05	5	iQiyi
슬기로운 의사생활 S1	CJ ENM	조정석, 유연석	2020.03	2022.12	33	Bilibili
스물다섯 스물하나	스튜디오드래곤	남주혁, 김태리	2022.02	2022.12	10	Youku
힘센여자 도봉순	CJ ENM	박보영, 박형식	2017.02	2022.12	70	iQiyi
갯마을 차차차	스튜디오드래곤	신민아, 김선호	2021.08	2023.01	16	Bilibili
나의 해방일지	초록백미디어, SLL	손석구, 김지원	2022.04	2023.02	9	Youku

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 콘텐츠 투자 집행 규모 추이



자료: Tencent, 미래에셋증권 리서치센터



자료: iQiyi, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 아마존 프라임 홍콩

Rank	Show	Viewers
1.	Tom Clancy's Jack Ryan	596
2.	Island	525
3.	Farzi	341
4.	The Lord of the Rings: The Rings of Power	325
5.	The Boys	285
6.	Hunters	240
7.	Jinny's Kitchen	210
8.	The Peripheral	201
9.	The Rig	200
10.	Reacher	193

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 넷플릭스 홍콩

Rank	Show	Viewers
1.	The Glory	663
2.	Crash Course In Romance	467
3.	Physical: 100	400
4.	Mr. Queen	301
5.	True Beauty	230
6.	Single's Inferno	221
7.	Wednesday	194
8.	Alice in Borderland	185
9.	In the Name of God: A Holy Betrayal	178
10.	Alchemy of Souls	174
11.	The Penthouse	165

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 중국 OTT 플랫폼용 한국 드라마 판권 가격

(천달러)

연도	제목	제작사	회당 가격	판매된 중국 OTT
2013	상속자들	화앤담픽처스(스튜디오드래곤)	30	Youku
2013	별에서 온 그대	HB엔터테인먼트	40	iQiyi
2014	관찰아, 사랑이야	지티스트(스튜디오드래곤), CJ ENM	120	Youku
2015	피노키오	iHQ	280	iQiyi
2015	프로듀사	KBS 드라마 제작국/예능국	200	Sohu
2016	태양의 후예	Studio&NEW, 바른손 CI	250	iQiyi
2016	함부로 애틀하게	삼화네트웍스, iHQ	300	Youku
2016	보보경심: 려	바람이분다	340	Youku
2021	지리산	에이스토리, 바람픽처스(카카오엔터), 스튜디오드래곤	200억원 후반	iQiyi
2021	간 떨어지는 동거	드라마하우스, 지움콘텐츠(SLL)		iQiyi
2022	슬기로운 의사생활	에그이즈커밍(CJ ENM)		Bilibili
2022	또 오해영	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어		Bilibili
2022	스물다섯 스물하나	화앤담픽처스(스튜디오드래곤), 스튜디오드래곤		Youku
2022	힘센여자 도봉순	JS픽처스(CJ ENM), 드라마하우스(SLL)		iQiyi
2022	당신이 잠든 사이에	iHQ		Tencent Video

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 23년 국내 제작사 전망

콘텐츠 수급 가속화에 따른 국내 드라마 제작사 수혜 기대

1) 고래 싸움의 어부지리

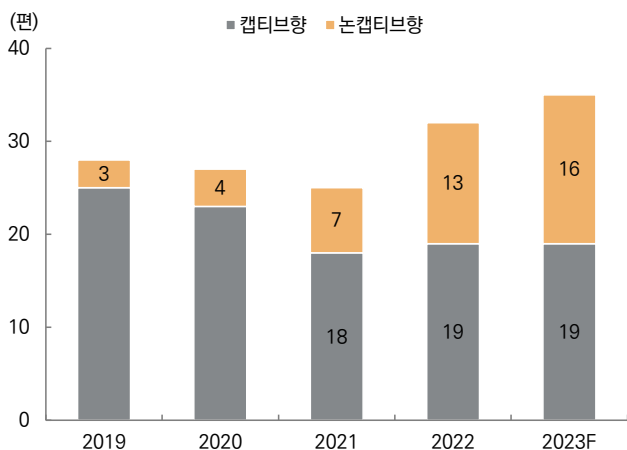
OTT 경쟁 심화에 따른 제작사의 수혜가 기대된다. OTT 업체들의 탑라인 성장률이 둔화되며 효율적인 제작비 집행 가능한 드라마의 중요도가 높아질 수밖에 없다. 효율적인 제작비 집행이 가능한 드라마란 1) 경쟁사에는 없는 차별적인 작품(오리지널), 2) 대중적 성공 가능성이 높은 작품(시즌제), 또는 3) 가입자 수 증가가 가능한 지역(동남아시아)을 타겟팅할 수 있는 적정 수준의 제작비를 투입한 완성도 있는 작품(한국 드라마)이다. 경쟁력 있는 국내 제작사 업체들의 수혜는 23년에도 지속될 것으로 판단한다.

볼 게 넘쳐나는 지금. 아이러니하게도 볼 게 없어서 소비자들은 구독을 취소한다. 소비자들을 더욱 락인하기 위해서 OTT 업체들의 경쟁은 심화되었으며 경쟁 무기는 오로지 콘텐츠로 승부해야 될 것이다. 글로벌 입맛에 맞는 콘텐츠 제작이 가능한 제작사라면 게임의 판도를 바꾸는 게임 메이커가 될 수 있을 것이다.

23년 도전적인 전방 산업에도 국내 제작사의 글로벌 OTT향 콘텐츠 수는 지속 증가할 것으로 기대한다. 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수급 경쟁도 심화되고 있기 때문이다. 가장 공격적인 투자를 집행할 것으로 예상하는 업체는 올해도 넷플릭스일 것으로 판단한다.

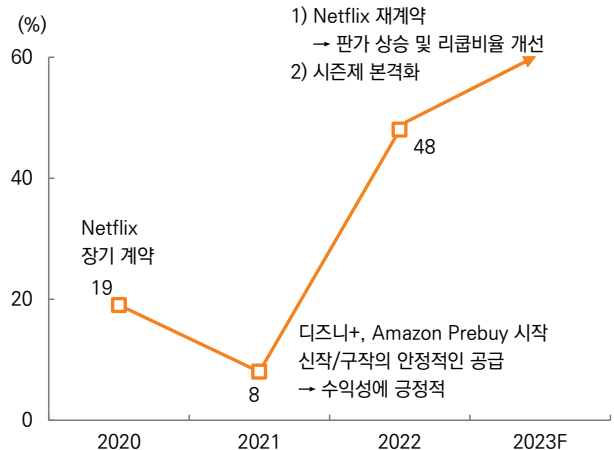
스튜디오드래곤의 안정적인 실적 개선이 가능할 것으로 판단한다. 콘텐츠 제작 능력기반 경영 환경이 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 1) 전년대비 논캡티브향 방영 편수가 13편에서 16편으로 증가, 2) 넷플릭스와의 재계약으로 평가 상승 및 리쿠피율 개선이 기대된다. 20년 스튜디오드래곤은 넷플릭스와 장기 계약을 체결하며 신작 ASP 가 20% YoY 수준 증가하였다. 3) 시즌제 본격화로 리쿠피율 증가가 기대된다.

그림 40. 스튜디오드래곤 캡티브-논캡티브향 작품 현수



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 스튜디오드래곤 신작 ASP 상승률 추이

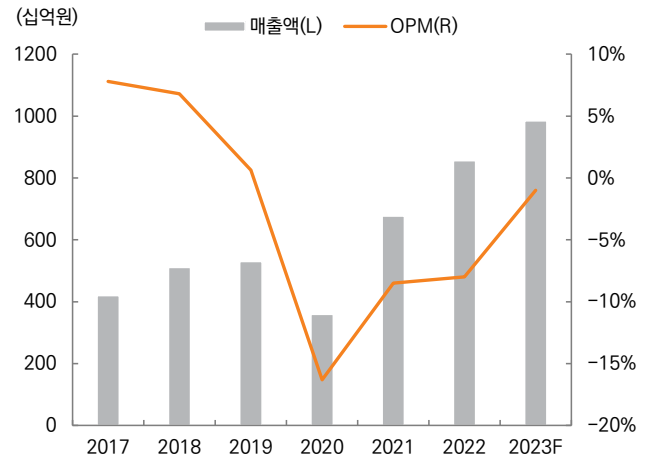
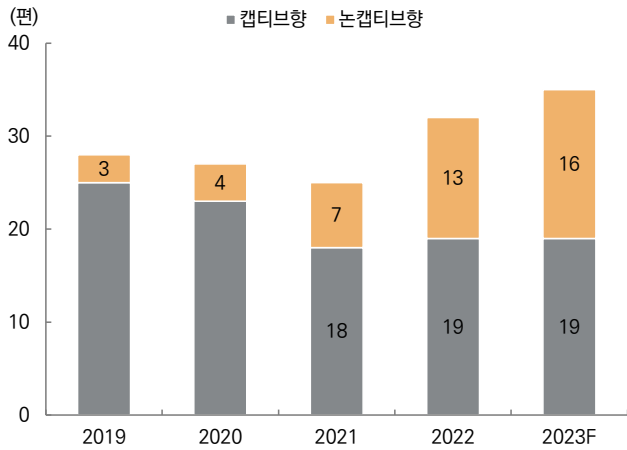


자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

콘텐츠리중앙은 SLL의 제작 편수 확대 및 오리지널, 시즌제와 같은 리튬율이 높은 제작 편수가 확대되며 매출 성장 및 적자 폭 축소가 가능할 것으로 전망한다. 또한 23년은 극장 관람객 수요 회복이 온기로 반영되는 원년으로 Megabox의 성장이 기대된다. 아바타와 같은 글로벌 대작의 경우 프리미엄 상영관에서 영화를 관람하고자 하는 선호도가 높아지며 하반기 ATP 상승에 따른 수익성 개선 효과가 기대된다.

그림 42. 콘텐츠리중앙: 캡티브-논캡티브향 작품 편수

그림 43. 콘텐츠리중앙 실적 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

중소형 제작사의 탄력적인 실적 개선이 가능할 것으로 판단한다. 개별 중소형 제작사들의 23년 실적에 주목할 필요가 있다. 과거에는 캡티브 채널 산하 제작사가 아닌 경우 방영 편성에 제약이 많아 국내 중소형사에게 매우 불리한 영업 환경이었다. OTT 산업이 급속도로 성장하고, 콘텐츠 수급 전쟁이 심화됨에 따라 제작 능력을 갖춘 중소형사의 수혜가 예상된다.

① IP를 제작사가 직접 보유함에 따라 방영 후 발생하는 추가 수익에 대해 방영권 및 매출원가 없이 순이익으로 인식→흑자 전환 기대감, ② IP를 활용한 2차 저작권 사업 가능 → 매출처 다각화를 통한 추가 수익 발생 기대감이 높기 때문이다. 중소형 관심 종목은 래몽래인과 에이스토리이다.

V. Peer Group

1) OTT 업체

표 11. OTT 업체 실적 관련 지표

(십억원, 백만달러, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
디즈니	4.0	5.5	183	90,371	96,347	12,738	15,917	14.1	16.5	7,310	9,820
넷플릭스	14.0	7.7	151	34,328	38,377	6,433	8,017	18.7	20.9	5,490	6,771
Roku	5.9	41.8	9	3,267	3,793	-601	-357	-18.4	-9.4	-709	-872
AT&T	7.3	3.2	141	122,582	124,103	24,302	25,369	19.8	20.4	17,839	18,423
Warner Bros. Discovery	2.3	30.1	37	43,883	45,602	2,007	4,734	4.6	10.4	1,230	3,243
핀터레스트	13.7	13.5	19	3,058	3,647	335	535	11.0	14.7	390	615
CJ CGV	-10.1	-17.4	722	1,515	1,646	67	101	4.4	6.1	-42	-21
OTT 업체 평균	5.3	12.1	180.2	42,714.9	44,788.0	6,469.0	7,759.5	7.8	11.4	4,501.1	5,425.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. OTT 업체 추가 관련 지표

(배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
디즈니	7.3	9.2	24.6	18.3	1.8	1.7	14.9	12.6
넷플릭스	21.9	22.1	27.5	22.3	6.1	4.9	21.1	16.7
Roku	-26.4	-14.3	-	-	3.6	3.4	-	6,258.4
AT&T	16.7	15.4	8.1	7.9	1.3	1.2	6.4	6.2
Warner Bros. Discovery	2.1	5.2	20.4	10.2	0.8	0.8	7.0	5.9
핀터레스트	9.3	13.8	45.1	30.3	5.6	4.4	30.9	20.9
CJ CGV	-10.2	-5.3	-20.0	-37.8	1.8	2.0	8.7	7.3
OTT 업체 평균	3.0	6.6	17.6	8.5	3.0	2.6	14.8	904.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 콘텐츠 제작사

표 13. 콘텐츠 제작사 실적 관련 지표

(십억원, 백만달러, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CJ ENM	-3.4	-13.9	1,862	5,273	5,732	240	311	4.6	5.4	98	180
스튜디오드래곤	-13.0	-12.7	2,095	819	936	88	107	10.8	11.4	71	84
콘텐츠트리중양	-7.1	-20.5	438	988	1,085	17	47	1.7	4.4	10	41
에이스토리	-12.2	-8.2	213	90	-	12	-	13.3	-	-	-
애니플러스	-7.0	-5.2	171	90	110	19	24	21.1	21.6	12	16
텍스터	-3.6	-14.3	274	-	-	-	-	-	-	-	-
NEW	-10.9	-18.8	182	210	-	9	-	4.0	-	-	-
쇼박스	-1.9	-4.8	215	-	-	-	-	-	-	-	-
삼화네트웍스	3.7	-4.1	141	90	-	11	-	12.2	-	-	-
래몽래인	-13.6	-9.2	122	-	-	-	-	-	-	-	-
디어유	7.4	53.6	1,063	88	122	33	45	38.0	36.7	35	45
키다리스튜디오	-3.4	-20.4	281	202	237	12	18	5.8	7.7	9	18
대원미디어	0.7	-5.7	176	297	-	16	-	5.4	-	14	-
팬엔터테인먼트	7.6	14.3	149	120	-	15	-	12.5	-	-	-
SBS	-7.8	17.3	693	1,027	1,078	112	129	10.9	11.9	87	98
제작사 평균	-4.3	-3.5	538.3	774.5	1,328.3	48.7	97.2	11.7	14.2	42.2	68.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 콘텐츠 제작사 주가 관련 지표

(배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CJ ENM	2.3	4.2	20.7	11.3	0.5	0.4	3.6	3.3
스튜디오드래곤	9.8	10.1	28.7	24.3	2.9	2.6	9.5	8.5
콘텐츠트리중양	2.0	6.3	49.3	16.5	2.9	2.3	6.8	6.0
에이스토리	-	-	-	-	-	-	-	-
애니플러스	16.1	21.5	14.9	11.4	2.4	2.3	4.5	4.1
텍스터	-	-	-	-	-	-	-	-
NEW	-	-	-	-	-	-	-	-
쇼박스	-	-	-	-	-	-	-	-
삼화네트웍스	-	-	-	-	-	-	-	-
래몽래인	-	-	-	-	-	-	-	-
디어유	22.1	22.3	31.2	24.4	6.1	4.9	25.2	17.9
키다리스튜디오	3.7	7.6	29.3	15.1	1.2	1.1	6.4	4.8
대원미디어	10.7	-	14.5	-	1.6	-	4.9	-
팬엔터테인먼트	-	-	-	-	-	-	-	-
SBS	9.7	10.2	8.3	7.2	0.8	0.7	2.9	2.2
콘텐츠 제작사 평균	9.6	11.7	24.6	15.8	2.3	2.0	8.0	6.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

