Industry Indepth

Meritz Research 2022. 10. 13

미디어

Overweigt (신규)

CONTENT KINGDOM



Top Pick

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤 (253450)	Buy (신규)	105,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
콘텐트리중앙 (036420)	Buy (신규)	43,000원
에이스토리 (241840)	Not Rated	-
팬엔터테인먼트 (068050)	Not Rated	-



통신/미디어/엔터 Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

meritz 메리츠증권

Contents

Summary 3
Key Chart 4

1. 글로벌 OTT 왕좌의 게임 **7**
1) 해외 OTT 동향: 성장을 멈춘 넷플릭스? 7
2) OTT를 위협하는 FAST의 성장 11
3) 글로벌 K콘텐츠 소비 트렌드 14

2. 전환기를 맞이한 국내 콘텐츠 산업 **23**
1) 국내 OTT 동향: 시장 재편 가속화 23
2) 국내 콘텐츠 제작 환경의 변화 30
3) 급변하는 시장 환경 속 기회 요인 35

3. 콘텐츠 투자전략 및 Valuation **41**
1) 미디어/콘텐츠 투자 아이디어 41
2) 투자의견 및 Valuation 45

기업분석
스튜디오드래곤(253450) 용비어천가 50
콘텐트리중앙(036420) 명확한 방향성 56
에이스토리(241840) 한국형 IP의 성공 사례 65
팬엔터테인먼트(068050) 팬(Pan)덤 속으로 71

Summary

Netflix 위기에도 OTT 성장 지속, 새로운 트렌드 FAST의 약진

경쟁 플랫폼의 공격적인 확장 전략에 넷플릭스는 선점효과를 상실하며 11년만에 구독자수 감소를 기록했다. 하지만, 미국 스트리밍 서비스 시장은 지난 7월 미국 TV 시청률 조사에서 케이블TV를 처음으로 역전하며 여전히 성장하고 있음을 증명했다. 최근 미국 스트리밍 서비스 시장 최대 화두는 FAST의 약진이다. 광고 기반 무료 스트리밍 서비스 FAST의 성장으로 기존 플랫폼 외에도 스마트TV 제조사, 대형 OTT 사업자까지 뛰어들며 전체 스트리밍 시장에 활기를 불어넣고 있다.

Netflix 제작 국가별 점유율이 급등하고 있는 한국 콘텐츠

넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율에서 한국 콘텐츠의 성장은 기대 이상이다. 한국 콘텐츠 점유율은 2021년 3분기 누적 4.5%에서 2022년 3분기 누적 13.1%로 급등했다. 소위 '대박'난 일부 콘텐츠의 성과가 아니라 장르에 무관하게 모든 한국 드라마에 대한 글로벌 선호도가 높아진 걸 알 수 있다. 상위 트래픽를 유발하는 콘텐츠에 대한 합리적 보상을 제공하는 과정에서 국내 제작사들에 대한 수익성 우려는 해소될 전망이다.

국내 OTT 시장 재편 가속화

현재 국내 OTT 시장은 2010년대 초반 유료방송 시장 상황과 유사하다. 2021년 국내 유료방송 대비 OTT 가입자 비중은 74.4%로 성장 잠재력은 유효하나 최근 성장에 부침을 겪는 중이다. 경쟁 심화로 국내 OTT 시장도 결국 자본력과 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 티빙, 웨이브, 쿠팡플레이 등 대형 사업자 위주로 재편될 전망이다.

국내 콘텐츠 제작 환경의 변화 & 유리천장을 깬 <우영우>

글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠 수급 경쟁은 이제 시작이며, 협상력이 높아진 국내 제작사들은 더 높은 마진을 보장 받거나 직접 IP를 보유해 부가가치를 창출하는 일이 가능해졌다. <이상한 변호사 우영우>는 이러한 과도기적 시기에 한국형 IP의 가능성을 보여준 첫 성공 사례다. 해외 방영권 판매와 리메이크 제작, 굿즈와 웹툰, 연극으로 IP를 확장하며 기존 수익 모델의 한계를 뛰어넘었다.

제작 환경 개선에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능

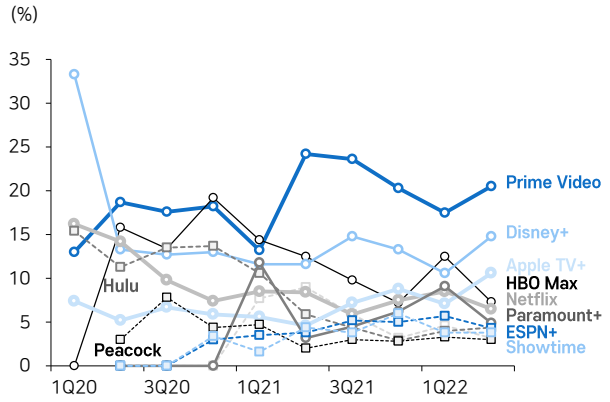
국내 미디어/콘텐츠 업종은 글로벌 OTT와의 협상력 강화, 방영편수 감소 등 슬림화를 통한 콘텐츠 제작편수 증가, 시즌제 드라마 라인업의 확대, 비전통적 제작사들의 시장 진입, VFX 등 첨단 기술을 활용한 제작시간/제작비용 단축 등 제작 환경의 변화로 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.

Top Pick: 스튜디오드래곤
차선호주: 에이스토리, 팬엔터

국내 미디어/콘텐츠 업종에 대한 투자의견 Overweight를 제시하며, Top Pick은 스튜디오드래곤, 차선호주는 에이스토리와 팬엔터테인먼트를 제시한다. 스튜디오드래곤은 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 현지 제작이 본격화되며, 글로벌 OTT와의 재협상을 통해 수익성 강화에 나설 전망이다. 에이스토리는 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만든 <이상한 변호사 우영우> 관련 수익이 2023년까지 지속되며, 축적된 IP 활용 노하우를 통한 작품당 리쿱율 개선이 예상된다. 팬엔터테인먼트는 <가우스전자>를 시작으로 4~5편의 작품을 기획/제작 중이며, 대부분의 작품 IP를 직접 보유하기로 한 결정으로 매출액 성장에 따른 이익 레버리지가 가능하다.

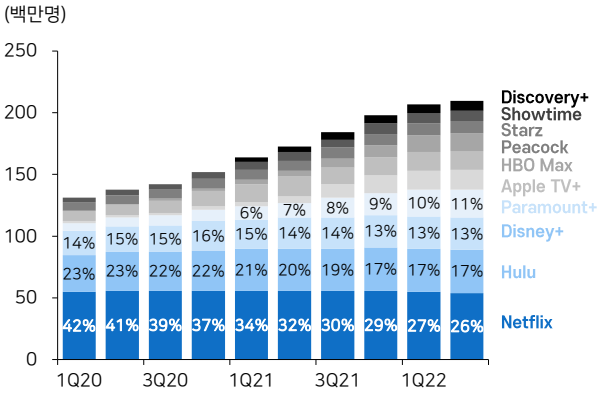
Key Chart

그림1 미국 SVOD 신규 가입자 점유율: 넷플릭스의 부진



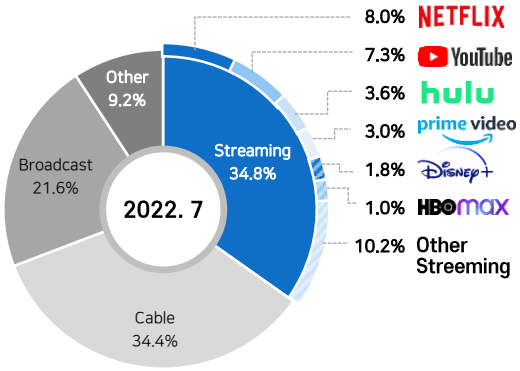
자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 SVOD 가입자수(점유율): OTT 시장 성장은 지속



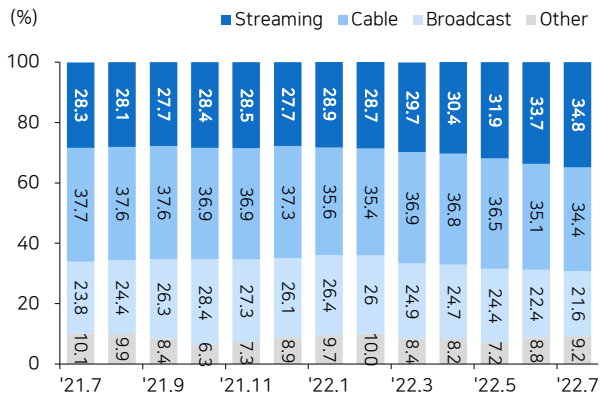
자료: Antenna, 메리츠증권 리서치센터

그림3 케이블TV 시청률을 처음으로 역전한 스트리밍 서비스



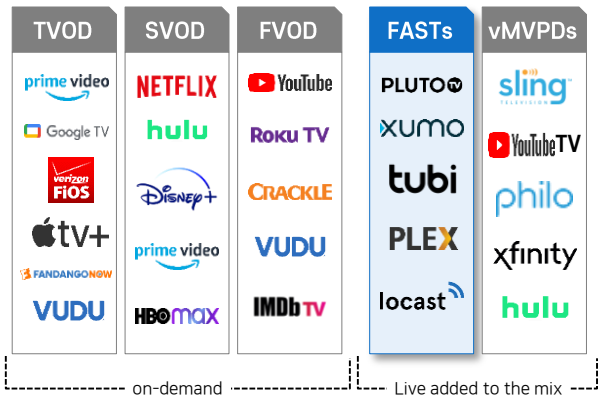
자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림4 플랫폼별 미국 TV 시청률 트렌드



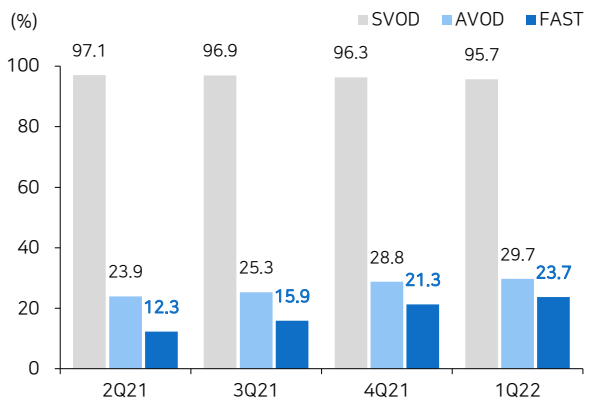
자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림5 동영상 스트리밍 시장 내 독자적 영역을 구축한 FAST



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 무서운 속도로 스트리밍 성장을 주도하는 FAST



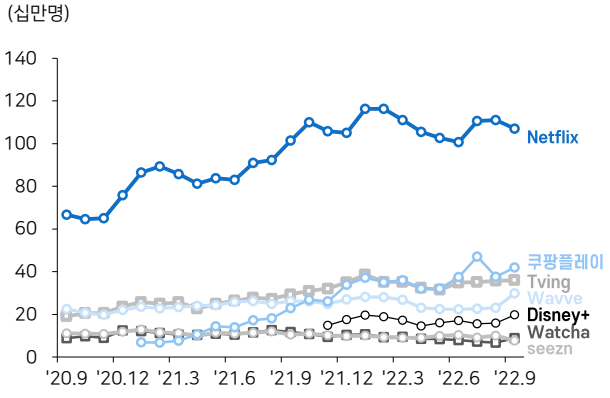
자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

표1 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율

순위	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
1	미국 (66.0%)	미국 (62.8%)	미국 (68.1%)	미국 (61.6%)	미국 (47.7%)	미국 (69.6%)	미국 (53.0%)	미국 (61.9%)	미국 (52.1%)	미국 (61.9%)
2	스페인 (12.8%)	멕시코 (8.0%)	영국 (10.3%)	영국 (11.8%)	멕시코 (11.9%)	스페인 (11.2%)	**한국** (27.2%)	**한국** (12.4%)	스페인 (12.7%)	**한국** (16.4%)
3	영국 (7.2%)	영국 (7.1%)	**한국** (4.8%)	프랑스 (8.8%)	스페인 (8.5%)	**한국** (5.5%)	스페인 (6.2%)	영국 (10.6%)	**한국** (10.4%)	영국 (5.1%)
4	독일 (3.8%)	독일 (6.1%)	독일 (3.8%)	이탈리아 (4.3%)	영국 (7.8%)	콜롬비아 (3.3%)	콜롬비아 (2.7%)	콜롬비아 (7.2%)	콜롬비아 (9.6%)	멕시코 (3.3%)
5	**한국** (2.8%)	콜롬비아 (4.4%)	스페인 (2.6%)	**한국** (2.9%)	**한국** (5.1%)	프랑스 (2.3%)	캐나다 (1.8%)	멕시코 (3.2%)	영국 (7.8%)	스페인 (3.0%)
6	멕시코 (2.3%)	**한국** (4.0%)	콜롬비아 (2.1%)	멕시코 (2.7%)	폴란드 (4.6%)	일본 (1.3%)	멕시코 (1.8%)	스페인 (2.8%)	멕시코 (2.3%)	이탈리아 (2.7%)
7	벨기에 (1.4%)	스페인 (3.3%)	프랑스 (2.0%)	아일랜드 (1.8%)	프랑스 (4.4%)	요르단 (1.0%)	일본 (1.8%)	이탈리아 (0.7%)	독일 (1.5%)	콜롬비아 (2.6%)
8	이탈리아 (1.1%)	일본 (1.8%)	러시아 (1.6%)	콜롬비아 (1.7%)	노르웨이 (2.8%)	캐나다 (1.0%)	덴마크 (1.7%)	브라질 (0.4%)	캐나다 (1.2%)	터키 (1.4%)
9	오스트리아 (0.8%)	덴마크 (1.0%)	멕시코 (1.5%)	독일 (1.5%)	일본 (2.7%)	멕시코 (0.9%)	노르웨이 (0.9%)	인도 (0.2%)	터키 (1.0%)	캐나다 (1.4%)
10	폴란드 (0.7%)	이탈리아 (0.9%)	일본 (1.3%)	스페인 (1.3%)	아이슬란드 (1.2%)	브라질 (0.6%)	프랑스 (0.3%)	터키 (0.2%)	폴란드 (0.5%)	호주 (0.8%)

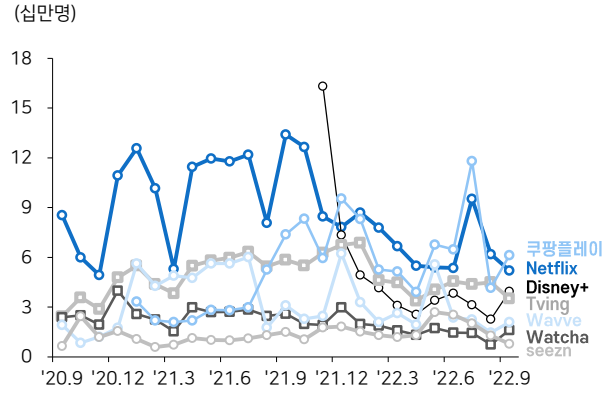
자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 주요 OTT 서비스 이용자수 추이



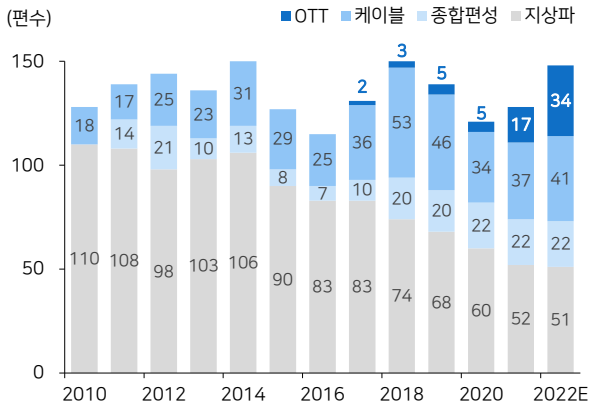
자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 주요 OTT 서비스 신규 설치자 추이



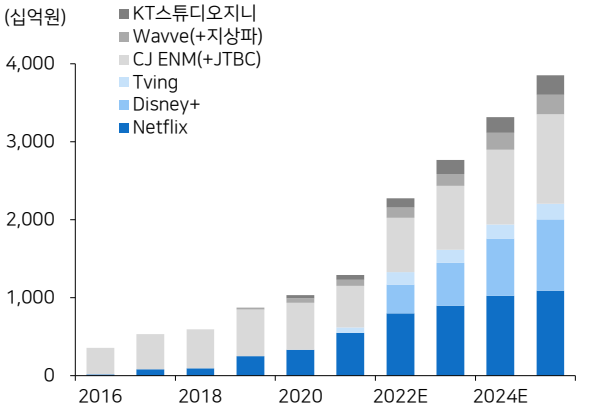
자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국내 드라마 제작 편수 추이 및 전망



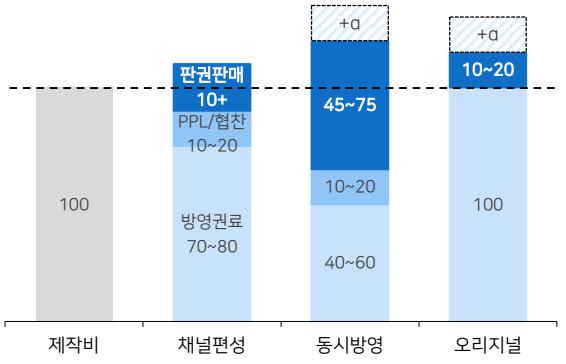
자료: Nielsen, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 콘텐츠 투자금액 전망



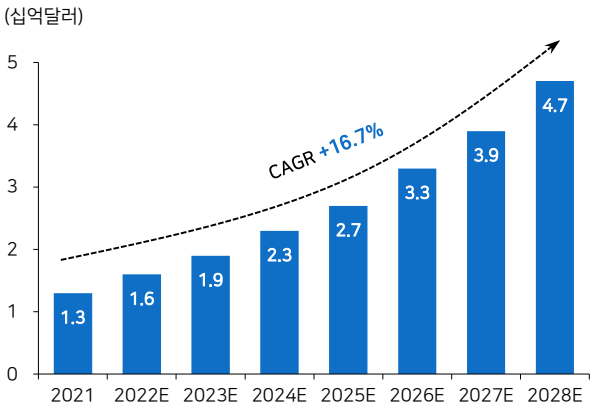
자료: 언론, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 글로벌 OTT와의 재계약을 통한 리쿱율 상승 기대



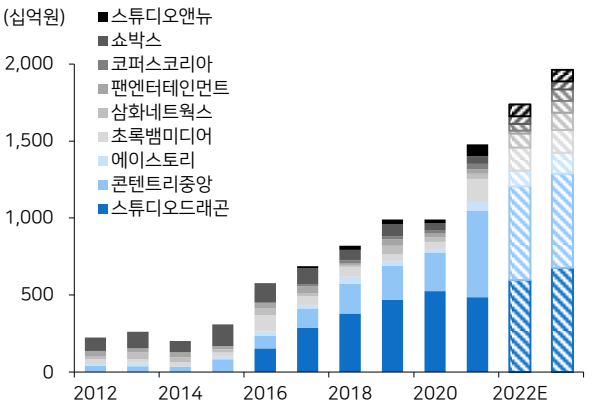
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 VFX 최신 기술 도입에 따른 제작시간/제작비 단축



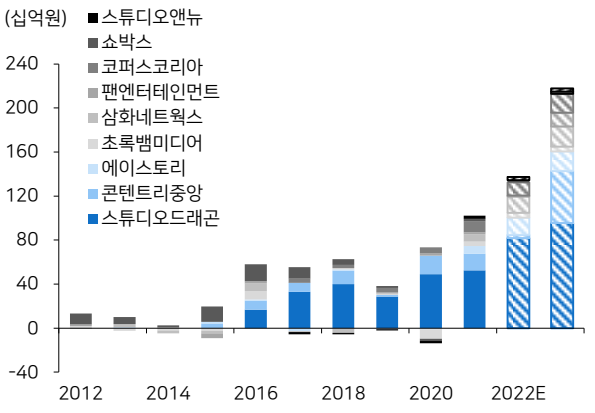
자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내 콘텐츠 제작사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국내 콘텐츠 제작사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

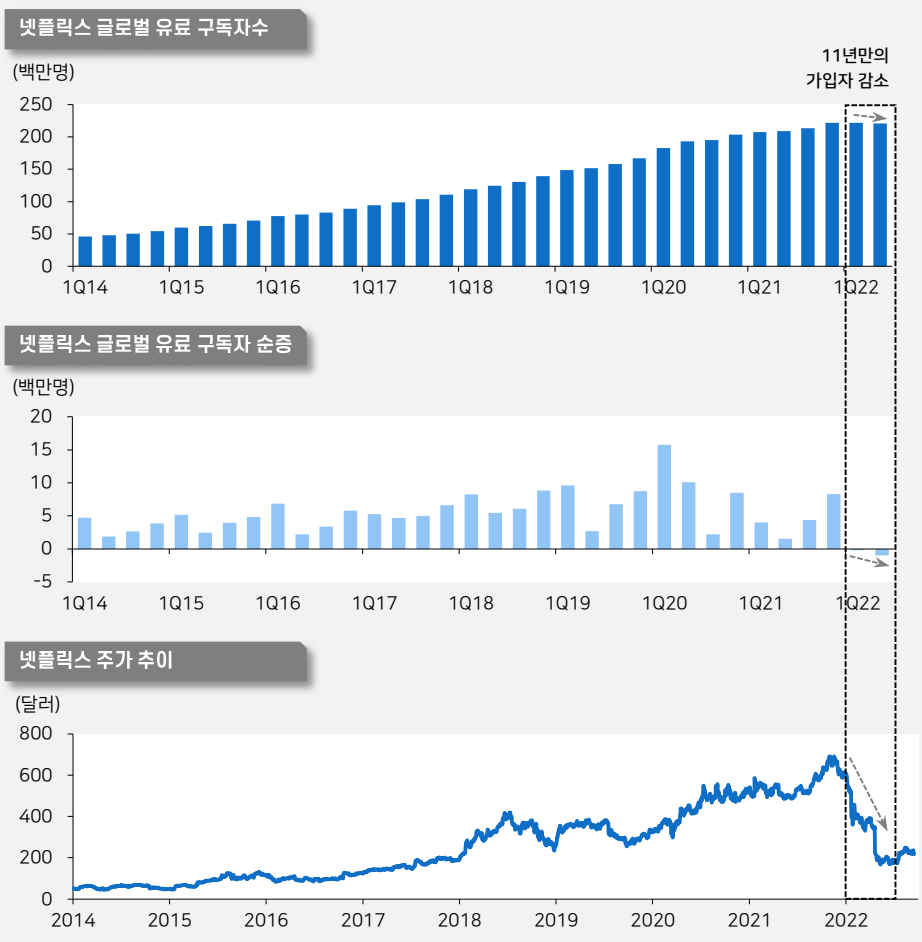
Part I. 글로벌 OTT 왕좌의 게임

1. 해외 OTT 동향: 성장을 멈춘 넷플릭스?

넷플릭스의 위기?
11년만의 첫 구독자수 감소!

넷플릭스는 지난 1Q22 글로벌 유료 구독자수가 -20만명 순감하며 11년만의 첫 구독자수 감소를 경험한 데 이어 최근 2Q22에는 -97만명 순감을 기록했다. 구독료 인상과 OTT 경쟁 심화, 러시아 서비스 중단 여파를 주된 원인으로 꼽았다. 1Q22 실적발표 이후 현재까지 넷플릭스 주가는 -38.5% 하락하여 좀처럼 회복하지 못하고 있다. 성장 둔화에 대한 우려를 해소하기 위해 넷플릭스는 1억명 넘는 계정 공유 무료 가입자들에 대한 단속 강화, 계정 공유 시 추가 요금을 부과하는 방안, 광고가 포함된 저가형 요금제 도입 등 수익화 전략을 밝혔으나 시장의 우려는 쉽게 해소되지 않고 있다.

그림15 넷플릭스 유료 구독자수와 주가 추이

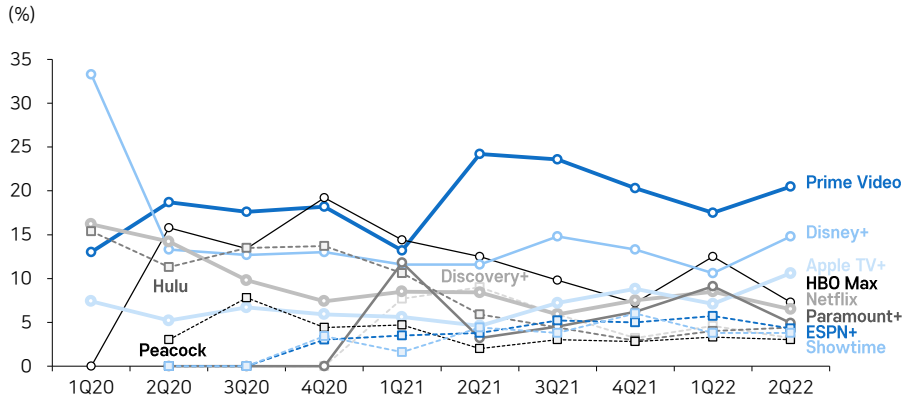


자료: Netflix, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스를 위협하는 경쟁 플랫폼들의 활약

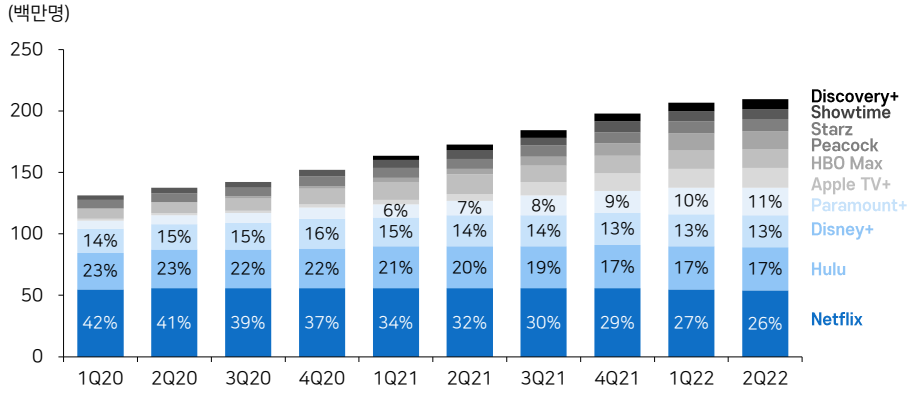
넷플릭스 위기의 근본적인 원인은 경쟁자들의 공격적인 확장 전략으로 인한 선점 효과(First Mover Advantage) 상실로 볼 수 있다. 특히, '마블(Marvel)', '스타워즈(StarWars)' 등 슈퍼 IP를 보유한 디즈니 같은 경쟁자들의 활약이 그렇지 못한 넷플릭스와 차별화를 내기 시작했다. 넷플릭스의 또 다른 약점으로 지목된 실시간 스포츠 역시 NBCU, 아마존, 애플의 치열한 유치 경쟁에 밀려 구독자 확보에 실패했다. 지난 1Q20 미국 SVOD(Subscription Video On Demand) 시장에서 42%를 차지했던 넷플릭스 시장 점유율은 지속적으로 감소해 2Q22 기준 26%를 기록했으며, SVOD 신규 가입자 점유율 역시 애플TV와 HBO Max에 뒤쳐진 6.5%를 기록했다.

그림16 미국 SVOD 신규 가입자 점유율 추이



자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 SVOD 가입자수 및 시장 점유율 추이

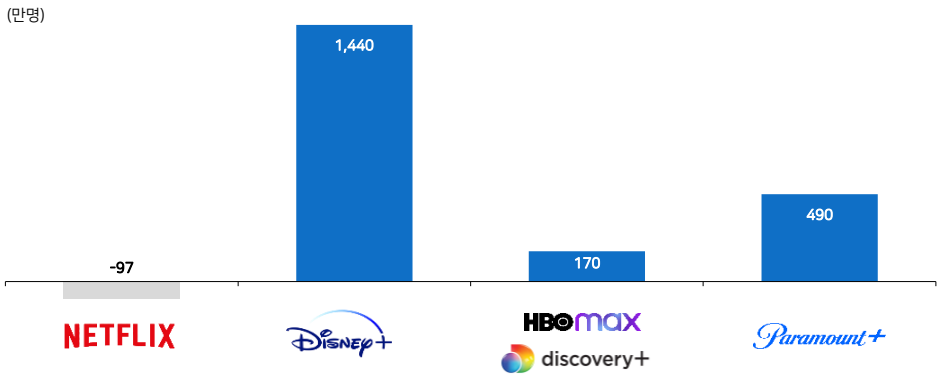


자료: Antenna, 메리츠증권 리서치센터

OTT, 느린 성장의 시대

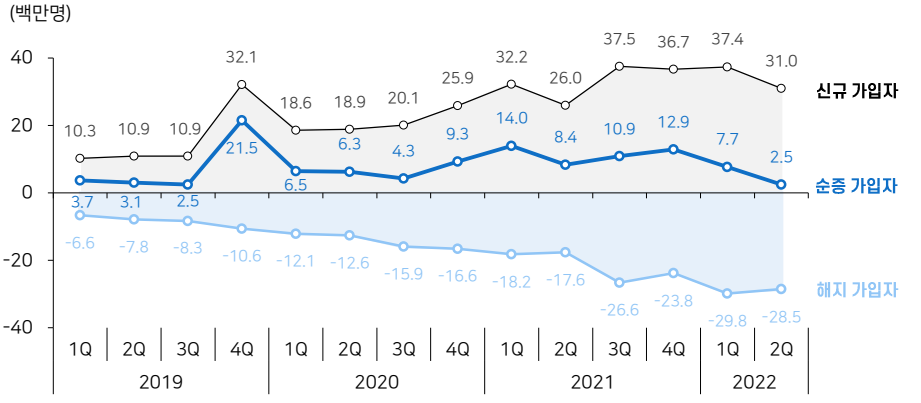
다만, 넷플릭스의 위기가 글로벌 OTT 시장의 위기를 의미하진 않는다. 넷플릭스 구독자가 97만명 감소한 지난 2Q22에 디즈니플러스는 오히려 1,440만명의 구독자가 증가했다. 글로벌 OTT 시장은 높은 보급률과 요금제 인상 등 다양한 이유로 느린 성장의 시대에 접어들었다. 지난 2Q22 미국 SVOD 서비스 신규 가입자는 총 3,100만명을 기록했으나, 해지 가입자 역시 2,850만명을 기록하며 신규와 해지 가입자가 동시에 증가하는 과열된 시장의 전형적 패턴을 보여주고 있다.

