

『Key is T』ransformation

0. INTRO

1. OTT 시장은 성장 중!
2. K-드라마 제작사의 경쟁력
3. 이익 성장성을 보자!
4. 바로 키이스트!
5. Valuation

(단위: 백만 원)	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
매출액	100,246	48,111	11,034	8,095	3,500	26,591	15,138	60,643
매출원가	85,897	43,941	9,555	8,351	3,325	19,821	13,799	43,325
매출총이익	14,348	4,169	1,479	-256	175	6,770	1,339	17,318
GPM	14%	9%	13%	-3%	5%	25%	9%	29%
판매비	15,873	2,502	557	735	687	849	777	1,096
영업이익	-1,525	1,668	922	-991	-512	5,921	562	16,222
OPM	-2%	3%	8%	-12%	-15%	22%	4%	27%
금융수익	1,344	211	21	9	48	48	48	48
금융비용	322	3,562	38	1	336	336	336	336
기타수익	550	136	62	52	0	0	0	0
기타비용	5,071	553	3,176	-1,383	0	0	0	0
법인세비용차감전 순이익	-5,639	-2,101	-2,210	452	-799	5,634	274	15,934
법인세비용	194	3,774	133	-135	-176	1,239	60	3,506
당기순이익	-5,833	-5,875	-2,343	587	-623	4,394	214	12,429

Rating

Buy

목표주가: 20,800 원

현재주가: 15,000 원

상승여력: 39%

12M 추가추이

시가총액 2661 억원



Balance sheet data

순자산	442 억원
PBR	5.96 배
ROE	14.31%

Earning data

PER	39.76 배
12M EPS	369 원

주요 주주

에스엠스튜디오스	24.35%
에스엠엔터재팬	5.88%

SMIC

- 43 기 박소현
- 43 기 최희창
- 44 기 김우일
- 44 기 문준오
- 44 기 신승교

0. INTRO

지금은 바야흐로 콘텐츠의 시대이다. 과거와 다르게 플랫폼의 글로벌 확장이 용이해지면서, 콘텐츠의 잠재 수요자 또한 급격하게 늘어났다. 그 결과 콘텐츠의 수익성 또한 기하급수적으로 증가할 수 있었다. 인구 수 5천만 명인 대한민국의 드라마 <오징어게임>이 17일만에 누적 시청자 수 1억 1천만 명을 돌파하며, 제작비의 1,000배 이상의 수익을 달성했다. 현재의 상황은 플랫폼의 확장이 없었다면 불가능했을 것이다.

이러한 수익성의 향상은 플랫폼 사업자의 시장 진입으로 인한 경쟁 심화로 이어졌고, 이에 따라 플랫폼 업체들의 콘텐츠 수급 경쟁 또한 심화되었다. 이는 콘텐츠 투자액 증가로 이어졌고 일례로 넷플릭스는 매년 한국 드라마 투자액을 50% 이상 늘리며 얼핏 보면 드라마제작사 시장은 호황에 진입한 듯했다.

그런데 흥행 수익은 누구에게 돌아가는가? 최근 언론에서 주목하는 것처럼 <오징어게임>의 흥행 수익 대부분은 제작사가 아닌 플랫폼(넷플릭스)에 전액 귀속되었다. 제작 당시 제작비의 일정 금액만 보장받는 “외주제작” 방식으로 계약했기 때문이다. 실제로 국내 거의 모든 제작사는 수익을 향유하지 못하는 “외주제작” 사업을 영위하고 있었기에, K-드라마의 흥행과 자금 유입에도 시장에서는 드라마제작사의 수익성 개선에 의문을 품고 있었다.

그러나 이러한 상황은 최근 변화하기 시작했다. 국내 제작사들이 “외주제작” 형태에서 흥행에 따른 수익을 향유할 수 있는 새로운 BM을 시도하고 있기 때문이다. 이러한 BM이 성공적으로 안착할 경우 국내 드라마제작사의 성장성은 상상 이상의 수준일 것이다.

본 보고서에서는 현재 드라마 시장의 현황과 이에 따른 새로운 BM으로의 도입, 실현 가능성을 분석하고 지금이 중소형 드라마제작사가 한 단계 성장하는 계기가 될 것임을 입증하고자 한다.

1. OTT 시장은 성장 중!

크게 성장한 OTT 산업

미디어 생태계가 급속하게 변화하고 있다. **모바일을 통한 영상 시청이 증가하면서 TV보다 OTT(Over The Top)를 이용하는 사람들이 갈수록 많아지고 있다.** 코로나19의 확산으로 전 세계가 유례없는 격리 조치를 당하면서 비대면 경제활동이 크게 증가하였다. **야외 여가 활동에 제한을 받게 됨에 따라** 넷플릭스 등과 같은 OTT 서비스를 통해 영화, 드라마를 가정에서 이용하는 비중이 증가했으며, 이에 따라 **OTT 산업이 크게 성장하였다.**

1.1. OTT 산업이란?

OTT 서비스는 인터넷을 기반으로 TV, 스마트폰 등 다양한 기기에 드라마, 영화 등을 제공하는 스트리밍 서비스이다. 네트워크와 무관한 OTT는 해외로의 확장이 용이하기 때문에 방송사나 IPTV 등에 비해서 이점을 가지고 있다. 미국 기업인 넷플릭스를 국내에서 손쉽게 이용할 수 있는 이유도 네트워크에 상관없이 제공될 수 있는 OTT의 특성 덕분이다. 이에 넷플릭스, 디즈니+, 애플TV 등 경쟁력 있는 글로벌 OTT 사업자들이 속속 등장하고 있는 상황이다.

그림 1-1. 다양한 OTT



출처: 각 사, SMIC 2팀

원하는 콘텐츠, 원하는 시간

OTT는 불특정 시청자들을 대상으로 콘텐츠를 제공하는 방송 서비스와는 달리, 각 개인이 원하는 콘텐츠를 원하는 시간에 제공하는 VOD(Video On Demand, 주문형 비디오)에 해당한다. VOD는 콘텐츠의 과금 방식에 따라 TVOD, SVOD, AVOD 등으로 분류가 가능하다. **이중 본 보고서에서 OTT라고 언급하는 플랫폼은 SVOD에 해당한다.**

그림 1-2. OTT 분류

TVOD (Transactional VOD)	유료 콘텐츠를 이용할 때마다 건당 구매하는 방식	아이튠즈, 우리나라 IPTV의 영화 서비스
SVOD (Subscription VOD)	월정액 형태의 구독료를 내고 콘텐츠를 무제한 이용하는 방식	넷플릭스, 웨이브
AVOD (Advertising VOD)	광고를 보는 대신 콘텐츠를 무료로 이용하는 방식	유튜브

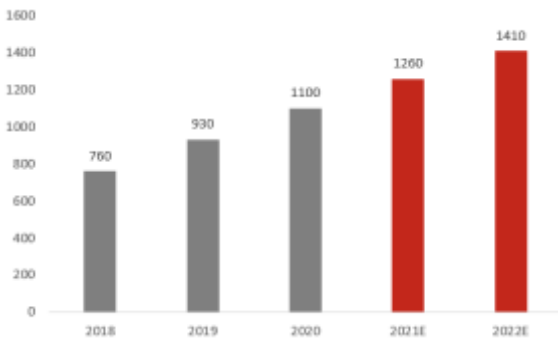
출처: SMIC 2팀

1.2. 커져가는 OTT 시장

1.2.1. OTT 시장의 성장성

2020년 세계 OTT 시장 규모는 1,100억 달러로, 전년 대비 약 18% 증가하였다. 2021년에도 약 15% 성장해 1,260억 달러 규모가 될 것으로 추정된다. 그럼에도 OTT 유료 이용자 수는 전체 시장의 12%에 불과할 정도로 아직도 성장 잠재력이 무궁무진하다.

그림 1-3. 전세계 OTT 시장 규모 추정 (단위: 억달러)



출처: BCG, 한국수출입은행, SMIC 2팀

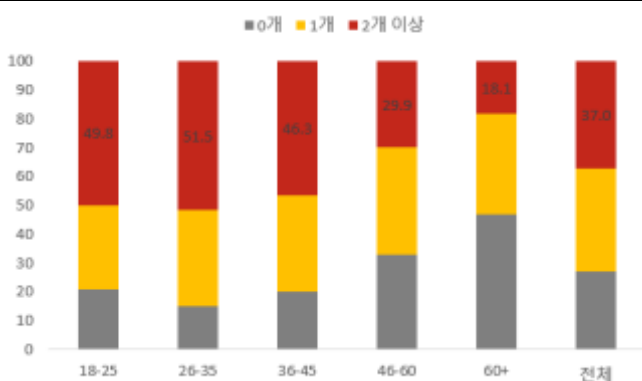
그림 1-4. 글로벌 OTT 유료 이용자 수 (단위: 백만명)



출처: Statista, 유진투자증권, SMIC 2팀

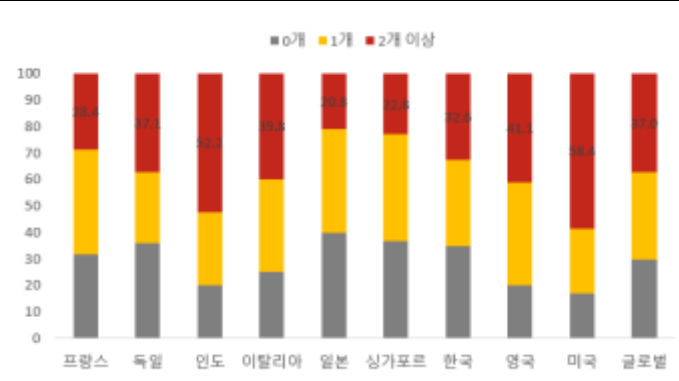
더군다나, 전세계 OTT 시장 이용자의 37%가 2개 이상의 OTT를 구독하고 있다. 복수 구독 형태는 특히 주 소비층인 어린 연령대에서 많이 확인되는데, 평균적으로 10대 ~ 30대 이용자들의 절반은 2개 이상의 OTT를 구독하는 것으로 나타났다. 다양한 연령층과 여러 국가에서 나타나는 복수 구독 형태는 OTT 시장의 성장 잠재력을 여실히 보여준다.

그림 1-5. 연령대별 OTT 구독 수 비율 (단위: %)



출처: Park Associates, 유진투자증권, SMIC 2팀

그림 1-6. 국가별 OTT 구독 수 비율 (단위: %)



출처: Limelight, 유진투자증권, SMIC 2팀

초기 OTT 시장의 성장을 이끌었던 북미 뿐만 아니라 아시아, 남미, 유럽 등 전 세계에서 시장이 성장하고 있다. 2020년 4분기 넷플릭스 신규 가입자 861만명 중 200만명이 아시아에서, 120만명이 남미에서 나왔다. 신규 가입자의 90% 이상이 북미 지역 외에서 나올 정도로 성장세가 큰 상황이다.

1.2.2. 성장 배경

1.2.2.1. 기술환경 변화로 인한 '개인' 중심 시청형태로의 변화

'개인' 중심으로의 시청형태 변화

최근 OTT 산업이 빠르게 성장하고 있는 배경에는 '코로나19'라는 변수 외에도 미디어를 둘러싼 기술환경의 변화와 이를 통해 강화된 '개인' 중심의 시청 형태가 존재한다. 과거에는 영상을 볼 수 있는 매체가 TV뿐이었기 때문에 TV에서 제공되는 방송 서비스를 가구 단위로 시청할 수밖에 없었다. 그러나 대용량 인터넷 보급과 스마트폰 사용 확대에 의해 미디어 시청 형태가 '가구' 중심에서 '개인' 중심으로 변화한 것이다. 한 가구 내에서도 '개인'들이 원하는 때에, 원하는 프로그램만 볼 수 있게 되었다.

1.2.2.2. 저렴한 구독료와 복수계정 제공

저렴한 월정액, 다양한 콘텐츠

최근 큰 인기를 끌고 있는 OTT 대부분은 월정액을 내고 플랫폼내 콘텐츠를 무제한으로 이용하는 SVOD 형태이다. IPTV 등에서 영화나 드라마를 1편씩 결제하고 이용하던 것과 비교할 때, 상대적으로 저렴한 월정액으로 다양한 콘텐츠를 이용할 수 있게 된 것이다.

또한, 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT들은 SVOD 모델을 안정적으로 정착시키기 위해 한 드라마의 전편을 한번에 제공하는 '몰아보기(Binge Watching)'용 콘텐츠를 선보였다. 이 방식이 큰 인기를 얻으면서 월정액을 내고 다수의 콘텐츠를 이용하는 시청형태가 보편화되기 시작했다.