표 15. Netflix 한국 작품 라인업

연도	제목	공개일	주연	에피소드	제작사
2019년	킹덤 시즌1	1월 25일	주지훈, 배우나 류승룡	6부작	에이스토리
	첫사랑은 처음이라서 시즌 1	4월 18일	지수, 정채연, 진영, 최리, 강태오, 홍지윤	8부작	에이스토리
	첫사랑은 처음이라서 시즌 2	7월 26일	지수, 정채연, 진영, 최리, 강태오, 홍지윤	8부작	에이스토리
	좋아하면 울리는 시즌 1	8월 22일	김소현, 정가람, 송강 외	8부작	스튜디오드래곤
2020년	나홀로 고대	2월 7일	윤현민, 고성희, 최여진, 황찬성 외	12부작	스튜디오드래곤
	킹덤 시즌2	3월 13일	주지훈, 배우나, 류승룡 외	6부작	에이스토리
	인간수업	4월 29일	김동희, 박주현, 정다빈, 남윤수 외	10부작	스튜디오329
	보건교사 안은영	9월 25일	정유미, 남주혁 외	6부작	오보이프로젝트
	스위트 홈	12월 18일	송강, 이진욱, 이시영, 이도현 외	10부작	스튜디오N, 스튜디오드래곤
2021년	좋아하면 울리는 시즌 2	3월 12일	김소현, 정가람, 송강 외	6부작	스튜디오드래곤, 스튜디오N
	무브 투 헤븐	5월 14일	이제훈, 탕준상, 홍승희 외	10부작	넵버쓰리픽처스, 페이지원필름
	내일 지구가 망해버렸으면 좋겠어	6월 18일	박세완, 신현승, 영재, 민나, 한현민 외	12부작	미스틱스토리
	킹덤: 아신전	7월 23일	전지현, 박병은, 김시아 외	1부작 스페셜 에피소드	바람픽처스, 스튜디오드래곤, 비에이엔터테인먼트
	DP 시즌1	8월 27일	정해인, 구교환, 김성균, 손석구 외	6부작	클라이맥스 스튜디오
	오징어 게임	9월 17일	이정재, 박해수, 오영수, 위하준, 정호연, 허성태, 아누팜 트리파티, 김주영 외	9부작	사이런픽처스
	마이 네임	10월 15일	한소희, 박희순, 안보현, 김상호, 이학주, 장률 외	8부작	김진민 감독 (인간수업)
	지옥	11월 19일	유아인, 김현주, 박정민, 원지아, 양익준 외	6부작	클라이맥스 스튜디오
	고요의 바다	12월 24일	배두나, 공유, 이준, 김선영, 이무생 외	8부작	아티스트 스튜디오
2022년	지금 우리 학교는 시즌 1	1월 28일	박지후, 윤찬영, 조이현, 로몬, 유인수, 이유미, 임재혁 외	12부작	필름몬스터(SLL), 콘텐츠리중앙, 김종학프로덕션
	소년심판	2월 25일	김혜수, 김무열, 이성민, 이정은 외	10부작	길픽처스(스튜디오드래곤), 지티스트
	안나라수마나라	5월 6일	지창욱, 최성은, 황인엽 외	6부작	JTBC스튜디오(SLL), 콘텐츠지움(SLL)
	종이의 집: 공동경제구역 시즌 1	6월 24일	유지태, 김윤진, 박해수, 전종서 외	6부작	BH엔터(카카오엔터), 콘텐츠지움(SLL)
	블랙의 신부	7월 15일	김화선, 이현욱, 정유진, 박훈, 차지연 외	8부작	이미지나인컴즈(위지웍스튜디오), 타이거스튜디오
	모범가족	8월 12일	정우, 박희순, 윤진서, 박지연 외	10부작	프로덕션H(SLL)
	수리남	9월 9일	하정우, 황정민, 박해수, 조우진, 유연석 외	6부작	윙광(카카오엔터), 퍼펙트스톰필름(SLL)
	글리치	10월 7일	전여빈, 나나 외	10부작	스튜디오 329(신세계)
	썸바디	11월 18일	김영광, 강해림, 김용지, 김수연 외	8부작	비온드J
	종이의 집: 공동경제구역 시즌 2	12월 9일	유지태, 김윤진, 박해수, 전종서 외	6부작	BH엔터(카카오엔터), 콘텐츠지움(SLL)
	더 패블러스	12월 23일	채수빈, 최민호, 이상운, 박희정 외	8부작	길픽처스(스튜디오드래곤)
더 글로리	12월 30일	송혜교, 이도현, 임지연, 염혜란, 박성훈, 정성일 외	8부작	스튜디오드래곤	

연도	제목	공개일	주연	에피소드	제작사
2023년	연애대전	2월 10일	김옥빈, 유태오, 김지훈, 고원희 외	10부작	빈지웍스(스튜디오S)
	더 글로리 Part 2	3월 10일	송혜교, 이도현, 임지연, 염혜란, 박성훈, 정성일 외	8부작	스튜디오드래곤, 화담엔터테인먼트(스튜디오드래곤)
	택배기사	2Q23	김우빈, 송승헌, 이솜, 강유석 외	6부작	프로젝트318
	퀸메이커	2Q23	김희애, 문소리 외	12부작	인사이트필름, 에이스토리, 스튜디오포커스엑스
	셀러브리티	2Q23	박규영, 강민혁, 이창아, 이동건, 전효성 외	12부작	스튜디오드래곤, 김중학프로덕션, 하우픽처스(SLL)
	사냥개들	2Q23	우도화, 이상이, 김새론, 박성웅, 허준호 외	8부작	스튜디오N, 씨앗필름, 세븐오시스
	마스크걸	3Q23	고현정, 안재홍, 염혜란, 나나 외	7부작	본팩토리(CJ ENM)
	도적: 칼의 소리	3Q23	김남길, 서현, 유재명, 이현욱, 이호정 외	미정	바람픽처스(카카오M), 얼반웍스이엔티, 스튜디오드래곤
	D.P. 시즌 2	3Q23	정해인, 구교환, 김성균, 손석구, 자진희, 김지현 외	6부작	클라이맥스스튜디오(SLL)
	너의 시간 속으로	3Q23	안호섭, 전여빈, 강훈 외	12부작	엔피오엔터, 스튜디오플로우(키이스트)
	경성크리처 S1	4Q23	박서준, 한소희, 수현, 김해숙, 조한철, 위하준 외	10부작	글앤그림(카카오엔터), 스튜디오드래곤, 카카오엔터
	정신변동에도 아침이 와요	4Q23	박보영, 연우진, 장동윤, 이정은 외	12부작	필름몬스터(SLL)
	종말의 바보	4Q23	안은진, 유아인, 전성우, 김윤혜 외	12부작	아이엠티브이
	이두나!	4Q23	수지, 양세종 외	8부작	스튜디오드래곤, 쇼러너스
스위트홈 시즌 2	4Q23	송강, 이진욱, 이시영, 고민시, 박규영, 유오성, 오정세, 김무열, 진영 외	미정	스튜디오드래곤, 스튜디오N	
TBD	오징어 게임 시즌 2				쇼박스, 랫츠필름
	지금 우리 학교는 시즌 2				필름몬스터, 콘텐트리중앙
	스위트 홈 시즌 3				스튜디오N, 스튜디오드래곤
	살인장난감				클라이맥스 스튜디오
2023년	정미	1월 20일	강수연, 김현주, 류경수		클라이맥스 스튜디오
	스마트폰을 떨어뜨렸을 뿐인데	2월 17일	임시완, 천우희, 김희원		영화사 미지, 스튜디오N
	길복순	1Q23	전도연, 설경구, 김시아, 이솜, 구교환 외		씨앗필름
	승부	2Q23	이병헌, 유아인		영화사 월광, BH엔터
	독전2	4Q23	조진웅, 차승원, 한효주, 오승훈, 김동영, 이주영 외		용필름, 슈퍼픽션, CJ ENM 스튜디오스
	발레리나	4Q23	전종서, 김지훈, 박유림 외		클라이맥스 스튜디오
	노란문: 봉준호 감독의 미공개 단편 영화를 찾아서(가제)	4Q23			-
	피지컬	1월 24일			MBC, 루이웍스 스튜디오
	사이렌: 불의 섬	2Q23			스튜디오 모닥
	19/20	3Q23			시작컴퍼니
	좀비버스	3Q23	이시영, 노홍철, 박나래, 단단, 초키, 유희관, 조나단, 파트리샤, 파추형, 텍스		카카오엔터
	데블스플랜				TEO
	나는 신이다: 신이 배신한 사람들	3월 3일			MBC

자료: Netflix, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. Disney+ 한국 작품 라인업

연도	제목	공개일	주연	에피소드	제작사
2021	설강화	2021-12-18	정해인, 지수	16	드라마하우스, JTBC스튜디오
2022	너와 나의 경찰수업	2022-01-26	강다니엘, 채수빈	16	NEW
	그리드	2022-02-16	서강준, 김아중, 김무열, 김성균, 이시영	10	아크미디어, 에이스팩토리
	사운드트랙#1	2022-03-23	박형식, 한소희	4	레드나인픽처스, 제나두엔터
	키스 식스 센스	2022-05-25	윤계상, 서지혜, 김지석	12	아크미디어
	변론을 시작하겠습니다	2022-09-21	정려원, 이규형, 정진영	12	아크미디어, 슬링샷스튜디오
	형사록	2022-10-26	이성민, 진구, 경수진, 이학주	8	스튜디오드래곤, 슬링샷스튜디오, 점보필름
	3인칭 복수	2022-11-09	신예은, 로몬, 서지훈	12	스튜디오S
	커넥트	2022-12-07	정해인, 고경표, 김혜준	6	스튜디오드래곤, 스튜디오HIM
카지노	2022-12-21	최민식, 손석구, 이동휘, 허성태	8	아크미디어, BA엔터(SLL), 씨제스엔터	
2023	카지노2	2023-02-15	최민식, 손석구, 이동휘, 허성태	8	아크미디어, BA엔터(SLL), 씨제스엔터
	사랑이라 말해요	2023-02-22	김영광, 이성경, 성준, 안희연	16	아크미디어, 스튜디오산타클로스, 컬처앤스토리
	무빙	2023	류승룡, 한효주, 조인성	20	NEW, 미스터로맨스
	형사록 시즌2	1H23	이성민, 경수진, 이학주	-	스튜디오드래곤, 슬링샷스튜디오, 점보필름
	레이스	1H23	이연희, 홍종현, 문소리, 정윤호	-	바람픽처스(카카오엔터)
	사운드트랙#2	2023	-	-	레드나인픽처스, 제나두엔터
	최악의 악	2H23	지창욱, 위하준	-	바람픽처스(카카오엔터), 사나이픽처스(카카오엔터)
	말도 끝도 없이, 너다	2023	정용화, 홍승희, 이이경	16	아크미디어, 피플스토리
	비질란테	2023	남주혁, 유지태, 이준혁	8	스튜디오 n
	한강	2H23	권상우, 김희원, 배다빈, 이상이	-	아크미디어, 영화사 필름몬스터
	세상에서 가장 나쁜 소년	2023	탕준상, 유태오	-	슬링샷스튜디오
	킬러들의 쇼핑물	2023	이동욱, 김혜준	8	메리크리스마스(위지웍)
	마녀	2023	박진영, 노정의	-	쇼박스, 미스터로맨스
	지배종	2023	주지훈, 한효주, 이희준, 이무생, 박지연	-	에이스팩토리, 에이치앤드엔터테인먼트
	남남	2H23	전혜진, 최수영	-	아크미디어, 바람픽처스(카카오엔터)
	하이브	-	마동석	6	아센디오
SHE	-	김하늘, 정지훈	10	NEW, 태원엔터테인먼트	
로얄로더	-	이재욱, 홍수주, 이준영	-	아크미디어, 네오엔터	

자료: Disney+, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 스튜디오드래곤 23년 방송 예정 작품

(편)

	편성	작품	방영 일자	에피소드	연출	작가	주연	Note
1	tvN	환혼: 빛과 그림자 (Part 2)	22.12.10~1.8	10	박준화	홍정은, 홍미란	이재욱, 황민현	동시방영(Netflix)
2		미생: 그들이 있었다2	22.12.19~1.31	14	민연홍	반기리, 정소영	고수, 허준호, 안소희	
3		조선 정신과 의사 유세풍 S2	1.11~2.9	10	박원국	박슬기, 최민호	김민재, 김향기, 김상경	
4		일타스캔들	1.14~3.5	16	유제원	양희승	전도연, 정경호	동시방영(Netflix)
5		청춘월담	2.6~4.11	20	이종재	정현정	박형식, 전소니	
6		성스러운 아이돌	2.15~3.23	12	박소연	이천금	김민규, 고보결	
7		판도라: 조작된 낙원	3.11~4.30	16	최영훈	현지민	이지아, 이상윤	동시방영(Disney)
8		스틸러-일곱 개의 조선통보	4.12~5.18	12	최준배	신경일	주원, 이주우	
9		패밀리	4.17~5.23	12	장정도	정유선	장혁, 장나라	동시방영(Disney)
10		구미호연1938	5.6~6.11	12	강신호, 조남형	한우리	이동욱, 김소연, 김범	
11	Tving	이로운 사기	5.29~7.18	16	이수현	한우주	천우희, 김동욱	
12		이번 생도 잘 부탁해	23년 6월	12	이나정	최영림	신혜선, 안보현	동시방영(Netflix)
13		소용없어 거짓말	23년 6월	16	남성우	서정은	김소현, 황민현	
14		경이로운 소문2	23년 7월		유선동	김새봄	조병규, 유준상	
15		아라문의 검: 아스달 연대기	23년	12	김광식	김영현, 박성연	신세경, 이준기	
16		눈물의 여왕	23년		김희원	박지은	김수현, 김지원	
17		아일랜드 Part1	22.12.30~1.13	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
18		아일랜드 Part2	2.24~3.10	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
19		방과 후 전쟁활동 Part 1	3.31	6	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
20		방과 후 전쟁활동 Part 2	4.01	4	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
21	Netflix	더 글로리 Part 2	3.10	8	안길호	김은숙	송혜교, 이도현	오리지널
22		셀러브리티	23년	12	김철규	김이영	이청아, 박규영, 전효성	오리지널
23		도적: 칼의 소리	23년		황준혁	한정훈	김남길, 서현	오리지널
24		경성크리처 S1	23년	10	정동윤	강은경	박서준, 한소희	오리지널
25		이두나!	23년	8	이정효	장유하	수지, 양세종	오리지널
26		스위트홈2	23년		이응복		송강, 이진욱	오리지널
27	Disney+	형사록 S2	23년 7월		한동화	임창세	이성민, 정진영	오리지널
28	애플TV+	The Big Door Prize	3.31~5.17	10	Anu Valia	David West Read	Chris O'Dowd	2H22 납품
29		The Big Door Prize S2	23년					
30	쿠팡플레이	미끼 Part1	1.27~2.10	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	
31		미끼 Part2	4.7~4.21	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	1Q23 납품

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 콘텐츠리중앙 23년 방송 예정 작품

(편)

	편성	작품	방영 일자	에피소드	연출	작가	주연	Note
1	JTBC	대행사	1.7~2.26	16	이창민	송수환	이보영, 조성하, 손나은	동시방영(Tving, Netflix)
2		신성한 이혼	3.4~4.9	12	이재훈, 임주혁	유영아	조승우, 한혜진, 김성균	동시방영(Tving, Netflix)
3		닥터 차정숙	4.15~6.4	16	김우택,장경익	정여량	엄정화,김병철	동시방영(Tving, Netflix)
4		나쁜엄마	4.26~6.8	16	심나연	배세영	라미란	동시방영(Tving, Netflix)
5		킹더랜드	1H23	16	임현욱	최롬	이준호,임윤아	동시방영(Tving, Netflix)
6		터치 : 힙하게	2H23	-	김석윤	이남규	한지민,이민기	동시방영(Tving, Netflix)
7		힘센여자 강남순	2H23	16	김정식	백미경	김정은,옹성우	동시방영(Tving)
8		기적의 형제	2H23	-	박찬홍	김지우	정우,배현성,박유림	동시방영(Tving)
9		이 연애는 불가항력	2H23	16	남기훈	노자설	로운, 조보아, 하준	동시방영(Tving, Netflix)
10		끝내주는 해결사	2H23	-	-	-	-	-
11		공개예정	2H23	-	-	-	-	-
12		공개예정	2H23	-	-	-	-	-
13	SBS	법편	1.6~2.11	12	이원태, 함준호	김원석	이선균, 문채원, 강유석	동시방영(웨이브, 프라임비디오)
14		약귀	1H23	12	이정림	김은희	김태리,오정세	동시방영 (웨이브, Disney+)
15	TVING	샤크 : 더 스톱	1H23	6	김건	민지	김민석,이현욱	오리지널
16		이재 곧 죽습니다	2H23	7	하병훈	하병훈	서인국,박소담	오리지널
17	Netflix	정이	1.20	1	연상호	연상호	강수연, 김현주	오리지널
18		D.P. 2	3Q23	6	한준희	김보통, 한준희	정해인, 구교환, 김성균, 손석구	오리지널
19		정신병동에도 아침이 와요	4Q23	12	이재규, 김남수	이남규, 오보현, 김다희	박보영, 연우진, 장동윤	오리지널
20		발레리나	4Q23	1	이충현	이충현	전종서, 김지훈, 박유림	오리지널
21		On Record (舊 Bodkin)	2H23	-	Tonia Davis	Jez Scharf	Will Forte	오리지널
22	Disney+	카지노 시즌 2	2.15~3.22	8	강윤성, 남기훈	강윤성	최민식,손석구, 이동휘	오리지널
23	HBO	The White House Plumbers	5.1	5	Alex Gregory	Alex Gregory	Woody Harrelson	오리지널
24	Prime Video	The Summer I Turned Pretty 2	2H23	-	Jenny Han	Jenny Han	Lola Tunf, Jackue Chung	오리지널
25	Plus M	대외비	3.1	1	이원태	이수진	조진웅, 이성민, 김무열	
26		범죄도시 3	2H23	1	이상용	-	마동석, 이준혁	
27	Multiplex	소울메이트	3.15	1	민용근	강현주, 민용근	김다미, 전소니, 변우석	
28		리바운드	4.5	1	장항준	권성휘, 김은희	안재홍, 이신영, 정진운	
29		거미집	1H23	1	김지운	신연식	송강호,임수정,오정세	
30		1947 보스톤	2H23	1	강제규	-	하정우, 배성우, 임시완	
31		콘크리트유토피아	2H23	1	엄태화	이신지, 엄태화	이병헌, 박서준, 박보영	
32		공개예정	2H23	-	-	-	-	
33	협의중	약인전기	2H23	-	김정민	-	신하균, 김영관	
34	협의중	자백의 대가	2H23	-	심나연	권종관	송해교, 한소희	

자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

스튜디오드래곤 (253450/매수) 유미의 탑픽

CJ ENM (035760/매수) 유미의 기다림

콘텐츠리중앙 (036420/매수) 유미의 랜덤박스

래몽라인 (200350/ Not Rated) 중소형 제작사 중 가장 선호

에이스토리 (241840/ Not Rated) 에이블 성장 스토리

유미의 탐픽

매수
(신규)

목표가: 88,000원
상승여력: 26.8%

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

Valuation

투자이견 '매수' 및 목표주가 '88,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가 '88,000원'은 23F EPS 1,912원에 타겟 멀티플 46x를 적용하여 산출
- 동사 기준 최대 규모의 제작비가 투자된 애플 TV형 The Big Door Prize S2 제작을 확정 지으며 편수, 규모, 마진 개선과 더불어 공급 플랫폼 다각화의 23년 전망. 미디어 업종 내 Top Pick으로 제시하며 커버리지 개시