그림18 2Q22 미국 OTT 서비스별 가입자 순증 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 SVOD 가입자 성장 추이

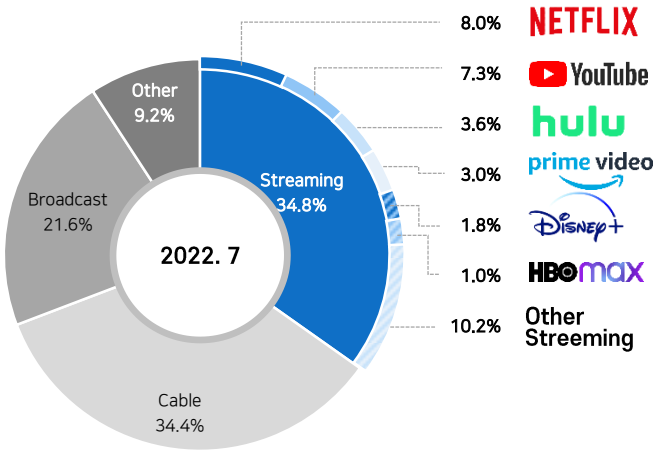


자료: Antenna, 메리츠증권 리서치센터

케이블 시청률을 처음으로 역전한 미국 스트리밍 서비스

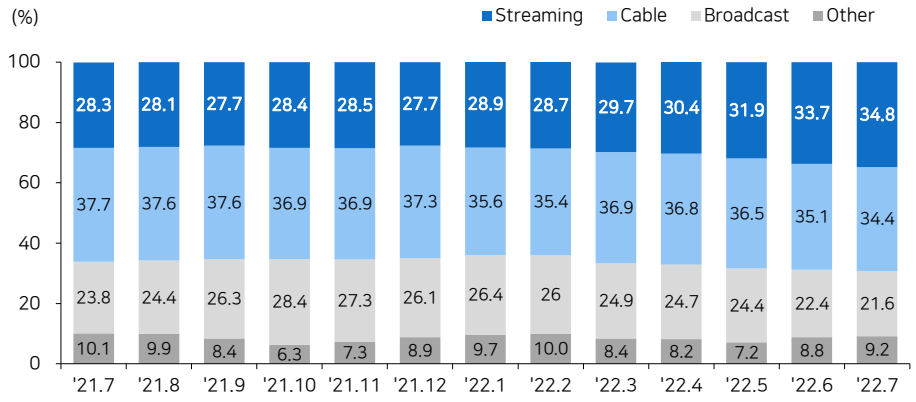
2022년 7월 기준 Nielsen의 미국 TV 시청률 조사에 따르면, 스트리밍 서비스는 34.8%로 케이블TV 시청률(34.4%)을 처음으로 역전했다. 성장률은 스트리밍 서비스가 전년 대비 +22.6%로 크게 상승한 가운데, 지상파TV와 케이블TV가 각각 -9.8%, -8.9% 하락하며 미국 내 코드커팅(Cord Cutting) 현상이 지속되고 있음을 증명했다. 스트리밍 시장 내에서는 <기묘한 이야기>와 <The Umbrella Academy>가 방영된 넷플릭스가 8.0% 시청률을 기록했고, 훌루(Hulu)가 <Only Murders in the Building>과 <The Bear>의 새로운 시즌을 공개하며 시청률이 소폭 상승했다. 미국 스트리밍 서비스간 경쟁은 더욱 치열해지고 있지만 지상파 및 케이블TV와 같은 기존 레거시(Legacy) 미디어 시장을 잠식하며 성장을 지속할 전망이다.

그림20 **2022년 7월 미국 TV 시청률 현황**



자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림21 **플랫폼별 미국 TV 시청률 트렌드**



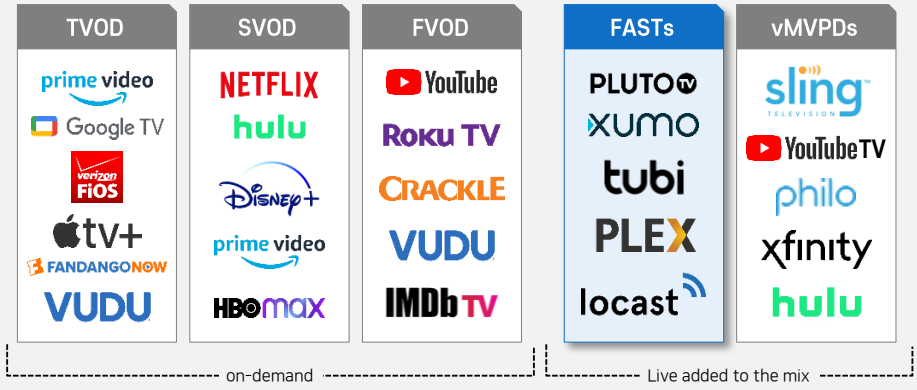
자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

2. OTT를 위협하는 FAST의 성장

새로운 트렌드로 부상한 FAST

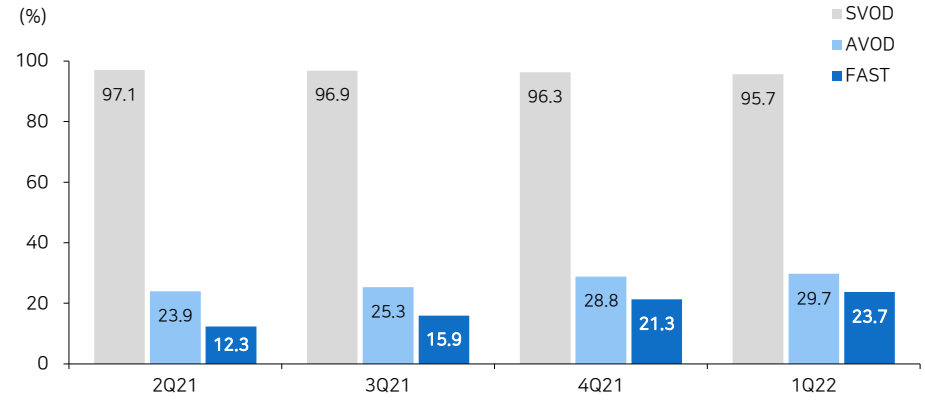
넷플릭스 부진의 또 다른 원인은 바로 AVOD(Advertising Video On Demand)의 약진이다. 최근 OTT들의 독점 콘텐츠 전략으로 여러 개의 OTT 서비스를 중복으로 이용하는 소비자들이 늘어났고, 제작비 충당을 위한 OTT 구독료 인상은 소비자 부담으로 이어진다. 이에 광고 기반 무료 VOD 서비스를 제공하는 AVOD 서비스가 인기를 얻고 있으며, 더 나아가 플랫폼 업체의 편성 스케줄에 따라 영상을 시청하는 FAST(Free Ad-Supported Streaming TV)가 빠르게 성장하고 있다. FAST는 광고 기반 무료 스트리밍 서비스지만, AVOD와 달리 정기 구독료 없이 뉴스, 스포츠 등 실시간 채널을 편성하고 오로지 광고를 통해서만 수익을 낸다는 차이점이 있다. 실제로 1Q22 미국 동영상 스트리밍 시장에서 SVOD 이용률은 소폭 둔화된 반면, AVOD와 FAST 서비스는 전년 대비 각각 +24%, +92% 고성장을 기록했다.

그림22 동영상 스트리밍 서비스 시장에서 독자적 영역을 구축한 FAST



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 스트리밍 플랫폼별 이용률: 시장 성장을 주도하는 AVOD와 FAST

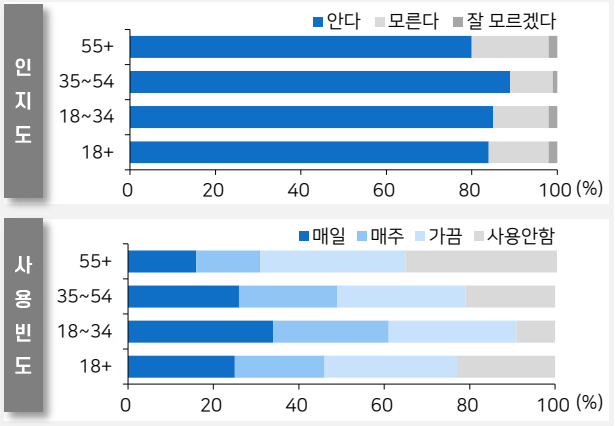


자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

유료방송TV에 버금가는 FAST의 채널 경쟁력

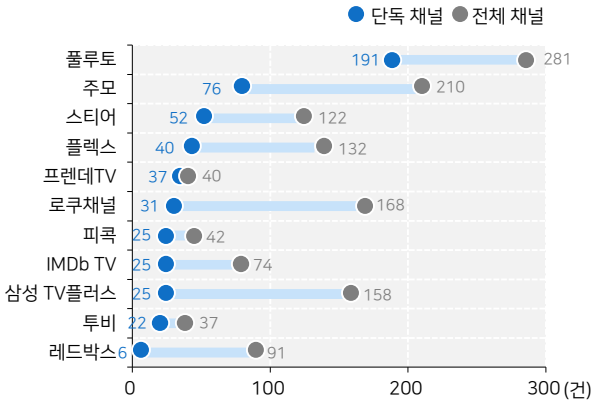
한국에서는 다소 생소하지만 FAST는 이미 미국 전 연령층에서 높은 인지도를 바탕으로 사용자 경험을 넓히고 있는 차세대 미디어 플랫폼이다. 과거 FAST는 유행이 지난 콘텐츠를 싼 가격에 수급하여 일부 채널을 통해 송출하는 방식이었으나, 지금은 수많은 업체들이 기존 TV처럼 수백 개의 실시간 채널을 추가하면서 이제 웬만한 유료방송 TV를 뛰어넘는 채널수를 보유하게 됐다. FAST 서비스는 인터넷과 연결된 TV만 있으면 누구든 쉽게 접근 가능하고, 가입 및 해지가 용이하며, 사용자만 확보하면 효율적인 광고 집행을 통해 수익 창출이 가능하다는 점에서 시장 진입 장벽을 낮추고 있다. 현재 미국 FAST 시장에서 가장 앞서나가고 있는 서비스는 ViacomCBS의 플루토TV로 191개의 단독 채널 포함 총 280여개의 채널을 운영 중이다.

그림24 미국 세대별 FAST 플랫폼 인지도 및 사용빈도 현황



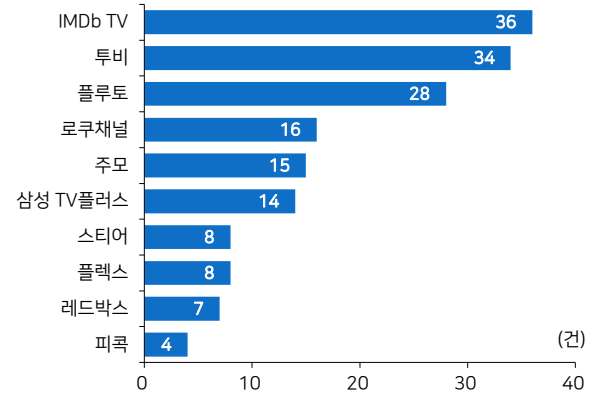
자료: Variety Intelligence Platform, 메리츠증권 리서치센터

그림25 FAST 서비스의 단독 및 전체 채널 현황



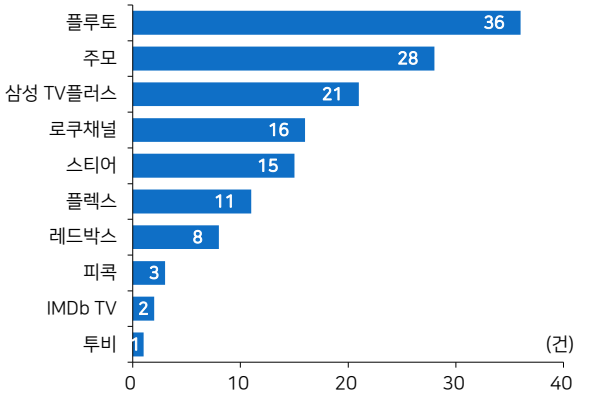
자료: Variety Intelligence Platform, 메리츠증권 리서치센터

그림26 주요 FAST 서비스의 뉴스 채널 운영 현황



자료: Variety Intelligence Platform, 메리츠증권 리서치센터

그림27 주요 FAST 서비스의 스포츠 채널 운영 현황

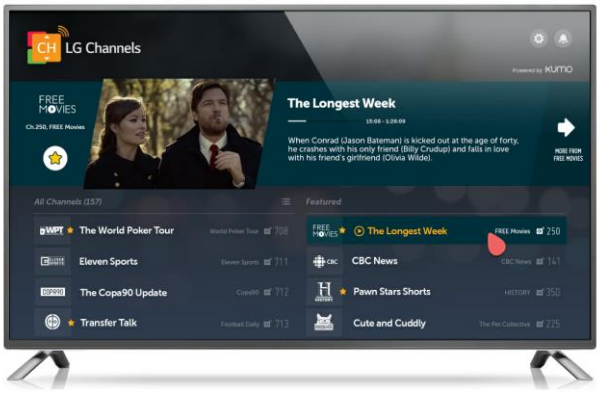


자료: Variety Intelligence Platform, 메리츠증권 리서치센터

FAST 시장 선점을 위한 글로벌 IT 기업들의 경쟁

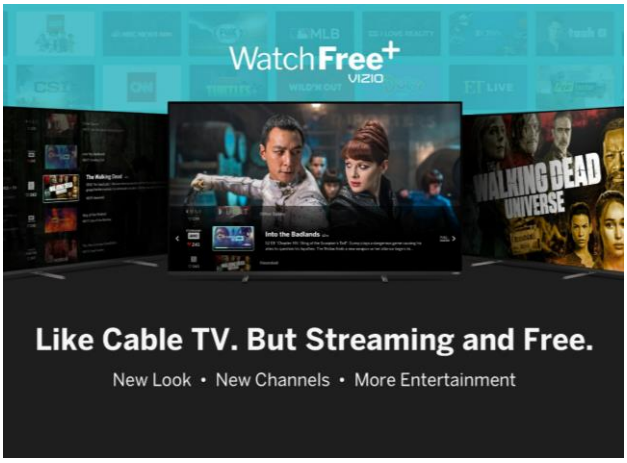
FAST의 인기와 함께 신규 사업자들의 시장 진입도 활발해지고 있다. 플루토TV, Peacock과 같은 기존 FAST 사업자 외에도 삼성전자, LG전자, 비지오(VIZIO) 등 스마트 TV 제조사들도 자체 FAST 플랫폼을 운영 중이다. 지난 5월 아마존은 자체 FAST 플랫폼 '프리비(Freevee)'를 Apple TV에서 지원한다고 밝혔고, 8월에는 구글이 Google TV에 50개의 라이브 채널을 광고 기반으로 무료 제공한다는 계획을 공개했다. 또한, 워너브라더스 디스커버리(Warner Bros. Discovery)는 실적발표에서 HBO Max와 Discovery+의 합병이 완료되는 2023년 중순 새로운 FAST 플랫폼 출시 가능성을 시사한 바 있다. 수 많은 OTT 서비스가 경쟁하는 시장에서 FAST의 등장은 기존 레거시 미디어 플랫폼의 몰락을 가속화시키며, 그 과정에서 소비자들의 선택은 또 다시 양질의 콘텐츠 경쟁력에서 판가름 날 수 밖에 없다.

그림28 LG전자가 운영하는 FAST 서비스 LG Channels



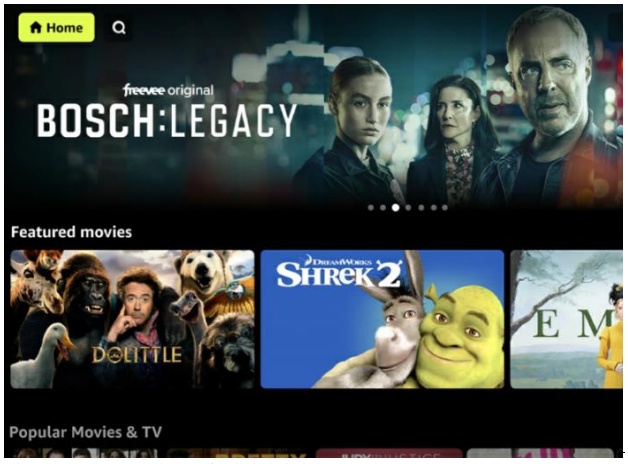
자료: LG, 메리츠증권 리서치센터

그림29 비지오(VIZIO)의 FAST 플랫폼



자료: VIZIO, 메리츠증권 리서치센터

그림30 Apple TV에서 지원하는 아마존 FAST 'Freevee'



자료: Amazon, 메리츠증권 리서치센터

그림31 Google TV 내 FAST 서비스 지원



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

3. 글로벌 K콘텐츠 소비 트렌드

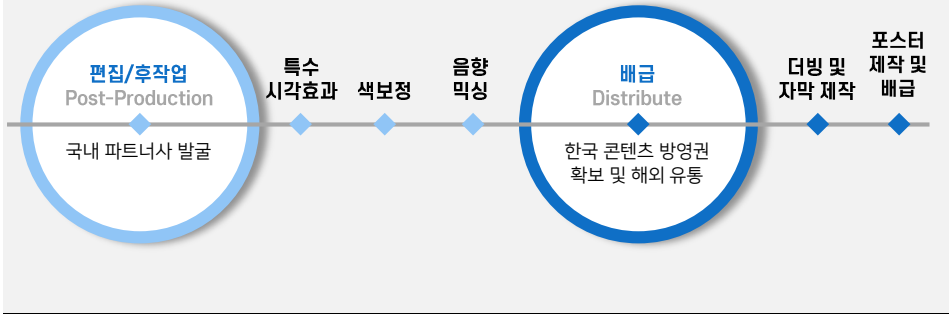
한국 콘텐츠의 몸값을 높여준 넷플릭스!

<오징어게임>의 전세계적 흥행에도 정작 국내 제작사의 수익 배분이 많지 않다는 소식이 전해지며 볼멘소리가 나왔지만, 넷플릭스의 글로벌 인프라 없이는 <오징어게임>의 흥행 역시 불가능했다. <오징어게임>의 경우 방영과 동시에 13개국, 31개국 언어로 더빙과 자막이 제작되어 전세계 시청자들과 만나 많은 인기를 얻었으며, 이후 추천 알고리즘을 통해 <지옥>, <지금 우리 학교는>의 흥행으로 이어질 수 있었다. 팬데믹 기간 동안 넷플릭스를 통해 방영된 흥행작들이 국내 제작사들에게 큰 수익을 안겨다 주진 못했지만, 글로벌 시장에서 한국 콘텐츠의 인지도와 몸값이 급등한 데 넷플릭스가 중요한 역할을 한 것만은 분명한 사실이다.

높은 성장을 지속 중인 방송프로그램 수출액

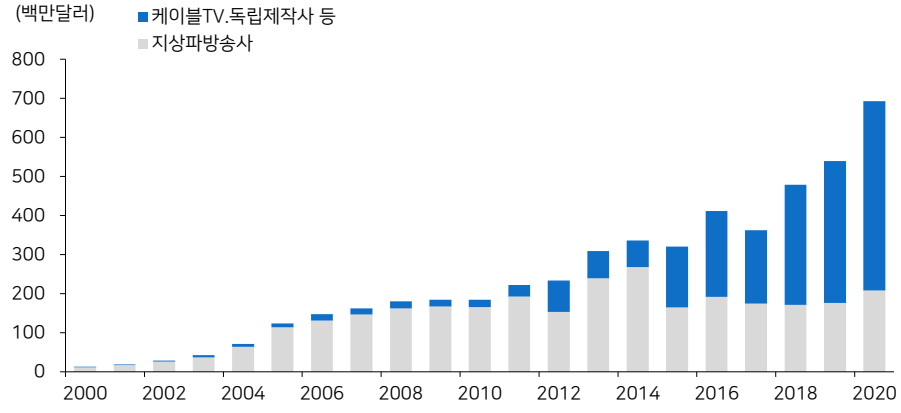
2020년 국내 방송프로그램 수출액은 6.9억달러로 전년 대비 +28.5% 증가했다. 지상파(+18.2% YoY)보다 케이블TV와 독립제작사(+33.5% YoY) 성장이 두드러졌다. 지역별로는 중국(홍콩)과 동남아 수출이 가장 많았고, 그 다음은 미국, 일본, 유럽 순이었으며, 독립제작사의 경우 중소형 제작사보다는 스튜디오드래곤과 같은 대형 제작사에 수출 기회가 많이 부여됐다.

그림32 넷플릭스와 국내 파트너사의 협업 과정



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림33 한국 방송프로그램 수출 현황



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율, 한국 4.5%→13.1%로 급등

FlixPatrol에서는 넷플릭스 국가별 인기 콘텐츠에 대해 매일 1위부터 10위까지 10점에서 1점을 차등 배분하여 합산한 글로벌 Top 10 순위와 점수를 공개한다. 해당 데이터를 통해 어느 국가에서 제작한 콘텐츠가 전세계 넷플릭스 구독자들에게 가장 많은 사랑을 받고, 넷플릭스 실적에 유의미한 기여를 하고 있는지 직관적으로 알 수 있다. 한국은 통계가 시작된 2Q20 이후 TV Show(드라마+예능+다큐멘터리 등) 부문 점유율이 꾸준히 상승 중이며, <오징어게임>이 큰 인기를 얻은 4Q21 일시적인 점유율 급등을 제외하더라도 최근까지 큰 폭의 점유율 상승이 나타나고 있다. 2021년 3분기 누적 한국 드라마의 TV Show 부문 글로벌 Top 10 점유율은 평균 4.5%였으나, 2022년 3분기 누적으로는 평균 13.1%를 기록하며 소위 '대박'난 일부 콘텐츠의 성과가 아니라 대다수의 한국 드라마에 대해 글로벌 시청자들의 선호도가 높아진 걸 알 수 있다.

높은 기여도에는 그에 상응하는 보상이 합당

박스오피스의 경우 영화가 개봉하면 순위와 관객수를 실시간으로 알 수 있어 흥행 여부에 따라 제작사의 수익 예측이 가능하다. OTT 플랫폼 역시 상위 트래픽을 유발하는 콘텐츠들에 대해 합당한 보상을 제공하는 것이 바람직하다는 판단이며, 국내 제작사들에 대한 수익성 우려는 이러한 과정을 거치며 점진적으로 개선될 전망이다.

표2 **넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율**

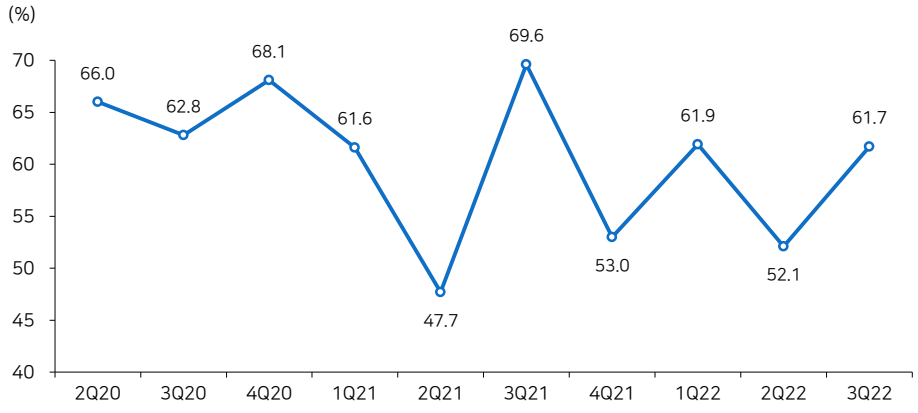
순위	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
1	미국 (66.0%)	미국 (62.8%)	미국 (68.1%)	미국 (61.6%)	미국 (47.7%)	미국 (69.6%)	미국 (53.0%)	미국 (61.9%)	미국 (52.1%)	미국 (61.9%)
2	스페인 (12.8%)	멕시코 (8.0%)	영국 (10.3%)	영국 (11.8%)	멕시코 (11.9%)	스페인 (11.2%)	**한국** (27.2%)	**한국** (12.4%)	스페인 (12.7%)	**한국** (16.4%)
3	영국 (7.2%)	영국 (7.1%)	**한국** (4.8%)	프랑스 (8.8%)	스페인 (8.5%)	**한국** (5.5%)	스페인 (6.2%)	영국 (10.6%)	**한국** (10.4%)	영국 (5.1%)
4	독일 (3.8%)	독일 (6.1%)	독일 (3.8%)	이탈리아 (4.3%)	영국 (7.8%)	콜롬비아 (3.3%)	콜롬비아 (2.7%)	콜롬비아 (7.2%)	콜롬비아 (9.6%)	멕시코 (3.3%)
5	**한국** (2.8%)	콜롬비아 (4.4%)	스페인 (2.6%)	**한국** (2.9%)	**한국** (5.1%)	프랑스 (2.3%)	캐나다 (1.8%)	멕시코 (3.2%)	영국 (7.8%)	스페인 (3.0%)
6	멕시코 (2.3%)	**한국** (4.0%)	콜롬비아 (2.1%)	멕시코 (2.7%)	폴란드 (4.6%)	일본 (1.3%)	멕시코 (1.8%)	스페인 (2.8%)	멕시코 (2.3%)	이탈리아 (2.7%)
7	벨기에 (1.4%)	스페인 (3.3%)	프랑스 (2.0%)	아일랜드 (1.8%)	프랑스 (4.4%)	요르단 (1.0%)	일본 (1.8%)	이탈리아 (0.7%)	독일 (1.5%)	콜롬비아 (2.6%)
8	이탈리아 (1.1%)	일본 (1.8%)	러시아 (1.6%)	콜롬비아 (1.7%)	노르웨이 (2.8%)	캐나다 (1.0%)	덴마크 (1.7%)	브라질 (0.4%)	캐나다 (1.2%)	터키 (1.4%)
9	오스트리아 (0.8%)	덴마크 (1.0%)	멕시코 (1.5%)	독일 (1.5%)	일본 (2.7%)	멕시코 (0.9%)	노르웨이 (0.9%)	인도 (0.2%)	터키 (1.0%)	캐나다 (1.4%)
10	폴란드 (0.7%)	이탈리아 (0.9%)	일본 (1.3%)	스페인 (1.3%)	아이슬란드 (1.2%)	브라질 (0.6%)	프랑스 (0.3%)	터키 (0.2%)	폴란드 (0.5%)	호주 (0.8%)

자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

미국에 이은 확고한 2위 콘텐츠 제작국으로 향하는 한국

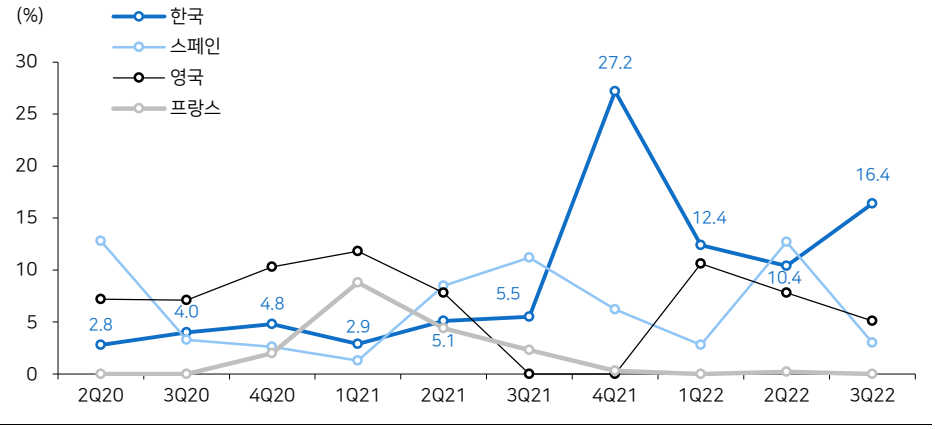
통계에 따르면 미국에서 제작된 콘텐츠들의 경우 꾸준히 60%의 점유율 내외로 글로벌 Top 10 인기순위에 포진하며 영향력을 과시하고 있는 것으로 파악된다. 반면, 상대적으로 제작 비중이 큰 영국과 프랑스, 멕시코 콘텐츠들은 2년 전과 비교해 점유율이 유지 혹은 하락하고 있는 것을 알 수 있다. 한국에서 제작된 콘텐츠들의 글로벌 Top 10 점유율은 분기별로 꾸준한 상승세를 보이고 있으며, 이제는 3위와의 격차를 벌리며 확고한 2위 제작 국가의 입지를 다지고 있다.

그림34 넷플릭스 글로벌 Top 10 국가별 점유율: 미국 콘텐츠 압도적인 1등



자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

그림35 넷플릭스 글로벌 Top 10 국가별 점유율: 미국 제외 국가 중 한국 콘텐츠 상승세 두각



자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스의 한국 드라마 방영 편수의 증가

2016년 1월 넷플릭스가 한국 시장에 상륙한 이후 현재까지 총 82편(구작 제외)의 신작 콘텐츠가 동시방영 혹은 오리지널로 방영됐다. 국내 최초 넷플릭스 방영 드라마 <맨투맨>을 시작으로 2017년 2편, 2018년 8편, 2019년 18편, 2020년에는 23편이 방영됐고, 글로벌 OTT들의 한국 시장 진출이 본격화된 2021년에는 콘텐츠 수급 경쟁 심화로 17편의 한국 콘텐츠가 방영됐다. 2022년에는 9월 현재까지 <스물다섯 스물하나>, <환혼> 등 총 14편의 드라마가 방영됐으며, <썸바디>, <더 패뷸러스>, <연애대전>, <택배기사> 등 대기 중인 6~8개 작품들이 방영을 앞두고 있다.