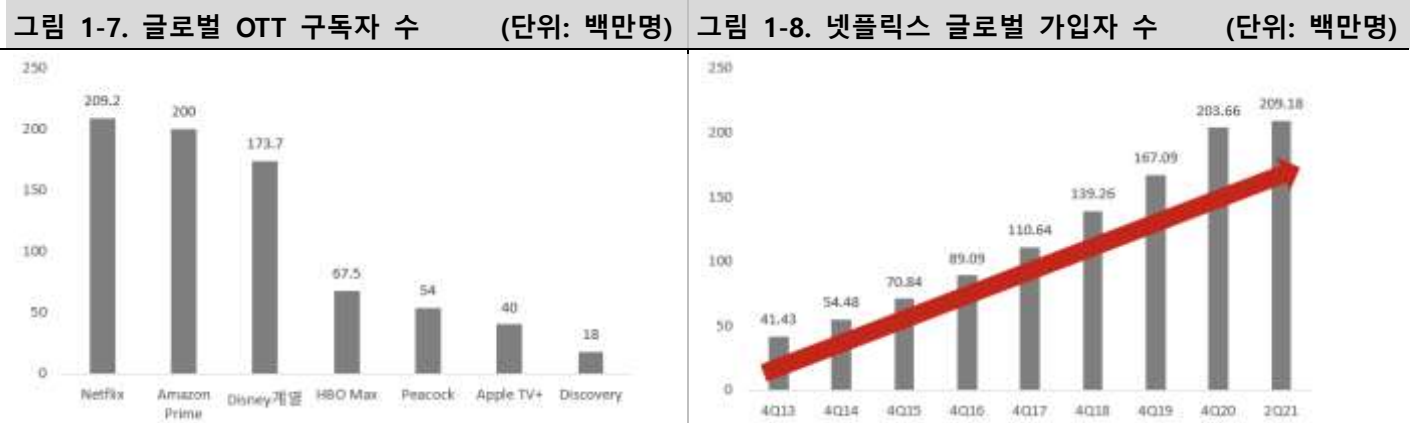
구독자는 한 명, 계정은 여러 개

이와 함께 '개인' 중심 시청형태를 뒷받침하고자, 한 구독자에게 여러 개의 계정을 제공하는 방식이 도입되었고 이용자 수 확대가 더욱 가속화되었다. 구독자에게 하나의 계정만을 부여할 경우 가족, 친구들과 계정을 공유할 수는 있지만, 여러 이용자의 시청 콘텐츠가 구분되지 못해 '개인화' 추천 등이 어려워지고 프라이버시도 침해당할 수 있다.

이에 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT들은 한 구독자에게 3~5개의 계정을 부여함으로써 콘텐츠 시청 프라이버시를 지키면서 개인화 추천 등도 용이하게 하였다. 또한 계정의 공유를 편리하게 만듦으로써 인원을 모아 가입하거나, 부모의 가입을 유도하게 하여 정액비의 문턱도 낮출 수 있었다.

1.3. 치열해지는 OTT 경쟁

이처럼 OTT 시장의 파이가 커지자 다양한 OTT업체들이 생겨났으며 경쟁적으로 가입자 확보에 주력하고 있는 모습이다. 글로벌 OTT 사업자들은 세계 여러 지역에 진출하기 시작했고 전세계적 경쟁이 본격화되고 있다. 본 보고서는 북미 시장과 동남아시아 시장에 주목하고자 한다.



출처: 삼성증권, SMIC 2팀

출처: Statista, SMIC 2팀

1.3.1. 북미 시장

시장은 포화

북미 OTT 시장은 경쟁이 심화되는 동시에 점차 포화 상태에 다가가는 듯 보인다. 2021년 2분기 동안 넷플릭스는 아시아 태평양 지역(APAC)에서 102만명의 유료 구독자 순증가를 기록했다. 그 외 유럽, 중동, 아프리카 지역(EMEA)에서 19만명이 늘었고 라틴 아메리카 지역(LATAM)에서는 76만명이 증가했다. 그러나 북미 지역(UCAN)에서는 43만명이 감소하였다. 빠르게 성장하며 시장 전체의 성장을 이끌었던 북미 지역의 성장세가 둔화되고 있는 모습이다.

경쟁은 치열

이 와중에 북미 시장에서의 경쟁은 갈수록 치열해질 전망이다. 디즈니 같은 후발 주자들이 빠르게 치고 올라오고 있기 때문이다. 넷플릭스를 비롯하여 다수의 글로벌 OTT사업자들이 시장에 진입하여 경쟁이 격화되고 있다. 그동안 북미 시장은 가입자수 1위의 넷플릭스(2억 370만명)가 선두를 유지하고, 그 뒤를 아마존 프라임(1억 5천만명)이 뒤쫓는 2강 체제가 확고하였다.

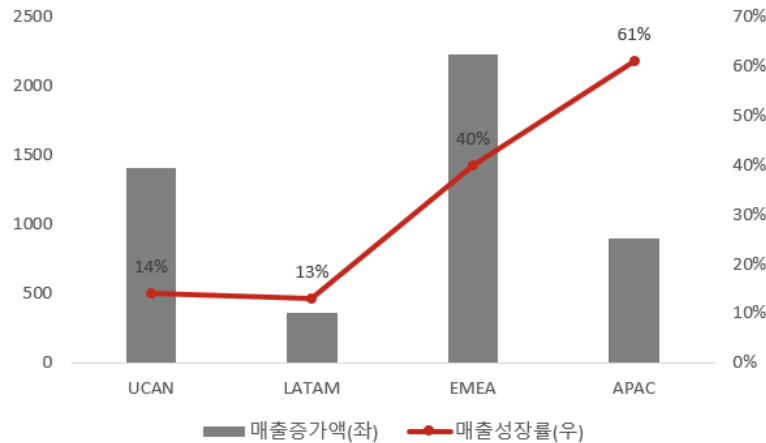
그러나 2019년 9월 출시된 디즈니플러스가 막대한 콘텐츠를 기반으로 출시 한 달 만에 북미 OTT 시장 수익의 16%를 얻어내고, 2020년 기준 가입자수 1억 3,700만명을 기록하면서 **시장은 점차 3강 체제로 변모해가고 있다.** 전문가들이 2026년 디즈니플러스가 넷플릭스를 제치고 OTT시장 1위에 오를 가능성이 높다고 전망할 정도로 디즈니플러스의 성장세가 엄청나다. 여기에 애플TV+(2019년), HBO Max(2020년) 등도 시장에 진출하면서 경쟁이 갈수록 심화될 것으로 보인다.

멈출 수 없는 투자!

OTT 콘텐츠 투자액으로는 2020년 넷플릭스가 160억 달러를 투자해 가장 많았다. 아마존 프라임 70억 달러, 애플TV플러스 60억 달러, 디즈니플러스 17.5억 달러로 그 뒤를 이었다. OTT 전쟁이라고 표현해도 될 정도로 경쟁이 격화되고 있는 북미 시장에서 글로벌 OTT 업체들은 기존의 시장 점유율을 유지하기 위해서라도 투자를 게을리할 수 없게 되었다.

그림 1-9. 넷플릭스 2019년 대비 2020년 지역별 매출 성장

(단위: \$ mil.)



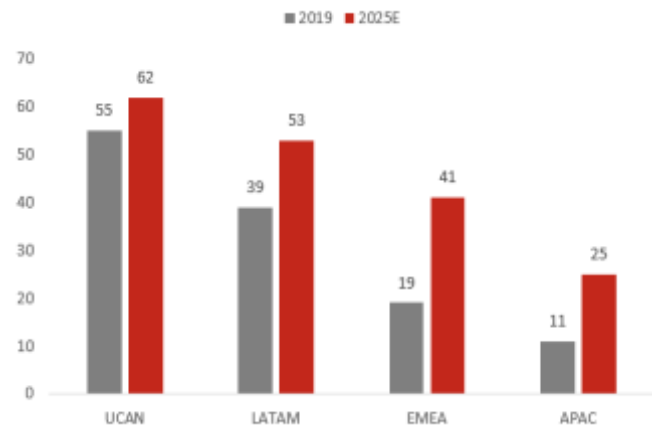
출처: Netflix, SMIC 2팀

1.3.2. 동남아시아 시장

상술했듯이 2020년 넷플릭스의 가입자 수는 2억 명을 돌파했다. 북미 시장의 성장 둔화를 아시아 시장의 빠른 성장이 메꿨기 때문이다. 그 중에서도 동남아시아 시장은 인구가 많고 OTT 소비가 빠르게 증가하고 있어 글로벌 OTT 사업자들이 앞다퉈 진출하고 있는 시장이다.

그림 1-10. 넷플릭스 시장 침투율 전망 (단위: %)

(단위: %)



출처: The Motley Fool: Stifel, 한화투자증권, SMIC 2팀

그림 1-11. 동남아시아 OTT 시장 현황



출처: Insight at FreakOut

경쟁력이 밀린 로컬 OTT

초기, 동남아 시장은 로컬 OTT인 훅(HOOQ), 아이플릭스(iflix), 뷰(VIU) 등이 지역에 기반한 서비스로 우위를 점하며 시장을 선도해 나갔다. 그러나 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT들이 시장에 본격적으로 진출하자, 막대한 투자 경쟁에서 경쟁력이 밀려 결국 자본이 고갈되고 매각에 직면하였다. HOOQ은 2020년 3월 한국 쿠팡에, iflix는 2020년 6월 중국 텐센트에 각각 매각되었고, 현재는 뷰만이 살아남아 글로벌 OTT들과 치열하게 경쟁하고 있다.

로컬 OTT들의 빈 자리는 글로벌 OTT와 중국 OTT들이 채워 나가기 시작했다. 넷플릭스

본격 진출!
글로벌 OTT
중국 OTT

는 태국, 베트남, 인도네시아, 필리핀 등 이미 여러 동남아 국가들에 진출하여 동남아 시장에서 선두를 달리고 있다. Disney+는 지난해부터 동남아 시장에 진출하여 계속해서 진출을 확대해 나갈 계획이고, HBO Max는 동남아 시장 진출의 초석이 될 지역 사무소를 설치하는 등 **글로벌 OTT들의 본격적인 동남아 시장 진출이 시작됐다**. iflix를 인수한 텐센트와 아이치이 등 중국 OTT들도 동남아 시장에 잇따라 진출하며 경쟁이 점차 심화되고 있다.

그림 1-12. 디즈니 플러스 아시아 시장 진출 계획



출처: Disney+, SMIC 2팀

그렇다면 갈수록 경쟁이 심화되고 있는 OTT 시장에서 살아남기 위한 경쟁력은 무엇일까?

1.4. 선택지가 많아진 소비자, OTT 경쟁력은 콘텐츠!!

과거에는 소비자들이 선택할 수 있는 OTT가 넷플릭스, 아마존프라임, 훌루 등으로 한정적이었다. 따라서 존재하는 모든 OTT를 구독하더라도 소비자 입장에서 크게 부담되지 않았다.

많아지는 OTT,
늘어나는 해지 고민

그러나 최근 이용자들의 소비 의향이 변화하고 있다. 기존에는 월정액이 높더라도 3개의 OTT를 구독하는 이용자(45%)가 늘어나는 추세였지만, 이제는 동시에 기존에 구독하고 있는 **OTT 서비스를 해지하겠다는 비율(32%)도 함께 높아졌다**. 선택지가 많아지고 월정액도 부담스러워졌을 뿐만 아니라, 무엇보다 선호 콘텐츠가 없어졌기 때문이다. 대표적인 예로 디즈니가 자체 OTT 서비스인 디즈니 플러스를 출시하면서 넷플릭스로부터 모든 디즈니 IP 판권을 회수해가자 넷플릭스의 구독자 수가 감소하였다.

경쟁력은 콘텐츠!

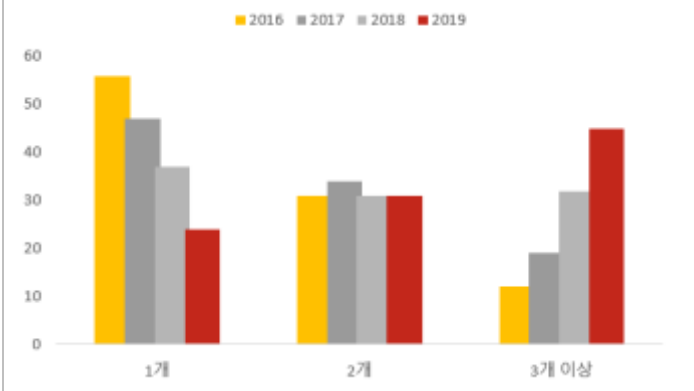
OTT 사업자가 많아질수록 구독 취소의 리스크는 높아진다. 이용자 입장에서는 OTT간의 전환이 어렵지 않기 때문이다. OTT 구독 취소에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 금액으로, 이용자의 절반 이상이 금액 부담에 민감한 모습을 보였다. **주목할 점은 금액 다음으로 가장 큰 영향을 미치는 요인이 콘텐츠라는 것이다.** 원하는 콘텐츠가 플랫폼에 없는 경우와 플랫폼의 콘텐츠가 흥미롭지 못할 경우에 이용자들은 구독을 취소했다. OTT 선택지가 많아지고 **OTT마다 콘텐츠 라이브러리가 차별화되면서 결론적으로 콘텐츠가 더욱 중요해진 것이다.**

그림 1-13. OTT 구독 취소에 영향을 미치는 요인

국가	콘텐츠		금액 부담	낮은 동영상 품질	디바이스 지원 불가
	읽히는 콘텐츠 없을 때	낮은 콘텐츠 흥미			
프랑스	7.6%	18.6%	59.2%	9.8%	4.8%
독일	3.6%	29.7%	49.1%	13.6%	4.0%
안도	9.6%	23.6%	45.2%	13.4%	8.2%
이탈리아	4.2%	18.4%	62.4%	11.4%	3.6%
일본	9.6%	34.0%	43.0%	6.4%	7.0%
싱가포르	6.2%	27.5%	55.5%	7.4%	3.4%
한국	12.4%	29.2%	40.4%	10.2%	7.8%
영국	4.2%	27.3%	54.6%	9.8%	4.0%
미국	5.2%	19.2%	60.2%	10.6%	4.8%
글로벌	7.0%	25.3%	52.2%	10.3%	5.3%

