2021년 3월 9일 I Equity Research

엔터테인먼트

중견 제작사: 3년 상승 싸이클의 시작

연내 기업가치 50~100% 이상 상승 전망

코로나19로 OTT 산업의 엄청난 미래가 앞당겨졌고, 한국 컨텐츠들의 높은 성과로 글로벌 OTT들이 적극적으로 한국에 진출하는 가운데, 한국 전력의 8할에 달하는 티빙 연합이 판매보다는 자체 오리지널 강화를 선언했다. 이는 캡티브 없는 중견 제작사들의 1) IP 확보, 2) 시장 논리에 따른 리쿱율 상향으로 빠르게 이어지고 있다. 여기에 아이치이도 이미 12개 이상의 한국 컨텐츠를 수급하는 등 중국도 매우 적극적으로 나오면서 IP 확보 드라마를 '한국-글로벌 OTT-중국' 등 3분할로 판매되는 엄청난 호황이 시작되고 있다. 2022년에는 각각 최소 2편의 텐트폴 IP 작품을 확보할 가능성이 높으며, 연내 최소 시가총액 4,000억원('22년 순익 150억원 * 25배)를 전망하는 근거다. 현 주가 대비 50~100% 이상의 상승 여력이 있다.

티빙 오리지널 전략으로 촉발된 엄청난 텐션의 시작

2020년 넷플릭스의 한국 투자금액은 약 3,300억원이고, 올해는 5,600억원의 투자를 발표할 만큼 한국 컨텐츠의 성과에 고무되어 있다. 넷플릭스는 CJ/JTBC를 캡티브로 보유한 스튜디오드래곤/제이콘텐트리와 2020년부터 3년 간의 장기 공급 계약을 맺으면서 작년 동시 방영 드라마 18편 중 15편을 수급했고, Flixpatroal 내 Top100에 진입한 한국 드라마 8편 모두가 이들로부터 나왔다. 그런데, 최근 CJ/JTBC가 넷플릭스 의존도를 낮추기 위해 자체 OTT인 티빙 오리지널 강화 전략을 발표했는데, CJ ENM이 역성장을 가이던스로 제시할 정도로 적극적인 투자가 예상된다. OTT들의 발걸음은 그 동안 충분히 실력을 증명한 중견 제작사들로 향하고 있다.

3가지 결과로 이어질 것: IP 확보, 리쿱율 상향, 3분할 판매

중견 제작사들은 1) IP 확보 및 2) 공급자 우선 시장으로 변화하면서 리쿱율 상향에 따른 사상 최대 이익 싸이클이 이미 시작되고 있다. 이런 변화들은 3월 이후 수많은 뉴스와 공시들로 확인될 것이다. 그리고, 중국향 OTT들의 적극적인 구매가 시작되면서 '한국-글로벌 OTT-중국' 등 3분할 판매를 통한 엄청난 이익 레버리지도 시작될 것이다.

Special Focus

Overweight

관심종목			
종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월 8일)
에이스토리(2418400)	N/R	-	36,100원
NEW(160550)	N/R	-	10,750원
키이스트(054780)	N/R	-	15,200원
팬엔터테인먼트(068050)	N/R	-	6,860원
삼화네트웍스(046390)	N/R	-	4,330원

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 최소 3년 간 이어질 우상향 싸이클의 시작 3

1) 최근 중견 제작사들의 라인업 발표 뉴스에서 이상한 점을 눈치채셨나요? 3
2) 넷플릭스 의존도를 낮추기 위한 티빙 오리지널 올인 전략이 바꿀 판도 4

2. 향후 3년 내 나타날 산업의 변화 8

1) 중견 제작사들은 최소 연간 2개 이상의 IP를 확보할 것 8
2) 텐트폴 제작비는 700억원도 충분히 가능할 것 9
3) IP 확보 텐트폴 작품의 GPM은 최소 50% 수준까지 상승할 것 10
4) 외신 보도로 확인된 중국향 OTT 판매는 이미 최고 수준 11
5) 결론: 운과 실력이 겹친 산업의 최소 3년 상승 싸이클의 시작점 12

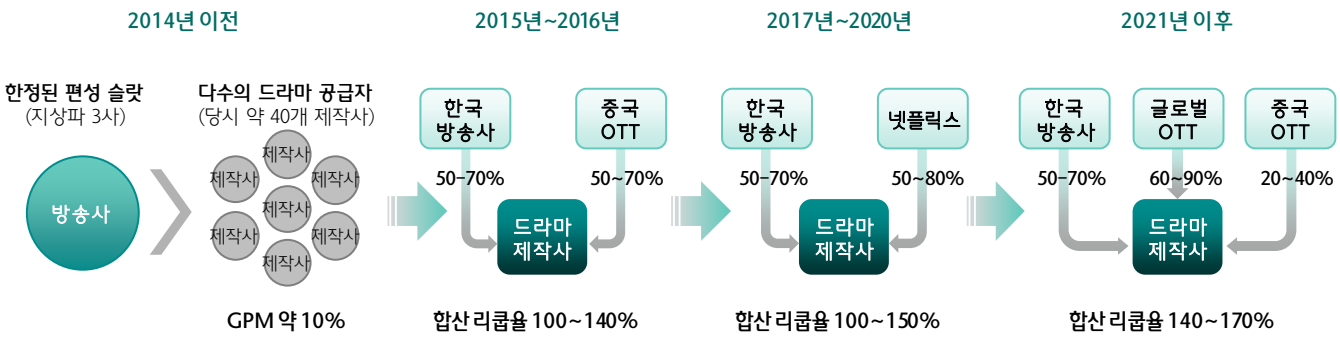
3. 중견 제작사별 현황 14

1) 에이스토리 – 2021년 최소 예상 OP는 250억원 + 중국향 미디어 커머스 14
2) NEW – 2022년 예상 OP는 최소 250억원. 첫 디즈니+ 편성 가능성 16
3) 키이스트 – 2022년 예상 OP는 최소 200억원. 역대 제작비 4위 작품 제작 17
4) 팬엔터테인먼트 – 2022년 예상 OP는 200억원 내외 18
5) 삼화네트웍스 – 2021년/22년 예상 OP는 최소 130억원/200억원. 첫 HBO Max 편성 19

Analyst 이기훈 02-3771-7722

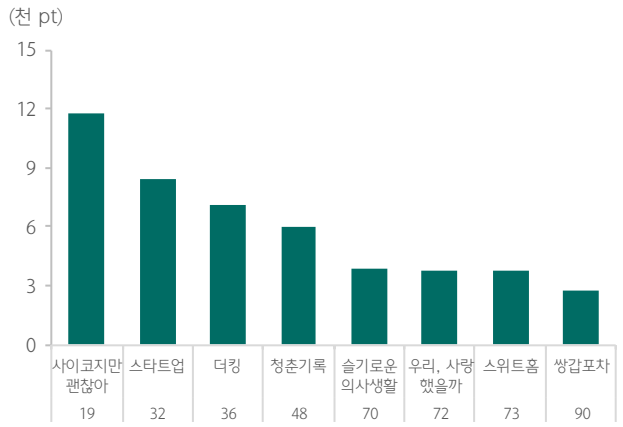
Key Charts

그림 1. 드라마 제작사의 수익 구조 변화



자료: 하나금융투자

그림 2. 2020년 한국 드라마의 넷플릭스 글로벌 순위 - 모두 티빙 연합



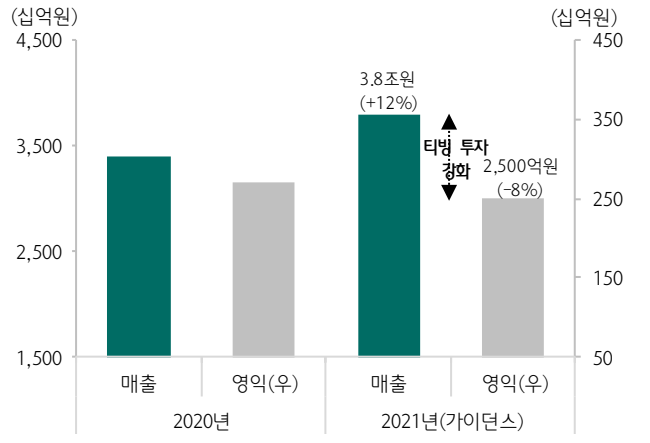
자료: Flixpatrol, 하나금융투자.

표 1. 2020년 넷플릭스 동시 방영작 -18개 중 15개가 티빙 연합

채널	타이틀	채널	타이틀
tvN	사랑의 불시착	SBS	더 킹: 영원의 군주
tvN	하이바이, 마마	SBS	하이에나
tvN	슬기로운 의사생활	KBS	도도솔솔라라솔
tvN	싸이코지만 괜찮아	JTBC	이태원클라쓰
tvN	비밀의 숲2	JTBC	쌍갑포차
tvN	청춘기록	JTBC	우리, 사랑했을까
tvN	스타트업	JTBC	사생활
OCN	루갈	JTBC	런 온
OCN	경이로운 소문	카카오TV	도시남녀의 사랑법

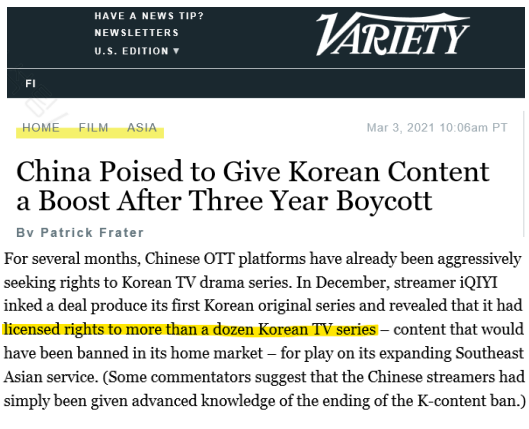
자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 3. CJ ENM의 실적 가이던스 - 티빙 투자 천명



자료: CJ ENM, 하나금융투자.

그림 4. 아이치이 외신 보도 – 이미 한국 컨텐츠 12개 수급


HAVE A NEWS TIP?
NEWSLETTERS
U.S. EDITION
VARIETY
FI
HOME FILM ASIA
Mar 3, 2021 10:06am PT

China Poised to Give Korean Content a Boost After Three Year Boycott

By Patrick Frater

For several months, Chinese OTT platforms have already been aggressively seeking rights to Korean TV drama series. In December, streamer iQIYI inked a deal produce its first Korean original series and revealed that it had licensed rights to more than a dozen Korean TV series – content that would have been banned in its home market – for play on its expanding Southeast Asian service. (Some commentators suggest that the Chinese streamers had simply been given advanced knowledge of the ending of the K-content ban.)

자료: 언론, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

1. 최소 3년 간 이어질 우상향 싸이클의 시작

1) 최근 중견 제작사들의 라인업 발표 뉴스에서 이상한 점을 눈치채셨나요?

1월 키이스트가 1차 드라마 라인업 4편을 공개했다. 이 중 유일하게 제작비를 공개한 작품은 〈별들에게 물어봐〉로, 서숙향 작가가 준비한 우주 정거장 로맨틱 코미디로 제작비만 400억원 이상이 투입될 예정이다. 2월에는 스튜디오앤NEW의 드라마 라인업이 공개되었다. 이 중 제작비를 공개한 〈무빙〉은 동명 웹툰 원작의 강풀 작가, 〈킹덤2〉를 연출한 박인제 감독, 조인성/한효주 주연으로 글로벌 OTT와 논의 중이며 제작비만 500억원이다.