1Q23 Preview

하반기로 갈수록 높아지는 성장성

- 글로벌 OTT 업체와의 개선된 계약 연장에 따른 수익성 개선 기대. 동시 방영 작품에 대한 리콥율이 기존 계약 대비 높아지며 관련 효과는 일타 스캔들이 방영된 1분기 실적부터 확인 가능할 것으로 예상
- 작년 1분기 해외 중심 IP 판매 매출 증가로 일회성 수익이 발생했던 점을 감안해도 전년대비 방영 회차(1Q22 74회 → 1Q23 108회)증가로 1,077억원 판매 매출 전망
- 2분기 티빙과 디즈니+에 '판도라: 조작된 낙원' 및 '패밀리' 동시 방영으로 안정적인 실적 지속될 것으로 기대

23년 전망

23년 예상 매출액 8,731억원(+25% YoY) 및 영업이익 836억원(+28% YoY) 전망

- 전년대비 2편 증가한 35편 방영. 방영 편수의 54%가 동시방영 10편과 시즌제 작품 9편으로 수익성 개선은 더욱 가파르게 진행될 것으로 판단
- 글로벌 OTT 업체와의 계약이 개선된 조건으로 연장됨에 따라 동시 방영 콘텐츠의 리콥율 상승에 따른 마진 개선 기대. 20년 동사는 넷플릭스와 장기 계약을 시작하며 마진을 YoY +3%pt, 절대 이익 YoY +70% 이상 성장 → 큰 폭의 수익성 개선
- 넷플릭스향 공급 콘텐츠 비중 내 오리지널 콘텐츠 비중이 높아 과거 20년 대비 이익 성장 폭은 제한적일 것으로 전망

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	69,400	시가총액(십억원)	2,086
영업이익(23F, 십억원)	84	발행주식수(백만주)	30
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	88	유동주식비율(%)	45.2
EPS 성장률(23F, %)	12.9	외국인 보유비중(%)	9.5
P/E(23F, x)	36.5	베타(12M) 일간수익률	0.32
MKT P/E(23F, x)	15.7	52주 최저가(원)	59,100
KOSDAQ	890.62	52주 최고가(원)	94,600

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.4	14.0	-23.7
상대주가	-23.3	-14.1	-21.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	526	487	698	873	982	1,105
영업이익 (십억원)	49	53	65	84	103	116
영업이익률 (%)	9.3	10.9	9.3	9.6	10.5	10.5
순이익 (십억원)	30	39	51	57	64	115
EPS (원)	1,044	1,301	1,684	1,902	2,145	3,811
ROE (%)	5.7	6.0	7.5	8.6	9.1	14.4
P/E (배)	88.7	69.9	51.1	36.5	32.4	18.2
P/B (배)	4.6	4.0	3.9	3.1	2.8	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 전망

23년 실적 전망 및 Valuation

스튜디오드래곤에 대해 투자이건 ‘매수’ 및 목표주가 ‘88,000원’으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 23F EPS 1,912원에 타겟 멀티플 46x를 적용하여 산출하였다.

전년대비 확대된 제작 편수 기반 22년말 넷플릭스 재계약에 따른 상승된 리튬율에 작품 공급, 해외 OTT 플랫폼 다각화로 탑라인과 수익성의 동반 성장이 가능할 것으로 판단한다. 하반기로 갈수록 텐트폴 및 오리지널 작품이 비중 있게 편성됨에 따라 안정적인 QoQ 성장 추이가 가능할 것으로 기대한다. 업종 내 Top Pick으로 커버리지를 개시한다.

표 19. 스튜디오드래곤 목표주가

(십억원, 천주, 원, x, %)

구분	멀티플	Note
23F 지배주주순이익	57	
주식 수	30,058	
EPS	1,912	
목표 P/E	46	22년 평균 P/E
목표주가	88,000	
현재주가	69,400	
상승여력	26.8	

자료: 4월 12일 기준, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	121	157	229	191	170	202	224	277	698	873	982
편성	35	44	59	54	54	39	57	58	193	208	229
판매	78	104	166	133	108	149	158	209	480	624	714
기타	8	10	4	4	9	13	9	10	25	41	39
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	18.7	27.3	26.7	10.9	65	84	102
OPM	15%	17%	8%	1%	11%	14%	12%	4%	9%	10%	10%
당기순이익	16	26	18	-8	13	28	23	12	51	57	64
YoY(%)	3%	49%	97%	29%	41%	28%	-2%	45%	43%	25%	12%
편성	-19%	55%	64%	2%	52%	-11%	-4%	7%	19%	8%	11%
판매	23%	54%	155%	66%	39%	44%	-5%	57%	74%	30%	14%
기타	-22%	-5%	-75%	-75%	10%	38%	151%	164%	-50%	65%	-6%
영업이익	1%	96%	30%	-81%	3%	1%	41%	826%	24%	28%	23%

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 제작 규모 확대로 탑라인 성장 기대

1) 제작 규모 확대로 매출 성장

23년 매출액은 전년대비 +25% 성장한 8,731억원으로 작년에 이어 올해도 높은 성장률이 지속될 것으로 전망한다. 동사의 방영 편수가 전년대비 2편 증가한 35편(TV 19편, OTT 16편)으로 확대됨에 기인한다. 시즌제 작품이 9편으로 확대 편성, 넷플릭스, 디즈니+에 이어 애플TV로 신규 OTT 플랫폼향 공급 다각화가 이루어지며 23년에도 동사의 양질의 성장이 가능할 것으로 기대한다.

표 21. 스튜디오드래곤 23년 방송 예정 작품

(편)

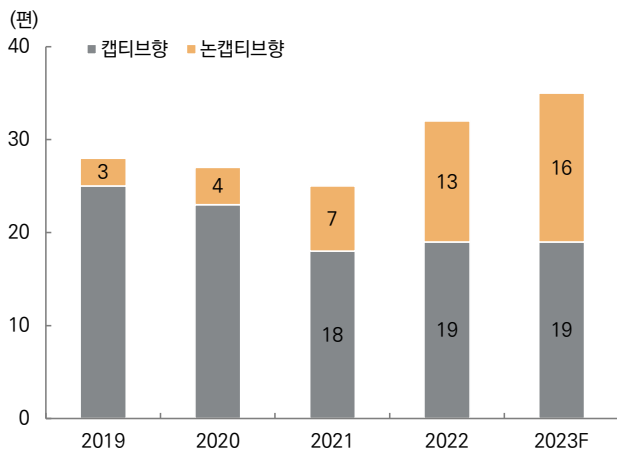
편성	작품	방영 일자	에피소드	연출	작가	주연	Note
1	환혼: 빛과 그림자 (Part 2)	22.12.10~1.8	10	박준화	홍정은, 홍미란	이재욱, 황민현	동시방영(Netflix)
2	미생: 그들이 있었다2	22.12.19~1.31	14	민연홍	반기리, 정소영	고수, 허준호, 안소희	
3	조선 정신과 의사 유세풍 S2	1.11~2.9	10	박원국	박슬기, 최민호	김민재, 김향기, 김상경	
4	일타스캔들	1.14~3.5	16	유제원	양희승	전도연, 정경호	동시방영(Netflix)
5	청춘월담	2.6~4.11	20	이종재	정현정	박형식, 전소니	
6	성스러운 아이돌	2.15~3.23	12	박소연	이천금	김민규, 고보결	
7	판도라: 조작된 낙원	3.11~4.30	16	최영훈	현지민	이지아, 이상윤	동시방영(Disney)
8	스틸러-일곱 개의 조선통보	4.12~5.18	12	최준배	신경일	주원, 이주우	
9	패밀리	4.17~5.23	12	장정도	정유선	장혁, 장나라	동시방영(Disney)
10	구미호연1938	5.6~6.11	12	강신호, 조남형	한우리	이동욱, 김소연, 김범	
11	이로운 사기	5.29-7.18	16	이수현	한우주	천우희, 김동욱	
12	이번 생도 잘 부탁해	23년 6월	12	이나정	최영림	신혜선, 안보현	동시방영(Netflix)
13	소용없어 거짓말	23년 6월	16	남성우	서정은	김소현, 황민현	
14	경이로운 소문2	23년 7월		유선동	김새봄	조병규, 유준상	
15	아라문의 감: 아스달 연대기	23년	12	김광식	김영현, 박성연	신세경, 이준기	
16	눈물의 여왕	23년		김희원	박지은	김수현, 김지원	
17	아일랜드 Part1	22.12.30~1.13	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
18	아일랜드 Part2	2.24~3.10	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
19	방과 후 전쟁활동 Part 1	3.31	6	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
20	방과 후 전쟁활동 Part 2	4.01	4	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
21	더 글로리 Part 2	3.10	8	안길호	김은숙	송혜교, 이도현	오리지널
22	셀러브리티	23년	12	김철규	김이영	이청아, 박규영, 전효성	오리지널
23	도적: 칼의 소리	23년		황준혁	한정훈	김남길, 서현	오리지널
24	경성크리처 S1	23년	10	정동윤	강은경	박서준, 한소희	오리지널
25	이두내!	23년	8	이정효	장유하	수지, 양세종	오리지널
26	스위트홈2	23년		이응복		송강, 이진욱	오리지널
27	Disney+ 형사록 S2	23년 7월		한동화	임창세	이성민, 정진영	오리지널
28	애플TV+ The Big Door Prize	3.31~5.17	10	Anu Valia	David West Read	Chris O'Dowd	2H22 납품
29	애플TV+ The Big Door Prize S2	23년					
30	쿠팡플레이 미끼 Part1	1.27~2.10	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	
31	쿠팡플레이 미끼 Part2	4.7~4.21	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	1Q23 납품

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 콘텐츠 수요 증가 → 건조한 제작 CAPA 유지

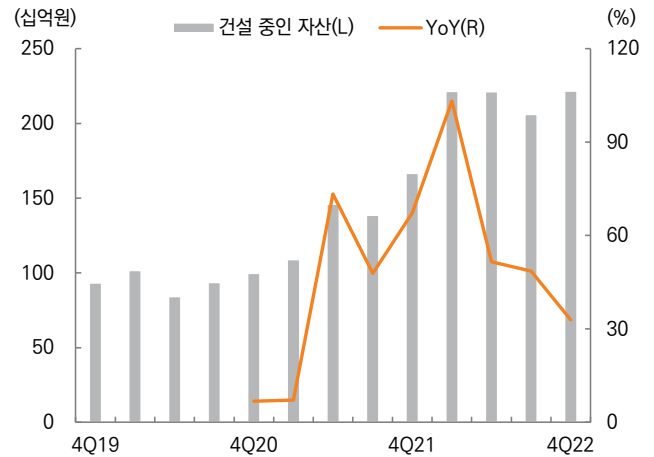
스튜디오드래곤의 콘텐츠 제작비용은 제작 과정에서 무형자산 내 건설중인 자산으로 인식된다. 제작 완료 이후 작품 방송이 시작되면 건설중인 자산 계정의 일부는 제작원가로, 나머지는 판권으로 인식되는 구조이다. 편성 채널 추가 확보로 콘텐츠 수요가 증가하고 있다. 대작 중심 건조한 제작 캐파 유지 및 동사의 콘텐츠 제작이 확대되며 4Q22 건설 중인 자산은 전년대비 +33% 성장한 2,215억원을 기록하였다. 30% 이상의 높은 성장률을 기록하며 우상향 추이를 기록하고 있는 건설 중인 자산은 향후 동사의 콘텐츠 제작 확대에 따라 지속 성장할 것으로 기대한다.

그림 44. 스튜디오드래곤 연간 제작 편수



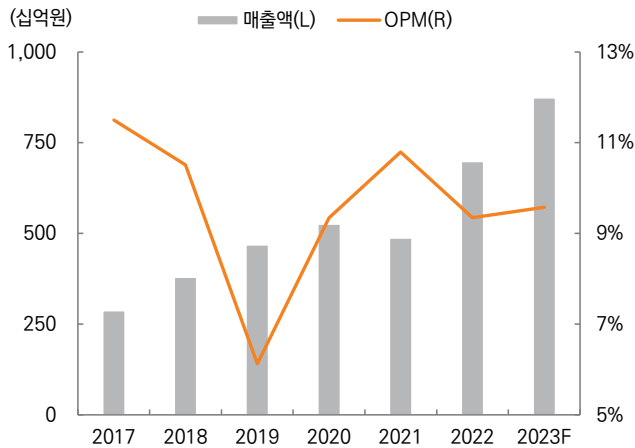
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 무형자산 추이



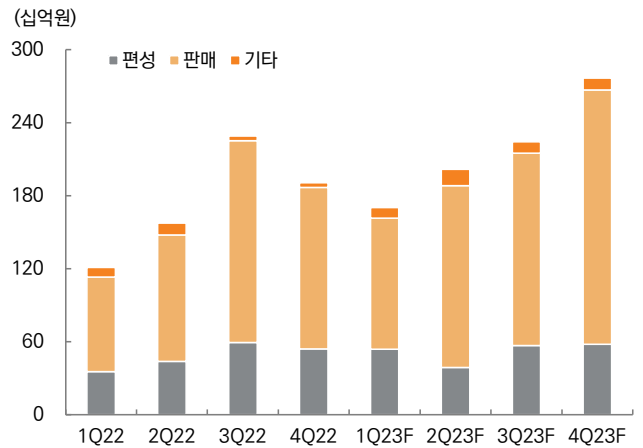
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 스튜디오드래곤 실적 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 스튜디오드래곤 사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 콘텐츠 제작 능력 인정 → 글로벌 OTT와의 재계약 연장 조건 개선

1) 동시 방영 편수 증가

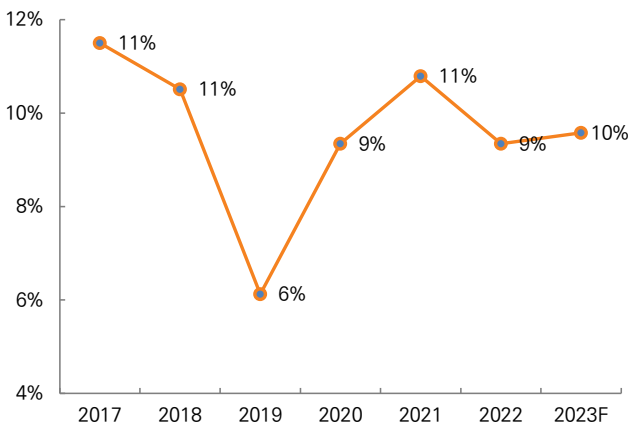
스튜디오드래곤 수익성에 가장 유리한 콘텐츠 공급 형태는 동시 방영이다. 23년 스튜디오드래곤은 동시 방영 작품 편수 확대 및 개선된 계약 조건 효과로 전년대비 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다. 콘텐츠 제작비는 고정비 성격을 갖고 있다. 이에 하나의 콘텐츠를 많은 매체에 공급할수록 수익성에 긍정적이다. 동시 방영 작품의 평균 리콥율은 TV 50~60%+(OTT 40~50%+)기타 협찬, 광고, OST 판매 등 10~20%를 합산한 120~130%의 리콥율을 기대할 수 있다. OTT 콘텐츠향 동시 방영 효과로 40~50% 이상의 리콥율 상승이 가능하며 23년 예정된 글로벌 OTT향 동시 방영 편수는 10편이다.

2) 20년 넷플릭스와의 계약 체결로 영업이익 +70% YoY 성장

스튜디오 드래곤은 20년 넷플릭스와의 2년 장기 계약을 체결하였다. 이에 20년 신작 ASP는 전년대비 +19% 성장했으며, 지속해서 높은 상승률 추이를 보였다. 넷플릭스와의 장기계약에 따른 공급 편수 증가 및 리콥율 개선 효과로 19년 287억원(+6% OPM)수준의 영업이익은 20년 70% 이상 성장하며 491억원(+9% OPM)을 기록하였다.

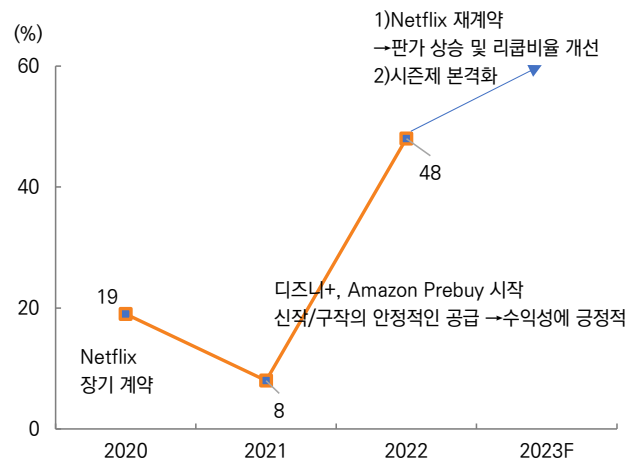
22년말 넷플릭스와의 기존 계약이 마무리되며 동사는 개선된 조건의 재계약을 완료하였다. 2년간의 동시 콘텐츠 제작 능력을 인정받는 조건에 재계약을 마무리한 것으로 추정한다. 올해부터 동시 방영 작품에 해당하여 개선된 리콥율의 효과가 가능할 것으로 전망한다. 오리지널 및 시즌제 작품의 경우는 콘텐츠별 계약을 진행하기 때문에 해당 사항이 없다.