출처: Limelight, 유진투자증권, SMIC 2팀

그림 1-14. 구독 중인 OTT 개수별 구독자 비중

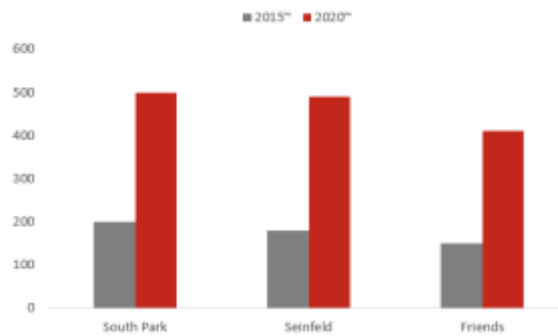


출처: Activate, Gfk, Digital TV Research, 한화투자증권, SMIC 2팀

실제로, 과거 흥행 작품의 IP가 점점 더 높은 가격에 거래되는 사례들이 나오고 있다. 넷플릭스와 계약이 만료된 <The Office>는 연간 저작권료 1억 달러에 피코크로 넘어갔다. <Friends>는 2015년 넷플릭스가 5년 독점 판권을 1.18억 달러에 사왔는데, 계약이 만료되자 HBO MAX가 판권을 최소 4.25억 달러에 산 것으로 파악되었다. 넷플릭스는 홀루가 보유하던 <Seinfeld>의 5년 판권을 5억 달러에 독점 구매하였다. 2015년 홀루가 1.6억 달러에 구매한 것보다 3배 이상 비싸게 판매된 것이다. OTT간 치열한 콘텐츠 경쟁이 곧 판가 상승으로 이어지고 있는 것이다.

그림 1-15. 핵심 콘텐츠 IP 다년 계약 판권가격

(단위: 백만달러)



출처: 한화투자증권, SMIC 2팀

결국, OTT 서비스 사업자들의 콘텐츠향 투자 확대는 선택이 아닌 필수적인 영역이다. 이러한 상황에서 K-콘텐츠가 매력적일 수밖에 없는 이유를 알아보자.

2. K-드라마 제작사의 경쟁력

2.1. K-드라마의 경쟁력

상기한 바와 같이 OTT 사업자들은 매력적인 콘텐츠 확보에 힘을 쏟을 것이다. 이런 상황에서 OTT 사업자들에게 K-콘텐츠는 너무도 매력적이다. 그 이유는 무엇인가?

2.1.1. 홈구장, 아시아

아시아에서 한국 콘텐츠의 인기는 말할 필요도 없이 하늘을 찌른다. 과거에도 한국은 아시아 드라마 시장에서 확실한 우위를 보여주었다. 2002년 드라마 <겨울연가>의 일본에서의 인기를 시작으로 <태양의 후예>, <푸른 바다의 전설>등 2010년대 중국 OTT에서 큰 인기를 끈 작품들을 다수 선보였다.

이에 넷플릭스를 비롯한 OTT 사업자들은 아시아 시장을 겨냥하여 한국의 콘텐츠를 끊임 없이 구입하고 있다. 한국 드라마는 방영과 동시에 넷플릭스 순위권을 석권하며 그 인기를 입증하고 있기 때문이다. 그림 2-1은 아시아 국가별 콘텐츠 순위표로, K-드라마의 인기를 여실히 보여준다.

그림 2-1. 아시아 국가별 넷플릭스 Top 10 순위

(2021년 기준)

순위	태국	대만	일본	홍콩	말레이시아	싱가포르	베트남
1	빈센조	빈센조	도쿄 리벤저스	빈센조	빈센조	빈센조	빈센조
2	알고있지만	슬기로운 의사생활	주술회전	시지프스	슬기로운 의사생활	슬기로운 의사생활	슬기로운 의사생활
3	시지프스	시지프스	빈센조	슬기로운 의사생활	알고있지만	The Good Doctor	사랑의 불시착
4	진격의 거인	Mother to be	사랑의 불시착	알고있지만	시지프스	시지프스	응답하라 1988
5	Dare to Love	경이로운 소문	나의 히어로 아카데미아	경이로운 소문	진격의 거인	Love Marriage Divorce	시지프스
6	Snowpiercer	알고있지만	전생했더니 슬라임이었던 건에 대하여	주술회전	로스쿨	알고있지만	알고있지만
7	갯마을 차차차	마인	알고있지만	나의 히어로 아카데미아	갯마을 차차차	갯마을 차차차	마인
8	슬기로운 의사생활	진격의 거인	진격의 거인	The Good Doctor	Sex/Life	경이로운 소문	경이로운 소문
9	그녀의 이름은 난노	SEQUALU	킹덤	마인	The Good Doctor	로스쿨	슬기로운 캄땡생활
10	로스쿨	갯마을 차차차	일곱개의 대죄	갯마을 차차차	마인	마인	로스쿨

출처: Flixpatrol, SMIC 2팀

아시아 시장을 사로잡기 위한 KEY

이렇게 K-드라마의 입증된 인기는 OTT 사업자들에게 전략적으로 매우 중요하다. 왜냐하면 이들이 앞으로 진출할 아시아 지역에서 가입자를 확장하는 데 가장 확실한 포석이며 이미 진출한 사업자들의 고객 이탈 방지 유인이기 때문이다. 실제로 동남아시아 시장의

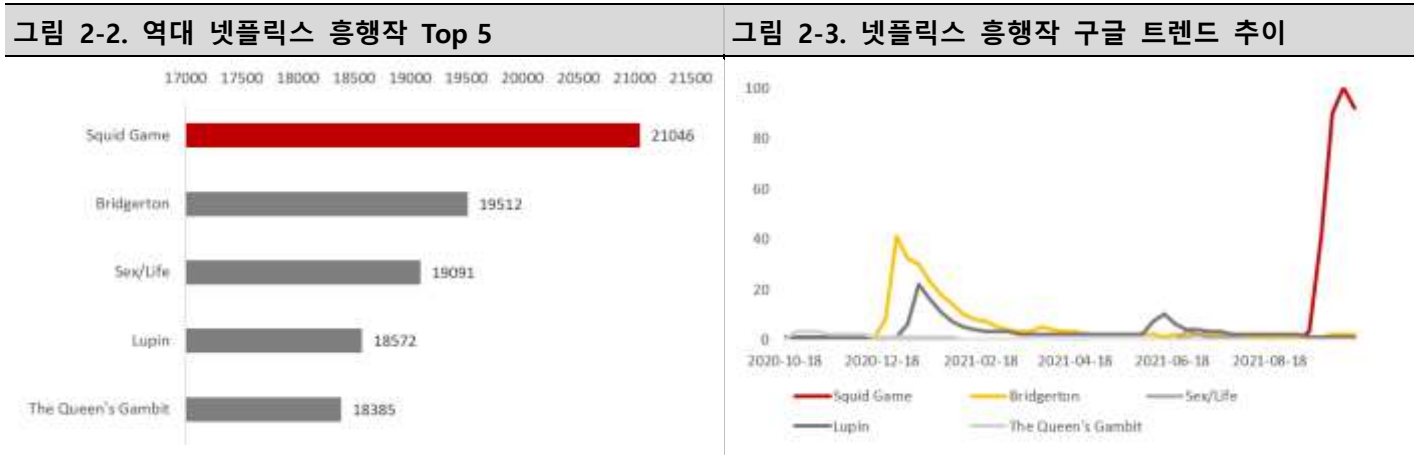
경우 최근까지 OTT 사업자 시장을 HOOQ, iflix, viu 세 곳에서 분배하는 구조였는데, viu가 한국 콘텐츠를 공격적으로 확보하여 유일하게 살아남은 로컬OTT가 되었다.

실제로 아시아 시장 진입을 목표로 하고 있는 HBO Max도 아시아 드라마 <Folklore> 및 <Forbidden> 등 아시아권을 타겟으로 하는 콘텐츠를 제작하고 있다. 이러한 상황에서 아시아에서 경쟁력이 높은 K-드라마의 수요는 점점 더 높아질 것이다.

2.1.2. Global 원정경기도 가뿐하게!

**<오징어게임>으로
증명된 경쟁력**

한국 콘텐츠는 아시아 시장을 타겟팅하고 있었다. 그러나 <오징어게임> 글로벌 흥행 이후로 상황은 달라졌다. <오징어게임>은 넷플릭스가 서비스되는 83개국 모두에서 1위를 달성한 최초의 드라마 타이틀을 거머쥐었다. 구글 트렌드 수치를 살펴보면 실제로 넷플릭스가 공개한 역대 흥행 드라마인 <브리저튼>, <위쳐>, <종이의 집>, <기묘한 이야기>를 모두 뛰어넘고 <오징어게임>이 최단 기간 최고 수치를 달성한 것을 볼 수 있다.



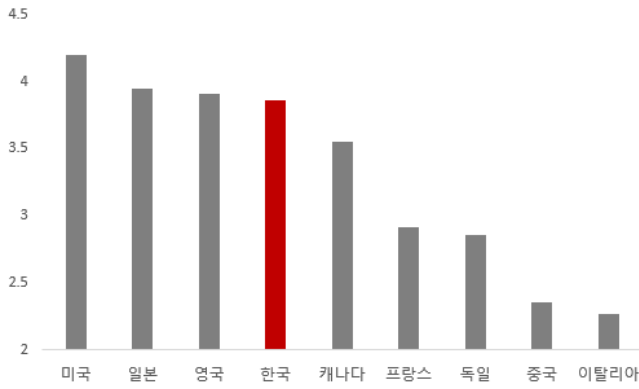
출처: Flixpatrol, SMIC 2팀

출처: 구글 트렌드, SMIC 2팀

사실 이런 K-콘텐츠의 성공이 이례적인 것은 아니다. 같은 영상 콘텐츠인 영화를 살펴보자면 봉준호 감독의 <기생충>의 칸 영화제 황금종려상 수상, 넷플릭스 오리지널 영화인 <승리호>의 개봉 당시 26개국에서의 인기 1위 기록 등 한국은 콘텐츠 강국이다. 지난 10년간 전 세계 65개국에 수출된 한국의 102개 작품의 방송 포맷, 2019년 수출액 7조 7582억원을 달성한 게임 콘텐츠 등 이미 여러 분야에서 콘텐츠 강국임을 증명한다.

게다가 한국의 GDP 대비 콘텐츠 시장 규모는 영국을 이어 4번째로 높다. 또한 세계지식재산권기구(WIPO)가 발표한 글로벌혁신지수 순위를 살펴보면 한국은 문화·창의서비스 수출 등이 높게 평가 받으며 꾸준히 순위가 상승하였다. 이는 K-드라마를 포함한 K-콘텐츠의 영향력이 전 세계에서 유의미함을 명실공히 보여준다.

그림 2-4. 2020년 GDP 대비 콘텐츠 시장 규모 (단위: %)



출처: 한국콘텐츠진흥원, IMF, SMIC 2팀

그림 2-5. 2020년 글로벌 혁신지수 순위

순위	2018년	2019년	2020년
1위	스위스	스위스	스위스
2위	네덜란드	스웨덴	스웨덴
3위	스웨덴	미국	미국
4위	영국	네덜란드	영국
5위	싱가포르	영국	네덜란드
6위	미국	핀란드	덴마크
7위	핀란드	덴마크	핀란드
8위	덴마크	싱가포르	싱가포르
9위	독일	독일	독일
10위	아일랜드	이스라엘	한국
11위	이스라엘	한국	홍콩
12위	한국	아일랜드	프랑스

출처: WIPO, SMIC 2팀

2.1.3. 저렴한 제작비

압도적인 가성비비 K-드라마

이렇게 훌륭한 K-드라마가 가성비까지 훌륭하다. 국내 드라마 제작비는 해외의 다른 OTT 오리지널 시리즈에 비하면 매우 저렴하다. 최근 선풍적인 인기를 끌고 있는 드라마 <오징어 게임>은 회당 제작비가 약 22억원으로, 기존의 넷플릭스 오리지널 시리즈의 제작비와 비교하면 굉장히 저렴한 것이다. 저렴한 가격으로 콘텐츠를 제작할 수 있다는 점에서 K-드라마는 막강한 경쟁력을 보유하고 있다. **해외 드라마 한 편을 찍을 제작비로, K-드라마는 한 시즌을 찍을 수 있는 것이다.**

그림 2-6. K-드라마의 회당 제작비

작품명	회당 제작비 (단위: 억 원)
빈센조	10
시지프스	13
더 킹	25
스위트홈	30
오징어 게임	25

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

그림 2-7. 해외 넷플릭스 흥행작 회당 제작비

작품명	회당 제작비 (단위: 억 원)
Bridgerton	83
Stranger Things	142
13 Reasons Why	80
Money Heist	130
The Witcher	118

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

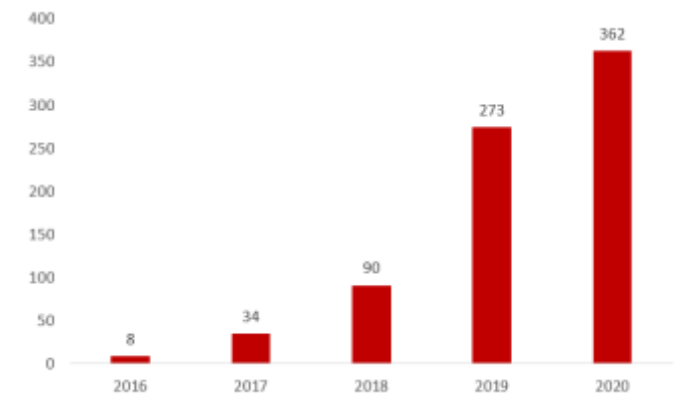
지금까지 논의를 종합해보면, K-콘텐츠는 아시아에서는 여태까지 통해왔고 이제는 전 세계적으로 인기를 끌고 있다. 심지어 가격마저 저렴한데 OTT 사업자들이 K-드라마를 선택하지 않을 이유가 없다. 구체적인 사례로 넷플릭스 투자 추이를 보자.

