

# 콘텐츠리중앙 (036420)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**45,000**

하향

현재주가

**27,300**

(23.02.10)

미디어업종

## 다 털고 가볍게 출발

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 45,000원으로 -17% 하향

- 드라마 제작, 콘텐츠 유통 및 메가박스 가치를 합산한 SOTP 방식 적용
- SOTP의 드라마 제작 가치를, 드래곤 대비 10% 할인하면서 TP 하향
- 향후 목표주가 상향 요인: 23년 콘텐츠 제작 확대 및 22년 선반영한 제작비에 대한 이익 레버리지 발생시. 미국 자회사 Wip의 실적 정상화. 22.11월부터 연결 편입에 반영된 플레이타임의 가치 반영. 메가박스 실적 정상화

4Q22 Review: 정상화 직전 마지막 고비

- 매출 2.5천억원(+14% yoy, +22% qoq), OP -216억원(적지 yoy, 적지 qoq)
- 미국 제작 자회사 Wip의 콘텐츠 기획/개발 관련 무형자산의 조기 비용화 영향으로 OP는 당사 추정 및 시장 기대 수준을 하회
- 영업외에서는 제작 레이블에 대한 영업권 손상 약 400억원 반영
- OP, SLL 별도 10억원, SLL 연결 -218억원, 극장 1억원

- 22년 매출 8.6천억원(+27% yoy), OP -690억원(적지 yoy)
- 22년 SLL 연결 매출 5.8천억원(-11% yoy), OP -582억원(-264% yoy)
- 22년 메가박스 매출 2.2천억원(+78% yoy), OP -79억원(적지, +630억원 yoy)
- 23E 매출 9.6천억원(+12% yoy), OP 346억원(흑전 yoy)

방송. 다 털고 23년은 가볍게 출발

- 23E SLL 별도 매출 3.9천억원(+26% yoy), OP 377억원(흑전, +454억원 yoy)
- 국내 방송의 경우 대작, 오리지널, 동시방영 편성 여부에 따라 이익의 등락은 있지만, 흑자기조는 유지. 분기 평균 100억원 수준의 OP 달성 가능
- JTBC 편성 12편(+2편 yoy), 동시방영/오리지널/시즌제 확대에 따른 마진 개선. <카지노 S2>, <킹더랜드>, <힘쎈여자 강남순>, <D.P.2> 등
- 미국 자회사 Wip은 22년에 계획대비 적은 3편 제작에 따른 적자 발생. 당사 추정 약 -200억원 수준. 23년은 3~5편 제작 및 시즌제 작품 공급에 따른 마진 개선으로 -100억원 수준으로 적자폭 축소 전망

메가박스. 극장 회복과 제작/투자 확대에 따른 추가 수익 기대

- 23E 매출 2.7천억원(+22% yoy), OP 223억원(흑전, +302억원 yoy)
- 매출은 19년의 80%, OP는 57%까지 회복, 24년에는 각각 90% 수준 회복
- 극장 회복 외에도 제작/투자 작품에 따른 추가 수익 기대. <교섭>, <정이>, <콘크리트 유토피아>, <거미집>, <1947 보스톤>, <대외비>, <범죄도시3> 등

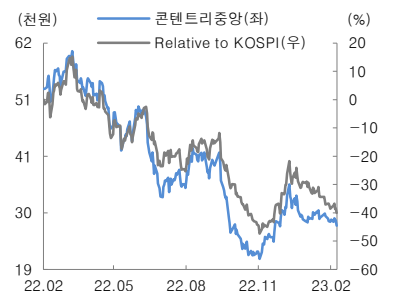
(단위: 십억원 %)

구분	4Q21	3Q22	4Q22				1Q23			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	220	205	171	250	13.6	22.4	212	218	61.0	-12.9
영업이익	-3	-14	-6	-22	적지	적지	-7	-4	적지	적지
순이익	7	-4	-12	-42	적전	적지	-4	-6	적지	적지

자료: 콘텐츠리중앙 FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2469.73
시가총액	526십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	96십억원
52주 최고/최저	60,500원 / 21,000원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	1.04%
주요주주	중앙홀딩스 외 2 인 42.24% 국민연금공단 11.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	14.9	-30.8	-49.1
상대수익률	-9.1	11.8	-30.5	-42.8