그런데, 해당 뉴스들을 보면 이상한 점이 3가지나 있다. 1) 국내 방송사 편성이 부재하다는 점이다. 이는 기존에 알던 외주 제작사 시스템이 아니라는 것이다. 또한, 2) 중견 제작사 텐트폴의 제작비 규모가 캡티브(방송사) 보유 제작사들보다 오히려 더 크다는 점이다. 제작사별로 보면, 스튜디오드래곤의 〈빈센조〉가 300억원, 제이콘텐트리의 〈시지프스〉/〈재벌집 막내아들〉 등이 250억원 규모인데 NEW〈무빙〉/키이스트〈별들에게 물어봐〉/에이스토리〈지리산〉이 각각 500억원/400억원/350억원의 대작을 제작하며, 최근에 공개된 넷플릭스 라인업에는 이들 대작들이 미 포함되었다. 즉, 넷플릭스 외 OTT들로 판매된다는 점이다. 마지막으로, 3) 작가만 있고 감독/배우가 미 확정된 2022년 라인업까지도 가감없이 공개하고 있다는 점이다. 일반적으로 4~5월에 하반기 편성, 10~11월에 내년 상반기 편성이 이뤄짐을 감안하면 상당히 이례적이다.

당사가 추정하는 결론은 이렇다. 1) 텐트폴 작품들은 국내 편성이 되지 않더라도 이미 글로벌 OTT에 상당한 수익성을 확보한 최소 오리지널 형태로 판매되었을 가능성이 높다. 국내 편성 확정 시 수익 구조가 추가 개선되는 구조로 추정된다. 2) 그 외 다수의 미 편성된 라인업들은 'IP' 확보를 전제로 글로벌 OTT들과 논의 중이며, 국내 편성 없이도 100% 이상의 수익 구조가 확보되는 협상을 진행하고 있을 가능성이 높다. 빠르게 공급자 우위 시장으로 변하고 있는 환경과 넷플릭스 오리지널 〈스위트홈〉의 수익 구조를 감안할 때 IP 확보 텐트폴 작품들은 최소 30% 이상의 GPM을 보장 받을 것으로 추정된다.

그림 1. 키이스트, NEW의 4~500억원 대작 편성 전 라인업 선발표

자료: 언론, 하나금융투자

그림 2. 삼화네트웍스는 첫 HBO Max 편성 협의 중

자료: 언론, 하나금융투자

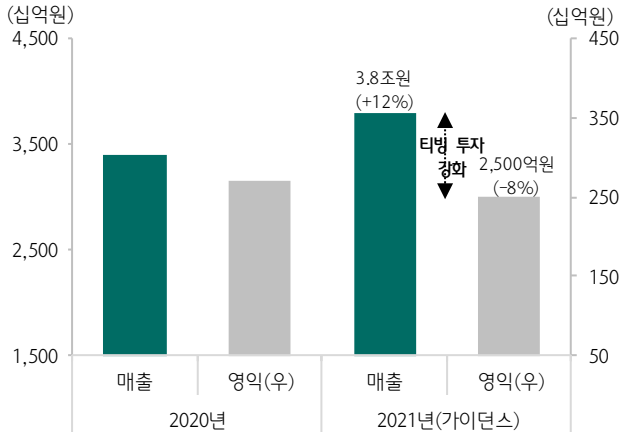
2) 넷플릭스 의존도를 낮추기 위한 티빙 오리지널 올인 전략이 바꿀 판도

최근 CJ ENM은 사실상 '티빙' 올인 전략을 선언했다. 4분기 실적 발표에서 2021년 가이던스 매출/영업이익을 각각 3.8조원(+12% YoY)/2,500억원(-8%)를 제시했다. 기저효과에 따른 TV광고 회복을 감안할 때 매출 성장분의 약 50%가 미디어 부문으로 추정되며, 그 안에서 티빙이 상당히 큰 성장 드라이버로 추정된다. 영업이익은 전년 대비 약 200억원 감익하는데, 스튜디오드래곤/커머스/음악/영화 등 전 사업부문에서의 성장 및 회복이 예상되는 바 티빙의 손실 기여도는 -300~-500억원 수준으로 추정된다. 참고로, 티빙 오리지널 투자는 6개 분기에 걸친 자산 상각 방식 대신 일시 비용으로 처리된다.

언론에 따르면, 1) 공유/박보검 주연의 영화 〈서복〉(3/18일), 2) 김은숙 작가가 참여한 드라마 〈당신의 운명을 쓰고 있습니다〉(3/26일), 3) 나영석 PD의 예능 등 올해만 총 15편 이상의 중량감 있는 오리지널이 작품들이 준비 중이다. 또한, 그동안 가장 약점이었던 캡티브(통신사 등) 문제도 해결했다. 3/4일부터 월 4,900원의 네이버 멤버십 구독 시 이용 가능한 콘텐츠 라인업에 '티빙 방송 무제한 이용권' 옵션이 추가되었다. 추가로 3,000원~9,000원을 지불하면 티빙의 오리지널 및 프리미엄 버전의 멤버십도 구독할 수 있다.

CJ ENM이 감익 가이던스로 제시할 정도로 급진적인 전략 설정과 연이어 나오는 뉴스들을 보면서 3가지 관점에서 고민해봤다. 1) 왜 지금인가? 2) 왜 500만명이 1차 목표일까? 3) 그리고 무엇을 바꿀 수 있을 것인가?

그림 3. CJ ENM의 실적 가이던스 - 티빙 투자 강화 천명



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 네이버 멤버십(4,900원/월)에 티빙 이용권 추가

자료: 네이버, 하나금융투자

(1) 왜 지금인가?

코로나19로 OTT 산업의 미래가 너무 앞당겨졌다. 디즈니+는 출범 당시 5년 동안 가입자 9,000만명을 가이던스로 제시했지만, 불과 1년 반도 안되어 9,500만명의 가입자를 확보했으며 1년 만에 2024년까지 가입자 가이던스를 2.3~2.6억명으로 3배 가까이 상향했다. 그 사이 오리지널 드라마 〈스위트홈〉, 영화 〈승리호〉가 글로벌에서 높은 흥행을 기록해 K-컨텐츠의 경쟁력도 증명되었다. 급격한 산업 변화와 엄청난 운까지 더해지면서 2020년부터 스튜디오드래곤(이하 스드)/제이콘텐트리(이하 제이콘)가 맺은 넷플릭스와의 3년 간 장기 공급계약은 결과론적으로 매우 아쉬운 결정이 되어버렸고, 향후 2년간 굉장히 불만족스러운 가격에 넷플릭스에 공급해야 하는 상황이다.

불만족스럽지만 넷플릭스와의 계약은 당연히 이행해야 하는 것이다. 그렇다면 간단하다. 그동안 미뤄왔던 숙제, 즉 티빙 가입자 성장을 통해 넷플릭스(혹은 글로벌 OTT)와 수급 밸런스를 맞추는 것이다. 2022년까지 넷플릭스향으로는 최소한 판매하며 이 외의 작품들을 티빙에 올인하는 것이다. 그리고, 만약 500만명(혹은 이에 준하는) 목표를 달성한다면 넷플릭스에게 아시아 1위이자 글로벌 드라마 제작사에 맞는 정당한 가격 인상을 요구할 가능성이 높다. 즉, 내년(넷플릭스와 계약 만료 시점)까지 감익 가이던스도 불사하고 향후 2년을 티빙에 올인하는 시간으로 활용하는 것이다.

(2) 왜 500만명이 1차 목표일까?

500만명의 가입자 확보 시 월 ATP 7,000원을 가정하면 연 구독 수입은 약 4,200억원(7,000원 * 500만명 * 12개월)이고, 이는 스튜디오드래곤의 연간 컨텐츠 제작비 규모(캡티브 기준 약 4,000억원)를 자체 OTT 수입으로 충당할 수 있게 됨을 의미한다. 즉, 극단적으로 넷플릭스에 컨텐츠를 판매하지 않는다는 가정 하에서도 자체 드라마 제작비를 충당할 수 있는 규모의 가입자인 것이다.

표 1. 디즈니의 가입자 목표/수익성 도달 시점 가이던스 변경 (단위: 백만명)

	FY2024 가입자 목표(단위: 백만명)			예상 수익성 도달시점	
발표 시점	1차(19년 4월)	20년 12월 실가입자	2차(20년 12월)	1차	2차
디즈니+(Hotstar)	60-90	87	230-260	FY24	FY24
훌루	40-60	39	50-60	FY23~FY24	FY23
ESPN+	8-12	12	20-30	FY23	FY23
합산	110-170	137	300-370		

자료: TWDC, 하나금융투자

표 2. 넷플릭스 장기공급계약 현황

공급자	계약 체결일	계약 기간	계약 편수	상세
스튜디오드래곤/CJ ENM	19/11/21	20년부터 3년간	21편 이상	(오리지널)콘텐츠 제작 및 방영권 판매
제이콘텐트리/JTBC	19/11/25	20년 상반기부터 3년간	20편 이상	JTBC 프라임타임 방영작 20편
바른손	20/11/30	23년말까지 3년간	6편	OTT(넷플릭스) 콘텐츠 제작 공급계약

자료: 공시 및 언론 보도, 하나금융투자

(3) 그리고 무엇을 바꿀 것인가?

티빙의 가입자 목표 및 이를 위한 오리지널 제작은 탈(脫) 넷플릭스 선언에 가깝다. 그리고, 이미 산업의 높은 텐션은 확인되고 있다. 넷플릭스는 2월 'See What's Next Korea 2021' 개최를 통해 역대 최고인 5,500억원의 투자 금액을 발표했는데, 이런 국가별 투자금액 발표는 글로벌에서 아예 찾아보기 힘들다. 그만큼 한국 컨텐츠에 대한 중요성을 또 한번 강조했으며, 경쟁사 대비 적극적인 투자 의지를 보여준 것이다.

넷플릭스가 지난 5년간 한국에서 실행한 전략은 엄청난 성공을 거두었다. 제작비 $5,000만의 영화 〈옥자〉, 회당 제작비 20억원 수준의 드라마 〈킹덤〉 등 텐트폴을 통해 가입자를 모아 왔다. 그리고, 컨텐츠의 흥행은 한국 및 최소 아시아/중동 가입자 성장으로 이어졌으며, 최근에는 미국 및 글로벌에서도 엄청난 성과를 내고 있다. 글로벌 대비 가성비가 너무 높은 한국 드라마들의 OTT향 편수 및 제작비 증가는 당연한 수순이고, 이는 남미 제작 산업 부흥의 시초였던 드라마 〈나르코스〉 이후의 성장 과정을 그대로 따라가고 있다.

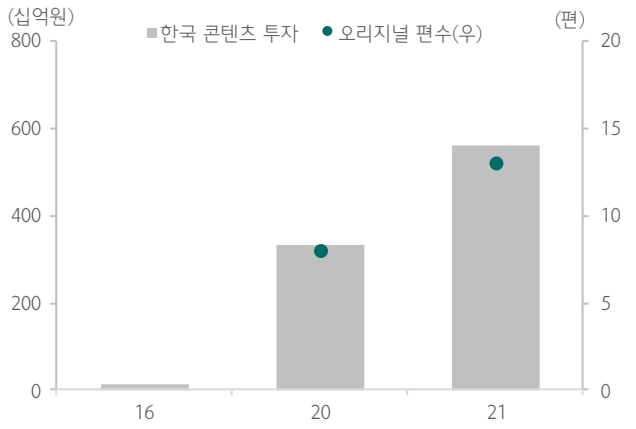
하지만, OTT 산업의 후발 참여자(혹은 경쟁자)들은 실탄이 많아도 너무 많은 디즈니+/애플 TV+/HBO Max 등이고, 이들은 넷플릭스의 성공 방정식을 그대로 따라할 것이다. 즉, 향후 2~3년간 한국에서 가장 큰(혹은 넷플릭스보다 더 큰) 제작비를 투입한 드라마 제작을 통해 한국 및 아시아 가입자를 확보할 것이다.

