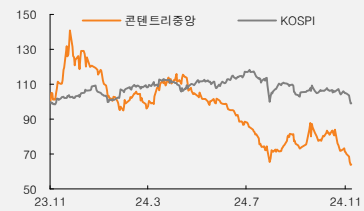


## Not Rated

목표주가	—
현재주가(24/11/15)	8,250원
상승여력	—

영업이익(24F,십억원)	—
Consensus 영업이익(24F,십억원)	—
EPS 성장률(24F,%)	—
MKT EPS 성장률(24F,%)	—
P/E(24F,x)	—
MKT P/E(24F,x)	—
KOSPI	2,416.86
시가총액(십억원)	159
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	56.9
외국인 보유비중(%)	0.5
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	8,080
52주 최고가(원)	17,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.1	-37.0	-39.2
상대주가	-15.6	-28.9	-38.8



[미디어/엔터테인먼트]

김규연  
gyuyeon.kim@miraeasset.com

035760 · 미디어

# 콘텐츠리중앙

## 준비는 됐고 기회를 기다린다

### 본업을 잘하면 기회는 온다: 25년 P\*Q증가

재벌집 막내아들, 닥터 차정숙, 정숙한 세일즈 등 시청자의 사랑을 받은 드라마를 만든 제작사다. TV광고비 집행 둔화와 드라마 제작비 폭등으로 드라마 제작사의 사업 환경이 열악해짐에 따라 부침을 겪었다. 글로벌 무대 진출을 위한 미국 제작사 Wiip 인수가 남긴 영업권 PPA 상각이 부담을 가중했다.

25년 이러한 사업 환경이 반전될 여지가 보인다. 넷플릭스 글로벌 차트 순위권에 다수 들었던 역량으로 리쿠플 상향 논의를 시작했다. 제작편수도 증가한다. Captive 채널인 JTBC에서 제작 편수를 늘리려는 시도가 포착됐다. 올해 동사는 연간 26편의 드라마를 제작했는데 내년 목표치는 32편으로 증가한다.

### C 효율화로 준비는 마쳤다.

Wiip 인수로 인한 PPA 상각비가 연간 75억원 정도로 절반 가량 감소한다. 텐트폴 작품 외 동남아 시장 판매로 수익성이 좋은 로맨스 작품도 준비돼 있다. 텐트폴만큼의 제작비는 들지 않지만 전작 레퍼런스로 Hit 확률이 높은 배우들로 구성된 작품 라인업으로 포트폴리오를 구성했다.

메가박스도 영업이익 흑자 전환을 기대한다. 코로나를 겪으며 인력 효율화 작업이 진행됐다. 23년 1천명대였던 크루가 3Q24 기준 800명대로 약 20% 감소했다. 전체 임직원은 23년 1,500명에서 3Q24 1,200명으로 슬림해졌다.

### 트랙 레코드로 증명된 가능성

체질개선을 위한 작업은 모두 끝났다. 그동안 다양한 작품을 통해 보여준 성과로 기회를 기다리는 일만 남았다. 영화 서울의 봄은 누적관객수 1,270만명을 돌파했다. 넷플릭스 오리지널 아무도 없는 숲속에서와 무도실무관은 각각 39개국, 89개국에서 글로벌 Top10에 올랐다. 동사의 콘텐츠 제작 역량은 전세계적으로 이미 증명받았다. 체질 개선을 위한 비용 효율화 작업도 마무리됐다. 영화와 드라마 제작 수요의 구조적 증가에 따른 수혜를 받을 그 때를 기다린다.

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	530	360	677	852	993
영업이익 (십억원)	34	-59	-57	-72	-68
영업이익률 (%)	6.4	-16.4	-8.4	-8.5	-6.8
순이익 (십억원)	1	-135	-53	-40	-123
EPS (원)	78	-8,422	-3,068	-2,111	-6,392
ROE (%)	0.3	-52.6	-28.4	-25.4	-129.4
P/E (배)	494.4	-	-	-	-
P/B (배)	1.7	3.1	5.5	3.7	5.3
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0

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

표 66. 콘텐츠리중앙 투자 개요

기업 개요		투자 매력도 항목		
기업명	콘텐츠리중앙		Main	Sub
국가	한국	사업 유형	제작사	영화관/투자배급
서비스 국가	한국	1차 분류	제작사	영화
시가총액(십억원)	158.9	2차 분류		

