

2021.01.04

시장은 아직 과거에 머무르고 있다

제작사 적정가치, 영끌하면 지금의 두배



미디어/인터넷

조태나

02) 739-5932

taenajo@heungkuksec.co.kr

RA

손혜원

02)6742-3525

hwson@heungkuksec.co.kr

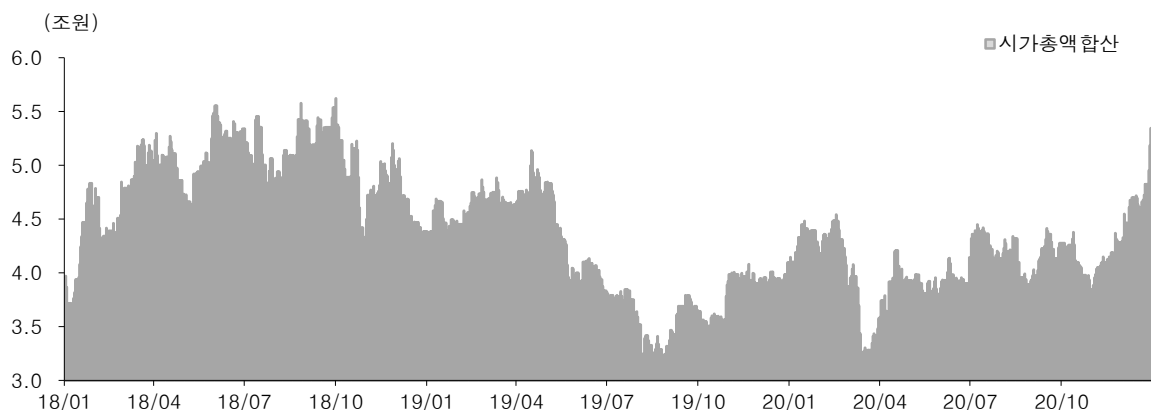
어쩌면, 우리가 지금까지 제작사 가치를 평가해 온 방식이 너무 구식이었을지도 모른다. Bottom-up 관점에서는 어닝 모델을 기반으로한 PER 밸류에이션이 적절할지 모르겠지만, Top-down 관점에서도 그간의 가치평가 방식을 적용할 수 있느냐 물음에는, '그렇다'고 답하기 어렵다. 너무나 뚜렷한 환경변화가 나타나고 있기 때문이다. 넷플릭스에 이은 디즈니와 애플 tv의 한국진출, 최근 아이치이와 텐센트의 행보를 살펴보았을 때, 이제는 제작사의 새로운 가치평가 방식이 필요하다.

그래서, Top-down 관점에서 제작사 가치를 추정한 과정은 다음과 같다.

- (1) '18~'21넷플릭스의 아시아 투자금액과 한국 투자금액 추정
- (2) 넷플릭스 글로벌 콘텐츠 투자액 대비 한국 콘텐츠 투자금액 비율 추정
- (3) 넷플릭스 시가총액* 넷플릭스한국 콘텐츠 투자 비중(2)
- (4) (3)이 지금까지 제작사 market cap과 유사한 흐름을 보였는지 비교 -> 적정성 판단
- (5) (4)를 기반으로 top-down기준 2021년 제작사 적정가치 평가

간단하게 설명하면, 넷플릭스 국내 투자금 비중을 넷플릭스 시총에 적용해 제작사 market cap을 추정해 보았다는 내용이다. 결론은 지금까지 시장이 탑다운 추정방식과 꽤 유사하게 움직여왔다는 것. 그런데 '21년도 만큼은 아직 적정가치에 미치지 못했다. 어닝기반 밸류에이션으로는 시장 기대치에 거의 근접했지만, 탑다운 기반 멀티플로는 업사이드가 100%나 남아있다.