그림 48. 스튜디오드래곤 영업이익률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 스튜디오드래곤 신작 ASP 상승률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	698	873	982	1,105
매출원가	598	746	831	935
매출총이익	100	127	151	170
판매비와관리비	35	43	48	54
조정영업이익	65	84	103	116
영업이익	65	84	103	116
비영업손익	-6	-12	-21	25
금융손익	-3	-3	10	22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	59	72	82	141
계속사업법인세비용	8	15	17	26
계속사업이익	51	57	64	115
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	51	57	64	115
지배주주	51	57	64	115
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-26	57	64	115
지배주주	-26	57	64	115
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	219	226	177	155
FCF	-67	190	130	126
EBITDA 마진율 (%)	31.4	25.9	18.0	14.0
영업이익률 (%)	9.3	9.6	10.5	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	6.5	6.5	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	400	664	786	981
현금 및 현금성자산	124	265	407	555
매출채권 및 기타채권	142	206	195	220
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	134	193	184	206
비유동자산	691	554	478	441
관계기업투자등	13	18	17	20
유형자산	11	9	7	6
무형자산	378	238	164	126
자산총계	1,091	1,218	1,264	1,422
유동부채	416	528	510	552
매입채무 및 기타채무	84	122	116	131
단기금융부채	173	175	175	175
기타유동부채	159	231	219	246
비유동부채	14	16	15	16
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	5	7	6	7
부채총계	430	543	525	568
지배주주지분	661	675	740	854
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	213	270	334	449
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	661	675	740	854

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-63	190	130	126
당기순이익	51	57	64	115
비현금수익비용가감	176	159	81	42
유형자산감가상각비	3	2	1	1
무형자산상각비	150	140	73	39
기타	23	17	7	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-280	-11	2	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-64	10	-24
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	7	-1	3
법인세납부	-10	-15	-17	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	18	31	44
유형자산처분(취득)	-4	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-36	18	31	44
재무활동으로 인한 현금흐름	165	-18	-20	-19
장단기금융부채의 증가(감소)	172	2	0	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-20	-20	-20
현금의 증가	59	141	142	148
기초현금	65	124	265	407
기말현금	124	265	407	555

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	51.1	36.5	32.4	18.2
P/CF (x)	11.4	9.7	14.4	13.3
P/B (x)	3.9	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	12.1	8.9	10.5	11.0
EPS (원)	1,684	1,902	2,145	3,811
CFPS (원)	7,544	7,191	4,834	5,205
BPS (원)	21,982	22,458	24,603	28,414
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	43.3	25.1	12.5	12.5
EBITDA증가율 (%)	44.1	3.3	-21.4	-12.5
조정영업이익증가율 (%)	24.0	28.2	22.6	12.9
EPS증가율 (%)	29.4	12.9	12.8	77.7
매출채권 회전을 (회)	5.3	5.0	4.9	5.3
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	36.1	37.6	36.3	39.4
ROA (%)	5.1	5.0	5.2	8.5
ROE (%)	7.5	8.6	9.1	14.4
ROIC (%)	12.1	13.9	21.9	30.0
부채비율 (%)	65.1	80.5	71.0	66.5
유동비율 (%)	96.1	125.9	154.3	177.8
순차입금/자기자본 (%)	8.9	-12.7	-30.8	-44.0
조정영업이익/금융비용 (x)	13.2	4.2	5.1	5.8

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

유미의 기다림

매수
(신규)

목표가: 100,000원
상승여력: 21.1%

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

Valuation

투자 의견 '매수' 및 목표주가 '100,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가는 사업부별 23F NOPLAT에 멀티플을 적용한 영업 가치에 넷마블의 지분가치 합산 후 순차입금을 제외하여 산출
- 1분기 실적발표에서 구체화된 수익화 계획 확인이 가능할 것으로 예상하며 이후 영업이익 추정치에 대한 추가 상향 조정 가능성 존재

1Q23 Preview

매출액 1.1조원(+17% YoY) 및 영업이익 258억원 기록

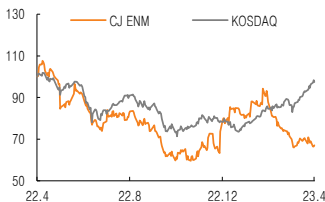
- 피프스 시즌 1분기 편성 부재 및 광고 비수기에 따른 1Q23 미디어 BU 손익 악화 불가피. 사업부 매출액 6,331억원 및 -190억원의 영업적자 예상
- 영화 '영웅(BEP 약 350만명)' 흥행 부진으로 영화 'BU' -28억원 수준의 영업 적자를 기록하며 전사 수익성 악화

23년 전망

수익성 개선을 위한 비용 절감과 구조 조정

- 전사 수익성 개선을 위해서는 매출 비중이 가장 높은 미디어 부문의 수익성 개선 여부가 가장 중요하나 OTT 경쟁 심화 상황 속 비용 절감은 쉽지 않을 것으로 판단
- 23년 티빙 구독자수 500만명 목표. 구독자수 증가에 유효한 전략은 1)투자 비용 확대로 콘텐츠 경쟁력 강화 또는 2)네이버, KT 등과의 파트너십 강화
- 국내 OTT 업체들의 투자 경쟁 심화로 치킨 게임 돌입. 콘텐츠 투자 비용 확대시→ 무형자산 상각비용 증가, 파트너십 강화시 구독자 수 증가에는 유의미한 성장이 가능할 것으로 예상하나 ARPU 희석에 따른 성장 제한 예상
- 그럼에도 23년 CJ ENM의 판관비율은 전년대비 2%pt 감소하며 1.7조원 전망. 상대적으로 제작비 부담이 적은 예능 콘텐츠 제작 수 강화와 마케팅비, 인건비 등의 구조조정을 통한 비용 절감

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	82,600	시가총액(십억원)	1,811
영업이익(23F, 십억원)	224	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0	유동주식비율(%)	51.8
EPS 성장률(23F, %)	-	외국인 보유비중(%)	15.0
P/E(23F, x)	32.0	베타(12M) 일간수익률	0.65
MKT P/E(23F, x)	15.7	52주 최저가(원)	73,400
KOSDAQ	890.62	52주 최고가(원)	132,600

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	9.4	-32.9
상대주가	-16.8	-17.5	-31.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	3,391	3,552	4,792	5,247	5,482	5,727
영업이익 (십억원)	272	297	137	224	379	413
영업이익률 (%)	8.0	8.4	2.9	4.3	6.9	7.2
순이익 (십억원)	57	193	-120	57	190	227
EPS (원)	2,596	8,822	-5,476	2,582	8,673	10,332
ROE (%)	1.8	5.4	-3.3	1.6	5.3	6.0
P/E (배)	53.7	15.7	-	32.0	9.5	8.0
P/B (배)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.1	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 전망

Valuation 및 23년 전망

CJ ENM에 대해 투자 의견 ‘매수’ 및 목표주가 ‘100,000원’으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 ① 사업부별 23F NOPLAT에 멀티플을 적용하여 영업가치 산출, ② 영업가치에 넷마블 지분가치 합산 후 ③ 순차입금을 제외하여 산출하였다.

동사의 자회사 티빙은 국내 OTT M/S 1위 사업자임에도 불구하고 외형 확대를 위한 무리한 인수 합병으로 영업적자가 지속되고 있다. 마케팅 비용, 인건비 등 전사 구조조정을 통한 비용 절감에도 국내 OTT 업체간 치킨 게임이 심화되며 시장 점유율 유지를 위한 콘텐츠 투자가 지속될 것으로 예상된다. 이에 올해도 동사의 수익성 개선이 쉽지 않은 영업 환경이 예상된다. 다만 1분기 실적발표에서 구체화된 수익성 개선 계획 발표가 있을 것으로 예상됨에 따라 이후 영업이익 추정치에 대한 추가 상향 가능성도 존재한다. 미디어 사업부의 합당한 수익성 전략 확인 시 동사 사업부 가치에 대한 재평가가 가능할 것으로 기대한다.

표 22. CJ ENM 목표주가 (십억원, x, 천주, %, 원)

구분	12F NOPLAT	Multiple	산정가치	Note
영업가치			2,706	
미디어	43.4	14.4	625	국내 중소형 제작사 평균 P/E 18x에 20% 할인
커머스	75.7	4	303	국내 홈쇼핑 업체 평균 P/E 5x에 20% 할인
영화	2.6	70	185	쇼박스 19년 평균 P/E
음악	73.8	21.6	1,594	국내 엔터테인먼트 업체 평균 P/E 27x에 20% 할인
지분가치			837	
넷마블			837	넷마블 시가총액의 40% 할인. 지분율 22.9%
순차입금			1,314	당사 추정 23F 순차입금
기업가치			2,229	
발행주식수			21,929	
목표주가			100,000	
상승여력			21.1	
현재주가			82,600	

자료: 4월 12일 기준, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	957	1,192	1,179	1,464	1,122	1,357	1,279	1,489	4,792	5,247	5,482
미디어	546	723	610	729	633.1	814	697	842	2,608	2,986	3,085
커머스	317	352	309	377	309	347	323	358	1,355	1,336	1,383
영화	27	26	119	187	79	77	115	141	358	412	442
음악	67	92	141	171	102	118	144	148	471.0	512	572
YoY(%)	21%	31%	37%	47%	17%	14%	9%	2%	35%	9%	4%
미디어	41%	58%	38%	49%	16%	13%	14%	16%	47%	15%	3%
커머스	-4%	-2%	-2%	1%	-3%	-1%	4%	-5%	-2%	-1%	3%
영화	19%	-11%	258%	469%	191%	202%	-3%	-24%	205%	15%	7%
음악	28%	41%	113%	74%	53%	28%	2%	-14%	67%	9%	12%
영업이익	50	56	26	7	25.8	38	67	93	137	224	379
OPM	5%	5%	2%	0%	2%	3%	5%	6%	3%	4%	7%
미디어	33	25	-14	-49	-19.0	-8	28	42	-5	43	151
커머스	13	20	6	34	29	24	17	21	72	91	89
영화	-9	-4	0	5	-3	3	-2	6	-8	4	34
음악	13	15	34	16	19	19	24	23	78	85	105
지배주주당기순이익	7	-24	-55	-48	-28	3	23	59	-120	57	190

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자 포인트

1. 23년 미디어 부문 과제는 수익성 개선. 23년 흑자전환 기대

1) 23년 피프스 시즌 적자 지속될 것으로 예상

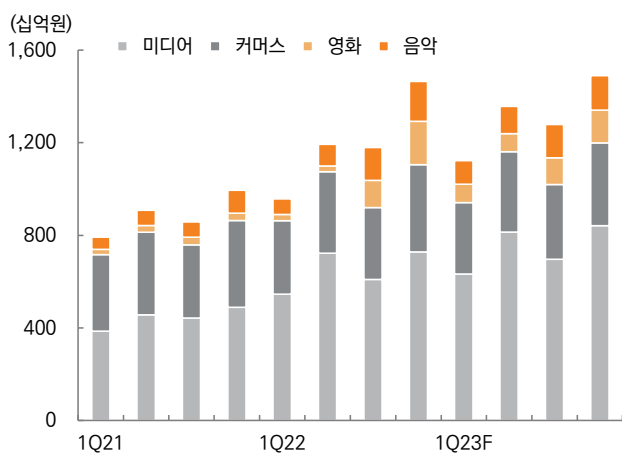
CJ ENM 사업부별 매출 비중은 미디어>커머스>영화>음악 순이다. 수익성은 음악>커머스>미디어>영화순으로 전사 매출의 60% 이상을 차지하고 있는 미디어 사업부와 영화 사업부가 BEP 수준의 영업손익을 기록하며 전사 영업이익을 끌어내리고 있는 상황이다.

자회사 투자에 대한 회수 시기가 지연되며 수익성 부진이 지속되고 있다. CJ ENM은 22년 1월 엔데버 콘텐츠의 지분 80%를 9,337억원에 인수하며, 사명을 피프스 시즌으로 변경하였다. 피프스 시즌의 연결 실적은 22년 1분기부터 반영되고 있으며, 글로벌 제작 확대로 매출 기여도가 높다. 또한 자회사 티빙의 해외 콘텐츠를 피프스 시즌을 통해 공급하여 비용 효율화가 가능하다.

22년 피프스 시즌은 영화 및 드라마 제작 편수가 약 23편으로 증가하며 탑라인 성장이 가능할 것으로 기대한다. 예정으로 전년(13편)대비 탑라인 기여 정도가 커질 것으로 기대한다. 22년 13편 딜리버리에 대한 매출액은 7,000억원 및 영업손실 -400억원 수준이며 올해 피프스 시즌 예상 매출액은 1.1조원에 소폭 못 미치는 실적이 가능할 것으로 예상된다. 제작편수 상승 대비 탑라인 성장이 제한적일 것으로 예상하는 이유는 올해 제작비 규모가 작은 다큐멘터리 비중이 증가하기 때문이다.

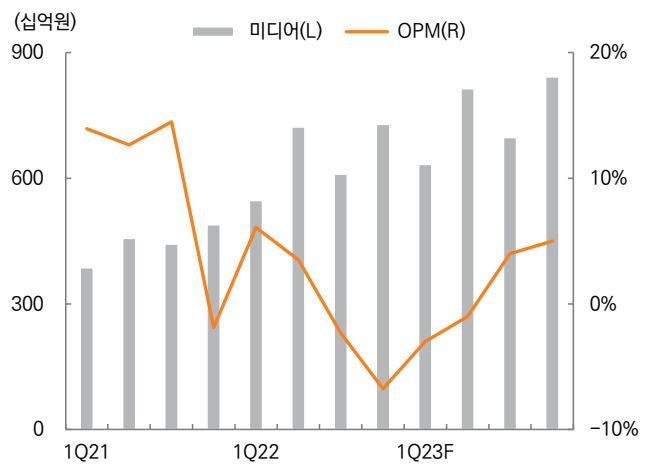
피프스 시즌의 흑자 전환은 23년에도 힘들 것으로 예상된다. 미국 제작 스튜디오 특성상 초기 연구 제작비용이 많이 들어가며 연간 제작 수가 제한적이다. 이에 수익 기여 속도는 예상대비 더디게 진행되고 있지만 콘텐츠 제작 규모가 국내보다 크기 때문에 작품 편수가 늘어날수록 CJ ENM 미디어 사업부 매출액 성장 속도는 더욱 빨라질 것으로 전망한다.

그림 50. 사업부별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 미디어 사업부 실적 추이 및 전망



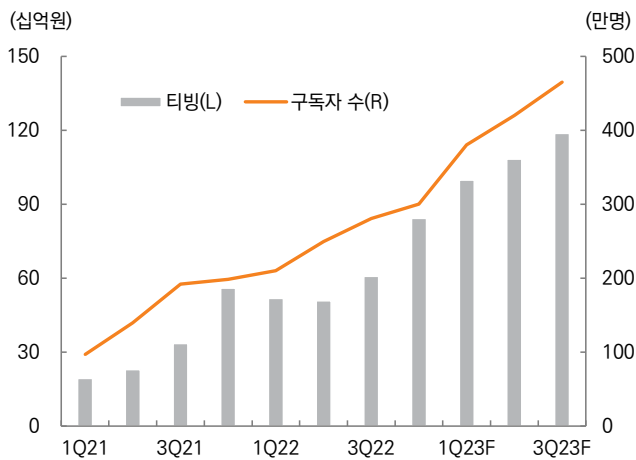
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 티빙: 파트너십 제휴를 통해 500만명 구독자수 확보 전망

CJ ENM의 물적분할로 20년 10월 설립된 티빙은 ① 자체 오리지널 콘텐츠, ② 통신사, 플랫폼 업체 등과의 파트너십 제휴로 23년 신규 구독자 유입이 가능할 것이다. 22년말 기준 티빙 구독자 수는 300만명 수준으로 추정하며, 23년 500만명까지 성장할 것으로 전망한다. 장기적으로 구독자 수가 안정화되면 티빙은 플랫폼 비즈니스로서 수익성 개선이 가능할 것으로 기대한다.

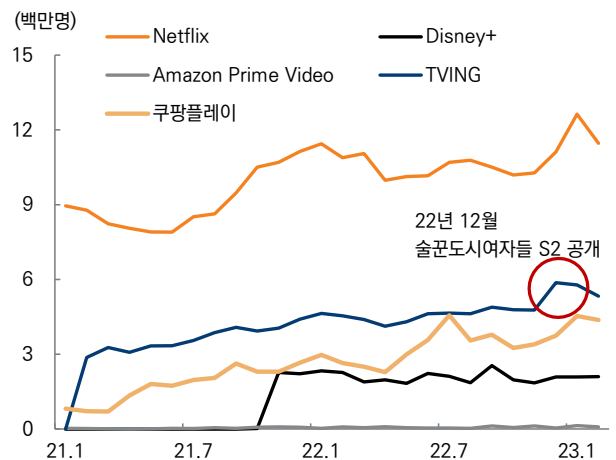
22년 티빙 매출액은 전년대비 88% 성장한 2,476억원을 기록하였으나 영업손익은 1,190억원을 기록하며 적자 폭이 확대되었다. 무리한 외형 확대를 위해 SLL(스튜디오롤루랄라중앙), 네이버, JCGI(JC파트너스 자회사)의 지분 투자 유치에 이어 KT 시즌 흡수합병으로 적자 폭 확대가 불가피하였다.

