
콘텐츠웨이브 주식회사 지분 손상검토

SK Square

December 2022

- 수신 : SK스퀘어 주식회사
- 제목 : 콘텐츠웨이브 주식회사에 대한 투자지분 관련 자산손상 검토보고서

동현회계법인(이하 '당 법인')은 SK스퀘어 주식회사(이하 '귀사')와의 용역계약에 따라 2022년 11월 30일을 기준으로 하여 귀사가 보유하고 있는 콘텐츠웨이브 주식회사(이하 '회사' 또는 'Wavve') 지분에 대하여 K-IFRS 제1036호에 따른 자산손상 검토업무를 수행하였으며, 이를 바탕으로 재무보고 목적의 자산손상 검토보고서(이하 '보고서')를 제출합니다.

본 용역업무는 회사로부터 제공된 사업계획 기본자료와 사업계획에 대한 제반 가정, 기준일 현재 가결산 재무제표 및 관련 회계장부에 기초하여 귀사와 합의한 업무범위 및 절차에 한정하여 수행되었습니다. 따라서, 제시자료 및 제반 가정의 완전성과 정확성, 수행된 업무범위 및 절차의 충분성 여부에 대해서 당 법인은 어떠한 보증도 제공하지 않습니다. 만약, 당 법인에게 추가적인 업무의 수행요구가 있었다면 본 보고서에 언급되지 아니한 추가적인 발견사항 또는 변경사항이 있을 수도 있습니다. 따라서 본 보고서의 이용 시에는 보고서에 기술된 바와 같이 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분하고도 명확하게 고려하여야 합니다.

본 보고서에 기술된 회사의 회계 및 영업 활동 등 기준일 현재의 가결산 재무제표와 관련 회계자료 및 사업계획 관련 기본자료는 회사의 경영진 또는 담당자와의 면담을 통해 수령된 자료를 바탕으로 분석·조사된 것입니다. 또한 당 법인은 회사에서 제시한 기준일 현재의 가결산 재무제표 및 사업계획을 기초로 업무를 수행하였으므로, 가결산 재무제표를 포함하여 제시된 기본자료가 사실과 다르거나 회사의 사업계획 등 추정자료의 작성 시 사용된 제반 가정사항이 변경될 경우 당 법인의 검토결과도 중요하게 변경될 수 있습니다.

당 법인은 본 업무를 수행함에 있어서, 회사가 제공하는 산업, 경영정보 및 미래에 대한 사업계획을 기초로 귀사와 합의된 절차에 따라 재무계획과 관련된 향후 수요예측, 비용계획 등 제반 가정의 합리성을 검토하였습니다. 이러한 미래기간에 대한 추정은 사용된 가정을 포함한 거시경제변수의 변동, 규제환경의 변화, 경쟁자의 대응 등과 같은 다양한 제반 요소의 변동에 따라 중대한 영향을 받을 수 있으므로 본 보고서상 언급된 재무계획이 장래 실적치와 일치하거나 유사할 것이라는 것을 당 법인이 확인하는 것은 아닙니다.

본 보고서의 작성을 위해 수행된 절차는 일반적인 회계감사기준에 따른 감사절차가 아니므로 당 법인은 본 보고서에 포함된 내용에 대해 의견이나 어떠한 형태의 확신도 제공하지 않습니다.

본 보고서는 귀사의 재무보고 목적의 내부 의사결정을 지원하기 위한 참고자료로 작성된 것이므로 이를 위한 목적으로만 사용되어야 하며, 귀사의 감사인을 제외한 제3자가 다른 목적으로 사용할 수 없습니다. 만일, 제3자가 사전에 당 법인의 동의 없이 사용할 경우에 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 당 법인은 책임이 없으며, 귀사에서는 본 보고서의 무단제공에 대한 통제를 수행할 책임이 있음을 밝혀드립니다.

2022년 12월 30일
동 현 회 계 법 인
대 표 이 사 장 선택

TABLE of Contents

Executive Summary	6
Overview	11
2.1 Company Overview	12
2.2 Financial Performance	13
CF Projection	14
3.1 Methodolgies	15
3.2 General Assumption	18
3.3 Revenue	19
3.4 Operating Expenses	36
3.5 Other	42
3.6 Projected P&L	44
Valuation	45
4.1 DCF Valaution Result	46
4.2 WACC	48

Work Scope and Process

용역의 목적

- 본 용역의 목적은 귀사와 당 법인과 용역계약 및 K-IFRS 제 1036호 '자산손상' 기준에 따라 귀사가 보유하고 있는 콘텐츠웨이브 주식회사 지분에 대한 손상검토업무를 수행하고 그 검토보고서를 제출하는 데 있음

용역의 범위

- 귀사 및 회사가 제시한 재무자료를 기초로 독립적인 입장에서 제시자료의 타당성 및 제반 가정의 합리성을 검토하고, 이를 근거로 회사의 지분에 대한 자산손상 여부를 검토함
- 본 검토업무는 검토기준일 시점의 회사의 지분에 대한 회수가능액을 검토하였으며, 평가대상 장부금액과 회수가능액을 비교하여 자산의 손상여부를 검토함
 - 회사에서 제공한 사업계획과 과거실적을 토대로 향후 손익을 추정하고 사용가치를 검토 / 검토기준일의 순공정가치 검토

자료의 출처

- 본 용역 수행 과정 상의 각종 재무분석 및 기타 본 보고서와 관련한 검토 내용은 귀사 및 회사가 제시한 과거 재무자료 및 향후 사업계획을 기초로 함
- 귀사 및 회사가 제시한 자료와 함께 당 법인이 활용한 주요 Source는 다음과 같음
 - Economist Intelligence Unit : 거시경제 전망지표, 소비자 물가지수, 임금상승률 등
 - Bloomberg data : 가중평균자본비용의 산정
 - 금융감독원 공시자료
 - 기타 외부기관 시장조사자료

Work Scope and Process

용역의 한계

- 당 법인이 수행한 업무, 분석, 손상검토의 결과는 감사와 같은 의견을 제시하는 것이 아님
 - 손상검토 대상이 되는 평가대상 자산의 장부금액은 귀사에서 제시한 금액이며, 해당 금액의 적정성에 대한 감사 또는 검토를 수행한 것은 아님
 - 회사로부터 수령한 재무정보 및 외부기관의 전망자료에 대하여 기업회계기준에 부합하는지 등의 감사 및 검토를 수행하지 않았으므로, 이들 정보와 관련하여 발생할 수 있는 손실에 대해서는 책임을 부담하지 아니함
 - 따라서, 본 보고서를 의사결정의 유일한 근거로 활용하여서는 안되며, 당 법인은 귀사의 의사결정 결과로 인하여 발생할 수 있는 손실 등에 대해서 어떠한 책임도 부담하지 아니함
- 손상검토 결과는 회사가 제공한 사업계획과 계획에 반영된 주요 가정사항, 외부기관의 미래상황에 대한 예측정보 등을 참고하여 수행된 것임
 - 사용가치는 회사가 제공한 사업계획 등을 바탕으로 일정한 가정에 산출된 것으로 미래의 경제적 상황 및 평가대상의 영업전략, 경영상황의 변화에 따라 향후 실제 경영성과와 차이가 나는 것이 일반적이며, 그 차이는 중대할 수 있음. 따라서, 당 법인은 본 보고서상의 추정 결과가 미래 실제 가치와 동일하거나 유사할 것이라는 확인 또는 보증을 제공하는 것이 아님

Executive Summary

Impairment Review Result

Wavve의 유상증자에 참여함으로써 발생한 투자지분(보통주 & 전환주)에 대한 손상검사 결과, 회수가능액이 비교대상 장부금액을 초과하고 있으므로 귀사의 재무제표에 표시되는 개별자산은 손상되지 않은 것으로 검토하였습니다.

Impairment Review

사용가치	<ul style="list-style-type: none"> 2022.12.01~2030.12.31 동안 예상되는 미래 영업현금흐름을 현재가치로 할인하여 평가 WACC = 11.15% Perpetual Growth Rate = 1.0%
------	---

순공정가치	<ul style="list-style-type: none"> Wavve는 비상장기업에 해당하며, OTT사업 CGU에 대한 순공정가치를 객관적으로 측정하기 어려우므로 순공정가치 평가는 생략함 (단, 2022.12 발생 회사의 제3자 배정 유상증자 시 발행금액을 기준으로 기존 지분은 약 1.1조원으로 평가됨)
-------	---

비교대상 장부금액	<ul style="list-style-type: none"> 2022.11.30 기준 별도 FS 상 장부금액: 1,909억원 (2019.09 유상증자(전환주) 909억 + 2021.03 유상증자(보통주) 1,000억원)
-----------	--

(단위: 억원)	
구분	Wavve
사용가치 [A]	2,487
순공정가치 [B]	N.A
회수가능금액*1 [C=Max(A,B)]	2,487
장부금액 [D]	1,909
손상검토	Pass

*1 사용가치와 처분부대원가를 차감한 공정가치 중 큰 금액으로 정의됨. K-IFRS 제1036호 문단19에 따라 회수가능액을 추정할 때 항상 처분부대원가를 차감한 공정가치와 사용가치를 모두 산정할 필요는 없으며, 두 금액 중 하나의 자산이 장부금액을 초과한다면 자산이 손상되지 않았으므로 다른 금액을 추정할 필요 없음

DCF Valuation Result

Wavve에 대한 투자지분(36.4%) 관련 회수가가능액(사용가치)을 검토함에 있어 향후 영업현금흐름을 기준으로 DCF법을 적용하여 다음과 같이 산정하였습니다.

회수가가능액(사용가치): 약 1,973억원 ~ 3,253억원

Valuation Result

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1~11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	Terminal*
EBIT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118	164,749
- Tax on EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	862	3,914	6,920	9,959	12,571	15,328	39,407
NOPLAT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	9,184	40,813	69,337	97,699	122,068	147,790	125,342
+ D&A					6,489		65,943	34,396	24,050	21,381	17,832	21,570	25,319	27,825	
- CAPEX					248		11,616	11,626	21,533	21,555	21,590	31,579	31,570	31,569	
- △ Net Working Capital					(1,739)		(4,258)	(5,210)	(3,691)	(2,117)	(2,251)	(1,385)	(1,163)	(893)	(667)
FCF					(2,260)		(29,726)	(7,426)	15,392	42,755	67,831	89,076	116,980	144,939	126,009
PVIF(WACC 11.15%)					1.00		0.94	0.85	0.76	0.68	0.62	0.55	0.50	0.45	
PV of FCF					(2,250)		(27,948)	(6,281)	11,714	29,275	41,786	49,369	58,332	65,024	

*1 '30년 EBIT x (1 + 1.0%) 적용

(단위: 백만원)

Operating Value	776,040
Sum. PV of FCF	219,020
Terminal Value*2 (Perpetual Growth 1.0%)	557,020
Non-Operating Value*3	89,136
Enterprise Value	865,175
(-) Net Debt*4	181,253
Recoverable Amount (사용가치)	683,923
Recoverable Amount for SK Square (지분율 36.4%*5)	248,700

*2 Terminal FCF / (WACC 11.1% - Perpetual Growth 1.0%) × PVIF(0.45, '30년 기준)

*3 단기금융상품, 투자선금금, 투자주식, 회원권 (장부금액 기준)

*4 전환사채 - 현금 등

*5 2022/11/30 기준 지분율: 보통주 및 전환주 1,741,717주 ÷ 총 발행주식 4,789,717주

Sensitivities Analysis

(단위: 억원)

		WACC				
		9.15%	10.15%	11.15%	12.15%	13.15%
Perpetual growth rate	0.0%	3,103	2,647	2,277	1,973	1,717
	0.5%	3,270	2,775	2,377	2,052	1,781
	1.0%	3,458	2,917	2,487	2,138	1,850
	1.5%	3,671	3,075	2,608	2,233	1,925
	2.0%	3,913	3,253	2,742	2,337	2,007
			Max	Median	Min	

Projected Profit & Loss

추정기간('22년 12월 ~ '30년) 동안 B2C 및 SKT(MNO) 등을 통한 OTT 사업 확대 계획에 기반하여 매출이 증가 추세(연간 약 13%)를 유지함에 따라 영업이익 전환과 더불어 '30년 기준 매출 6,672억원, 영업이익 1,631억원을 달성할 것으로 예상됩니다.

P&L

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Revenue	97,281	180,212	230,147	232,319	23,739	256,058	289,981	343,780	410,852	466,246	518,389	575,898	622,073	667,173
미디어매출	85,423	141,262	174,709	186,068	19,160	205,227	266,204	333,322	395,681	448,122	497,953	548,055	590,310	632,462
판권매출	3,898	25,743	41,299	28,866	3,531	32,397	17,876	4,719	8,465	10,603	12,140	18,766	22,025	24,315
광고매출	1,330	2,144	5,763	4,266	296	4,562	4,110	5,147	6,110	6,919	7,689	8,462	9,115	9,766
제휴매출	6,630	11,062	8,377	13,120	752	13,872	1,790	593	597	601	607	614	622	630
Growth %	n.a.	85.2%	27.7%	21.1%	(48.9%)	11.3%	13.2%	18.6%	19.5%	13.5%	11.2%	11.1%	8.0%	7.3%
Operating Expenses	110,992	197,154	285,970	350,409	33,979	384,388	378,292	379,187	400,806	421,519	442,132	468,239	487,434	504,056
인건비	6,854	10,019	13,167	18,143	1,499	19,641	19,163	20,448	21,859	23,513	25,111	26,639	28,242	29,717
변동비	86,524	147,791	192,788	236,767	22,428	259,195	267,291	299,830	331,538	354,259	377,691	399,189	413,612	426,764
고정비	17,614	39,344	80,014	95,499	10,052	105,551	91,839	58,909	47,410	43,747	39,329	42,410	45,579	47,575
EBIT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118
EBIT %	(14.1%)	(9.4%)	(24.3%)	(50.8%)	(43.1%)	(50.1%)	(30.5%)	(10.3%)	2.4%	9.6%	14.7%	18.7%	21.6%	24.4%
EBITDA	(7,187)	7,826	(884)	(46,113)	(3,751)	(49,864)	(22,368)	(1,011)	34,096	66,107	94,089	129,229	159,958	190,943
Others	(14,031)	(12,542)	(9,451)	(8,023)	-	(8,023)	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income	713	4,059	4,048	4,448	-	4,448	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Loss	(14,744)	(16,601)	(13,499)	(12,471)	-	(12,471)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(27,742)	(29,484)	(65,273)	(126,113)	(10,240)	(136,353)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118
- Income Taxes	(6,501)	1,632	1,176	-	-	-	-	-	2,188	10,362	17,992	25,591	32,121	39,012
NI	(21,241)	(31,116)	(66,449)	(126,113)	(10,240)	(136,353)	(88,311)	(35,406)	7,858	34,365	58,265	82,067	102,519	124,105
NI %	(21.8%)	(17.3%)	(28.9%)	(54.3%)	(43.1%)	(53.3%)	(30.5%)	(10.3%)	1.9%	7.4%	11.2%	14.3%	16.5%	18.6%

WACC

추정 영업현금흐름에 적용할 할인율(WACC)은 11.15%로 산출됩니다.