표3 넷플릭스 방영 한국 드라마 라인업 I

공개일	작품명	제작사	채널	연출	극본	주연	비고
17.04.21	맨투맨	드라마하우스, 마운틴무브먼트스토리	JTBC	이창민	김원석	박해진, 박성웅	동시
17.06.14	비밀의 숲	씨그널엔터테인먼트, IOK미디어	tvN	안길호	이수연	조승우, 배두나	동시
18.04.13	밥 잘 사주는 예쁜 누나	드라마하우스, 콘텐츠케이	JTBC	안판석	김은숙	손예진, 정해인	동시
18.07.07	미스터 션샤인	화앤담픽쳐스	tvN	이응복	김은숙	이병헌, 김태리	동시
18.10.08	제 3의 매력	이매진아시아, JYP픽쳐스	JTBC	표민수	박희권, 박은영	서강준, 이솜	동시
18.10.08	뷰티 인사이드	스튜디오앤뉴, 용필름	JTBC	송현욱, 남기훈	임메아리	서현진, 이민기	동시
18.10.05	YG전자	YG엔터테인먼트	Netflix	박준수	김민석	유병재, 승리	
18.11.23	SKY 캐슬	HB엔터테인먼트, 드라마하우스	JTBC	조현탁	유현미	염정아, 정준호	동시
18.12.01	알함브라 궁전의 추억	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어	tvN	안길호	송재정	현빈, 박신혜	동시
18.12.03	마음의 소리(리부트)	크로스픽쳐스,레인보우브릿지	Netflix	정정화	박연경, 남숙	성훈, 권유리	
19.01.25	킹덤	에이스토리	Netflix	김성훈	김은희	주지훈, 배두나	오리지널
19.01.26	로맨스는 별책부록	글앤그림	tvN	이정효	정현정	이나영, 이종석	동시
19.04.18	첫사랑은 처음이라서 1	에이스토리	Netflix	오진석	김란	지수, 정채연	오리지널
19.05.06	어비스	네오엔터테인먼트	tvN	유제원	문수연	박보영, 안효섭	동시
19.05.22	봄밤	제이에스픽쳐스	MBC	안판석	김은	한지민, 정해인	동시
19.06.01	아스달 연대기1 I/II	스튜디오드래곤, KPJ	tvN	김영현, 박상연	김원석	장동건, 송중기	동시
19.06.14	보과관	스튜디오앤뉴	JTBC	곽정환	이대일	이정재, 신민아	동시
19.07.01	60일, 지정생존자	스튜디오드래곤	tvN	김태희	유종선	지진희, 이준혁	동시
19.07.17	신입사관 구해령	초록뱀미디어	MBC	강일수, 한현희	김호수	신세경, 차은우	동시
19.07.26	첫사랑은 처음이라서 2	에이스토리	Netflix	오진석	김란	지수, 정채연	오리지널
19.08.22	좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	Netflix	이나정	이아연, 서보라	김소현, 송강	오리지널
19.09.07	아스달 연대기1 III	스튜디오드래곤, KPJ	tvN	김영현, 박상연	김원석	장동건, 송중기	동시
19.09.18	동백꽃 필 무렵	팬엔터테인먼트	KBS2	차영훈	임상준	공효진, 강하늘	동시
19.09.20	배가본드	셀트리온엔터테인먼트	SBS	유인식	장영철, 정경순	이승기, 배수지	동시
19.10.04	나의 나라	셀트리온엔터테인먼트	JTBC	김진원	채승대, 윤희정	양세종, 우도환	동시
19.11.11	보좌관2	스튜디오앤뉴	JTBC	곽정환	이대일	이정재, 신민아	동시
19.11.29	초콜릿	드라마하우스, JYP픽쳐스	JTBC	이형민	이경희	윤계상, 하지원	동시
19.12.14	사랑의 불시착	스튜디오드래곤, 문화창고	tvN	박지은	김영효	현빈, 손예진	동시

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

표4 넷플릭스 방영 한국 드라마 라인업 II

공개일	작품명	제작사	채널	연출	극본	주연	비고
20.01.31	이태원 클라쓰	쇼박스, 지음	JTBC	김성윤, 강민구	조광진	박서준, 김다미	동시
20.02.07	나 홀로 그대	스튜디오드래곤	Netflix	류용재, 김환채	이상엽	윤현민, 고성희	오리지널
20.02.21	하이에나	키이스트	SBS	장태유	김루리	김혜수, 주지훈	동시
20.02.22	하이바이, 마마!	스튜디오드래곤, MI	tvN	권혜주	유제원	김태희, 이규형	동시
20.03.12	슬기로운 의사생활	에그이즈커밍	tvN	신원호	이우정	조정석, 유연석	동시
20.03.13	킹덤 시즌2	에이스토리	Netflix	김성훈, 박인제	김은희	주지훈, 배두나	오리지널
20.03.28	루갈	스튜디오드래곤, 리엔엔터테인먼트	OCN	도현	강철우	최진혁, 박성웅	동시
20.04.17	더킹: 영원의 군주	화앤담픽쳐스	SBS	김은숙	백상훈	이민호, 김고은	동시
20.04.29	인간수업	스튜디오 329	Netflix	김진민	진한새	김동희, 정다빈	오리지널
20.05.20	쌍갑포차	삼화네트웍스, JTBC스튜디오	JTBC	전창근	하윤아	황정음, 육성재	동시
20.06.20	사이코지만 괜찮아	스튜디오드래곤, 스토리티비	tvN	조용	박신우	김수현, 서예지	동시
20.07.08	우리, 사랑했을까	드라마하우스, 길픽쳐스	JTBC	김도형	이승진	송지효, 손호준	동시
20.08.15	비밀의 숲 2	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	tvN	이수연	박현석	조승우, 배두나	동시
20.09.07	청춘기록	스튜디오드래곤, 팬엔터테인먼트	tvN	하명희	안길호	박보검, 박소담	동시
20.09.25	보건교사 안은영	키이스트	Netflix	이경미	정세랑, 이경미	정유미, 남주혁	오리지널
20.10.07	사생활	도레미엔터테인먼트	JTBC	남건	유성열	서현, 고경표	동시
20.10.07	도도솔솔라라솔	몬스터유니온	KBS2	김민경	오지영	고아라, 이재욱	동시
20.10.17	스타트업	스튜디오드래곤, 하이스토리	tvN	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	동시
20.11.28	경이로운 소문	스튜디오드래곤, 네오엔터	OCN	여지나	유선동	조병규, 유준상	동시
20.12.16	런 온	메이스엔터테인먼트, 콘텐츠지음	JTBC	이재훈	박시현	신세경, 임시완	동시
20.12.18	스위트홈	스튜디오드래곤, 스튜디오N	Netflix	이응복, 장영우	홍소리, 김형민	송강, 이진욱	오리지널
20.12.22	도시남녀의 사랑법	카카오엠, 글앤그림	카카오TV	박신우	정현정, 정다연	지창욱, 김지원	동시
20.12.28	아름다웠던 우리에게	와이낫미디어	카카오TV	서민정	장유연, 최유정	김요한, 소주연	동시
21.02.17	시지프스 : the myth	드라마하우스, JTBC스튜디오		진혁, 김승호	이제인, 전찬호	조승우, 박신혜	동시
21.02.20	빈센조	스튜디오드래곤, 로고스필름	tvN	김희원	박재범	송중기, 전여빈	동시
21.03.12	좋아하면 울리는 시즌2	#N/A	Netlfix	김진우	공작소류	김소현, 송강	오리지널
21.03.22	나빌레라	스튜디오드래곤, 더그레이트쇼	tvN	이은미	한동화	박인환, 송강	동시
21.05.08	마인	스튜디오드래곤, JS픽쳐스	tvN	백미경	이나정	이보영, 김서형	동시
21.05.24	이 구역의 미친x	에스피스	카카오TV	이태곤	아경	정우, 오연서	동시
21.05.31	라켓소년단	팬엔터테인먼트	SBS	조영광	정보훈	김상경, 오나라	동시
21.06.17	슬기로운 의사생활 2	에그이즈커밍	tvN	신원호	이우정	조정석, 유연석	동시
21.06.19	알고있지만	스튜디오N, JTBC스튜디오	JTBC	김가람, 장지연	정원	한소희, 송강	동시
21.07.05	너는 나의 봄	화앤담픽쳐스	tvN	이미나	정지현	서현진, 김동욱	동시
21.07.23	킹덤: 아신전	바람픽쳐스, 스튜디오드래곤	Netflix	김성훈	김은희	전지현, 박병은	오리지널
21.08.27	D.P.	클라이맥스 스튜디오	Netflix	한준희	한준희, 김보통	정해인, 구교환	오리지널
21.08.28	갯마을 차차차	스튜디오드래곤, 지티스트	tvN	유제원	신하은	신민아, 이선호	동시
21.09.17	오징어 게임	싸이런픽쳐스	Netlfix	황동혁	황동혁	이정재, 박해수	오리지널
21.10.15	마이 네임	스튜디오 산타클로스	Netlfix	김진민	김바다	한소희, 박희순	오리지널
21.11.19	지옥	클라이맥스 스튜디오	Netlfix	연상호	연상호, 최규석	유아인, 김현주	오리지널
21.12.18	불가살	스튜디오드래곤, 쇼러너스	tvN	서재원, 권소라	장영우	이진욱, 권나라	동시
22.01.28	지금 우리 학교는	필름몬스터, 김종학프로덕션	Netlfix	이재규, 김남수	천성일	박지호, 윤찬영	오리지널
22.02.12	스물다섯 스물하나	화앤담픽쳐스	tvN	정지현	권도은	남주혁, 김태리	동시
22.02.25	소년심판	길픽쳐스, 지티스트	Netflix	홍종찬	김민석	김혜수, 김무열	오리지널
22.02.28	사내맞선	크로스픽쳐스	SBS	박선호	한설희, 홍보희	안효섭, 김세정	동시
22.04.09	우리들의 블루스	스튜디오드래곤, 지티스트	tvN	노희경	김규태	이병현, 신민아	동시
22.05.06	안나라수마나라	SLL, 콘텐츠 지음	Netlfix	김성윤	김민정	지창욱, 최성은	오리지널
22.05.23	결혼백서	메이스엔터테인먼트	카카오TV	송제영, 서주완	최이랑	이진욱, 이연희	동시
22.06.18	환혼	스튜디오드래곤, 하이퀄리티	tvN	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 정소민	동시
22.06.24	종이의 집: 공동경제구역	BH엔터테인먼트, 콘텐츠지음	Netlfix	김홍선	류용재, 김환채	유지태, 김윤진	오리지널
22.06.29	이상한 변호사 우영우	에이스토리, KT스튜디오지니	ENA	유인식	문지원	박은빈, 강태오	동시
22.07.15	블랙의 신부	이미지나인컴즈, 타이거스튜디오	Netlfix	김정민	이근영	김희선, 이현욱	오리지널
22.08.12	모범가족	프로덕션H, 셀트리온엔터테인먼트	Netlfix	김진우	이재곤	정우, 박희순	오리지널
22.09.05	어쩌다 전원일기	카카오엔터테인먼트	카카오TV	권석장	백은경	조이, 추영우	동시
22.09.09	수리남	영화사 월광, 퍼펙트스톰필름	Netlfix	윤종빈	윤종빈, 권성휘	하정우, 황정민	오리지널

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

한한령에도 중국 OTT 플랫폼의 한국 콘텐츠 수요는 여전

2017년 한한령(限韓令) 규제로 중국 내 한국 콘텐츠 유통이 금지되었으나, 2022년 들어와 중국 OTT 플랫폼에서 한국 드라마가 연이어 공개되고 있다. 올해 1월 <사임당, 빛의 일기>가 후난위성TV에서 방영된 데 이어, 2017년 이후 처음으로 <밥 잘 사주는 예쁜 누나>가 1월 중국 광전총국 심의를 통과해 '아이치이(iQIYI)'에서 방영됐다. 3월에는 중국 OTT '비리비리(Bilibili)'에서 방영된 <슬기로운 감빵생활>, <인현왕후의 남자>, <또 오해영>이 TV 드라마 부문 인기순위 1~3위를 나란히 차지했다. 5월에는 <배드 앤 크레이지>가 광전총국 심의를 통과했으며, 올들어 10여편이 넘는 한국 드라마가 중국 플랫폼을 통해 방영된 것으로 확인된다. 이러한 현상을 한한령의 해제로 보긴 어려우나, 치열해진 중국 OTT 플랫폼 경쟁에서 한국 콘텐츠가 여전한 경쟁력임을 보임에 따라 중국 OTT들의 한국 드라마 방영 의지는 더욱 커질 전망이다.

그림36 **중국 OTT에 공개된 한국 콘텐츠**



자료: YOUKU, Bilibili, 메리츠증권 리서치센터

한류 불모지 인도 시장에 부는 K콘텐츠 인기

한국 콘텐츠가 전세계를 누비며 주류로 자리잡은 가운데, 그 동안 한류 불모지로 여겨졌던 인도에서도 한국 드라마 인기가 커지고 있다. 2022년 5월 넷플릭스에서 방영된 <안나라수마나라>는 판타지 뮤지컬 드라마라는 생소한 장르로 국내에서의 평은 엇갈렸으나, 인도에서는 공개 3일만에 넷플릭스 인기순위 1위를 차지하며 흥행에 성공했다. 지난 8월에는 2020년 방영된 <악의꽃>이 인도에서 <DURANGA>라는 제목의 9부작 드라마로 리메이크되어 인도 대표 OTT 플랫폼인 'ZEE5' 인기 순위 상위권을 차지했다. 한국 드라마가 인도에 리메이크 판권을 판매한 건 이번이 처음으로 인도 시장 내 한류 콘텐츠의 달라진 위상을 확인할 수 있었다. 그 밖에도 <갯마을 차차차>, <사랑의 불시착>, <사이코지만 괜찮아> 등이 인도에서 꾸준한 인기를 얻고 있으며, 이를 바탕으로 2020년 인도 넷플릭스의 한국 콘텐츠 시청률은 2019년 대비 3.7배나 증가했다.

그림37 **공개 3일만에 인도 넷플릭스 인기순위 1위를 차지한 <안나라수마나라>**



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림38 **인도 첫 리메이크 판권 판매에 성공한 <악의꽃>**

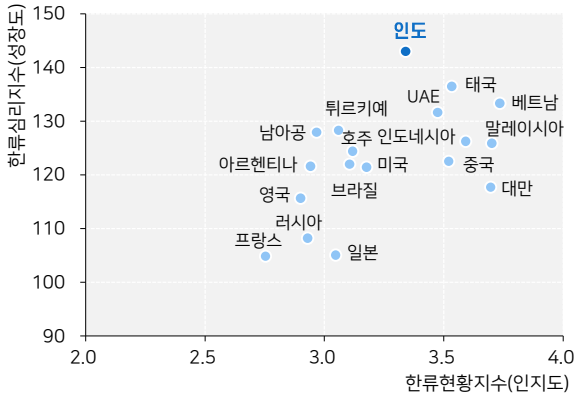


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

OTT가 성장하는 비옥한 땅, 인도!

KOFICE에서 집계한 '한류현황지수'와 '한류심리지수'는 3.2pt, 123.2pt로 전년 대비 각각 +4.9%, +6.2% 증가했다. 조사 대상 국가 대부분에서 한류 대중화가 크게 일어났고, 특히 인도는 한류가 빠르게 성장하는 국가임을 알 수 있다. 한류 콘텐츠에 대한 '이용다양성'과 '이용집중도' 역시 각각 5.4pt, 41.9pt로 전년 대비 +8.6%, +18.5% 증가하며 한류 콘텐츠를 소비하는 패턴 역시 몰입도와 다양성 측면에서 크게 개선되었다. 인도는 중국 다음으로 많은 약 14억명의 인구를 보유하고 있고, 주요 소비 연령층인 10~30대 인구 비중이 높으며, 최근 스마트폰, 스마트TV 등 디지털 매체의 보급 확산으로 접근성도 높아져 미디어 시장 성장이 기대된다. 또한, 경제 개발과 함께 중산층 비중이 빠른 속도로 증가하고 있어 OTT 서비스 구독료 지불 의사 역시 개선될 여지가 크다.

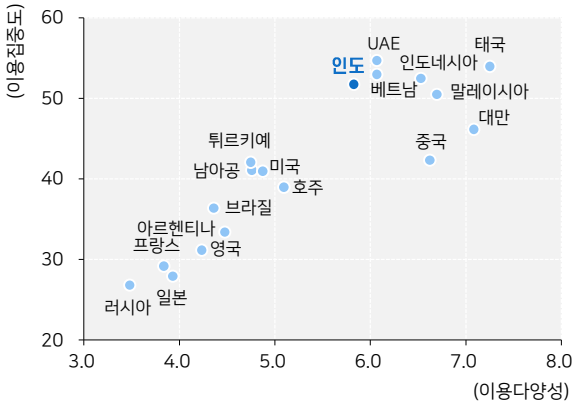
그림39 국가별 한류지수 현황



자료: KOFICE, 메리츠증권 리서치센터

주: 한류현황지수는 한류의 현재 인기와 대중화 정도
한류심리지수는 한류의 성장 또는 쇠퇴 정도

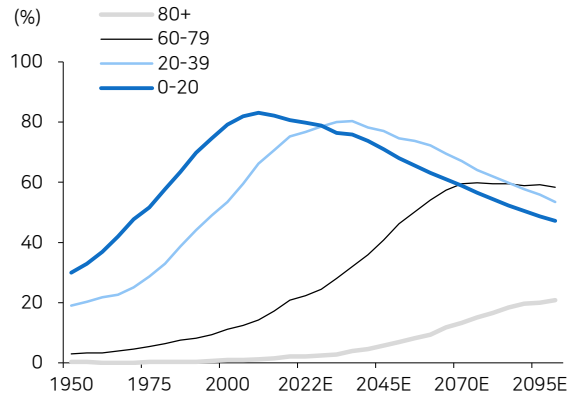
그림40 국가별 한류 이용확산지표 현황



자료: KOFICE, 메리츠증권 리서치센터

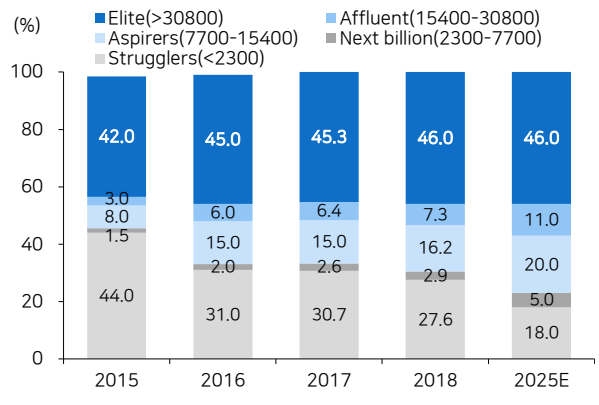
주: 이용다양성은 한국 대중문화콘텐츠를 다양하게 소비하는 정도(범위 1~10)
이용집중도는 특정 한류콘텐츠를 집중적으로 소비하는 정도(범위 1~100)

그림41 인도 연령별 인구 구성



자료: ZhujiWorld, 메리츠증권 리서치센터

그림42 인도 소득 계층 비중 변화

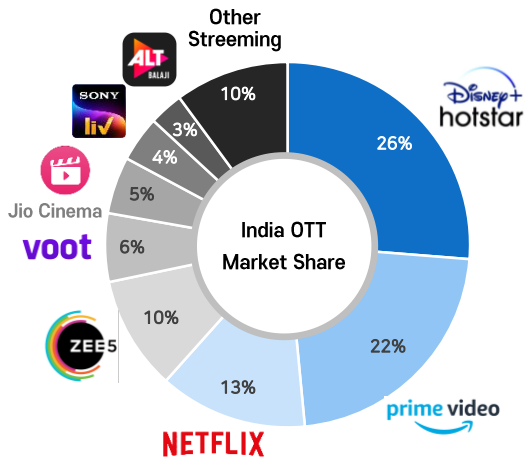


자료: IBEF, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 OTT 격전지 인도의 한류 콘텐츠 소비 증가

인도 OTT 시장은 연평균 +17.5% 성장해 2025년 29억달러에 달할 전망이다. 인도에서는 '디즈니플러스'와 'Amazon Prime Video'가 전체 시장의 과반 가까이를 점유 중이며, 넷플릭스를 포함한 나머지 OTT들이 그 뒤를 따르고 있다. 2021년 넷플릭스는 인도에서 베이직 요금제를 기존 499루피(약 8,000원)에서 199루피(약 3,200원)로 내리는 등 구독료를 최대 60% 인하했다. 이와 더불어 올해까지 인도 현지 콘텐츠를 연간 40편으로 확대하고, 콘텐츠 투자금액도 3배 가량 증가시킬 계획이라고 밝혔다. 넷플릭스가 인도 시장을 적극적으로 공략할수록 현지에서 좋은 반응을 얻고 있는 한국 콘텐츠에 대한 수요 역시 높아질 전망이다.

그림43 인도 OTT 시장 점유율 현황



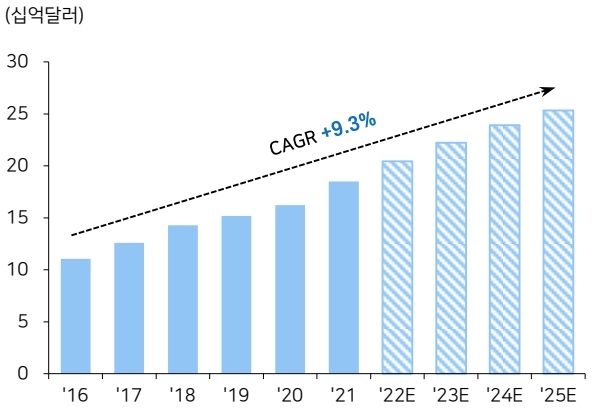
자료: JustWatch, 메리츠증권 리서치센터

그림44 넷플릭스, 인도 구독료 인하 결정



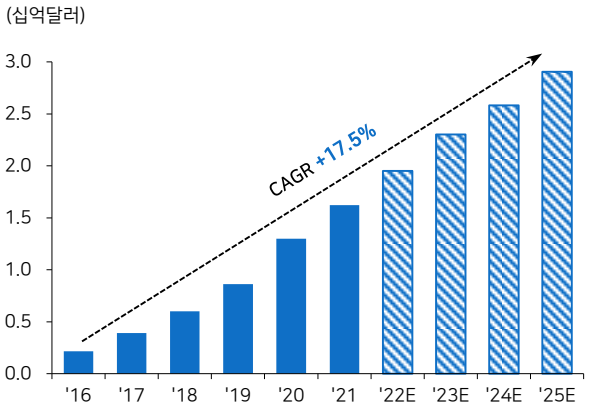
자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림45 인도 방송시장 규모 및 전망



자료: PwC, 메리츠증권 리서치센터

그림46 인도 OTT 시장 규모 및 전망



자료: PwC, 메리츠증권 리서치센터

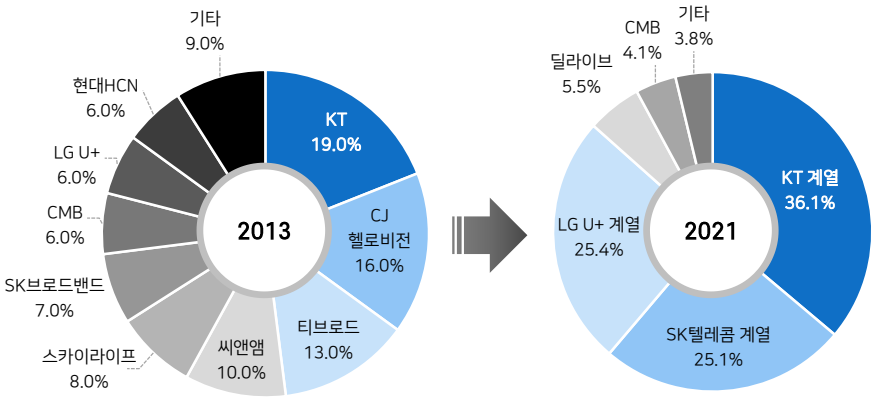
Part II. 전환기를 맞이한 국내 콘텐츠 산업

1. 국내 OTT 동향: 시장 재편 가속화

유료방송과 OTT의 헤게모니 변화

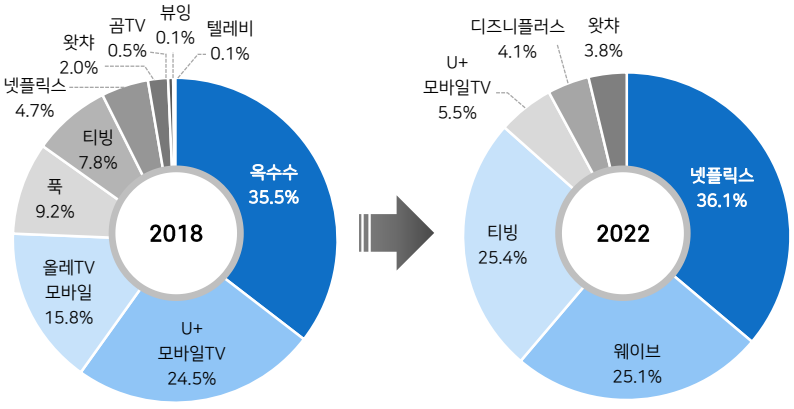
현재 국내 OTT 시장은 2010년대 초반 국내 유료방송 시장 상황과 유사하다. 국내 유료방송 시장은 케이블TV와 위성TV 보급률이 100%를 초과한 포화된 상황에서 통신 3사의 IPTV가 시장에 진입해 치열한 경쟁 구도를 형성했으나, 지난 10년 간 수 많은 합종연횡을 통해 결국 IPTV 3사로 시장 재편이 마무리됐다. 국내 OTT 시장도 초기에는 뷰잉(Viewing), 텔레비(Telebee) 등 중소 사업자들의 진입과 이탈이 반복되었으나, 현재는 자본력을 갖춘 대형 OTT 플랫폼 위주로 시장이 재편되어가는 과정이다.

그림47 국내 유료방송 시장 재편과 점유율 변화



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림48 국내 OTT 시장 재편 진행 중

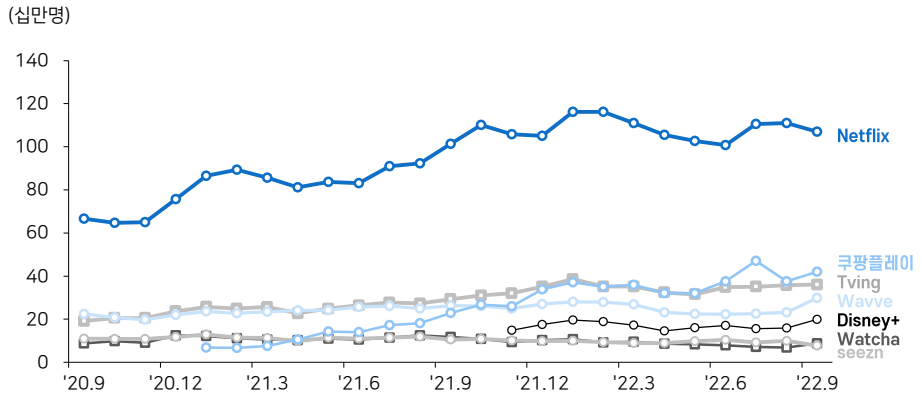


자료: 각 사, 언론, 메리츠증권 리서치센터

국내 OTT 시장 재편 가속화

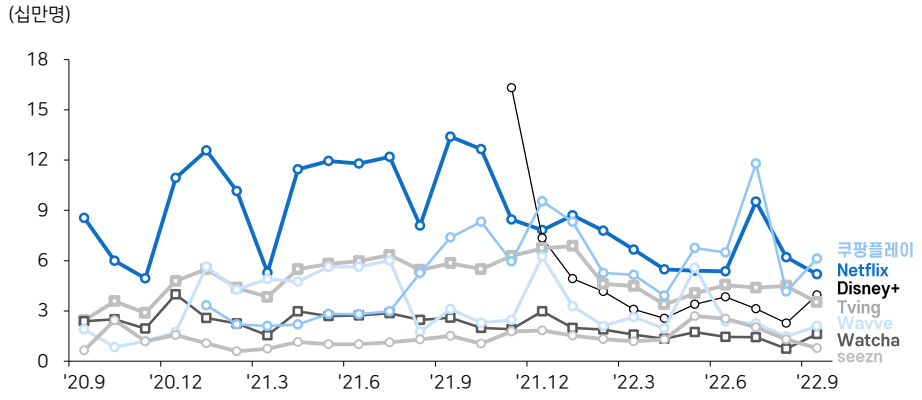
2021년 기준 국내 유료방송 가입자 대비 OTT 가입자 비중은 74.4%로 OTT의 성장 잠재력은 여전히 유효하다. 다만, 국내 상위 7개 OTT 플랫폼 이용자수는 2022년 1월 2,603만명에서 4월 2,252만명으로 감소했고, 9월 다시 2,512만명으로 증가하며 성장에 부침을 겪고 있다. 넷플릭스가 여전히 1위를 기록한 가운데, 디즈니플러스는 2021년 11월 국내 출시 이후 국내 콘텐츠의 부재 등으로 가입자 유치에 어려움을 겪고 있다. 토종 OTT 중에서는 쿠팡플레이가 쿠팡 '로켓와우'와 연계한 프로모션, 실시간 스포츠 중계를 앞세우며 가장 빠르게 성장 중이다. 반면, 최근 매각설이 나오고 있는 왓챠(Watcha)는 사용자수가 1월 107만명에서 9월 88만명으로 급감하며 고전하고 있다. 글로벌 OTT에 맞서는 토종 OTT들에 대한 시장 선호도가 명확해지는 시기인 만큼 경쟁력을 잃은 중소형 OTT들의 소멸은 불가피하며, 결국 자본력과 콘텐츠 경쟁력을 보유한 티빙, 웨이브, 쿠팡플레이 3강 체제로 재편될 전망이다.

그림49 국내 주요 OTT 서비스 이용자수 추이



자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림50 국내 주요 OTT 서비스 신규설치자 추이



자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

티빙(Tving): 국내를 넘어 글로벌 OTT 사업자로

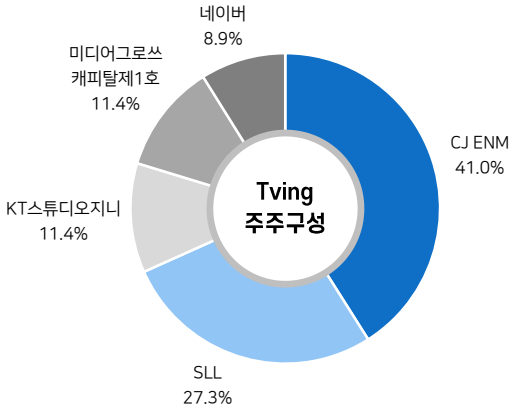
토종 OTT의 저력, 티빙(Tving)

티빙(Tving)은 2020년 10월 CJ ENM에서 독립 후 JTBC가 합류했고, 2021년 1월 첫 오리지널 콘텐츠 <여고추리반>을 시작으로 제작 라인업을 확대하고 있다. 2021년 7월에는 웹툰/웹소설 기반 다양한 원천 IP를 보유한 네이버가 주주로 합류하며 콘텐츠 경쟁력을 강화했고, 네이버플러스 멤버십 결합상품 효과로 2021년 말 유료 구독자수 200만명을 돌파했다.

KT와의 제휴로 더욱 강력해진 콘텐츠 경쟁력

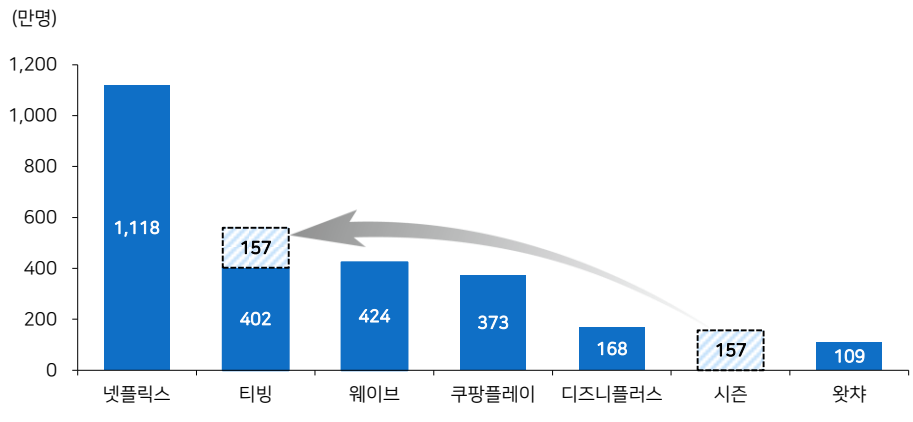
지난 7월 티빙은 KT 시즌(Seezn) 흡수합병을 결정했다. 합병기일 이후 KT스튜디오지니는 지분율 11.4%로 티빙의 3대 주주 지위를 획득하며, 양사는 OTT 경쟁력 강화 및 콘텐츠 제작, 유통 사업 전반에서 협력 강도를 높일 계획이다. 특히, 최근 가입자 정체로 성장에 대한 우려가 제기된 티빙은 KT 핸드셋 가입자 1,402만명을 잠재고객으로 확보했다는 점에서 긍정적이다. KT스튜디오지니는 2023년까지 콘텐츠 제작비 4천억원을 투자할 계획이며, 티빙은 국내 1, 2위 제작사에 KT스튜디오지니 지원까지 더해져 더욱 강력한 콘텐츠 경쟁력을 갖출 전망이다.