그림 1 콘텐츠 제작업종 시가총액 추이, 현재 5.5조원 수준



자료: 흥국증권 리서치센터

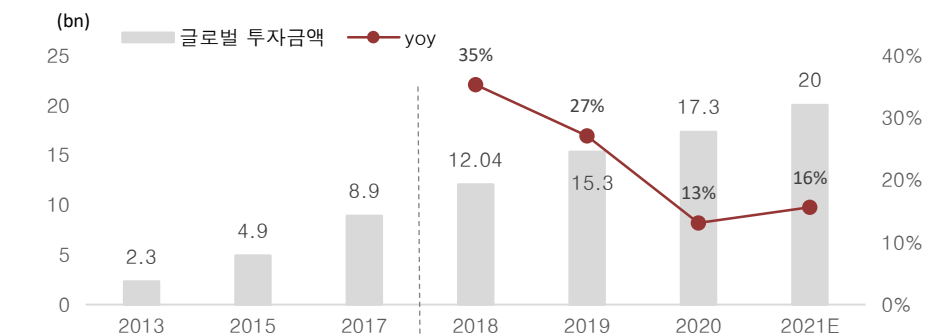
참조: 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, 에이스토리, SBS, NEW, 쇼박스, 키이스트, 삼화네트웍스, 초록배 합산 시가총액

넷플릭스 국내투자 전년비 152% 증가 전망, 제작사 적정가치는?

넷플릭스의 2021년 콘텐츠 투자 예상액은 200억 달러. MPA(media partners asia)는 넷플릭스가 아시아 투자를 두배 이상 늘려 최소 10억 달러를 기록할 것이라고 전했다. 이를 바탕으로 2021년도 넷플릭스의 국내 투자금액을 추정해보면 약 8,400억원 수준이다. 지난해 넷플릭스 투자금액이 국내 3,331억원임을 감안하면 2배 이상(152%)의 증가다. 이는 1) 넷플릭스의 글로벌 투자금액이 yoy 증가세로 전환했다는 점(+16%,yoy) 2) 넷플릭스의 아시아 투자 비중이 증가했다는 점 ('20년 2.9%→'21년 6% 추정), 3) 그 중에서도 한국 비중이 증가한다는 사실에 기인한다.

넷플릭스는 2018년 이후 아시아 콘텐츠 제작 및 소싱에 20억 달러를 투자 했고, 220개의 타이틀을 공개했다. 그 중 한국의 오리지널 콘텐츠는 70개로 타이틀 수로는 1/3 수준이지만, 투자금액 비중은 60%를 상회하는 것으로 보아 시리즈 당 제작비가 높다고 볼 수 있다. 한국에서는 앞으로도 텐트폴 작품을 중심으로한 투자가 이어질 것으로 전망한다.

그림 2 넷플릭스 글로벌 투자금액 증가추이 - 2021년 yoy 증가세로 전환



자료: 언론보도, 흥국증권 리서치센터

표 2 넷플릭스 글로벌 투자 및 국내 투자 금액 추이 - 국내 투자는 2021년도 152% 증가 전망

	글로벌 투자(\$bn)	아시아 투자(\$bn)	글로벌 대비 비중	국내 투자(억원)	아시아 대비 비중
2018	12.04	-	-	920	-
2019	15.3	-	-	2,480	-
2020	17.3	0.5	2.9%	3,331	66.6%
2021E	20	1.2	6.0%	7,994	67%
	20	1.2	6.0%	8,400	70%

자료: MPA, 언론보도, 산업자료, 흥국증권 리서치센터 추정치

참조: 아시아 투자 금액 및 비중, 국내투자(2021)와 국내투자 비중은 추정치

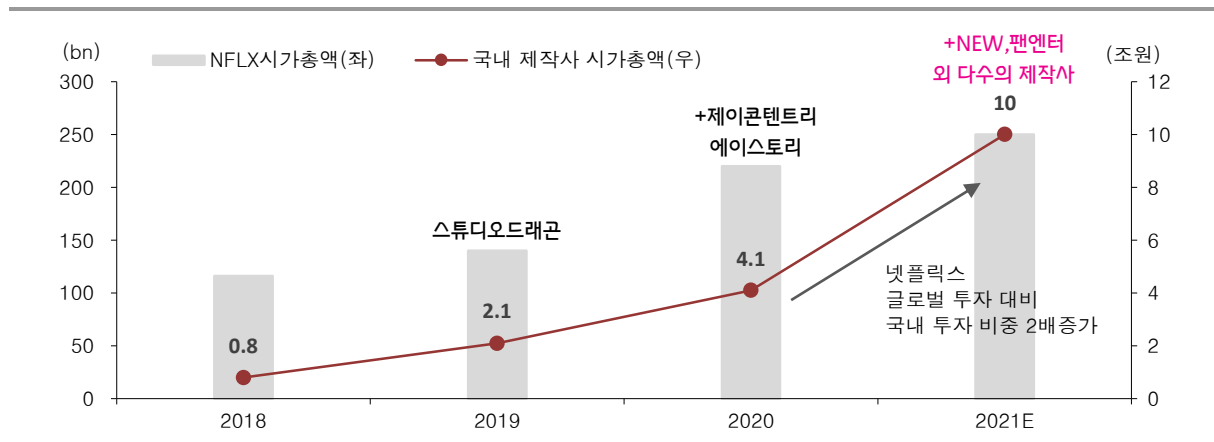
표 3 국내 제작사 적정 시가총액 산출 - 적정 market cap 10조원