자기자본비용: CAPM 모형에 따라 동종기업(12개 회사)의 평균 β_u 를 활용하여 산정함 (13.70%)

타인자본비용: 회사의 가중평균이자율을 참고함 (3.80%)

WACC Calculation

	구분	산정 결과	비고	
Basic Information	무위험수익률 (Rf)	3.68%	• Bloomberg ('22.11.30 기준 한국 무위험수익률)	Unlevered Beta 0.97
	시장위험프리미엄 (MRP)	8.00%	• 2022 KICPA Study (한국 시장위험프리미엄 평균)	
	무부채베타 (Unlevered Beta)	0.97	• 동종기업 12개 회사 평균 β_u , Bloomberg ('22.11.30 기준)	목표자본구조 반영
	목표자본구조 (D/E)	30.9%	• 동종기업 12개 회사 평균 D/E Ratio, Bloomberg	Levered Beta 1.20
	법인세율 (t)	24.2%	• 과세표준 200억원 초과 3,000억원 미만 세율 (주민세 포함)	
	부채베타 (Levered Beta)	1.20	• $\beta_L = \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E]$	Rf + MRP x β_L + Premium
	Size Premium	0.44%	• 2022 KICPA Study (3분위 Cap(KRW 402B ~ 719B) Size Premium)	자기자본비용 13.70%
Business Plan	세전 타인자본비용 (Kd)	3.80%	• 회사의 가중평균이자율 ('22.11.30 기준, 전환사채 이자율)	
	자기자본비용 (Ke)	13.70%	• $Ke = Rf + MRP \times \text{Levered Beta} + \text{Size Premium}$	목표자본구조 반영
	자기자본 비중	76.4%	• $E / (D+E)$	
	세후 타인자본비용 (Ki)	2.88%	• $Ki = Kd \times (1 - t)$	세후 타인자본비용 2.88%
	타인자본비중	23.6%	• $D / (D+E)$	
	WACC	11.15%	• $WACC = Ke \times (E/(D+E)) + Ki \times (D/(D+E))$	

Overview

Company Overview

콘텐츠웨이브는 SBS, MBC, KBS 등 지상파 방송사의 합작투자자로 설립되어 PC, 스마트폰, 스마트TV, OTT 셋톱박스 등 다양한 디바이스를 통해 언제 어디서나 미디어 콘텐츠를 즐길 수 있는 OTT 플랫폼을 운영하고 있습니다.

Company Overview

회사명	콘텐츠웨이브 주식회사			
주소	서울 영등포구 여의나루로 60, 19층 (여의도동, 여의도포스트타워)			
대표이사	이태현			
주주	최대주주(SK Telecom) 외 지상파 방송사 3사			
	주주	보통주	전환주	지분율
	SK Telecom	435,431 주	1,306,286 주	36.3%
	SBS	1,016,000 주	-	21.2%
	MBC	1,016,000 주	-	21.2%
	e-KBS	1,016,000 주	-	21.2%
	Total	3,483,431 주	1,306,286 주	100.0%
설립일자	2012년 5월 16일			
인원	총 196명 (2022년 11월 기준)			
사업목적	방송프로그램, 영화, 비디오물, 오디오물의 배급, 제작 등 (업종: 영화, 비디오물 및 방송프로그램 배급업)			
사업분야	콘텐츠 서비스: N-Screen 기반			
	오리지널 콘텐츠: 프로그램 제작투자			
	글로벌 OTT사업: 한류 콘텐츠 기반			

(Source : 회사 제시)

주요 연혁

2012	5월 회사 설립 7월 P00Q 서비스 Open 9월 P00Q 유료서비스
2013	2월 삼성/LG 스마트TV 제휴
2014	9월 아시안게임 독점 운영 12월 상암동 본사 이전
2015	6월 P00Q 2.0 서비스 Open 영화서비스 개시 11월 프리미어 12 독점중계
2016	9월 B2B 서비스 'P00Q Zone' Open Quick VOD 서비스 Open
2017	4월 홈쇼핑채널 Open 11월 UHD 서비스 'TIVIVA' Open
2018	4월 P00Q 3.0 서비스 Open
2019	5월 SKT 옥수수 Biz. 사업결합 9월 SKT 지분참여 Wavve 출범
2021	2월 본점 이전 (여의도포스트타워) 5월 자회사 '스튜디오웨이브' 설립
2022	11월 현재 총 가입자 1,189만명 (유료: 287만명) 12월 wavve Americas 지분 40.0% 취득 (글로벌 확장 거점)

Financial Performance

'19년 OTT사업 양수 및 SK Telecom과의 전략적 제휴 등 적극적 사업 확장으로 인하여 콘텐츠 투자 등이 과거 대비 증가하였습니다. 사업 확장에 따른 투자 지출 확대 등으로 '22년 11월 현재 영업손실이 약 1,181억원 발생하고 있습니다.

Net Assets

	K-GAAP			
(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (11월말)
Assets	314,721	315,116	383,987	290,129
현금 등	238,639	187,195	190,495	98,210
매출채권	20,022	32,366	35,061	22,606
미수수익	311	0.1	-	-
미수금	473	2,105	2,710	2,775
선급비용 ^{*1}	13,225	19,217	21,978	24,610
유형자산	8,192	2,145	2,177	2,673
무형자산	30,007	66,147	113,030	117,271
투자자산	-	-	8,923	17,829
기타자산	3,853	5,940	9,614	4,157
Liabilities	213,042	244,553	279,889	312,143
매입채무	20,776	21,616	31,792	41,472
미지급금 ^{*1}	5,067	17,216	26,520	25,614
미지급비용 ^{*1}	8,559	10,538	16,540	21,035
선수금	2,098	4,616	2,235	2,857
선수수익	-	3,339	4,221	9,966
퇴직급여충당부채	-	-	-	1,571
전환사채	176,346	186,961	198,273	209,210
기타부채	196	266	308	419
Net Assets	101,679	70,563	104,098	(22,015)

*1 장단기 포함
(Source : 회사 제시)

Profit & Loss

	K-GAAP			
(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)
매출액	97,281	180,212	230,147	232,319
미디어	85,423	141,262	174,709	186,068
판권	3,898	25,743	41,299	28,866
광고	1,330	2,144	5,763	4,266
제휴(기타)	6,630	11,062	8,377	13,120
매출원가^{*2}	101,245	-	-	-
매출총이익	(3,963)	180,212	230,147	232,319
판매비와관리비 ^{*2}	9,748	197,154	285,970	350,409
영업이익	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)
EBIT %	(14.1%)	(9.4%)	(24.3%)	(50.8%)
영업외수익	713	4,059	4,048	4,448
영업외비용	(14,744)	(16,601)	(13,499)	(12,471)
법인세비용차감전순이익	(27,742)	(29,484)	(65,273)	(126,113)
법인세비용(수익)	(6,501)	1,632	1,176	-
당기순이익	(21,241)	(31,116)	(66,449)	(126,113)
NI %	(21.8%)	(17.3%)	(28.9%)	(54.3%)

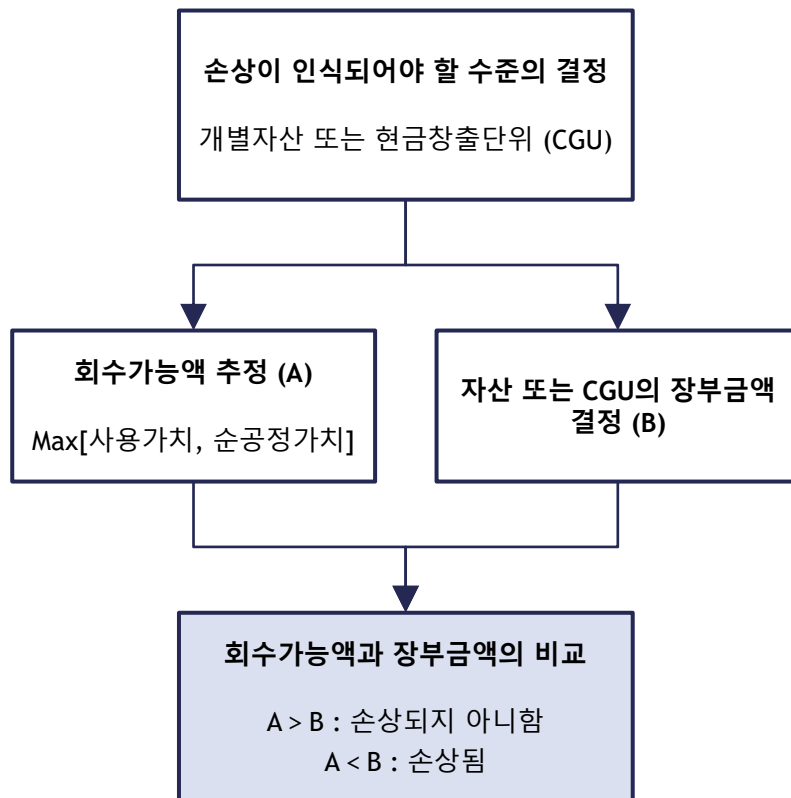
*2 '20년 이후 매출원가와 판매비와관리비를 영업비용으로 통합하여 관리함 (계정분류 변경)

CF Projection

Methodologies

자산의 손상검사와 관련한 기본적인 검토방법은 다음과 같습니다.

■ Impairment Review Overview



- 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 제1036호 자산손상은 손상검사 (Impairment Test)와 관련하여 다음과 같은 일반 원칙을 제시하고 있습니다.
- 자산의 회수가능액이 장부금액에 미달하는 경우 자산의 장부금액을 회수가능액으로 감소시키도록 하고 있으며, 이때 감소금액은 손상차손으로 당기 손익에 반영됩니다.
- 회수가능액(Recoverable Amount)은 자산 또는 현금창출단위(CGU)의 순공정가치(FVLCTS)와 사용가치(VIU) 중 큰 금액입니다.
- 순공정가치(FVLCTS)는 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산 또는 현금창출단위의 매각으로부터 수취할 수 있는 금액에서 처분비용을 차감한 금액입니다.
- 사용가치(VIU)는 자산이나 현금창출단위에서 창출된 것으로 기대되는 미래현금흐름의 현재가치입니다.

Valuation Methodologies

기업가치를 평가하는 방법에는 자산가치 평가방법, 시장가치 평가방법, 수익가치 평가방법 등 다양한 방법이 있으며, 회사의 특성을 고려하여 수익가치 평가방법 중 현금흐름할인법(DCF)에 의한 가치평가를 수행하였습니다.

Valuation Methodologies

Income Approach :

- 기업이 평가일 현재 보유한 유·무형의 자산을 통하여 미래에 창출해 낼 것으로 기대되는 수익 또는 현금흐름을 그 수익 창출에 내재된 위험 요인을 고려한 적절한 할인율로 할인하여 기업가치를 평가하는 방법으로, 현금흐름할인법(DCF: Discounted Cash Flow Method)으로 주로 평가함
- 현금흐름할인법은 실무적으로 가장 널리 활용되고, 이론적으로도 가장 우수한 방법으로 알려져 있으나, 기업가치를 결정하는 세 가지 주요 요소인 미래잉여현금흐름(FCF: Free Cash Flow), 할인율, 추정기간 이후의 영구가치(Terminal Value)의 평가 시 평가자의 전문가적 판단이 요구됨

Market Approach :

- 시장에서 거래되는 가격과 평가대상회사의 재무상황이나 가치창출 동인을 상호 비교함으로써 기업의 가치를 평가하는 방법
- 상장기업의 경우 증권시장에서 형성된 주가를 기초로 주식발행기업의 시장가치를 평가할 수 있고, 비상장기업의 경우 객관적인 시장가치는 존재하지 않으나 유사한 영업 환경에 속하고 규모가 비슷한 상장기업의 주가를 이용하여 상대적인 가치를 산정할 수 있음

Asset-based Approach :

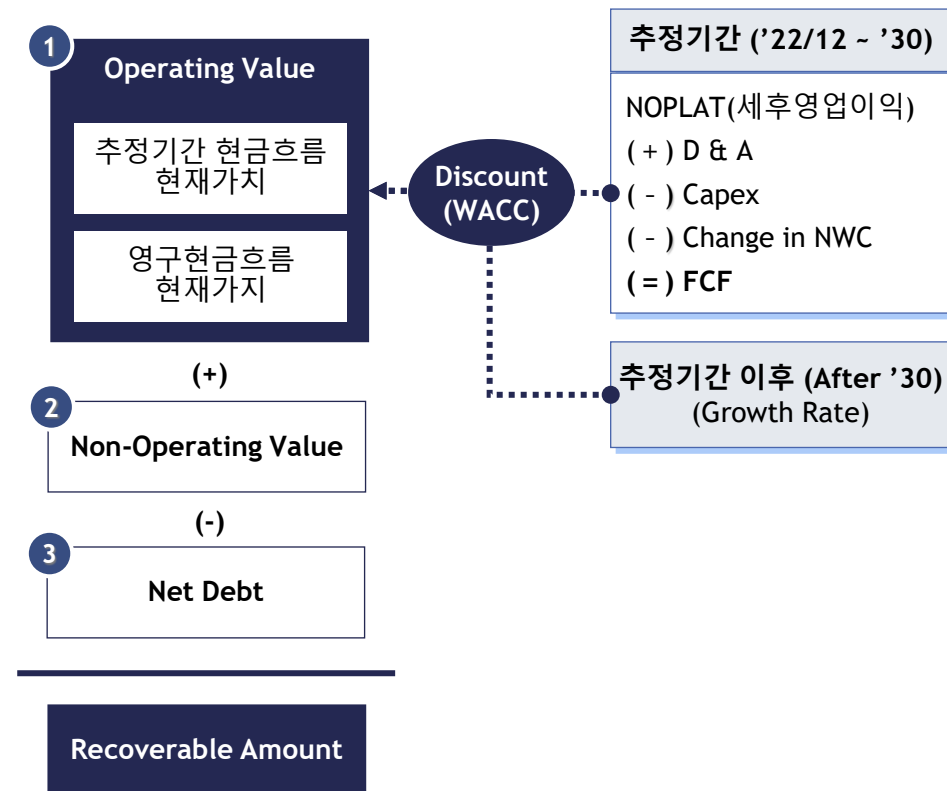
- 기업이 현재 보유하고 있는 총자산의 공정가치를 기업가치로 보고 순자산의 공정가치를 자기자본의 공정가치로 평가하는 방법
- 장점: 비교적 단순하고 객관적 평가방법 / 단점: 장부상 반영되어 있지 않은 무형자산의 가치를 반영하기 어렵고, 기업이라는 실체가 미래의 수익 또는 현금흐름창출을 목적으로 존재하는 계속기업을 가정한다는 점에서 기업의 수익창출능력을 반영하지 못함