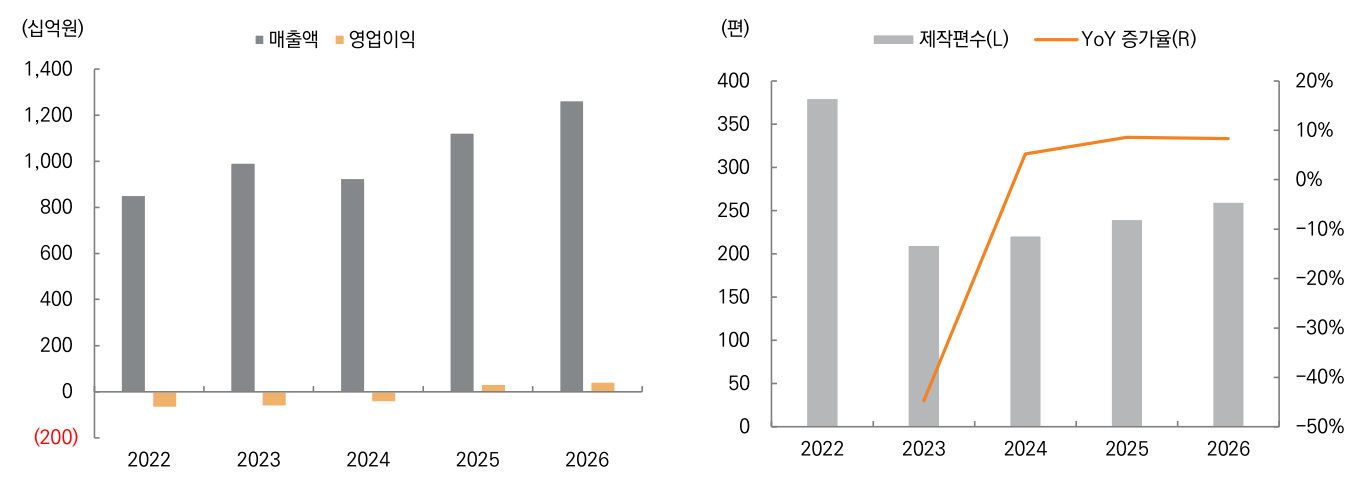
주요 내용

- 투자포인트 1. 캡티브 채널 JTBC 드라마 슬롯 증가
- 투자포인트 2. 넷플릭스 리쿠플 상향 및 디즈니플러스, viu 등의 동사 드라마 수요 증가
- 투자포인트 3. Wip PPA 상각비와 기타 비용 효율화

주요 차트

그림 227. 매출액 및 영업이익 추이

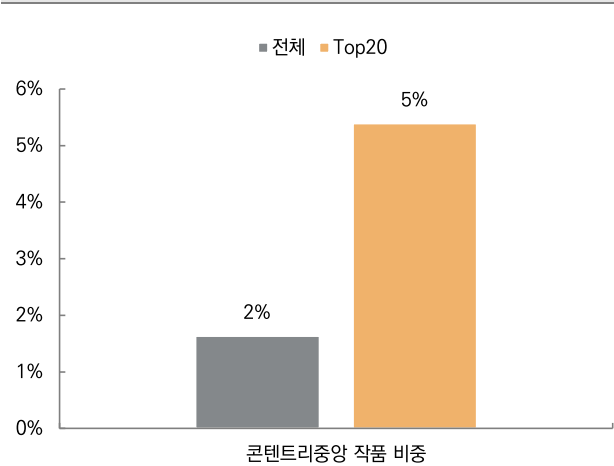
그림 228. SLL 드라마 제작 편수



자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터 추정

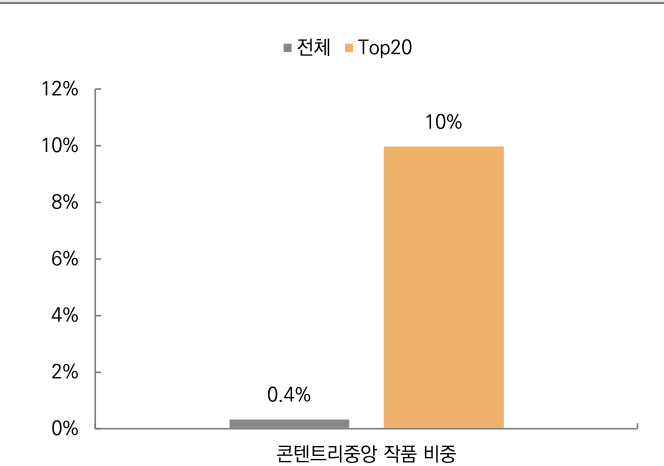
자료: 콘텐츠리중앙, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 229. 넷플릭스 내 콘텐츠리중앙 시청 비중