그런데, 가장 큰 문제는 작년까지 텐트폴 및 흥행 성과가 좋았던 작품들이 대부분 CJ 계열 작품들(스위트홈, 더 킹, 사랑의 불시착(이상 스드), 슬기로운 의사생활(ENM))이고, CJ ENM이 자체 OTT인 티빙의 오리지널 강화 전략을 추진한다는 점이다. 2020년 기준으로 티빙 연합인 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 넷플릭스 동시 방영 드라마는 합산 15편으로 전체 18편 중 83%로 압도적이다. 편당 100억원만 가정해도 연간 한국 투자비(약 3,300억원)의 절반이다. 이들 없이는 퀄리티 높은 드라마들의 수급에 차질이 크기 때문에 티빙 오리지널 강화 전략에도 불구하고 CJ는 반드시 협상의 대상이 될 수 밖에 없다.

티빙 오리지널 전략은 2년 후 어떤 과정을 거치든 반드시 하나의 결과로 나타날 것으로 예상한다. 가입자 확보 노력이 완전히 실패한다 해도 넷플릭스는 선제적으로 작년에 성과를 보여줬던 팬엔터(청춘기록, 동백꽃 필 무렵), 삼화네트웍스(쌍갑포차), 쇼박스(이태원클라쓰), 혹은 그 이전 에이스토리(킹덤), NEW(보좌관), 키이스트(하이에나) 등 중견 제작사들에게 '제작사 마진'을 상향해주면서 최대한 많은 우군을 확보할 것이고, 역설적으로 2022년까지 넷플릭스와 계약되어 있지 않은 제작사들의 컨텐츠 가격 인상으로 이어질 것이다.

만약 티빙이 의미 있는 가입자를 빠르게 확보한다면 2023년 넷플릭스와의 재협상은 컨텐츠 가격의 퀀텀 점프로 나타날 것이고, 모든 드라마들의 협상 기준점이 될 것이다. 가격이 아무리 올라봐야 회당 제작비 100억원대가 수두룩한 글로벌 대비 여전히 30~50% 수준에 불과하다. CJ의 티빙 오리지널 전략이 향후 3년 간 한국 드라마 제작 산업의 판매 증가 및 가격 인상 싸이클이라는 긍정적인 현상으로 이어질 가능성을 높게 판단하는 이유다.

그림 5. 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자 금액과 오리지널 추이

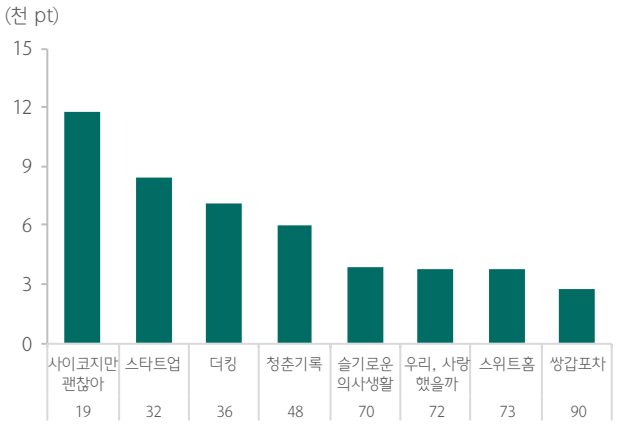


자료: 언론, 하나금융투자

그림 6. 넷플릭스의 2021년 5,500억원 투자 결정 발표

자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. 2020년 한국 드라마의 넷플릭스 내 글로벌 순위



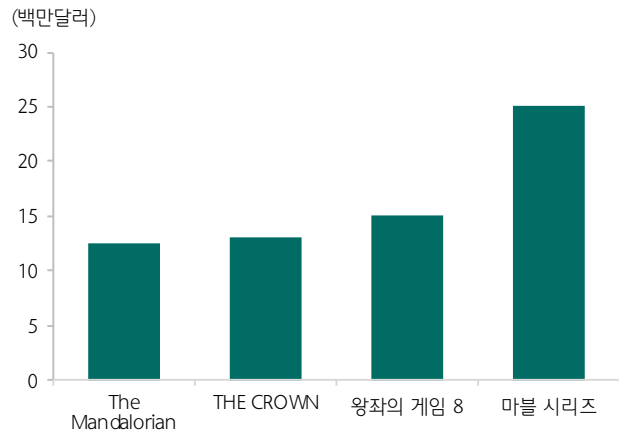
자료: Flixpatrol, 하나금융투자.

그림 3. 2020년 넷플릭스 동시 방영 한국 드라마

채널	타이틀	채널	타이틀
tvN	사랑의 불시착	SBS	더 킹: 영원의 군주
tvN	하이바이, 마마	SBS	하이에나
tvN	슬기로운 의사생활	KBS	도도솔솔라라솔
tvN	싸이코지만 괜찮아	JTBC	이태원클라쓰
tvN	비밀의 숲2	JTBC	쌍갑포차
tvN	청춘기록	JTBC	우리, 사랑했을까
tvN	스타트업	JTBC	사생활
OCN	루갈	JTBC	런 온
OCN	경이로운 소문	카카오TV	도시남녀의 사랑법

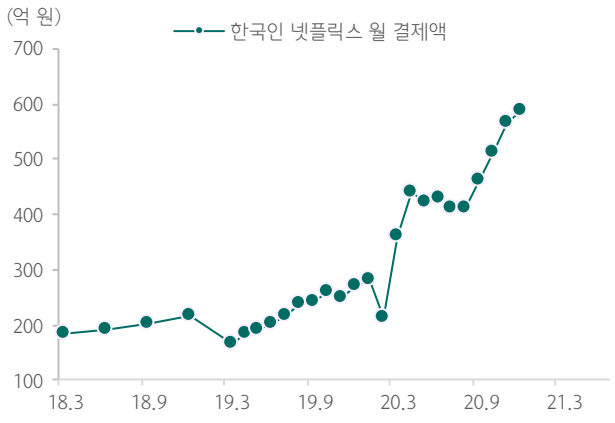
자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 8. 글로벌 텐트폴 드라마의 회당 제작비 규모



자료: 언론, 하나금융투자

그림 9. 한국인의 넷플릭스 월 결제액 추이



자료: 언론, 하나금융투자

2. 향후 3년 내 나타날 산업의 변화

1) 중견 제작사들은 최소 연간 2개 이상의 IP를 확보할 것

불과 1년 전만해도 OTT향 판매는 넷플릭스/웨이브가 전부였지만, 이제는 디즈니+/HBO Max/Apple TV+/아이치이/유쿠/텐센트 비디오/쿠팡 플레이/카카오TV 등과 논의 하고 있기에 시장 논리에 따라 당연히 가격이 인상되고 있다. 최근 언론 보도를 통해 2022년 라인업까지 공개하는 있는데, 이미 해외 OTT들과의 IP 확보를 전제로 한 것이자 국내 편성이 안되더라도 충분한 수익이 보전되는 조건부 계약이 이뤄지고 있다는 증거다. IP 확보는 매력적인 작품에 한해 서겠지만, IP 확보 시 GPM은 약 30% 내외인데, 단순 외주 제작은 10%에 불과하다. 중견 제작사들이 어떤 드라마를 만들지는 너무 뻔하다. 에이스토리는 당장 2021년부터 IP를 최소 2개 이상 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

다만, 이들 제작사들은 그 동안 외주 제작 시스템이라는 한계로 한한령 이전 잠깐을 제외하면 제대로 수익을 내 본적이 없다. 즉, 동시에 IP 확보 드라마 2편 제작을 위해서는 최소 200억원 이상의 운전자본이 필요할 것이고, 이를 위해 CB 발행이나 자사주 매각과 같은 자금 확보 노력들이 나타날 수 있다. 외주 제작사는 1조원 규모의 드라마를 제작해도 자기 자본이 필요 없지만, 자체 IP를 보유했다면 200억원 규모의 작품도 자체 운전 자본이 필요하기에 해당 이벤트들은 필연적으로 발생할 가능성이 높고 긍정적으로 해석할 필요가 있다.

그림 10. 국내외 OTT 경쟁 격화

자료: 하나금융투자

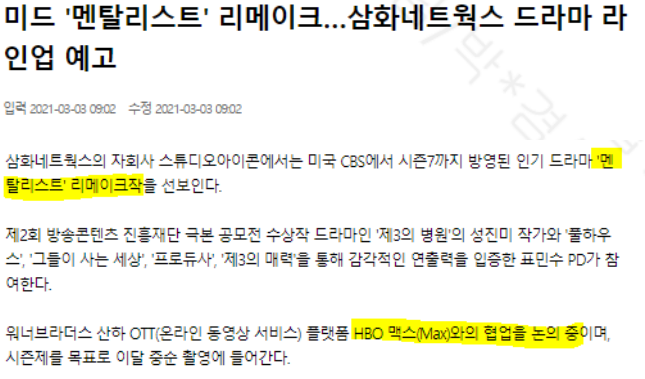
그림 11. 에이스토리의 주요 작품 수익 구조 변화

자료: 에이스토리, 하나금융투자

그림 12. 애플TV+/디즈니+의 한국 오리지널 확정 뉴스

자료: 언론, 하나금융투자.

그림 13. 삼화네트웍스-HBO Max 시즌제 드라마 협의 중

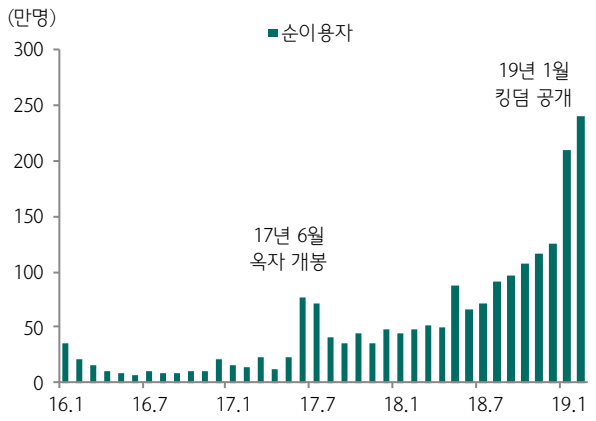


자료: 언론, 하나금융투자

2) 텐트폴 제작비는 700억원도 충분히 가능할 것

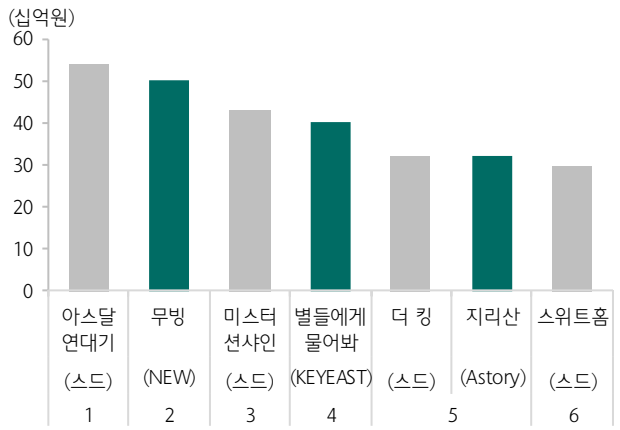
넷플릭스가 2015년 $5,000만 규모의 〈옥자〉, 회당 20억원 규모의 드라마 〈킹덤〉을 제작하면서 20220 말 기준 380만명 가입자 확보했다. 타 OTT들도 넷플릭스의 해법을 그대로 따라할 것이다. 즉, 대작 중심의 수급을 통해 가입자를 빠르게 확보할 것이다. 2015년 $5,000만 규모의 영화를 제작했는데, 시즌제가 아닌 한국 드라마가 해외에서는 한편의 장편 영화로도 인식된다는 점을 감안할 때 〈옥자〉 이후 이미 7~8년이 지난 향후 2년 내에는 최소 700억원 이상 작품들이 제작될 가능성이 매우 높을 것으로 추정된다. 올해도 캡티브 제작사가 아닌 NEW가 가장 큰 드라마이자 역대 2위 규모인 〈무빙〉, 키이스트가 2번째이자 역대 4위인 〈별들에게 물어봐〉를 제작할 계획이다. 〈킹덤〉이라는 엄청난 레퍼런스를 보유한 에이스토리 역시 〈지리산〉 보다 더 큰 대작을 수주할 가능성이 기대된다.