Income Approach	Market Approach	Asset-based Approach
<ul style="list-style-type: none"> ■ 미래에 예상되는 효익을 적절한 할인율을 적용하여 가치로 전환시켜 평가 대상을 측정하는 방법 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 시장에서 입수한 비슷한 거래에서 사용된 Multiple 또는 가격을 적용하여 산출함 (Trading / Transaction) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 개별 자산 및 부채를 적정한 가치를 나타낼 수 있도록 수정한 후, 이를 합산하여 가치를 측정하는 방법
<div>✓ 기업현금흐름할인모형 (DCF법)</div>	<div>EV/EBITDA Multiple</div>	<div>장부가액법</div>
<div>주주현금흐름할인모형</div>	<div>PSR(Price to Sales ratio)</div>	<div>공정가액법</div>
<div>배당할인모형</div>	<div>PER(Price to Earning ratio)</div>	<div>청산가치</div>

Valuation Methodologies, 계속

추정기간('22/12 ~ '30년) 동안의 잉여현금흐름 및 추정기간 이후 영구현금흐름을 WACC으로 할인하여 영업가치를 산정한 후, 비영업용자산 가치의 가산 및 순차입금의 차감을 통하여 대상회사 지분에 대한 회수가능액을 산정하였습니다.

Valuation Approach



① Operating Value

- 추정기간 내 발생 현금흐름에 대한 Value를 기준으로 추정기간 이후 영구현금흐름에 대한 Value를 추가로 반영함
- 추정기간 : 향후 8.1년 ('22년 12월 ~ '30년) 동안 영업으로 인한 순 현금유입액(세금효과 및 운전자본변동 포함)에 설비 등 투자액을 차감한 연도별 현금흐름
 - 회사 제시 사업계획 검토
 - '19 ~ '22/11 동안의 과거 실적 및 추세를 고려하여 Revenue / Operating Expenses / Capex / Change in NWC 등 추정 (가입자의 경우, '19 ~ '22/11 동안의 추세를 검토함)
- 추정기간 이후 : '30년 이후 영구성장률(1.0%) 적용에 따른 현금흐름
 - NOPLAT : '30년 EBIT x (1 + 영구성장률) - Tax (구간별 세율 적용)
 - Capex : 설비 기능유지를 위한 감가상각비 수준의 재투자 가정
 - Change in NWC : 영구성장률에 따른 순운전자본의 증감 반영

② Non-Operating Value

- 단기금융상품, 투자선급금, 투자주식, 회원권 등 비영업자산에 대하여 장부금액 반영함

③ Net Debt

- 전환사채와 현금 등을 고려하여 Value 산정 시 반영함

General Assumptions

회사 지분에 대한 회수가능액(사용가치)을 검토함에 있어 영향을 미치는 기본 가정사항은 다음과 같습니다.

Item	Assumptions	Valuation 적용									
General	검토기준일	<ul style="list-style-type: none">공정가치 검토기준일 : 2022/11/30추정기간 : 8.1년 (2022년 12월 ~ 2030년)<ul style="list-style-type: none">세무상 이월결손금 공제효과 완료되는 시점 및 가입자 안정화 유지 시점을 고려하여 Normalized FCF 산정함									
	현금흐름	<ul style="list-style-type: none">기중현금흐름									
	WACC	<ul style="list-style-type: none">11.1% (D/E Ratio: 30.9%)									
	영구성장률	<ul style="list-style-type: none">1.0% ('30년 이후 현금흐름 추정 시, 적용 성장률)									
Macro Indicator	물가상승률 (EIU, 2022/11)	<ul style="list-style-type: none">한국 (South Korea)									
		22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	
		5.2%	2.4%	0.6%	1.0%	1.2%	1.3%	1.9%	1.9%	1.9%	
	임금상승률 (EIU, 2022/11)	<ul style="list-style-type: none">한국 (South Korea)									
		22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	
		6.7%	4.0%	1.9%	2.3%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	
Tax Rate	<ul style="list-style-type: none">한국 (South Korea)										
	2억원 이하		2억원 초과 ~ 200억원 이하		200억원 초과 ~ 3,000억원 이하		3,000억원 초과				
	11.0%		22.0%		24.2%		27.5%				
	※ 주민세 10% 포함										
		→ 평가기준일 현재 개정안 미확정으로 인한 예측불가능성으로 인하여 현행 법인세율 적용									
		<ul style="list-style-type: none">세무상 이월결손금 반영 ('21년말 기준: 약 793억원)									

Revenue

매출을 추정함에 있어 가입자 및 ARPU를 기준으로 산정한 미디어매출 뿐만 아니라 판권, 광고 및 제휴 매출의 발생 효과도 검토함에 있어 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Revenue	미디어	B2C	추정 방안	
			유료가입자	ARPU
			<ul style="list-style-type: none"> 유료가입자: 기존 유료가입자 + 신규추가(최초가입, 재구매) - 이탈 신규추가: 전체가입자 중 고객별(신규, 재구매 등) 유료 전환율에 따라 산정 <ul style="list-style-type: none"> 전체가입자: 신규가입자의 월별 추세와 평균 탈퇴율을 고려하여 산정 <ul style="list-style-type: none"> 월평균 신규가입: B2C 확대 노력 등으로 인한 증가 추세 반영 후 기존 감소 추세 적용 ('22년 월평균 약 47만명 → '23년 월평균 약 58만명 → '30년 월평균 약 41만명) 탈퇴율: '22년*1 평균 3.7% 유지 유료 전환율: '22년 하반기*2 평균 유료 전환율을 기준으로 과거 상위 2.5% 범위 내 평균 수준에 도달함을 전제하여 개선 효과 적용 <ul style="list-style-type: none"> 최초가입: '22년 하반기 33.3% → '25년 이후 41.5% ('24년 이후 연간 5.8%*3 개선 효과 반영) 재구매: '22년 하반기 0.5% → '30년 1.3% (연간 0.1% 개선 효과 반영) 이탈: '22년*1 평균 이탈율을 기준으로 '21년 대비 '22년 개선 효과*4를 참고하여 '24년 이후 적용 ('22년 15.3% → '30년 9.9%) 가입자 구성: 1 device 비중 감소 추세를 고려하였으며, 상대적으로 ARPU가 높은 2 devices 및 4 devices 비중으로의 대체를 반영함 <ul style="list-style-type: none"> 1 device: '22년 54.9% → '30년 13.9% / 2 devices: '22년 30.4% → '30년 55.4% / 4 devices: '22년 14.7% → '30년 30.7% 	
			<ul style="list-style-type: none"> Average Revenue per User '22년*1 평균 ARPU 기준으로 물가상승률 적용 (기준: 1 device - 6,090원 / 2 devices - 9,808원 / 4 devices - 11,555원) 	

*1 '22/01 ~ '22/11

*2 '22/07 ~ '22/11

*3 '21년 평균 25.2% → '22년 평균 31.0% (Max, Min 제외 후 효과)

*4 '21년 평균 16.1% → '22년 평균 15.2% (Max, Min 제외 후 효과)

Revenue, 계속

매출을 추정함에 있어 가입자 및 ARPU를 기준으로 산정한 미디어매출 뿐만 아니라 판권, 광고 및 제휴 매출의 발생 효과도 검토함에 있어 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Revenue	미디어	B2B - 일반	<div>유료가입자 X ARPU</div> <ul style="list-style-type: none"> • 유료가입자 '19/01 이후 유료가입자의 월별 추세를 고려하여 산정 ('23년: Covid-19 영향에 따른 감소 추세 적용 → 이후 기존 증가 추세 전환) • Average Revenue per User '22년*1 평균 ARPU 기준으로 물가상승률 적용 (기준: 8,624원)
		B2B - SKT (MNO)	<div>정산대상 가입자 X ARPU</div> <ul style="list-style-type: none"> • 매출정산대상 가입자 고객별 신규가입 후 잔존율에 따라 산정 (정산대상: 요금제 - 가입 2개월 경과 후, 프로모션 - 가입 1개월 경과 후) <ul style="list-style-type: none"> - 신규가입: '20/01 이후 신규가입자의 월별 추세를 고려하여 산정 (월평균 가입자: 최근 감소 추세 적용 → '23년 이후 기존 증가 추세 전환) → 요금제/프로모션 구분 (요금제 84% ~ 87%, 프로모션 13% ~ 16%) - 잔존율: '19/04 최초 발생 이후 월별 잔존율 추세를 고려하여 산정 (SKT 약정기간 108개월 반영 → 36개월 계약기간 2회 연장 적용) • Average Revenue per User '22년*1 평균 ARPU 기준으로 물가상승률 적용 (기준: 5,738원)

*1 '22/01 ~ '22/11

Revenue, 계속

매출을 추정함에 있어 가입자 및 ARPU를 기준으로 산정한 미디어매출 뿐만 아니라 판권, 광고 및 제휴 매출의 발생 효과도 검토함에 있어 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Revenue	미디어	PPV	<div>PPV 판매량 X ARPU</div> <ul style="list-style-type: none"> • PPV 판매량 '22년 하반기*1 평균 유료가입자(B2C & SKT(MNO)) 대비 PPV 판매 비율 적용 (기준: 3.8%) • Average Revenue per User '22년*2 평균 ARPU 기준으로 물가상승률 적용 (기준: 3,580원)
	판권		<div>판권 투자 (Capex) X 회수율 X 회수 Schedule</div> <ul style="list-style-type: none"> • 국내 및 해외 판매 '22/11 기준 보유 중인 판권 및 회사 제시 사업계획을 기준으로 과거 평균 회수율, 회수 Schedule을 적용 매출 반영 대상 판권: '20년 639억원, '21년 841억원, '22년 794억원 → '23년 이후 판권 투자 계획 적용 회수율: 회수율 개선 효과 적용 (Benchmark: 드라마 약 28% / 예능 약 38% → '30년: 드라마 약 79% / 예능 약 104%) • 해외(PCCW) '22년 하반기*1 월평균 매출(1,255백만원)을 기준으로 물가상승률 적용 ('23/03 이후 미발생)

*1 '22/07 ~ '22/11

*2 '22/01 ~ '22/11

Revenue, 계속

매출을 추정함에 있어 가입자 및 ARPU를 기준으로 산정한 미디어매출 뿐만 아니라 판권, 광고 및 제휴 매출의 발생 효과도 검토함에 있어 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Revenue	광고		미디어매출 X 매출 대비 비율
	<ul style="list-style-type: none"> 프리롤 / 미드롤 '22년 하반기*1 평균 미디어매출 대비 발생 비율 적용 (프리롤: 0.3%, 미드롤: 1.2%) 		
	제휴	서비스	<ul style="list-style-type: none"> SKT / 삼성전자 / LG전자 회사 제시 사업계획 적용 (SKT: 우주패스 도입에 다른 계약 상 매출 적용 / SKT 외: 과거 발생 수준 유지)
		홈쇼핑	전년도 월 매출 X (1 + 물가상승률)
			<ul style="list-style-type: none"> 월 매출 '22년*2 월평균 매출(32백만원)을 기준으로 물가상승률 적용

*1 '22/07 ~ '22/11

*2 '22/01 ~ '22/11

Revenue, 계속

SK Broadband로부터의 OTT사업 양수 이후 SK Telecom과의 전략적 제휴에 기반한 MNO 가입자 활용, 판권 투자 등 OTT사업 확대 계획에 따라 추정기간 동안 매출이 '22년 2,561억원에서 '30년 6,672억원으로 증가할 것으로 예상됩니다.