2.2. 넷플릭스의 K-드라마 투자, 늘어날 일 밖에

급격하게 증가하는 한국 콘텐츠 투자액

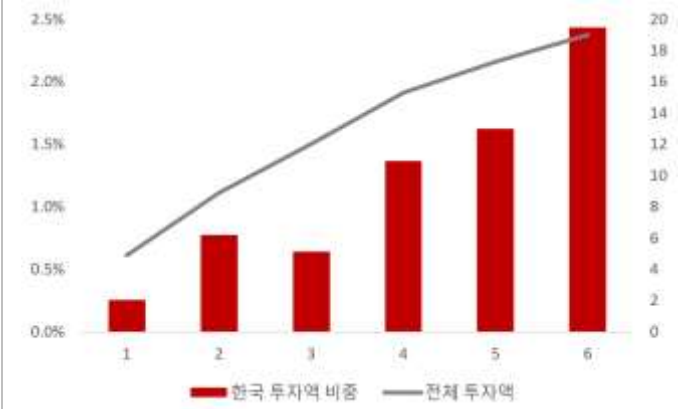
대표적인 OTT사업자 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자액은 매년 급격하게 늘어나고 있다. 그림 2-9에서와 같이 넷플릭스는 <오징어게임>이 흥행하기도 전에 2021년 한국 드라마에 5,500억 투자를 결정했다. 이는 2016년 진출 이후 5년간 투자한 금액의 70%에 해당하는 수준으로, OTT 시장에서 한국 콘텐츠의 중요성을 단적으로 드러내는 수치라고 볼 수 있다.

그림 2-8. 넷플릭스 국내 가입자 수 (단위: 만 명)



출처: 와이즈앱, SMIC 2팀

그림 2-9. 넷플릭스 한국 투자규모 (단위: 10억달러)



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

앞으로도 증가할 한국 콘텐츠 투자액

넷플릭스의 한국 드라마 투자액은 급격하게 늘고 있으나 총 드라마 투자액 약 20조원에 비하면 그 비중은 2.5%로 여전히 미미한 편으로, 콘텐츠 경쟁력이 증명된 지금, 앞으로 충분히 늘어날 유인이 상당히 높다. 게다가 시장 상황으로 미루어 보았을 때 총 투자액 규모 자체도 지속적으로 성장할 것이 명백하다. 따라서 단가가 저렴하고 흥행 전력도 보유한 한국 드라마 투자액이 앞으로 늘 것임에는 이견의 여지가 없어 보인다.

2.3. 하청에서 주인공으로!

이처럼 K-드라마의 경쟁력은 입증되었고, OTT 사업자들의 투자가 늘어나는 상황에서 그 수혜를 드라마 제작사가 온전히 받을 수 있을까 우려될 수 있다. 비교적 최근까지도 알려진 드라마 제작사도 거의 존재하지 않았을 뿐더러 교섭력이 없는 수준이어서 항상 방송사의 하청업체로서 이른바 '갑질'을 당하고 있었다. 그러나 판도는 바뀌었고 K-드라마의 경쟁력으로 최대 수혜를 볼 업종은 방송사도 OTT도 아닌 드라마 제작사라고 판단한다.

2.3.1. 방송국이 甲, 드라마 제작사는 乙 - 2010년대 이전

암울했던 하청업체 시절

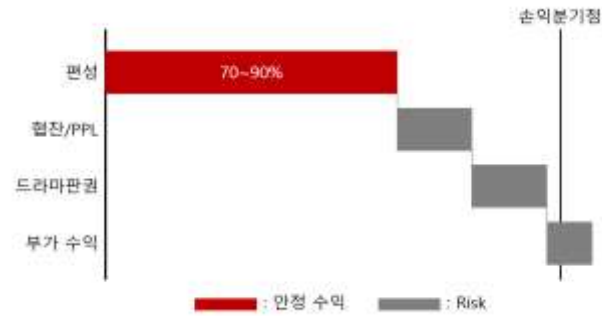
1990년까지는 드라마 제작사라는 개념이 존재하지 않았다. 따라서 당연히 드라마로부터 창출되는 모든 수익이 방송사에게 귀속되었다. 1990년부터 외주제작이라는 개념이 도입되어 방송사가 기획한 드라마를 단순히 제작만 맡아서 시행하는 드라마 외주제작사가 등장하였다. 외주제작사는 일정 부분 이익을 보장받지만 방송사에게 보장 받는 수익 이상의 부가가치를 창출하지 못하는 구조였다.

방송 가능한 시간대와 채널의 수는 한정되어 있기 때문에 협상력은 방송사에게 있었고 시간이 흐르며 제작사 간 경쟁이 심화, 제작비가 과도하게 올라갔다. 이에 방송사는 전체 제작비의 70~90% 수준만 지원할 수 있었고 부족한 부분은 PPL로 부담하여야 했다.

점점 높아지는 제작비를 방송사는 더 이상 감당하지 못하고 판권을 제작사와 일부 공유하는 형식으로 사업 모형이 바뀌었다. 다행히 이 때 방송사의 수익구조에 광고수익 뿐만

아니라 해외판권 판매수익이 등장하였고 이러한 사업 모형이 적용된 드라마 <겨울연가>의 방영 이후 제작사와 방송사는 판권의 판매로 막대한 수익을 얻었다. 이에 제작사들은 IP를 보유하는 것의 이점에 주목하게 되었고 2007년 제작사 IP 보유 드라마 <태왕사신기>를 방영하였다. 하지만 <겨울연가>가 방송사 주도로 해외 판권 판매가 이루어진 것과 달리 제작사 단독으로 해외 시장을 개척하여 판권을 판매하기에는 큰 무리가 있었고 결과는 실패로 돌아갔다.

그림 2-10. 전통적인 드라마 사업 모형



출처: SMIC 2팀

2.3.2. 중국 OTT 사업자의 등장으로 해외 진출 역량 증명 - 2010년~2016년

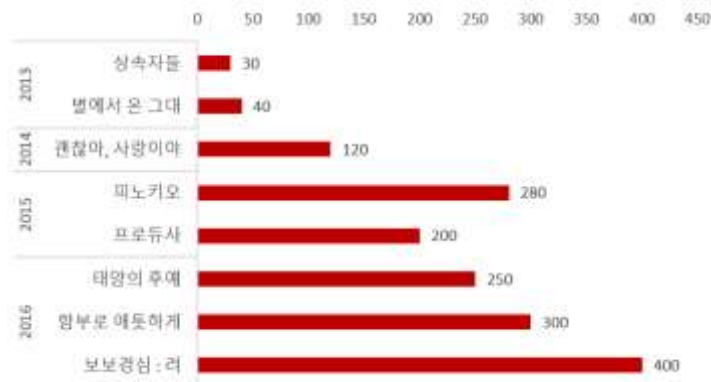
한국 드라마의 수출은 2010년 이전에도 진행되어왔다. 하지만 중국의 유쿠, 텐센트비디오, 아이치이 등의 OTT 업체의 등장은 한국의 드라마 제작사에게 수요의 증가와 같은 효과를 낳았고 이전과 비교하여 높아진 콘텐츠 경쟁력과 더불어 한국 드라마 제작사의 협상력을 가지게 해주었다.

잇따른 대박에 의한 해외 진출 능력 확보

특히 드라마 <상속자들>과 <별에서 온 그대>의 대성공은 중국에서 한국 드라마에 대한 관심을 크게 증대시켰고 높아진 제작사의 협상력은 판권 가격을 높일 수 있게 해주었다. 최종적으로 아이치이가 드라마 <태양의 후예>를 방영하기로 계약을 맺으며 유료회원 수가 50% 이상 증가하였고 이는 한국 드라마 제작사의 경쟁력을 증명하였고 과거와 다르게 방송사를 통하지 않고 직접 플랫폼 업체와 협상을 할 수 있다는 것을 보여주었다.

그림 2-11. K-드라마의 중국 내 판권 가격 추이

(단위: 천 달러)



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

2.3.3. 글로벌 OTT 사업자의 등장으로 작품성/경쟁력 증명 - 2016년 이후

한국 콘텐츠를 사들이는 넷플릭스

2016년 넷플릭스가 한국 시장에 진출하였다. 국내 이용자가 증가하자 넷플릭스는 OTT 오리지널 <옥자>를 시작으로 한국 콘텐츠 IP를 확보하기 시작했다. 단발성 효과로 끝날 우려가 높은 영화와 달리 드라마의 경우 인기가 지속되며 차기작을 발표하기 쉽다는 장점이 있다. 이에 드라마 <보건교사 안은영>, <인간실격>, <킹덤> 등을 제작하게 되고 실제로 <킹덤>의 경우 이미 차기작을 방영하였고 다음 시즌이 예정되어 있다.

기존의 사업모형은 손익분기점을 넘길 수 있을지도 알 수 없는 위험한 모형이었다. 이로 인해 경쟁이 심화되고 수익구조가 불안정해져 과도한 PPL과 인건비 감축을 유도하여 드라마의 질이 낮아지는 등 악순환이 반복되었다.

안정적인 고정마진 확보 가능

TV 방송과는 다르게 OTT 플랫폼은 채널이 한정되어 있거나 송출시간이 제한적이지 않다. 따라서 OTT 사업자들은 다수의 외주제작 계약을 합리적인 조건에서 체결할 수 있다. 이로 인하여 드라마 제작사들은 고정마진 10~20%를 보장받아 제작비 부담에서 벗어나 높은 퀄리티의 작품을 제작할 수 있게 되었다. 눈살이 찌푸러지는 PPL도 없고 선제작이라는 특성상 특정 배우가 인기가 많다고 비중을 높이는 등 작품성을 해치는 요소로부터 자유로워질 수 있게 되었다. 또한 기존이 사업 모형보다 결제 시기가 빠르기 때문에 원활한 현금흐름을 꾀할 수 있다는 점도 큰 이점이다.

이에 K-드라마는 2020년 <스위트홈>, <보건교사 안은영>을 필두로 그 작품성과 경쟁력에 전 세계의 큰 주목을 받게 되었다. 심지어 최근의 OTT 플랫폼들이 유사한 콘텐츠를 유저에게 추천하는 알고리즘을 사용한다는 점에서 앞으로의 선순환도 발생할 것이다.

안전마진까지 상승여력 확실

게다가 디즈니플러스가 스튜디오앤뉴에게 약 35~40%의 마진을 지급하는 계약을 체결한 것으로 예상된다. 한국 시장에 진입하는 국내외 OTT 사업자들이 후발 주자인만큼 OTT 오리지널 작품이라도 높은 마진율을 보장하여 콘텐츠 확보 경쟁에 박차를 가하려는 것으로 판단된다. 결과적으로 드라마 제작사의 협상력은 증가되고 및 기대 매출 또한 유의미하게 증가할 것으로 판단된다.

그림 2-12. OTT 오리지널 드라마 제작 사업 모형



출처: SMIC 2팀

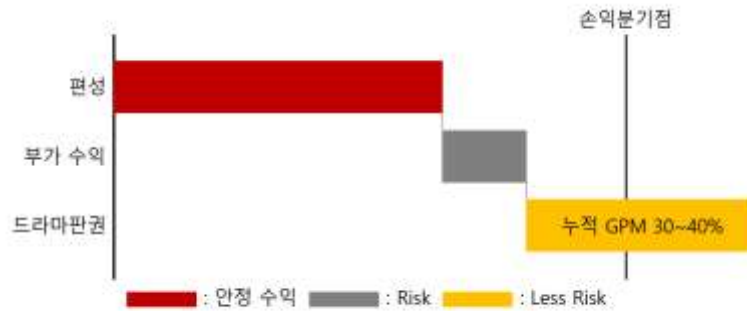
2.3.4. 그 이후는? – 2020년 이후

이후의 사업모형은 제작사가 IP를 보유하는 형태로 발전한다. OTT 외주제작의 경우 10~20%의 고정마진을 확보 받는다는 점에서 안정적인 이익을 기대할 수 있지만 <오징어 게임>의 사례처럼 엄청난 대박을 친 작품의 경우에도 추가적인 이익을 기대하기 어렵다는 점에서 한계가 존재한다.