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	360	677	856	963	1,113
영업이익	-59	-57	-69	35	64
세전순이익	-170	-62	-88	19	49
총당기순이익	-154	-50	-105	10	38
자배지분순이익	-135	-53	-68	9	24
EPS	-8,422	-3,068	-3,549	490	1,181
PER	NA	NA	NA	55.8	23.1
BPS	12,112	10,244	5,916	6,338	11,956
PBR	3.1	5.3	4.6	4.3	2.3
ROE	-52.6	-28.4	-46.9	8.0	13.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 콘텐츠리중앙, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	777	782	856	963	10.3	23.2
판매비와 관리비	232	235	268	251	15.4	6.7
영업이익	-53	52	-69	35	적자유지	-33.5
영업이익률	-6.8	6.6	-8.0	3.6	적자유지	-3.1
영업외손익	18	-6	-19	-16	적자조정	적자유지
세전순이익	-35	46	-88	19	적자유지	-58.8
자배지분순이익	-37	25	-68	9	적자유지	-62.5
순이익률	-6.1	4.5	-12.3	1.0	적자유지	-3.4
EPS(자배지분순이익)	-1,953	1,304	-3,549	490	적자유지	-62.5

자료: 콘텐츠리중앙, 대신증권 Research Center

SOTP Valuation

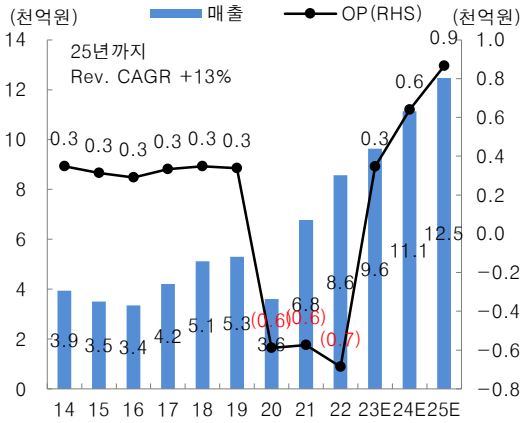
(십억원 %, 원)

항목	세부항목	가업가치	지분율	적정가치	주당가치
A	영업가치	20,438		12,305	54,746
	드라마 제작	15,987	53.8	8,601	38,267
		23년 제작편수 25편 X 스튜디오드래곤의 제작편수당 시가총액 711억원대비 10% 할인 = 15,987억원			
	콘텐츠 유통	1,216	53.8	654	2,911
		23년 JTBC 드라마 유통 12편 X SBS 콘텐츠허브의 드라마 유통 편당 시가총액 101억원 = 1,216억원			
	메가박스	3,234	94.3	3,050	13,568
		17.5월 R에게 지분 19.5%를 매각할 당시에 산정한 가치는 6,000억원 수준 20년에 해당 지분을 재매입하면서 평가 받은 가치는 3,234억원 수준			
B	비영업가치				
C	총가업가치(A+B)	20,438		12,305	54,746
D	순차입금	2,000		2,000	8,898
E	주주가치(C-D)	18,438		10,305	45,848

자료: 대신증권 Research Center.

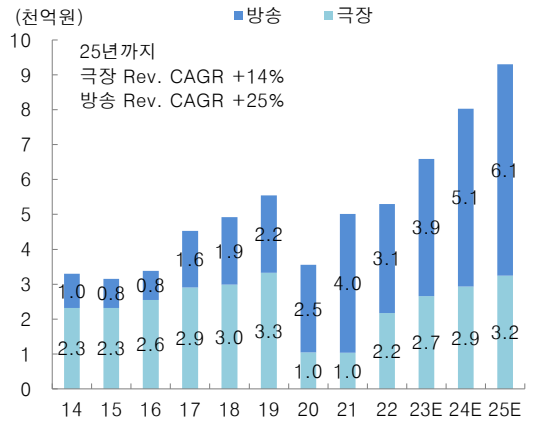
주: 드라마 제작과 콘텐츠 유통은 스튜디오를루라에서 담당. 콘텐츠리중앙의 지분율은 RCPS 전환을 반영한 지분율. RCPS 전환 전 지분율은 71.2%