Revenue Projection

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	CAGR*2
Revenue															
미디어	85,423	141,262	174,709	186,068	19,160	205,227	266,204	333,322	395,681	448,122	497,953	548,055	590,310	632,462	15.1%
B2C	65,181	80,408	92,955	107,796	11,089	118,886	155,946	204,068	242,734	270,309	294,370	320,168	346,739	374,281	
B2B 일반	3,876	4,249	4,392	3,169	264	3,433	3,145	3,140	3,260	3,379	3,494	3,627	3,758	3,887	
SKT(MNO)	10,497	52,045	73,953	71,304	7,444	78,748	102,139	120,046	142,583	166,439	191,229	214,542	229,427	243,247	
SKT(제휴)*1	5,870	374	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PPV	-	4,186	3,409	3,798	362	4,161	4,974	6,067	7,103	7,996	8,861	9,718	10,387	11,047	
Growth %	n.a.	65.4%	23.7%	6.5%	(89.7%)	971.1%	29.7%	25.2%	18.7%	13.3%	11.1%	10.1%	7.7%	7.1%	
판권	3,898	25,743	41,299	28,866	3,531	32,397	17,876	4,719	8,465	10,603	12,140	18,766	22,025	24,315	△3.5%
국내판매	349	7,756	12,776	8,358	1,352	9,710	6,174	2,553	4,260	4,966	5,626	8,466	9,483	10,424	
해외판매	3,549	4,617	16,493	10,575	924	11,499	7,846	2,166	4,205	5,637	6,514	10,300	12,542	13,891	
PCCW	-	13,371	12,030	9,933	1,255	11,188	3,856	-	-	-	-	-	-	-	
Growth %	n.a.	560.4%	60.4%	(30.1%)	(87.8%)	817.4%	(44.8%)	(73.6%)	79.4%	25.2%	14.5%	54.6%	17.4%	10.4%	
광고	1,330	2,144	5,763	4,266	296	4,562	4,110	5,147	6,110	6,919	7,689	8,462	9,115	9,766	10.0%
프리롤	1,325	2,139	1,794	911	61	971	844	1,056	1,254	1,420	1,578	1,737	1,871	2,004	
클립	5	5	5	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	
미드롤	-	-	3,964	3,355	235	3,590	3,267	4,090	4,856	5,499	6,111	6,726	7,244	7,761	
Growth %	n.a.	61.2%	168.8%	(26.0%)	(93.1%)	1442.0%	(9.9%)	25.2%	18.7%	13.3%	11.1%	10.1%	7.7%	7.1%	
제휴	6,630	11,062	8,377	13,120	752	13,872	1,790	593	597	601	607	614	622	630	△32.1%
서비스	6,405	10,749	7,957	12,771	720	13,491	1,400	200	200	200	200	200	200	200	
홈쇼핑	225	313	419	349	32	381	390	393	397	401	407	414	422	430	
Growth %	n.a.	66.8%	(24.3%)	56.6%	(94.3%)	1745.2%	(87.1%)	(66.9%)	0.7%	0.8%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	
Total	97,281	180,212	230,147	232,319	23,739	256,058	289,981	343,780	410,852	466,246	518,389	575,898	622,073	667,173	12.7%

*1 옥수수 사업 관련 매출 포함 ('19년 5,870백만원)

*2 '22F ~ '30F 기준

[Backup] 가입자

Revenue Projection

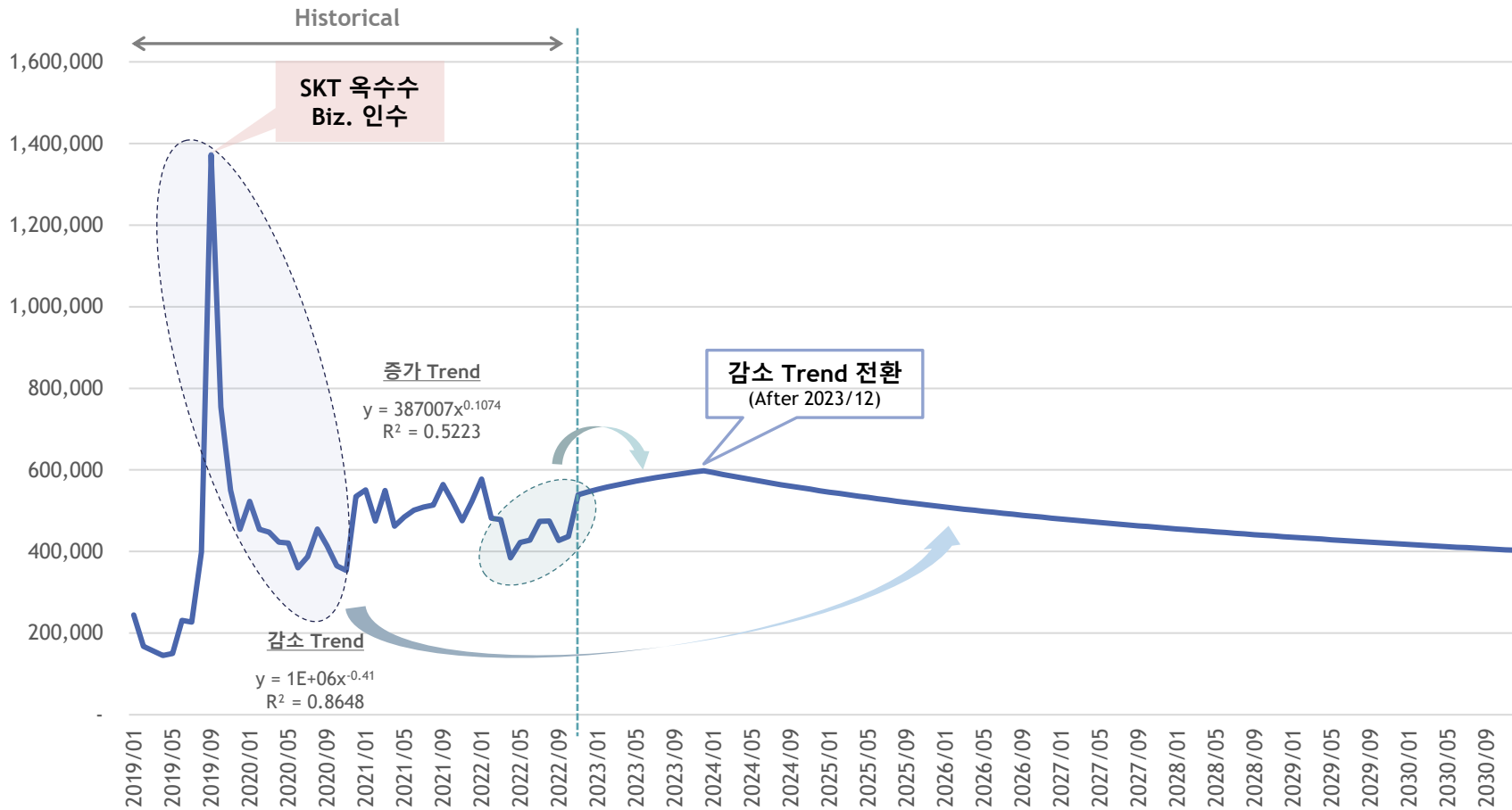
(단위: 천명)

	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
B2C														
전체가입자	7,757	10,039	11,632	11,877	11,981	11,981	13,284	14,006	14,054	13,762	13,315	12,813	12,308	11,825
신규가입	4,854	5,139	6,131	5,124	546	5,670	6,928	6,845	6,339	5,942	5,619	5,350	5,121	4,922
탈퇴	(1,029)	(2,856)	(4,538)	(4,879)	(443)	(5,321)	(5,625)	(6,123)	(6,291)	(6,234)	(6,066)	(5,853)	(5,626)	(5,404)
유료가입자	843	915	1,146	1,308	1,342	1,342	1,603	1,986	2,209	2,343	2,465	2,589	2,715	2,844
신규가입	1,389	1,799	2,178	2,227	234	2,461	2,974	3,575	3,683	3,639	3,597	3,551	3,503	3,453
최초가입	1,000	1,227	1,547	1,609	180	1,789	2,293	2,696	2,644	2,476	2,340	2,227	2,131	2,047
재구매	389	571	631	618	54	672	681	879	1,039	1,163	1,256	1,324	1,372	1,405
이탈	(1,204)	(1,727)	(1,945)	(2,044)	(200)	(2,244)	(2,713)	(3,191)	(3,460)	(3,506)	(3,474)	(3,428)	(3,377)	(3,323)
※ 유료가입자 구성														
1 device*1		646	699	657	664	664	671	702	660	592	526	467	414	366
2 devices		189	304	431	448	448	610	835	1,003	1,131	1,251	1,367	1,481	1,594
4 devices		80	143	220	230	230	322	449	546	620	688	755	820	884
B2B - 일반														
유료가입자	42	46	37	31	31	31	29	30	31	31	32	32	33	34
B2B - SKT(MNO)														
매출정산대상 가입자	477	918	1,099	1,233	1,297	1,297	1,547	1,828	2,133	2,436	2,746	2,929	3,056	3,233
요금제	398	789	967	1,041	1,106	1,106	1,387	1,673	1,979	2,281	2,588	2,779	2,916	3,098
프로모션	79	129	132	191	192	192	160	155	154	155	158	150	140	134

[Backup] 가입자 Trend Analysis

■ B2C 신규가입자

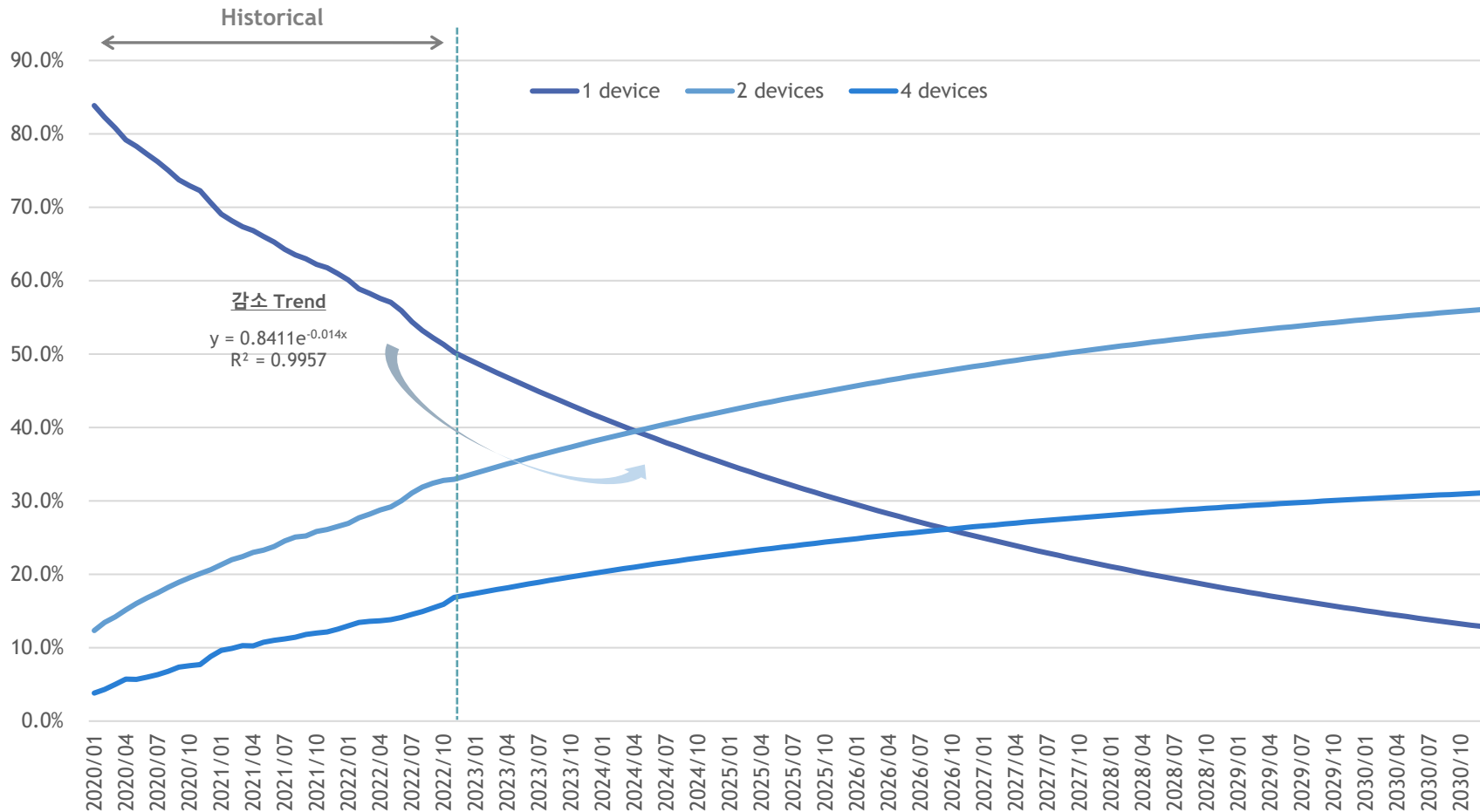
(단위:명)



[Backup] 가입자 Trend Analysis, 계속

■ B2C 유료가입자 구성비율

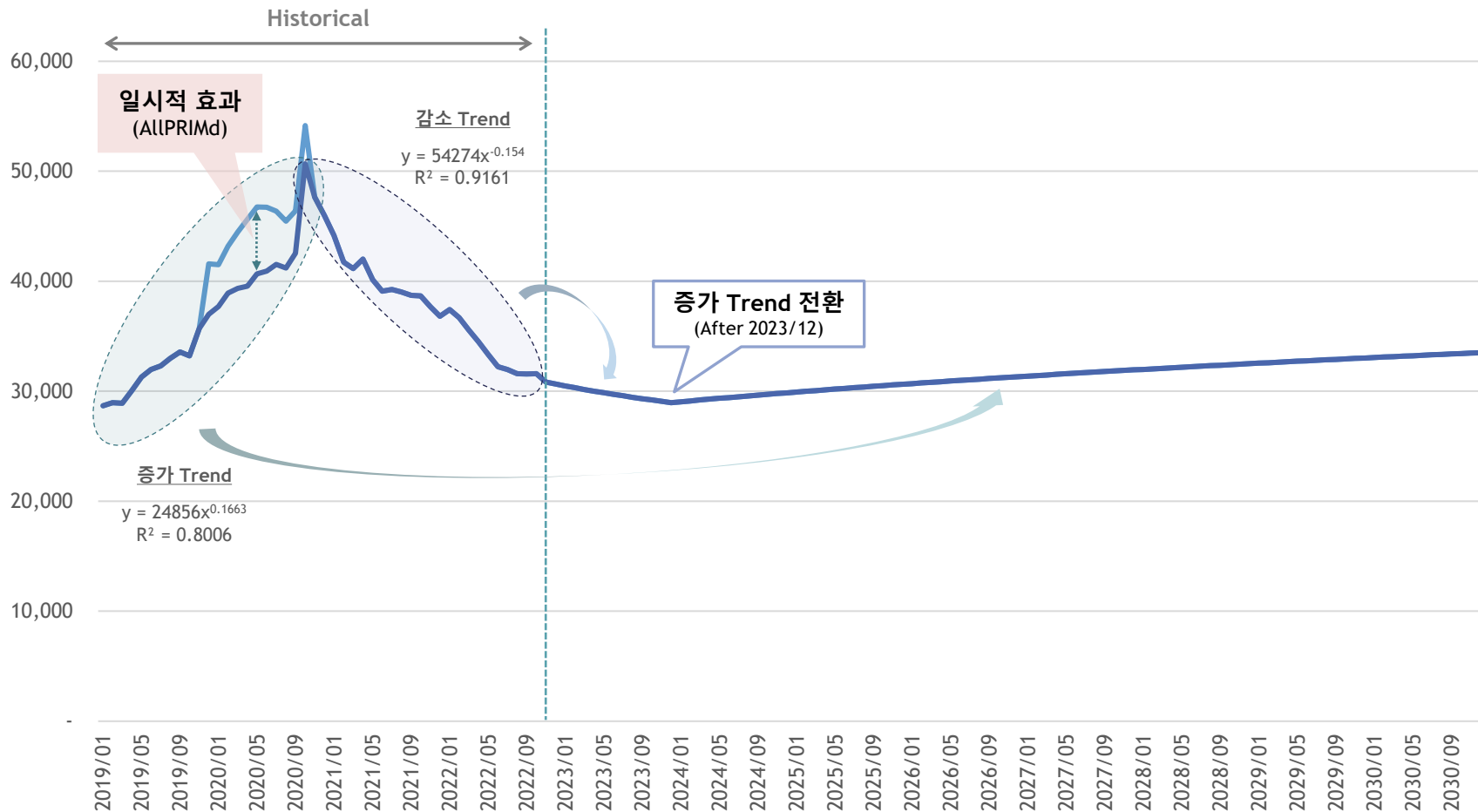
(단위:%)