그림 52. 티빙 매출액 및 구독자 수 추이



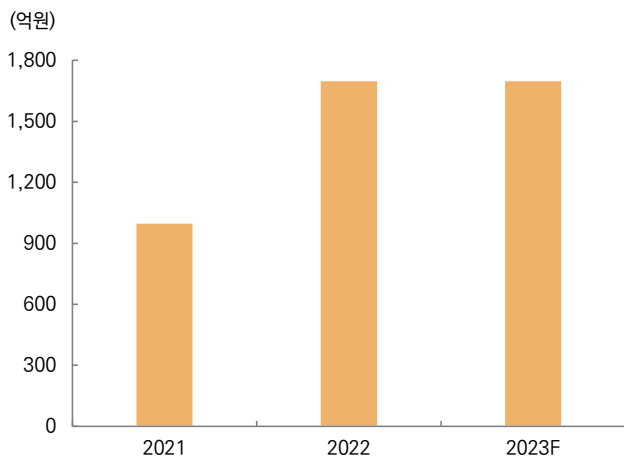
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 글로벌 OTT 플랫폼 MAU 추이



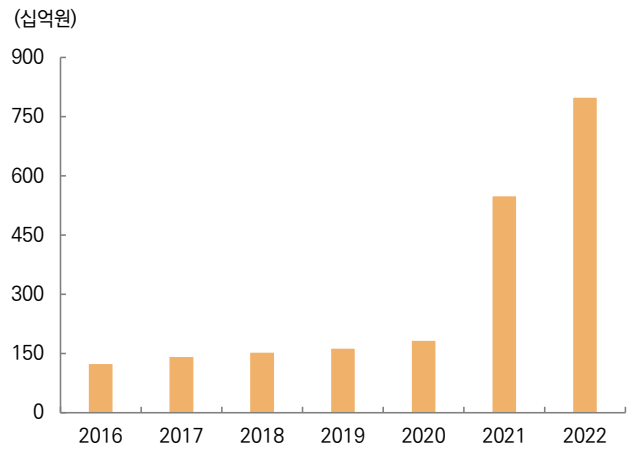
자료: 모바일인덱스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 티빙: 콘텐츠 투자 제작 비용 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 넷플릭스 한국 투자 금액



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

전년과 비슷한 수준의 티빙 콘텐츠 투자 규모가 집행될 것으로 예상된다. 20년 10월 티빙 독립 출범 당시 CJ ENM은 향후 3개년에 걸쳐 4,000억원 규모의 콘텐츠 투자를 집행할 것이라고 발표하였다. 21년과 22년 콘텐츠 투자 비용은 각 1,000억원 및 1,700억원 수준이 투자 집행된 것으로 추정한다. 올해에도 전년 수준의 콘텐츠 투자 비용이 집행되며 과거 계획했던 4,000억원을 소폭 상회하는 수준의 투자가 예상된다. 다만 제작비 규모가 상대적으로 작은 예능 콘텐츠 투자 강화 및 글로벌 스튜디오 파라마운트+ 등과의 협력을 통해 제작비용 절감 효과가 가능할 것으로 기대한다.

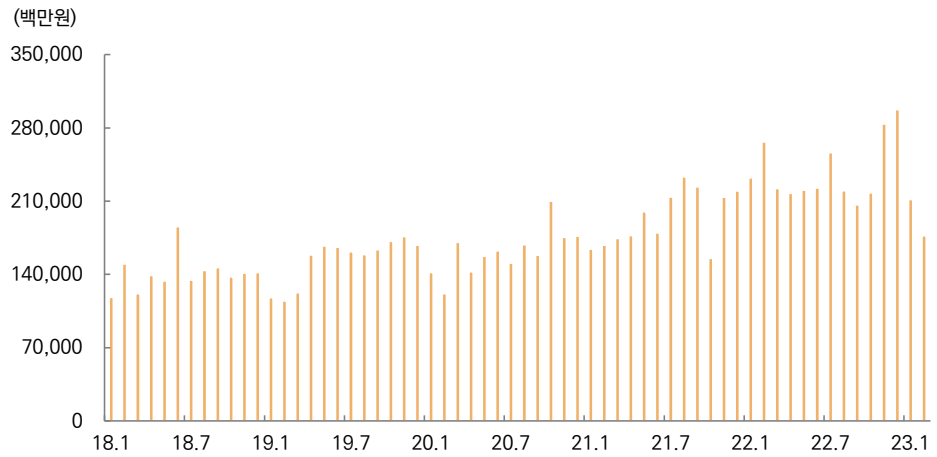
신규 구독자 수 유입에 가장 필요한 것은 결국 좋은 콘텐츠이다. CJ ENM의 제한적인 자금 상황으로 티빙향 추가 콘텐츠 투자 집행 및 인수, 합병 등 외형 성장에 초점을 맞춘 투자는 제한적일 것으로 판단한다. 이에 티빙은 통신사, 플랫폼과의 파트너십 제휴를 통해 MAU 증가에 초점을 맞춰 전략하고 있는 것으로 보인다. 단기 MAU 성장에는 유의미한 기여가 가능할 것이라고 판단하나 중장기적인 관점에서 ARPU가 회복될 것으로 전망하며, 글로벌 OTT 플랫폼과의 콘텐츠 라이브러리 경쟁에서 격차는 더욱 벌어질 것으로 예상된다.

3) 올해도 쉽지 않은 광고 시장이지만 하방은 제한적

CJ ENM의 캐시 카우 역할을 해주던 TV 광고 부문의 매출액이 21년 회복하는 추이를 보였으나 매크로 상황이 악화되며 올해도 전년대비 -5% 감소한 5,226억원을 기록할 것으로 전망한다. 동사는 TV와 디지털 플랫폼 광고를 병행하여 마케팅 솔루션을 제공한다. 이에 대기업 중심의 견조한 TV 광고 수요가 지속될 것으로 예상하였다. 그러나 대외 환경 악화에 따른 개별 기업 매출 우려가 23년도 지속될 것으로 예상됨에 따라 수요 회복이 쉽지 않을 것으로 전망한다.

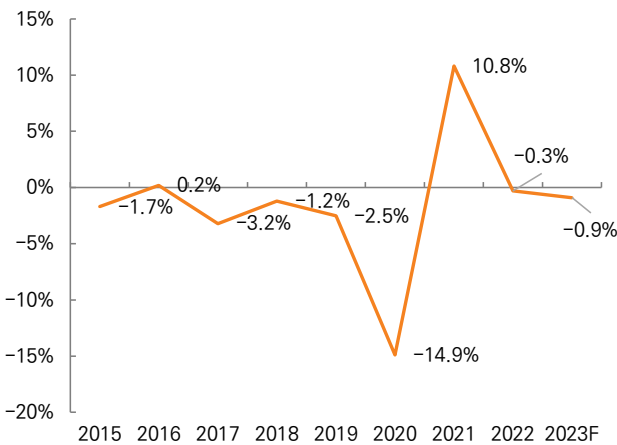
동사는 다양한 매체를 활용한 광고 효과 극대화로 고객사의 수요 감소 폭은 제한적일 것으로 판단한다. CJ ENM은 15개의 TV 채널과 티빙, 유튜브 채널 디지털 광고를 패키지로 판매하고 있다. 때문에 90%가 넘는 광고주가 TV 광고와 디지털 광고를 함께 병행하며 광고 효과를 높이고 패키지로 구매하는 추이를 보이기 때문이다.

그림 56. 상위 100대 광고주의 TV 광고비 지출 추이



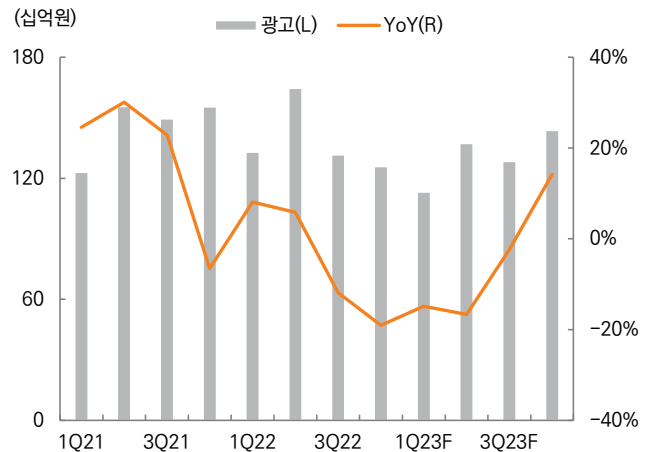
자료: 광고정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 글로벌 TV 광고 시장 성장률 추이 및 전망



자료: GroupM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. CJ ENM 광고 매출액 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

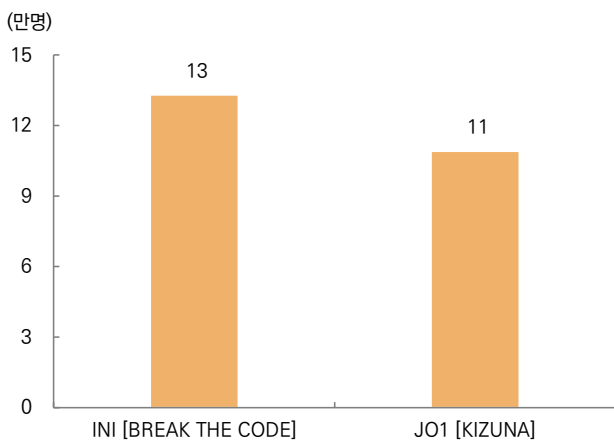
2. 음악 부문 매출액 증가

1) 신규 아티스트 강화

CJ ENM 산하 일본 레이블인 LAPONE 엔터테인먼트 소속 아티스트의 음반 및 콘서트 활동 증가로 22년 음악 사업부는 전년대비 +67% 성장한 4,710억원을 기록하였다. 22년 소속 아티스트의 앨범 판매량은 JO1의 앨범 KIZUNA와 MIDNIGHT SUN 합산 81만장 및 INI의 싱글 2집과 3집 합산 117만장을 기록하며 음반 매출 성장에 기인하였다. 각각의 일본 콘서트에서 또한 INI가 13회 공연 13만명(수용 가능 캐파 기준) 및 JO1이 13회 공연의 11만명을 기록하며 콘서트 매출 역시 전년대비 +469% 성장한 836억원 매출액을 기록하였다.

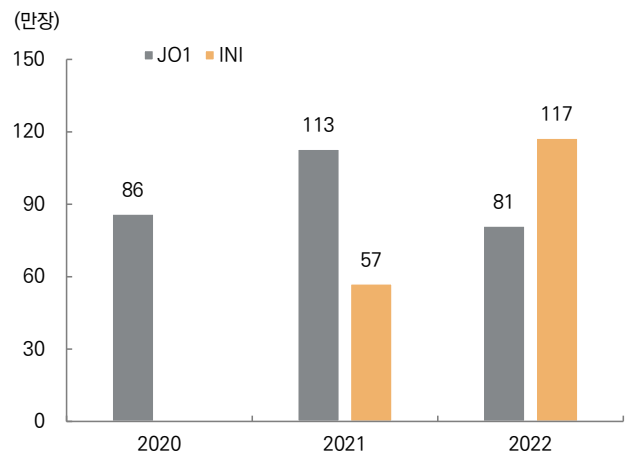
소속 아티스트 팬덤 확대에 따른 23년 콘서트 매출 성장이 기대된다. 팬덤 확대에 따른 JO1 및 INI의 콘서트 캐파가 22년 대비 성장할 것으로 예상되며, CJ ENM 산하 연예 기획사 소속 아티스트인 케플러의 2분기 일본 아레나 투어가 예정되어 있기 때문이다. 또한 LAPONE의 신인 보이 그룹 데뷔 및 라이브 이벤트 확대로 음악 사업부 탐라인과 수익성의 동반 성장이 가능할 것으로 전망한다.

그림 59. JO1 및 INI 첫번째 일본 콘서트 모객 수



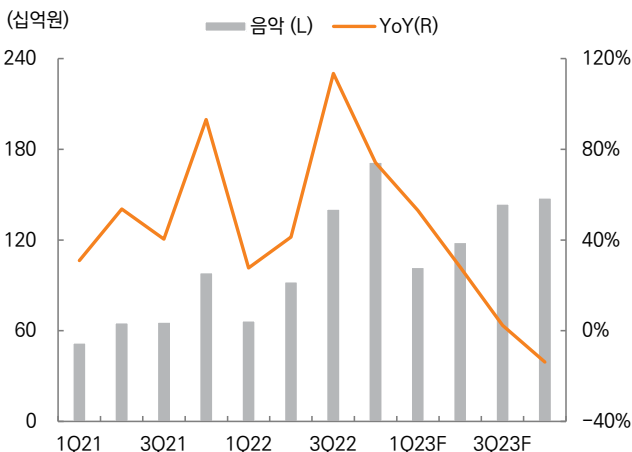
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. JO1 및 INI 음반 판매량 추이



자료: 오리콘차트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 음악 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. CJ ENM 소속 아티스트



주: 최상부터)엔하이픈, INI, TO1, 케플러
 자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 23년 CJ ENM 투자배급 영화 라인업

No.	영화명	개봉일	장르	출연배우
1	유령	1월 18일	액션	설경구, 이하늬, 박소담
2	카운트	2월 22일	드라마	진선규, 성유빈
3	사일런스	TBD	액션	이선균, 주지훈
4	더 문	TBD	드라마, SF	설경구, 도경수
5	외계+인 P2	TBD	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리
6	2시의 데이트	TBD	로맨스, 코미디	임윤아, 안보현
7	소년들	TBD	범죄, 액션	설경구, 유준상
8	도그데이즈	TBD	드라마	유해진, 윤여정

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

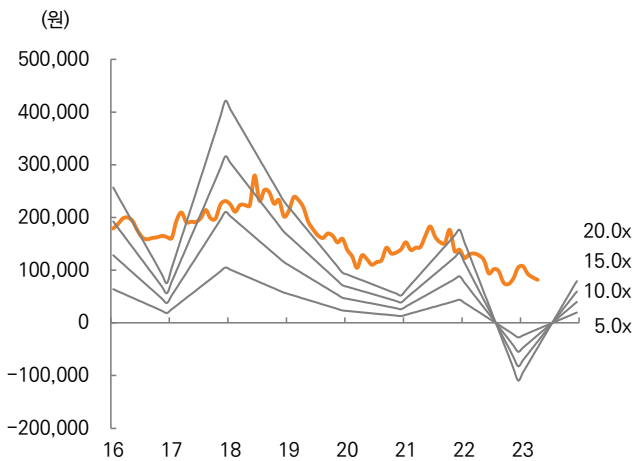
표 25. 상장 법인 보유 지분 현황

	보유지분율(%)	보유지분가치(십억원)	최초 취득일
넷마블	22.9	1,335	2011년 11월
스튜디오드래곤	54.4	1,360	2016년 5월
NAVER	0.3	93	2-2-년 10월
LG헬로비전	1.5	5	1999년 12월
삼성생명	0.2	21	2011년 9월
텍스터스튜디오	6.8	22	2020년 3월
에이스토리	10.5	25	2011년 3월

주: 4Q22 사업보고서 기준

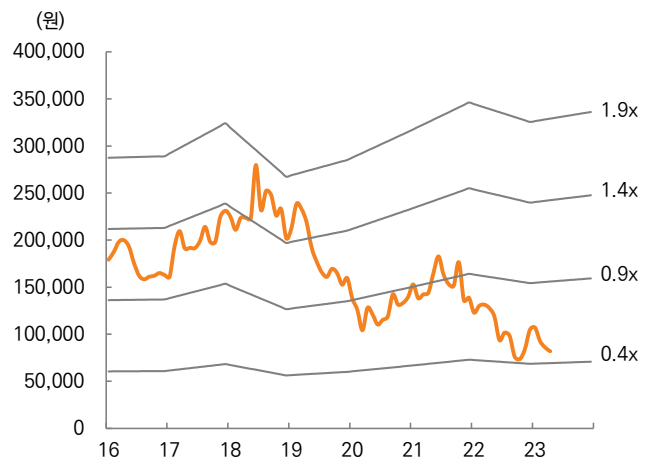
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. CJ ENM P/E 밸류에이션 추이



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. CJ ENM P/B 밸류에이션 추이



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,792	5,247	5,482	5,727
매출원가	3,043	3,329	3,505	3,662
매출총이익	1,749	1,918	1,977	2,065
판매비와관리비	1,611	1,695	1,598	1,652
조정영업이익	137	224	379	413
영업이익	137	224	379	413
비영업손익	-465	-153	-137	-86
금융손익	-73	-130	-108	-90
관계기업등 투자손익	-182	-92	-88	0
세전계속사업손익	-328	71	242	327
계속사업법인세비용	-151	8	33	78
계속사업이익	-177	62	209	249
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-177	62	209	249
지배주주	-120	57	190	227
비지배주주	-57	6	19	22
총포괄이익	-252	62	209	249
지배주주	-170	47	159	189
비지배주주	-82	15	50	60
EBITDA	1,431	1,269	876	662
FCF	1,451	1,212	793	525
EBITDA 마진율 (%)	29.9	24.2	16.0	11.6
영업이익률 (%)	2.9	4.3	6.9	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.5	1.1	3.5	4.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,108	4,104	4,809	4,990
현금 및 현금성자산	1,134	2,096	2,804	2,896
매출채권 및 기타채권	1,293	1,315	1,313	1,372
재고자산	97	99	99	103
기타유동자산	584	594	593	619
비유동자산	7,224	6,210	5,711	5,547
관계기업투자등	1,816	1,848	1,845	1,927
유형자산	1,267	1,195	1,132	1,078
무형자산	2,768	1,794	1,360	1,167
자산총계	10,332	10,315	10,520	10,538
유동부채	4,269	4,303	4,300	4,049
매입채무 및 기타채무	873	888	887	927
단기금융부채	2,358	2,359	2,359	2,021
기타유동부채	1,038	1,056	1,054	1,101
비유동부채	1,719	1,726	1,725	1,745
장기금융부채	1,286	1,286	1,286	1,286
기타비유동부채	433	440	439	459
부채총계	5,988	6,029	6,025	5,794
지배주주지분	3,552	3,488	3,678	3,905
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,413	2,413	2,413	2,413
이익잉여금	1,180	1,237	1,427	1,654
비지배주주지분	792	798	817	839
자본총계	4,344	4,286	4,495	4,744