그림51 통합 OTT 출범 후 Tving의 주주구성 (SLL 지분 전환 시)



자료: Tving, 메리츠증권 리서치센터

그림52 국내 OTT MAU 추이 및 전망

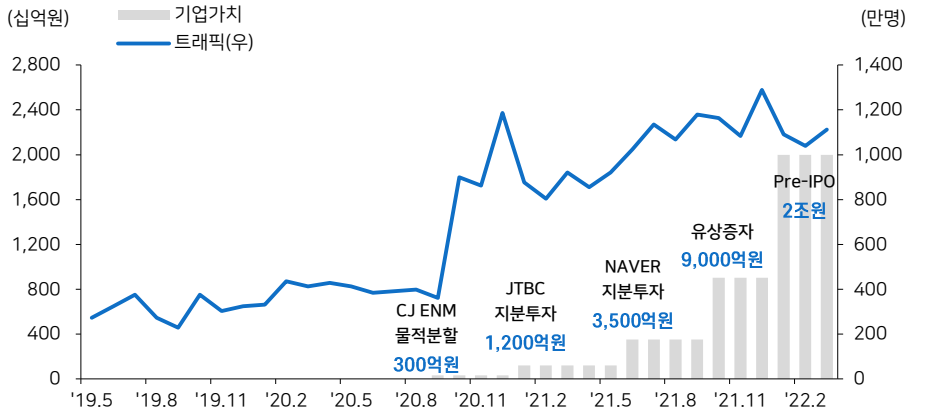


자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

기업가치 2조원의 티빙(Tving)

티빙 기업가치는 2020년 10월 CJ ENM에서 물적분할 할 당시 약 300억원 수준이었으나, 2021년 1월 JTBC, 7월 네이버와 지분 관계를 구축하면서 3,500억원 규모로 성장했고, 2022년 2월에는 Pre-IPO를 통해 기업가치 2조원을 인정받았다. 다만, 기업가치와 달리 트래픽은 치열한 시장 경쟁으로 인해 크게 개선되지는 않고 있다. 지속적인 기업가치 상승을 위해 티빙은 해외 진출을 모색 중이며, 2022년 일본과 대만, 2024년 북미와 동남아시아, 이후 유럽과 중남미 순으로 글로벌 시장을 공략할 계획이다. 이를 위해 ViacomCBS와 콘텐츠 공동제작 및 투자를 결정했으며, 전세계 230개 국가에 2억명의 이용자를 보유한 네이버 라인의 역량을 최대한 활용할 계획이다. 해외 진출 성공 시 콘텐츠 제작비를 해외 시장에서도 회수할 수 있는 만큼 추가적인 기업가치 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

그림53 Tving 트래픽 및 기업가치 변화



자료: Tving, 메리츠증권 리서치센터

표5 티빙(Tving) 오리지널 드라마 라인업

방영일	채널	작품명	제작사	연출	극본	주연
21.03.26	Tving	당신의 운명을 쓰고 있습니다	화앤담픽쳐스, 스튜디오드래곤	김병수	은선우	전소니, 기도훈
21.07.16~21.08.13	Tving	마녀식당으로 오세요	스튜디오드래곤, 아폴론스튜디오	소재현, 이수현	이영숙, 서임	송지효, 남지현
21.09.17~21.10.30	Tving	유미의 세포들	스튜디오드래곤, 스튜디오N	이상엽, 주상규	송재정, 김경란	김고은, 박진영
21.10.22~21.11.26	Tving	술꾼도시여자들	본팩토리	김정식	위소영	이선빈, 한선화
21.11.05~21.12.11	tvN	해피니스	스튜디오드래곤	안길호	한상운	한효주, 박형식
21.11.12~21.11.26	Tving	어른연습생	CJ ENM	유학찬, 정형건	김현민, 방소민	류의현, 미연
22.01.14~22.02.18	Tving	내과 박원장	싸이더스, 엑스라지픽처스	서준범	서준범	이서진, 라미란
22.02.18~22.03.25	Tving	아직 최선을 다하지 않았을 뿐	하우픽쳐스, JTBC스튜디오	임태우	박희권, 박은영	박해준, 김갑수
22.03.18~22.04.22	Tving	돼지의 왕	스튜디오드래곤, 히든시퀀스	김대진, 김상우	탁재영	김동욱, 김성규
22.04.29	Tving	괴이	스튜디오드래곤, 클라이맥스스튜디오	장건재	연상호, 류용재	구교환, 신현빈
22.05.06	Tving	씬: 괴이한 이야기		전두관	전두관	최병윤, 이나영
22.05.13~22.05.27	Tving	장미맨션	JTBC스튜디오, 비에이엔터테인먼트,	창감독	유갑열	임지연, 윤균상
22.06.10~22.07.22	Tving	유미의 세포들 시즌2	스튜디오드래곤, 스튜디오N	이상엽, 주상규	송재정, 김경란	김고은, 박진영
22.07.14~22.07.28	Tving	나를 사랑하지 않는 X에게	CJ ENM	고재홍	고재홍, 왕혜지	한지효, 도영
22.08.12~22.09.16	Tving	개미가 타고 있어요	넥스트씬	최지영	윤수민, 김연지	한지은, 홍종현

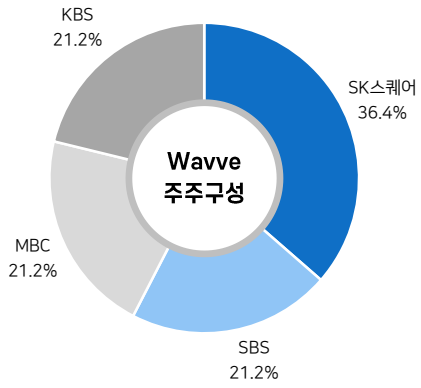
자료: Tving, 메리츠증권 리서치센터

웨이브(Wavve): 성장 잠재력이 큰 OTT 서비스

통신사 기반 OTT의 자존심

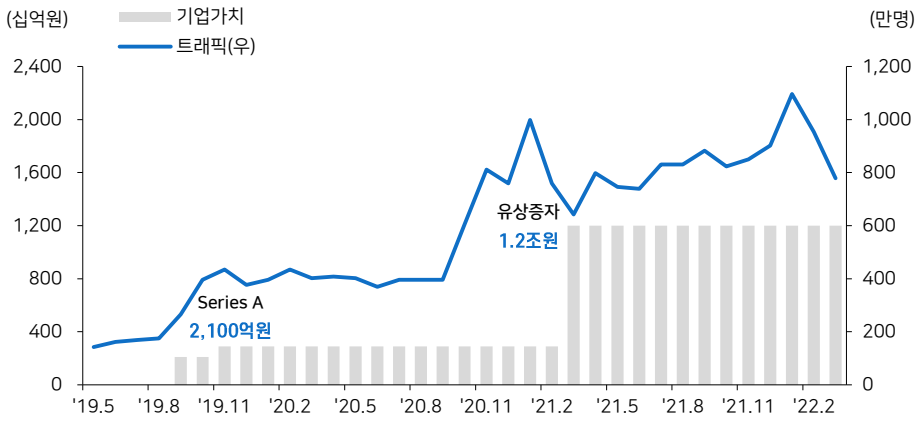
웨이브(Wavve)는 SK텔레콤과 지상파 3사의 합작 회사로 SK스퀘어가 36.4%, 지상파 3사가 각각 21.2%의 지분을 보유하고 있다. 웨이브는 국내 최대 이동전화 가입자를 보유한 SK텔레콤의 마케팅 역량과 지상파 3사가 수십년간 쌓아온 풍부한 IP를 바탕으로 출시 1년만에 1천만 가입자를 돌파했다. OTT 경쟁력 강화를 위해 2019년 9월 첫 오리지널 드라마 <조선로코 녹두전> 제작을 시작으로 오리지널 라인업을 확대 중이며, 2025년까지 콘텐츠 제작에 1조원을 집행할 계획이다. 웨이브 역시 해외 진출을 목표로 사업을 전개 중이다. 2021년 NBC Universal과 한국 콘텐츠의 공동투자 및 제작 협약을 체결하고, 웨이브뿐만 아니라 NBC의 OTT 플랫폼인 Peacock을 통해 서비스하는 협력 구조를 구축했다.

그림54 웨이브(Wavve) 주주구성



자료: Wavve, 메리츠증권 리서치센터

그림55 웨이브 트래픽 및 기업가치 변화



자료: Wavve, 메리츠증권 리서치센터

표6 Wavve 오리지널 콘텐츠 라인업

방영일	채널	작품명	제작사	연출	극본	주연
17.10.27	wavve	복수노트	히든시퀀스	서원태	한상임, 김종선	김향기, 차은우
17.04.17~17.05.30	OCN	애타는 로맨스	가딘미디어	강철우	김하나, 김영윤	성훈, 송지은
17.06.07~17.06.21	SBS Plus	수요일 오후 3시 30분		이정훈	이서은	이홍빈, 진기주
17.11.06~17.12.05	OCN	멜로홀릭	몬스터유니온	송현욱	박소영	유노윤호, 경수진
17.12.09	wavve	회사를 관두는 최고의 순간	파노라마엔터테인먼트		정정화, 김지은	고원희, 이청아
18.01.09	네이버TV	이런 꽃 같은 엔딩	플레이리스트	신완석	이슬	강훈, 안시은
18.01.16 ~ 18.03.22	네이버TV	시작은 키스	스튜디오룰루랄라	이성준, 황보새별	이동희	신도현, 김관수
18.08.13~18.10.09	tvN SHOW	복수노트2	히든시퀀스	오승열, 서재주	한상임, 김종선	안서현, 사무엘
18.09.07	wavve	독고 리와인드	삼화네트웍스, 투유드림	최은종	이세운	세훈, 강미나
18.11.01	wavve	나는 길에서 연예인을 주웠다	YG스튜디오플렉스	권혁찬	이남규, 오보현	성훈, 김가은
19.02.14	wavve	너 미워! 줄리엣	UFO프로덕션	김정권	이정필	이홍기, 정혜성
19.09.30.~19.11.25	KBS2	조선로코-녹두전	프로덕션에이치, 몬스터유니온	김동휘, 강수연	임예진, 백소연	장동윤, 김소현
20.05.20~20.07.01	MBC	꼰대인턴	스튜디오HIM	남성우	신소라	박해진, 김응수
20.08.28~20.10.24	SBS	앨리스	스튜디오S	백수찬	김규원, 강철규	김희선, 주원
20.09.04~20.10.24	채널A	거짓말의 거짓말	래몽래인	김정권, 김정욱	김지은	이유리, 연정훈
20.09.21~20.10.27	KBS2	좀비탐정	래몽래인	심재현	백은진	최진혁, 박주현
20.10.05~20.11.24	MBN	나의 위험한 아내	키이스트	이형민, 김영환	황다은	김정은, 최원영
20.10.30~21.01.23	SBS	날아라 개천용	스튜디오앤뉴	곽정환	박상규	권상우, 정우성
20.11.21~21.01.17	TV조선	복수해라	하이그라운드, 블러썸스토리	강민구, 이경식	김효진	김사랑, 윤현민
20.12.02~21.01.28	KBS2	바람피면 죽는다	에이스토리	김형석, 김민태	이성민	조여정, 고준
21.04.09~21.05.29	SBS	모범택시	스튜디오S, 그룹에이트	박준우	오상호, 이지현	이제훈, 이솜
21.05.01~21.07.04	MBN	보쌈-운명을 훔치다	JS픽쳐스, 이엘라이즈	권석장	김지수, 박철	정일우, 권유리
21.05.03~21.06.08	KBS2	오월의 청춘	아크미디어	송민엽	이강	이도현, 고민시
21.08.09~21.10.05	KBS2	경찰수업	로고스필름	유관모	민정	진영, 차태현
21.08.31	wavve	유 레이즈 미 업	스튜디오S	김장한	모지혜	윤시윤, 하니
21.09.17~21.11.06	SBS	원 더 우먼	스튜디오S, 길픽쳐스	최영훈	김윤	이하늬, 이상윤
21.10.29~21.10.30	MBC	뫼비우스 : 검은 태양	MBC, 아떼오드	위득규	유상	박하선, 정문성
21.11.12	wavve	이렇게 된 이상 청와대로 간다	씨에스픽쳐스	윤성호	김홍기, 박누리	김성령, 백현진
21.11.29~22.01.18	채널A	쇼윈도:여왕의 집	코탑미디어	강솔, 박대희	한보경, 박혜영	송윤아, 이성재
21.12.11~22.01.30	TV조선	엉클	하이그라운드, 몬스터유니온	지영수, 성도준	박지숙	오정세, 전혜진
21.12.20~22.02.22	KBS2	꽃 피면 달 생각하고	몬스터유니온, 피플스토리	황인혁	김아록	유승호, 이혜리
22.01.07~22.01.29	MBC	트레이서 시즌1	웨스트월드스토리	이승영	김현정	임시완, 고아성
22.01.14~22.03.12	SBS	악의 마음을 읽는 자들	스튜디오S	박보람	설이나	김남길, 진선규
22.02.01~22.02.08	MBC	러브씬넘버#	위매드, MBC	김형민	홍경실	김보라, 심은우
22.02.26~22.03.25	MBC	트레이서 시즌2	웨스트월드스토리	이승영	김현정	임시완, 고아성
22.09.02~22.09.09	wavve	위기의 X	커버넌트픽처스	김정훈	곽경윤	권상우, 임세미
22.09.21~22.11.02	wavve	청춘블라썸	플레이리스트	왕혜령	박윤성, 김하늬	서지훈, 소주연
22.10.19	MBC	일당백집사	아이윌미디어	심소연, 박선영	이선혜	혜리, 이준영

자료: Wavve, 메리츠증권 리서치센터

쿠팡플레이(Coupang Play): Only Amazon Way

쿠팡의 하드캐리,
쿠팡플레이의 고성장

쿠팡은 커머스에서 미디어 영역으로 확장하며 지난 2020년 7월 싱가포르 OTT 사업자 '훅(Hooq)'을 인수한데 이어 2021년 1월 자체 OTT 서비스 '쿠팡플레이'를 출시했다. 쿠팡플레이의 최대 강점은 쿠팡의 유료 멤버십인 '로켓와우'를 가입하면 제공되는 부가 서비스라는 점이다. 쿠팡 로켓와우 멤버십 가입자는 현재 약 300만명으로 추정되며, 이들은 모두 쿠팡플레이의 잠재 구독자로 볼 수 있다. Amazon이 2011년 Amazon Prime Video 서비스를 통해 기존 커머스 이용자들에게 추가적인 혜택을 제공했던 전략과 동일하다. 상대적으로 저렴한 가격 역시 강점이다. 넷플릭스 베이직 월 구독료가 9,500원(동시접속 1명), 티빙 월 구독료가 7,900원(동시접속 1명)인 반면 쿠팡플레이는 월 2,900원에 5명의 동시접속을 허용한다. 그 동안 아쉬움으로 지적된 콘텐츠 수급도 스포츠 스트리밍 서비스를 확대하며 마니아층 고객 확보에 성공했다. 국내는 물론 글로벌 사업자들이 뛰어들며 치열한 각축전이 벌어지고 있는 국내 OTT 시장에서 쿠팡플레이는 차별화된 전략으로 시장에 안착했으나, 모기업인 쿠팡의 재무건전성과 투자 여력이 향후 쿠팡플레이의 입지를 결정짓는 중요한 변수가 될 전망이다.

그림56 **쿠팡플레이의 콘텐츠 차별화 전략**



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

표7 **쿠팡플레이 오리지널 콘텐츠 라인업**

방영일	작품명	제작사	연출	극본	주연
21.11.27~21.12.19	어느 날	더 스튜디오 엠, 초록뱀미디어	이명우	권순규	김수현, 차승원
22.06.24~22.07.09	안나	컨텐츠맵	이주영	이주영	수지, 정은채
22.08.26-22.09.02	유니콘	스튜디오드래곤	김혜영	유병재	신하균, 원진아
22.08.27	복학생	에이스토리	박지혜, 정현남	김현희	권혁수, 주현영
N/A	범죄의 연대기				장근석

자료: Coupang Play, 메리츠증권 리서치센터

2. 국내 콘텐츠 제작 환경의 변화

여전히 과도기적 시기인 국내 드라마 제작 산업

한국 드라마의 연이은 성공으로 콘텐츠 제작사에 대한 시장의 관심은 커졌지만, 정작 국내 제작사들의 최근 실적과 주가를 보면 아쉬움이 남을 수 밖에 없다. 국내 방송 산업은 지난 20년의 변화보다 최근 2년의 변화가 더 크다고 할 정도로 과도기적 시기를 지나고 있다. 첫 한류 열풍이 불던 2000년대 초반 드라마 제작사는 방송사들의 하청 업체에 불과했고, 제작비의 70%만을 돌려받고 모든 IP에 대한 권리를 방송사에 넘겨야만 했다. 더구나 한류 열풍에 편승해 천정부지로 뛴 톱스타 배우들의 출연료로 회당 2~3억원씩 적자를 보며 제작하는 일이 비일비재했다. 2019년 시청률 20%를 돌파하며 큰 화제성을 몰고 온 <스토브리그> 역시 종영 직전까지 적자에 허덕일 정도로 드라마 제작사들의 불합리한 수익 구조는 생각보다 최근까지도 이어져왔다.

표8 2007년 KBS 외주제작 드라마 손익 실태

(십억원)	비용		수익		순수익
	제작비	간접비	광고매출	2차사업	(수익-비용)
1드라마(16부작)	19.7	13.8	8.6	2.4	-22.6
2드라마(16부작)	17.9	12.6	25.0	5.6	-0.1
3드라마(16부작)	25.3	17.7	20.8	3.6	-18.5
4드라마(16부작)	21.0	14.7	10.2	2.3	-23.2
5드라마(16부작)	21.4	15.0	2.6	3.2	-30.5
6드라마(22부작)	27.1	19.0	64.3	5.5	23.9
7드라마(20부작)	29.7	20.8	41.1	4.8	-4.5
8드라마(16부작)	29.1	20.4	19.2	3.0	-27.3
9드라마(16부작)	18.0	12.6	25.1	2.2	-3.4
평균	**23.9**	**16.3**	**24.1**	**3.6**	**-10.5**

자료: KOCCA, 메리츠증권 리서치센터

표9 2000년대 톱스타 배우들 드라마 출연료

연도	방송사	드라마	배우	회당 출연료
2001	SBS	여인천하	강수연	400만원
2002	SBS	별을 쏘다	전도연	600만원
2002	KBS	장희빈	김혜수	600만원
2003	MBC	대장금	이영애	600만원
2005	SBS	프라하의 연인	전도연	1,500만원
2005	MBC	슬픈연가	김희선	2,000만원
2006	MBC	여우야 뭐하니	고현정	2,500만원
2006	SBS	연애시대	손예진	2,500만원
2007	SBS	쩐의 전쟁	박신양	4,000만원
2007	MBC	태왕사신기	배용준	10,000만원
2007	MBC	히트	고현정	3,500만원
2007	KBS	못된 사랑	권상우	5,000만원
2008	SBS	일지매	이준기	2,500만원
2008	KBS	바람의 나라	송일국	4,000만원
2008	KBS	그들이 사는 세상	송혜교	3,500만원
2008	SBS	바람의 화원	박신양	5,000만원

자료: KOCCA, 메리츠증권 리서치센터

한국형 IP의 성공 스토리는 이제부터 시작

넷플릭스가 한국 오리지널 콘텐츠 제작에 나서면서 국내 제작사들은 약간의 마진을 받고 적자에 대한 부담 없이 드라마 제작이 가능해졌지만, IP에 대한 권한은 방송사에서 그 대상이 넷플릭스로 바뀔 뿐 여전히 제작사의 몫은 아니었다. 대표적으로 <킹덤>과 <오징어게임>은 전세계적으로 흥행했지만 국내 제작사에게 돌아간 수익은 수십억원에 불과한 것으로 전해졌다. 글로벌 경쟁 OTT들의 한국 시장 진출로 이러한 불공정 계약 구조가 개선될 것으로 기대했으나, 디즈니플러스와 애플 TV가 한국 서비스를 시작한 건 불과 1년이 채 되지 않았다. 글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠 수급 경쟁은 이제 본게임에 접어들었으며, 협상력을 높인 국내 제작사들은 더 높은 마진을 보장 받거나 직접 IP를 보유해 부가가치를 창출하는 일이 가능해졌다. <이상한 변호사 우영우>는 이러한 과도기적 시기에 한국형 IP의 가능성을 보여준 첫 성공 사례로 볼 수 있다. 해외판매에 이은 리메이크 제안, 굿즈와 웹툰 판매, 연극으로 IP를 확장하며 업계에 좋은 선례를 만들어가고 있다.

그림57 넷플릭스가 IP 권한을 보유한 사례: <킹덤>



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림58 넷플릭스가 IP 권한을 보유한 사례: <오징어게임>



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림59 <이상한 변호사 우영우> IP 활용 사례

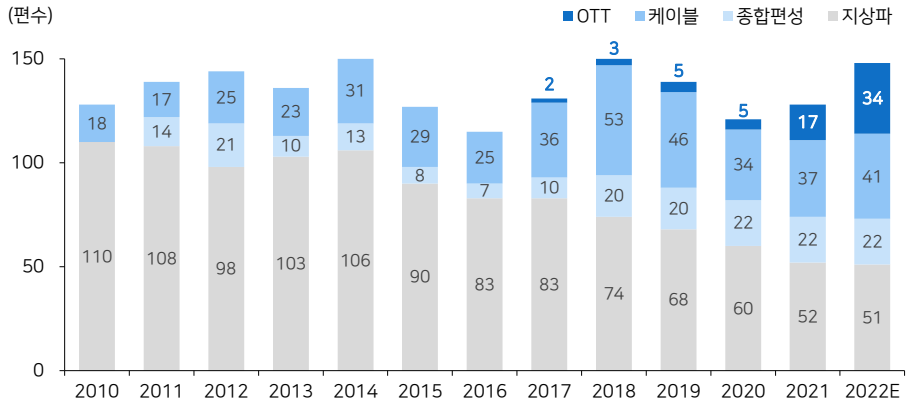
웹툰 제작	디지털 굿즈 판매	뮤지컬 제작	OST 판매
			

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 OTT 투자로 다시 증가 추세로 전환한 드라마 제작편수

지난 10여년간 국내 드라마 제작편수는 연간 130편 내외로 유지되고 있다. 다만, 방송 환경의 변화로 지상파 편성은 매년 줄어들고, 종편과 케이블, OTT향 편성이 늘어나고 있다. 2010년 128편의 작품 중 지상파에 편성된 드라마는 110편으로 전체의 86% 비중을 차지했으나, 2021년에는 128편 중 41%에 해당하는 51편이 지상파에서 방영됐다. 같은 기간 종편 드라마는 22편까지 확대됐고, 케이블 드라마도 18편에서 37편으로 증가했다. 여기에 넷플릭스, 디즈니프러스 등 글로벌 OTT들의 공격적인 투자(2020년 5편 → 2021년 17편 → 2022년 34편)까지 더해져 국내 드라마 제작편수는 이전 전성기 수준으로 회복될 전망이다.

그림60 국내 드라마 제작 편수 추이 및 전망



자료: Nielsen, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표10 국내 드라마 제작편수 추이 및 전망

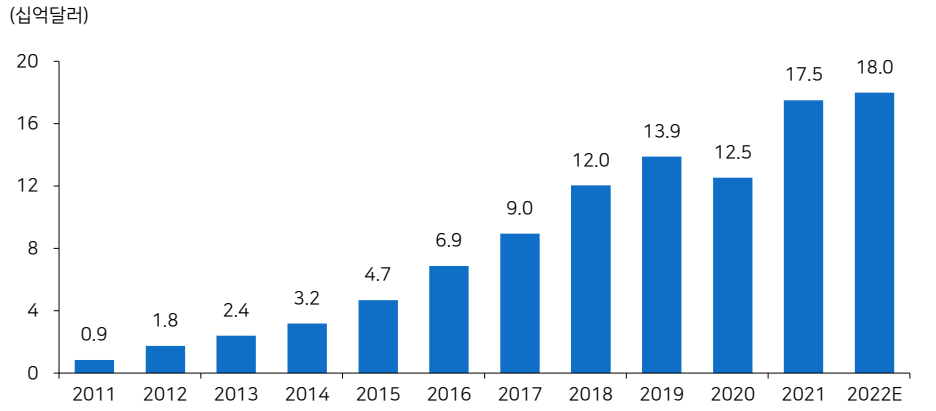
(편수)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
지상파	110	108	98	103	106	90	83	83	74	68	60	52	51
종합편성	0	14	21	10	13	8	7	10	20	20	22	22	22
케이블	18	17	25	23	31	29	25	36	53	46	34	37	41
OTT								**2**	**3**	**5**	**5**	**17**	**34**
Netflix								0	1	4	5	8	16
Wavve								2	2	1	0	3	4
Tving								0	0	0	0	6	9
Watcha								0	0	0	0	0	5
총 제작편수	**128**	**139**	**144**	**136**	**150**	**127**	**115**	**131**	**150**	**139**	**121**	**128**	**148**

자료: Nielsen, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 콘텐츠 투자 금액의 효율적 집행 예상

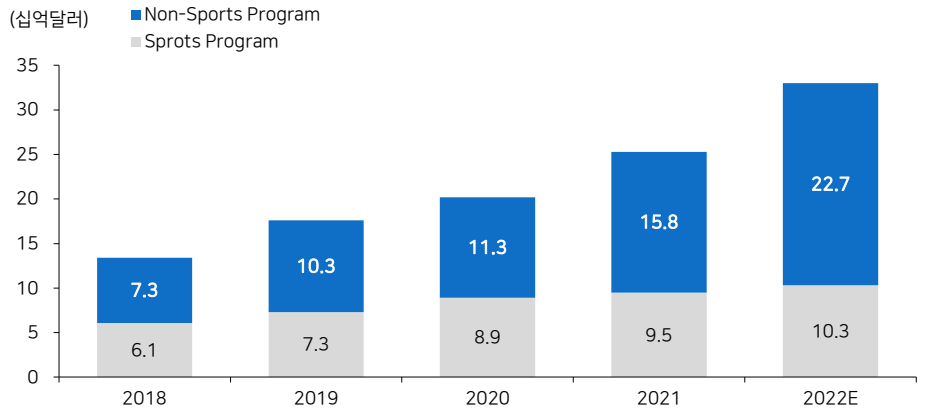
넷플릭스는 지난 1Q22 실적발표에서 성장보다는 비용 대비 효율 중심으로 콘텐츠 제작비를 관리하겠다고 밝혔다. 2022년 넷플릭스의 콘텐츠 투자금액은 전년 대비 +2.9% 증가한 180억달러를 예상하나, 저비용 고효율을 대표하는 한국 콘텐츠에 대한 투자 비중은 오히려 늘어날 것이 분명하다. 언론 보도에 따르면, <오징어게임> 제작비는 253억원에 불과했으나, <오징어게임>이 창출한 경제 가치는 1조원 이상으로 투자 대비 40배 이상의 가치를 만들어낸 것으로 전해졌다. 한편, 디즈니플러스는 2022년 콘텐츠 투자금액으로 330억달러(+32.0% YoY)를 집행할 계획이며, 이 중 비 스포츠 분야에 대한 투자는 전년 대비 +43.7% 증가한 227억달러로 TV Show 부문에 대한 투자를 대폭 늘릴 계획이다.

그림61 넷플릭스 글로벌 콘텐츠 투자금액 추정



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림62 디즈니플러스 글로벌 콘텐츠 투자금액 추정



자료: Disney, 메리츠증권 리서치센터

국내 콘텐츠 투자금액 증가에 따른 수혜 기대

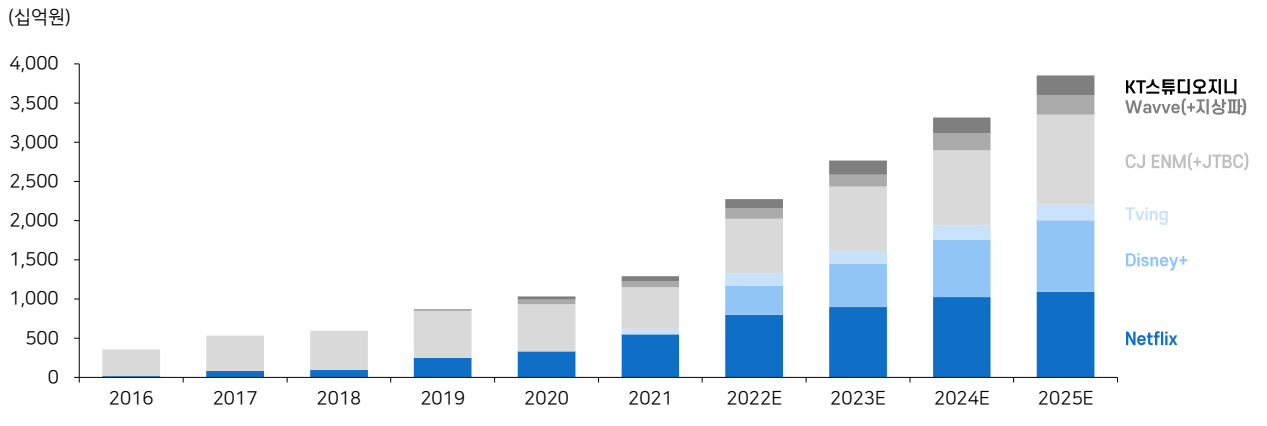
제작편수 기준 넷플릭스의 국내 콘텐츠 투자금액은 2021년 5,500억원(13편), 2022년 8,000억원(25편)으로 추정된다. 한국 콘텐츠의 부재로 국내 OTT 시장에서 고전하고 있는 디즈니플러스 역시 2022년 10편 이상의 오리지널 콘텐츠를 제작해 매년 제작편수를 확대한다는 방침이다. 국내 사업자의 경우 CJ ENM이 2021년부터 2025년까지 콘텐츠 제작에 5조원을 투자할 계획이며, 이 중 티빙 오리지널 콘텐츠 투자 관련 금액은 7,800억원을 전망한다. 통신사 기반인 KT스튜디오지니는 2023년까지 4천억원, 웨이브는 지상파와 함께 2025년까지 1조원의 투자금액을 집행할 계획이다. 이 밖에 카카오는 2023년까지 3천억원을 투자해 240여편의 오리지널 콘텐츠를 제작하며, 쿠팡플레이도 연간 1천억원의 콘텐츠 투자 계획을 밝혔다. 이를 합산해보면 2022년에는 전년 대비 +76.5% 증가한 2.28조원이 콘텐츠 제작에 직접 투자될 계획이며, 보수적으로 가정 하더라도 2025년까지 연평균 +19.2%의 성장이 가능할 전망이다.

표11 국내 콘텐츠 투자계획에 근거한 투자금액 추정

(십억원)	투자계획	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Netflix	2016~2020년 5년간 7,700억원 투자	248.0	333.1	550.0	800.0	896.0	1,024.0	1,088.0
제작편수(편)	2021년 15편, 2022년 25편 계획			15	25	28	32	34
Disney+					366.7	550.0	733.3	916.7
제작편수(편)	2022년 10편 이상 제작 예정				10	15	20	25
Tving	2021~2023년 3년간 4,000억원+ 투자			70.0	160.0	170.0	180.0	200.0
CJ ENM(+JTBC)	2021~2025년 5년간 5조원 투자	600.0	600.0	530.0	700.0	820.0	960.0	1,150.0
Wavve(+지상파)	2025년까지 1조원 투자 계획	25.0	58.0	80.0	130.0	150.0	220.0	250.0
KT스튜디오지니	2021~2023년 3년간 4,000억원+ 투자		40.0	60.0	120.0	180.0	200.0	250.0
Total		873.0	1,031.1	1,290.0	2,276.7	2,766.0	3,317.3	3,854.7

자료: 각 사, 언론, 메리츠증권 리서치센터
주: 카카오와 쿠팡플레이 투자금액을 제외한 추정치

그림63 국내 콘텐츠 투자금액 추정



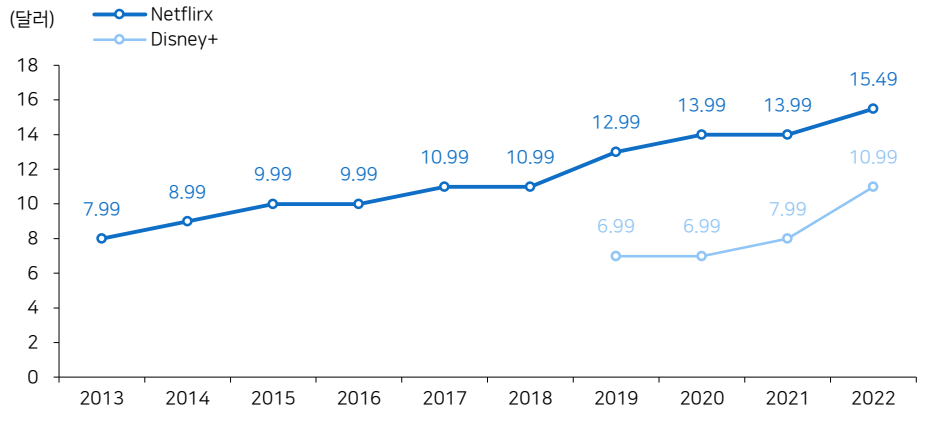
자료: 각 사, 언론, 메리츠증권 리서치센터

3. 급변하는 시장 환경 속 기회 요인

불가피한 넷플릭스의 광고 요금제 출시

넷플릭스는 그 동안의 고집을 꺾고 광고가 포함된 저가 요금제 출시 계획을 밝혔다. 거의 매년 오르고 있는 요금제에 대한 소비자 저항을 최소화하기 위해서도 광고 요금제 출시는 불가피한 선택으로 보인다. 넷플릭스는 오는 11월 1일 한국, 미국, 브라질 등 약 10여개 국가에 우선적으로 광고 요금제를 적용하고 2023년부터 전세계로 확대한다는 방침이다. 스트리밍 콘텐츠 1시간 당 광고 시간은 약 4분, 월 구독료는 기존 스탠다드 요금제의 반 값 수준인 7~9달러 사이가 유력하다. 디즈니플러스 역시 12월 8일 미국에 광고 요금제를 우선 도입한 후 글로벌로 확대 예정이며, 7.99달러 수준의 가격대로 출시할 전망이다.