[Backup] 가입자 Trend Analysis, 계속

■ B2B 유료가입자(누적)

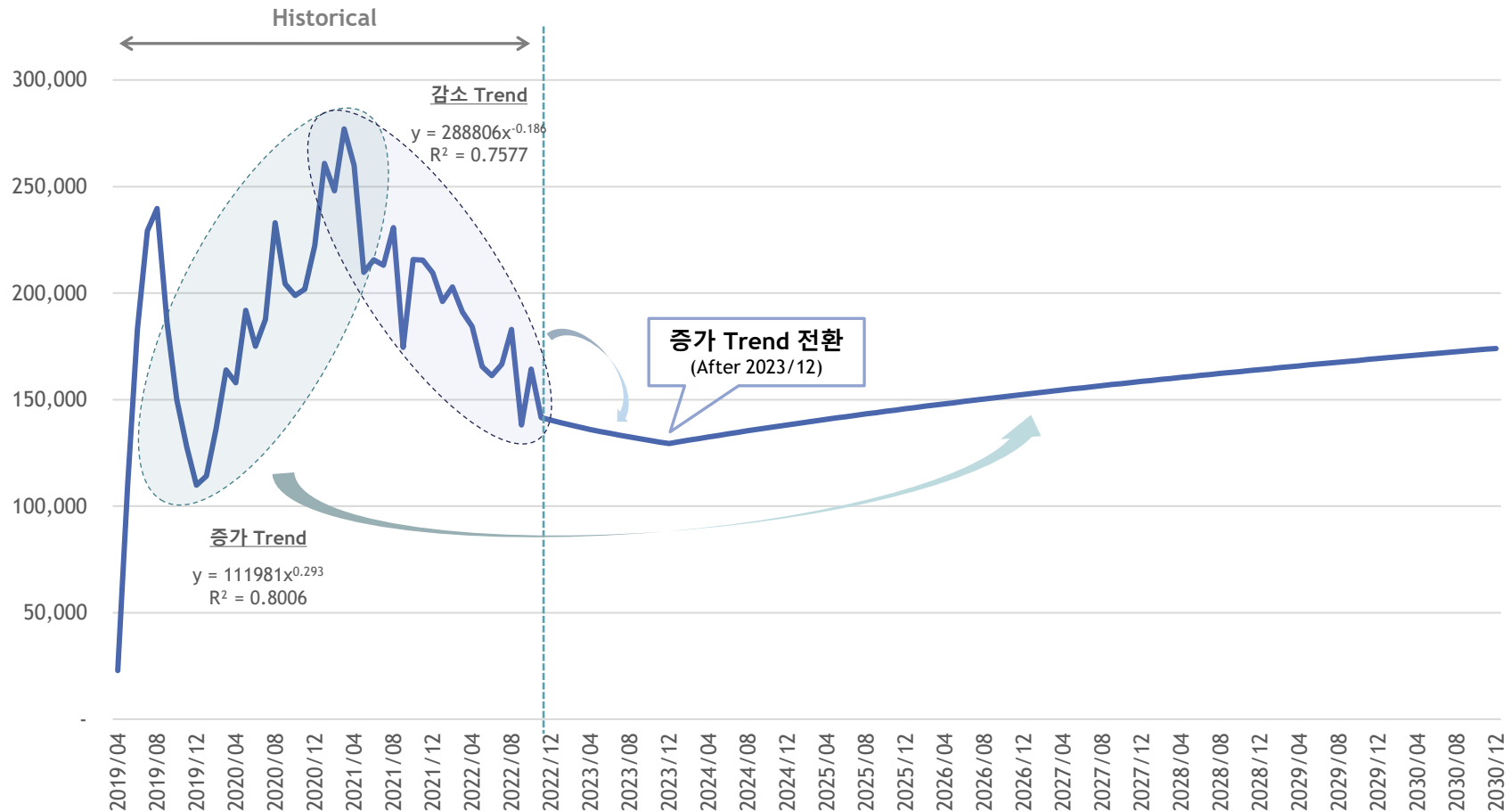
(단위:명)



[Backup] 가입자 Trend Analysis, 계속

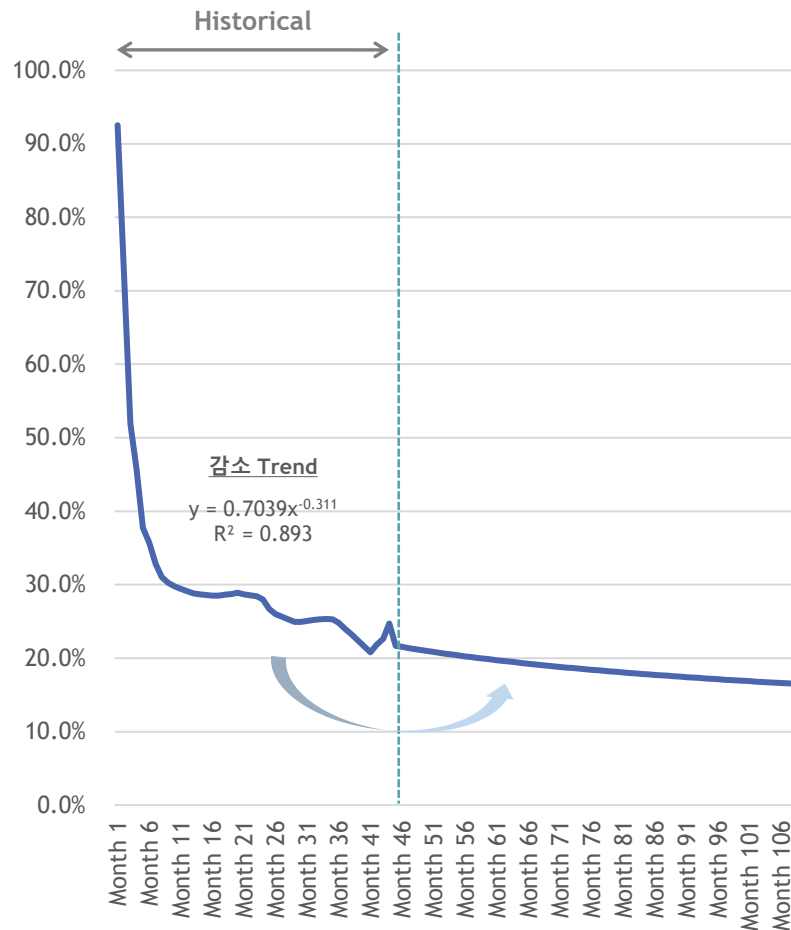
■ SKT(MNO) 신규가입자

(단위:명)

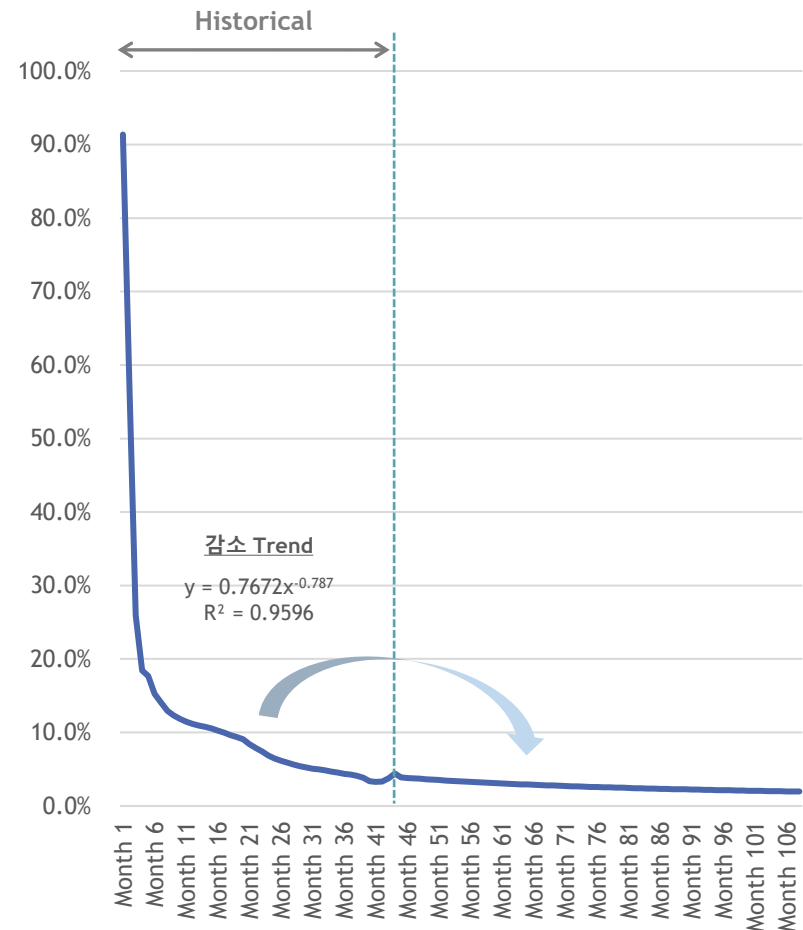


[Backup] 가입자 Trend Analysis, 계속

■ SKT(MNO) 잔존율 - 요금제



■ SKT(MNO) 잔존율 - 프로모션



[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis

■ 판권 회수율 - 국내판매

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
드라마										
조선로코-녹두전	9,600	2019/11	9.8%	0.9%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
폰대인턴	7,440	2020/05	30.0%	8.9%	3.2%	0.0%	0.6%	0.0%	2.0%	0.0%
SF8	3,000	2020/07	0.0%	3.1%	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
좀비탐정	2,999	2020/09	5.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
거짓말의 거짓말	4,325	2020/09	4.3%	7.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
엘리스	8,000	2020/09	1.1%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
나의 위험한 아내	5,000	2020/10	6.6%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
날아라 개천용	9,900	2020/10	3.2%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
복수해라	5,000	2020/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
바람피면 죽는다	7,080	2020/12	7.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
러브씬넘버#	2,520	2021/02	29.2%	0.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
모범택시	8,400	2021/04	22.9%	1.7%	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%	0.0%	
오월의 청춘	5,160	2021/05	3.2%	2.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	
보쌈 운명을 훔치다	5,000	2021/05	3.9%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	
경찰수업	7,000	2021/08	8.8%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
You Raise Me Up ^{*2}	2,701	2021/08	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
원더우먼	9,600	2021/09	0.0%	17.3%	0.0%	0.0%	0.0%			
검은태양	10,751	2021/09	0.0%	15.1%	0.0%	0.3%	0.0%			
TV시네마 (4편)	1,000	2021/10	0.0%	3.3%	0.1%	0.0%	0.0%			
쇼윈도: 여왕의 집	3,000	2021/11	7.5%	3.9%	0.1%	0.0%	0.0%			
이렇게된 이상 청와대로 간다 ^{*2}	2,995	2021/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
영클	3,000	2021/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
꽃 피면 달 생각하고	12,800	2021/12	0.6%	4.4%	0.0%	2.3%				
악의 마음을 읽는 자들	8,520	2022/01	7.1%	4.8%	0.0%	0.0%				
트레이서 ^{*2}	15,874	2022/01	16.6%	0.5%	0.0%	0.0%				

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis, 계속

■ 판권 회수율 - 국내판매, 계속

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
드라마										
위기의 X*2	5,151	2022/09	0.8%							
진검승부	8,400	2022/10	0.0%							
일당백집사	9,362	2022/10	0.0%							
치얼업	10,400	2022/10	3.8%							
약한 영웅*2	9,163	2022/11	0.0%							
Benchmark*3	10.5% (Total 기준)		5.9%	3.9%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
To-Be*4	29.1% (Total 기준)		16.5%	10.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.6%	0.1%

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

*3 2022/11/30 기준 보유 판권 기준 평균 회수율

*4 To-Be 대상 판권(상위 75% 해당) 기준 평균 회수율

[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis, 계속

■ 판권 회수율 - 해외판매

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
드라마										
조선로코-녹두전	9,600	2019/11	37.5%	0.5%	0.7%	1.9%	0.5%	1.6%	0.2%	0.3%
폰대인턴	7,440	2020/05	15.2%	2.2%	0.0%	1.4%	0.0%	1.0%	0.0%	1.2%
SF8	3,000	2020/07	0.0%	8.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%
좀비탐정	2,999	2020/09	14.0%	9.1%	0.3%	0.1%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%
거짓말의 거짓말	4,325	2020/09	0.0%	7.6%	7.8%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
엘리스	8,000	2020/09	2.4%	27.0%	2.6%	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%
나의 위험한 아내	5,000	2020/10	5.8%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
날아라 개천용	9,900	2020/10	0.9%	11.6%	3.2%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
복수해라	5,000	2020/11	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
바람피면 죽는다	7,080	2020/12	12.4%	2.7%	0.1%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%
러브씬넘버#	2,520	2021/02	0.0%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
모범택시	8,400	2021/04	10.1%	2.2%	10.6%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	
오월의 청춘	5,160	2021/05	5.2%	26.0%	1.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.0%	
보쌈 운명을 훔치다	5,000	2021/05	13.4%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
경찰수업	7,000	2021/08	19.0%	10.5%	2.7%	0.1%	1.0%	0.1%		
You Raise Me Up*2	2,701	2021/08	0.0%	5.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%		
원더우먼	9,600	2021/09	4.2%	12.3%	1.9%	0.3%	2.6%			
검은태양	10,751	2021/09	0.0%	7.8%	0.0%	12.7%	0.0%			
TV시네마 (4편)	1,000	2021/10	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%			
쇼윈도: 여왕의 집	3,000	2021/11	4.5%	8.5%	2.0%	0.4%	0.0%			
이렇게된 이상 청와대로 간다*2	2,995	2021/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
엥클	3,000	2021/12	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%				
꽃 피면 달 생각하고	12,800	2021/12	3.2%	7.7%	35.7%	0.0%				
악의 마음을 읽는 자들	8,520	2022/01	12.7%	0.2%	3.5%	0.0%				
트레이서*2	15,874	2022/01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis, 계속