주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 넷플릭스 내 콘텐츠리 중앙 작품수 비중



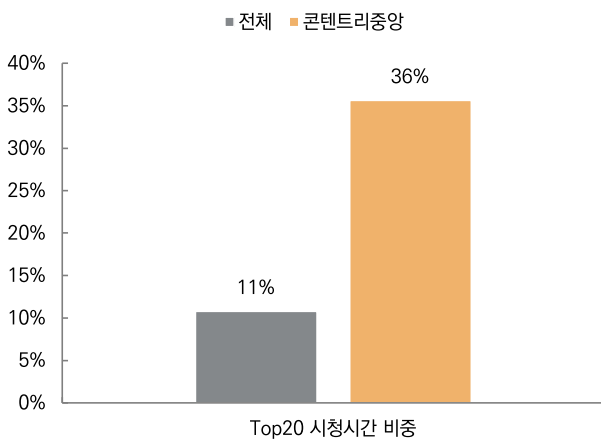
주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

## 본업을 잘하면 기회는 온다

콘텐츠리중앙은 콘텐츠를 정말 잘 만드는 기업이다. 넷플릭스 24년 상반기 공개된 TV시리즈는 총 6,802개다. 그 중 22년 이후로 제작된 콘텐츠리중앙 작품은 총 24개다.

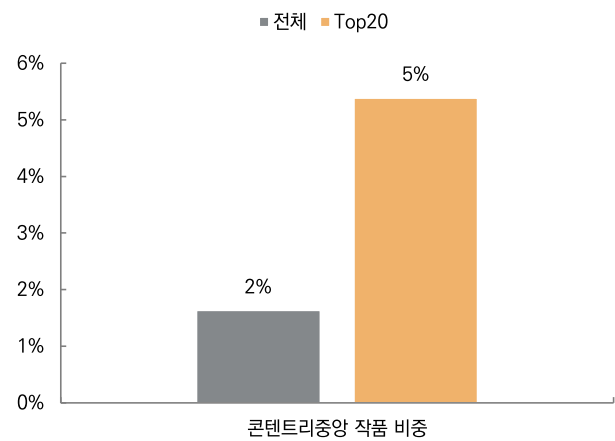
넷플릭스 전체 작품 중 1H24 Top20은 작품수로는 0.3%, 시청시간 비중으로는 11%를 차지한다. 콘텐츠리중앙의 22년 이후 제작 작품 중 1H24 Top20에 들어간 작품은 총 두 개로 Top20 작품의 10%에 해당한다. 콘텐츠리중앙의 22년 이후 작품 중 8.3%가 이러한 성과를 달성했다. 전체 작품 대비 콘텐츠리중앙의 작품이 차지하는 비중이 0.4%에 불과하다는 것을 감안하면 놀라운만한 기록이다. 시청시간기준으로 보면 Top20 전체시청시간 대비 36%를 차지한다. 국내 제작비가 미국이나 유럽 제작비의 1/10에 불과하다는 것을 감안하면 넷플릭스로서는 반가운 작품이다.

그림 231. 전체 대비 Top20 순위권 내 작품 시청시간 비중



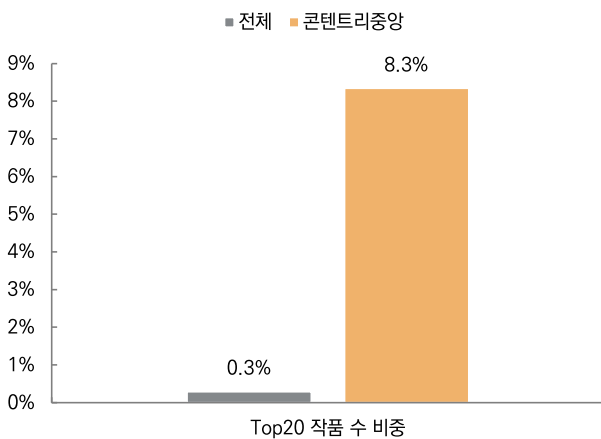
주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 232. 전체 작품 대비 콘텐츠리중앙 작품 시청시간 비중