그림64 넷플릭스와 디즈니플러스의 스탠다드 요금제 인상 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표12 넷플릭스와 디즈니플러스의 광고 요금제 출시 개요

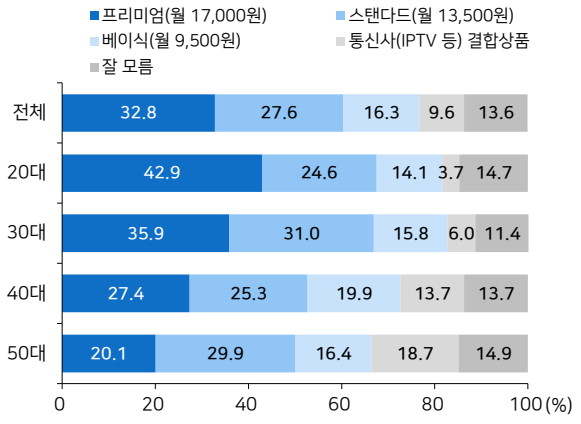
서비스명	NETFLIX 넷플릭스	Disney+ 디즈니플러스
출시일	2022년 11월 01일	2022년 12월 08일
적용 국가	한국 · 미국 · 브라질 등 약 10여개 국가 우선 적용 후 확대 예정	미국 우선 적용 후 확대 예정
광고 시청 구독료(월)	7~9 달러 예상 (한화 약 1,000원~12,000원)	7.99 달러 예상 (한화 약 11,000원)
광고 미시청 구독료(월)	15.49 달러 (한화 약 20,000원/스탠다드)	10.99 달러 예상 (한화 약 15,000원/12월부터 적용)
도입 방식	콘텐츠 1시간 당 약 4분 가량 송출 예상, 세부 운영 방식 테스트 진행 중	

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

광고 요금제 출시로 신규 유입 및 ARPU 상승 기대

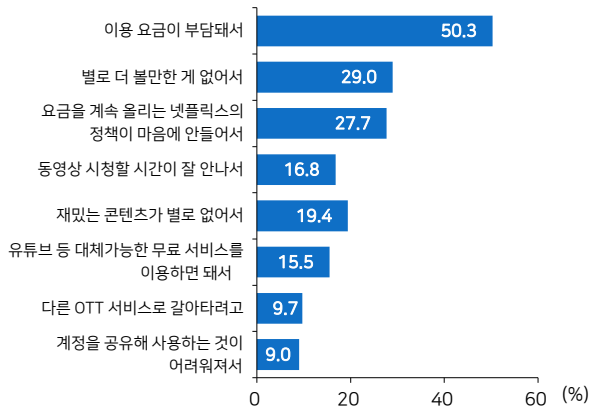
한국언론진흥재단의 최근 여론조사에 따르면 넷플릭스 광고 요금제 출시에 대한 소비자 반응은 부정보단 중립에 가까웠다. 현재 넷플릭스 이용자 중 17,000원 프리미엄 요금제 가입 비중이 32.8%로 가장 높았고, 13,500원 스탠다드 요금제는 27.6%, 9,500원 베이식 요금제는 16.3% 비중을 차지했다. 한편, 넷플릭스 해지 가입자 중 절반(50.3%)이 넘는 사람들은 넷플릭스 이용 중단의 이유로 비싼 요금제를 꼽았다. 넷플릭스 광고 요금제의 광고량과 요금제 수준에 대한 설문에서 주목해야 할 점은 넷플릭스 비이용자의 경우 많은 양의 광고를 붙이는 대신 이용료를 대폭 인하할 경우 신규 가입자 유치에 상당한 도움이 될 수 있다는 점이다. 2Q22 기준 북미 넷플릭스 가입자당 매출(ARPU; Average Revenue Per User)은 15.95달러이나, 넷플릭스 광고 요금제(AVOD) 도입 시 ARPU는 2025년 20달러를 상회할 것으로 추정된다.

그림65 국내 넷플릭스 구독자 요금제 이용 행태



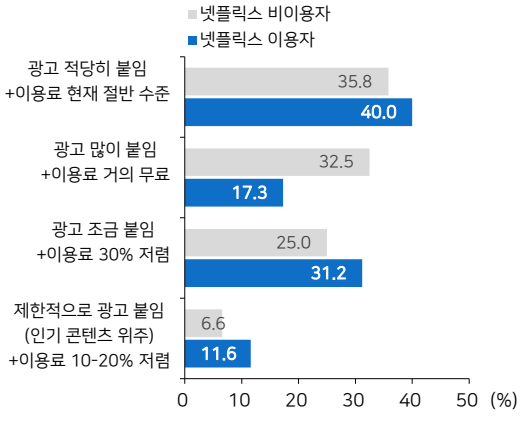
자료: 한국언론진흥재단, 메리츠증권 리서치센터

그림66 넷플릭스 이용 중단 이유



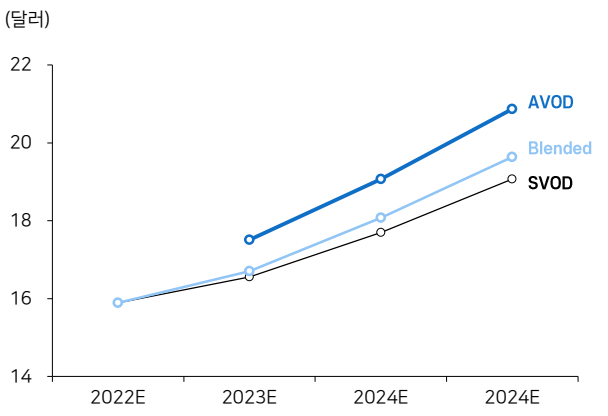
자료: 한국언론진흥재단, 메리츠증권 리서치센터

그림67 선호하는 넷플릭스 광고요금제 광고량 수준



자료: 한국언론진흥재단, 메리츠증권 리서치센터

그림68 북미 넷플릭스 요금제별 ARPU 전망



자료: Wells Fargo, 메리츠증권 리서치센터

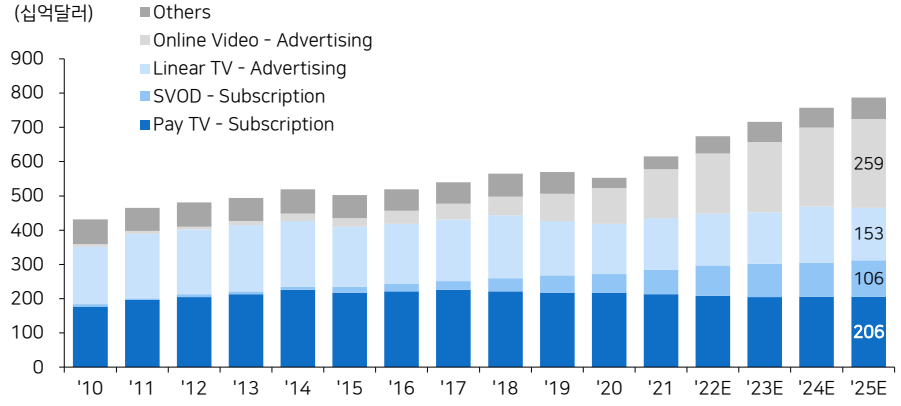
광고 요금제 출시를 고민하는 국내 OTT 플랫폼

넷플릭스는 광고 사업 경험이 풍부한 마이크로소프트(Microsoft)와 파트너십을 체결하고 구체적인 광고 사업을 논의 중이다. 넷플릭스는 광고주에게 CPM (1,000번 클릭 당 광고비) 65달러 수준을 제안했으며, 리스크를 줄이기 위해 일정 수준의 광고 수익을 보장받는 미니멈 개런티를 요구한 것으로 알려졌다. 한편, 디즈니플러스 지난 7월 애드테크(Ad-Tech) 기업인 Trade Task와 스마트TV를 이용하는 고객 맞춤형 광고 콘텐츠를 제공하겠다고 밝혔다. 국내 OTT 사업자들 역시 광고 요금제를 도입할 가능성이 있으며, 토종 OTT 1위 사업자인 티빙이 가장 빠르게 광고 요금제를 선보일 전망이다.

넷플릭스 광고 요금제와 국내 광고 업계 전망

넷플릭스 광고 요금제의 성공 여부는 미지수나, OTT 홍수 속에서 구독 피로도가 증가한 시청자들은 광고에 더욱 관대해질 수 밖에 없으며, 이는 효율적인 광고 집행으로 이어질 전망이다. 특히, 기존 입지를 잃어가고 있는 방송 광고와 인터넷 디지털 플랫폼 광고 수요의 일부를 흡수하며 국내 광고 업계에 많은 변화를 가져올 전망이다. 넷플릭스 광고는 개인화 데이터에 기반한 맞춤형 광고 집행이 필수적인 만큼 애드네트워크(Ad-Network) 내 DSP(Demand Side Platform) 운영 능력을 갖춘 광고 사업자들에게 많은 기회가 돌아갈 전망이다. 광고 기반 무료 스트리밍 서비스 이용 확대로 AVOD 포함 온라인 스트리밍 광고 매출은 2022년 1,740억 달러에서 2025년 2,590억달러 규모로 성장해 실시간 TV 채널의 광고 매출액 (2,060억달러)을 넘어설 전망이다.

그림69 **플랫폼별 글로벌 동영상 스트리밍 시장 규모 전망**



자료: OMDIA, 메리츠증권 리서치센터

효율성 높은 OTT 광고

경쟁력을 잃은 지상파 시청률 하락에 지상파 광고 슬롯과 광고 단가는 모두 감소했고, 주요 OTT 사업자들이 구독 모델을 고집하던 탓에 동영상 광고 집행의 효율성은 낮아지던 상황이었다. 이러한 과정에서 OTT 광고 요금제는 세분화된 고객 데이터를 바탕으로 정확한 타깃팅이 가능해 광고 메시지에 집중할 수 있고, 유연한 광고 집행이 가능하며, 효율성을 중시하는 광고주에게 정확한 데이터 분석 결과 값을 얻을 수 있다는 점에서 긍정적이다.

OTT에 도입되고 있는 혁신적인 광고 기법들

넷플릭스와 디즈니플러스는 시청 몰입도를 방해하지 않기 위해 광고 시간을 제한하는 방식을 고려하고 있지만, ARPU 극대화를 위해 시청 몰입도 방해 없이 광고를 집행하는 새로운 광고 기술들이 적용되고 있다. Peacock의 In-Scenc-AD는 영상 속 가상의 광고판에 개인화된 광고 메시지를 삽입하는 방식이며, Comcast의 Frame Ad는 영상을 액자에 끼우는 방식으로 전환하고, 우측이나 하단에 제품 홍보 및 주문 QR 코드를 노출시키는 전략이다. 아마존 VPP(Virtual Product Placement)는 드라마 방영 도중 가상 제품을 드라마 안에 배치하는 기법으로, 테스트 결과 브랜드 선호도 6.9%, 구매의도 14.7%가 상승하는 유의미한 결과를 얻었다. 최근 AVOD에 도입되고 있는 이러한 혁신적인 광고 기법들을 적용할 경우 플랫폼 사업자의 수익성 개선에 도움이 될 전망이다.

그림70 OTT 플랫폼에 도입 중인 다양한 최신 광고 기법

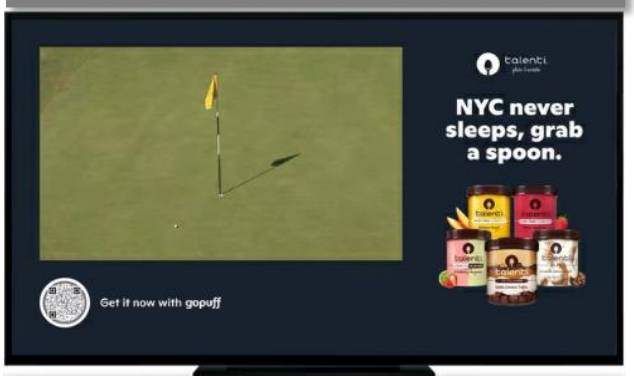
[In-Scene Ad] 화면 속 광고판의 '쥬리기공원' 광고 삽입



[In Scene Ad] 화면 속 광고판에 'M&M' 이미지 삽입



[Frame Ad] 화면 우측 젤라또 광고와 하단 주문 QR코드



[VPP] 방영 도중 홍보 제품(M&M)을 화면 안 배치



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

Samsung TV Plus의 공격적인 확장

삼성 스마트TV를 구매하면 별도의 유료방송에 가입하지 않아도 실시간 뉴스나 스포츠 채널들을 볼 수 있다. 삼성은 2015년 광고 기반의 무료 스트리밍 서비스 'Samsung TV Plus'를 출시해 현재 전세계 24개국에서 1,600개 이상의 채널을 운영 중이다. 삼성 자체 조사에 따르면, Samsung TV Plus 최근 1년 글로벌 누적 시청 시간은 약 30억 시간으로 지난해 같은 기간 대비 약 2배 가까이 증가한 것으로 파악됐다. 삼성은 Samsung TV Plus의 접근성을 높이기 위해 작년 4월 모바일 앱 출시, 5월에는 스마트 모니터에 탑재한 데 이어, 최근에는 냉장고 일부 제품에도 서비스를 지원 중이다. 채널 경쟁력 강화를 위한 노력으로 국내에서는 2021년 12월 지상파 MBC와 SBS의 인기 프로그램을 채널로 편성하고, 2022년 9월에만 80개 이상의 채널을 추가했다.

그림71 Samsung TV Plus 모바일 앱(App) 출시



자료: Samsung, 메리츠증권 리서치센터

그림72 삼성 최신 냉장고에 적용된 Samsung TV Plus



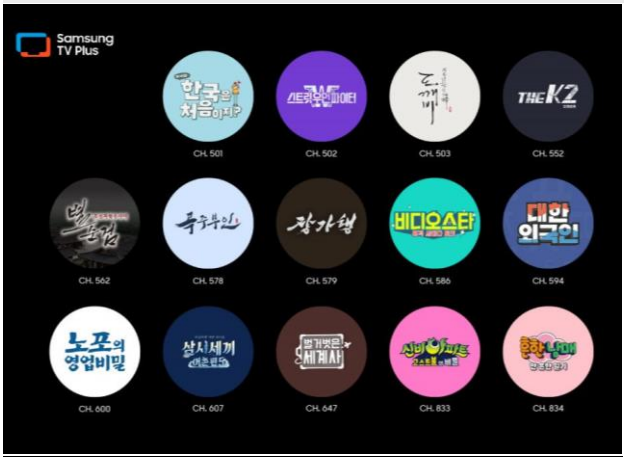
자료: Samsung, 메리츠증권 리서치센터

그림73 국내 Samsung TV Plus 메인 화면



자료: Samsung, 메리츠증권 리서치센터

그림74 2022년 9월 추가된 Samsung TV Plus 신규 채널



자료: Samsung, 메리츠증권 리서치센터

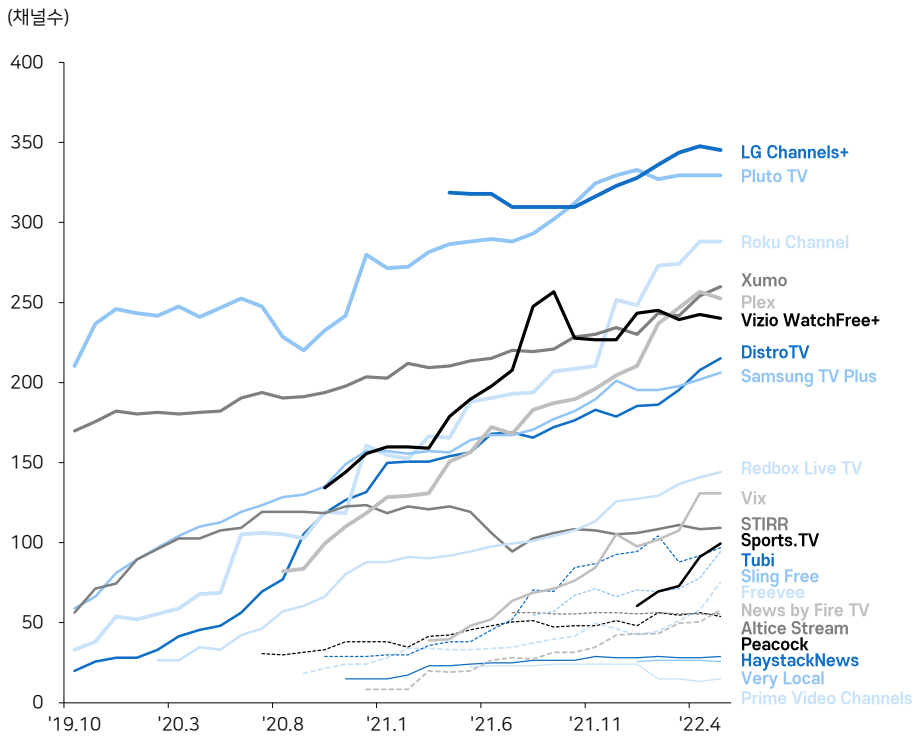
미국에서 채널과 VOD를 공격적으로 확장 중인 삼성

삼성은 미국에서 현재 220개가 넘는 무료 채널을 운용 중이며, 2023년까지 VOD 라이브러리를 두 배 이상 늘릴 계획이다. 이를 위해 미국 현지 스튜디오와 콘텐츠 공급 계약을 체결했고, 최근 미국에서 한국 콘텐츠에 대한 관심이 높아지면서 24시간 한국 영화와 K-Pop이 방영되는 특화채널도 공개했다. 또한, LG전자의 FAST 플랫폼 'LG Channels'도 전세계 25개국에 1,900여편의 콘텐츠를 제공 중이며, 한류 채널을 유럽 지역에 추가해 2020년에는 시청시간이 전년 대비 4배 가까이 증가했다.

OTT? FAST? 핵심 경쟁력은 여전히 콘텐츠

FAST 사업자들에게도 콘텐츠 확보는 가장 시급한 과제다. 삼성은 지난 3월 Samsung TV Plus에 미국 싱클레어의 '테니스 채널(Tennis Channel)'을 독점 공급하기로 결정했다. 제조사인 삼성전자가 독점 콘텐츠를 공급한다는 사실은 시사하는 바가 매우 크다고 볼 수 있다. 삼성의 경우 콘텐츠가 늘어날수록 TV 판매 증가에 도움이 되고, 콘텐츠 시청을 통해 추가적인 광고 수익도 얻을 수 있는 만큼 기존 OTT 사업자들처럼 양질의 콘텐츠를 늘리는 방향을 선택할 수 밖에 없다. 산업이 지금보다 커질 경우 FAST 역시 기존 OTT 사업자들처럼 오리지널 콘텐츠를 직접 제작하는 방식으로 사업을 확장할 가능성이 높다는 판단이다.

그림75 **미국 FAST 플랫폼별 채널 수 증가 추이**



자료: Variety Intelligence Platform, 메리츠증권 리서치센터

Part III. 콘텐츠 투자전략 및 Valuation

1. 미디어/콘텐츠 투자 아이디어

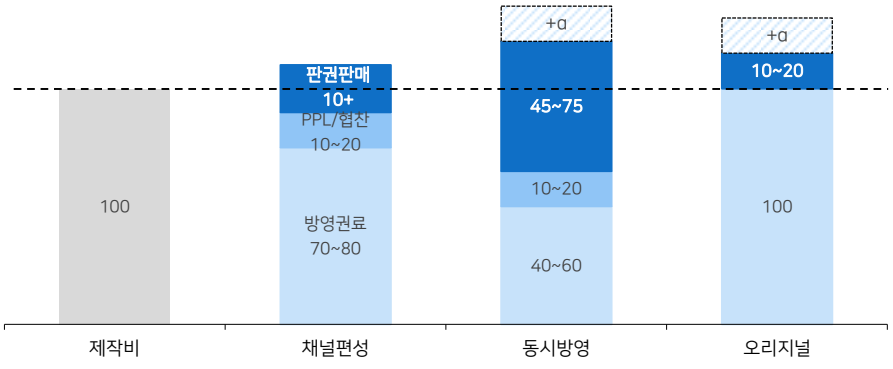
제작 환경 변화에 따른 실적 개선 전망

국내 OTT 시장 성장이 둔화되고, 코로나19로 제한되었던 사람들의 야외 활동이 늘어나면서 미디어/콘텐츠 업종에 대한 시장 우려가 존재하는 것이 사실이다. 하지만 국내 제작사들은 이러한 과도기를 성장을 위한 기회로 전환할 수 있다고 판단한다. 특히, 국내 드라마 제작 환경의 구조적인 변화는 이러한 기대를 갖기에 충분하다. 구체적으로, **①글로벌 OTT와의 협상을 통한 리쿱율 상승**, **②방영편수 감소 등 슬림화를 통한 콘텐츠 제작편수 증가**, **③시즌제 드라마 라인업의 확대**, **④비전통적 제작사들의 시장 진입**, **⑤VFX 등 첨단 기술을 활용한 제작시간 및 제작비용의 단축** 등을 들 수 있다.

①글로벌 OTT와의 협상을 통한 리쿱율 상승

우선, 넷플릭스 등 글로벌 OTT와의 협상력 강화로 수익성이 크게 개선될 전망이다. 2015년 한국 시장에 진출한 넷플릭스는 2019년 스튜디오드래곤, 콘텐트리중앙(前 제이콘텐트리)과 3년간 콘텐츠 공급 계약을 체결한 바 있다. 구체적인 계약 내용이 공개되진 않았지만, 오리지널 콘텐츠 기준 15% 내외의 마진을 보장받고 콘텐츠를 공급한 것으로 추정된다. 지난 3년간 K콘텐츠의 위상이 높아진 만큼 이전 대비 크게 개선된 수익 배분으로 재계약이 진행될 예정이며, 이를 통해 국내 제작 산업의 전반적인 수익성 개선을 이끌어낼 수 있다.

그림76 글로벌 OTT와의 재계약을 통한 리쿱율 상승 기대



자료: 메리츠증권 리서치센터

②슬림화를 통한 콘텐츠 제작편수 증가

과거에는 16부작 드라마가 대부분이었지만, 최근에는 12부작 혹은 8부작 드라마가 대세다. 모바일 기기를 주로 이용하는 소비자들의 달라진 시청 패턴에 맞춰 방영 회차를 줄이는 대신 빠른 전개와 몰입감을 선사하고 있다. <사내맞선>, <나빌레라>, <악의 마음을 읽는 자들>과 같은 작품들이 대표적인 사례다. 12부작 드라마 편성에 따른 제작비 증가 우려도 있지만, 회당 지급되는 배우 출연료를 안정화할 수 있고, 제작비 부담을 낮추고자 공동제작을 선호하는 중소형 제작사들에게 수익 배분의 기회가 늘어나는 만큼 산업 전체로는 긍정적이다.

③시즌제 드라마 라인업의 확대

호흡이 짧고 빠른 12부작 드라마 형태가 증가하면서 자연스럽게 시즌제 드라마 비중도 늘어나고 있다. 물론, 드라마의 흥행이 담보되어야 시즌제에 대한 논의가 진행될 수 있지만, 최근에는 기획 초기 단계부터 시즌제를 염두해 제작하는 사례도 증가하고 있다. 시즌제는 검증된 작품을 기반으로 안정적인 팬덤을 확보한 후 방영되는 만큼 이전 시즌 대비 수익 배분이 증가해 제작사 입장에서 긍정적이다.

표13 12부작 드라마 증가 추이

방영일	채널	작품명	제작사	연출	극본	주연
17.10.13	KBS2	고백부부	고백부부 문전사, 콘텐츠 지음	하병훈	권혜주	장나라, 손호준
19.08.31	OCN	타인은 지옥이다	영화사 우상, 스튜디오N	이창희	정이도	임시완, 김동욱
20.03.12	tvN	슬기로운 의사생활	에그이즈커밍	신원호	이우정	조정석, 유연석
20.05.20	JTBC	쌍갑포차	삼화네트웍스, JTBC스튜디오	전창근	하윤아	황정음, 최원영
20.05.23	OCN	번외수사	콘텐츠 지음	강효진	이유진	차태현, 이선빈
21.09.17	MBC	검은태양	3Mana Creative, 아떼오드	김성용	박석호	남궁민, 박하선
21.11.05	tvN	해피니스	스튜디오드래곤	안길호	한상운	한효주, 박형식
22.01.14	Tving	내과 박원장	싸이더스, 엑스라지픽처스	서준범	서준범	이서진, 라미란
22.01.14	SBS	악의 마음을 읽는 자들	스튜디오S	박보람	설이나	김남길, 진선규
22.01.28	Netflix	지금 우리 학교는	SLL, 김종학프로덕션	이재규	천성일	박지후, 윤찬영
22.02.28	SBS	사내맞선	크로스픽쳐스	박선호	한설희	안효섭, 김세정
22.08.24	ENA	굿잡	스튜디오지니, 프로덕션에이치	강민구	김정애	정일우, 권유리
22.09.03	tvN	작은 아씨들	스튜디오드래곤	김희원	정서경	김고은, 남지현
22.10.22	Tving	술꾼도시여자들	본팩토리	김정식	위소영	이선빈, 한선화

자료: 메리츠증권 리서치센터

표14 시즌제 드라마 라인업

방영일	채널	작품명	시즌	방영 시기
16.11.07	SBS	낭만닥터 김사부	낭만닥터 김사부2, 3	20.01.06~20.02.25 / 2023(예정)
17.01.14	OCN	보이스	보이스 2, 3, 4	18.08.11~18.09.16 / 19.05.11~19.06.30 / 21.06.18~21.07.31
17.06.10	tvN	비밀의 숲	비밀의 숲2	20.08.15~20.10.04
18.05.14	MBC	검범남녀	검법남녀 시즌2	19.06.03~19.07.29
19.01.25	Netflix	킹덤	킹덤 2, 킹덤: 아신전	20.03.13, 21.07.23
19.06.01	tvN	아스달연대기	아스달연대기2	2023(예정)
19.06.14	JTBC	보좌관	보좌관 2	19.11.11~19.12.10
20.03.12	tvN	슬기로운 의사생활	슬기로운 의사생활 2	21.06.17~21.09.16
20.10.26	SBS	펜트하우스	펜트하우스 2, 3	21.02.17~21.04.02 / 21.06.04~21.09.10
20.12.18	Netflix	스위트홈	스위트홈 2,3	2023(예정)
21.08.27	Netflix	D.P.	D.P. 시즌2	2023(예정)
21.09.17	Netflix	오징어게임	오징어게임 2	2024(예정)
21.09.17	Tving	유미의 세포들	유미의 세포들 시즌2	22.06.10~22.07.22
21.11.19	Netflix	지옥	지옥 2	2023(예정)
22.01.28	Netflix	지금 우리 학교는	지금 우리 학교는 시즌2	2023(예정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

④비전통적 제작사들의 시장 진입

삼화네트웍스, 팬엔터테인먼트 등 전통적인 드라마 제작사들 외에도 시장이 커지면서 새롭게 등장한 비전통적 제작사들은 또 하나의 긍정적인 변화다. 대표적으로 통신 사업자들은 기존 이동전화 사업과의 시너지와 추가적인 성장 동력을 확보하기 위해 콘텐츠 제작 사업에 뛰어들었다. KT는 2021년 1월 KT스튜디오지니설립을 계기로 본격적인 미디어/콘텐츠 사업에 진출했으며, KT스튜디오지니가 투자한 드라마 <구필수는 없다>, <이상한 변호사 우영우>나, 스카이TV의 대표 예능 <강철부대>, <나는 SOLO> 등 시청률과 화제성 측면에서 유의미한 성과를 내고 있다. 이에 자극 받은 SK텔레콤도 최근 콘텐츠 투자에 대한 본격적인 논의가 진행 중인 것으로 파악된다. 제약사인 셀트리온 역시 사업 다각화를 위해 2012년 셀트리온 엔터테인먼트를 설립해 <청춘시대>, <배가본드>, <괴물> 등 다수의 드라마를 제작했다. 코로나19로 직격탄을 맞은 영화 배급사들도 기존 영화 제작 관련 인력들을 전환해 드라마 제작에 나서고 있다. 국내 대표 배급사인 쇼박스는 2020년 방영된 <이태원 클라쓰> 제작을 시작으로, 지난 8월에는 넷플릭스와 오리지널 콘텐츠 <살인자ㅇ난감> 공급계약을 체결한 바 있다.

그림77 비전통적 제작사들의 드라마/예능 투자 및 제작 사례

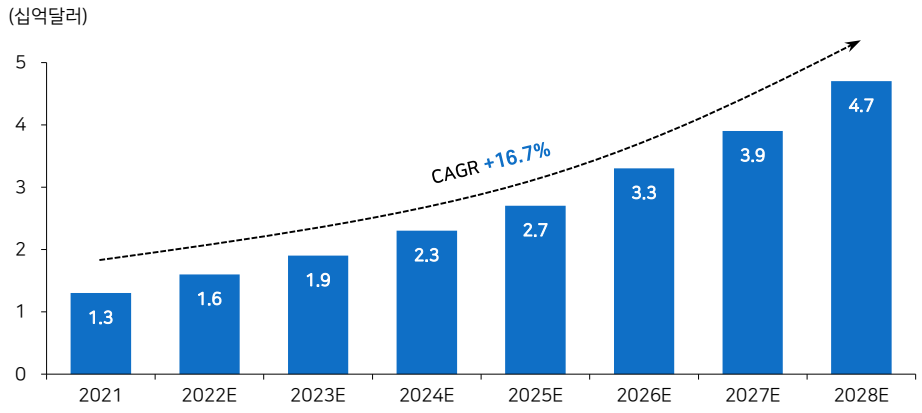


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

⑤VFX 등 첨단 기술을 통한 제작시간 및 제작비용 단축

VFX(Visual Effects)와 같은 새로운 영상제작기법으로 촬영할 경우 제작시간과 제작비용 단축이 가능해 수익성 개선에 긍정적이다. 최근 방영된 <서울대작전>은 1988년의 시대 배경을 LED 월(Wall)로 구성된 버추얼 프로덕션에서 구현했다. 실제 세트로 구현할 경우 비싼 예산 투입이 불가피했지만, LED 월로 날씨 등 외부 요인을 최소화하고 시간과 비용을 효율화했다. 해외에서는 디즈니플러스 <만달로리안>, HBO Max <웨스트월드> 등이 제작 과정에 버추얼 스튜디오를 활용했다. 새로운 기술적 시도가 일부 시청자 눈에 어색하게 느껴질 수도 있으나, 반대로 개선 여지 또한 크다고 볼 수 있다. 국내에서는 덱스터, 자이언트스텝 등 기술력을 갖춘 중견기업과 CJ ENM, YG 등 자본력을 갖춘 대기업이 시장에 진입하면서 약 15개의 스튜디오가 구축됐다. CG 등 시각효과의 중요성이 강조되고, 실감형 미디어 시장의 높은 성장이 예상되는 만큼 버추얼 스튜디오 구축과 관련 기술을 선점하기 위한 주도권 경쟁이 심화될 전망이다. 글로벌 버추얼 프로덕션 시장 규모는 2022년 16억달러에서 2028년 47억달러로 연평균 +16.7% 성장할 전망이다.

그림78 글로벌 버추얼 프로덕션 시장 전망



자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

그림79 VFX를 활용해 촬영한 콘텐츠 라인업



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

2. 투자의견 및 Valuation

업종 투자의견 Overweight

국내 콘텐츠 제작 산업에 대한 투자의견 Overweight와, 스튜디오드래곤(253450), 콘텐트리중앙(036420)에 대한 Buy 의견을 제시한다. <킹덤>, <오징어게임>, 그리고 <이상한 변호사 우영우>까지 한국 드라마는 글로벌 수준의 경쟁력을 갖추었으나, 국내 제작 산업에 깊게 뿌리내린 불합리한 구조로 인해 콘텐츠 제작사들은 그에 걸맞는 대우를 받지 못했다. 국내 제작 환경도 최근 공급자 우위의 산업 구조로 바뀌면서 이제 중소형 제작사들도 연간 안정적인 제작편수를 유지할 수 있고, 글로벌 OTT 사업자와의 협상력 강화로 수익성에 대한 아쉬움도 해소되고 있다. 유리해진 계약 구조로 가시적인 수익성 개선이 가능하고, 매년 제작편수를 안정적으로 늘려갈 수 있는 업체에 대한 투자 매력도가 높다고 판단하며, 이러한 관점에서 Top Pick은 스튜디오드래곤(253450), 차선호주로 에이스토리(241840)와 팬엔터테인먼트(068050)를 제시한다.