■ 판권 회수율 - 해외판매, 계속

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
드라마										
위기의 X*2	5,151	2022/09	0.0%							
진검승부	8,400	2022/10	0.6%							
일당백집사	9,362	2022/10	0.0%							
치얼업	10,400	2022/10	0.0%							
약한 영웅*2	9,163	2022/11	0.0%							
Benchmark*3	18.0% (Total 기준)		5.7%	7.3%	2.9%	1.0%	0.6%	0.3%	0.1%	0.2%
To-Be*4	49.7% (Total 기준)		16.8%	16.6%	9.5%	3.2%	1.9%	1.0%	0.3%	0.6%

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

*3 2022/11/30 기준 보유 판권 기준 평균 회수율

*4 To-Be 대상 판권(상위 75% 해당) 기준 평균 회수율

[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis, 계속

■ 판권 회수율 - 국내판매

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
예능										
레벨업-아슬한프로젝트	500	2020/08	50.0%	0.0%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
소년멘탈캠프	500	2020/09	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
M토피아	500	2020/09	25.0%	25.0%	7.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
반전의 하이라이트	350	2021/04	42.9%	6.8%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
소년멘탈캠프2	400	2021/05	2.5%	41.2%	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
편먹고공치리	2,850	2021/07	17.3%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
취향의 아이콘	420	2021/08	25.0%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
타임아웃 더 보이즈	600	2021/10	66.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
키스더유니버스	1,050	2021/10	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%			
문명: 최후의 섬	1,127	2021/11	18.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%			
탱키박스	500	2021/11	56.4%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%			
피의 게임	2,880	2021/11	1.2%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%			
엑소의 사다리 타고 세계여행	500	2022/04	50.0%	2.1%	2.9%					
혼공, 조남호의 입시코드	800	2022/04	0.0%	0.0%	0.0%					
메리콰어*2	1,211	2022/07	0.0%	0.0%						
펜트하우스	1,125	2022/07	0.6%	0.0%						
도포자락 휘날리며	1,710	2022/07	0.0%	0.0%						
리슨업	500	2022/07	0.5%	0.3%						
배틀그램*2	1,201	2022/08	33.3%	25.0%						
썸핑*2	1,000	2022/08	25.0%	25.0%						
강철볼	1,083	2022/08	4.0%	0.0%						
레벨업 프로젝트 시즌5	380	2022/09	25.0%	25.0%						
잠만 자는 사이*2	1,601	2022/10	0.0%							
버튼게임*2	1,000	2022/11	0.0%							
더 타투리스트*2	450	2022/11	0.0%							
Benchmark*3	30.4% (Total 기준)		19.8%	8.4%	2.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
To-Be*4	85.5% (Total 기준)		49.9%	28.0%	6.7%	0.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

*3 2022/11/30 기준 보유 판권 기준 평균 회수율

*4 To-Be 대상 판권(상위 75% 해당) 기준 평균 회수율

[Backup] 판권 Recoup Rate Analysis, 계속

■ 판권 회수율 - 해외판매

(단위: %)	Capex	취득일	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 5	Q 6	Q 7	Q 8
예능										
레벨업-아슬한프로젝트	500	2020/08	0.0%	0.0%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
소년멘탈캠프	500	2020/09	0.0%	0.0%	12.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
M토피아	500	2020/09	0.0%	0.0%	20.6%	3.7%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
반전의 하이라이트	350	2021/04	0.0%	0.0%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
소년멘탈캠프2	400	2021/05	0.0%	1.3%	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
편먹고공치리	2,850	2021/07	0.0%	0.4%	0.9%	0.3%	0.7%	0.0%		
취향의 아이콘	420	2021/08	0.0%	8.0%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%		
타임아웃 더 보이즈	600	2021/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
키스더유니버스	1,050	2021/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
문명: 최후의 섬	1,127	2021/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
탱키박스	500	2021/11	0.0%	2.1%	1.2%	0.0%	0.0%			
피의 게임	2,880	2021/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
엑소의 사다리 타고 세계여행	500	2022/04	0.0%	0.0%	17.0%					
혼공, 조남호의 입시코드	800	2022/04	0.0%	0.0%	0.0%					
메리콰어*2	1,211	2022/07	5.0%	0.0%						
펜트하우스	1,125	2022/07	0.0%	0.0%						
도포자락 휘날리며	1,710	2022/07	0.0%	0.0%						
리슨업	500	2022/07	0.0%	0.0%						
배틀그램*2	1,201	2022/08	0.0%	0.0%						
썸핑*2	1,000	2022/08	0.0%	0.0%						
강철볼	1,083	2022/08	0.0%	0.0%						
레벨업 프로젝트 시즌5	380	2022/09	0.0%	0.0%						
잠만 자는 사이*2	1,601	2022/10	0.0%							
버튼게임*2	1,000	2022/11	0.0%							
더 타투리스트*2	450	2022/11	0.0%							
Benchmark*3	7.8% (Total 기준)		0.2%	0.5%	6.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
To-Be*4	18.1% (Total 기준)		0.2%	0.5%	16.9%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%

*1 2022/11/30 까지 발생 매출 기준으로 산정 (회수율 = 취득 이후 3개월 단위 발생 매출 ÷ Capex)

*2 Wavve Original Contents

*3 2022/11/30 기준 보유 판권 기준 평균 회수율

*4 To-Be 대상 판권(상위 75% 해당) 기준 평균 회수율

Operating Expenses

영업비용을 추정함에 있어 인건비, 변동비, 고정비 구분에 따른 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Opex	인건비	급여	<div> <div>임직원 수</div> <div>X</div> <div>인당 인건비</div> </div>	
			<ul style="list-style-type: none"> • 임직원 수 '22/11 기준 196명 (대표 1, 직원 195) + 신규 채용 (사업계획 반영) → '30/12 기준 295명 (대표 1, 직원 294) • 인당 인건비 임금상승률 반영 (기준: '22년*1 평균 인당 인건비 / 대표의 경우, 임금상승률 미반영) 신규 채용의 경우, 기존 인당 인건비 대비 75% 적용 	
		인건비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> • 장기종업권급여 Long Term Incentive 평가에 따른 비용으로 영업현금흐름 추정 시 미반영 • 퇴직급여 1개월 해당 급여 지급 • 복리후생비 4대보험: '22년*1 평균 급여 대비 비율 적용 (8.5%) 기타: 고정비 항목으로 '22년*1 월평균 발생 비용(125백만원)을 기준으로 물가상승률 적용 • 여비교통비 고정비 항목으로 '22년*1 월평균 발생 비용(20백만원)을 기준으로 물가상승률 적용 	

*1 '22/01 ~ '22/11

Operating Expenses, 계속

영업비용을 추정함에 있어 인건비, 변동비, 고정비 구분에 따른 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Opex	변동비	지급수수료 판매수수료 CP정산료 PG수수료	매출 X 매출 대비 비율	
			매출	매출 대비 비율
			<ul style="list-style-type: none"> • 지급수수료 저작권료: 미디어매출 대비 비율 적용 ('22년*1 평균: 1.9%) 기타: '22년*1 월평균 발생 비용(419백만원)을 기준으로 물가상승률 적용 • 판매수수료 광고대행수수료: 광고매출 대비 비율 적용 ('22년*1 평균: 35.4%) 영업대행수수료: 미디어매출(B2B) 대비 비율 적용 ('22년 하반기*2 평균: 0.1%) 기타: '22년*1 월평균 발생 비용(27백만원)을 기준으로 물가상승률 적용 • CP정산료 지상파/비지상파 <ul style="list-style-type: none"> - Fixed: 우주패스 도입에 따른 월 고정비용 적용('22/12 ~ '23/02: 월 4억원) - Variable: 미디어매출 대비 비율 적용하였으며, 하락 효과 반영 ('19년 기준 비율(66.8%)에서 '22년 기준 비율(58.1%)로의 감소 추세 적용) • PG수수료 미디어매출(B2C) 대비 비율 적용 ('22년*1 평균: 7.5%) 	

*1 '22/01 ~ '22/11

*2 '22/07 ~ '22/11

Operating Expenses, 계속

영업비용을 추정함에 있어 인건비, 변동비, 고정비 구분에 따른 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안

Opex	변동비	네트워크 비용	<ul style="list-style-type: none"> • 네트워크비용 '20/01 ~ '20/07 기간동안 발생비용에 대하여 과대 계상된 비용은 제외함 (AWS 관련 정산: 73억원) - 클라우드: '19/01 이후 발생비용 및 가입자(B2C + B2B + SKT(MNO)) 간 추세를 적용하여 산정 - CDN: 가입자를 기준으로 단위당 비용을 적용하여 산정 (기준: '22년 하반기*1 평균 323원 → 최근 단위당 비용 감소율(24.0%)*2의 50% 수준 반영)
		D&A	<ul style="list-style-type: none"> • 감가상각비, 무형자산상각비 : 감가상각스케줄 적용 (정액법)
	고정비	기타	<div> <div>전년도 발생 비용</div> <div>X</div> <div>(1 + 물가상승률)</div> </div> <ul style="list-style-type: none"> • 기타 광고선전비: '22년 회사 제시 사업계획 상 발생 비용(약 166억원) 적용 + 최근 가입자 확대를 위하여 급증한 비용에 대한 과거 지출 수준으로의 조정 반영 (연간 10% 감소 반영) 기타: 임차료, 용역비, 통신비 등으로 구성 → 물가상승률 적용 (기준: '22/07 ~ '22/11 월평균 발생비용)

*1 '22/07 ~ '22/11

*2 '21년 평균 495원 → '22년 평균 376원

Operating Expenses

급여 등 인건비 및 광고선전비, 용역비 등 고정적 비용 외에 OTT사업 확대에 미디어매출 및 가입자가 늘어남으로써 CP정산료, 네트워크비용 등 변동비가 증가함에 따라 '30년 기준 영업비용은 약 5,041억원으로 추정됩니다.

Operating Expenses Projection

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Operating Expenses														
인건비	6,854	10,019	13,167	18,143	1,499	19,641	19,163	20,448	21,859	23,513	25,111	26,639	28,242	29,717
급여	5,528	7,622	10,079	11,703	1,159	12,862	14,880	15,970	17,162	18,559	19,906	21,184	22,525	23,756
인원 (연평균 기준)	80	117	150	183	200	184	208	223	238	253	265	275	285	293
인당 급여	69.0	64.9	67.4	64.1	5.8	69.9	71.5	71.6	72.1	73.3	75.0	76.9	78.9	81.2
인건비성 경비	1,326	2,397	3,088	6,440	340	6,780	4,283	4,477	4,696	4,954	5,205	5,455	5,717	5,962
장기종업원급여*1	-	71	136	1,959	-	1,959	-	-	-	-	-	-	-	-
일용직임금	5	11	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
퇴직급여	398	784	1,038	1,903	97	2,000	1,240	1,331	1,430	1,547	1,659	1,765	1,877	1,980
복리후생비	733	1,390	1,775	2,361	223	2,584	2,801	2,903	3,020	3,158	3,294	3,433	3,579	3,715
여비교통비	191	140	139	216	20	236	242	243	246	249	252	257	262	267
변동비	86,524	147,791	192,788	236,767	22,428	259,195	267,291	299,830	331,538	354,259	377,691	399,189	413,612	426,764
고정비	17,614	39,344	80,014	95,499	10,052	105,551	91,839	58,909	47,410	43,747	39,329	42,410	45,579	47,575
Total	110,992	197,154	285,970	350,409	33,979	384,388	378,292	379,187	400,806	421,519	442,132	468,239	487,434	504,056

*1 LTI 평가금액에 따라 산정되는 비용으로 현금흐름 추정 시 제외함

Operating Expenses, 계속

급여 등 인건비 및 광고선전비, 용역비 등 고정적 비용 외에 OTT사업 확대에 미디어매출 및 가입자가 늘어남으로써 CP정산료, 네트워크비용 등 변동비가 증가함에 따라 '30년 기준 영업비용은 약 5,041억원으로 추정됩니다.

Operating Expenses Projection

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Operating Expenses														
인건비	6,854	10,019	13,167	18,143	1,499	19,641	19,163	20,448	21,859	23,513	25,111	26,639	28,242	29,717
변동비	86,524	147,791	192,788	236,767	22,428	259,195	267,291	299,830	331,538	354,259	377,691	399,189	413,612	426,764
지급수수료	3,833	5,800	8,607	8,205	790	8,995	10,302	11,631	12,889	13,966	14,998	16,069	16,990	17,911
저작권료	1,062	2,535	4,482	3,591	370	3,961	5,148	6,446	7,651	8,666	9,629	10,598	11,415	12,230
기타	2,771	3,265	4,125	4,614	419	5,034	5,155	5,186	5,237	5,300	5,369	5,471	5,575	5,681
판매수수료	637	1,613	2,993	2,170	143	2,312	1,935	2,328	2,703	3,027	3,337	3,650	3,908	4,164
광고대행	472	788	1,852	1,504	105	1,608	1,456	1,823	2,164	2,451	2,723	2,998	3,229	3,459
영업대행	164	688	869	364	10	374	142	166	196	229	262	294	314	333
기타	-	138	273	302	27	330	337	339	343	347	352	358	365	372
CP정산료	63,233	113,022	145,190	181,779	16,880	198,659	194,079	211,961	230,577	242,919	256,725	269,160	276,723	283,138
지상파/비지상파	57,075	87,594	104,111	117,914	11,539	129,452	148,534	176,585	200,106	216,339	229,483	241,107	247,908	253,552
광고	476	-	2,690	2,029	138	2,167	1,918	2,402	2,851	3,229	3,588	3,949	4,254	4,558
PCCW	-	11,931	11,529	12,072	1,255	13,327	3,856	-	-	-	-	-	-	-
해외	2,338	9,282	17,409	43,596	3,556	47,153	34,962	28,137	22,735	18,406	18,645	19,000	19,361	19,728
소재비용/중계권료	3,345	4,215	9,452	6,169	391	6,560	4,808	4,837	4,885	4,944	5,008	5,103	5,200	5,299
네트워크비용	13,434	20,712	28,869	36,483	3,784	40,267	49,275	58,601	67,159	74,070	80,548	86,293	89,980	93,473
클라우드	7,612	10,375	16,859	26,470	2,921	29,390	39,107	47,774	56,127	63,280	70,169	76,468	80,915	85,150
CDN	5,821	10,337	12,010	10,013	863	10,876	10,168	10,827	11,031	10,789	10,379	9,825	9,065	8,323
PG수수료	5,387	6,644	7,130	8,130	832	8,962	11,699	15,309	18,209	20,278	22,083	24,018	26,012	28,078
고정비	17,614	39,344	80,014	95,499	10,052	105,551	91,839	58,909	47,410	43,747	39,329	42,410	45,579	47,575
Total	110,992	197,154	285,970	350,409	33,979	384,388	378,292	379,187	400,806	421,519	442,132	468,239	487,434	504,056

Operating Expenses, 계속

급여 등 인건비 및 광고선전비, 용역비 등 고정적 비용 외에 OTT사업 확대에 미디어매출 및 가입자가 늘어남으로써 CP정산료, 네트워크비용 등 변동비가 증가함에 따라 '30년 기준 영업비용은 약 5,041억원으로 추정됩니다.