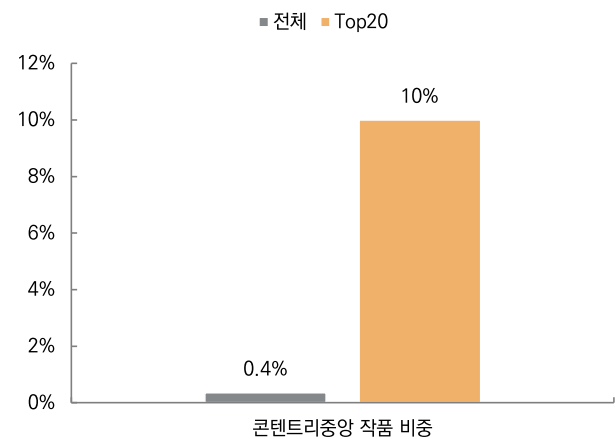
주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 233. 전체 대비 Top20 순위권 내 작품수 비중



주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 234. 전체 작품 대비 콘텐츠리중앙 작품수 비중



주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상  
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

표 67. 1H24 넷플릭스 TV시리즈 中 콘텐츠리중앙 시청시간 순위(전체 작품 6,802개)

순위	현지제목	글로벌 공개	공개일	시청 시간	조화수	방송국
18	웰컴투 삼달리: 리미티드 시리즈	Yes	2023-12-02	199.2	10.7	Captive
19	킹더랜드: 리미티드 시리즈	Yes	2023-06-17	198.2	10.4	Captive
39	기생수: 더 그레이: 리미티드 시리즈	Yes	2024-04-05	126.8	25.4	오리지널
49	히어로는 아닙니다만: 리미티드 시리즈	Yes	2024-05-04	113.1	8	Captive
151	이 연애는 불가항력: 리미티드 시리즈	Yes	2023-08-23	69.2	4	Captive
202	힘쎈여자 강남순: 리미티드 시리즈	Yes	2023-10-07	58.9	3.5	Captive
416	기상청 사람들: 사내연애 잔혹사 편	Yes	2022-02-12	37.8	2.1	Captive
532	닥터 차정숙: 리미티드 시리즈	Yes	2023-04-15	32.2	2	Captive
542	나쁜엄마: 리미티드 시리즈	Yes	2023-04-26	31.7	2	Captive
554	정신병동에도 아침이 와요: 시즌 1	Yes	2023-11-03	31.2	2.4	오리지널
608	비밀은 없어: 리미티드 시리즈	Yes	2024-05-01	28.7	2.3	Captive
554	정신병동에도 아침이 와요: 시즌 1	Yes	2023-11-03	27.1	1.5	오리지널
710	힙하게: 리미티드 시리즈	Yes	2023-08-12	24.9	1.4	Captive
1003	낮과 밤이 다른 그녀: 리미티드 시리즈	No	2024-06-15	16.8	3	Captive
1009	사랑의 이해: 리미티드 시리즈	Yes	2022-12-21	16.7	0.8	Captive
1023	슈룹: 리미티드 시리즈	Yes	2022-10-15	16.5	0.9	Captive
1155	종이의 집: 공동경제구역: 시즌 1	Yes	2022-06-24	14.3	1	오리지널
1739	신성한, 이혼: 리미티드 시리즈	Yes	2023-03-04	8.2	0.6	Captive
2083	대행사: 리미티드 시리즈	No		6.4	0.4	Captive
2561	재벌집 막내아들: 리미티드 시리즈	No		4.6	0.2	Captive
2598	모범형사: 시즌 1	No		4.5	0.3	Captive
3252	D.P. 시즌2	Yes	2023-07-28	2.9	0.5	오리지널
3354	모범가족: 시즌 1	Yes	2022-08-12	2.7	0.4	Captive
4102	인사이드: 리미티드 시리즈	No		1.6	0.1	Captive

주: 콘텐츠리중앙 22년 이후 공개 작품 대상

자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

## 본업 역량을 기반으로 한 기회들

### 넷플릭스의 성과 공유 움직임

넷플릭스의 콘텐츠 투자는 고정비성이다. 플랫폼에 콘텐츠를 게시할 수 있는 권한(=판권)을 구매하고 기간 연장에 따른 추가 비용이 들어간다. 그런데 최근 넷플릭스는 작품의 성과 관련 인센티브를 제공하고 있다. 조회수와 시청시간을 감안해 제작사에 인센티브를 부여한다. 아직까지 금액이 유의미한 수준은 아니지만 눈여겨볼만한 시도다.