제작사 IP 보유로 인해 열린 상방

반면 제작사가 IP를 보유할 경우 기존의 사업모형과 유사하게 방송사로부터 제작비의 일부만 지원받지만 **판권 수익이 제작자에게 귀속된다는 점에서 차이가 있다.** <태왕사신기> 시절에는 드라마 제작사의 능력이 부족하였고 무엇보다 판권을 판매할 판매처들이 많지 않았기 때문에 실패할 수밖에 없었다. 그러나 흐름은 바뀌었다. K-드라마의 경쟁력은 입증되었고 OTT 사업자들이 구매할 유인은 충분하다. 따라서 판권수익이 제작사에 귀속되는 제작사 IP 보유 사업 모형에선 **마진을 30~40%, 혹은 그 이상을 기대할 수도 있겠다.**

그림 2-13. 제작사 IP 보유 드라마 사업 모형



출처: SMIC 2팀

정리하자면 콘텐츠 경쟁력이 시장에서 중요한 요인으로 작용하는 지금, 높아진 콘텐츠 경쟁력을 가진 K-드라마 제작사는 선택지가 늘어났다. OTT 오리지널 드라마를 제작하여 위험을 부담하지 않고 안정적인 수익을 얻거나 약간의 위험을 부담하며 IP를 보유한 드라마를 제작하여 더 높은 수익을 얻을 수도 있다. 어느 쪽이든 탄탄한 **가동가서(可東可西)**의 상황이다.

3. 이익 성장성을 보자!

3.0. 시대의 흐름을 타는 한국 드라마제작사

P, Q, C 모두에서 한국 드라마에 우호적인 환경

한국으로 들어오는 자금의 증가(Q)와 BM 다변화로 인한 마진율의 상승(P-C)은 드라마 제작사에게 굉장히 우호적인 상황이다. 한국 드라마 제작사 전반의 이익 수준 성장과 그에 따른 기업 가치 상승은 어느 정도 담보된 상황이라고 봐도 될 것이다.

다만 제작사 각각의 성격에 따라 이익 성장성의 정도는 다르다. 이번 섹터에서는 드라마 제작사의 성격에 따라 수혜 정도를 분석하고, 이를 포함한 여러 Factor 분석을 통해 드라마 제작사 중 가장 이익 성장성이 높은 Top Pick을 선정하는 과정을 논리적으로 서술하고, 그 기업이 키이스트임을 주장하고자 한다.

3.1. 대형 vs 중소형

대형 제작사와 중소형 제작사의 정의

한국 드라마 제작사는 그 규모에 따라 대형과 중소형으로 나눌 수 있다. 대형 제작사는 캡티브 채널을 보유하고 있으며 연 평균 제작 드라마 15편 이상인 기업을 말하며, 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리가 이에 속한다. 반면, 중소형제작사는 캡티브 채널을 보유하지 않은 연 평균 제작 편수 10편 이하의 제작사로 나머지 드라마 제작 상장사 모두가 이에 해당한다.

그림 3-1. 대형사	그림 3-2. 중소형사
	

출처: 각 사

출처: 각 사

대형 제작사와 중소형 제작사간 양극화 구조

지금까지 드라마 제작사의 수익구조 하에서는 대형 제작사와 중소형 제작사 간의 양극화가 극심했다. 대형 제작사는 캡티브 채널을 보유한 만큼, 편성에서 우선 순위에 놓여 있었기에 비교적 자금 부담 없이 스케일이 큰 드라마를 제작할 수 있었다. 자금 부담이 덜한 상황에서 다양한 작품을 더 많이 시도할 수 있게 되면서 당연히 흥행작이 나올 수 있었고, 이러한 흥행작은 제작사의 레퍼런스 형성에 기여했다. 그 결과 캡티브 채널 이외 타 플랫폼 향으로도 판매가 늘어나며 회사 자금 여력이 늘어났고, 이는 더 큰 규모의 드라마를 더 많이 만들 수 있게 되는 선순환 구조로 이어졌다.

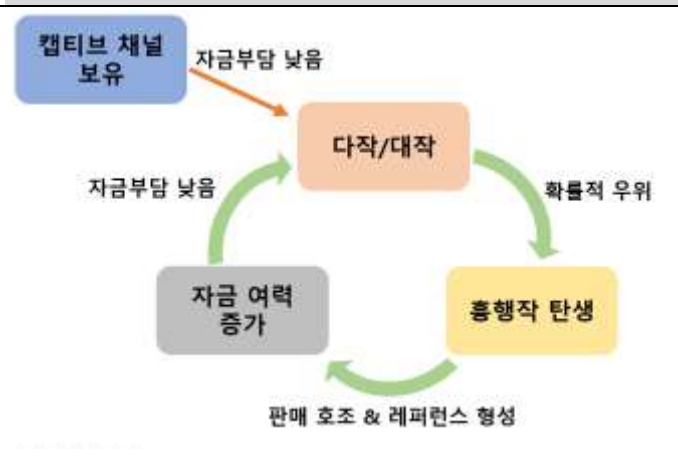
중소형 제작사의 상황은 완전히 반대였다. 기본적으로 자금 여력이 부족할 뿐더러 캡티브 채널도 보유하지 않고 있기 때문에 큰 스케일의 드라마를 많이 만드는 것은 부담이었다. 플랫폼 보유자(방송사, OTT) 입장에서도 레퍼런스가 전혀 없는 중소형 제작사에게

큰 자금을 투자할 유인이 적었다. 다작/대작이 불가능한 상황에서 흥행작을 만들어내기란 쉽지 않고, 당장 이익이 급한 중소형 제작사에게는 어떤 방식으로든 드라마를 판매하는 것이 중요했다. 그렇기에 **중소형 제작사는 투자액을 직접 감당해야 하는 IP 작품보다는 방송사의 편성을 기다리는 외주제작사의 위치로 전략할 수밖에 없었다.**

시장 환경 변화로 인한 중소형사의 리레이팅 가능성

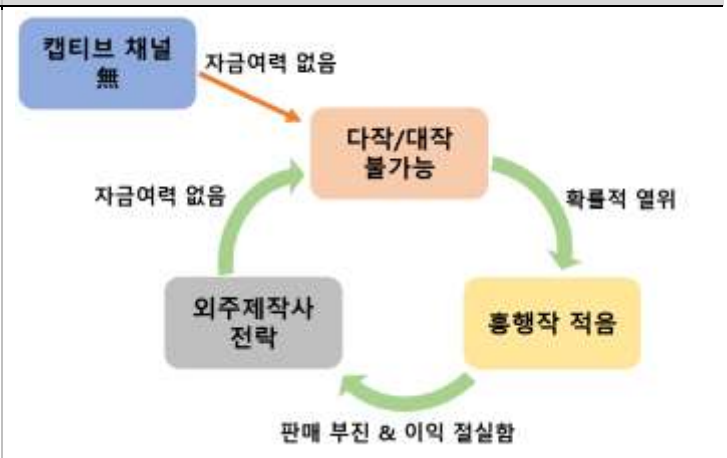
지금까지 드라마 산업의 상황만 놓고 본다면 당연히 대형 제작사에 투자하는 것이 현명하다고 생각할 수도 있다. 그러나 본 보고서는 전례없는 **한국 콘텐츠 시장으로의 자금 유입이 이러한 기존의 균형을 깨고, 중소형 제작사가 외주제작사의 위치에서 벗어나 한 단계 성장할 수 있는 계기가 될 것임을 주장한다.** 이에 대한 근거와 정황을 지금부터 순차적으로 서술하겠다.

그림 3-3. 대형사의 선순환 구조



출처: SMIC 2팀

그림 3-4. 중소형사의 딜레마



출처: SMIC 2팀

1) 향후 한국 드라마 투자액이 너무 많다.

넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자액이 매년 50% 이상 증가하고 있음을 고려할 때, 넷플릭스의 **한국 드라마 투자액이 향후 2년간 CAGR 20% 수준일 것이라는 가정은 결코 무리가 아니다.** 이러한 가정 하에서도 여전히 넷플릭스의 글로벌 투자액 대비 한국 드라마 투자액 비중은 4% 내외이다.

글로벌 OTT의 한국드라마 투자액 증가 추세

OTT 시장의 격화로 넷플릭스 외 글로벌 플랫폼도 한국 드라마 시장 앞다투어 투자를 하고 있다. 디즈니플러스는 올해 6월 동남아 시장에 진출하였는데, 진출 3개월 전 한국 드라마제작사와 매년 700억 규모의 5년 공급 계약을 맺었으며, 1200억 가량을 투자할 계획이다. 추후 다른 글로벌 OTT가 동남아 시장에 진출할 때에도 디즈니플러스처럼 자연스럽게 한국 드라마 시장에 투자할 개연성이 있다.

국내 OTT의 시장 진입으로 한국드라마 투자액 증가

이뿐만 아니라 국내 OTT 보유기업들 또한 한국 콘텐츠에 상당한 수준의 투자를 집행할 것임을 발표하였다. 웨이브를 보유한 SKT는 향후 5년간 1조원, 시즌을 보유한 KT는 향후 3년간 4000억원, 티빙을 보유한 CJ ENM 또한 향후 3년간 4000억원이라는 적지 않은 금액을 한국 콘텐츠에 투자할 것이라고 발표하였다. 투자가 계획대로 집행되지 않을 가능

성도 고려해 실제 투자액은 발표액에서 10%를 할인하여 고려하였다.

이에 추가해 국내 방송사의 한국 드라마 투자액 또한 고려해야 한다. 기본적으로 방송사 편성 시 제작비의 60% 정도를 지불하므로, 2020년과 2021년 드라마 편성 편 수에 평균 제작비는 100억원으로 가정하고 이 수치의 60%를 투자액으로 가정했을 때, 국내 방송사 투자액은 각각 5,760억원, 5,220억원이 된다.

국내 방송사는 제작비 부담으로 인해 드라마 편성 수를 줄이고 있는 추세이다. 2021년은 코로나로 편성이 미뤄지는 등의 이슈가 겹쳐 방송사의 편성 수 하락 폭이 더 큰 편이었다. 그러나 본 보고서는 보수적으로 이러한 하락 비율이 2023년까지 매 년 유지된다는 가정 하에 향후 2년간 방송사의 투자액을 추정하였고, 이는 각각 4,730억원, 4,132억원이 된다.

결과적으로 2022년 한국 콘텐츠 시장에 들어오는 자금은 총 1조 6100억원, 2023년은 1조 7천억원이 된다.

그림 3-5. 한국 드라마 투자액 추이

(단위: 억 원)

연도	넷플릭스	SKT	KT	CJENM	디즈니플러스	국내 방송사	투자액합계
2020	3,300					5,760	9,060
2021	5,500	1,800	1,170	1,170		5,220	14,860
2022E	6,600	1,800	1,170	1,170	1,200	4,730	16,670
2023E	7,920	1,800	1,170	1,170	1,800	4,286	18,146

출처: SMIC 2팀

2) 이러한 투자액 규모는 대형 제작사만으로는 감당할 수 없을 정도로 크다.

대형사의
한국드라마 투자액
완만한 상승세 예상

스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리의 2020년과 2021년 드라마 라인업과 제작비를 고려했을 때, 대형사의 제작비 합계는 2020년 5436억원, 2021년은 5450억원이다. 제작비에 상응하는 투자액은 평균 GPM 25%라는 다소 높은 수치를 가정했을 때 2020년 7250억원, 2021년 7270억원 수준이다. 여기서 향후 몇 년간은 대형사의 국내 드라마 투자액 규모는 급격하게 늘지 않을 전망이다.

드라마 CAPA 는
단기간에 늘리기
어려움

우선, 드라마 CAPA를 늘리는 것이 쉽지 않다. 제작 과정은 기업마다 상이하겠지만 기본적으로 IP와 기획력을 바탕으로 작품을 구상한다. 이후 구상한 작품의 상품성을 내부 회의를 통해 인정받게 되면 프로젝트가 시작된다. 이러한 프로젝트를 방송사, OTT 등과 논의 하에 어느 정도 판매가 될 가능성이 충분할 때 실제 제작에 들어가게 된다. 세 가지 조건 모두 동시에 충족할 때 드라마 제작 의사 결정을 할 수 있고, 이에 필요한 인적 자원과 파이프라인 등은 단기간에 늘릴 수 있는 부분이 아니다. 실제로 넷플릭스 투자액이 전년 대비 급격하게 늘어난 2021년에도 대형사의 드라마 투자액은 큰 폭으로 증가하지 않았다.

미국시장 진출에
당분간 집중

또한, 대형 제작사는 미국 시장 진출에 온 힘을 다하고 있다. 최근 제이콘텐츠리는 미국

제작사 wiip를 인수했고, 스튜디오드래곤도 미국 제작사 스카이댄스 미디어랑 애플TV+와 함께 공동제작에 들어갔다. <오징어게임>으로 한국 시장이 더 주목받기 이전에 미국 시장 진출을 결정한 것이다. 앞서 언급했던 것처럼 미국의 드라마 시장은 국내 시장과는 비교할 수 없을 정도로 크기 때문에 대형사는 성공적인 안착을 위해 국내 시장보다 미국 시장 진출에 좀 더 집중할 것이다. 회사 관계자 또한 국내 드라마 CAPA를 늘리기 보다는 미국 시장 진출에 좀 더 집중할 것임을 언급하였다.