	글로벌 투자(\$bn)	국내 투자(억원)	한국투자 비중	NFLX 시가총액(\$bn)	국내제작사 적정시총(조원)
2018	12.04	920	1%	116	0.8
2019	15.3	2,480	1.5%	140	2.1
2020	17.3	3,331	1.9%	220	4.1
2021E	20	8,400	4%	250	10

자료: bloomberg, 산업자료, 흥국증권 리서치센터 추정치

참조: 넷플릭스 평균 시가총액은 매년 12월을 기준으로함 (Bloomberg)

그림 3 넷플릭스 시가총액과 국내 제작사 시가총액 합산 추정치



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터추정치

제작사 적정 시총 추정, 우리가 입이 닳도록 피어그립이라 외쳐왔던 넷플릭스의 시가총액을 활용했다. 넷플릭스의 전체 투자금 중 국내 투자가 차지하는 비중은 2018년 1% → 2019년 1.5% → 2020년 1.9% → 2021년 4%로 증가했다. 이 비중을 넷플릭스 시가총액에 곱해 보니, 2018년 0.8조 → 2019년 2.1조 → 2020년 4.1조 → 2021년 10조 원이라는 결과를 얻었다. 2018~2019년 수치가 마켓 캡 합산이라고 하기에는 너무 작다고 생각했는데, 역산해보니 넷플릭스의 직접적 수혜를 받은 기업의 시총합과 유사했다.

2019년에 넷플릭스 수혜를 받았던 기업은 상장사 중 스튜디오드래곤이 유일, 드래곤의 시가총액은 2.x조원 수준. 일단 '19년은 맞다. 2020년에 넷플릭스 수혜기업은 드래곤 + 제이콘텐트리와 에이스토리로, 합산 가치 4조원 수준. 이번에도 맞다. 이러한 추세라면 2021년에 글로벌 OTT의 수혜를 받을 NEW와 팬엔터, 그리고 다수의 제작사를 포함한 제작사 시가총액 합은 10조원에 수렴해야 한다.

디즈니 역시 콘텐츠 투자금액을 \$1B 에서 2021년 14B~16B 까지 증가할 전망이다. (2024년 까지 매년 유사한 금액 투자할 것) 그 중 \$8B~\$9B 가 디즈니 플러스에 투자, 매년 100개의 오리지널을 제작한다고 발표했다. 디즈니가 인수한 레이블에서 총 35편 제작 예정이고 나머지 65편은 로컬콘텐츠로 채울 전망이다. 넷플릭스 시장 진출 초기와 유사한 투자 비중을 설정하면 디즈니는 국내에 1,000억원~1,500억원 수준의 투자를 이어갈 것으로 추정한다.

지난 주 top tier~2nd tier를 제외한 종목들 (쇼박스, 삼화네트웍스, 스튜디오 산타클로스)도 상승세를 타기 시작했다. 어디서 신호탄을 쏘지 모르니 섹터 전체를 담자는 컨셉이었다. 그리고 결코 틀린 말이 아니다. 솔직히 어닝 모델에 기반한 upside는 거의 다 왔다. 그런데 지금의 환경변화를 무시할 수 없다. 무조건 멀티플이 더 붙어야 맞는 그림이다. 10조에서 30% 할인해도 7조다. 아직도 림은 열려있다. 충분하다.

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.