Top Pick: 스튜디오드래곤
차선호주: 에이스토리, 팬엔터

스튜디오드래곤은 2019년 넷플릭스와 체결한 3년간의 콘텐츠 공급 계약의 종료로 향후 방영될 작품에 대해서는 이전 대비 크게 개선된 조건으로 콘텐츠 공급이 가능할 전망이다. 지난 2Q22 사상 최대 영업이익 이후 Peak Out 우려가 존재하나, 미국 현지에서 공동제작 중인 <The Big Door Prize>가 방영되는 연말 이후 외형과 이익 성장에 대한 의구심을 해소할 전망이다. **에이스토리**는 IP의 모든 권한을 보유한 <이상한 변호사 우영우>의 글로벌 흥행으로 한국형 IP의 성공적인 첫 사례를 만들었다. 중국 방영권 판매, 미국 리메이크 제작, 커머스와 웹툰, 연극으로 IP 확장에 성공하며, 종영 이후에도 <우영우> 관련 수익이 꾸준히 발생할 예정이며, 축적된 IP 활용 노하우를 통해 방영을 앞둔 작품당 리쿱율 상향이 기대된다. 최근 1년 드라마 제작이 미진했던 **팬엔터테인먼트**는 <가우스전자>를 시작으로 4~5편의 작품을 동시에 기획/제작 중이며, 대부분의 작품 IP를 직접 보유하기로 한 결정으로 외형 성장에 따른 이익 레버리지 역시 가능할 전망이다.

표15 미디어/콘텐츠 종목별 투자의견 및 투자포인트

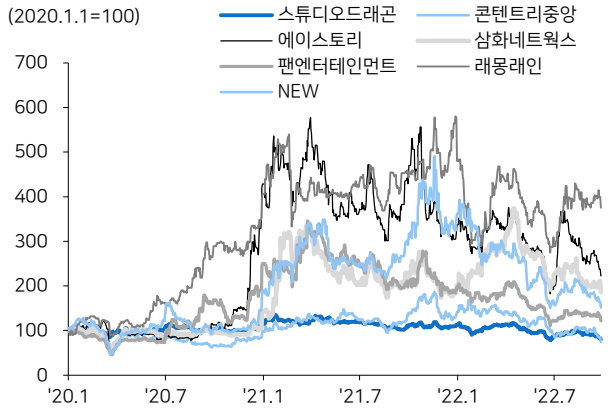
구분	투자의견	적정주가	현재주가	투자포인트
스튜디오드래곤 (253450)	Buy	105,000원	60,900원	▪ 넷플릭스와의 재계약을 통한 리쿱율 상향 ▪ 4Q22 <The Big Door Prize>를 시작으로 헐리우드 작품 제작 본격화 ▪ 중소 제작사 인수를 통한 연간 제작편수의 증가
콘텐트리중앙 (036420)	Buy	43,000원	24,100원	▪ 4Q22 <카지노>, <재벌집 막내아들> 등 기대작 방영 ▪ 글로벌 흥행에 성공한 <D.P.>, <지옥>, <지금 우리 학교는>의 시즌2 제작 확정 ▪ 야외 활동 재개에 따른 극장 사업 회복과 '플레이타임' 성장 가능성
에이스토리 (241840)	NR	-	18,650원	▪ 2023년 <이상한 변호사 우영우>의 미국 리메이크 제작 가능성 ▪ <이상한 변호사 우영우>를 통한 성공적인 IP 사업의 노하우를 축적 ▪ 글로벌 OTT와의 협상력 강화로 안정적인 제작편수 및 수익성 보장 가능
팬엔터테인먼트 (068050)	NR	-	2,995원	▪ 2022년 제작편수는 1편에 불과했으나, 2023년 4~5편으로 라인업 확대 전망 ▪ 향후 제작되는 드라마에 대한 IP 확보로 리쿱율 개선 가능성 ▪ 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 Peer 대비 현저한 저평가

자료: 메리츠증권 리서치센터

과도한 주가 하락,
밸류에이션 리레이팅 전망

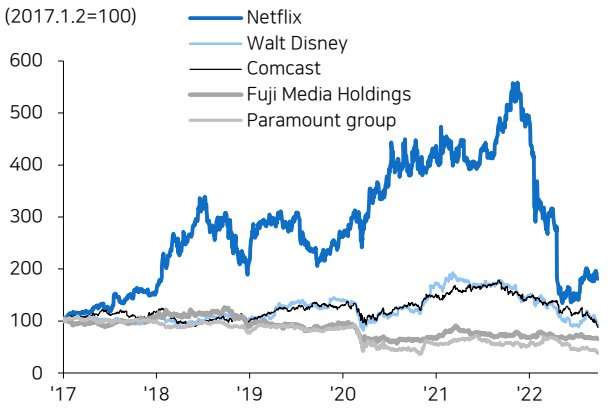
2022년 국내 콘텐츠 제작사들의 연초 대비 주가 수익률은 평균 -39.0%로 부진한 흐름을 이어가고 있다. 가장 큰 원인은 넷플릭스 구독자수 감소에 따른 성장 둔화 우려로 업종 밸류에이션 하락을 이끌었다. 코로나19로 외부 활동이 제한되면서 한 때 12M Forward PER 60배 이상에서 거래됐던 미디어/콘텐츠 업종은 현재 20~30배 수준으로 회귀했다. 본문에서 설명한 넷플릭스 부진의 이유와 글로벌 OTT 시장 성장, 그리고 국내 콘텐츠 제작 환경의 변화를 감안할 때 현재 밸류에이션에 대한 고평가 논란은 과도하는 판단이며, 시장 기대감이 숫자로 현실화되는 2023년부터 밸류에이션 리레이팅(Re-rating)이 가능할 전망이다.

그림80 국내 콘텐츠 제작사 주가 추이



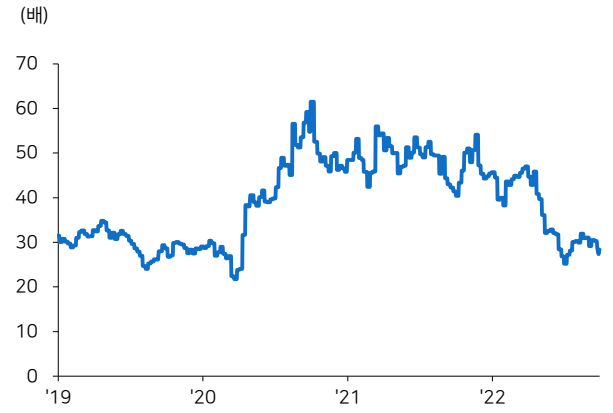
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림81 글로벌 콘텐츠 제작사 주가 추이



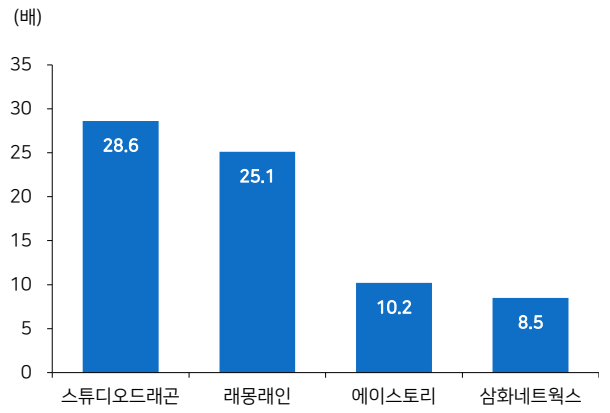
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림82 미디어 업종 12M Forward PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림83 국내 주요 콘텐츠 제작사 2022년 예상 PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 Peer 대비 매력적인 2023년 밸류에이션

국내 미디어/콘텐츠 업체들의 2022년 예상 PER은 평균 18.0배로 해외 Peer(16.7배) 대비 소폭 높은 수준이다. 주목할 만한 점은 국내 제작사들의 경우 2023년부터 실적 개선이 본격화됨에 따라 글로벌 Peer들의 2023년 예상 PER 13.5배보다 더 가파른 속도로 밸류에이션(11.7배) 매력이 상승한다는 점이다.

표16 미디어/콘텐츠 Peer Valuation

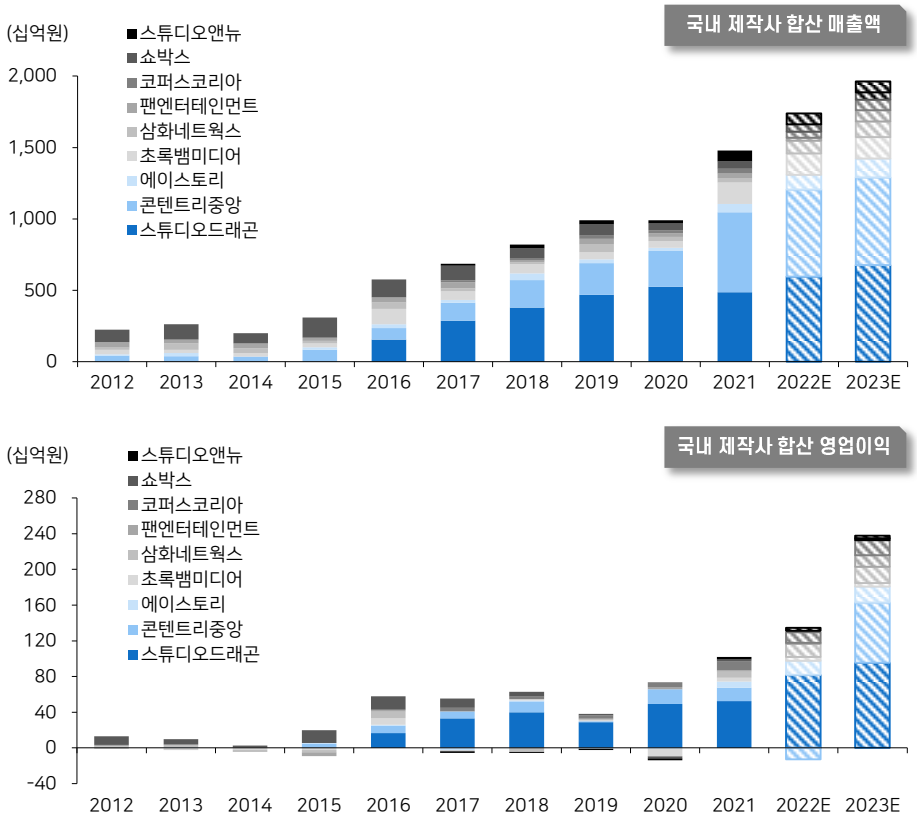
국내(십억원)	시가총액	매출액			영업이익			당기순이익			PER			EV/EBITDA			ROE(%)		
		'21	'22E	'23E	'21	'22E	'23E	'21	'22E	'23E	'21	'22E	'23E	'21	'22E	'23E	'21	'22E	'23E
스튜디오드래곤	1,827.9	487.1	597.3	677.0	52.6	81.8	95.4	39.1	66.9	76.1	69.9	29.7	26.1	17.6	9.6	8.7	6.0	9.3	9.7
콘텐트리중앙	464.2	677.1	847.7	920.8	-57.4	-12.6	67.4	-49.8	-4.1	54.9	-	-	9.2	21.5	15.2	7.7	-28.4	-4.0	25.1
에이스토리	177.9	58.9	102.9	134.0	6.9	15.9	17.8	17.0	12.8	14.1	16.7	13.9	12.6	39.8	12.4	11.5	35.7	23.7	20.9
판엔터테인먼트	82.9	30.4	20.4	77.0	1.5	1.0	12.7	4.0	3.2	12.2	35.5	25.9	6.8	69.1	71.3	8.4	5.7	4.3	14.9
CJ ENM	1,655.7	3,552.4	4,106.0	4,272.4	296.9	256.4	310.4	169.0	138.8	224.9	15.7	15.8	9.7	5.1	3.1	2.8	5.4	3.6	5.7
쇼박스	212.3	50.9	-	-	1.9	-	-	2.0	-	-	168.3	-	-	15.8	-	-	1.7	-	-
NEW	152.1	146.1	-	-	-0.4	-	-	-19.2	-	-	-	-	-	116.2	-	-	-18.8	-	-
래몽래인	125.2	41.0	61.5	-	3.2	6.2	-	2.0	5.2	-	51.6	24.1	-	39.7	-	-	6.8	-	-
심화네트웍스	101.2	32.9	86.5	-	6.8	14.7	-	5.6	12.8	-	19.0	7.9	-	16.0	-	-	16.8	-	-
코퍼스코리아	63.8	33.9	48.4	0.1	10.3	10.8	20.2	7.1	7.8	13.3	12.4	9.1	6.0	6.8	3.1	2.1	18.6	12.0	15.2
해외(십억달러)																			
Walt Disney	169.7	67.4	84.4	94.1	3.0	12.3	14.9	2.0	6.3	9.2	135.4	25.2	18.2	38.4	14.8	12.3	2.3	7.3	9.5
Comcast	126.6	116.4	121.4	119.9	20.8	22.8	23.2	14.2	16.0	16.3	16.3	8.0	7.5	9.2	6.0	5.9	15.2	16.1	16.4
Netflix	95.3	29.7	31.7	34.2	6.2	5.7	6.4	5.1	4.7	5.3	56.0	20.4	19.2	42.9	16.3	14.7	38.0	24.6	21.6
Sony	80.9	84.9	78.3	79.6	9.1	9.1	8.7	11.1	6.7	6.3	-	14.1	11.8	-	7.2	6.1	24.2	14.2	11.3
Warner Bros	28.2	12.2	43.4	46.7	2.0	-2.1	2.4	1.0	-1.6	1.9	-	-	11.7	-	8.6	6.8	7.1	-1.0	5.8
Fox	16.3	12.9	14.0	15.0	2.7	2.6	3.0	2.2	1.6	1.9	-	8.1	8.7	-	6.3	5.5	20.3	13.4	16.0
Paramount	12.0	28.6	30.6	31.9	6.3	3.1	2.6	4.5	1.5	1.1	8.8	7.9	10.2	7.0	6.9	8.3	24.1	6.5	4.3
Wildbrain	0.3	0.4	0.4	0.4	0.0	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.0	-	21.4	16.5	-	12.3	11.5	-9.4	-	-
Dentsu Inc.	8.5	9.9	8.4	8.7	2.2	1.1	1.2	1.0	0.7	0.7	10.5	11.8	10.8	5.7	5.6	5.3	13.7	10.9	11.2
Toho	6.5	1.8	1.9	1.7	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	28.6	24.2	22.3	19.3	16.8	13.6	3.9	7.0	9.1
Nippon TV	2.1	3.7	3.3	2.9	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3	6.9	7.3	7.0	4.2	2.3	2.6	3.1	5.6	4.7
Fuji Media	1.7	4.9	4.1	3.7	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	10.5	8.3	7.7	12.1	6.2	6.3	1.3	3.0	3.5
Beijing Enlight	2.9	0.2	2.0	2.5	-0.0	0.9	1.2	-0.0	0.1	0.1	-	27.2	20.4	87.3	25.0	18.6	-3.4	7.7	9.5
Zhejiang Huace	1.2	0.6	4.1	4.6	0.1	0.6	0.7	0.1	0.4	0.5	30.8	18.6	15.4	21.8	8.7	7.7	6.6	6.5	7.1
Huayi Brothers	0.9	0.2	0.1	0.2	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-	-	148.0	-	351.5	42.9	-9.1	-10.0	1.3
Alibaba Pictures	1.2	0.4	0.6	0.5	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0	82.2	30.6	15.3	-	12.5	14.6	-0.7	2.6	2.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

긍정적 실적 전망이 가능한 국내 콘텐츠 제작사업자들

2021년 국내 주요 콘텐츠 제작사들은 합산 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,785억원(+49.4% YoY), 1,021억원(+70.8% YoY, OPm 6.9%)을 기록했다. 모든 제작사가 매출액 순성장을 기록했고, 이익 턴어라운드에 성공하는 등 내용적으로도 양호한 실적으로 판단된다. 2022년과 2023년 국내 콘텐츠 제작사들의 합산 매출액은 각각 +17.5%, +12.9% 성장하며, 영업이익은 각각 +34.5%, +58.6% 증가할 전망이다. 글로벌 OTT와의 협상력 강화, IP를 활용한 부가가치 창출로 영업이익률도 2022년 7.9%에서 2023년 11.1%로 크게 개선될 전망이다. 상장사뿐만 아니라 스튜디오S, KT스튜디오지니 등 비상장 제작사들 역시 규모는 작지만 매출액과 영업이익이 동시에 개선되는 중이며, 국내 콘텐츠 제작 환경의 변화에 따른 수혜를 받고 있는 것으로 판단된다.

그림84 국내 콘텐츠 제작사 합산 실적 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터
주: 스튜디오드래곤, 콘텐트리중앙, 에이스토리, 팬엔터는 당사 추정치, 나머지는 시장 컨센서스 혹은 2021년 실적 적용

기업분석

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤(253450)	Buy (신규)	105,000원
콘텐트리중앙(036420)	Buy (신규)	43,000원
에이스토리(241840)	Not Rated	-
팬엔터테인먼트(068050)	Not Rated	-

Industry Indepth
2022. 10. 13

스튜디오드래곤 253450

용비어천가

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- ✓ 〈빅마우스〉 정산 이익과 〈형사록〉 방영 4Q22로 지연. 상각비 증가 부담 지속
- ✓ 4Q22 애플TV 오리지널 〈The Big Door Prize〉 방영 시작으로 해외 사업 본격화
- ✓ 2022년 연결 매출액 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)
- ✓ 넷플릭스 포함 글로벌 OTT와의 개선된 계약 조건은 중장기 수익성에 긍정적

▲ **통신/미디어**
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

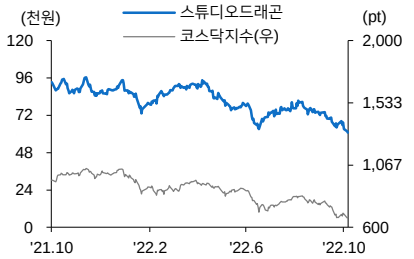
Buy (신규)

적정주가 (12 개월)	**105,000 원**
현재주가 (10.12)	**60,900 원**
상승여력	**72.4%**

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	18,279억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	10.69%
52주 최고/최저가	96,400원/60,900원
평균거래대금	74.5억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.87
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.1	-33.0	-30.7
상대주가	-4.0	-8.8	-3.0

주가그래프



3Q22 Preview: 상각비 증가 부담 지속

3Q22 연결 매출액은 1,510 억원(+30.1% YoY), 영업이익 172 억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 204 억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작한 〈빅마우스〉 정산 이익과 〈형사록〉 방영이 모두 4Q22 로 지연되었고, 제작비 규모가 큰 〈우리들의 블루스〉, 〈환혼〉의 무형자산상각비 증가로 수익성 측면에서는 다소 아쉬움이 남을 전망이다.

용의 머리가 되기 위한 여정

4Q22 스카이댄스(Skydance)와 공동 제작한 〈The Big Door Prize〉가 애플 TV 를 통해 공개되며, 약 500 억원이 투입되는 제작비와 리쿱율 감안 시 약 30 억원의 수익 배분이 가능할 전망이다. 〈The Big Door Prize〉는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 기대된다. 2022 년 연결 매출액은 5,973 억원(+22.6% YoY), 영업이익 818 억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

투자의견 Buy, 적정주가 105,000원 제시

투자의견 Buy, 적정주가 105,000 원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA 에 과거 3 년 평균 EV/EBITDA 15.3 배를 적용해 산출했다. 넷플릭스와 재계약 논의는 지난 3 년간 동사의 기여도를 감안해 볼 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT 들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023 년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022E	597.3	81.8	66.9	2,229	71.3	25,013	29.7	2.4	9.6	9.3	27.6
2023E	677.0	95.4	76.1	2,537	13.8	27,550	26.1	2.2	8.7	9.7	25.6
2024E	736.0	134.2	106.8	3,558	40.2	31,108	17.1	2.0	6.3	12.1	24.6

멀티 스튜디오 모델 구축

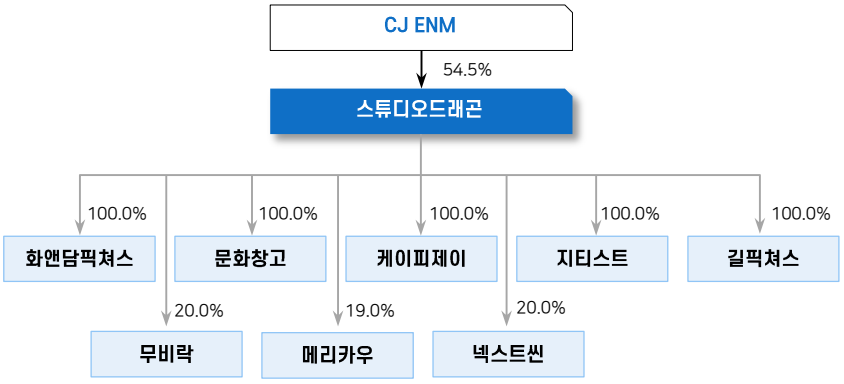
2006년 CJ ENM의 드라마 사업부로 시작한 스튜디오드래곤은 2016년 5월 물적 분할 후 2017년 11월 코스닥에 상장했다. 기존에는 없던 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스를 인수했다. 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십을 확대하고 있다.

표17 스튜디오드래곤의 멀티 스튜디오 전략

구분	스튜디오	지분율	금액(십억원)	소속작가	대표작품
2016. 06	화앤담픽쳐스	100%	31.6	김은숙 작가 등	태양의 후예, 도깨비, 미스터 선샤인
2016. 06	문화창고	100%	36.6	박지은 작가 등	별에서 온 그대, 사랑의 불시착
2016. 09	케이피제이	100%	15.1	김영현 작가 등	대장금, 아스달 연대기
2019. 04	지티스트	100%	25.1	노희경 작가 등	그들이 사는 세상
2022. 09	길픽쳐스	100%	미공개	박재범 작가 등	스토브리그, 원더우먼, 소년심판, 더 패뷸러스
2019. 09	무비락	20%	3.1		청년경찰, 증인
2019. 12	메리카우	19%	4.0	송재정 작가 등	알함브라 궁전의 추억, 나인
2022. 03	넥스트씬	20%	4.0	박신우 PD 등	남자친구, 호텔델루나, 스타트업

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림85 스튜디오드래곤 지배구조 현황

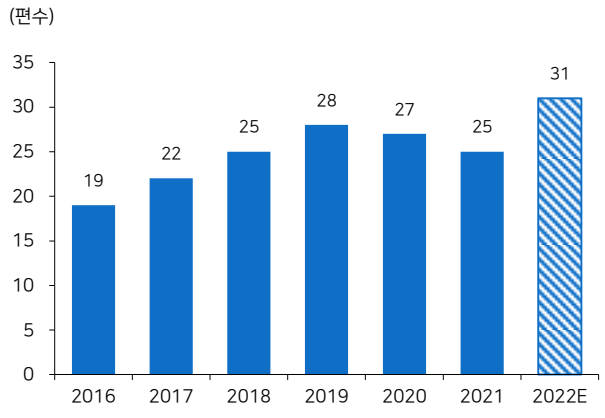


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

방영편수 증가와 더불어 해외 매출 비중의 증가

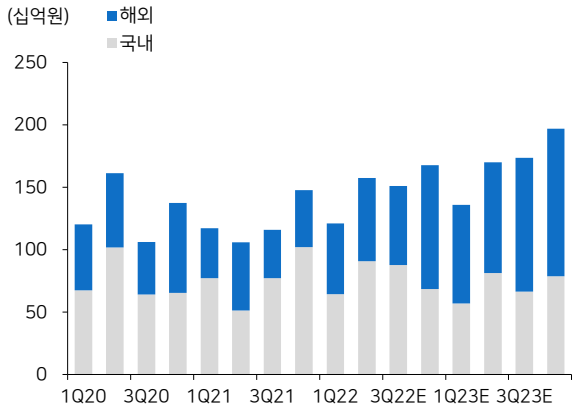
2022년 방영편수는 역대 최대인 31편을 전망하며, 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작이 본격화됨에 따라 전체 매출액 중 해외 비중이 가파르게 증가할 전망이다. 넷플릭스와 재계약을 논의 중이며, 지난 3년간의 기여도를 감안할 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

그림86 연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림87 국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표18 2022년 하반기 라인업

					
환혼 PART 1. 20부	**아다마스** 16부	**조선 정신과 의사 유세풍** 12부	**개미가 타고 있어요** 12부	**유니콘** 12부	**빅마우스** 16부
TvN Netflix	TvN Disney+	TvN	Tving	Coupang Play	MBC Disney+
<호텔델루나> 홍정은, 홍미란 작가	최태강 작가	최민호 작가	<산후조리원> 윤수민, 김연지 이예림 작가	유병재 작가	김하람 작가
<김비서가왜그럴까> 박준화 감독 장양호 감독	<카이로스> 박승우 감독	<특별근로감독관 조장풍> 박원국 감독 강희주 감독	<김비서가왜그럴까>, <괴물> 최지영 감독	<멜로가 체질> 이병헌 감독 김혜영 감독	<호텔델루나>, <스타트업> 오충환 감독
출연진 이재욱 정소민	출연진 지성 서지혜	출연진 김민재 김향기	출연진 한지은 홍종현	출연진 신하균 원진아	출연진 이종석 임윤아

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 105,000원 제시

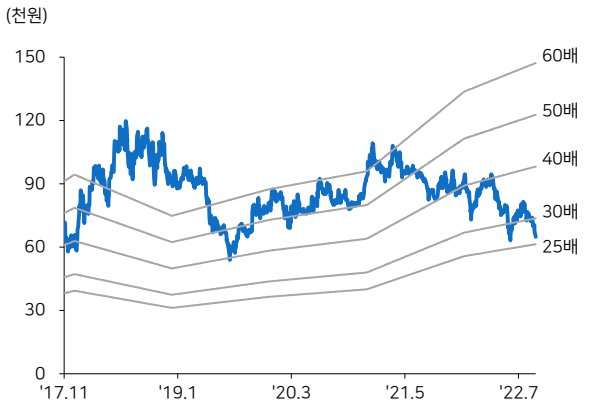
스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 105,000원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA에 과거 3년 평균 EV/EBITDA인 15.3배의 Target Multiple 을 적용했다. 3Q22 연결 매출액은 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치(영업이익 204억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연됐고, 대규모 제작비가 투입된 <우리들의 블루스>와 <환혼> 관련 상각비의 증가로 다소 아쉬운 수익성을 기록할 전망이다. 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개될 예정이며, 500억원이 투입되는 제작비와 리쿱율 감안 시 약 30억원 수준의 수익 배분이 가능할 전망이다. <The Big Door Prize>는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 가능할 전망이다. 2022년 연결 매출액은 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

표19 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	208.5	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	15.3	과거 3년 평균
영업가치	3,199.1	
순차입금	60.1	
적정기업가치	3,139.1	
발행주식수(천주)	30,014	
적정주가(원)	**104,587**	

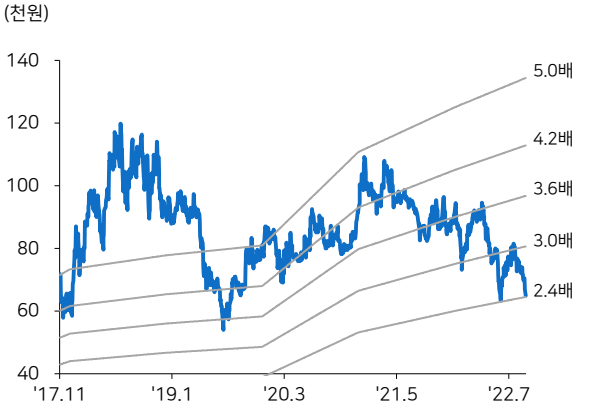
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림88 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림89 스튜디오드래곤 PBR 밴드차트



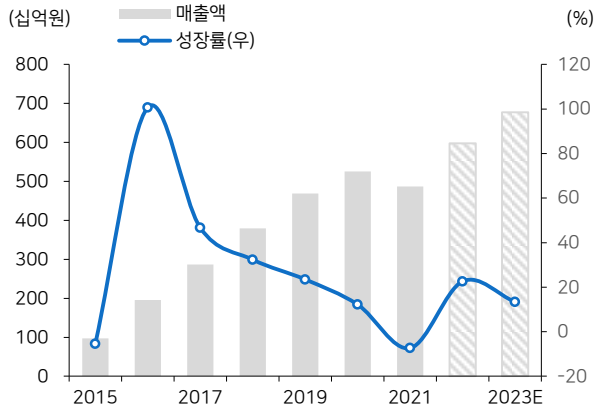
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표20 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**117.1**	**106.0**	**116.1**	**147.9**	**121.1**	**157.5**	**151.0**	**167.7**	**487.1**	**597.3**	**677.0**
% YoY	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	48.6%	30.1%	13.4%	-7.3%	22.6%	13.3%
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	44.8	46.1	161.3	170.1	155.3
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	96.7	112.0	275.5	390.3	487.1
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	9.5	9.7	50.3	36.9	34.5
매출원가	**93.4**	**85.7**	**95.1**	**133.1**	**95.6**	**122.1**	**126.4**	**139.7**	**407.3**	**483.8**	**549.0**
% YoY	-9.8%	-38.6%	11.9%	8.5%	2.4%	42.5%	33.0%	4.9%	-9.7%	18.8%	13.5%
제작원가	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	70.7	85.3	226.7	273.2	332.9
무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	33.8	25.9	95.2	114.6	115.9
기타	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	22.0	28.5	84.9	96.1	100.2
매출총이익	**23.7**	**20.3**	**21.0**	**14.8**	**25.5**	**35.4**	**24.6**	**28.0**	**79.8**	**113.5**	**128.0**
% YoY	41.9%	-6.9%	-1.3%	-1.7%	7.6%	74.0%	17.0%	90.0%	6.6%	42.3%	12.7%
GPm(%)	20.2%	19.2%	18.1%	10.0%	21.1%	22.5%	16.3%	16.7%	16.4%	19.0%	18.9%
판관비	**5.8**	**6.5**	**6.4**	**8.4**	**7.4**	**8.4**	**7.4**	**8.5**	**27.2**	**31.7**	**32.6**
% YoY	13.7%	33.6%	21.0%	-19.1%	27.6%	28.3%	15.3%	1.6%	6.0%	16.7%	2.6%
인건비	3.1	3.3	3.5	4.6	4.3	4.3	4.3	4.7	14.6	17.5	18.0
유무형자산상각비	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.3	2.4	2.5
지급수수료	1.1	1.5	1.5	1.9	1.4	2.0	1.7	1.9	6.0	7.0	7.2
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3
기타	1.0	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	0.8	1.3	4.0	4.5	4.6
영업이익	**17.9**	**13.8**	**14.6**	**6.3**	**18.1**	**27.0**	**17.2**	**19.5**	**52.6**	**81.8**	**95.4**
% YoY	54.3%	-18.2%	-9.0%	37.6%	1.1%	95.7%	17.8%	207.3%	7.0%	55.5%	16.7%
영업이익률(%)	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	14.9%	17.1%	11.4%	11.6%	10.8%	13.7%	14.1%
법인세차감전순이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	21.0	11.6	52.0	82.8	96.4
법인세비용	5.5	4.6	3.6	-0.8	4.5	4.5	4.4	2.4	13.0	15.9	20.2
당기순이익	**15.6**	**9.5**	**14.8**	**-0.8**	**15.6**	**25.6**	**16.6**	**9.2**	**39.0**	**66.9**	**76.1**
당기순이익률(%)	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	11.0%	5.5%	8.0%	11.2%	11.2%