Operating Expenses Projection

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Operating Expenses														
인건비	6,854	10,019	13,167	18,143	1,499	19,641	19,163	20,448	21,859	23,513	25,111	26,639	28,242	29,717
변동비	86,524	147,791	192,788	236,767	22,428	259,195	267,291	299,830	331,538	354,259	377,691	399,189	413,612	426,764
고정비	17,614	39,344	80,014	95,499	10,052	105,551	91,839	58,909	47,410	43,747	39,329	42,410	45,579	47,575
접대비	36	70	93	100	14	115	176	177	179	181	183	187	190	194
통신비	58	355	466	402	34	436	417	420	424	429	434	443	451	460
세금과공과	21	83	162	172	7	180	92	92	93	94	96	97	99	101
감가상각비	1,268	2,335	911	1,098	107	1,205	1,221	1,117	1,004	788	712	701	704	711
무형자산상각비	5,256	22,433	54,027	70,879	6,382	77,261	64,722	33,279	23,046	20,593	17,121	20,869	24,615	27,114
임차료	476	499	1,304	1,996	188	2,184	2,316	2,330	2,353	2,381	2,412	2,458	2,505	2,552
수선유지비	-	0.2	36	2	0	2	3	3	3	3	3	3	3	3
보험료	46	78	99	104	10	115	125	126	127	128	130	133	135	138
소모품비	47	39	52	47	4	51	45	45	46	46	47	48	49	50
광고선전비	7,635	9,237	16,742	13,890	2,700	16,590	15,289	13,843	12,583	11,461	10,449	9,582	8,788	8,060
대손상각비	55	344	30	13	1	14	10	10	10	10	11	11	11	11
회의비	446	221	321	413	45	459	556	560	565	572	580	591	602	613
용역비	2,215	3,591	5,638	6,237	540	6,776	6,633	6,672	6,739	6,820	6,909	7,040	7,174	7,310
차량유지비	27	25	26	29	3	32	35	35	35	36	36	37	38	38
교육훈련비	15	26	93	93	13	106	157	158	159	161	163	166	170	173
도서인쇄비	12	9	12	23	3	26	42	43	43	44	44	45	46	47
Total	110,992	197,154	285,970	350,409	33,979	384,388	378,292	379,187	400,806	421,519	442,132	468,239	487,434	504,056

Other

현금흐름을 추정함에 있어 자본적 지출 및 운전자본과 관련된 주요 가정사항은 다음과 같습니다.

추정 방안		
Capex	Capex	<ul style="list-style-type: none"> • Capex 시설장치, 비품, 소프트웨어: 전년도 감가상각비 수준의 재투자 적용 판권: 회사 제시 사업계획 적용 - '23 ~ '24년: 연간 100억원 / '25 ~ '27년: 연간 200억원 / '28 ~ '30년: 연간 300억원 (Contingency Plan 下 투자 계획 적용)
	D&A	<ul style="list-style-type: none"> • D&A 기존 자산: 감가상각스케줄 적용 (정액법) 신규 자산: 정액법(내용연수: 기계장치/비품/소프트웨어/판권(오리지널) 4년, 판권 2년) 적용
Working Capital	Assets	<ul style="list-style-type: none"> • 매출채권 / 미수금 / 선급비용 매출채권: 매출액 기준 '22년 기준 회전기일 적용 (32.5일) 미수금: 영업비용(인건비, CP정산료, D&A 제외) 기준 '22년 기준 회전기일 적용 (11.8일) 선급비용^{*1}: 영업비용(인건비, D&A 제외) 기준 '19 ~ '22 평균 회전기일 적용 (38.5일) • 기타 미수수익 / 선급금 / 선납세금: 미발생 가정
	Liabilities	<ul style="list-style-type: none"> • 매입채무 / 미지급금 / 미지급비용 / 예수금 / 선수금 / 선수수익 매입채무: CP정산료 기준 '20 ~ '21 평균 회전기일 적용 (75.0일) 미지급금: 영업비용(인건비, CP정산료, D&A 제외) 기준 '19 ~ '22 평균 회전기일 적용 (105.9일) 미지급비용^{*2}: 영업비용(D&A 제외) 기준 '19 ~ '22 평균 회전기일 적용 (24.1일) 예수금: 급여 기준 '19 ~ '21 평균 회전기일 적용 (6.9일) 선수금: 매출액 기준 '22년 기준 회전기일 적용 (4.1일) 선수수익: 매출액(B2C) 기준 '20 ~ '21 평균 회전기일 적용 (15.9일)

*1 장기선급비용의 경우, '22/11 잔액을 기준으로 비용 Schedule 적용

*2 미지급비용 중 이자비용 미지급분 및 장기미지급비용의 경우, '22/11 잔액 유지 적용

Other

시설장치, 비품, 소프트웨어 등에 대한 재투자와 함께 판권 확보를 위한 자본적 지출이 예상되며, 매출채권 및 매입채무 등 운전자본에 대한 가정을 적용함으로써 예상되는 추정기간 내 순운전자본의 변동은 다음과 같습니다.

Capex & Working Capital Projection

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Capex				96,985	248	97,233	11,616	11,626	21,533	21,555	21,590	31,579	31,570	31,569
유형자산				1,665	115	1,780	756	743	643	705	730	709	701	704
무형자산				95,320	133	95,453	10,860	10,883	20,890	20,850	20,860	30,871	30,869	30,865
D&A	6,524	24,768	54,938	71,977	6,489	78,466	65,943	34,396	24,050	21,381	17,832	21,570	25,319	27,825
유형자산	1,268	2,335	911	1,098	107	1,205	1,221	1,117	1,004	788	712	701	704	711
무형자산	5,256	22,433	54,027	70,879	6,382	77,261	64,722	33,279	23,046	20,593	17,121	20,869	24,615	27,114
Working Capital														
Assets	34,066	57,431	68,543	53,605	48,976	48,976	49,568	56,442	64,918	71,455	77,837	84,310	89,653	94,546
매출채권	20,022	32,366	35,061	22,606	22,799	22,799	25,820	30,526	36,582	41,514	46,157	51,138	55,389	59,405
미수수익	311	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미수금	473	2,105	2,710	2,775	2,834	2,834	3,205	3,624	4,020	4,324	4,607	4,866	5,082	5,284
선급금	36	3,106	8,219	2,650	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
선급비용	13,225	19,217	21,978	24,610	23,343	23,343	20,543	22,291	24,315	25,616	27,072	28,306	29,181	29,858
선납세금	-	636	575	964	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liabilities	36,697	57,486	81,311	100,942	98,052	98,052	102,903	114,986	127,153	135,807	144,441	152,299	158,805	164,592
매입채무	20,776	21,616	31,792	41,472	40,799	40,799	39,859	43,412	47,355	49,889	52,725	55,127	56,832	58,149
미지급금	5,067	17,216	26,520	25,614	25,426	25,426	28,758	32,521	36,075	38,798	41,339	43,659	45,601	47,407
예수금	196	160	4	(2)	244	244	282	302	326	352	378	401	427	451
선수금	2,098	4,616	2,235	2,857	2,881	2,881	3,263	3,858	4,623	5,246	5,833	6,462	6,999	7,507
미지급비용	8,559	10,538	16,540	21,035	23,528	23,528	23,953	26,036	28,211	29,757	31,355	32,753	33,855	34,788
선수수익	-	3,339	4,221	9,966	5,174	5,174	6,787	8,857	10,564	11,765	12,812	13,896	15,091	16,290
Net Working Capital	(2,630)	(55)	(12,768)	(47,337)	(49,076)	(49,076)	(53,334)	(58,545)	(62,236)	(64,353)	(66,604)	(67,989)	(69,152)	(70,046)

Projected Profit & Loss

추정기간 동안 콘텐츠 확보와 B2C 및 SKT(MNO) 등을 통한 OTT 사업 확대 계획에 기반하여 매출이 증가 추세(연간 약 13%)를 유지함에 따라 영업이익 전환과 더불어 '30년 기준 매출 6,672억원, 영업이익 1,631억원을 달성할 것으로 예상됩니다.

P&L

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1-11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
Revenue	97,281	180,212	230,147	232,319	23,739	256,058	289,981	343,780	410,852	466,246	518,389	575,898	622,073	667,173
미디어매출	85,423	141,262	174,709	186,068	19,160	205,227	266,204	333,322	395,681	448,122	497,953	548,055	590,310	632,462
판권매출	3,898	25,743	41,299	28,866	3,531	32,397	17,876	4,719	8,465	10,603	12,140	18,766	22,025	24,315
광고매출	1,330	2,144	5,763	4,266	296	4,562	4,110	5,147	6,110	6,919	7,689	8,462	9,115	9,766
제휴매출	6,630	11,062	8,377	13,120	752	13,872	1,790	593	597	601	607	614	622	630
Growth %	n.a.	85.2%	27.7%	21.1%	(48.9%)	11.3%	13.2%	18.6%	19.5%	13.5%	11.2%	11.1%	8.0%	7.3%
Operating Expenses	110,992	197,154	285,970	350,409	33,979	384,388	378,292	379,187	400,806	421,519	442,132	468,239	487,434	504,056
인건비	6,854	10,019	13,167	18,143	1,499	19,641	19,163	20,448	21,859	23,513	25,111	26,639	28,242	29,717
변동비	86,524	147,791	192,788	236,767	22,428	259,195	267,291	299,830	331,538	354,259	377,691	399,189	413,612	426,764
고정비	17,614	39,344	80,014	95,499	10,052	105,551	91,839	58,909	47,410	43,747	39,329	42,410	45,579	47,575
EBIT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118
EBIT %	(14.1%)	(9.4%)	(24.3%)	(50.8%)	(43.1%)	(50.1%)	(30.5%)	(10.3%)	2.4%	9.6%	14.7%	18.7%	21.6%	24.4%
EBITDA	(7,187)	7,826	(884)	(46,113)	(3,751)	(49,864)	(22,368)	(1,011)	34,096	66,107	94,089	129,229	159,958	190,943
Others	(14,031)	(12,542)	(9,451)	(8,023)	-	(8,023)	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income	713	4,059	4,048	4,448	-	4,448	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Loss	(14,744)	(16,601)	(13,499)	(12,471)	-	(12,471)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(27,742)	(29,484)	(65,273)	(126,113)	(10,240)	(136,353)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118
- Income Taxes	(6,501)	1,632	1,176	-	-	-	-	-	2,188	10,362	17,992	25,591	32,121	39,012
NI	(21,241)	(31,116)	(66,449)	(126,113)	(10,240)	(136,353)	(88,311)	(35,406)	7,858	34,365	58,265	82,067	102,519	124,105
NI %	(21.8%)	(17.3%)	(28.9%)	(54.3%)	(43.1%)	(53.3%)	(30.5%)	(10.3%)	1.9%	7.4%	11.2%	14.3%	16.5%	18.6%

Valuation

DCF Valuation Result

Wavve에 대한 투자지분 관련 회수가가능액(사용가치)를 검토함에 있어 향후 영업현금흐름을 기준으로 DCF법을 적용한 결과, WACC 및 영구성장률의 영향에 따라 회수가가능액은 약 1,973억원 ~ 3,253억원으로 추정됩니다.