그림 14. 넷플릭스의 대표 오리지널 공개와 순이용자 추이



자료: 닐슨, 하나금융투자

그림 15. 국내 텐트폴 드라마 총 제작비 순위



자료: 언론 종합, 하나금융투자

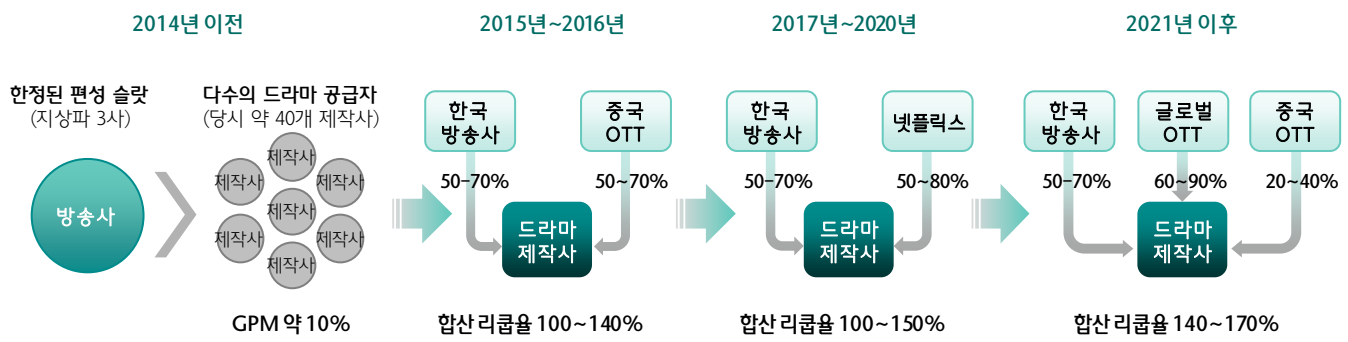
Analyst 이기훈 02-3771-7722

3) IP 확보 텐트폴 작품의 GPM은 최소 50% 수준까지 상승할 것

2014년까지는 '방송사 〉 제작사'라는 헤게모니 때문에 1년에 4편은 찍어야 겨우 BEP가 가능했다. 그러나, 2014년 〈별에서 온 그대〉가 중국에서 유례 없는 흥행으로 2015년~2016년 제작사들은 IP를 확보해 중국향 판매 이익이 가파르게 증가했고, 수 많은 중국 기업들의 지분 투자도 이뤄졌다. 한한령 이후 이익 체력은 다시 과거로 돌아갔지만, 곧 글로벌 OTT 넷플릭스가 등장했다. 다만, 캡티브를 바탕으로한 안정적인 다작 공급 뿐만 아니라 S급 작가/감독들을 보유한 이점으로 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리가 넷플릭스와 판매 및 IP를 사실상 과점하면서 넷플릭스 한국 진출 수혜는 양사에 국한되었다.

그러나, 2020년 4분기부터 빠르게 달라지고 있다. 2015~2016년이 중국, 2017~2020년이 넷플릭스가 주요 판매처였다면, 이제는 글로벌 OTT와 중국에 동시에 판매되는 등 IP를 최대한 쪼개서 다양한 곳에 판매하고 있다. 중국의 경우 한한령 이전 수준이 유지되고 있다면 글로벌을 포함한 리쿱율은 70~120%(아이치이 오리지널 기준), 중국 선 판매는 30~40%, 후 판매는 20%, 구작은 10% 내외로 추정하고 있다. 즉, 중국 OTT향 판매가 이뤄졌을 때 최선을 가정한다면 170%(에이스토리는 미디어커머스가 플러스 알파) 이상, 최소를 가정해도 140% 수준의 리쿱율이 예상된다. 즉, IP 확보 텐트폴 작품들의 GPM이 50%에 근접 혹은 상회할 것이다. IP 확보 작품들은 텐트폴이라는 당연한 가정 하에서 200억원 규모의 작품 2개만 편성해도 연간 200억원의 매출총이익이 가능할 것이다.

그림 16. 드라마 제작사의 수익 구조 변화



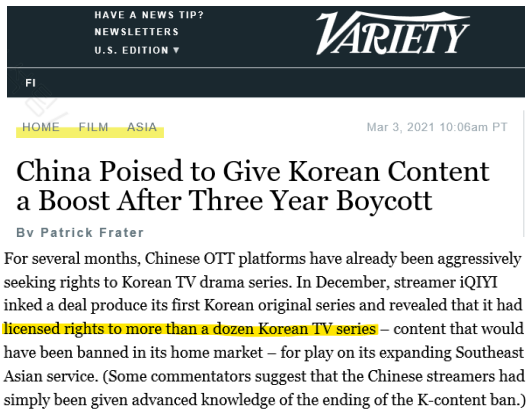
자료: 하나금융투자

4) 외신 보도로 확인된 중국향 OTT 판매는 이미 최고 수준

3월 외신 보도를 통해 아이치이는 이미 12개 한국 드라마 라이센스를 확보했다고 발표했다. 작년 12월부터 적극적으로 협상했으며, 중국에서 방영이 불가능해 동남아 지역으로 우회해서 방영하고 있다. 또 다른 외신에서는 엑소 멤버 세훈 주연의 중국 영화 〈캣맨(아애묘성인)〉이 3월 14일 개봉한다고 밝혔다. 〈캣맨〉은 2016년 크랭크업했던 영화로 5년만에 극장 상영 허가를 받아낸 것이 고무적이며 극장과 함께 텐센트 비디오를 통해 공개된다. 이에 따라 박민영 주연의 〈금의야행〉, 크리스탈 주연의 〈필업계〉등 한한령 영향으로 개봉되지 못했던 작품들의 개봉 가능성이 현지에서 제기되고 있다.

구작 뿐만 아니라 최신작 기준으로는 넷플릭스를 통해 개봉한 〈승리호〉도 중국 개봉을 추진중이며, 메가박스㈜플러스엠이 배급하는 황정민/현빈 주연의 〈교섭〉도 중국 판매를 위해 바이어와 논의 중으로 알려져 있다. 〈교섭〉의 경우 아직 국내 미방영작임에도 콕 집어서 해당 작품의 동시 개봉 가능성이 제기되고 있다. 텐센트가 출자한 법인이 JTBC스튜디오 3자 배정 유증에 참여한 이후 나온 뉴스임을 상기할 필요가 있다. 한한령이 완화 될지는 모르겠지만, 한한령 완화 이후 기대할 수 있는 결과(아이치이/유큐/텐센트의 컨텐츠 수급)들은 이미 역대 최고 수준으로 확인되고 있다. 판단은 각자의 몫이다.

그림 17. 아이치이는 한국드라마 오리지널 계약 및 12개 라이선스 확보


HAVE A NEWS TIP?
NEWSLETTERS
U.S. EDITION ▾
VARIETY
FI
HOME FILM ASIA
Mar 3, 2021 10:06am PT

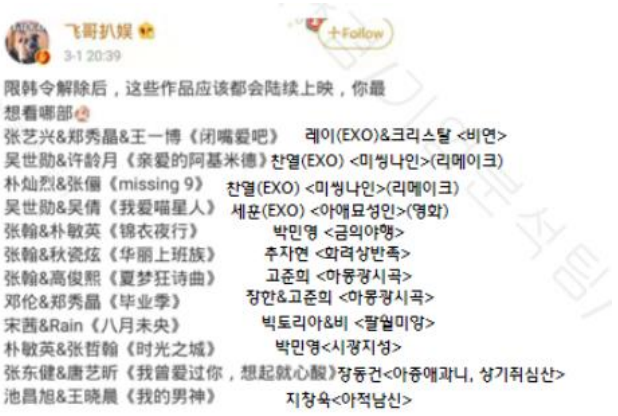
China Poised to Give Korean Content a Boost After Three Year Boycott

By Patrick Frater

For several months, Chinese OTT platforms have already been aggressively seeking rights to Korean TV drama series. In December, streamer iQIYI inked a deal produce its first Korean original series and revealed that it had licensed rights to more than a dozen Korean TV series – content that would have been banned in its home market – for play on its expanding Southeast Asian service. (Some commentators suggest that the Chinese streamers had simply been given advanced knowledge of the ending of the K-content ban.)

자료: 언론, 하나금융투자

그림 18. 3/14일 <캣맨> 개봉&한한령 미방영작 방영 가능성 언급 중


飞哥扒娱
3-1 20:39
+Follow
限韩令解除后，这些作品应该都会陆续上映，你最想看哪部
张艺兴&郑秀晶&王一博《闭嘴爱吧》 레이(EXO)&크리스탈 <비연>
吴世勋&许龄月《亲爱的阿基米德》찬열(EXO) <미씽나인>(리메이크)
朴灿烈&张俪《missing 9》 찬열(EXO) <미씽나인>(리메이크)
吴世勋&吴倩《我爱喵星人》 세훈(EXO) <아애묘성인>(영화)
张翰&朴敏英《锦衣夜行》 박민영 <금의야행>
张翰&秋瓷炫《华丽上班族》 추자현 <화려상반족>
张翰&高俊熙《夏梦狂诗曲》 고준희 <하몽광시곡>
邓伦&郑秀晶《毕业季》 장한&고준희 <하몽광시곡>
宋茜&Rain《八月未央》 빅토리아&비 <팔월미앙>
朴敏英&张哲翰《时光之城》 박민영<시광지성>
张东健&唐艺昕《我曾爱过你，想起就心酸》장동건<아증애과니, 상기취심산>
池昌旭&王晓晨《我的男神》 지창욱<아적남신>

자료: QQ, 하나금융투자

그림 19. 제이콘텐트리 유상 증자에 텐센트 자회사 참여(7.3%)

[제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등]

제3자배정 대상자	회사 또는 최대주주와의 관계	선정경위	증자결정 전후 6월 이내 거래내역 및 계획	배정주식수 (주)	비고
샤오홍징스 유한회사	-	회사의 경영목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	18,693,919	한국예탁결제원 1년간 보호예수
Acsville Pte. Ltd.	-	회사의 경영목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	6,231,307	한국예탁결제원 1년간 보호예수

자료: Dart, 하나금융투자

그림 20. 스튜디오드래곤은 2021년 IQIYI향 3편 판매 공개

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

5) 결론: 운과 실력이 겹친 산업의 최소 3년 상승 싸이클의 시작점

중견 제작사들의 실력은 좋다. 에이스토리만 보더라도 최근 〈시그널〉, 〈킹덤〉 등을 제작했지만, 외주 제작 시스템의 한계로 IP 확보가 힘들어 실력과 비례한 이익을 내기 쉽지 않았다. 그러나, 1) 코로나19로 글로벌 OTT들의 가입자가 모두 폭증한 가운데, 2) 하필이면 코로나19 몇 달 전에 스튜디오드래곤/제이콘텐트리가 넷플릭스와 장기 공급계약을 맺었으며, 3) 스위트홈/승리호가 글로벌 흥행으로 이어졌고, 4) 이에 디즈니+/Apple TV+/HBO Max가 한국 컨텐츠를 수급 하려는 가운데 5) 한한령 완화 무드로 예상치 못했던 중국 OTT들마저 적극적으로 수급하고 있는데, 6) 작년 넷플릭스향 동시 방영 드라마 18편 중 15편을 판매한 티빙 연합(스드/제이콘)이 넷플릭스 의존도를 줄이기 위해 티빙 오리지널 전략을 강화하는 엄청난 일들이 겹쳐서 발생한 것이 불과 지난 1년 사이의 일들이다.