이러한 상황을 고려하였을 때, **대형사의 향후 국내 드라마 제작비가 2년간 CAGR 10% 증가할 것이라는 가정은 결코 과소 추정이 아니다.** 이를 기반으로 GPM 25%를 적용하였을 때, 2022년과 2023년 대형사의 드라마 투자액은 각각 8000억원, 8800억원 규모가 된다.

그림 3-6. 대형사 20-21년 제작비 추이				그림 3-7. 대형사 제작비와 한국 투자액 괴리			
연도	제작비(억원)	연도	제작비(억원)	연도	제작비(억원)	연도	제작비(억원)
2020	3900	2021	3700	2020	5,436	2021	5,450
메니제일	100	투자 : 대 배기일	100	사생집	1184	2022E	5,995
별명	100	변신초	200	리대걸출가스	1184	2023E	6,595
작미내외, 파다	100	나빌레라	100	네티가을은꽃망아지였어요	1000		
메모리스트	100	다들	100	우리의생계	1000		
반짝반	100	빨간	200	미식남녀	888		
황금연화	100	악마환사	100	웃긴소리	1000		
오 마이 베이비	100	나는 나의 풀	100	로망해서	1000		
가쪽입니다	100	꽃아울 차차차	100	부러워하는	1000		
사이코지만 괜찮아	200	라이플레츠	100	부러워하는	1000		
작미 풀	100	유리의 세븐	100	18년생의	1000		
세월의 순교	100	스물다섯 스물하나	100	결혼의수	1000		
황금기름	100	태 로드의 배극	100	런더보통	500		
구미로연	100	다들	100	남편	2000		
스타트업	200	분애스4	200	어머	1700		
대신살	100	유리엔드	200	일계	18300		
낮과 밤	100	개5종	100	기타	계좌비(의결)		
불인양후	150	올라하면 올리는2	100	신애그립스 투너프루프야요	1184		
분대르 활짝	100	당신의 운명을 쓰고 있습니다	100	시치프스(Fanny)	1000		
푸른	100	파네식당으로 오세요	800	기름	1000		
트레일	100	송기로운 의사생활2	1500	꽃보물이던화프입니다	1000		
마방 : 그물이 있었다	100	조선산	100	미미물랑습니다	1000		
강이로운 소룡	150	다크폴	100	부스르	1000		
대형 : 영원의 군주	350	파우즈	1500	연대커버	1000		
나홀로 그대	100	간 떨어지는 동거	100	헛간업	1000		
스위트홈	300	홍차문	100	빛고림시남	1000		
한번 다녀왔습니다	250	아사라 조이	100	너를위안사할	2500		
송기로운 의사생활	100	열왕기라	100	남아올라나기	1184		
범죄수사	100	해미니스	100	남안골라나기	1184		
선유조리집	100	키마리아	100	남안골라나기	2000		
비치	100	파우즈	1500	꽃김의	2000		
일계	3900	일계	3700	일계	17500		

출처: 각 사, 언론보도종합, SMIC 2팀

출처: 언론보도종합, 각 사, SMIC 2팀

즉, 앞서 계산한 글로벌 한국 드라마 투자액과 비교하게 되면 **대형사의 드라마에 투자하고도 여전히 한국 드라마에 투자하고자 하는 금액은 2년 연속으로 8천억 원 이상이 남는다.** 이 돈은 과연 어디로 가야 할까? 대답은 명확하다. 중소형 제작사로 흘러들어갈 것이다.

3) 2022년 드라마 라인업에서 엿보는 중소형 제작사의 약진

중소형 제작사의 텐트폴+IP 라인업 급격한 증가

이러한 흐름을 단적으로 보여주는 지표는 중소형 제작사의 2022년 드라마 라인업이다. 크게 세 가지 변화가 있는데 첫째는 **텐트폴 드라마의 수가 급격하게 늘어났다**는 것이다. 여기서 텐트폴 드라마란 회당 10억원 이상이 투입되는, 규모가 큰 드라마를 뜻한다. 둘째는 **텐트폴 중에서도 IP를 보유한 작품의 수도 늘어나고 있다**는 점이고, 마지막으로 **대형사 대비 제작비가 더 크다는 점**이다. 앞서 언급한 것처럼 중소형 제작사는 애초에 IP를 보유하기 힘든 외주제작사 형태로만 존속할 수 있었으며, 많은 제작비가 들어가는

텐트폴의 경우에는 더 IP를 보유하기 힘들었고 심지어는 제작 편수조차 많지 않았다. 그렇다면 지금 도대체 무슨 일이 일어나고 있는 것일까?

자금 부담으로
기존에 실행하지
못했던 전략

상식적으로 생각해본다면 평균적으로 현금성자산이 300억원 이하인 중소형사들이 제작비만 300억원 이상이 드는 텐트폴 작품을 IP를 보유한 채로 제작하는 데에는 큰 부담이 될 것이다. 해당 텐트폴의 판권 판매 여부에 따라 회사에 큰 타격을 입을 것이고, 단 한 번의 시도로 명운이 결정되는 이런 위험한 전략을 펼칠 이유가 없다.

그림 3-8. 중소형제작사 22년 텐트폴 라인업

상장 중소형제작사	1H21	2H21	1H22	2H22
스튜디오산타클로스				
키이스트			텐트폴	텐트폴
초록밤미디어	텐트폴	텐트폴	텐트폴	
삼화네트웍스				
팬엔터테인먼트				
SM C&C				
NEW			텐트폴	
에이스토리		텐트폴	텐트폴	텐트폴

 IP 보유
 IP 미보유

그림 3-9. 중소형 제작사 유동자산

상장 중소형제작사	유동자산(억원)	현금성자산(억원)
스튜디오산타클로스	310	23
키이스트	335	19
초록밤미디어	970	500
삼화네트웍스	320	380
팬엔터테인먼트	460	212
SM C&C	1,870	673
NEW	1,619	395
에이스토리	862	153

출처: 각 사, 언론보도종합, SMIC 2팀

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 2팀

한국드라마 시장에
유입되는 투자액이
마진을 보장

그런데 중소형 제작사의 대부분이 놀랍게도 이런 전략을 펼치고 있다. 이들의 전략 변화는 2.에서 언급한 자금 유입으로 인한 중소형 제작사의 마진 확보, 그에 기인한 공격적 투자가 원인이다. 좀 더 정확하게 말하자면, 방송사나 OTT로부터 선구매 요청을 받는 등의 방식으로 마진이 보장된 상황에서 드라마를 제작하고 있다는 것이다. 실제로, 4분기 방영 예정인 키이스트의 <구경이>는 국내 방송사 뿐만 아니라 일본과 중국의 OTT에 판매되었음을 공시하였다.

드라마 제작 편수가 크지 않던 중소형 제작사에게 한 편 한 편의 라인업 추가는 엄청난 이익 성장으로 이어질 것이다. 무엇보다 중소형 제작사들이 계산기를 두들겨보고 오리지널보다 IP를 보유하겠다고 결정을 내리는 것이 가능한 우호적인 시장 환경은 단순히 전년 대비 이익 성장성이 높아진다는 스토리만으로 끝나지 않을 가능성이 높다.

기존 중소형 제작사는 완전히 외주제작사였다. 방송사에서 기획한 내용을 바탕으로 생산할 뿐인 하청업체에 불과했다. IP 보유는 불가능했고, 스케일이 큰 드라마를 제작하는 것도 한 쉽지 않았다.

중소형 제작사의
선순환 구조의
초입

하지만 지금은 상황이 다르다. 캡티브 채널을 보유한 대형 제작사 못지 않게 중소형 제작사의 드라마를 원하는 많은 플랫폼이 존재하고, 이러한 자금을 바탕으로 더 많이, 더 큰 스케일의 드라마를 제작할 수 있게 되었다. 이는 앞서 언급했던 중소형 제작사의 딜레마에서 벗어나, 대형 제작사가 그동안 누려왔던 선순환 구조로 진입하기 위한 첫 발을 내딛은 것으로 볼 수 있다. 중소형 제작사들의 극적인 이익 성장이 보장된 내년은 그저 변화의 초입일 뿐이다.

3.2. 옥석 가려내기

이렇듯 한국의 콘텐츠 파워에 의해 OTT의 한국 콘텐츠 투자액은 급증하였고, 반면 대형 제작사의 CAPA 여력은 높지 않다. 그렇기에 **중소형 드라마 제작사가 Bargaining Power와 수익 구조의 개선을 통한 P의 증가, 경쟁적으로 증가하는 투자를 통한 Q의 증가를 모두 누릴 수 있다.**

주가를 Drive 하는 이익 성장성

그렇다면 '중소형 드라마 제작사가 P, Q 모든 수혜를 누린다면, 키이스트가 아닌 다른 중소형 제작사에 투자해도 그 결과는 같지 않나?' 와 같은 의문이 들 수 있다. 이와 관련하여 본 보고서는 **주가를 Drive하는 결정적인 요소인 이익 성장성에 주목하고자 한다.**

3.2.1. 실적이 뒷받침되었던 에이스토리

가장 최근에 이익 성장성이 주가를 Drive했던 대표적인 Peer는 에이스토리이다. 에이스토리는 19년에 <첫사랑은 처음이라서 시즌 1, 2>, <킹덤 시즌 1>를 성공적으로 선보이며 기대감을 모았다. 그러나 이들은 모두 IP가 없는 넷플릭스 오리지널 외주 제작이었기 때문에 마진이 높지 않았고, 19년 영업이익 -11억, 순이익 -12억으로 부진한 실적을 보여주었다. 20년의 <킹덤: 아신전> 또한 인기를 끌었으나 영업이익 -9억, 순이익 -74억으로 19년에 이어 더욱 부진한 실적을 보여주었다.

한국 드라마에 대한 기대로 주가 상승한 에이스토리

그러나 **작년 말부터 올해 초까지는** 글로벌 OTT의 경쟁 심화와 동시에 스튜디오드래곤의 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>이 세계적으로 흥행하며, **한국 드라마에 대한 수요가 크게 증가할 것이라는 기대가 커졌다.** 그에 따라 **드라마 제작사들의 주가가 상승하였고,** 특히나 실적이 큰 폭으로 개선될 것이라 기대되는 **중소형 제작사들의 주가가 더 크게 상승하는 모습을 보였다.** 이에 이어 올해 2월 See What's Next Korea 2021에서 넷플릭스는 2021년 한 해 동안 5500억을 한국 콘텐츠에 투자할 것이라고 밝히며 다시금 주가 상승을 만들어 냈다.

그림 3-10. 스튜디오드래곤 <스위트홈>



출처: 스튜디오드래곤

그림 3-11. See What's Next Korea 2021

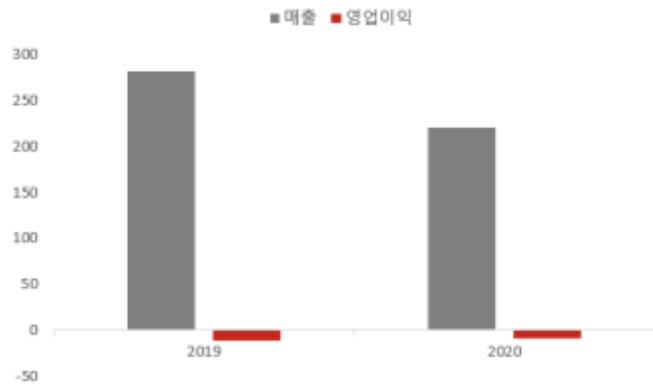


출처: 넷플릭스

부진한 실적으로 주가 약세

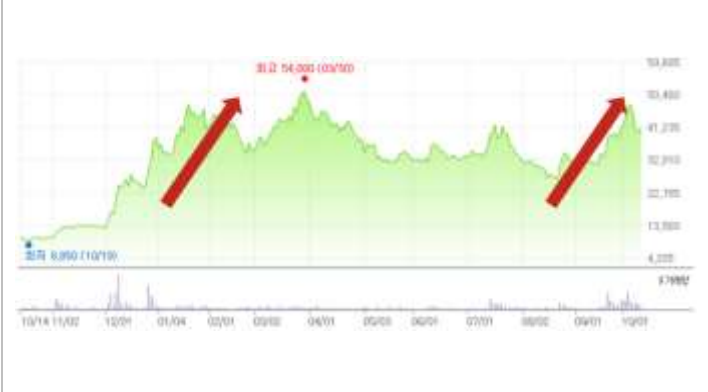
그러나 **실적이 뒷받침되지 않은 기대감은 결국 꺼지기 마련이다.** 올해 1분기에도 높아진 기대감 대비 아쉬운 실적을 보여주었고, 또한 넷플릭스와 디즈니플러스의 1분기 가입자가 예상치를 미달하며 그 이후 주가는 올해 내내 약한 모습을 보였다.

그림 3-12. 에이스토리 19년, 20년 실적 (단위: 억 원)



출처: DART, SMIC 2팀

그림 3-13. 에이스토리 21년 주가



출처: 네이버증권, SMIC 2팀

**놀라운 실적으로
주가 상승**

그러나 에이스토리는 올해 8월 24일 실적 발표 이후 전고점에 가까운 수준으로 다시금 주가 상승을 이루어내었다. 이러한 주가 흐름은, 에이스토리가 제작하고 IP를 보유한 350억 규모의 텐트폴 <지리산>의 판권 이익이 제작진행률에 따라 2분기에 대량으로 인식되며 발생하였다. 2Q21 에이스토리 매출은 253억으로, 한 분기의 매출이 작년 전체의 매출과 비슷한 수준인 것이다. 또한 <지리산> IP를 보유한 상태로 tvN 과 iQIYI 두 곳에 방영권을 판매했기 때문에 OPM이 높았고, 영업이익은 45억으로 yoy기준 흑자전환하였다.