Valuation Result

(단위: 백만원)	19A	20A	21A	22A (1~11)	22F (12)	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	Terminal*
EBIT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	10,047	44,727	76,257	107,659	134,639	163,118	164,749
- Tax on EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	862	3,914	6,920	9,959	12,571	15,328	39,407
NOPLAT	(13,711)	(16,942)	(55,822)	(118,090)	(10,240)	(128,330)	(88,311)	(35,406)	9,184	40,813	69,337	97,699	122,068	147,790	125,342
+ D&A					6,489		65,943	34,396	24,050	21,381	17,832	21,570	25,319	27,825	
- CAPEX					248		11,616	11,626	21,533	21,555	21,590	31,579	31,570	31,569	
- △ Net Working Capital					(1,739)		(4,258)	(5,210)	(3,691)	(2,117)	(2,251)	(1,385)	(1,163)	(893)	(667)
FCF					(2,260)		(29,726)	(7,426)	15,392	42,755	67,831	89,076	116,980	144,939	126,009
PVIF(WACC 11.15%)					1.00		0.94	0.85	0.76	0.68	0.62	0.55	0.50	0.45	
PV of FCF					(2,250)		(27,948)	(6,281)	11,714	29,275	41,786	49,369	58,332	65,024	

*1 '30년 EBIT x (1 + 1.0%) 적용

(단위: 백만원)

Operating Value	776,040
Sum. PV of FCF	219,020
Terminal Value*2 (Perpetual Growth 1.0%)	557,020
Non-Operating Value*3	89,136
Enterprise Value	865,175
(-) Net Debt*4	181,253
Recoverable Amount (사용가치)	683,923
Recoverable Amount for SK Square (지분율 36.4%*5)	248,700

*2 Terminal FCF / (WACC 11.1% - Perpetual Growth 1.0%) × PVIF(0.45, '30년 기준)

*3 단기금융상품, 투자선금금, 투자주식, 회원권 (장부금액 기준)

*4 전환사채 - 현금 등

*5 2022/11/30 기준 지분율: 보통주 및 전환주 1,741,717주 ÷ 총 발행주식 4,789,717주

Sensitivities Analysis

(단위: 억원)

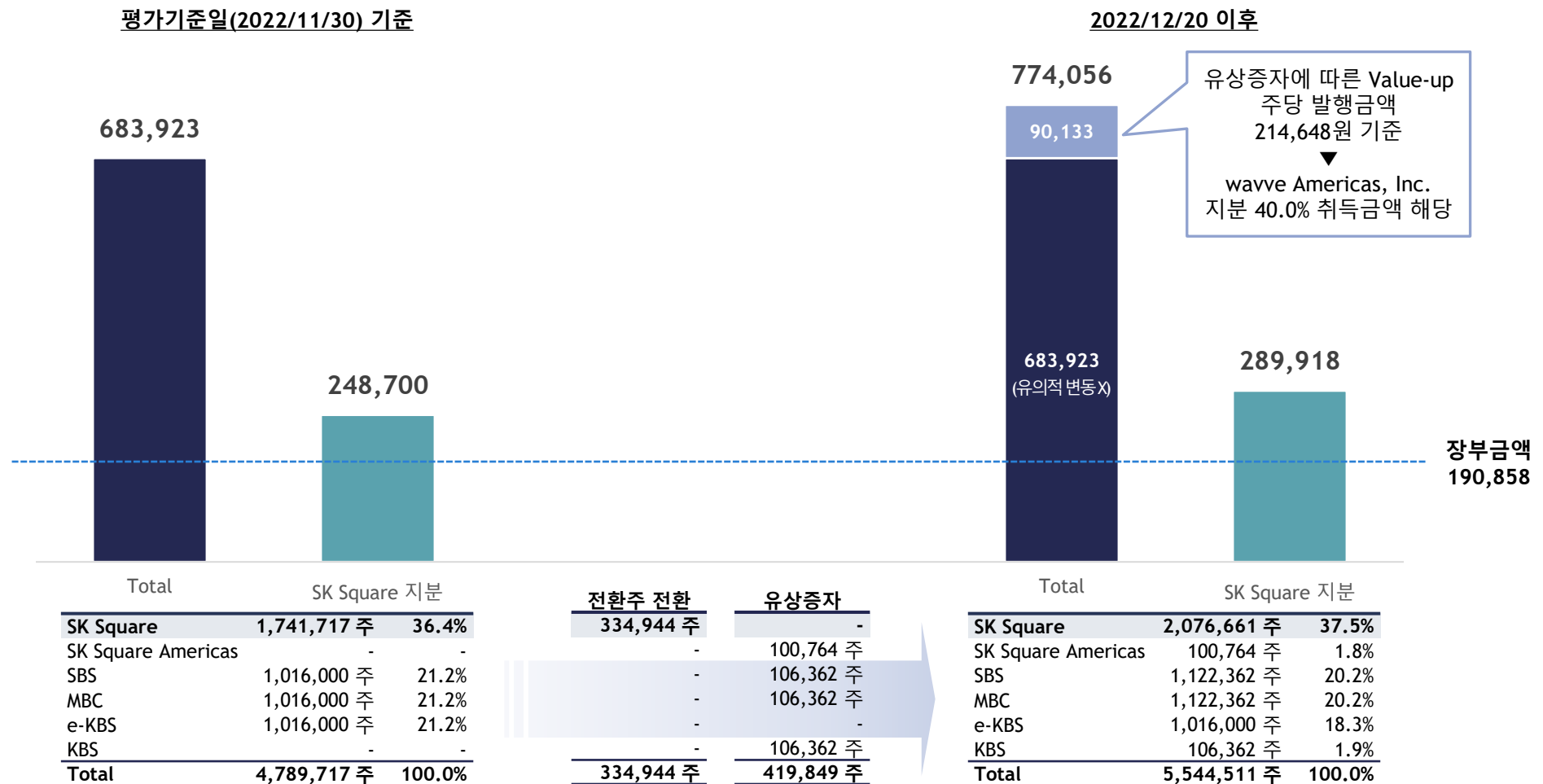
		WACC				
		9.15%	10.15%	11.15%	12.15%	13.15%
Perpetual growth rate	0.0%	3,103	2,647	2,277	1,973	1,717
	0.5%	3,270	2,775	2,377	2,052	1,781
	1.0%	3,458	2,917	2,487	2,138	1,850
	1.5%	3,671	3,075	2,608	2,233	1,925
	2.0%	3,913	3,253	2,742	2,337	2,007
			Max	Median	Min	

[Backup] 2022/12/20 지분을 변동 후

2022/12/20 SK Square 보유 전환주의 보통주 전환 및 유상증자로 인한 회수가능액 변동 효과를 검토한 결과, 평가기준일과 동일하게 개별자산 손상은 발생하지 않을 것으로 판단됩니다.

Valuation Result

(단위:백만원)



WACC

세후 영업현금흐름을 할인하기 위하여 CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 기초로 자기자본비용을 구하고 외부차입 조달비용을 고려하여 타인자본비용을 산출한 후, 목표자본구조에 따라 가중평균함으로써 WACC를 산출하였습니다.

■ WACC Calculation

- 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital, WACC): 기대되는 미래현금흐름(Free Cash Flows)을 모든 자본적 투자자, 즉 주주 및 채권자에게 귀속되는 현재가치로 환산하는데 사용하는 할인율을 의미
- 기업의 자본은 금융부채와 자기자본으로 구성되므로 결국 기업의 자본비용은 자본의 원천별 자본비용, 즉 자기자본비용과 타인자본비용을 자본구성비율로 가중평균하여 산출함
- K-IFRS 제1036호 '자산손상' 문단55에 따르면, 할인율은 현행 시장의 평가를 반영한 세전할인율로 한다고 명시되어 있으나, 세전할인율에서 세후현금흐름의 구체적인 금액과 세금에 대한 미래현금흐름이 반영되었다면 세후현금흐름을 세후할인율로 반영한 것과 세전현금흐름을 세전할인율로 반영한 결과는 이론적인 측면에서 동일할 것이므로 본 검토 또한 이에 근거하여 수행됨
- 이에 본 검토목적에서는 회사의 세후현금흐름에 세후가중평균자본비용(WACC)을 적용함

■ Logic :

- $WACC = K_d \times (1-t) \times D / (D + E) + K_e \times E / (D + E)$

■ 타인자본비용(Kd) :

- 가중평균자본비용 산정을 위해 사용되는 타인자본비용은 검토일 현재 회사의 차입금을 재조달한다고 가정할 경우 발생할 것으로 예상되는 가중평균 차입이자율을 의미함
- 이렇게 산정된 세전타인자본비용에 (1-법인세율)의 배수를 적용함으로써 이자비용의 법인세효과를 반영한 세후타인자본비용을 산정함

■ 자기자본비용(Ke) :

- 자기자본비용은 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, CAPM)을 이용하여 검토함
- CAPM에서 자기자본비용은 무위험수익률(Risk-free rate of return)에 회사의 체계적 위험(Beta)을 반영하여 조정된 시장위험 프리미엄(Market Risk Premium, MRP) 등을 가산하여 산정함
 - 최근 한국공인회계사회에서 연구 검토한 '한국의 시장위험 프리미엄 가이드스' 및 '한국의 기업규모위험 프리미엄 연구결과'를 고려함
- $Ke = R_f + \text{Beta} \times \text{MRP} + \text{Additional Risk Premium (Company Specific)}$

■ 목표자본구조(D/E) :

- 회사와 동일한 산업 내에서 유사한 영업활동을 영위하는 상장회사들의 평균 자본구조를 사용하여 목표자본구조를 산정함

WACC, 계속

회수가능액(사용가치) 검토 시, WACC은 Peer의 Beta 및 자본구조를 근거로 CAPM 모형에 의해 도출된 11.15%를 적용하였습니다.

WACC Calculation

	구분	산정 결과	비고	
Basic Information	무위험수익률 (Rf)	3.68%	• Bloomberg ('22.11.30 기준 한국 무위험수익률)	Unlevered Beta 0.97
	시장위험프리미엄 (MRP)	8.00%	• 2022 KICPA Study (한국 시장위험프리미엄 평균)	
	무부채베타 (Unlevered Beta)	0.97	• 동종기업 12개 회사 평균 Bu, Bloomberg ('22.11.30 기준)	목표자본구조 반영
	목표자본구조 (D/E)	30.9%	• 동종기업 12개 회사 평균 D/E Ratio, Bloomberg	Levered Beta 1.20
	법인세율 (t)	24.2%	• 과세표준 200억원 초과 3,000억원 미만 세율 (주민세 포함)	
	부채베타 (Levered Beta)	1.20	• $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) \times D/E]$	Rf + MRP x β_L + Premium
	Size Premium	0.44%	• 2022 KICPA Study (3분위 Cap(KRW 402B ~ 719B) Size Premium)	자기자본비용 13.70%
Business Plan	세전 타인자본비용 (Kd)	3.80%	• 회사의 가중평균이자율 ('22.11.30 기준, 전환사채 이자율)	
	자기자본비용 (Ke)	13.70%	• $Ke = Rf + MRP \times \text{Levered Beta} + \text{Size Premium}$	목표자본구조 반영
	자기자본 비중	76.4%	• $E / (D+E)$	
	세후 타인자본비용 (Ki)	2.88%	• $Ki = Kd \times (1 - t)$	세후 타인자본비용 2.88%
	타인자본비중	23.6%	• $D / (D+E)$	
	WACC	11.15%	• $WACC = Ke \times (E/(D+E)) + Ki \times (D/(D+E))$	

[Backup] Peer

유사 동종기업은 다음과 같은 기준을 적용하여 최종적으로 국내 8개 기업(SBS콘텐츠허브, 스튜디오드래곤 등) 및 국외 4개 기업(Netflix, The Walt Disney 등)이 선정되었습니다.

■ Peer Selection

Criteria	Description
동종기업 선정방식	<ul style="list-style-type: none"> 회사의 동종기업 선정은 한국거래소 업종분류에 따른 소분류 업종 상 “영화, 비디오물, 방송프로그램 제작 및 배급업”을 영위하는 국내 상장사(총 24개)의 비교분석을 통해 이루어짐 (단, KONEX 상장기업 및 거래정지 중인 기업 제외)
영업 유사성	<ul style="list-style-type: none"> 회사의 사업영역 중 방송영상물(Contents) 기획/제작/배급 등을 주요 영업활동으로 수행하는지에 대하여 고려함 국내 상장사 중 OTT사업을 주요 영업활동으로 영위하는 기업은 존재하지 않기에 국외 기업 중에서 OTT사업을 주요 영업활동으로 수행하는 기업을 추가로 선정함
시가총액 / 상장기간	<ul style="list-style-type: none"> 시가총액에 따른 선정 기준은 별도로 반영하지 않았으나, 상장 후 2년 미만에 해당하는 경우 제외함 (래몽래인, 코퍼스코리아: 2년 미만 제외)
동종기업 선정결과	<ul style="list-style-type: none"> 상기 절차를 거쳐 총 12개 기업을 동종기업으로 최종 선정함 <ul style="list-style-type: none"> 국내 (8개): SBS콘텐츠허브, 삼화네트웍스, 스튜디오드래곤, 초록뱀미디어, 팬엔터테인먼트, 콘텐츠리중앙, 에이스토리, 키이스트 국외 (4개): Netflix, The Walt Disney, iQIYI, Roku

[Backup] Peer, 계속

유사 동종기업은 다음과 같은 기준을 적용하여 최종적으로 국내 8개 기업(SBS콘텐츠허브, 스튜디오드래곤 등) 및 국외 4개 기업(Netflix, The Walt Disney 등)이 선정되었습니다.

Peer Data

(단위: 백만원)

Corporate Name	주요 사업분야	Market Cap. *1	기타 자본*2	Total Debt*2	D/E Ratio	Beta L	Beta U
SBS콘텐츠허브	방송콘텐츠의 기획, 투자, 제작, 유통	112,156	-	189	0.2%	0.89	0.89
삼화네트웍스	드라마 콘텐츠 기획 및 제작	109,861	(1)	8,411	7.7%	0.99	0.94
스튜디오드래곤	방송영상물 제작사업 (드라마 콘텐츠 기획 및 제작 → 미디어 플랫폼 배급 및 VOD, OTT 등을 통한 유통)	2,176,028	-	170,000	7.8%	0.85	0.80
초록뚰미디어	TV드라마 중심으로 하는 콘텐츠 제작	260,141	35,990	113,826	38.4%	1.25	0.97
팬엔터테인먼트	방송영상물 제작사업	115,422	-	18,927	16.4%	1.01	0.90
콘텐츠리중앙	지주업 & 영화 및 방송 콘텐츠투자 사업	-	-	-	0.0%	-	-
에이스토리	드라마 콘텐츠 제작사업 (IP 판매 및 관련 부가사업 영위)	221,399	-	14,776	6.7%	1.01	0.96
키이스트	드라마 및 영화 등 영상 콘텐츠 기획, 제작	166,670	-	7,213	4.3%	1.60	1.55
Netflix, Inc.	온라인 스트리밍 서비스 (OTT)	178,690,550	-	23,619,100	13.2%	1.40	1.28
The Walt Disney Company	종합엔터테인먼트 (Disney Parks, Experiences and Products, Disney Media & Entertainment Distribution)	232,914,636	19,217,600	75,115,500	29.8%	1.05	0.86
iQIYI, Inc.	온라인 스트리밍 서비스 (OTT)	3,373,700	19,101	3,932,400	115.9%	0.73	0.39
Roku, Inc.	디지털미디어플레이어 제조 및 TV 스트리밍 플랫폼 운영	10,887,200	-	1,009,000	9.3%	1.62	1.51
Min					0.2%		0.39
Median					11.2%		0.92
Average					30.9%		0.97
Max					120.9%		1.55

*1 2022/11/30 기준 시가총액 (유통주식수 기준)

*2 Bloomberg 상에서 조회 가능한 가장 최근의 재무정보를 반영함 (2022년 9월말 기준)

기타자본: 우선주 + 비지배지분

End of Documents