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,651	1,212	793	525
당기순이익	-177	62	209	249
비현금수익비용가감	1,662	1,282	731	422
유형자산감가상각비	74	72	63	55
무형자산상각비	1,220	974	434	193
기타	368	236	234	174
영업활동으로인한자산및부채의변동	351	10	-1	27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-143	-20	2	-53
재고자산 감소(증가)	-17	-2	0	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	78	6	-1	15
법인세납부	-102	-8	-33	-78
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,007	-5	0	-13
유형자산처분(취득)	-189	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1,518	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-21	-5	0	-13
기타투자활동	-1,279	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,203	0	-1	-339
장단기금융부채의 증가(감소)	1,469	1	0	-337
자본의 증가(감소)	-125	0	0	0
배당금의 지급	-44	0	0	0
기타재무활동	-97	-1	-1	-2
현금의 증가	-154	962	708	92
기초현금	1,287	1,134	2,096	2,804
기말현금	1,134	2,096	2,804	2,896

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	32.0	9.5	8.0
P/CF (x)	1.5	1.3	1.9	2.7
P/B (x)	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	3.8	3.1	3.7	4.3
EPS (원)	-5,476	2,582	8,673	10,332
CFPS (원)	67,740	61,296	42,850	30,593
BPS (원)	174,184	171,266	179,940	190,271
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	34.9	9.5	4.5	4.5
EBITDA증가율 (%)	75.9	-11.3	-31.0	-24.4
조정영업이익증가율 (%)	-53.7	62.7	69.6	9.1
EPS증가율 (%)	-	-	235.9	19.1
매출채권 회전을 (회)	4.9	4.5	4.6	4.7
재고자산 회전을 (회)	52.5	53.5	55.5	56.8
매입채무 회전을 (회)	10.5	10.1	10.5	10.8
ROA (%)	-1.9	0.6	2.0	2.4
ROE (%)	-3.3	1.6	5.3	6.0
ROIC (%)	2.0	4.8	9.9	10.8
부채비율 (%)	137.8	140.7	134.0	122.1
유동비율 (%)	72.8	95.4	111.9	123.3
순차입금/자기자본 (%)	52.5	30.7	13.5	3.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	1.3	2.2	2.5

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

유미의 랜덤박스

매수
(신규)

목표가: 33,000원
상승여력: 44.4%

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

Valuation

투자 의견 '매수' 및 목표주가 '33,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가는 사업부문별 적정 가치에 타겟 멀티플 적용하여 콘텐츠중앙 사업 가치 산출 후 이에 당사 23F 순차입금을 제외하여 적정 가치 산출
- 산하 레이블 상각비 부담이 23년 내 지속될 것으로 전망. 하반기까지 실적 가시성은 높지 않지만 현재 밸류에이션은 부담 없는 수준이라고 판단

1Q22 Preview

매출액 1,729억원 및 -147억원의 영업적자 예상

- 1Q23 SLL 매출액 968억원 및 -85억원 영업적자 기록할 것으로 예상. 1분기 캡티브항 드라마는 후판매 작품으로 동시방영 작품 대비 리쿱율이 떨어지며, Wiip 제작 방영 작품 부재로 해외 스튜디오 적자가 지속된 것으로 판단
- 메가박스 1Q23 매출액은 581억원 예상. 글로벌 대작 부재로 전분기대비 관람객 수와 ATP 모두 하락하며 -55억원의 적자 전환 예상

23년 전망

상반기 14편+하반기 20편 작품 편성. 상저하고의 실적 흐름 전망

- 23년 예상 매출액 9,852억원(+15% YoY) 및 영업적자 -82억원 전망
- 동시방영 작품수가 10편에서 올해 12편으로 증가, 오리지널/동시 방영 작품 수 증가로 전년 대비 큰 폭의 적자폭 축소가 가능할 것으로 판단
- 국내 레이블의 실적 호조에도 해외 스튜디오의 영업 손실이 지속되며 전사 수익성에는 부정적. 미국 시장 특성상 기획개발비가 높으며, 연간으로 제한된 편수 제작 환경으로 23년에도 흑자 전환은 힘들 것으로 예상
- MEGABOX 23년 영업이익은 57억원 기록하며 흑자전환 기대. 관람객 증가가 온기로 반영되는 원년으로 올해 역대 최대 영화 라인업 9편(22년 2편)을 보유+글로벌 주요 신작이 개봉하며 추가 매출 성장 예상

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	22,850	시가총액(십억원)	440
영업이익(23F, 십억원)	-8	발행주식수(백만주)	19
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	16	유동주식비율(%)	56.9
EPS 성장률(23F, %)	-	외국인 보유비중(%)	1.0
P/E(23F, x)	30.5	베타(12M) 일간수익률	1.81
MKT P/E(23F, x)	15.7	52주 최저가(원)	21,000
KOSPI	2,550.64	52주 최고가(원)	54,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.7	-5.2	-55.3
상대주가	-12.4	-18.1	-53.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	360	677	852	985	1,149	1,339
영업이익 (십억원)	-59	-57	-72	-8	19	45
영업이익률 (%)	-16.4	-8.4	-8.5	-0.8	1.7	3.4
순이익 (십억원)	-135	-53	-43	14	30	3
EPS (원)	-8,422	-3,068	-2,258	750	1,570	150
ROE (%)	-52.6	-28.4	-23.9	7.6	14.2	1.3
P/E (배)	-	-	-	30.5	14.6	152.2
P/B (배)	3.1	5.5	2.9	2.2	1.9	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 전망

Valuation 및 23년 전망

콘텐츠리중앙에 대해 투자이건 ‘매수’ 및 목표주가 ‘33,000원’으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업부문별 가치에 타겟 멀티플을 적용하여 콘텐츠중앙 사업 가치 산출 후 이에 당사 23F 순차입금을 제외하여 적정 가치를 산출하였다. SLL 사업부 가치는 23년 확정 편수 23편에 편당가치 4,124억원을 적용한 후 SLL중앙 지분을 53.8% 반영하여 산출하였다. 편당가치는 스튜디오오드래곤 편당가치 5,800억원에 30% 할인 적용하여 도출하였다.

콘텐츠리중앙은 SLL의 제작 편수 확대 및 오리지널, 시즌제와 같은 리튬율이 높은 제작 편수가 확대되며 매출 성장 및 적자 폭 축소가 가능할 것으로 전망한다. 또한 23년은 극장 관람객 수요 회복이 온기로 반영되는 원년으로 Megabox의 성장이 기대된다. 아바타와 같은 글로벌 대작의 경우 프리미엄 상영관에서 영화를 관람하고자 하는 선호도가 높아지며 하반기 ATP 상승에 따른 수익성 개선 효과가 기대된다.

표 26. 콘텐츠리중앙 목표주가 (십억원, x, 천주, 원, %)

	23F EBITDA	멀티플	기업가치	Note	
SLL	80.3	4	7,544	23F 확정편수 24편에 편당가치 4,124억원 적용. SLL중앙 지분율 53.8%	
Megabox			321		
콘텐츠중앙 사업가치			7,865		
순차입금			841		당사 23F 순차입금 기준
적정 시가총액			7,024		
유통주식수			21400	CB전환 물량 감안	
목표주가			33,000		
현재주가			22,850		
상승여력			44.4		

자료: 4월 12일 기준, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 콘텐츠리중앙 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	136	266	205	250	173	236	269	307	856	985	1,149
SLL	111	194	111	164	97	137	143	185	580	562	704
Megabox	23	60	77	58	58	76	96	91	218	321	332
기타	2	12	17	28	18	24	30	31	59	103	113
영업이익	-32	-1	-14	-24	-15	-7	9	5	-72	-8	19
OPM	-23%	0%	-7%	-10%	-9%	-3%	3%	2%	-8%	-1%	2%
지배주주순이익	-13	-8	-4	-18	-1	1	11	3	-43	14	30
YoY	13%	89%	5%	14%	28%	-11%	31%	23%	26%	15%	17%
SLL	9%	73%	-31%	-11%	-13%	-30%	29%	13%	4%	-3%	25%
Megabox	25%	159%	156%	78%	158%	27%	25%	56%	109%	48%	3%
기타	374%	125%	226%	708%	800%	100%	80%	10%	310%	75%	10%
영업이익	RR	RR	RR	RR	RR	RR	TB	TB	RR	RR	-332%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. SLL의 실적 성장 추이 지속

1) 23년은 외형 성장과 수익성 개선에 중점

23년 SLL 매출액 5,617억원 및 영업적자 -82억원을 기록할 것으로 예상된다. 제작 편수 확대, 제작 규모 증가 및 오리지널/시즌제와 같은 리콥율이 높은 콘텐츠 비중이 높아지며 전년대비 큰 폭의 적자 축소가 가능할 것으로 판단한다. SLL은 국내 스튜디오를 통해 연간 제작 편수를 22년 32편(TV항 12편, OTT항 18편, 영화 2편)에서 23년 34편(TV항 14편, 글로벌 OTT항 10편, 영화 배급 9편, 미정)으로 확대하며 제작사 캐파 증가 및 동시방영에 대한 탐라인 성장이 기대된다.

시즌제 작품 라인업 증가로 리콥율 상승이 예상된다. 시즌제 드라마는 시즌이 거듭될수록 리콥율이 높아지며 콘텐츠 제작 규모 및 리콥 조건이 제작사에 유리하다. 23년 콘텐츠리중앙 예상 시즌 작품 라인업은 D.P S2(3Q23), The summer I Turned Pretty S2(wiip, 2H23), 영화 범죄도시 S3(3Q23) 이 있다.

또한 올해 제작 영화 편수 또한 22년 2편에서 증가한 9편 공개 예정으로 역대 최대 라인업이다. SLL이 제작/투자/배급할 시 영화 흥행에 따른 수익 업사이드 기대가 가능하다. 기대 작품으로는 1H23 밀정, 악마를 보았다 작품의 김성욱 감독과 송강호, 임수정 주연의 영화 ‘거미집’과 2H23 ‘범죄도시 3’이 개봉예정이다. 22년 개봉한 ‘범죄도시 2’의 연결 실적 기여금이 영업이익 130억원 수준이었던 것을 감안 시 올해 범죄도시 3 흥행에 따른 수익 개선도 기대된다.

SLL 미국 자회사 Wiip의 적자는 올해도 지속될 것으로 전망한다. 다만 전년대비 적자 폭은 축소 될 것으로 예상된다. 미국 작품 제작 시장은 특성상 기획 개발비 등 고정비 비중이 높아 확정 작품 수의 절대적인 증가가 필요하다. 올해 wiip 작품 공개 편수는 White House Plumbers, The summer I Turned Pretty, On Record 세 편으로 작품 수는 22년과 동일하다. 다만 The Summer I Turned Pretty 시즌2는 시즌1 대비 개선된 리콥율로 wiip 스튜디오 적자 폭 축소가 가능할 것으로 예상된다.

그림 65. 콘텐츠리중앙 23년 작품 라인업

	1H(14)		2H(20)	
	Title	제작사	Title	제작사
CAPTIVE	대행사	SLL, 드라마하우스, 하우픽처스	터치 : 힙하게	스튜디오픽처스
	신성한 이혼	SLL	힘센여자 강남순	SLL
	닥터 차정숙	SLL	기적의 형제	SLL
	킹더랜드	SLL, nPio	이 연애는 불가항력	SLL
	나쁜엄마	SLL, 드라마하우스, 필름온스터	끝내주는 해결사	SLL, 드라마하우스, 하우픽처스
DOMESTIC	법편	드라마하우스	이재 곧 죽습니다	SLL
	악귀	B.A.	악인전기	필름온스터
	사크 : 더 스톱	SLL	자백의 대가	프로덕션H
			...	
GLOBAL	The White House Plumbers	wiip	정신병동에도 아침이 와요	SLL, 필름온스터
	카지노 시즌 2	B.A.	발레리나	클라이맥스
FILM	정이	클라이맥스	D.P. 2	클라이맥스
	대외비	B.A.	The Summer I Turned Pretty 2	wiip
	소울메이트	클라이맥스	On Record (舊 Bodkin)	wiip
	거미집	연출로지	범죄도시3	B.A.
			1947 보스톤	B.A.
		콘크리트유포피아	클라이맥스	
		리바운드	B.A.	
		공개예정	-	

자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 콘텐츠리중앙 캡티브 및 논캡티브향 납품 작품 편수 추이

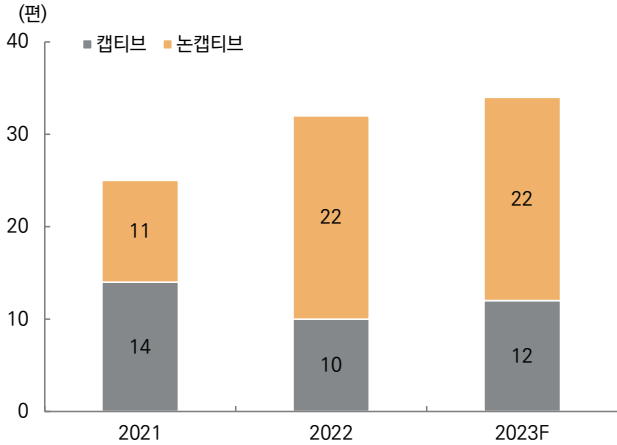
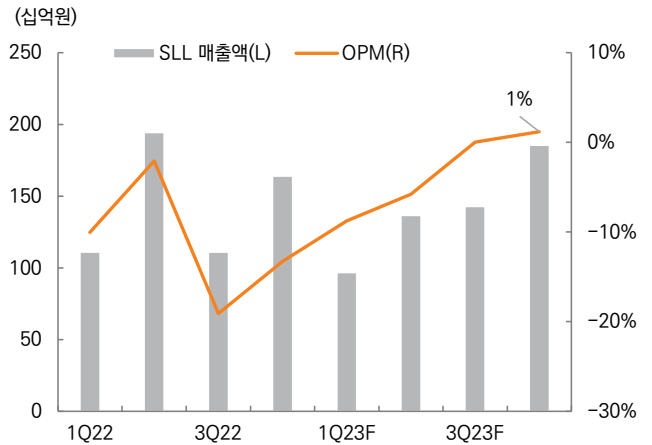


그림 67. SLL 실적 추이 및 전망



주: 현재 공개 가능한 작품 라인업 기준
 자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 글로벌 OTT향 주요 시즌제 작품

	S1	S2	S3	제작사
킹덤	2019.01.25	2020.03.13		에이스토리
좋아하면 울리는	2019.08.22	2021.03.12		스튜디오드래곤
스위트홈	2020.12.18	4Q23	2024	스튜디오드래곤, 스튜디오N
D.P	2021.08.27	3Q23		클라이맥스(SLL)
오징어 게임	2021.09.17	2024		싸이런픽처스
지옥	2021.11.19	2024(미정)		클라이맥스(SLL)
지금 우리 학교는	2022.01.28	2024(미정)		필름몬스터(SLL)
소년심판	2022.02.25			길픽처스, 지티스트(스튜디오드래곤)
더 글로리	2022.12.31	2023.02.10		스튜디오드래곤, 화담엔픽처스(스튜디오드래곤)
카지노	2022.12.21	2023.02.15		콘텐츠리중앙, 버킷스튜디오
종이의 집	2022.06.24	2022.12.9		BH엔터(카카오엔터), 콘텐츠지음(SLL)
The Summer I Turned Pretty	2022.05.25	2H23		Wiip, Sunswept Ent. Big Red Bus

자료: 미래에셋증권 리서치센터

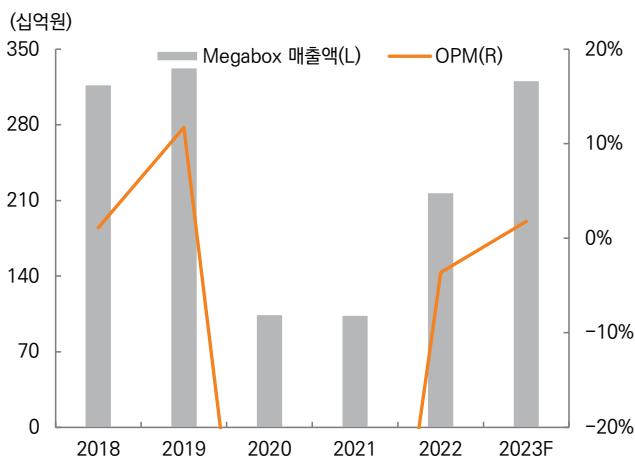
2. 사회적 거리 두기 완화 원년

1) 극장 수요 회복과 ATP 증가 추이 지속될 것으로 전망

전국 관람객은 전년대비 +113% 성장한 1Q23 2,514만명을 기록하였다. 1분기는 영업일은 짧으나 설연휴가 포함되어 있어 극장 실적에 주요한 분기이다. 그럼에도 4Q22 아바타와 같은 글로벌 대작 및 국내 영화 작품 출시가 부재하여 관람객 성장 수준이 기대에 못미치는 수준을 기록하였다. 글로벌 대작에 부재는 특별 상영관 수요 감소로 이어지며 ATP 또한 전분기대비 하락하였을 것으로 추정한다.

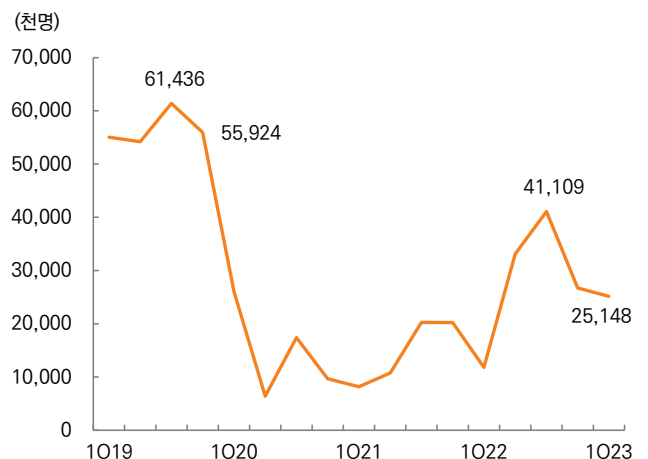
23년 Megabox 예상 매출액은 3,210억원으로 글로벌 대작 작품 출시 일정 및 거리두기 이후 관람객 수요 회복의 원년임을 고려할 때 전년대비 20% 성장한 1.4억명의 영화 관람객 동원은 부담 없는 수준이라고 판단한다. 직영 관람객 M/S는 전년 11%와 비슷한 수준의 12% 기록할 것으로 예상된다. 극장 수요 회복에 따른 관람객 수 증가(Q)와 ATP 소폭 증가(P)로 23년 Megabox 사업 부문은 57억원의 영업 흑자 전환을 기록할 수 있을 것으로 기대한다.