그림 1. 22~25 연평균 매출 성장률 13% 전망



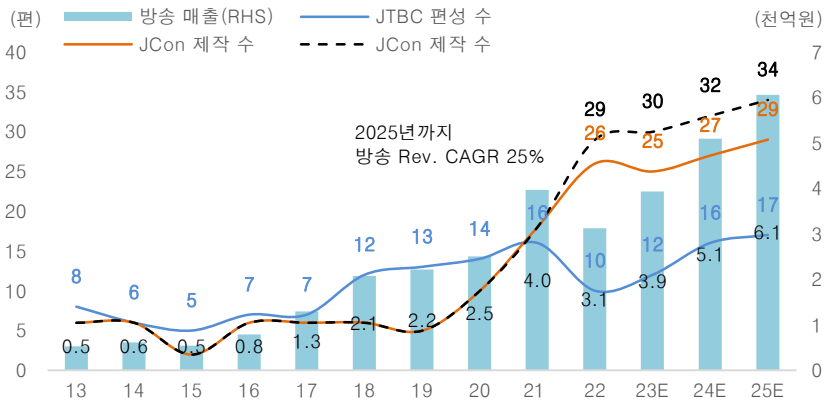
자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 연평균 성장률 극장 +14%, SLL +25% 전망



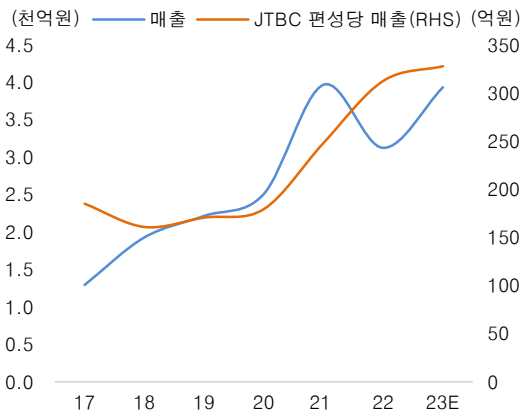
자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. JTBC 편성의 일시적 축소, 22.12월 수목 부활, 24년 월화 부활 전망



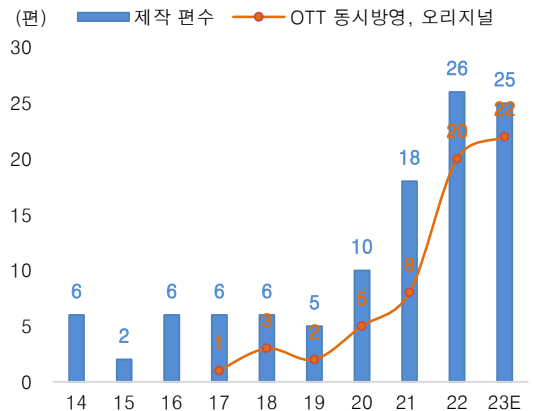
자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. JTBC 향 작품 규모 증가



자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 동시방영 및 오리지널 확대



자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

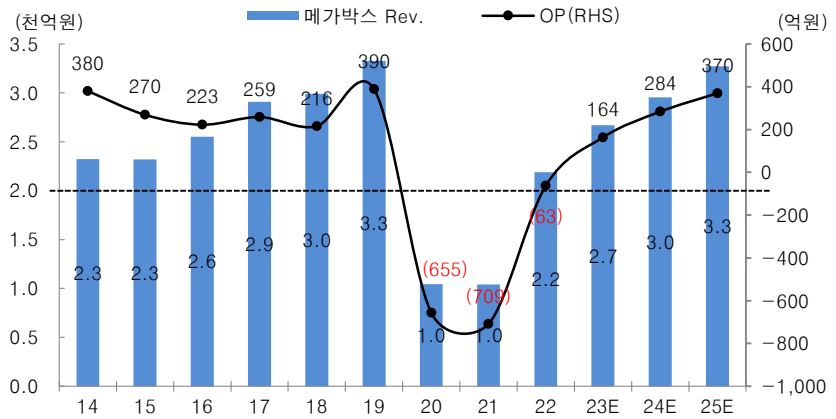
표 1. tving 주주 현황

(주, 억원 %)