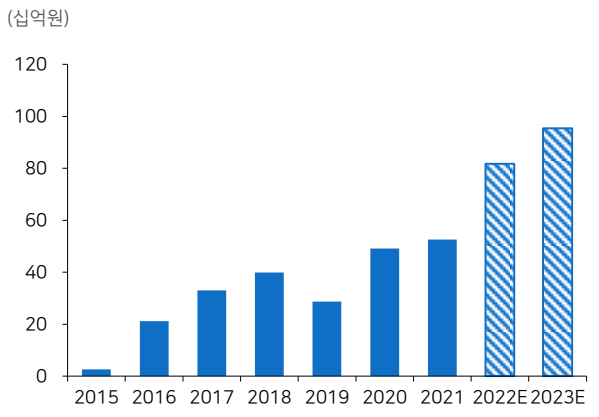
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림90 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림91 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**525.7**	**487.1**	**597.3**	**677.0**	**736.0**
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	22.6	13.3	8.7
매출원가	451.0	407.4	483.9	549.0	568.5
매출총이익	74.8	79.8	113.5	128.0	167.6
판매관리비	25.7	27.2	31.7	32.6	33.4
영업이익	**49.1**	**52.6**	**81.8**	**95.4**	**134.2**
영업이익률	9.3	10.8	13.7	14.1	18.2
금융손익	-3.8	4.3	5.7	5.7	5.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-4.7	-4.7	-4.7
세전계속사업이익	41.5	52.0	82.8	96.4	135.2
법인세비용	11.9	13.0	15.9	20.2	28.4
당기순이익	**29.6**	**39.1**	**66.9**	**76.1**	**106.8**
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**5.2**	**-8.4**	**151.5**	**169.6**	**223.4**
당기순이익(손실)	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	114.6	115.9	120.5
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-30.8	-22.3	-2.3
투자활동 현금흐름	**-16.3**	**26.5**	**-123.4**	**-122.8**	**-126.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**0.0**	**-3.0**	**0.1**	**-0.2**	**-0.4**
차입금의 증감	0.7	0.5	0.9	0.7	0.5
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	28.2	46.6	96.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	92.8	139.4
기말현금	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	297.4	370.6	486.7
현금및현금성자산	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7
매출채권	106.7	123.6	151.6	171.8	186.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	660.3	668.3	676.9
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	308.4	317.6	327.0
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	**757.3**	**884.0**	**957.8**	**1,038.9**	**1,163.5**
유동부채	132.1	183.6	188.4	191.8	208.5
매입채무	5.9	17.0	20.8	23.6	25.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	18.7	20.2	21.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**148.0**	**200.2**	**207.0**	**212.0**	**229.9**
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	228.6	304.8	411.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**609.4**	**683.9**	**750.8**	**826.9**	**933.7**

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	19,902	22,555	24,523
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,229	2,537	3,558
CFPS	5,803	5,254	6,603	7,068	8,467
EBITDAPS	5,828	5,054	6,595	7,079	8,515
BPS	20,309	22,785	25,013	27,550	31,108
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	29.7	26.1	17.1
PCR	16.0	17.3	9.2	8.6	7.2
PSR	5.0	5.6	3.1	2.7	2.5
PBR	4.6	4.0	2.4	2.2	2.0
EBITDA	165.3	151.7	197.9	212.5	255.6
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.6	8.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	9.3	9.7	12.1
EBITDA 이익률	31.4	31.1	33.1	31.4	34.7
부채비율	24.3	29.3	27.6	25.6	24.6
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	99.0	108.2	145.6
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2022. 10. 13

콘텐트리중앙 036420

명확한 방향성

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 83억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(101억원) 하회 전망
- ✓ 양호한 매출 성장에도 자회사 관련 무형자산상각비 증가는 실적에 부담
- ✓ 4Q22 〈재벌집 막내아들〉, 〈카지노〉 등 기대작 방영으로 외형 성장 지속 전망
- ✓ 2022년 연결 매출액 8,477억원(+25.2% YoY), 영업적자 –126억원(적축 YoY)
- ✓ 연간 제작편수 2022년 31편에서 2025년 50편 이상으로 확대 계획

▲ **통신/미디어**
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12 개월)	**43,000 원**
현재주가 (10.12)	**24,100 원**
상승여력	**78.4%**

KOSPI	2,202.47pt
시가총액	4,642억원
발행주식수	1,926만주
유동주식비율	57.12%
외국인비중	1.64%
52주 최고/최저가	71,900원/24,100원
평균거래대금	70.3억원
주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	42.06
국민연금공단	12.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-37.8	-52.8	-57.8
상대주가	-32.7	-42.9	-44.1

주가그래프



3Q22 Preview: 여전한 비용 부담

3Q22 연결 매출액은 2,193 억원(+12.0% YoY), 영업이익 83 억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 101 억원)를 하회할 전망이다. 방송은 9 월 방영된 〈수리남〉의 글로벌 흥행에도, 넷플릭스 오리지널로 제작되어 추가적인 수익을 기대하기 어렵다는 점이 아쉬운 부분이다. 최근 비용 증가 원인인 자회사 관련 무형자산상각비는 2023 년까지 지속될 전망이다. 영화는 3Q22 제작/배급에 참여한 〈범죄도시 2〉와 투자/배급한 〈헌트〉의 흥행으로 지난 2Q22 에 이어 영업이익 기조를 이어갈 전망이다.

2023년 영업이익 턴어라운드 전망

2022 년 연결 매출액 8,477 억원(+25.2% YoY), 영업적자 –126 억원(적축 YoY)을 전망한다. 4Q22 에는 송중기 주연의 〈재벌집 막내아들〉과 최민식 주연의 〈카지노〉 등 기대작이 방영될 예정이다. 메가박스는 거리두기 해제로 인한 국내 박스오피스 회복으로 실적 개선이 나타나는 중이다. 4Q22 에는 〈블랙팬서: 와칸다 포에버〉, 〈아바타: 물의 길〉 등 헐리우드 대작 개봉으로 영화 사업도 점진적인 회복이 나타날 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 43,000원 제시

투자의견 Buy, 적정주가 43,000 원을 제시한다. SOTP 방식으로 방송과 영화 부문 EBITDA 에 Target Multiple 은 선두 사업자들의 적용 EV/EBITDA 15.3 배와 7.1 배를 적용했다. 최근 넷플릭스와 재계약으로 작품당 수익성 개선이 가능할 전망이며, 연간 제작편수는 2022 년 31 편에서 2025 년 50 편 이상을 제작하는 스튜디오로 키운다는 계획이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	360.2	-58.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-	3.2	33.8	-52.6	459.1
2021	677.1	-57.4	-52.5	-3,068	-69.7	9,586	-	5.7	21.5	-28.4	221.8
2022E	847.7	-12.6	-6.9	-361	-92.6	8,791	-	2.7	15.2	-4.0	222.1
2023E	920.8	67.4	48.4	2,522	-1,435.4	11,313	9.2	2.1	7.7	25.1	204.2
2024E	970.7	92.0	64.3	3,352	32.9	14,666	7.2	1.6	6.3	25.8	183.5

글로벌 콘텐츠 기업으로 도약

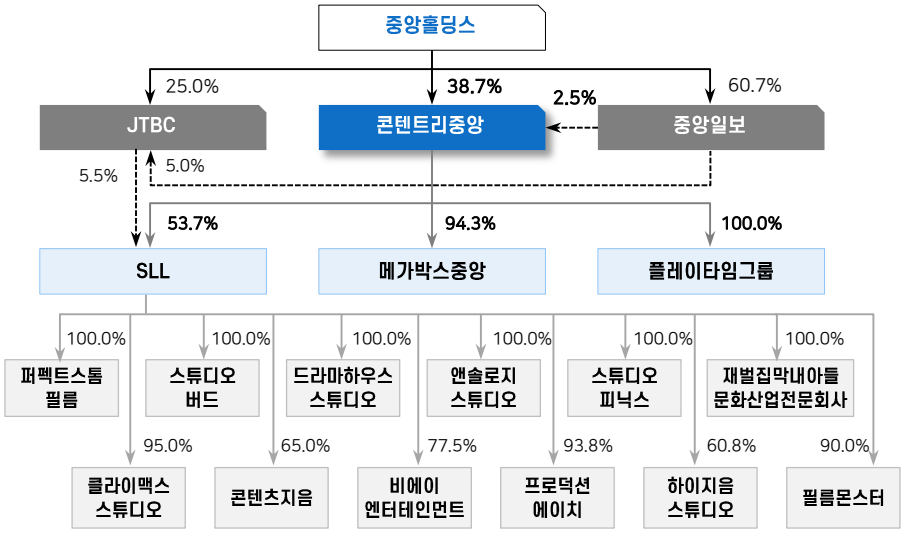
콘텐트리중앙의 사업 구조는 영화 부문의 메가박스중앙(지분율 94.3%)과 방송 부문의 SLL(53.8%)로 나뉜다. JTBC스튜디오에서 2022년 4월 사명을 변경한 SLL(Studio LuluLala)은 지난 3년간 공격적인 M&A를 통해 드라마하우스, 클라이맥스 스튜디오, 콘텐츠지음 등 15개 회사를 인수하면서 글로벌 콘텐츠 기업으로의 도약 의지를 밝혔다.

표21 콘텐트리중앙 제작사 인수 History

제작사	취득일	지분율	대표작
드라마하우스	2020.07.30	100.0%	부부의 세계, 밥 잘 사주는 예쁜 누나
하우픽쳐스	2019.08.14	33.0%	구미호뎐
nPIO Ent.	2019.10.15	28.0%	초콜릿, 제 3의 매력
BA엔터테인먼트	2019.12.30	77.5%	범죄도시, 악인전
퍼펙트스톰필름	2019.12.30	100.0%	백두산, 수리남
스튜디오버드	2020.03.18	100.0%	시지프스, 마녀2
앤솔로지스튜디오	2020.03.30	100.0%	변호인, 좋은놈 나쁜놈 이상한놈
필름몬스터	2019.04.09	90.0%	지금 우리학교는, 완벽한 타인
스튜디오피닉스	2019.06.16	100.0%	나의 해방일지
콘텐츠지음	2019.09.19	65.0%	이태원클라쓰, 고백부부
클라이맥스 스튜디오	2021.07.15	95.0%	방법, 초미의 관심사
프로덕션에이치	2021.07.15	93.8%	라이프 온 마스, 녹두전
Wiip	2021.06.01	80.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림92 콘텐트리중앙 지배구조 현황

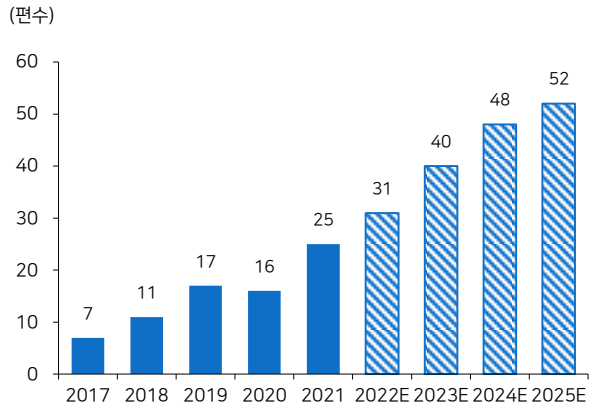


자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

2025년 연간 50여편 이상의 작품 제작 계획

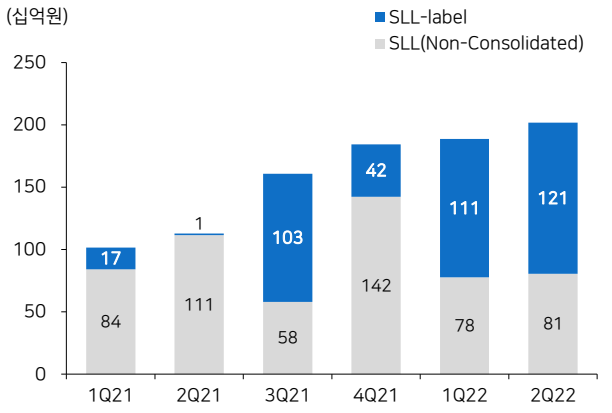
콘텐트리중앙의 연간 콘텐츠 제작편수는 매년 꾸준히 증가해 2022년 31편 제작 예정이며, 2025년까지 연간 50편 이상의 콘텐츠 제작이 가능할 전망이다. 2021년 8월 넷플릭스향 첫 오리지널 드라마 <D.P.>를 시작으로 OTT향 오리지널 콘텐츠 라인업이 증가하고 있으며, 최근 넷플릭스와의 재계약으로 이전 대비 개선된 수익 배분이 가능할 전망이다. 지난 3년간 공격적으로 인수합병한 SLL 레이블 제작사들의 성과가 최근 들어 두드러지게 나타나고 있으며, 통합 작업이 마무리되는 시점에 수익성 측면에서도 유의미한 기여가 가능할 전망이다.

그림93 연간 제작편수 추이 및 전망



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림94 방송 부문 SLL과 레이블 매출액 추이

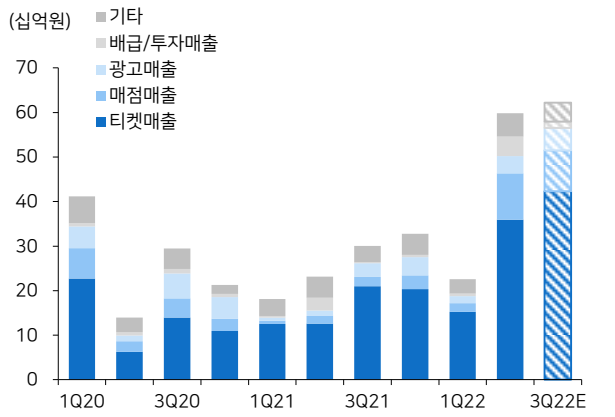


자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

투자/배급을 넘어 제작으로, 영화 스튜디오로 진화

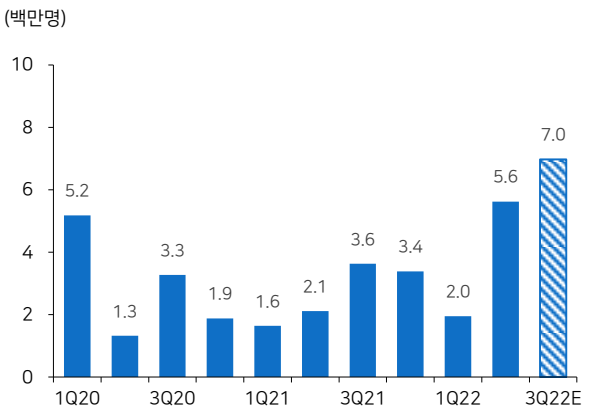
코로나19 팬데믹 영향으로 적자를 지속했던 영화 부문은 지난 2Q22 <범죄도시2>와 <닥터스트레인지2>의 흥행에 힘입어 메가박스 관객수 563만명을 기록했다. 특히, 사회적 거리두기 전면 해제와 극장 내 취식 제한 해제 등으로 ATP(평균티켓가격)와 CPP(매점매출가격)가 크게 증가하며 2년 만에 흑자전환(32억원)에 성공했다. 3Q22 역시 <범죄도시2>와 <헌트> 등 투자와 배급을 담당한 개봉작의 흥행으로 메가박스 관객수 698만명, 영업이익 18억원을 전망한다. 가장 중요한 변화는 기존 투자/배급 역량을 기반으로 직접 제작에 참여하는 스튜디오로 진화할 계획이며, 황정민 주연의 <크로스>, 송중기 주연의 <화란> 등 2023년 라인업부터는 본격적인 제작 사업에 뛰어들 전망이다.

그림95 영화 부문별 매출액 추이 및 전망



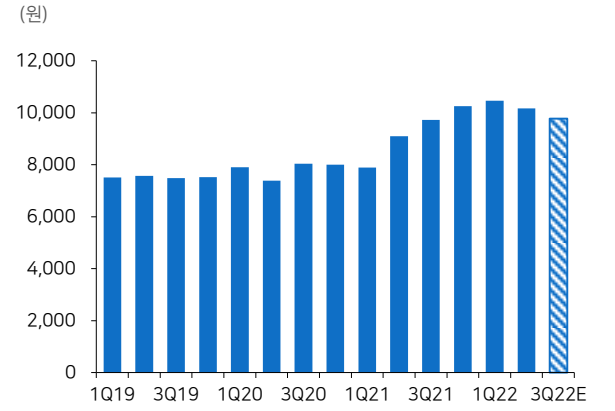
자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림96 Megabox 관객수 추이 및 전망



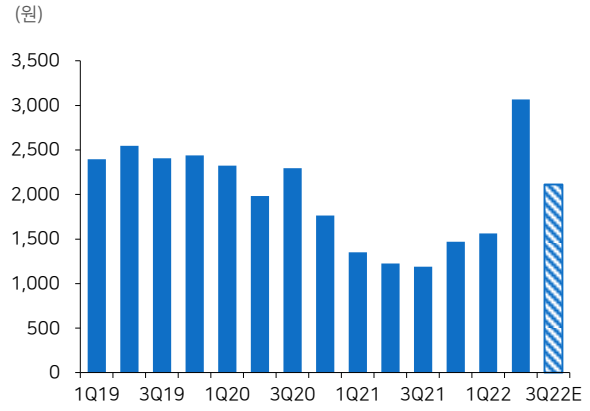
자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림97 ATP(평균티켓가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림98 CPP(매점매출가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림99 영화 투자 및 배급 라인업

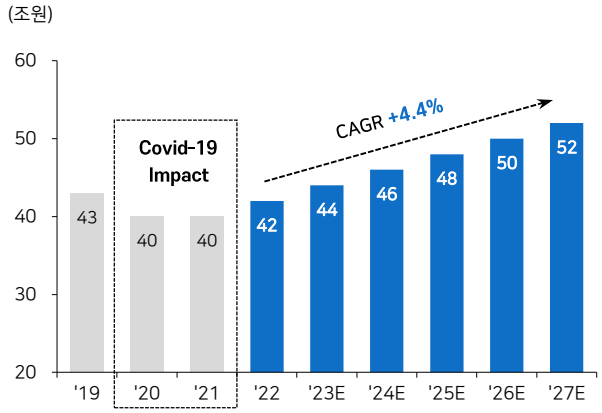


자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

플레이타임 인수로 메가박스와 시너지 기대

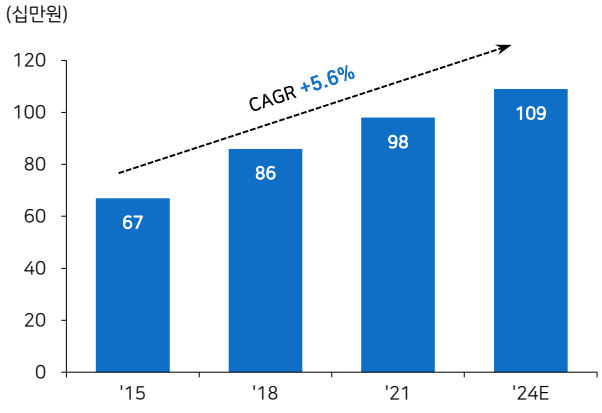
동사는 최근 국내 1위 실내놀이터 사업자 플레이타임 인수를 발표했다. 코로나19로부터 일상 회복이 가능해짐에 따라 메가박스와 플레이타임 공동 입점을 통한 유통 경쟁력을 제고하고, 멤버십 통합과 패키지 상품 판매, F&B 통합 등 다방면에서 시너지를 낼 수 있을 것으로 판단한다. 저출산 기조에도 키즈산업은 소비의 프리미엄화로 지속적인 성장이 기대되며, 향후 5년간 연평균 +4.4% 성장해 2027년 52조원의 시장 규모를 형성할 전망이다. 플레이타임은 국내 80개, 해외 16개 직영점 포함 총 206개 지점을 운영 중이며, 외부 활동이 정상화될 경우 연간 영업이익 100억원 이상의 기여가 가능할 전망이다. 현재 베트남과 몽골 시장에 진출했으며, 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 해외 사업을 점진적으로 확대할 방침이다.

그림100 키즈산업 규모 및 전망



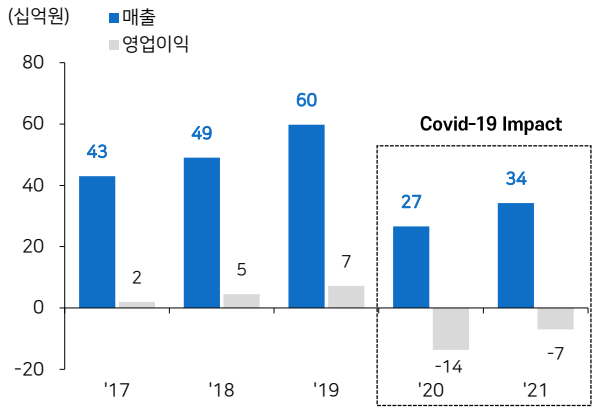
자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림101 아이 1명당 연간 소비액 추이



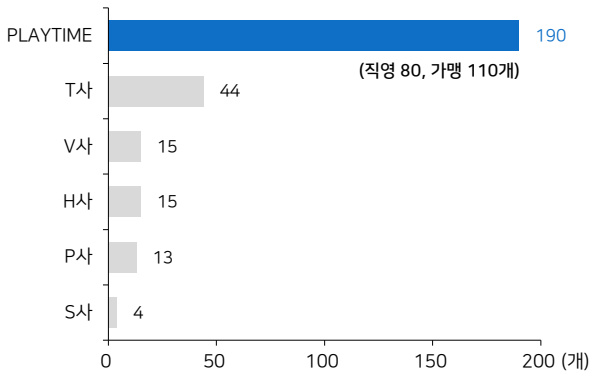
자료: 보건복지부, 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림102 플레이타임 연간 실적 추이



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림103 실내놀이터 사업자별 국내 지점 수 비교



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 43,000원 제시

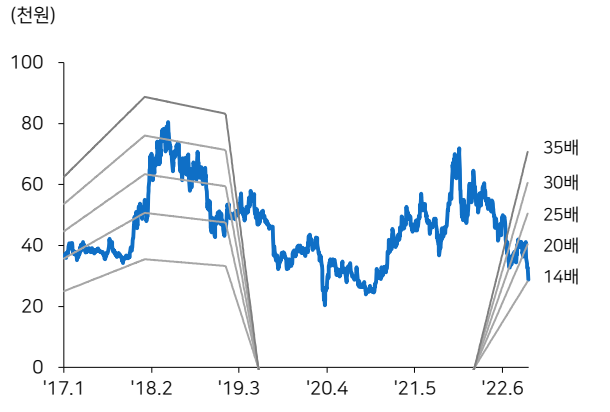
콘텐트리중앙에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 43,000원을 제시한다. 적정주가는 SOTP 방식을 적용했으며, 방송과 영화 부문 EBITDA에 Target Multiple은 각 부문 선두 사업자인 스튜디오드래곤과 CJ CGV 적용 EV/EBITDA 15.3배와 7.1배를 적용했다. 3Q22 연결 매출액은 2,193억원(+12.0% YoY), 영업이익 83억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 101억원)를 하회할 전망이다. 9월 방영된 <수리남>이 글로벌 흥행에 성공했으나, 넷플릭스 오리지널로 제작되어 추가적인 수익을 기대하기 어렵다는 점은 아쉬운 부분이다. 최근 비용 증가 원인인 자회사 관련 무형자산상각비는 2023년까지 지속될 전망이다. 영화는 3Q22 제작/배급에 참여한 <범죄도시2>와 투자/배급한 <헌트>의 흥행으로 지난 2Q22에 이어 영업이익 기조를 이어갈 전망이다.

표22 콘텐트리중앙 SOTP Valuation

(십억원)	12M FW EBITDA	Multiple (배)	지분율	적정가치	비고
방송 부문 영업가치 (A)	134.0	15.3	53.7%	1,101.2	스튜디오드래곤 적용 PER
영화 부문 영업가치 (B)	69.8	7.1	94.3%	467.1	CJ CGV 적용 PER
순차입금 (C)				757.5	2Q22 기준
총기업가치 (E=A+B-C)				**810.8**	
발행주식수 (D/만주)				19,014	
적정주가 (E/D), (원)				**42,643**	

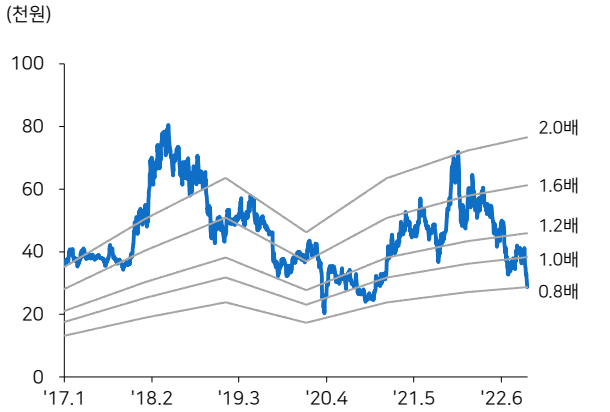
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림104 콘텐트리중앙 PER 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림105 콘텐트리중앙 PBR 밴드차트

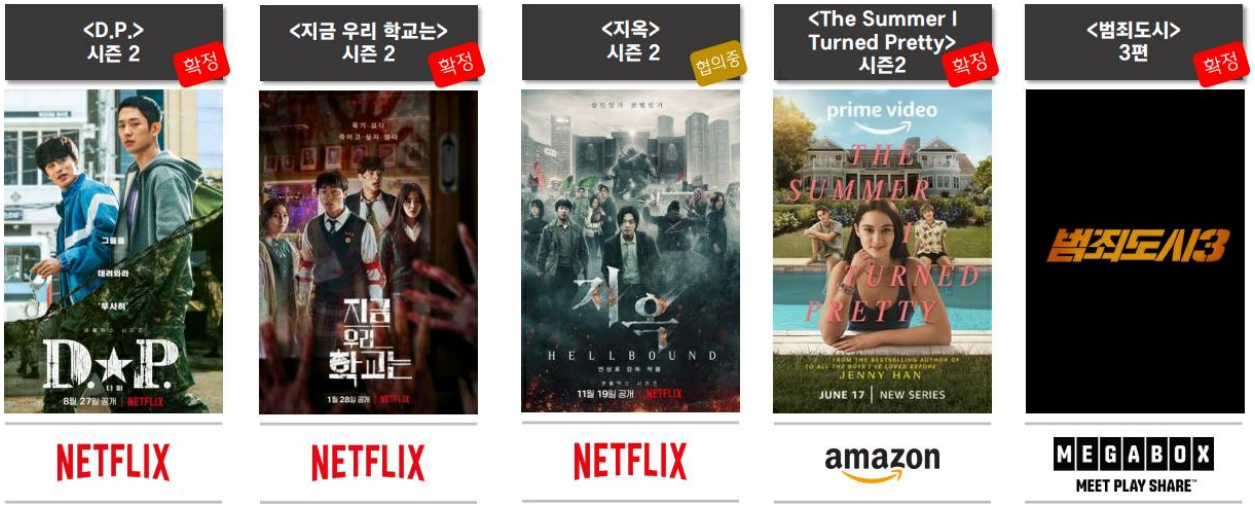


자료: 메리츠증권 리서치센터

2022년 실적 부진에도 기대감 가득한 2023년

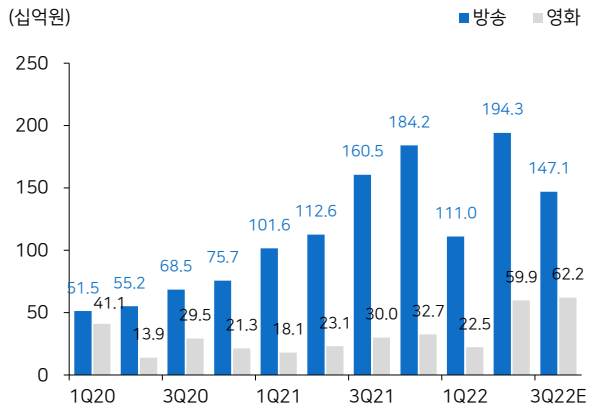
4Q22 방송 부문은 송중기 주연의 <재벌집 막내아들>, 최민식 주연의 <카지노>등 기대작들의 방영이 예정되어 있고, 영화 역시 <블랙팬서: 와칸다 포에버>, <아바타: 물의 길> 등 헐리우드 대작 개봉을 앞두고 있는 만큼 안정적인 영업이익 기조를 유지할 전망이다. 2022년 연결 매출액 8,477억원(+25.2% YoY), 영업적자 -126억원(적축 YoY)을 전망하며, 시즌제를 확정지은 4~5편의 콘텐츠 라인업들의 영향으로 2023년부터 본격적인 실적 개선이 나타날 전망이다.