그림 68. Megabox 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 전국 관람객 수 추이

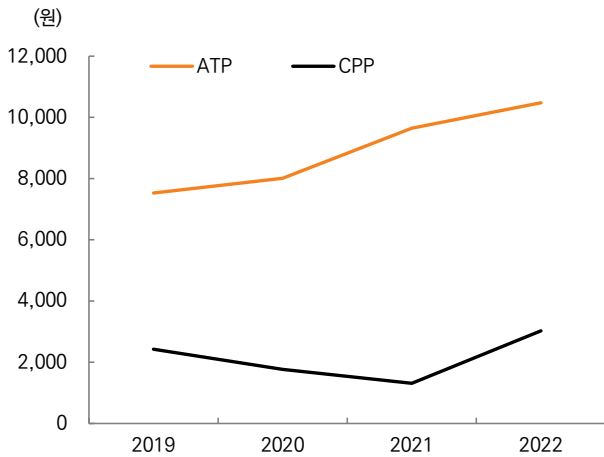


자료: kobis, 미래에셋증권 리서치센터

2) 고정비 감소

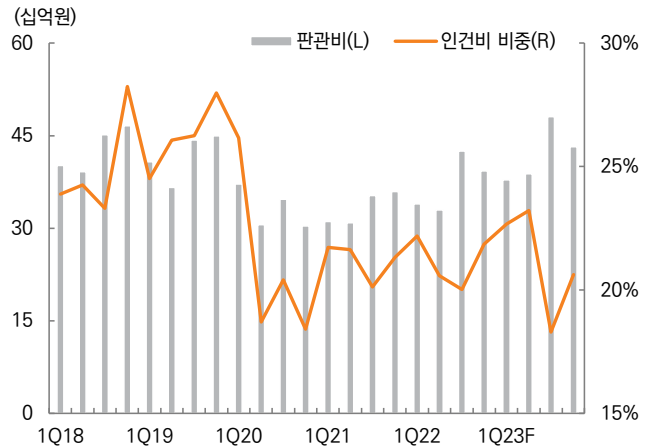
과거 메가박스 부문 인건비는 판관비 내 25% 내외 수준으로 고정비 항목 중 가장 큰 비중을 차지하였다. 팬데믹 기간 메가박스 분기당 인건비는 56억 수준(판관비 내 18% 비중)까지 감소하였다. 관람객 확대로 채용확대가 진행 중이지만 무인 및 자동화 예매 시스템 구축으로 필요 인력 비중은 과거 대비 큰 폭으로 감하였다. 이에 고정비 부담은 과거 대비 제한적일 것으로 판단한다.

그림 70. ATP 및 CPP 추이



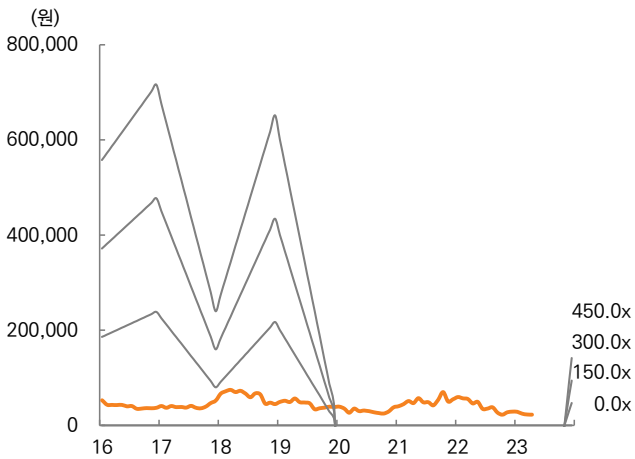
자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. Megabox 분기별 판관비 및 판관비 내 인건비 비중



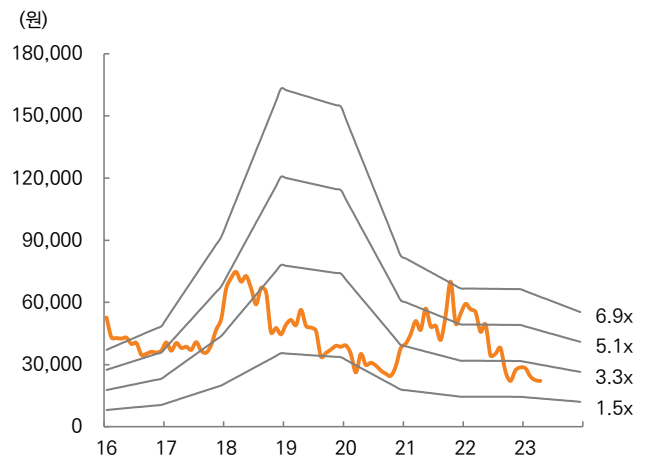
자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 콘텐츠리중앙 P/E 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 콘텐츠리중앙 P/B 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 (036420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	852	985	1,149	1,339
매출원가	661	650	732	854
매출총이익	191	335	417	485
판매비와관리비	263	344	397	440
조정영업이익	-72	-8	19	45
영업이익	-72	-8	19	45
비영업손익	-13	42	52	-39
금융손익	-38	-53	-47	-39
관계기업등 투자손익	34	0	0	0
세전계속사업손익	-85	34	71	6
계속사업법인세비용	-6	8	16	1
계속사업이익	-80	26	55	5
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-80	26	55	5
지배주주	-43	14	30	3
비지배주주	-37	12	25	2
총포괄이익	-65	26	55	5
지배주주	-33	9	19	2
비지배주주	-32	17	36	3
EBITDA	107	160	129	118
FCF	21	237	165	116
EBITDA 마진율 (%)	12.6	16.2	11.2	8.8
영업이익률 (%)	-8.5	-0.8	1.7	3.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.0	1.4	2.6	0.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	660	943	1,109	771
현금 및 현금성자산	207	395	559	136
매출채권 및 기타채권	194	238	239	278
재고자산	76	93	93	109
기타유동자산	183	217	218	248
비유동자산	1,928	1,791	1,682	1,636
관계기업투자등	134	164	165	192
유형자산	209	131	88	65
무형자산	658	568	501	452
자산총계	2,588	2,734	2,791	2,408
유동부채	1,162	1,262	1,264	858
매입채무 및 기타채무	139	170	171	199
단기금융부채	722	723	723	226
기타유동부채	301	369	370	433
비유동부채	734	754	754	772
장기금융부채	646	646	646	646
기타비유동부채	88	108	108	126
부채총계	1,896	2,016	2,019	1,630
지배주주지분	184	197	227	231
자본금	96	96	96	96
자본잉여금	212	212	212	212
이익잉여금	-146	-132	-102	-99
비지배주주지분	508	520	545	547
자본총계	692	717	772	778

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	50	237	165	116
당기순이익	-80	26	55	5
비현금수익비용가감	210	228	173	113
유형자산감가상각비	67	78	43	23
무형자산상각비	112	90	67	49
기타	31	60	63	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	-49	42	1	38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	22	-35	-1	-32
재고자산 감소(증가)	4	-17	0	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	6	0	5
법인세납부	-10	-8	-16	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-362	-18	0	-16
유형자산처분(취득)	-28	0	0	0
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	-18	0	-16
기타투자활동	-312	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	201	0	0	-496
장단기금융부채의 증가(감소)	219	0	0	-496
자본의 증가(감소)	40	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-58	0	0	0
현금의 증가	-114	188	164	-424
기초현금	321	207	395	559
기말현금	207	395	559	136

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	30.5	14.6	152.2
P/CF (x)	4.2	1.7	1.9	3.7
P/B (x)	2.9	2.2	1.9	1.9
EV/EBITDA (x)	19.9	11.3	13.0	13.4
EPS (원)	-2,258	750	1,570	150
CFPS (원)	6,853	13,224	11,823	6,123
BPS (원)	9,820	10,536	12,106	12,256
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	25.8	15.6	16.6	16.6
EBITDA증가율 (%)	0.7	48.9	-19.6	-8.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	135.4
EPS증가율 (%)	-	-	109.2	-90.4
매출채권 회전율 (회)	5.4	5.7	6.0	6.4
재고자산 회전율 (회)	11.3	11.7	12.4	13.3
매입채무 회전율 (회)	40.8	23.1	23.6	25.4
ROA (%)	-3.3	1.0	2.0	0.2
ROE (%)	-23.9	7.6	14.2	1.3
ROIC (%)	-5.5	0.3	1.5	5.0
부채비율 (%)	274.2	281.1	261.4	209.7
유동비율 (%)	56.8	74.7	87.7	89.9
순차입금/자기자본 (%)	156.3	117.7	88.0	76.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.4	-0.1	0.3	0.9

자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터

중소형 제작사 중 가장 선호



차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

23년 전망

22년은 적자 기록하였으나 23년은 흑자 전환 기대

- 동사가 영위하는 콘텐츠 제작은 채널사와 편성 확정 후 선제작 진행. 제작 초반 제작비, 수익 배분, 권리 확보를 확정하는 계약 진행 → 계약 날인 → 매출 확정 구조
- 팬데믹 기간 작품 제작 기간이 길어지며 성장률 둔화 추이를 보였으나, 23년은 작년 대비 제작 편수가 5편에서 8편으로 증가하며 안정적인 제작 캐파 기반 지속 성장역량
- 콘텐츠 IP를 기반한 사업 다각화(이커머스, 뉴미디어 등)기대. 최대주주인 위지웍 스튜디오 및 컴투스와의 시너지 효과 가능할 것

투자포인트

재벌집 막내아들 관련 추가 수익은 1Q23부터 발생

- 22년 12월 방영된 재벌집 막내아들은 제작비용에 리쿠폴을 더해 IP를 판매하는 구조가 아닌 IP의 50% 동사가 보유. 높은 시청률에 따른 추가 저작물 수익 기대
- 제작 진행 매출이 22년 반영되며, 관련 추가 수익은 추가적인 방영권 및 매출원가 없이 23년부터 순이익으로 바로 인식될 것으로 예상됨에 따라 수익성 개선 효과 기대

2H23을 주목해야 하는 이유? <백설공주에게 죽음을>을 포함한 다수의 기대작 방영 예정

- <직필>, <마에스트라>, <백설공주에게 죽음을> 2H23 방영 예정
- 23년 하반기 방영 예정인 <백설공주에게 죽음을>은 <재벌집 막내아들>과 마찬가지로 동사가 IP를 보유하고 선제작 진행. 작품 성공시 추가 수익이 매출원가없이 순이익으로 반영됨에 따라 2H23 추가 수익에 대한 업사이드

2010년부터 이어져 온 장르물의 계보

- OTT 산업 개화로 시맨틱 에러(22년, BL 로맨스), 신병(22년, 군대)과 마니아층이 좋아하는 장르물에 절대적인 강점을 보유하고 있는 동사의 수혜 기대. 23년 BL 기대작은 <트랙터는 사랑을 신고>로 상반기 방영 예정

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	18,590	시가총액(십억원)	120
영업이익(23F, 십억원)	-	발행주식수(백만주)	6
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	-	유동주식비율(%)	64.0
EPS 성장률(23F, %)	-	외국인 보유비중(%)	0.2
P/E(23F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.09
MKT P/E(23F, x)	-	52주 최저가(원)	13,750
KOSDAQ	890.62	52주 최고가(원)	38,400

Share performance

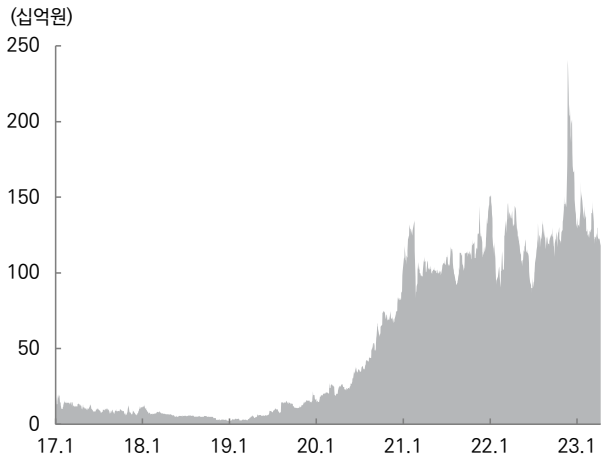
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.9	-7.1	-11.7
상대주가	-24.7	-29.9	-9.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	18	11	20	35	41	44
영업이익 (십억원)	-9	-1	1	4	3	-6
영업이익률 (%)	-50.0	-9.1	5.0	11.4	7.3	-13.6
순이익 (십억원)	-11	1	1	3	2	-6
EPS (원)	-5,249	656	477	724	490	-1,022
ROE (%)	-176.5	68.9	24.2	20.1	7.2	-14.7
P/E (배)	-1.1	1.6	10.5	28.0	49.0	-20.8
P/B (배)	11.5	0.8	2.4	4.3	3.3	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

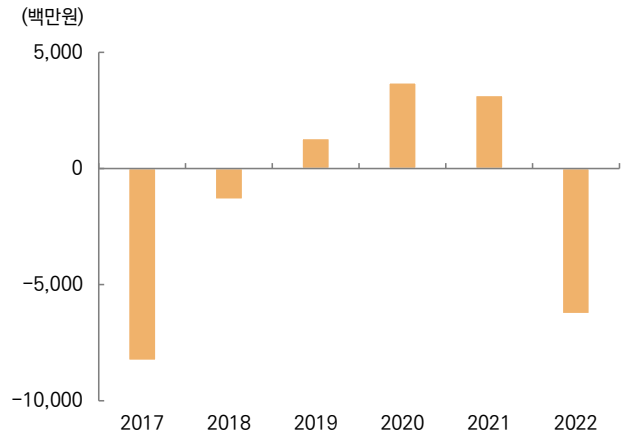
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 래몽래인 시가총액 추이



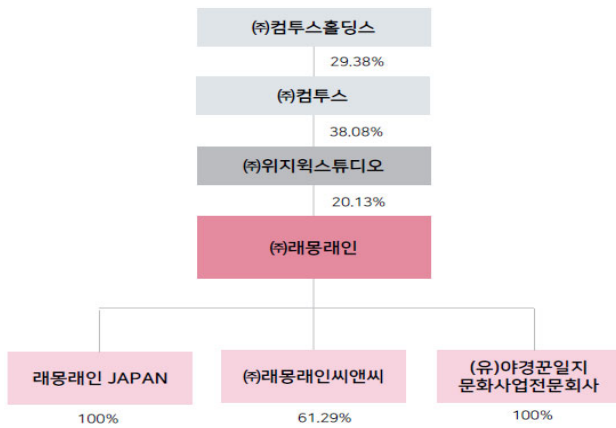
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 래몽래인 수익성 추이



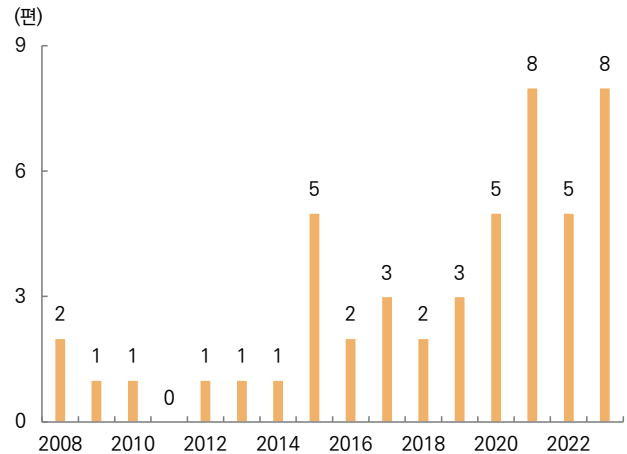
자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 래몽래인 지배구조



주: 9월 30일 기준
자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 연간 제작 편수 확대



자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 22~23년 래몽래인 콘텐츠 라인업

작품	방영 일자	장르	극본	연출	채널
1 시맨틱 에러	22년 2월	BL 로맨스, 캠퍼스물	제이선	김수정	Watcha
2 뉴노멀진	22년 6월	드라마, 오피스	최선미	최선미	TVING
3 신병	22년 7월	군대	장비쭈	민진기	KT Seezn
4 재벌집 막내아들	22년 11월	회귀 복수물	김태희, 장은재	정대운	JTBC, Netflix(동시방영)
5 오아시스	23년 3월	정통 서사극	정형수	한희	KBS2
6 가면의 여왕	23년 4월	미스터리 스릴러	임도완	강호중	채널A
7 잔혹한 인턴	1H23	질풍노도 공감 버스터	박연경	한상재	TVING
8 트랙터는 사랑을 싣고	1H23	농촌 힐링 BL 로맨스	최이윤	양경희	Wavve(예정)
9 백설공주에게 죽음을	2H23	스릴러 추리물	서주연	변영주	
10 직필	23년	미스터리 팩션 사극	김소로, 이석준	한동화	
11 마에스트라	23년	미스터리 치정 스릴러	홍정희	미정	tvN
12 환생경찰	23년	판타지 수사 액션	백철현, 정혜은	신윤섭	