그림 3-14. 에이스토리 20~21년 실적 테이블

(단위: 억 원)

분기	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
매출액	41	3	29	148	162	253
분기별 지리산 진행률				23%	21%	47%
매출총이익	6	3	4	20	20	65
GPM	14%	99%	15%	14%	13%	25%
영업이익	-3	-6	-5	6	8	45
OPM	-8%	-198%	-16%	4%	5%	18%
당기순이익	-1	-95	-8	31	17	94

출처: DART, SMIC 2팀

**에이스토리의 사례도
결국 이익 성장성이
주가를 Drive**

이렇듯 에이스토리는 시장의 의심을 실적으로 불식시켰고, 8월 24일 2분기 실적발표 당일 시가 26,900에서 10월 15일 증가 기준 40,900까지 52% 상승을 만들어냈다. 이러한 상승의 원인은 텐트폴+IP 비즈니스를 중소형사도 할 수 있다는 것을 처음으로 보여주며 높은 이익 성장성을 만들었다는 데 있다. <지리산>으로 인식한 수익은 중견 제작사 중 역대 최고 수준이다. 즉 에이스토리 다음 타자를 찾기 위해서는, 보유 텐트폴을 통해 이익 성장성이 큰 기업을 골라야 한다는 것이다. 그렇기에 다음 절에서는 이익 성장성을 기준으로 중소형주를 걸러내도록 한다.

3.2.2. 실적이 뒷받침되지 못하는 타사

본 절에서는 가까운 타임라인 내에 이익률이 높은 텐트폴 제작 계획이 있는지를 기준으로, 에이스토리를 제외한 7개의 중소형 드라마 제작 상장사의 이익 성장성을 비교해본다.

비교군은 삼화네트웍스, 스튜디오산타클로스, 초록뱀미디어, 키이스트, 팬엔터테인먼트, NEW, SM C&C 7개의 기업이다.

2년간 텐트폴이 없거나, 타임라인이 낮은 기업

먼저 삼화네트웍스, 스튜디오산타클로스, 팬엔터테인먼트, SM C&C는 21년과 22년에 이익률이 높은 텐트폴 제작 계획이 없거나 미정이므로 타임라인이 낮다. 먼저 삼화네트웍스의 경우, 올해의 <지금, 헤어지는 중입니다>는 텐트폴이 아니며, 내년 <멘탈리스트>, <어게인 마이 라이프>, <금수저>는 아직도 결정된 사항이 없으므로 타임라인이 비교적 늦어질 것으로 예상된다.

또한, 스튜디오산타클로스의 경우, 올해의 <마이네임>은 텐트폴도 아니고 넷플릭스 오리지널로 이익률이 낮다. 팬엔터테인먼트의 경우, 올해의 <오케이 광자매>, <라켓소년단>은 텐트폴이 아니며, 내년 <반짝이는 워터멜론(가제)>, <국민사형투표>은 아직도 결정된 사항이 없으므로 타임라인이 비교적 늦어질 것으로 예상된다. SM C&C의 경우, 예능 위주로 제작하며 텐트폴 드라마 제작 계획이 없다. 그러므로, 이 중소형 드라마 제작사들은 이익 성장률이 낮을 것이다.

드라마 제작 사업에 집중하는 키이스트

마지막으로 NEW와 초록뱀미디어가 있지만, NEW는 영화사업부, 초록뱀 미디어도 외식사업부에 큰 비중을 두고 있다. 이에 본 보고서는 2020년 적자사업부를 청산함으로써 시기 적절하게 Pure 드라마 제작사로 전환하는 키이스트를 집중적으로 분석하도록 한다.

4. 바로 키이스트!

4.1. 기업분석

키이스트는 2003년 11월 코스닥에 상장, 2006년 3월 겨울연가로 일본에서 대박이 터진 배우 배용준이 회사의 경영권을 인수한 후 연예 매니지먼트업을 영위하기 시작했다. 이후 2018년 3월 SM엔터테인먼트가 지배주주의 지분을 인수하였고, 2021년 SM스튜디오스의 자회사로 지배구조가 변경됨에 따라 SM엔터테인먼트의 손자회사가 되었다.

현재 영위하고 있는 사업부는 **매니지먼트와 콘텐츠 사업부**로, 콘텐츠 사업부에서는 다양한 장르의 콘텐츠를 기획 생산하고, 매니지먼트 사업부는 콘텐츠 제작에 필수 인적 요소인 아티스트의 라인업을 구축, 매니징 하고 있다.

그림 4-1. SM스튜디오스 설립



출처: SM엔터테인먼트

그림 4-2. 키이스트 소속배우



출처: 키이스트

4.2. Pure 드라마 제작사로 완전 체질 개선

드라마 제작으로의 선택과 집중

2011년 드라마 <드림하이> 공동제작을 시작으로 드라마 제작에 뛰어들던 동사는 꾸준히 연간 2~3편의 드라마를 제작해왔다. 2018년에는 유명 드라마 콘텐츠 본부장 박성혜를 대표로 영입하고, 2019년 하반기에는 SM C&C의 드라마 제작부문을 인수하였다. 특히 작년 3분기에는 적자 사업부인 자회사 스트림미디어코퍼레이션(SMC)을 매각하면서 본격적으로 **드라마 제작사로서의 역량에 집중하기 시작했다.**

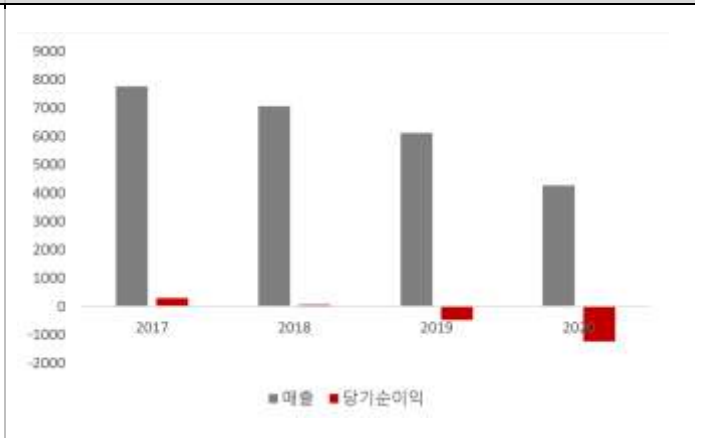
그 결과 2020년에는 5편의 드라마를 제작하며 늘어난 콘텐츠 제작 Capa를 보여주었다. 특히 첫 IP 보유 드라마 <하이에나>와 넷플릭스 오리지널 드라마 <보건교사 안은영>를 제작하며 번듯한 드라마제작사로 거듭났다.

그림 4-3. 역대 동사 드라마 라인업

NO	드라마제목	채널	방영일자	연출	작가
1	실천불기 구해라	Mnet	2015.01.09. ~ 2015.03.27.	김용봉	정수현
2	밤을 걷는 선비	MBC	2015.07.08. ~ 2015.09.10.	이성준	장현우
3	발칙하게 고고	KBS2	2015.10.05. ~ 2015.11.10.	이은진	윤수정, 장준미
4	파리 부는 새니미	MN	2016.03.07. ~ 2016.04.26.	김홍선	최용재
5	우리집에 사는 남자	KBS2	2016.10.24. ~ 2016.12.13.	김정민	김은경
6	보이스	OCN	2017.01.14. ~ 2017.03.12.	김홍선	파진형
7	밥 잘 사주는 예쁜 누나	Jbc	2018.03.30. ~ 2018.05.19.	안판석	김민
8	보이스 시즌2	OCN	2018.08.11. ~ 2018.09.16.	이승영	파진형
9	보이스 시즌3	OCN	2019.05.11. ~ 2019.06.30.	남가훈	파진형
10	사이코패스 다이어리	MN	2019.11.20. ~ 2020.01.09.	이종재	최용재
11	한이해나	SBS	2020.02.21. ~ 2020.04.11.	장태우	김부리
12	보검교사 안은영	Netflix	2020.9.25. 공개	이경미	정세형
13	나의 위험한 아내	MNH	2020.10.05. ~ 2020.11.24.	이형민	황다은
14	라이프온	JTBC	2020.11.17. ~ 2021.01.12.	김상우	방유정
15	허쉬	JTBC	2020.12.11. ~ 2021.02.06.	최규식	김정민

출처: 각 사, 언론보도종합, SMIC 5팀

그림 4-4. SMC 매출/당기순이익 추이 (단위: 백만 엔)



출처: SMC Annual Report, SMIC 5팀

이 뿐만이 아니라 동사는 2021년 상반기 제작사 에이스토리 에서 10년간 <시그널>, <킹덤> 등을 성공적으로 이끌었던 총괄 프로듀서를 영입, 콘텐츠 경쟁력과 제작 역량 강화에 나섰다. 시기적절하게 Pure 드라마 제작사로 거듭난 것이다.

4.3. SM엔터테인먼트 손자회사로서 아티스트와 협업할 수 있는 환경

SM 과의 시너지 기대

SM엔터테인먼트의 자회사로서의 높은 시너지도 기대된다. 상기하였듯, SM엔터테인먼트의 계열사 중 유일한 드라마 사업이라는 점에서 큰 이점을 누릴 수 있다. K-pop이 Korean Wave(한류)를 넘어 Mainstream이 되어가는 지금, K-pop 아티스트들을 드라마에 출연시킬 수 있다는 점에서 그러하다. K-pop 아티스트들은 '연기돌'이라는 신조어가 생길 만큼 가수과 연기자의 영역을 넘나들며 활발한 활동을 펼치고 있으며, 이 와중에 SM엔터테인먼트 소속의 아티스트들의 드라마 출연은 화제성을 증대시켜 시청자 확보가 용이해질 수 있다.

4.4. 이익이 코앞에!

2020년, 본격적으로 드라마 제작에 노출도를 높인 키이스트는 당해 영업이익 17억을 기록했다. 텐트폴 없이 외주제작이 대부분이었다는 점과 매니지먼트 사업부가 적자였음을 감안한다면, 충분히 이해할만한 실적이다.

반면 사상최대 실적이 기대되었던 2021년의 경우, 올해 방송사에서 올림픽 편성과 금/토 드라마를 토/일 드라마로 편성하는 과정에서 편성 순서가 뒤로 밀리게 되었고, 해당 실적이 올해 말과 내년 초에 집중적으로 찍힐 것으로 예상된다

**올해부터 시작될
턴어라운드**

일단 올해 말에는 12월 방영 예정인 휴먼 멜로 드라마 <한 사람만>과 10월 방영 예정인 이영애의 4년만의 복귀작인 탐정극 <구경이>의 실적이 반영될 예정이다. <한 사람만>은 제작비 규모 120억원의 외주제작 작품이고, <구경이>의 경우 제작비 규모 150억원에 IP를 보유한 작품이다. 이미 중국 및 일본 OTT 플랫폼에서 선구매 요청이 들어왔으

며, 국내 방송사에도 편성이 완료되었으므로 최소 GPM 30%가 보장된 상황이다.

그림 4-5. 키이스트 드라마 라인업



출처: 키이스트

2022년에는 텐트폴/IP 작품인 <별들에게 물어봐>와 글로벌 OTT 작품인 <일루미네이션>이 방영될 예정이다. <별들에게 물어봐>는 총 제작비 400억 이상의 대작으로, 우주 관광객과 우주인 등을 등장인물로 하여 우주정거장을 배경으로 하는 스페이스 로맨틱 코미디 장르이다. 국내 최초의 우주 드라마인 이 작품은 대표작으로 드라마 <질투의 화신>, <파스타> 등을 보유한 서숙향 작가가 대본을 맡았다. 우주를 배경으로 하여 규모가 큰 만큼 시청자들의 관심과 기대감을 확보할 수 있을 것이라 판단되며, 동사가 IP를 보유하고 있어 높은 마진율이 기대된다.

<일루미네이션>의 경우 제작비 300억원 이상이 투입될 작품으로, K-pop 아이돌 그룹 멤버의 성장 이야기를 담아낸다. BTS를 통해 관심이 매우 높아진 K-pop 보이그룹을 소재로 한 작품만큼 많은 화제성이 예상된다. 또한 SM엔터테인먼트의 소속 아티스트를 출연 시키거나 OST의 작업을 맡는 등 상기했던 높은 시너지가 기대된다. <보건교사 안은영>의 작가 정세량이 투입되며 6부작으로 만들어지는 만큼 시청자들의 진입도 완만할 것으로 판단된다.

이처럼 기존에 없었던 700억 규모의 제작비가 텐트폴/IP보유 작품으로 만들어지고 있고, 그 실적 실현의 시점이 코앞에 있다. 시기적절하게 드라마 제작사로 변신한 키이스트가 대거 유입되는 자금을 기반으로 다양하고 과감한 시도를 보여주며 '진짜' 새로운 실적을 보여줄 수 있게 되는 것이다.