주주현황	21.1.29	21.7.7	21.10.14	22.2.25	22.5.31	22.12.1	지분율	CB 전환시	지분율
CJ ENM	1,200,000	1,200,000	1,380,000	1,380,000	1,380,000	1,380,000	48.9	1,380,000	40.8
<b>SLI 중앙</b>	240,000	240,000	360,000	360,000	360,000	360,000	12.7	920,000	<b>27.2</b>
KT 스튜디오지니						382,513	13.5	382,513	11.3
JCGI				382,513	382,513	382,513	13.5	382,513	11.3
네이버		261,817	301,089	301,089	301,089	301,089	10.7	301,089	8.9
Viacom CBS					18,683	18,683	0.7	18,683	0.6
Total	1,440,000	1,701,817	2,423,602	2,423,602	2,442,285	2,824,798		3,384,798	
증자로 반영한 기업가치	360	2,600	9,024	15,840	15,924	18,418		<b>22,122</b>	

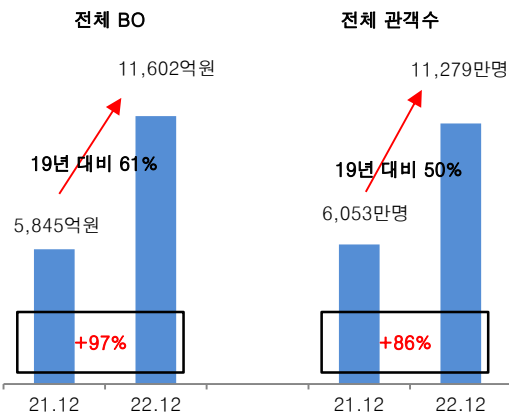
자료: 전자공시, 대신증권 Research Center 추정

그림 6. 메가박스 실적 전망. 23E OP 223억원. 19년 대비 매출 80%, OP 57% 수준 전망



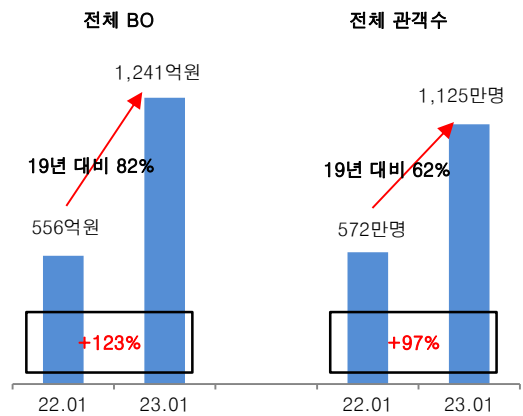
자료: 콘텐츠리중앙 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 22년 19년 대비 관객수 50%, BO 61%



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 8. 23.1월 19년 대비 관객수 62%, BO 82%



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

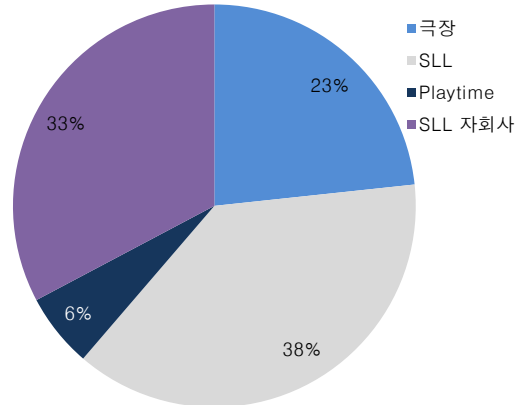
- 2022년 매출 8,565억원 영업이익 -687억원 지배순이익 -674억원
- 4Q22 기준 사업부문별 매출 비중 극장 23%, SLL 38%, Playtime 6%, SLL 자회사 33%
- 4Q22 기준 주요 주주는 중앙홀딩스 외 2인 42.2%, 국민연금공단 11.4%

### 주가 코멘트

- 극장 정부의 방역 정책 완화에 따라 팝콘과 광고 매출 회복
- 방송 제작 자회사 스튜디오를루라리의 유상증자 4천억원으로 제작사 인수 및 테트폴 제작 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 확대 및 디즈니와 동시방영 등 외형 확장 중
- 관객수 회복과 테트폴의 시청률 상승이 주가의 트리거가 될 것으로 전망

자료: 콘텐츠리중앙, 대신증권 Research Center

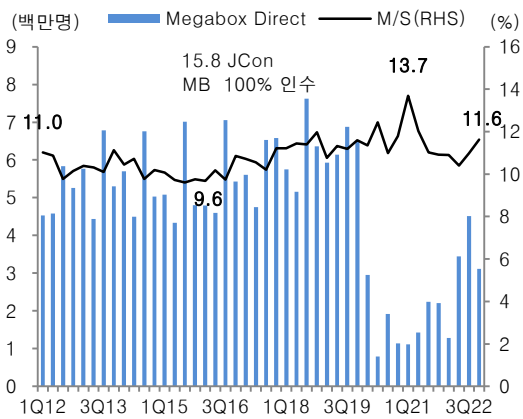
### 사업부문별 매출 비중(4Q22)