전술한 실력과 운이 겹치면서 글로벌 OTT들은 레퍼런스가 높은 중견 제작사들을 우군으로 영입하기 위한 수급 경쟁을 벌이고 있으며, 이는 1) IP 확보와 2) '제작사 마진' 보장(혹은 상향)이라는 결과로 나타나고 있다. 편성 이후 조연/스태프 섭외 등의 과정까지 3~6개월 정도 소요된다는 점에서 넷플릭스 외 OTT로 판매된 IP 확보 작품들이 3월부터 촬영에 들어가면서 뉴스 혹은 공시로 다 확인될 것이다. 특히, 한국-글로벌 OTT-중국이라는 가장 이상적인 수급 현상이 나타나고 있어 모두 사상 최대의 이익 싸이클이 예상된다. 여기까지만 봐도 여전히 저평가된 산업이 보일 것이다. 그리고, 가장 마지막 질문을 던진다. 한한령 완화와 중국향 OTT 판매는 같은 단어일까? 그렇다면, 한한령 완화 시 컨텐츠 산업의 적정 P/E는 얼마라고 생각하는가? 각자의 판단이겠지만, 2016년을 떠올려보면 30배(스튜디오드래곤 대비 50% 할인)는 충분히 가능할 것(+ 중국향 EPS)이다. 스튜디오드래곤과 넷플릭스의 재협상 결과가 반영될 최소 2023년까지 3년 우상향 싸이클을 전망한다.

중견 제작사들인 에이스토리, NEW, 키이스트, 삼화네트웍스, 팬엔터 등의 바스켓 매수 및 중장기 투자를 추천한다. 펀더멘털이 가장 좋은 제작사는 미디어커머스라는 알파가 있는 에이스토리이며, 이익 체력 대비 가장 저평가된 제작사는 삼화네트웍스다. 영화 부문에 강점이 있는 NEW도 주목해야 한다. 에이스토리의 〈지리산〉 공시 이후 매달 좋아지고 있는 업황이 체감될 정도인데, 현 시점 기준으로도 이익 체력이 가장 낮은 중견 제작사들의 연말 기준 최소 시가총액은 4,000억원(순익 150억원 *25배)에 근접할 것으로 예상한다.

표 4. 중소형 제작사 실적/편성 추이와 현재 시가총액 -21년과 22년은 최소 예상 영업이익 기준 (단위: 십억원)

	매출액			영업이익					시가총액
	18	19	20	18	19	20*	21F	22F	
에이스토리	46.4	28.2	22.1	1.2	(1.1)	(0.4)	25	30	338
NEW	161.2	149.2	140.8	(10.6)	(8.2)	(1.9)	6	25	300
키이스트	103.7	100.3	48.1	(2.4)	(1.5)	1.7	7	20	268
팬엔터테인먼트	13.2	40.2	*16.0	(0.7)	1.1	*1.9	8	20	187
삼화네트웍스	12.6	54.2	29.3	(3.8)	0.2	(0.2)	13	20	187

자료: 언론보도 및 각사, 하나금융투자

주: * 펜엔터는 3Q20 누적 기준, ** NEW는 드라마 제작만 추정, ***중국 본토 방영 가능성 배제& IP 확보 2개 이상 가정

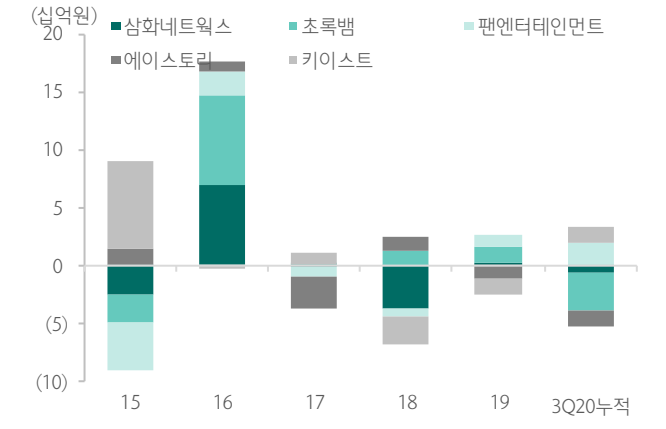
Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 5. 주요 중소형 제작사별 드라마 라인업

제작사	21년	22년
에이스토리	<지리산(전지현/350억원)>, <빅마우스(장영철/정경순 작가)>, <이상한 변호사 우영우(문지원 작가)>	<지리산>보다 큰 텐트폴 or <킹 오브 실크로드>
NEW	<어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다(박보영)> <악마판사(지성)> <너와 나의 경찰수업(강다니엘)>	<무빙(조인성/500억원)>, <굿보이(이대일 작가)>, <해시의 신루(윤이수 작가)>, <액티비스트(신재형 작가)> 등
키이스트	<경이로운 구경이(이영애)>, <한 사람만(문정민 작가)>, <일루미네이션(정세랑 작가)>	<별들에게 물어봐(400억원)> + 2차 라인업 발표 예정
팬엔터테인먼트	<오케이 광자매(문영남 작가)>, <라켓 소년단(정보훈 작가/넷플릭스 동시 방영)> <진수완(해품달) 작품>	<임상춘(동백꽃/쌈마이웨이) 작품> , <국민사형투표(다음 웹툰)>, <박경수(추적자/펀치) 작품>, <조성희(서른이지만 열입곱입니다) 작품>
삼화네트웍스	<지금, 헤어지는 중입니다(송혜교)>	<멘탈리스트(HBO Max 시즌제 논의)>, <어게인 마이 라이프(카카오페이지)>, <금수저(네이버웹툰)>

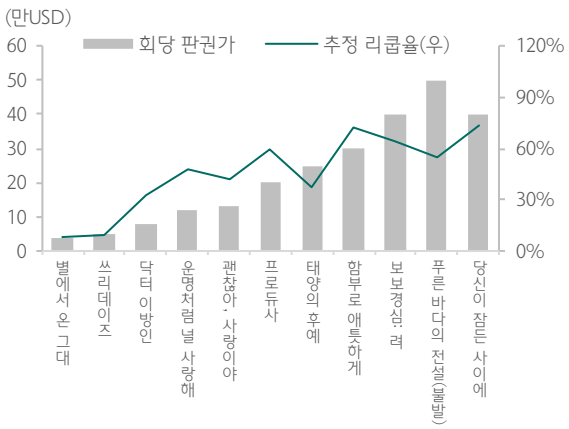
자료: 언론 보도 종합 및 당사 추정, 하나금융투자

그림 21. 중소형 드라마 제작사 영업이익 추이



자료: 각사, 하나금융투자.

그림 22. 중국향 드라마 리큅율 추이



자료: 언론, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

3. 중견 제작사별 현황

1) 에이스토리 – 2021년 최소 예상 OP는 250억원 + 중국향 미디어 커머스

올해 제작 편수는 약 4편이다. 외주 제작은 〈바람 피면 죽는다〉(0.5편)뿐이며, 아이치이 글로벌/스튜디오드래곤으로 판매된 이응복 감독/김은희 작가의 〈지리산〉이 진행율로 인식된다. 상반기는 국내/해외 판매 이익만, 하반기 방영 시점(9월 혹은 10월)에는 PPL/OST 등의 부가 판권이 인식된다. 이 외에도 문지원 작가의 〈이상한 변호사 우영우〉, 장영철/정경순 작가의 〈빅 마우스〉 모두 IP를 확보한 작품으로 준비하고 있다. 2편 모두 연내 편성이 가능하다는 가정하에 올해 유일하게 3편의 IP를 확보한 제작사가 된다. 이 외에 SNL 코리아 및 시트콤 1편 등이 플랫폼으로 방영될 계획이다.

미 확정된 2편의 제작비 규모를 각각 150억원, GPM 30% 내외로 가정할 때 연간 300~350억원 내외의 매출총이익이 예상된다. GPM 30%는 〈하이에나〉, 〈청춘기록〉, 〈스위트홈〉 등이 이미 작년에 기록한 수준이다. 〈킹덤〉부터 〈지리산〉까지 중견 제작사 중에서는 언제나 가장 빠르게 성장하고 있다. 최근 연달아 엄청난 흥행을 보여주고 있는 박재범 작가(열혈사제, 빈센조 등)의 차기작이 〈지리산〉 보다 더 큰 규모로 진행될 가능성이 높으며, 아니더라도 IPO 당시부터 준비 중인 IP인 〈킹 오브 실크로드〉가 역대 최대 규모의 제작비가 투입될 작품이 될 가능성이 있다. 올해 예상 실적도 매우 좋지만, 향후 3년을 봤을 때 올해가 실적 관점에서 가장 저점이다.

그림 23. 2021년 에이스토리 드라마 라인업

자료: 에이스토리, 하나금융투자.

그림 24. 장영철/정경순 작가의 전 작품 -<기황후>, <배가본드>

자료: 언론, 하나금융투자
주: 각각 최종회 시청률 29%, 13%

에이스토리는 단순히 IP를 확보한 드라마 뿐만 아니라 지난 1월 아이엠폼과 미디어 커머스 사업을 위한 합작법인 AIMC를 설립하면서 미디어 커머스 사업에 대한 플러스 알파가 기대된다. 아이엠폼은 2015년 설립된 핀테크 기업으로 주요 고객사는 롯데/현대/신세계 등 대부분의 유통사와 청와대국민청원 시스템의 개발/운영을 담당하고 있다. 2018년부터 미래에셋과 글로벌 결제 부문에 협력하면서 2020년에 텐센트랑 3자 계약을 진행해 위챗 미니 프로그램(연간 거래금액 약 340조원) 서비스인 '슛 페이'를 개발/운영하고 있다. 참고로, 아이엠폼은 텐센트의 23개 결제 대행사이자, 4개의 광고 수권사이자 국내 유일한 개발수권사이다. 즉, '슛 페이'를 통해 직구 결제 시 반드시 결제 수수료가 발생할 수 밖에 없는 길목 사업자라고 생각하면 쉽다.

양 사업자가 영위하는 미디어 커머스의 대략적인 수익 모델은 간단하다. 예를 들면, 에이스토리가 제작하는 〈지리산〉의 주연 전지현씨가 입고 나오는 등산복을 위챗 페이 미니 프로그램으로 판매하고, 관련 매출 및 결제에 대한 수수료를 AIMC로 인식하는 것이다. 드라마 뿐만 아니라 예능 등 모든 컨텐츠들의 PPL을 최대한 판매할 것으로 예상되며, 한한령이 완화된다면 모든 제작사 중 가장 큰 폭발력을 기대할 수 있다. 〈별에서 온 그대〉의 주연으로 중국 내 한류 붐의 시작을 만들었던 '전지현 파워'를 기대한다.