자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 자체 IP 개발 및 IP 플랫폼 공유로 자회사와 시너지 효과 기대



자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 글로벌 진출에 최적화된 네트워크 보유



자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

래몽래인 (200350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	20	35	41	44
매출원가	17	29	35	44
매출충이익	3	6	6	0
판매비와관리비	1	2	3	6
조정영업이익	1	4	3	-6
영업이익	1	4	3	-6
비영업손익	0	-2	0	-2
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	2	3	-8
계속사업법인세비용	0	-1	1	-1
계속사업이익	1	3	2	-6
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	3	2	-6
지배주주	1	3	2	-6
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1	3	2	-6
지배주주	1	3	2	-6
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1	4	4	-5
FCF	-4	-2	0	-5
EBITDA 마진율 (%)	5.0	11.4	9.8	-11.4
영업이익률 (%)	5.0	11.4	7.3	-13.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	8.6	4.9	-13.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	12	20	63	59
현금 및 현금성자산	3	8	23	8
매출채권 및 기타채권	1	2	5	7
재고자산	4	5	4	4
기타유동자산	4	5	31	40
비유동자산	5	8	9	12
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	0	0	1	0
무형자산	0	0	1	2
자산총계	16	28	72	72
유동부채	7	3	25	26
매입채무 및 기타채무	0	0	5	5
단기금융부채	6	3	13	12
기타유동부채	1	0	7	9
비유동부채	0	0	2	3
장기금융부채	0	0	2	3
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	7	4	27	29
지배주주지분	9	24	45	42
자본금	2	2	3	3
자본잉여금	22	33	50	53
이익잉여금	-15	-12	-9	-15
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9	24	45	42

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	-4	-2	0	-5
당기순이익	1	3	2	-6
비현금수익비용가감	0	1	1	4
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	0	1	1	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-6	-3	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-1	-3	-3
재고자산 감소(증가)	-2	0	1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	5	-1
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	0	-14	-12
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-1	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-2
기타투자활동	-1	0	-13	-8
재무활동으로 인한 현금흐름	7	7	29	2
장단기금융부채의 증가(감소)	3	-3	11	1
자본의 증가(감소)	5	11	18	3
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-1	0	-2
현금의 증가	2	5	15	-15
기초현금	1	3	8	23
기말현금	3	8	23	8

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	10.5	28.0	49.0	-20.8
P/CF (x)	12.4	21.5	33.7	-54.9
P/B (x)	2.4	4.3	3.3	3.2
EV/EBITDA (x)	13.2	23.4	38.9	-25.0
EPS (원)	477	724	490	-1,022
CFPS (원)	403	945	713	-386
BPS (원)	2,105	4,764	7,174	6,575
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	81.0	75.4	18.3	8.2
EBITDA증가율 (%)	-	185.1	-11.3	-
조정영업이익증가율 (%)	-	207.2	-15.3	-
EPS증가율 (%)	-27.4	51.9	-32.3	-
매출채권 회전을 (회)	37.5	23.3	12.9	7.7
재고자산 회전을 (회)	6.0	7.8	9.3	11.1
매입채무 회전을 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	12.3	15.0	4.9	-8.9
ROE (%)	24.2	20.1	7.2	-14.7
ROIC (%)	14.7	38.6	10.5	-13.9
부채비율 (%)	79.6	15.8	61.2	69.7
유동비율 (%)	165.3	573.1	248.8	225.5
순차입금/자기자본 (%)	34.1	-21.4	-18.1	9.8
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	25.6	14.1	-9.9

자료: 래몽래인, 미래에셋증권 리서치센터

에이블 성장 스토리

Not Rated

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

23년 전망

과거와 달라진 영업 환경 → 에이스토리 수혜 예상

- 과거에는 캡티브 채널 산하 제작사가 아닌 경우 방영 편성에 제약이 많아 국내 중소형사들에게 매우 불리한 영업 환경이었음. OTT 산업이 급속도로 성장하고, 콘텐츠 수급 전쟁이 심화됨에 따라 제작 능력을 갖춘 중소형사의 수혜가 지속될 것으로 기대
- 동사가 IP를 보유한 <유괴의 날>이 1분기 촬영을 시작하였으며, 다수의 텐트폴 작품이 23년 촬영 후 24년 방영 계획. 작품 매출이 진행을 기준으로 계산됨에 따라 예상대비 23년 수익성 개선은 제한적일 수 있으나 탑라인 성장 기조는 유효

3Q22 = 성공 IP 가치 증명

이상한 변호사 우영우 IP 자체 보유 → 3Q22 역대 최고 누적 매출액 및 영업이익 달성

- 22년 동사의 누적 매출액은 717억원 및 영업이익 85억원 기록. 21년 연간 실적(매출액 589억원 및 영업이익 69.3억원)을 큰 폭으로 상회하는 성장추이 기록
- 8월 15일 공개된 이상한 변호사 우영우의 흥행이 주요 원인. 기획 및 IP를 100% 동사가 보유하여 작품 흥행에 따른 흥행 수익 모두 반영

투자포인트

올해도 좋고 24년은 더 좋다. Feat. 우영우

- <이상한 변호사 우영우>의 2차 저작권 사업 활발하게 진행중. 1)자회사 AIMC는 우영우 IP를 확장하여 굿즈를 판매하고 있으며, 2)글로벌 리메이크 판권 및 중국향 판매 예정. 해외 리메이크 성사시 판권 수익 뿐만 아니라 시즌제에 따른 로열티 수익 기대가 가능하여 더욱 긍정적
- <킹덤>을 소재로한 게임 '왕가의 피'가 3분기 중 출시 예정. 액션스퀘어가 게임화할 수 있는 로열티 구매 후 매출의 일정 비율을 동사에 지불하는 RS 구조
- 24년 최대 기대작은 <무당>. 회당 최소 30억 이상이 투입된 글로벌 시즌제 텐트폴

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	21,800	시가총액(십억원)	208
영업이익(23F, 십억원)	-	발행주식수(백만주)	10
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	-	유동주식비율(%)	71.6
EPS 성장률(23F, %)	-	외국인 보유비중(%)	1.9
P/E(23F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.22
MKT P/E(23F, x)	-	52주 최저가(원)	16,250
KOSDAQ	890.62	52주 최고가(원)	32,800

Share performance

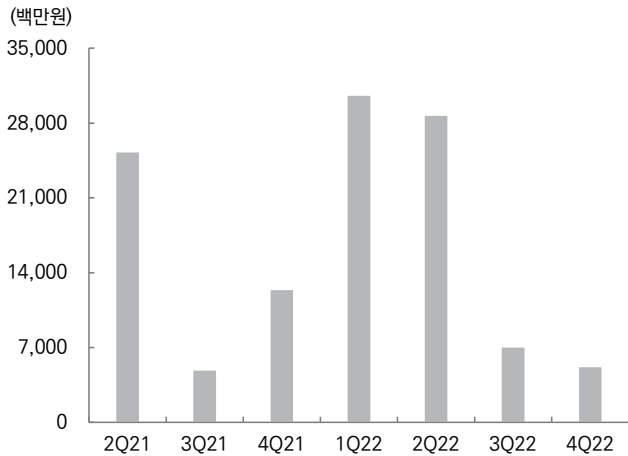
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.2	16.9	-28.2
상대주가	-24.0	-11.8	-26.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	20	46	28	22	59	68
영업이익 (십억원)	-3	1	-1	-1	7	7
영업이익률 (%)	-15.0	2.2	-3.6	-4.5	11.9	10.3
순이익 (십억원)	-2	2	-1	-7	17	3
EPS (원)	-334	314	-143	-792	1,779	332
ROE (%)	-26.4	19.9	-4.6	-21.3	43.1	6.0
P/E (배)	0.0	0.0	-62.5	-48.2	16.9	76.4
P/B (배)	0.0	0.0	2.2	11.1	5.2	3.7
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

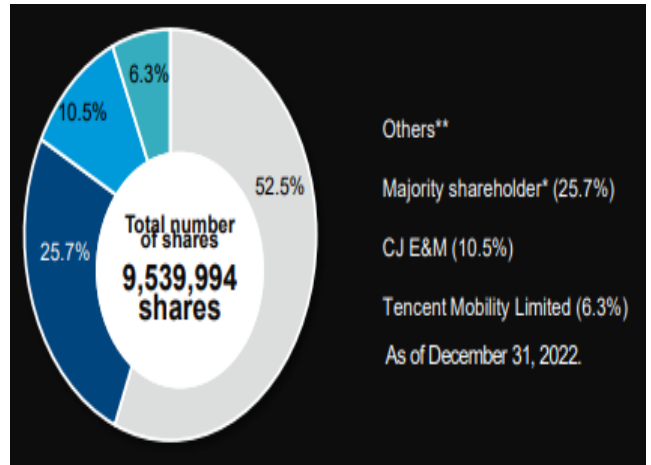
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 분기별 매출액 추이



자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 에이스토리 주주 현황



자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 에이스토리 주요 연혁








자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 23~24년 에이스토리 방송 예정 작품

작품	장르	촬영	방송	작가	연출	출연배우	Note
1 유괴의 날	블랙코미디, 액션	1Q23		김재영	박유영	윤계상	
2 모래에도 꽃은 핀다	코믹로맨스 스릴러	1H23		원유정	김진우	장동윤	
3 영나잇썸	다이내믹 청춘 시대극	2H23	1H24	박서진, 정현근, 최유란	이길복		
4 크래시	교통범죄 수사물	2H23	1H24	오수진	박준우		
5 수성궁 밀회록	퓨전 로맨스 사극	2H23	1H24	이은미	박수진		
6 무당	사이버펑크 액션	2023~24년	2024	박재범			
7 화이트아웃	다큐멘터리	2023	2023				22년 프리프로덕션
8 SNL Korea S3	스케치코미디, 버라이어티	2022~23	2022~23	김현희, 김민석, 안용진	안상휘, 유성모, 권성욱		
9 아이돌쇼	버라이어티	1H23	1H23	한소리, 안용진	권성욱		
10 약한 자는 살아남을 수 없다	뉴-트로 시트콤	2H23	2H23	김종민, 최수진			

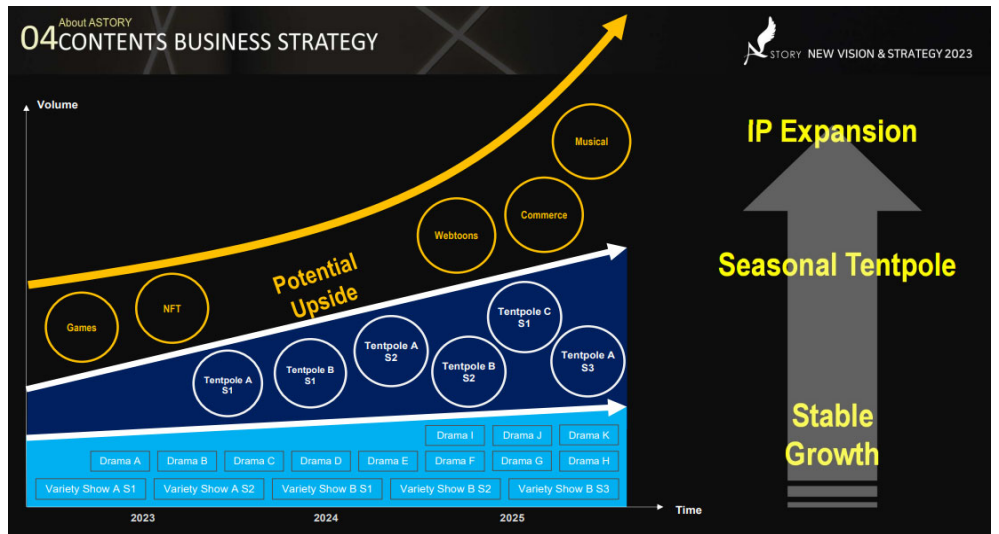
자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. IP 기반 포트폴리오 다각화 가능

<p>Game</p> <ul style="list-style-type: none"> 액션스퀘어 개발 킹덤-왕가의피 > 언리얼엔진4으로 개발한 하이퀄리티 액션 대작 > 모바일, PC 크로스 플랫폼 지원 > 플레이 영상 글로벌 No.1. 게임매체 IGN 통해 공개, 글로벌 게임 유저들의 뜨거운 반응 > 원작 킹덤의 매력적인 요소 및 한국적인 맛을 잘 살린 게임으로 기대중 	<p>Media Commerce</p>  <p>Webtoon</p>  <ul style="list-style-type: none"> <이성환 변호사 우영우> 네이버 웹툰 런칭 (북미/일본/대만/중국/태국/인도네시아) 5개 작품 드라마와 동시 추진 	<p>Metaverse/NFT/ Digital Human</p>  <p>Musical</p>  <ul style="list-style-type: none"> 2024년 초연 목표 공동제작 원작 드라마 중 3개의 에피소드를 무대화
--	---	---

자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 콘텐츠 비즈니스 중장기 전략



자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

에이스토리 (241840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	28	22	59	68
매출원가	26	19	46	55
매출총이익	2	3	13	13
판매비와관리비	4	4	6	6
조정영업이익	-1	-1	7	7
영업이익	-1	-1	7	7
비영업손익	0	-7	9	-5
금융손익	0	0	-2	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-1	-8	16	2
계속사업법인세비용	0	0	-1	-1
계속사업이익	-1	-7	17	3
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-1	-7	17	3
지배주주	-1	-7	17	3
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-1	-7	17	3
지배주주	-1	-7	17	3
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	0	-1	7	8
FCF	-8	6	-33	27
EBITDA 마진율 (%)	0.0	-4.5	11.9	11.8
영업이익률 (%)	-3.6	-4.5	11.9	10.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.6	-31.8	28.8	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	32	46	79	78
현금 및 현금성자산	2	10	3	27
매출채권 및 기타채권	5	13	15	19
재고자산	3	9	23	8
기타유동자산	22	14	38	24
비유동자산	9	9	19	21
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	0	0	1	1
무형자산	0	0	0	0
자산총계	40	55	98	100
유동부채	1	24	40	34
매입채무 및 기타채무	0	4	13	8
단기금융부채	0	0	19	18
기타유동부채	1	20	8	8
비유동부채	0	1	10	8
장기금융부채	0	0	10	8
기타비유동부채	0	1	0	0
부채총계	2	24	50	42
지배주주지분	39	31	48	57
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	32	32	39	46
이익잉여금	2	-6	11	14
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	39	31	48	57

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	6	-32	27
당기순이익	-1	-7	17	3
비현금수익비용가감	2	8	-8	6
유형자산감가상각비	0	0	0	1
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	1	8	-8	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9	6	-41	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-8	-2	-4
재고자산 감소(증가)	-3	-7	-14	15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	3	9	-4
법인세납부	0	0	0	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	3	-9	-3
유형자산처분(취득)	0	0	-1	-1
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	-4	1
기타투자활동	-21	3	-4	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	25	-2	34	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	29	-10
자본의 증가(감소)	27	0	7	7
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-2	-2	2
현금의 증가	-3	8	-7	24
기초현금	5	2	10	3
기말현금	2	10	3	27

자료: 에이스토리, 미래에셋증권 리서치센터

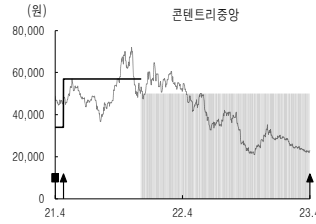
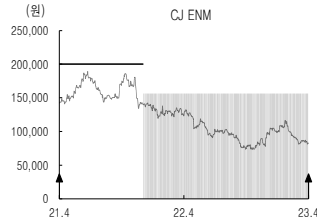
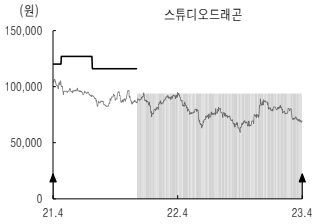
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	-62.5	-48.2	16.9	76.4
P/CF (x)	76.6	1,225.9	32.2	25.1
P/B (x)	2.2	11.1	5.2	3.7
EV/EBITDA (x)	291.2	-583.9	43.2	30.1
EPS (원)	-143	-792	1,779	332
CFPS (원)	116	31	934	1,011
BPS (원)	4,143	3,445	5,779	6,833
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-39.2	-21.8	165.8	16.4
EBITDA증가율 (%)	-94.0	-	-	10.8
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	9.1
EPS증가율 (%)	-	-	-	-81.3
매출채권 회전을 (회)	5.4	2.4	4.2	4.1
재고자산 회전을 (회)	19.7	3.6	3.6	4.4
매입채무 회전을 (회)	42.9	9.8	5.7	5.2
ROA (%)	-4.0	-15.5	22.1	3.2
ROE (%)	-4.6	-21.3	43.1	6.0
ROIC (%)	-6.2	-3.1	16.3	20.6
부채비율 (%)	4.3	79.6	105.0	73.5
유동비율 (%)	2,462.8	192.5	199.3	227.2
순차입금/자기자본 (%)	-4.4	-32.6	47.7	-5.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-37.8	-179.1	3.6	2.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)					2021.12.15	분석 대상 제외		-	-
2023.04.13	매수	88,000	-	-	2021.01.11	매수	200,000	-21.12	-5.50
2021.12.15	분석 대상 제외				콘텐츠리중앙 (036420)				
2021.08.06	매수	116,000	-23.89	-16.90	2023.04.13	매수	33,000	-	-
2021.05.07	매수	127,000	-24.91	-21.10	2021.12.15	분석 대상 제외		-	-
2021.01.18	매수	120,000	-16.79	-9.00	2021.05.07	매수	57,000	-9.43	26.14
CJ ENM (035760)					2020.08.10	Trading Buy	34,000	6.42	55.00
2023.04.13	매수	100,000	-	-					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.