자료: 콘텐츠리중앙, 대신증권 Research Center

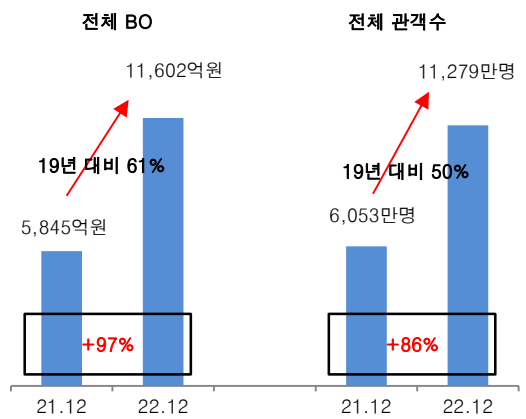
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 메가박스 직영 관객수 및 점유율(4Q22)



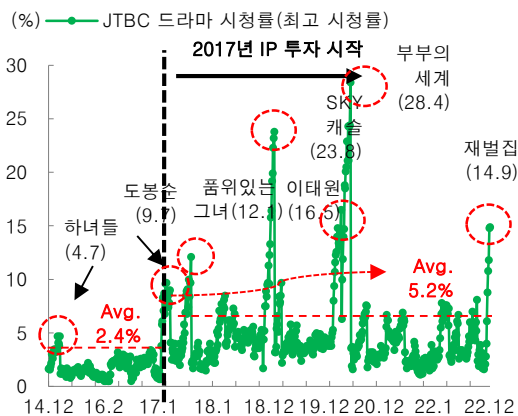
자료: 콘텐츠리중앙, 대신증권 Research Center

### 그림 2. 전국 극장가 현황(22년 마감 기준)



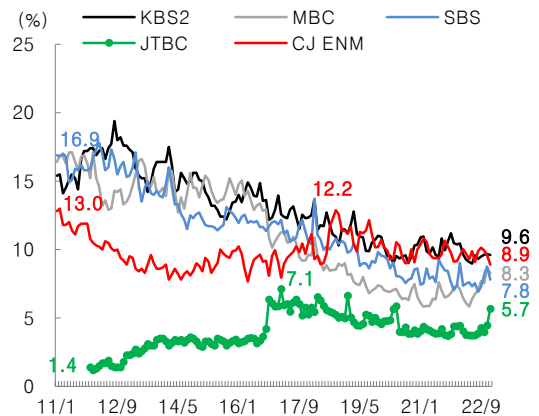
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

### 그림 3. IP 투자 시작 후 평균 시청률 증가(22.12)



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

### 그림 4. 방송사 점유율(23.1)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	360	677	856	963	1,113
매출원가	235	518	657	677	781
매출총이익	125	159	199	285	332
판매비와관리비	184	217	268	251	268
영업이익	-59	-57	-69	35	64
영업외수익	-163	-85	-80	36	57
EBITDA	45	107	-54	49	78
영업외손익	-111	-5	-19	-16	-14
관계기업손익	-3	10	-16	2	2
금융수익	6	9	20	17	17
외환평가이익	1	7	4	4	4
금융비용	-91	-37	-48	-48	-48
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-23	14	25	14	14
법인세비용차감전순이익	-170	-62	-88	19	49
법인세비용	21	-14	-17	-9	-12
계속사업순이익	-149	-76	-105	10	38
중단사업순이익	-5	26	0	0	0
당기순이익	-154	-50	-105	10	38
당기순이익	-42.8	-7.4	-12.3	1.0	3.4
비재계분순이익	-19	3	-38	1	13
재계분순이익	-135	-53	-68	9	24
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	5	5	5	5
포괄순이익	-154	-45	-101	15	42
비재계분포괄이익	-19	5	-36	1	15
재계분포괄이익	-135	-50	-65	14	27