그림 25. IMFORM-텐센트-미래에셋의 슛페이 개발

자료: 아이엠폼, 하나금융투자.

그림 26. 중국 현지 위챗 미니프로그램(샤오청쉬) 현황

자료: 아이엠폼, 하나금융투자

그림 27. 텐센트의 개발, 결제, 광고 동시 수권/대행사는 IMFORM 뿐

자료: 아이엠폼, 하나금융투자.

그림 28. 아이엠폼의 텐센트 비즈니스 레퍼런스

자료: 아이엠폼, 하나금융투자

2) NEW – 2022년 예상 OP는 최소 250억원. 첫 디즈니+ 편성 가능성

올해 편성은 3편으로 추정되는데, 이 중 〈어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다〉, 〈악마판사〉 등 2편이 TVN, 강다니엘 주연의 〈너와 나의 경찰 수업〉이 디즈니+ 오리지널로 협의 중이라는 언론 보도가 있었다.

올해보다는 내년이 상당히 좋은데, 글로벌 OTT향으로 500억원의 제작비가 투입될 대작인 〈무빙〉은 강풀 원작(이자 작가)으로 박인제 감독(킹덤 2)과 조인성/한효주 주연이 확정되었다(하반기 촬영, 내년 상반기 편성 가정). 이 정도 패키징과 이미 제작비가 확정된 것에 유추해 볼 때 넷플릭스의 〈스위트홈〉보다 더 좋은 수익 구조가 기대된다. 이 외에도 이대일 작가의 〈굿보이〉, 윤이수 작가의 웹소설 원작 〈해시의 신루〉, 신재형 작가의 〈핵티비스트〉 등을 제작 예정이라고 밝혔다. 여기까지 4편만 2022년 편성이 확정되어도 컨센서스영업이익인 195억원을 충분히 상회한 250억원 이상도 가능할 것으로 예상하는데 이는 무빙을 포함해 IP를 2개 확보했다는 가정이다. 이 외에 '사랑한다고 말해줘' '굿파더' '기기괴괴' '굿바이 사돈' '이혼의 모든 것' '정확한 사랑의 실험' 등의 준비 중인 라인업까지 모두 공개했다. 영화 부문의 잠재력(극장 및 OTT 판매)까지 감안하면 더 높은 업사이드를 기대할 수 있다.

그림 29. NEW 콘텐츠 라인업

자료: NEW, 하나금융투자

그림 30. 강풀 원작/극본의 <무빙(조인성/한효주)>, 제작비 500억원

자료: 언론, 하나금융투자

그림 31. 디즈니+의 <너와 나의 경찰수업> 오리지널 확정

자료: 언론, 하나금융투자

그림 32. <해시의 신루> 윤이수 작가- <구르미..> 원작자

자료: 언론, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

3) 키이스트 – 2022년 예상 OP는 최소 200억원. 역대 제작비 4위 작품 제작

언론을 통해 발표된 2020년 1차 드라마 라인업은 4편으로 〈별들에게 물어봐〉, 〈경이로운 구경이〉 등 2편을 IP 보유 작품으로 준비하고 있다. 〈일루미네이션〉은 SM 아티스트들이 나오는 케이팝 드라마로, 작품의 특성(무대 제작비, 음원 확보 등) 등을 감안할 때 회당 제작비 규모가 〈스위트홈〉을 넘어설 가능성이 높아 오리지널 편성 가능성이 높다. 뉴스에서 주목해야 할 단어는 '1차 라인업'으로, 아마 하반기 제작, 내년 상반기 편성 예정인 작품들의 2차 라인업이 추가로 나올 것이다.

〈별들에게 물어봐〉는 하반기 제작, 2022년 상반기 편성으로 예상되며 전작에서 20% 대 시청률을 기록한 〈서숙향〉작가의 우주를 배경으로 한 로코물로 400억원대의 대작이다. 올해 제작 기준으로는 NEW의 〈무빙〉 이후 2번째로 비싼 작품이다. 편성은 미정이나 글로벌 OTT향 판매를 논의 중인 점을 감안하면 역시 넷플릭스 외 OTT 편성 및 상당한 수준의 수익성(30% 이상)을 이미 확보했을 가능성이 높으며, '400억원 이상'이라는 표현을 감안했을 때 경우에 따라 500억원 이상의 대작이 될 가능성도 있어 보인다. 〈별들에게 물어봐〉 포함 2편의 IP 확보를 가정하고, 모회사인 SMEJ로 일본 적자 사업부인 Stream Media Corp(SMC)가 흡수 합병되면서 수익 구조가 크게 개선된 상황이기에 2022년 이익 레벨은 최소 200억원에서 300억원까지도 가능한 수준으로 추정된다.

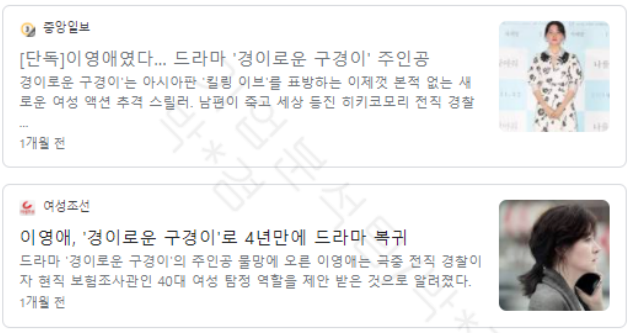
그림 33. 키이스트 콘텐츠 라인업

자료: 키이스트, 하나금융투자

그림 34. 서숙향 작가 전작 – <질투의 화신>, <파스타>

자료: 언론, 하나금융투자
주: 각 드라마의 최종 시청률은 17%, 21%

그림 35. 이영애 주연의 <경이로운 구경이>



자료: 언론, 하나금융투자

그림 36. 정세랑 소설 원작 넷플릭스 오리지널 – <보건교사 안은영>

자료: 넷플릭스, 하나금융투자

4) 팬엔터테인먼트 – 2022년 예상 OP는 200억원 내외

올해 제작 편수는 약 5편이다. 3월 방영 예정인 주말극 〈오케이 광자매〉(초록뱀 공동 제작), 백미경 작가/조성희 작가들의 작품들이 대기하고 있다. 올해 IP를 확보한 드라마는 〈라켓소년단〉으로 5월 SBS와 넷플릭스에서 동시 방영될 예정이다. 〈라켓소년단〉만으로도 2010년 이후 사상 최고 수준의 영업이익(약 80억원 내외)이 예상된다.

2022년 이익 레벨은 또 한번 최대가 예상된다. 주요 라인업으로는 〈펀치〉의 박경수 작가, 〈해를 품은 달〉/〈킬미 힐미〉의 진수완 작가, 그리고 〈쌈, 마이웨이〉/〈동백꽃 필 무렵〉의 임상춘 작가 등 흥행 레퍼런스가 가장 좋은 작가들의 작품들이 준비하고 있다. 최근 업황을 감안하면 해당 작품들 중 최소 2개의 IP 확보(임상춘 작가는 가능성 매우 높음)가 가능한 것으로 추정되며, 웹툰 기반의 〈국민사형투표〉까지 편성이 가능하다면 4작품 합산 2022년 예상 영업이익은 최소 200억원이 가능할 것으로 예상한다. 최근 〈동백꽃 필 무렵〉/〈청춘기록〉 등이 넷플릭스에서 연달아 흥행에 성공하면서 다양한 글로벌 OTT들과 긍정적인 협상이 진행 중인 것으로 파악된다.

그림 37. <라켓소년단(정보훈 작가)>은 넷플릭스 판매&SBS 편성 완료

자료: 언론, 하나금융투자

그림 38. 박경수 작가/진수완 작가 흥행 레코드

자료: 언론, 하나금융투자
주: 각각 최종회 시청률은 15%, 42%

그림 39. 임상춘 작가 주요 전작 – <쌈, 마이웨이>, <동백꽃 필무렵>

자료: 언론, 하나금융투자
주: 각각 최종화 시청률은 11%, 24%

그림 40. 보유 웹툰IP – <국민 사형 투표>, <악의는 없다>

자료: 다음웹툰, 네이버웹툰, 하나금융투자

5) 삼화네트웍스 – 2021년/22년 예상 OP는 최소 130억원/200억원. 첫 HBO Max 편성

언론을 통해 4편의 제작을 발표 했으며, 이 중 2편이 올해 편성될 것으로 예상된다. 첫 번째는 국내 첫 HBO Max 편성 가능성이 높은 〈멘탈리스트〉로 미국 동명의 원작을 리메이크 한다. 박시후/이시영 주연으로 해당 작품이 미국에서 시즌7까지 방영되었기에, 한국에서도 시즌제를 목표하고 있다. 3월 중순 촬영, 하반기 편성 예정이다. 두 번째는 〈지금, 헤이지는 중입니다〉로 〈미스티〉의 제인 작가, 〈낭만닥터 김사부〉의 이길복 감독, 그리고 송혜교 주연의 패키징과 IP 확보도 되었다는 점에서 상당히 좋은 수익구조가 예상된다. 2편 합산 만으로도 매출/영업이익이 각각 사상 최대인 600억원/130억원에 근접할 것으로 예상된다.

삼화네트웍스는 100% 자회사인 스튜디오아이콘을 설립했는데, 이런 산업의 변화가 있기 전부터 자체 IP 확보를 통한 수익성 개선을 오래전부터 목표한 만큼 2022년에도 IP 확보 드라마가 상당히 많을 것으로 예상된다. 카카오페이지 원작인 〈어게인 마이 라이프〉, 네이버 웹툰 원작인 〈금수저〉가 하반기 촬영으로 두 작품 모두 IP가 확보된 것으로 추정되며, 내년 상반기 편성이 예상된다. 여기에 〈쌍갑포차〉의 하윤아 작가, 〈굿캐스팅〉의 박지하 작가, 〈꼰대인턴〉의 신소라 작가, 〈거짓말의 거짓말〉의 김지은 작가가 2021년 하반기~2022년 상반기 제작을 목표하고 있다. 2022년 4편 편성 및 최소 3편(2편의 웹툰 IP확보 및 멘탈리스트 시즌제)의 IP 확보 감안 시 매출/영업이익은 각각 800억원/200~250억원으로 예상된다.