편성이 밀리고 컨센에 못 미치는 실적이 기록되며 키이스트의 호실적을 기다리던 사람들이 작년 말의 기대감을 내려놓았지만, 에이스토리를 시작으로 중소형 제작사들이 다시금 주목을 받았다. 에이스토리는 최초로 텐트폴+IP 수익구조로 수익을 실현해낸 중소형 제작사이기 때문이다. 우리는 키이스트가 에이스토리의 스토리를 따라가리라 본다.

4.5. 앞으로 4분기 실적 가능하기

위에 언급된 라인업은 <구경이>, <한사람만>, <별들에게 물어봐>, <일루미네이션> 총

네 편이지만, 회사 관계자에 따르면 아직 2022년 라인업은 공개가 되지 않은 상황으로 적어도 1~3편의 라인업은 추가될 것으로 예상된다. 그러나 해당 작품들의 IP보유 여부와 제작비는 알 수 없으므로, 공개된 라인업으로만 앞으로 4분기에 해당하는 매출을 추정해 보자.

먼저, 매출인식 방식을 보자. 방송사 편성의 경우 방영회차와 함께 수익과 비용을 인식하고, 해외 OTT플랫폼 판권의 경우 납품되는 시점에 한 번에 수익을 인식한다. 따라서 <구경이>의 경우 해외 OTT 중국, 일본에 각각 판매하였고, 10월 30일부터 방영된다는 점을 감안할 때, 매출은 모두 4분기에 인식될 것으로 보인다. 해당 작품은 방송사 편성에 해외 플랫폼 2곳에나 팔렸으므로 GPM 30~40%가 충분하고 이에 GPM 30%를 가정하였다. 이 경우 해당 작품의 매출액은 214억, 마진은 64억이다.

<한사람만>은 외주제작 작품으로 GPM 10%를 가정하였다. 방영 시기는 2021년 12월부터 2022년 2월로 예상되며, 방송사 편성 작품이므로, 방영회차에 따라 인식한다.

<별들에게 물어봐>는 IP보유에 텐트폴 작품으로, 이미 방송사 편성이 완료되고 해외 다수의 플랫폼 업체와 활발히 컨택 중에 있다. 해당 작품 또한 텐트폴+IP GPM 30%를 적용하여 매출액 571억, 마진 171억을 적용하였다.

<일루미네이션>은 넷플릭스 오리지널 작품으로, 해당 작품은 제작 진행률에 따라 기간에 걸쳐 매출이 인식된다. 따라서 하반기 방영을 위해 상반기에 제작을 완료할 것이고, GPM 10% 적용, 매출액 333억에 마진 33억을 예상한다. 이를 정리하면 다음과 같다.

	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09
작품	구경이 12부작 (150억, IP)						별들에게 물어봐(400억/IP)					
매출액	1.7	13.3	5.0				17.8	17.8	17.8			
마진	0.4	3.3	1.3				4.4	4.4	4.4			
작품	한사람만 16부작(120억, 외주)									일루미네이션(300억, 오리지널)		
매출액	1.7			6.7	5.0				33.3			
마진	0.2			0.7	0.5				3.3			

출처: SMIC 2팀

매니지먼트 사업부도 지난해까지는 적자였지만, BEP 수준을 넘어서고 흑자 전환할 것으로 기대된다. 이는 출연료 상승과 다수의 콘텐츠 제작에 따른 소속 배우들의 출연 횟수 상승으로 인한 것으로, OPM 5% 수준으로 예상된다.

5. Valuation

5. 매출추정

위와 같은 매출추정에 기반한 매출총이익은 다음과 같다. 콘텐츠 사업부는 4.5.에 따라 매출을 추정하였다. 매니지먼트 사업부의 경우 지난 6분기 동안의 평균만큼 매출이 발생한다고 가정하였다. 콘텐츠 제작의 증가와 출연료 상승으로 지난 6분기 평균값은 무리가 아니라고 판단하였다.

(단위: 백만원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
매출액	11,034	8,095	3,500	26,591	15,138	60,643
콘텐츠	7,801	6,986	0	23,091	11,638	57,143
매니지먼트	3,233	1,109	3,500	3,500	3,500	3,500
매출원가	9,555	8,351	3,325	19,821	13,799	43,325
매출총이익	1,479	-256	175	6,770	1,339	17,318

5.1. 판관비 추정

판관비의 경우, 적자사업부를 청산하고 난 이후인 20년 3분기부터 고려하여 아래와 같이 추정하였다. 급여의 경우, 동사는 20년에서 21년, 직원 수가 45명에서 54명으로 늘었고 현재 채용 공고는 없는 상황이다. 이에 21년 2분기 급여에 임금상승률을 적용하였다. 상여금은 앞으로도 지급한다고 가정하였다.

지급수수료의 경우 매출에 연동시켜 추정하였다. 다른 항목들은 average 또는 이전 분기와 동일하게 추정하였다. 기타 항목에는 운반비, 교육훈련비, 소모품비, 도서인쇄비 등이 포함된다.

(단위: 백만원)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	
급여	116	205	194	213	219	219	226	226	3% 임금 상승률
상여금	0	0	0	127	127	127	127	127	이전분기와 동일
퇴직급여	34	11	18	38	34	34	35	35	급여 연동
주식보상비용	29	21	12	39	25	25	25	25	average
복리후생비	21	17	21	19	25	25	26	26	급여 연동
여비교통비	3	3	6	2	3	3	3	3	average
접대비	0	3	6	13	13	13	13	13	이전분기와 동일
통신비	4	4	4	4	4	4	4	4	average
수도광열비	5	2	5	3	4	4	4	4	average
세금과공과금	3	2	6	3	3	3	3	3	average
감가상각비	45	45	45	46	46	46	46	46	average
사용권자산상각비	108	108	108	108	108	108	108	108	일정
무형자산상각비	4	4	3	3	4	4	4	4	average
지급임차료	4	6	6	7	7	7	7	7	이전분기와 동일
보험료	1	5	5	5	5	5	5	5	3분기 average
차량유지비	2	2	2	3	3	3	3	3	이전분기와 동일
지급수수료	65	57	148	64	25	186	106	425	매출에 연동
대손상각비	76	15	-50	21	15	15	15	15	average
기타	15	15	18	17	16	16	16	16	average
합계	533	523	557	735	687	849	777	1,096	

5.2. 금융손익 추정

이자수익의 경우 상각후원가측정금융자산에 이자율을 곱하여 산정하였다. 배당금수익, 외환차익, 외화환산이익 등은 합리적 추정이 어려워 0으로 처리하였다.

이자비용의 경우 금융부채에 이자율을 곱하여 산정하였다. 금융부채는 에이스토리가 350억원 규모의 드라마 제작 시에 100억원을 차입했다는 점에 근거하여 동사 또한 추가적으로 100억원의 금융부채가 가산될 것으로 가정하였다. 리스부채이자비용도 같은 방식으로 기초/기말 평균 리스부채에 이자율을 곱하여 산정하였다. 외화환산손실은 합리적 추정이 불가하나 지속적으로 발생해왔으므로 평균값만큼 발생한다고 가정하였다.

(단위: 백만원)	2019	2020	1H21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
금융수익	1,344	211	114	48	48	48	48
이자수익	355	211	99	48	48	48	48
배당금수익	0	0	0	0	0	0	0
외환차익	40	0	0	0	0	0	0
외화환산이익	14	0	15	0	0	0	0
종속회사주식처분이익	314	0	0	0	0	0	0
당기손익-공정가치금융자산처분이익	27	0	0	0	0	0	0
파생상품 평가이익	593	0	0	0	0	0	0
금융비용	322	3,562	1,793	336	336	336	336
이자비용	228	1,087	384	320	320	320	320
리스부채이자비용	63	71	22	6	6	6	6
외환차손	1	0	0	0	0	0	0
외화환산손실	30	32	23	9	9	9	9
관계및공동기업주식처분손실	0	0	0	0	0	0	0
파생상품평가손실	0	2,372	1,364	0	0	0	0

5.3. 기타손익 추정

동사의 기타손익은 합리적으로 추정할 수 없는 부분에 대하여 모두 0으로 처리하였다. 2019년 무형자산손상차손 건의 경우, 매각한 사업부, 즉 일본 유선방송사업 & 방송프로그램제작사업 영업권에 대한 손상차손을 반영한 것이다.

(단위: 백만원)	2019	2020	1H21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
기타수익	550	136	30	0	0	0	0
외환차익	1	26	1	0	0	0	0
외화환산이익	0	0	2	0	0	0	0
유형자산처분이익	83	97	23	0	0	0	0
무형자산처분이익	0	0	0	0	0	0	0
기타의대손충당금환입	206	7	0	0	0	0	0
사용권자산처분이익	0	1	0	0	0	0	0
잡이익	260	4	5	0	0	0	0
기타비용	5,071	553	40	0	0	0	0
외환차손	5	25	0	0	0	0	0
외화환산손실	2	0	0	0	0	0	0
유형자산처분손실	308	3	24	0	0	0	0
무형자산손상차손	4,440	473	0	0	0	0	0
재고자산폐기손실	8	0	0	0	0	0	0
기타의대손상각비	284	14	14	0	0	0	0
사용권자산처분손실	0	1	0	0	0	0	0
잡손실	18	37	1	0	0	0	0
기부금	5	0	0	0	0	0	0

5.4. 법인세 추정

법인세율 20%에 지방소득세율 2%, 총 22%로 추정하였다.

(단위: 백만원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
법인세차감전순이익	-2,210	452	-799	5,634	274	15,934
법인세비용	133	-135	-176	1,239	60	3,506
법인세율	-6%	-30%	22%	22%	22%	22%
당기순이익	-2,343	587	-623	4,394	214	12,429

5.5. Valuation

작년 말, 그리고 또다시 올해 말, 드라마 제작사에 대한 시장의 기대가 뜨겁다. 그러나 우리는 이 기대가 막연한 기대감이 아니라 **달라진 시장상황, 달라진 수익구조에 놓인 드라마 제작사에 대한 적절한 리레이팅**이라고 판단한다.

- (1) 다양한 OTT 사업자들이 시장을 넓혀가고 있으며 그 과정에서 가입자 확보 및 락인을 위해 **경쟁력 있는 콘텐츠 확보에 주력하고 있다**는 점,
- (2) 경쟁력 있는 콘텐츠로서 아시아 시장에 입증된, 전세계적으로 통하기 시작한 **K-콘텐츠가 매우 매력적으로 조명되는 상황**이라는 점,
- (3) 이로 인해 **K-콘텐츠로 유입되는 투자액이 급격하게 늘고 있다**는 점,
- (4) 이 투자액을 **드라마 제작사가 먹을 수 있는 수익구조가 만들어졌다**는 점에서

지금 드라마 제작사에 대한 기대감은 헛된 것이 아니다. 더 이상 드라마제작사는 국내에서 방송사의 편성을 기다리는 옛날의 산업이 아니다. **글로벌 산업이며, 능동적으로 수익을 창출할 수 있는 산업**이다.

이에 기반하여 동사에 대한 벨류에이션을 진행할 때, 여러 Peer의 평균값을 사용하기에는 대부분의 드라마 제작사가 아직까지 당기순손실을 내고 있다는 점과 드라마제작사 외에 기타 사업을 영위하고 있다는 점에서 부적절하다. Historical PER의 경우, 동사가 해외 엔터테인먼트 사업부를 2020년 상반기까지 소유하고 있었기에 부적절하다.

따라서 동사의 Peer로 '에이스토리'를 채택한다. 3에서 언급한 바와 같이 동사에 대한 투자 아이디어는 동사가 **중소형 제작사의 텐트폴+IP 수익구조를 실현하며 실적을 보여줄 것**이라는 점에 있으며, 이는 곧 에이스토리의 스토리가 동사에게서 재현될 것임을 의미한다. 구체적 멀티플의 산정 방식은 아래와 같다.

- (1) 에이스토리는 올 2분기에 실적 서프라이즈를 보여주며 주가가 상승하였고, 동사 또한 내년 2분기 놀라운 실적 향상이 주가를 드라이브할 것이라고 예상한다. 따라서 에이스토리의 멀티플을 반영하는 데 있어 21년도 2분기 실적 서프라이즈를 반영해야 한다. 따라서 에이스토리의 20년도 EPS가 아닌 **지난 4분기 EPS를 반영한 TTM PER**을 사용하도록 한다.

(2) 그렇다면 어느 시점의 에이스토리 PER을 쓸 것인가 하는 문제가 생긴다. 현재 에이스토리의 멀티플에는 <오징어게임> 흥행에 의한 기대감이 더해져있다고 생각할 수 있다. 이에 본 보고서는 <오징어게임> 흥행 하기 전, 에이스토리 2분기 실적 발표 당시의 멀티플을 적용할 것이다. 이에 따른 **동사에게 적용할 Target PER은 24다.**

여기에 추가로 고려해야 할 부분은 동사의 전환사채와 신주인수권부사채이다. 해당 복합 금융상품들이 모두 행사된다고 가정하고, 희석효과를 고려할 시 상승여력은 39%, 투자의견 Buy를 제시한다.

현 유통주식수	17,729,532 주
CB전환주식수	1,026,067 주
신주인수권	256,541 주
총 주식수	19,012,140 주

PER Method	
유통주식수	19,012,140
당기순이익(백만원)	16,414
12MF EPS	863
Target PER	24
목표주가	20,800
현재주가	15,000
상승여력	39%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.