제작사의 입장에서 넷플릭스의 이익에 대한 기여도를 측정할 수 있는 기준이 명확하지 않기 때문이다. 오징어게임 같이 신드롬 수준의 열풍을 몰고 온 작품이 있다면 그 작품으로 유입되는 가입자가 있고, 그 작품 때문에 이탈하지 않는 가입자가 있다. 하지만 어떤 작품이 얼마만큼의 기여를 했는지 가리키는 명확하지 않다.

그러나 광고 요금제가 도입되면 상황은 반전된다. 광고주들로부터의 수익은 작품마다 명확히 발생하기 때문이다. 넷플릭스가 광고 상품을 강화함에 따라 성과 공유의 기회가 커질 수 있다. 실제로 넷플릭스는 이러한 움직임을 보이고 있다. 최근 미국의 주요 제작사들과 기존에 받던 제작비보다 작은 규모의 제작비를 선지급하는 대신 성과에 따라 추가 성과급을 지급하는 방식에 대해 논의했다는 것이 보도됐다. 제작사들이 이에 대해서 어떤 반응을 보였는지 알려지지는 않았지만 콘텐츠 투자 방식을 고정비에서 변동비성으로 전환하려는 시도를 한다는 것이 포착된 것이다.

이것은 국내 제작사에게는 기회다. 국내 드라마 제작비가 20년대 이후 증가했지만 미국 제작비의 1/10 수준이다. 그러나 콘텐츠가 창출하는 성과는 제작비 규모를 훨씬 상회한다. 성과 공유 방식이 모든 국가의 제작사에게 동일하게 적용될 경우 국내 제작사가 특히 수혜를 받을 수 있는 환경에 있는 것이다.

국내 드라마 제작사의 한계는 명확하다. IP 성과에 따른 레버리지가 제한적이라는 것이다. 그러나 성과 공유 방식의 매출 구조로 전환된다면 국내 드라마 제작사의 업사이드는 무궁무진하다. 콘텐츠 제작에 있어 꾸준히 좋은 성과를 보여준 콘텐츠리종양이 가지고 있는 가능성이다.

표 68. 실적추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	187.1	279.4	269.0	257.5	220.9	226.8	228.2	249.8	993.0	925.7	1086.6	1140.3
YoY 성장률	38%	5%	32%	5%	18%	-19%	-15%	-3%	17%	-7%	17%	2%
SLL	93.6	179.2	165.2	131.1	103.0	127.1	124.6	155.5	569.1	510.1	662.5	775.1
제작매출	47.7	114.9	67.2	91.7	51.7	71.4	65.1	82.0	321.5	270.2	356.6	414.6
유통매출	33.0	47.8	57.8	56.6	41.8	49.4	40.6	62.0	195.2	193.7	249.7	291.4
기타 매출	12.9	16.5	40.2	(17.3)	9.6	6.2	18.9	11.6	52.3	46.2	56.1	69.1
메가박스	65.5	72.4	71.6	100.2	85.4	71.2	75.2	64.3	309.6	296.1	304.5	365.2
상영매출	28.9	34.6	36.4	30.7	32.1	31.0	33.2	30.9	51.9	52.2	54.4	64.2
매점매출	11.2	14.3	14.5	11.9	12.3	13.5	13.8	12.7	22.6	19.8	21.8	27.1
광고매출	3.8	6.0	7.2	5.6	4.4	6.1	4.4	4.8	22.6	19.8	21.8	27.1
배급투자매출	15.2	10.2	5.4	45.1	28.0	12.8	15.1	7.8	75.8	63.7	70.1	81.5
기타 매출	6.4	7.2	8.1	7.0	8.7	7.8	8.7	8.1	28.7	33.3	28.5	36.0
플레이타임	16.7	13.6	18.0	15.3	18.8	14.4	16.5	16.6	63.6	66.3	64.9	69.5
영업이익	-27.0	6.7	7.6	-49.7	-8.8	-5.3	-14.0	-17.5	-62.5	-45.5	22.7	24.1
영업이익률	-14%	2%	3%	-19%	-4%	-2%	-6%	-7%	-6.3%	-4.9%	2.9%	3.3%
SLL	-19.0	4.8	6.2	-43.5	-9.5	-5.3	-14.5	-11.9	-51.6	-41.1	17.3	24.1
메가박스	-10.6	1.3	-1.7	-6.7	-1.4	0.1	0.6	-6.3	-17.7	-7.0	2.1	14.2
플레이타임	2.6	0.6	3.1	0.5	2.1	-0.1	-0.1	0.7	6.8	2.6	3.2	3.5