그림 41. 삼화네트웍스 라인업 예고

자료: 언론, 하나금융투자

그림 42. 미국 <멘탈리스트> 리메이크 – HBO Max 시즌제 논의

자료: IMDB, 하나금융투자

그림 43. <지금, 헤어지는 중입니다>-송혜교&<미스티>작가

자료: 언론, 하나금융투자

그림 44. 웹소설/웹툰IP – <어게인마이라이프>/ <금수저>

자료: 카카오페이지, 네이버웹툰, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

에이스토리 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**19**	**27**	**20**	**46**	**28**
매출원가	16	24	21	43	26
매출총이익	3	3	(1)	3	2
판관비	1	2	2	2	4
영업이익	**1**	**1**	**(3)**	**1**	**(1)**
금융손익	(0)	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	(0)	0	0
기타영업외손익	0	(0)	(0)	0	(0)
세전이익	**1**	**1**	**(3)**	**1**	**(1)**
법인세	0	0	(1)	(1)	0
계속사업이익	1	1	(2)	2	(1)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1**	**1**	**(2)**	**2**	**(1)**
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	**1**	**1**	**(2)**	**2**	**(1)**
지배주주지분포괄이익	1	1	(2)	2	(1)
NOPAT	1	1	(2)	2	(1)
EBITDA	1	1	(3)	5	0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	42.1	(25.9)	130.0	(39.1)
NOPAT증가율	N/A	0.0	적전	흑전	적전
EBITDA증가율	N/A	0.0	적전	흑전	(100.0)
영업이익증가율	N/A	0.0	적전	흑전	적전
(지배주주)순익증가율	N/A	0.0	적전	흑전	적전
EPS증가율	N/A	(45.7)	적전	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	11.1	(5.0)	6.5	7.1
EBITDA이익률	5.3	3.7	(15.0)	10.9	0.0
영업이익률	5.3	3.7	(15.0)	2.2	(3.6)
계속사업이익률	5.3	3.7	(10.0)	4.3	(3.6)

대차대조표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	**8**	**5**	**8**	**11**	**32**
금융자산	3	2	4	5	2
현금성자산	3	2	4	5	2
매출채권	0	2	2	5	5
재고자산	3	0	1	0	3
기타유동자산	2	1	1	1	22
비유동자산	**4**	**5**	**6**	**8**	**9**
투자자산	0	0	0	0	0
금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	**0**	**0**	**0**	**1**	**0**
기타비유동자산	**4**	**5**	**6**	**7**	**9**
자산총계	**12**	**10**	**14**	**19**	**40**
유동부채	**4**	**1**	**4**	**5**	**1**
금융부채	1	0	1	0	0
매입채무	0	0	0	1	0
기타유동부채	3	1	3	4	1
비유동부채	**2**	**1**	**0**	**1**	**0**
금융부채	**2**	**1**	**0**	**1**	**0**
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	**6**	**2**	**4**	**7**	**2**
지배주주지분	**6**	**8**	**11**	**13**	**39**
자본금	**0**	**3**	**4**	**4**	**5**
자본잉여금	3	1	6	6	32
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	2	3	1	3	2
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**6**	**8**	**11**	**13**	**39**
순금융부채	(0)	(1)	(3)	(4)	(2)

투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	199	108	(334)	314	(143)
BPS	924	1,174	1,425	1,730	4,143
CFPS	342	207	(95)	1,793	222
EBITDAPS	228	141	(368)	628	34
SPS	3,121	4,204	2,742	6,283	3,400
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	(62.3)
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	40.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6
재무비율(%)					
ROE	21.1	8.8	(23.2)	18.1	(3.1)
ROA	10.3	7.2	(17.1)	11.9	(2.9)
ROIC	23.2	10.9	(34.2)	29.1	(9.1)
부채비율	105.1	21.7	36.1	52.2	4.3
순부채비율	(5.9)	(17.1)	(31.3)	(34.3)	(4.4)
이자보상배율(배)	9.4	7.5	(189.9)	22.5	(37.8)

현금흐름표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**0**	**(0)**	**(3)**	**1**	**(8)**
당기순이익	1	1	(2)	2	(1)
조정	0	0	(0)	0	0
감가상각비	0	0	0	3	1
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	(3)	(1)
영업활동자산부채변동	(1)	(2)	(0)	(10)	(9)
투자활동 현금흐름	**0**	**(0)**	**(0)**	**0**	**(21)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	(21)
재무활동 현금흐름	**(1)**	**(0)**	**5**	**0**	**25**
금융부채증가(감소)	1	(2)	0	0	(1)
자본증가(감소)	3	2	5	0	27
기타재무활동	(5)	0	0	0	(1)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**(1)**	**(0)**	**2**	**1**	**(3)**
Unlevered CFO	2	1	(1)	13	2
Free Cash Flow	0	(0)	(3)	1	(8)

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

NEW 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**83**	**126**	**95**	**161**	**149**
매출원가	74	100	74	134	121
매출총이익	9	26	21	27	28
판관비	11	19	26	38	36
영업이익	**(3)**	**7**	**(5)**	**(11)**	**(8)**
금융손익	2	1	0	(1)	(2)
종속/관계기업손익	(1)	3	(1)	0	0
기타영업외손익	0	(1)	(3)	(5)	(1)
세전이익	**(1)**	**9**	**(9)**	**(16)**	**(11)**
법인세	(2)	6	(1)	(1)	0
계속사업이익	1	4	(7)	(15)	(11)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1**	**4**	**(7)**	**(15)**	**(11)**
비지배주주지분 순이익	(0)	(1)	0	(1)	(2)
지배주주순이익	**1**	**4**	**(8)**	**(14)**	**(9)**
지배주주지분포괄이익	1	4	(8)	(14)	(9)
NOPAT	2	3	(5)	(10)	(8)
EBITDA	(2)	8	(4)	(7)	(2)
성장성(%)					
매출액증가율	33.9	51.8	(24.6)	69.5	(7.5)
NOPAT증가율	0.0	50.0	적전	적지	적지
EBITDA증가율	적전	흑전	적전	적지	적지
영업이익증가율	적전	흑전	적전	적지	적지
(지배주주)순익증가율	(66.7)	300.0	적전	적지	적지
EPS증가율	(78.3)	293.9	적전	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	10.8	20.6	22.1	16.8	18.8
EBITDA이익률	(2.4)	6.3	(4.2)	(4.3)	(1.3)
영업이익률	(3.6)	5.6	(5.3)	(6.8)	(5.4)
계속사업이익률	1.2	3.2	(7.4)	(9.3)	(7.4)

대차대조표

(단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	**168**	**151**	**152**	**135**	**163**
금융자산	92	73	38	66	63
현금성자산	77	58	38	66	63
매출채권	11	27	30	22	31
재고자산	0	0	0	0	1
기타유동자산	65	51	84	47	68
비유동자산	**33**	**79**	**104**	**122**	**151**
투자자산	28	33	35	35	45
금융자산	18	19	27	25	33
유형자산	1	42	54	60	72
무형자산	**1**	**2**	**6**	**11**	**16**
기타비유동자산	**3**	**2**	**9**	**16**	**18**
자산총계	**200**	**231**	**256**	**257**	**313**
유동부채	**58**	**55**	**92**	**106**	**167**
금융부채	2	4	10	27	35
매입채무	3	6	11	12	18
기타유동부채	53	45	71	67	114
비유동부채	**10**	**39**	**34**	**21**	**25**
금융부채	**9**	**18**	**33**	**19**	**23**
기타비유동부채	1	21	1	2	2
부채총계	**67**	**94**	**126**	**127**	**191**
지배주주지분	**131**	**136**	**128**	**118**	**111**
자본금	**14**	**14**	**14**	**14**	**14**
자본잉여금	86	86	86	91	93
자본조정	0	0	0	(1)	(1)
기타포괄이익누계액	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	31	36	28	14	5
비지배주주지분	**2**	**1**	**3**	**11**	**11**
자본총계	**133**	**137**	**131**	**129**	**122**
순금융부채	(72)	(50)	8	(4)	39

투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	33	130	(272)	(537)	(397)
BPS	4,783	4,940	4,659	4,223	3,979
CFPS	293	743	94	99	278
EBITDAPS	(73)	274	(146)	(269)	(84)
SPS	3,013	4,587	3,450	5,862	5,346
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	318.2	85.8	(33.6)	(8.2)	(10.0)
PBR	2.2	2.3	2.0	1.0	1.0
PCFR	35.8	15.0	97.3	44.3	14.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.6)
PSR	3.5	2.4	2.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	0.7	2.6	(5.8)	(12.5)	(10.0)
ROA	0.5	1.5	(2.9)	(5.8)	(3.5)
ROIC	7.0	3.5	(4.5)	(11.7)	(7.4)
부채비율	50.8	68.7	96.2	98.7	157.1
순부채비율	(54.0)	(36.4)	6.5	(3.0)	31.8
이자보상배율(배)	(5.5)	14.7	(6.9)	(6.5)	(3.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**(19)**	**4**	**(21)**	**18**	**(24)**
당기순이익	1	4	(7)	(15)	(11)
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	1	1	1	3	6
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(1)	(3)	(6)
영업활동자산부채변동	(21)	(2)	(16)	25	(24)
투자활동 현금흐름	**(21)**	**(27)**	**(3)**	**(16)**	**(22)**
투자자산감소(증가)	1	6	3	2	3
자본증가(감소)	0	22	12	8	9
기타	(22)	(55)	(18)	(26)	(34)
재무활동 현금흐름	**10**	**4**	**4**	**27**	**43**
금융부채증가(감소)	7	4	23	16	(14)
자본증가(감소)	(0)	0	0	5	2
기타재무활동	3	0	(19)	6	55
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**(30)**	**(19)**	**(20)**	**28**	**(3)**
Unlevered CFO	8	20	3	3	8
Free Cash Flow	(19)	26	(9)	26	(16)

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

키이스트 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**106**	**93**	**106**	**104**	**100**
매출원가	84	78	89	88	86
매출총이익	22	15	17	16	14
판관비	14	15	16	18	16
영업이익	**8**	**(0)**	**1**	**(2)**	**(2)**
금융손익	0	0	0	(0)	(4)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(4)	(1)	(6)	(5)
세전이익	**7**	**(5)**	**0**	**(9)**	**(10)**
법인세	1	2	0	(0)	1
계속사업이익	6	(6)	0	(8)	(11)
중단사업이익	(0)	(1)	0	0	0
당기순이익	**6**	**(7)**	**0**	**(8)**	**(11)**
비지배주주지분 순이익	2	(0)	1	(0)	(2)
지배주주순이익	**4**	**(7)**	**(1)**	**(8)**	**(8)**
지배주주지분포괄이익	4	(6)	(2)	(8)	(8)
NOPAT	6	(0)	1	(2)	(2)
EBITDA	18	18	26	24	26
성장성(%)					
매출액증가율	19.1	(12.3)	14.0	(1.9)	(3.8)
NOPAT증가율	0.0	(100.0)	N/A	적전	적지
EBITDA증가율	20.0	0.0	44.4	(7.7)	8.3
영업이익증가율	0.0	(100.0)	N/A	적전	적지
(지배주주)순익증가율	(33.3)	적전	적지	적지	적지
EPS증가율	(14.1)	적전	흑전	적전	적지
수익성(%)					
매출총이익률	20.8	16.1	16.0	15.4	14.0
EBITDA이익률	17.0	19.4	24.5	23.1	26.0
영업이익률	7.5	0.0	0.9	(1.9)	(2.0)
계속사업이익률	5.7	(6.5)	0.0	(7.7)	(11.0)

대차대조표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	**56**	**65**	**64**	**51**	**61**
금융자산	33	38	46	29	40
현금성자산	18	23	34	20	13
매출채권	8	8	6	5	5
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	15	19	12	17	16
비유동자산	**40**	**45**	**42**	**52**	**48**
투자자산	6	5	5	13	4
금융자산	4	5	5	12	4
유형자산	2	3	4	3	3
무형자산	**29**	**31**	**29**	**32**	**33**
기타비유동자산	**3**	**6**	**4**	**4**	**8**
자산총계	**96**	**111**	**106**	**103**	**108**
유동부채	**21**	**25**	**25**	**22**	**21**
금융부채	0	0	1	0	1
매입채무	7	10	9	6	8
기타유동부채	14	15	15	16	12
비유동부채	**3**	**4**	**3**	**3**	**19**
금융부채	**1**	**1**	**0**	**0**	**16**
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	**25**	**29**	**28**	**26**	**40**
지배주주지분	**49**	**51**	**49**	**51**	**44**
자본금	**8**	**8**	**8**	**9**	**9**
자본잉여금	38	38	38	54	54
자본조정	(3)	5	6	0	1
기타포괄이익누계액	0	0	(2)	(3)	(3)
이익잉여금	6	(0)	(1)	(8)	(17)
비지배주주지분	**23**	**31**	**30**	**26**	**24**
자본총계	**72**	**82**	**79**	**77**	**68**
순금융부채	(32)	(37)	(45)	(29)	(22)