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-8,422	-3,068	-3,549	490	1,181
PER	NA	NA	NA	55.8	23.1
BPS	12,112	10,244	5,916	6,338	11,966
PBR	3.1	5.3	4.6	4.3	2.3
EBITDAPS	2,785	6,225	-2,847	2,544	3,775
EV/EBITDA	33.8	21.5	NA	41.6	25.8
SPS	22,490	39,547	44,977	49,984	54,003
PSR	1.7	1.4	0.6	0.5	0.5
CFPS	3,289	8,095	-1,867	2,921	4,152
DPS	0	0	0	0	0

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감	-32.1	88.0	26.5	12.4	15.6
영업이익 증/감	적전	적지	적지	흑전	84.9
순이익 증/감	적전	적지	적지	흑전	274.8
수익성					
ROIC	-10.0	-9.6	-9.4	2.0	5.2
ROA	-4.5	-3.1	-3.1	1.6	2.8
ROE	-52.6	-28.4	-46.9	8.0	13.2
안정성					
부채비율	459.1	221.8	244.0	240.6	201.9
순차입금비율	309.0	110.9	144.5	153.6	124.7
이자보상비율	-2.7	-1.6	-1.4	0.7	1.3

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	330	701	600	552	620
현금및현금성자산	125	321	177	104	136
매출채권 및 기타채권	72	184	227	252	288
재고자산	26	76	76	76	76
기타유동자산	107	121	121	121	121
비유동자산	1,145	1,545	1,585	1,643	1,701
유형자산	274	184	179	174	170
관계기업투자지급	14	68	113	176	239
기타비유동자산	858	1,293	1,293	1,293	1,293
자산총계	1,476	2,246	2,185	2,195	2,321
유동부채	645	642	644	746	747
매입채무 및 기타채무	115	191	193	194	195
차입금	239	174	174	174	174
유동상채무	233	160	160	260	260
기타유동부채	59	118	118	118	118
비유동부채	566	905	905	805	805
차입금	201	486	486	386	386
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	365	419	419	419	419
부채총계	1,212	1,548	1,550	1,551	1,552
자본부분	194	175	113	122	246
자본금	82	91	96	96	107
자본잉여금	154	176	176	176	265
이익잉여금	-52	-105	-172	-163	-138
기타자본변동	10	12	12	12	12
비재계분	70	522	522	522	522
자본총계	264	698	635	644	769
순차입금	815	774	917	990	959

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	39	-122	-246	-132	-115
당기순이익	-154	-50	-105	10	38
비현금항목의기감	207	188	70	46	48
감가상각비	103	164	15	15	14
외환손익	3	-3	-2	-2	-2
지분법평가손익	3	-10	16	-2	-2
기타	98	37	41	36	38
자산부채의증감	14	-245	-165	-148	-158
기타현금흐름	-28	-16	-46	-40	-42
투자활동 현금흐름	-345	-288	-197	-215	-215
투자자산	-18	-90	-45	-63	-63
유형자산	-41	-15	-10	-10	-10
기타	-286	-183	-142	-142	-142
재무활동 현금흐름	366	601	243	238	338
단기차입금	167	13	0	0	0
사채	280	222	0	-100	0
장기차입금	22	76	0	0	0
유상증자	84	103	5	0	100
현금배당	-1	0	0	0	0
기타	-184	186	238	338	238
현금의증감	61	196	-144	-73	32
기초 현금	64	125	321	177	104
기말 현금	125	321	177	104	136
NOPLAT	-52	-70	-82	18	48
FCF	-170	69	-78	23	52

자료: 콘텐트리중앙 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

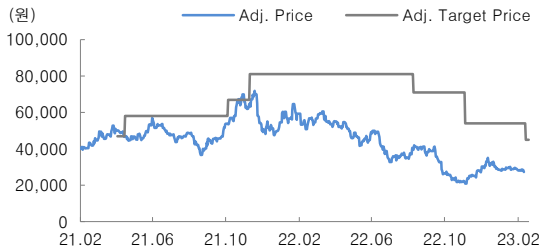
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

콘텐트리중앙(036420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.02.13	22.11.04	22.08.10	22.05.10	21.11.10	21.10.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	45,000	54,000	71,000	81,000	81,000	67,000
과다율(평균%)		(47.04)	(55.80)	(50.36)	(32.24)	(6.72)
과다율(최대/최소%)		(34.91)	(40.85)	(38.27)	(11.23)	4.48
제시일자	21.04.16	21.04.03				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	58,000	47,000				
과다율(평균%)	(18.62)	3.58				
과다율(최대/최소%)	(1.72)	(0.74)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230208)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.3%	8.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상