자료: 콘텐트리중앙, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 콘텐츠리중앙 (036420)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	360	677	852	993
매출원가	235	518	661	763
매출총이익	125	159	191	230
판매비와관리비	184	217	263	298
조정영업이익	-59	-57	-72	-68
영업이익	-59	-57	-72	-68
비영업손익	-111	-5	-10	-90
금융손익	-16	-28	-38	-71
관계기업등 투자손익	-3	10	34	-15
세전계속사업손익	-170	-62	-82	-158
계속사업법인세비용	-21	14	-6	14
계속사업이익	-149	-76	-77	-171
중단사업이익	-5	26	0	0
당기순이익	-154	-50	-77	-171
지배주주	-135	-53	-40	-123
비지배주주	-19	3	-37	-48
총포괄이익	-154	-45	-62	-133
지배주주	-135	-50	-30	-84
비지배주주	-19	5	-32	-49
EBITDA	45	107	107	123
FCF	-3	-138	21	-128
EBITDA 마진율 (%)	12.5	15.8	12.6	12.4
영업이익률 (%)	-16.4	-8.4	-8.5	-6.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-37.5	-7.8	-4.7	-12.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	330	701	660	536
현금 및 현금성자산	125	321	207	178
매출채권 및 기타채권	72	183	194	224
재고자산	26	76	76	4
기타유동자산	107	121	183	130
비유동자산	1,145	1,545	1,928	1,917
관계기업투자등	14	68	134	112
유형자산	274	184	209	278
무형자산	273	522	658	593
자산총계	1,476	2,246	2,588	2,453
유동부채	645	642	1,162	1,149
매입채무 및 기타채무	52	94	139	127
단기금융부채	477	335	722	807
기타유동부채	116	213	301	215
비유동부채	566	905	777	794
장기금융부채	549	814	689	695
기타비유동부채	17	91	88	99
부채총계	1,212	1,548	1,939	1,943
지배주주지분	194	176	141	49
자본금	82	91	96	96
자본잉여금	154	176	166	151
이익잉여금	-52	-105	-143	-260
비지배주주지분	70	522	508	461
자본총계	264	698	649	510

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	39	-122	50	-85
당기순이익	-154	-50	-77	-171
비현금수익비용가감	207	188	207	347
유형자산감가상각비	54	60	67	84
무형자산상각비	50	104	112	107
기타	103	24	28	156
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	14	-245	-49	-188
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	26	-119	22	-19
재고자산 감소(증가)	-14	-42	4	53
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	40	28	-32
법인세납부	-10	-6	-10	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-345	-288	-362	-2
유형자산처분(취득)	-41	-15	-28	-20
무형자산감소(증가)	-180	-10	-27	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-51	-6	5	16
기타투자활동	-73	-257	-312	11
재무활동으로 인한 현금흐름	366	601	201	58
장단기금융부채의 증가(감소)	465	53	331	92
자본의 증가(감소)	10	31	-5	-15
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	-108	517	-125	-19
현금의 증가	61	196	-114	-29
기초현금	64	125	321	207
기말현금	125	321	207	178

자료: 콘텐츠리중앙, 미래셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	11.53841	6.744985	4.166273	1.673440
P/B (x)	3.118094	5.525082	3.754125	5.372755
EV/EBITDA (x)	33.99709	21.33126	20.32811	16.38220
EPS (원)	-8,422	-3,068	-2,111	-6,392
CFPS (원)	3,289	8,095	6,853	9,119
BPS (원)	12,171	9,882	7,605	2,840
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 (%)	-32.1	88.0	25.8	16.5
EBITDA증가율 (%)	-63.5	138.9	0.7	14.6
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	적지	적지
EPS증가율 (%)	적전	적지	적지	적지
매출채권 회전율 (회)	5.7	6.2	5.4	5.6
재고자산 회전율 (회)	13.9	13.3	11.3	24.8
매입채무 회전율 (회)	22.9	111.1	40.8	42.0
ROA (%)	-11.7	-2.7	-3.2	-6.8
ROE (%)	-52.6	-28.4	-25.4	-129.4
ROIC (%)	-6.3	-6.7	-5.4	-5.7
부채비율 (%)	459.1	221.8	298.8	380.9
유동비율 (%)	51.2	109.1	56.8	46.6
순차입금/자기자본 (%)	312.6	107.8	173.1	247.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.7	-1.6	-1.4	-0.8

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.