투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	395	(444)	10	(522)	(628)
BPS	3,164	3,270	3,126	3,009	2,552
CFPS	1,299	1,470	1,812	1,607	1,826
EBITDAPS	1,208	1,172	1,647	1,477	1,547
SPS	6,948	6,020	6,854	6,423	5,880
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	44.2	(28.9)	1,130.0	(25.3)	(19.3)
PBR	5.5	3.9	3.6	4.4	4.7
PCFR	13.5	8.7	6.2	8.2	6.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	2.5	2.1	1.6	2.1	2.1
재무비율(%)					
ROE	12.3	(13.6)	0.3	(16.4)	(24.6)
ROA	6.3	(6.2)	0.2	(8.2)	(9.9)
ROIC	18.1	(1.0)	2.1	(6.4)	(3.6)
부채비율	34.3	35.3	35.4	33.5	59.3
순부채비율	(44.3)	(45.2)	(57.1)	(38.1)	(32.3)
이자보상배율(배)	69.0	(3.9)	14.4	(15.7)	(5.0)

현금흐름표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**13**	**9**	**35**	**21**	**23**
당기순이익	6	(7)	0	(8)	(11)
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	11	18	25	26	28
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(11)	(18)	(25)	(26)	(28)
영업활동자산부채변동	(4)	(8)	8	(3)	(5)
투자활동 현금흐름	**(15)**	**(18)**	**(21)**	**(42)**	**(45)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	1	2	1	1	2
기타	(16)	(20)	(22)	(43)	(47)
재무활동 현금흐름	**5**	**13**	**0**	**6**	**14**
금융부채증가(감소)	(1)	0	(0)	(1)	15
자본증가(감소)	5	0	0	16	(0)
기타재무활동	1	13	0	(9)	(1)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**4**	**5**	**11**	**(14)**	**(7)**
Unlevered CFO	20	23	28	26	31
Free Cash Flow	14	11	36	22	25

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

팬엔터테인먼트 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**21**	**35**	**42**	**13**	**40**
매출원가	23	31	41	11	37
매출총이익	(2)	4	1	2	3
판관비	2	2	2	3	2
영업이익	**(4)**	**2**	**(1)**	**(1)**	**1**
금융손익	(2)	(1)	(1)	(0)	(0)
종속/관계기업손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(1)	(0)	(0)	0
세전이익	**(7)**	**1**	**(2)**	**(1)**	**1**
법인세	0	0	0	(0)	0
계속사업이익	(7)	1	(2)	(1)	1
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**(7)**	**1**	**(2)**	**(1)**	**1**
비지배주주지분 순이익	(0)	(0)	0	0	0
지배주주순이익	**(7)**	**1**	**(2)**	**(1)**	**1**
지배주주지분포괄이익	(6)	1	(2)	(1)	1
NOPAT	(4)	2	(1)	(1)	1
EBITDA	(4)	3	0	0	2
성장성(%)					
매출액증가율	(38.2)	66.7	20.0	(69.0)	207.7
NOPAT증가율	적전	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	적전	흑전	(100.0)	N/A	N/A
영업이익증가율	적전	흑전	적전	적지	흑전
(지배주주)순익증가율	N/A	흑전	적전	적지	흑전
EPS증가율	적전	흑전	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	(9.5)	11.4	2.4	15.4	7.5
EBITDA이익률	(19.0)	8.6	0.0	0.0	5.0
영업이익률	(19.0)	5.7	(2.4)	(7.7)	2.5
계속사업이익률	(33.3)	2.9	(4.8)	(7.7)	2.5

대차대조표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	**16**	**17**	**23**	**11**	**20**
금융자산	3	2	15	4	2
현금성자산	2	2	15	2	1
매출채권	2	10	4	0	15
재고자산	1	1	1	2	2
기타유동자산	10	4	3	5	1
비유동자산	**50**	**53**	**58**	**55**	**58**
투자자산	6	6	5	0	0
금융자산	5	5	4	0	0
유형자산	43	42	41	41	40
무형자산	**1**	**0**	**1**	**1**	**1**
기타비유동자산	**0**	**5**	**11**	**13**	**17**
자산총계	**67**	**70**	**80**	**66**	**78**
유동부채	**24**	**23**	**17**	**11**	**19**
금융부채	3	2	3	4	5
매입채무	1	1	0	0	1
기타유동부채	20	20	14	7	13
비유동부채	**5**	**7**	**15**	**8**	**11**
금융부채	**2**	**3**	**11**	**5**	**7**
기타비유동부채	3	4	4	3	4
부채총계	**29**	**30**	**33**	**20**	**30**
지배주주지분	**37**	**40**	**47**	**46**	**48**
자본금	**5**	**5**	**7**	**7**	**7**
자본잉여금	21	23	30	30	30
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	8	8	8	8	8
이익잉여금	3	4	2	1	2
비지배주주지분	**0**	**(0)**	**(0)**	**(0)**	**0**
자본총계	**37**	**40**	**47**	**46**	**48**
순금융부채	19	21	11	10	22

투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	(382)	31	(83)	(38)	42
BPS	2,000	2,004	1,738	1,705	1,754
CFPS	(169)	195	17	39	139
EBITDAPS	(191)	142	3	2	80
SPS	1,140	1,810	2,082	485	1,476
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(8.2)	77.8	(25.4)	(49.2)	62.6
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.5
PCFR	(18.5)	12.4	124.1	47.9	18.9
EV/EBITDA	(0.1)	0.1	3.5	4.8	0.3
PSR	2.7	1.3	1.0	3.9	1.8
재무비율(%)					
ROE	(18.8)	1.5	(3.6)	(2.2)	2.4
ROA	(10.5)	0.9	(2.1)	(1.6)	1.5
ROIC	(8.2)	3.1	(1.5)	(1.2)	1.4
부채비율	78.2	74.1	69.4	42.4	62.2
순부채비율	51.4	51.7	22.3	20.7	45.8
이자보상배율(배)	(6.4)	3.2	(1.3)	(2.5)	2.3

현금흐름표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**(5)**	**(4)**	**1**	**(3)**	**(13)**
당기순이익	(7)	1	(2)	(1)	1
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	1	1	1	1	1
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
영업활동자산부채변동	(0)	(6)	2	(3)	(15)
투자활동 현금흐름	**3**	**1**	**0**	**2**	**3**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	3	1	0	2	3
재무활동 현금흐름	**0**	**2**	**12**	**(12)**	**10**
금융부채증가(감소)	1	0	3	(12)	10
자본증가(감소)	1	2	9	0	0
기타재무활동	(2)	0	0	0	0
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**(1)**	**(1)**	**13**	**(13)**	**(0)**
Unlevered CFO	(3)	4	0	1	4
Free Cash Flow	(4)	(4)	1	(3)	(13)

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

삼화네트웍스 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**20**	**46**	**21**	**13**	**54**
매출원가	20	34	19	14	52
매출총이익	0	12	2	(1)	2
판관비	3	5	2	2	2
영업이익	**(3)**	**7**	**(0)**	**(4)**	**0**
금융손익	0	0	1	1	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	**(2)**	**8**	**1**	**(3)**	**1**
법인세	0	0	0	0	0
계속사업이익	(2)	8	1	(3)	1
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**(2)**	**8**	**1**	**(3)**	**1**
비지배주주지분 순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
지배주주순이익	**(2)**	**8**	**1**	**(3)**	**1**
지배주주지분포괄이익	(2)	7	1	(3)	0
NOPAT	(3)	7	(0)	(4)	0
EBITDA	(2)	12	1	(3)	4
성장성(%)					
매출액증가율	(39.4)	130.0	(54.3)	(38.1)	315.4
NOPAT증가율	적지	흑전	(100.0)	N/A	흑전
EBITDA증가율	적전	흑전	(91.7)	적전	흑전
영업이익증가율	적지	흑전	(100.0)	N/A	흑전
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(87.5)	적전	흑전
EPS증가율	적지	흑전	(90.5)	적전	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	0.0	26.1	9.5	(7.7)	3.7
EBITDA이익률	(10.0)	26.1	4.8	(23.1)	7.4
영업이익률	(15.0)	15.2	0.0	(30.8)	0.0
계속사업이익률	(10.0)	17.4	4.8	(23.1)	1.9

대차대조표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	**18**	**33**	**34**	**39**	**22**
금융자산	15	26	30	20	18
현금성자산	4	4	7	12	9
매출채권	1	5	0	4	1
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2	2	4	15	3
비유동자산	**18**	**12**	**10**	**16**	**21**
투자자산	6	6	5	4	4
금융자산	6	6	5	4	4
유형자산	0	1	1	1	1
무형자산	**4**	**1**	**1**	**5**	**10**
기타비유동자산	**8**	**4**	**3**	**6**	**6**
자산총계	**36**	**45**	**44**	**55**	**43**
유동부채	**2**	**4**	**3**	**17**	**5**
금융부채	0	0	0	0	0
매입채무	1	3	1	4	1
기타유동부채	1	1	2	13	4
비유동부채	**2**	**2**	**3**	**3**	**3**
금융부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
기타비유동부채	2	2	3	3	3
부채총계	**4**	**6**	**5**	**20**	**8**
지배주주지분	**32**	**39**	**39**	**35**	**35**
자본금	**9**	**9**	**9**	**9**	**9**
자본잉여금	23	23	23	23	24
자본조정	(0)	(1)	(2)	(3)	(3)
기타포괄이익누계액	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	1	9	9	6	7
비지배주주지분	**(0)**	**(0)**	**(0)**	**(0)**	**(0)**
자본총계	**32**	**39**	**39**	**35**	**35**
순금융부채	(15)	(26)	(30)	(20)	(17)

투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	(50)	179	17	(72)	17
BPS	795	971	978	898	906
CFPS	9	373	104	(24)	115
EBITDAPS	(35)	286	28	(62)	84
SPS	462	1,068	491	293	1,260
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(26.5)	9.6	79.4	(20.1)	89.7
PBR	1.7	1.8	1.4	1.6	1.7
PCFR	147.2	4.6	13.0	(60.4)	13.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	2.9	1.6	2.7	4.9	1.2
재무비율(%)					
ROE	(6.6)	19.4	1.8	(8.9)	2.1
ROA	(5.9)	17.1	1.6	(5.6)	1.7
ROIC	(21.5)	82.7	(3.2)	(28.8)	1.1
부채비율	11.6	14.4	14.0	58.8	24.0
순부채비율	(46.2)	(66.2)	(77.4)	(57.6)	(50.1)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	7.2

현금흐름표 (단위:십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**(0)**	**14**	**4**	**(5)**	**7**
당기순이익	(2)	8	1	(3)	1
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	1	5	1	1	3
외환거래손익	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(5)	(2)	(1)	(3)
영업활동자산부채변동	(0)	(1)	2	(3)	2
투자활동 현금흐름	**2**	**(14)**	**0**	**11**	**(10)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	1	0	0	0
기타	2	(15)	0	11	(10)
재무활동 현금흐름	**0**	**(0)**	**(1)**	**(1)**	**(0)**
금융부채증가(감소)	0	0	0	0	(0)
자본증가(감소)	(0)	0	(0)	0	0
기타재무활동	0	0	(1)	(1)	0
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**1**	**0**	**3**	**5**	**(3)**
Unlevered CFO	0	16	4	(1)	5
Free Cash Flow	(0)	15	4	(5)	7

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 3월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 3월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.