그림106 시즌제 확정 및 협의 중인 드라마/영화 라인업



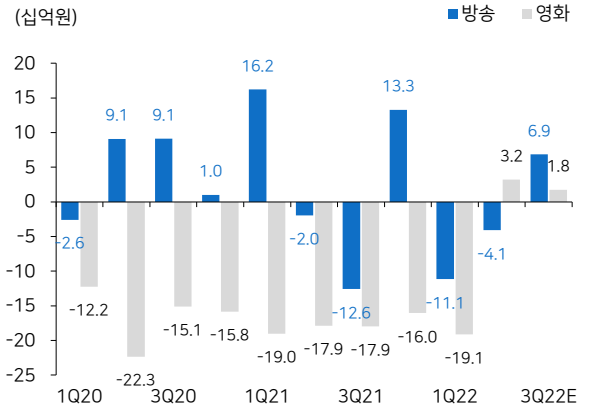
자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림107 콘텐트리중앙 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

그림108 콘텐트리중앙 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

표23 콘텐트리중앙 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**120.1**	**140.9**	**195.7**	**220.3**	**135.6**	**265.9**	**219.3**	**226.9**	**677.1**	**847.7**	**920.8**
% YoY	16.6%	84.6%	110.2%	151.2%	12.8%	88.7%	12.0%	3.0%	88.0%	25.2%	8.6%
방송	**101.6**	**112.6**	**160.5**	**184.2**	**111.0**	**194.3**	**147.1**	**156.5**	**558.9**	**608.9**	**612.7**
드라마 제작	44.4	56.5	119.4	119.3	67.4	145.7	98.2	108.2	339.6	419.5	385.4
콘텐츠 유통	51.2	49.9	35.1	60.3	37.4	43.8	42.9	43.9	196.5	168.0	205.9
기타	6.0	6.2	6.0	4.5	6.2	4.7	6.0	4.5	22.8	21.4	21.4
영화	**18.1**	**23.1**	**30.0**	**32.7**	**22.5**	**59.9**	**62.2**	**60.4**	**104.0**	**205.0**	**268.2**
티켓매출	12.5	12.6	21.0	20.3	15.3	35.9	42.3	39.7	66.5	133.2	176.9
매점매출	0.7	1.7	2.0	3.1	1.9	10.4	9.1	8.7	7.6	30.1	36.0
광고매출	0.8	1.2	3.1	4.1	1.6	3.9	5.1	6.0	9.1	16.5	29.5
배급/투자매출	0.3	2.9	0.2	0.5	0.5	4.4	1.4	1.7	3.9	8.0	8.2
기타	3.8	4.7	3.7	4.7	3.2	5.3	4.2	4.4	16.8	17.1	17.5
매출원가	**77.7**	**115.0**	**159.0**	**165.9**	**113.3**	**208.0**	**146.3**	**151.7**	**517.6**	**619.3**	**599.7**
% YoY	12.3%	137.2%	199.8%	157.1%	45.8%	80.8%	-8.0%	-8.5%	120.0%	19.6%	-3.2%
방송	71.4	101.4	145.1	146.6	101.6	173.7	115.3	121.2	464.6	511.9	466.2
영화	6.0	10.1	12.7	12.8	7.7	23.7	25.4	23.8	41.6	80.6	106.1
매출총이익	**42.4**	**25.9**	**36.7**	**54.5**	**22.3**	**57.9**	**73.0**	**75.2**	**159.5**	**228.4**	**321.1**
% YoY	25.4%	-7.0%	-8.5%	134.8%	-47.5%	123.8%	98.8%	38.1%	27.6%	43.2%	40.6%
GPm(%)	35.3	18.4	18.7	24.7	16.4	21.8	33.3	33.2	23.6	26.9	34.9
판관비	**46.1**	**46.7**	**66.8**	**57.2**	**54.1**	**59.2**	**60.3**	**58.7**	**216.8**	**232.3**	**239.9**
% YoY	-6.7%	11.1%	39.3%	29.1%	17.2%	26.7%	-9.7%	2.6%	18.0%	7.1%	3.3%
방송	13.9	13.1	28.0	24.3	20.6	24.6	24.9	24.1	79.3	94.1	99.0
영화	31.1	30.9	35.3	35.9	34.0	33.0	35.0	35.0	133.2	136.9	139.7
영업이익	**-3.7**	**-20.9**	**-30.1**	**-2.7**	**-31.8**	**-1.3**	**8.3**	**12.3**	**-57.4**	**-12.6**	**67.4**
% YoY	적확	적축	적축	적확	적축	적확	흑전	흑전	적확	적확	흑전
영업이익률(%)	-3.1%	-14.8%	-15.4%	-1.2%	-23.5%	-0.5%	3.8%	5.4%	-8.5%	-1.5%	7.3%
방송	16.2	-2.0	-12.6	13.3	-11.1	-4.1	6.9	11.2	15.0	2.9	47.5
방송 OPM(%)	16.0%	-1.7%	-7.8%	7.2%	-10.0%	-2.1%	4.7%	7.2%	2.7%	0.5%	7.7%
영화	-19.0	-17.9	-17.9	-16.0	-19.1	3.2	1.8	1.6	-70.9	-12.6	22.3
영화 OPM(%)	-105.1%	-77.3%	-59.8%	-49.0%	-84.9%	5.4%	2.8%	2.7%	-68.2%	-6.1%	8.3%
법인세차감전순이익	-7.1	-30.3	-21.0	-3.7	-6.1	-7.8	8.6	4.9	-62.1	-0.4	59.4
법인세비용	-1.2	1.7	-3.4	16.4	1.9	3.4	-1.0	-0.6	13.6	3.7	4.5
당기순이익	**-5.9**	**-32.1**	**-17.6**	**5.8**	**-8.0**	**-11.3**	**9.6**	**5.6**	**-49.8**	**-4.1**	**54.9**
당기순이익률(%)	-4.9%	-22.7%	-9.0%	2.6%	-5.9%	-4.2%	4.4%	2.5%	-7.4%	-0.5%	6.0%
주요지표 (백만명, 원)											
전국 관객수	8.2	11.9	20.3	20.2	11.8	33.1	41.1	38.4	60.5	124.4	163.8
Megabox 관객수	1.6	2.1	3.6	3.4	2.0	5.6	7.0	6.5	10.8	21.1	27.8
평균티켓가격(ATP)	7,899	9,097	9,727	10,255	10,459	10,164	9,779	9,302	9,245	9,926	10,054
인당매점소비(SPP)	1,352	1,227	1,190	1,470	1,563	3,067	2,113	2,030	1,310	2,193	2,021

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐트리중앙 (036420)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**360.2**	**677.1**	**847.7**	**920.8**	**970.7**
매출액증가율 (%)	-32.1	88.0	25.2	8.6	5.4
매출원가	235.3	517.7	619.3	599.7	619.0
매출총이익	125.0	159.5	228.4	321.1	351.8
판매관리비	183.8	216.9	232.3	239.9	245.9
영업이익	**-58.8**	**-57.4**	**-12.6**	**67.4**	**92.0**
영업이익률	-16.3	-8.5	-0.5	8.8	10.9
금융손익	-85.1	-27.9	-26.5	-27.2	-24.8
종속/관계기업손익	-2.9	9.5	26.9	9.3	7.8
기타영업외손익	-23.2	13.7	11.8	10.0	10.9
세전계속사업이익	-170.0	-62.1	-0.4	59.4	85.9
법인세비용	-20.9	13.6	3.7	4.5	12.9
당기순이익	**-154.0**	**-49.8**	**-4.1**	**54.9**	**73.0**
지배주주지분 순이익	-134.9	-52.5	-6.9	48.4	64.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**39.1**	**-122.4**	**86.6**	**213.2**	**234.2**
당기순이익(손실)	-154.0	-49.8	-4.1	54.9	73.0
유형자산상각비	53.5	60.5	60.5	60.5	60.5
무형자산상각비	49.9	103.5	72.0	95.1	98.9
운전자본의 증감	13.9	-245.3	-41.7	2.7	1.8
투자활동 현금흐름	**-344.6**	**-288.1**	**-102.1**	**-123.3**	**-124.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-42.2	-15.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.8	-154.3	-2.1	-6.8	-4.6
재무활동 현금흐름	**366.4**	**600.9**	**-41.2**	**-47.3**	**-45.0**
차입금의 증감	465.1	148.5	-41.2	-47.3	-45.0
자본의 증가	9.7	31.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.9	196.0	-56.7	42.7	65.2
기초현금	64.0	124.8	320.9	264.2	306.8
기말현금	124.8	320.9	264.2	306.8	372.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	330.0	701.1	720.1	801.7	893.4
현금및현금성자산	124.8	320.9	264.2	306.8	372.0
매출채권	58.4	160.8	201.3	218.6	230.5
재고자산	26.3	75.5	94.5	102.7	108.3
비유동자산	1,145.5	1,544.5	1,514.2	1,475.4	1,435.6
유형자산	273.6	183.6	123.1	62.7	2.2
무형자산	272.8	522.0	550.0	564.9	580.9
투자자산	111.3	275.1	277.2	284.0	288.6
자산총계	**1,475.5**	**2,245.6**	**2,234.2**	**2,277.0**	**2,329.0**
유동부채	645.2	642.5	659.5	679.3	690.7
매입채무	2.2	7.2	9.0	9.8	10.3
단기차입금	238.5	174.0	174.0	174.0	174.0
유동성장기부채	232.9	159.9	160.0	152.0	144.4
비유동부채	566.4	905.4	881.0	849.1	816.7
사채	179.8	402.0	379.5	359.3	341.1
장기차입금	21.6	83.9	84.9	85.8	86.6
부채총계	**1,211.6**	**1,547.9**	**1,540.5**	**1,528.4**	**1,507.4**
자본금	81.9	91.5	91.5	91.5	91.5
자본잉여금	154.3	176.1	176.1	176.1	176.1
기타포괄이익누계액	15.0	17.9	17.9	17.9	17.9
이익잉여금	-51.9	-104.7	-111.5	-63.2	1.1
비지배주주지분	69.9	522.4	525.2	531.7	540.5
자본총계	**263.9**	**697.8**	**693.7**	**748.6**	**821.6**

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	22,490	39,547	44,580	48,029	50,632
EPS(지배주주)	-8,422	-3,068	-361	2,522	3,352
CFPS	3,289	8,095	8,385	12,574	13,978
EBITDAPS	2,785	6,225	6,303	11,631	13,112
BPS	11,841	9,586	8,791	11,313	14,666
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	-	9.2	7.2
PCR	11.5	6.7	2.9	1.9	1.7
PSR	1.7	1.4	0.5	0.5	0.5
PBR	3.2	5.7	2.7	2.1	1.6
EBITDA	44.6	106.6	119.9	223.0	251.4
EV/EBITDA	33.8	21.5	15.2	7.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-52.6	-28.4	-4.0	25.1	25.8
EBITDA 이익률	12.4	15.7	14.1	24.2	25.9
부채비율	459.1	221.8	222.1	204.2	183.5
금융비용부담률	6.1	5.4	4.6	4.0	3.7
이자보상배율(x)	-2.7	-1.6	-0.3	1.8	2.6
매출채권회전율(x)	5.7	6.2	4.7	4.4	4.3
재고자산회전율(x)	13.9	13.3	10.0	9.3	9.2

Industry Indepth
2022. 10. 13

에이스토리 241840

한국형 IP 의 성공 사례

- ✓ 〈우영우〉를 통해 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만들고 있는 종합 콘텐츠 제작사
- ✓ 촬영 중인 작품수 부족으로 3Q22 매출액은 114억원(+130.8% YoY) 전망
- ✓ 2022년 연결 매출액 1,029억원(+74.8% YoY), 영업이익 159억원(+129.5% YoY)
- ✓ 2023년 제작편수 5~6편 유지. 텐트폴 〈무당〉은 기획부터 시즌제로 제작 예정
- ✓ 〈우영우〉 중국 방영권 수익, 미국 리메이크 제작 등 2023년 수익성 개선 지속

▲ **통신/미디어**
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

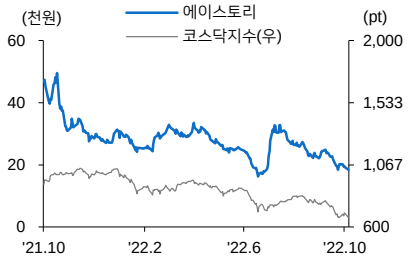
Not Rated

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (10.12)	18,650 원
상승여력	-

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	1,779억원
발행주식수	954만주
유동주식비율	71.60%
외국인비중	1.56%
52주 최고/최저가	49,550원/16,250원
평균거래대금	74.9억원
주요주주(%)	
이에스프로덕션 외 1 인	25.71
CJ ENM	10.46
Tencent Mobility Limited	6.25

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-23.3	-38.6	-54.0
상대주가	-11.1	-16.4	-35.5

주가그래프



작품성과 대중성을 인정 받은 종합 콘텐츠 제작사

에이스토리는 2004 년 설립된 종합 콘텐츠 제작사로 2019 년 코스닥에 상장 했다. 과거에는 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019 년 넷플릭스 오리지널 드라마 〈킹덤〉의 글로벌 흥행을 계기로 작품성과 대중성 모두 인정 받았다. 현재 작가 30 명, PD 35 명 이상의 검증된 크리에이터 라인업을 보유 중이다.

2023년 제작편수는 5~6작품 유지 전망

3Q22 연결 매출액은 114 억원(+130.8% YoY), 영업이익은 13 억원(흑전 YoY)을 전망한다. 〈유괴의 날〉, 〈모래에도 꽃은 핀다〉 등 주요 작품들이 4Q22 촬영에 들어가면서 3Q22 매출 인식은 다소 부진하나, 〈이상한 변호사 우영우〉 흥행에 따른 중국 판권판매가 예상되는 4Q22 부터 실적이 크게 개선될 전망이다. 2022 년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,029 억원(+74.8% YoY), 159 억원(+129.5% YoY)을 전망한다.

한국형 IP의 저력을 보여준 에이스토리

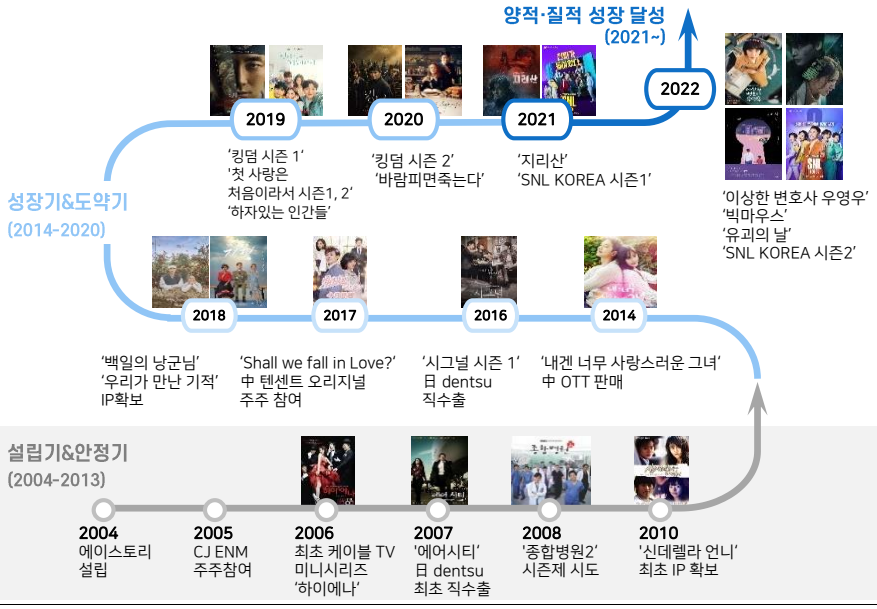
2023 년 드라마 제작편수는 5~6 작품을 전망하며, 박재범 작가의 〈무당〉은 회당 제작비 30 억원 이상이 투입되는 텐트폴 드라마로 기획 단계부터 시즌제로 제작될 예정이다. 〈이상한 변호사 우영우〉는 한국형 IP 의 첫 성공 사례로 모든 IP 권한을 보유해 웹툰, 광고, 커머스, 연극 등으로 부가가치를 창출하고 있다. 〈이상한 변호사 우영우〉는 현재 논의 중인 해외 리메이크 제작 협의가 완료될 경우 2023 년까지도 의미 있는 실적 기여가 가능할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	20.1	-2.7	-2.5	-334	-409.4	1,425	0.0	0.0	1.2	-26.4	36.1
2018	46.5	1.2	2.3	314	-194.1	1,730	0.0	0.0	-0.9	19.9	52.2
2019	28.2	-1.1	-1.2	-143	-145.5	4,143	-62.4	2.2	215.0	-4.6	4.3
2020	22.1	-0.9	-7.4	-792	455.2	3,296	-48.2	11.6	-566.0	-21.3	79.6
2021	58.7	6.8	16.9	1,779	-324.6	4,989	16.9	6.0	40.8	43.1	105.0

글로벌 제작사로 도약하는 에이스토리

에이스토리는 2004년 설립된 종합 콘텐츠 제작사로 2019년 코스닥에 상장했다. 과거에는 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019년 1월 넷플릭스 오리지널 드라마 <킹덤>을 글로벌 흥행시키며 작품성과 대중성을 인정 받았다. 현재 장영철, 정경순 작가, 안인용, 이영화 PD 등 업계에서 검증된 작가 30명, PD 35명 이상의 크리에이터 라인업을 보유 중이다.

그림109 에이스토리 연혁



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

표24 에이스토리 크리에이터 라인업

Producers		Writers & Directors	
안인용 PD <후아유>, <오늘부터 사랑해>, <내겐 너무 사랑스러운 그녀>, <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서 시즌 1,2>, <바람피면 죽는다>, <빅마우스>		**장영철 · 정경순 작가** <대조영>, <자이언트>, <기황후>, <정>, <샐러리맨 초한지>, <돈의 화신>, <몬스터>, <배가본드>, <빅마우스>	
곽현정 PD <오늘부터 사랑해>, <처음이라서>, <아이가 다섯>, <추리의 여왕 시즌 1>, <백일의 낭군님>, <지리산>		**박재범 작가** <신의 퀴즈 시즌 1-4>, <굿닥터>, <블러드>, <김과장>, <열혈사제>	
이영화 PD <시그널 시즌 1>, <킹덤 시즌 1,2>, <우리가 만난 기적>, <이상한 변호사 우영우>		**오수연 작가** <네 자매 이야기>, <가을동화>, <겨울연가>, <러브레터>, <스타의 연인>, <사랑비>	
김민지 PD <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서>, <이상한 변호사 우영우>		**이성민 작가** <추리의 여왕 시즌1,2>, <바람피면 죽는다>	
정아람 PD <킹덤 시즌 1,2>, < 추리의 여왕 시즌 1>, <빅마우스>		**문지원 작가** <이상한 변호사 우영우>, <증인>	
김민석PD <킹덤 시즌1>, <우리가 만난 기적>, <첫사랑은 처음이라서>, <지리산>		**유인식 감독** <이상한 변호사 우영우>, <낭만닥터 김사부1,2>, <배가본드>, <미세스 캅1,2>, <자이언트>, <너희들은 포위됐다>, <돈의 화신>	
신문령 PD <우리가 만난 기적>, <첫사랑은 처음이라서>, <바람피면 죽는다>		**박준우 감독** <화이트아웃> 준비중, <모범택시>, <그것이 알고싶다>	
이세원 PD <백일의 낭군님>, <하자있는 인간들>, <바람피면 죽는다>, <이상한 변호사 우영우>		**이길복 감독** 연출: <지금, 헤어지는 중입니다>, <낭만닥터 김사부2> 촬영: <배가본드>, <낭만닥터 김사부>, <미세스 캅>, <별 에서 온 그대>, <돈의 화신>, <자이언트>	

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

최초의 한국형 IP 사례를 만들어가고 있는 에이스토리

에이스토리는 2006년부터 지금까지 총 43편의 작품을 제작했다. 과거에는 IP에 대한 권한을 채널 사업자에 넘기며 성장의 한계를 드러냈으나, <킹덤>의 사례를 교훈 삼아 최근 종영된 <이상한 변호사 우영우>는 모든 IP 권리를 확보해 한국형 IP의 첫 성공 사례를 만들고 있다. <이상한 변호사 우영우>는 중국 판권 판매에 이어 미국 등 10개국에서 리메이크 제안을 받고 협의 중이며, 웹툰 수출과 뮤지컬 버전 제작도 준비 중이다.

표25 에이스토리 드라마 라이브러리

방영일	채널	작품명	제작사	극본	연출	주연
06.10.11~06.11.30	tvN	하이에나	에이스토리	이성은	조수원	김민종, 소이현
07.05.19~07.07.08	MBC	에어시티	에이스토리, HB엔터	이선희, 이서윤	임태우	최지우, 이정재
07.09.17~08.06.16	MBC	이산	김종학 프로덕션	김이영	이병훈	이서진, 한지민
08.11.19~09.01.15	MBC	종합병원2	에이스토리, 모피어스	최완규, 권음미	노도철	김정은, 차태현
09.10.14~09.12.17	KBS	아이리스	태원엔터테인먼트, 에이치플러스	조규원	표민수, 김태훈	이병헌, 김태희
10.03.22~10.10.12	MBC	동이	리더스콘텐츠컴패니	김이영	이병훈, 김상협	한효주, 지진희
10.03.31~10.06.03	KBS	신데렐라 언니	에이스토리	짐규완	김영조, 김원석	문근영, 천정명
10.06.19~10.12.26	KBS	결혼해주세요	에이스토리	정유경	박만영	백일섭, 고두심
10.08.02~10.09.21	SBS	나는 전설이다	에이스토리	마진원, 임현경	김형식	김정은, 김승수
11.01.05~11.02.24	MBC	마이프린세스	커튼콜제작단	장영실	권석장, 강대선	송승헌, 김태희
11.05.02~11.07.05	KBS	동안미녀	에이스토리	오선형, 정도윤	이진서, 이소연	장나라, 최다니엘
11.07.23~11.09.11	SBS	여인의 향기	에이스토리	노지설	박형기	김선아, 이동욱
11.08.03~11.09.29	SBS	보스를 지켜라	에이스토리	권기영	손정현	지성, 최강희
12.10.01~13.03.25	MBC	마의	김종학프로덕션, 에이스토리	김이영	이병훈, 최정규	조승우, 이요원
13.03.09~13.08.25	KBS	최고다 이순신	에이스토리	윤성식	정유경	아이유, 조정석
13.07.29~13.09.17	tvN	후아유	에이스토리	문지영, 반기리	조현탁	소이현, 옥택연
13.10.09~13.12.12	MBC	메디컬 탑 팀	에이스토리	윤경아	김도훈, 오현종	권상우, 정려원
14.09.17~14.11.06	SBS	내겐 너무 사랑스러운 그녀	에이스토리	노지설	박형기	비, 정수정
15.01.03~15.03.15	SBS	떴다 패밀리	에이스토리	김신혜	주동민	이정현, 진이한
15.04.06~15.08.28	KBS	오늘부터 사랑해	에이스토리, 커튼콜미디어	최민기, 김지완	최지영	임세미, 박진우
15.08.28~15.10.17	tvN	두번재 스무살	제이에스픽쳐스, 에이스토리	소현경	김형식	최지우, 이상윤
15.07.24~15.09.12	JTBC	라스트	드라마하우스, 에이스토리	한지훈	조남국	윤계상, 이범수
15.10.07~15.11.25	On Style	처음이라서	에이스토리	정현정	이정효	민호, 박소담
16.01.22~16.03.12	tvN	시그널 시즌1	에이스토리	김은희	김원석	김혜수, 이제훈
16.02.20~16.08.21	KBS	아이가 다섯	에이스토리	정현정, 정하나	김정규	안재욱, 소유진
16.09.02~16.10.22	JTBC	판타스틱	에이스토리	이성은	조남국, 심나연	김현주, 주상욱
17.04.05~17.05.25	KBS	추리의 여왕	에이스토리	이성민	김진우	최강희, 권상우
18.02.28~18.04.19	KBS	추리의 여왕2	문전사, 에이스토리	이성민	최윤석	최강희, 권상우
18.04.02~18.05.29	KBS	우리가 만난 기적	에이스토리	백미경	이형민, 조웅	김영민, 김현주
18.09.10~18.10.30	tvN	백일의 낭군님	에이스토리	노지설	이종재	도경수, 남지현
18.12.27~19	텐센트	Shall we fall in love	에이스토리	조명환, 리하이타오	한증광, 류강	닉쿤, 이목신
19.01.25	Netflix	킹덤 시즌1	에이스토리	김은희	김성훈	주지훈, 배두나
19.04.18	Netflix	첫사랑은 처음이라서 시즌1	에이스토리	김란	오진석	지수, 정채연
19.07.26	Netflix	첫사랑은 처음이라서 시즌2	에이스토리	김란	오진석	지수, 정채연
19.11.27~20.01.16	MBC	하자있는 인간들	에이스토리	안신유	오진석	오연서, 안재현
20.03.13	Netflix	킹덤 시즌2	에이스토리	김은희	김성훈, 박인제	주지훈, 배두나
20.12.02~21.01.28	KBS	바람피면 죽는다	에이스토리	이성민	김현석, 김민태	조여정, 고준
21.10.23~21.12.12	tvN	지리산	에이스토리, SD, 바람픽쳐스	김은희	이응복	전지현, 주지훈
22.06.29~22.08.18	ENA	이상한 변호사 우영우	에이스토리, 스튜디오지니	문지원	유인식	박은빈, 강태오
22.07.29~22.09.17	MBC	빅마우스	에이스토리, SD, 에이맨프로젝트	김하람	오중환, 배현진	이종석, 임윤아

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 '22~'23년 콘텐츠 라인업

4Q22에는 원유정 작가의 <모래에도 꽃은 핀다>와 김제영 작가의 <유괴의 날>이 제작에 들어갔고, 2023년 방영 기준 <영나잇쇼>, <무당> 포함 약 6개의 작품이 프로덕션 진행 중이다. 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 <무당>은 기획 초기부터 시즌제로 제작 예정인 만큼 중장기 수익성에 긍정적이다. <이상한 변호사 우영우>의 리메이크 판권 협의는 이르면 4Q22에 매출 인식이 가능할 전망이다. 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,029억원(+74.8% YoY), 159억원(+129.5% YoY)을 전망한다. 2022년과 2023년 예상 PER은 각각 13.9배, 12.6배 수준으로 글로벌 Peer 대비 낮은 수준이다.

표26 **에이스토리 2022~2023년 작품 라인업**

모래에도 꽃은 핀다	유괴의 날	영나잇쇼	무당
			
▪ **장르**: 코믹로맨스 스릴러 ▪ **촬영**: 2022년하반기예정 ▪ **작가**: 원유정 ▪ **연출**: 김진우 <추리의여왕>, <모범가족>	▪ **장르**: 블랙 코미디· ▪ **액션**·로드무비 ▪ **촬영**: 2022년하반기예정 ▪ **작가**: 김제영 ▪ **연출**: 박유영	▪ **장르**: 다이내믹 청춘 시대극 ▪ **방송**: 2023년상반기 ▪ **촬영**: 2022년하반기 ▪ **작가**: 박서진/정현근/최유란 ▪ **크리에이터**: 박재범 ▪ **연출**: 이길복	▪ **장르**: 사이버펑크 액션 ▪ **방송**: 2023년 ▪ **촬영**: 2022~2023 ▪ **작가**: 박재범
화이트아웃	**SNL 코리아**	**약한 자는 살아남을 수 없다**	**청와대 사람들**
			
▪ **장르**: 다큐멘터리 ▪ 2022 프리프로덕션 ▪ 2023 촬영 및 방영 ▪ **연출**: 박준우	▪ **장르**: 스케치코미디, 버라이어티 ▪ **촬영**: 2022년 ▪ **방송**: 2022년 ▪ **작가**: 김현희, 김민석, 안용진 ▪ **연출**: 안상휘, 유성모, 권성욱	▪ **장르**: 뉴-트로 시트콤 ▪ **촬영**: 2022년 ▪ **방송**: 2023년 ▪ **작가**: 김종민, 최수진	▪ **장르**: 정치 풍자 시트콤 ▪ **촬영**: 2021년하반기 ▪ **방송**: 2022년하반기 ▪ **작가**: 안상휘, 김민석 ▪ **연출**: 이철하

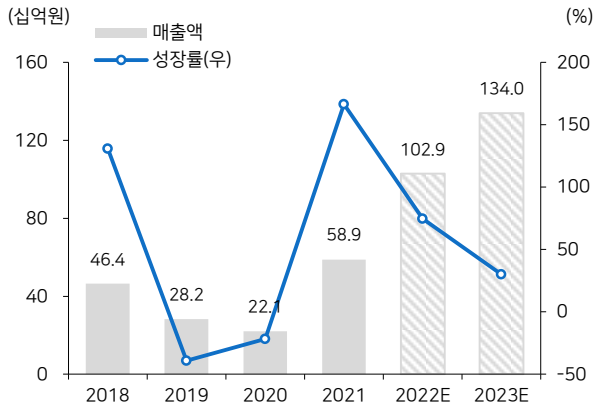
자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

표27 에이스토리 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**16.2**	**25.3**	**4.9**	**12.4**	**30.6**	**28.8**	**11.4**	**32.1**	**58.7**	**102.9**	**134.0**
% YoY	295.1%	8076.4%	68.8%	-15.8%	89.1%	13.6%	130.8%	158.6%	166.4%	74.8%	30.2%
콘텐츠	16.2	25.3	4.9	12.3	30.6	27.6	10.5	31.2	58.7	99.9	129.5
매니지먼트				0.1	0.3	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	**14.1**	**18.9**	**3.9**	**9.0**	**23.7**	**23.6**	**8.5**	**24.6**	**45.9**	**80.5**	**109.4**
% YoY	303.6%	632109.9%	55.7%	-29.5%	67.4%	25.2%	120.3%	173.8%	144.6%	75.4%	36.0%
연기자 출연료	3.8	5.0	0.4	1.3	9.1	7.5	2.9	8.9	10.5	28.5	34.5
촬영 스텝 급여	2.6	2.3	0.2	1.3	4.1	5.2	1.3	5.1	6.3	15.7	24.8
제작 PD급여	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.3
작가원고료	0.5	0.7	0.3	0.5	1.0	1.6	0.6	1.4	2.0	4.6	9.7
지급수수료	1.5	3.0	1.4	2.7	0.1	0.3	1.4	1.5	8.6	3.2	5.5
기타	5.7	7.9	1.3	3.2	9.4	9.0	2.3	7.6	18.1	28.3	34.5
매출총이익	**2.0**	**6.5**	**1.1**	**3.4**	**6.9**	**5.1**	**2.9**	**7.5**	**13.0**	**22.4**	**24.6**
% YoY	245.0%	2005.0%	143.4%	71.2%	239.7%	-20.4%	169.3%	118.6%	289.0%	72.7%	9.6%
GPm	12.6%	25.5%	21.5%	27.6%	22.7%	17.9%	25.1%	23.3%	22.1%	21.8%	18.4%
판관비	**1.3**	**2.0**	**1.0**	**1.8**	**1.6**	**1.6**	**1.6**	**1.7**	**6.1**	**6.5**	**6.8**
% YoY	37.8%	113.5%	12.6%	23.0%	27.3%	-17.0%	52.1%	-4.4%	43.8%	7.8%	4.3%
인건비	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	1.2	0.8	0.9	2.4	3.6	3.7
지급수수료	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.9	1.0
기타	0.5	1.0	0.3	0.9	0.6	0.3	0.5	0.6	2.6	2.1	2.1
영업이익	**0.8**	**4.5**	**0.0**	**1.7**	**5.3**	**3.5**	**1.3**	**5.8**	**6.8**	**15.9**	**17.8**
% YoY	흑전	흑전	흑전	196.1%	602.9%	-21.9%	404791.0%	251.1%	흑전	129.5%	11.8%
영업이익률	4.7%	17.7%	0.6%	13.3%	17.3%	12.2%	11.3%	18.1%	11.8%	15.5%	13.3%
법인세차감전순이익	1.4	10.2	-1.9	6.8	4.6	1.8	0.9	5.4	16.5	12.7	16.2
법인세비용	-0.3	0.9	-0.2	-0.9	0.5	-0.6	0.0	0.0	-0.5	-0.1	2.0
당기순이익	**1.7**	**9.4**	**-1.8**	**7.7**	**4.2**	**2.4**	**0.9**	**5.4**	**16.9**	**12.8**	**14.1**
당기순이익률	10.5%	36.9%	-35.8%	62.2%	13.6%	8.3%	7.8%	16.7%	28.9%	12.5%	10.6%

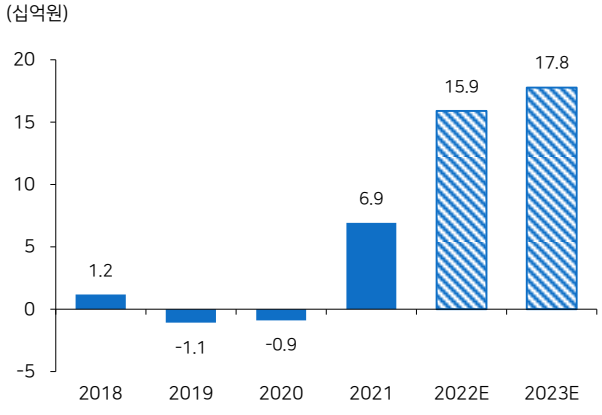
자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

그림110 에이스토리 매출액 추이 및 전망



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

그림111 에이스토리 영업이익 추이 및 전망



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 (241840)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**20.1**	**46.5**	**28.2**	**22.1**	**58.7**
매출액증가율 (%)	-26.3	130.8	-39.2	-21.8	165.8
매출원가	21.2	43.1	25.7	18.8	45.9
매출총이익	-1.1	3.3	2.5	3.3	12.8
판매관리비	1.6	2.2	3.6	4.2	6.0
영업이익	**-2.7**	**1.2**	**-1.1**	**-0.9**	**6.8**
영업이익률	-13.6	2.6	-3.8	-4.0	11.5
금융손익	0.0	0.2	0.4	-6.2	9.7
종속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	0.1	-0.3	-0.4	-0.2
세전계속사업이익	-3.1	1.4	-1.0	-7.6	16.3
법인세비용	-0.6	-0.9	0.2	-0.2	-0.6
당기순이익	**-2.5**	**2.3**	**-1.2**	**-7.4**	**16.9**
지배주주지분 순이익	-2.5	2.3	-1.2	-7.4	16.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**-2.8**	**0.6**	**-7.9**	**6.4**	**-32.3**
당기순이익(손실)	-2.5	2.3	-1.2	-7.4	16.9
유형자산상각비	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4
무형자산상각비	0.0	3.4	1.1	0.0	0.0
운전자본의 증감	-0.4	-10.2	-9.0	5.8	-41.3
투자활동 현금흐름	**-0.2**	**0.3**	**-21.0**	**3.5**	**-8.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.8
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.2	0.0	0.1	-2.3
재무활동 현금흐름	**5.0**	**0.4**	**25.5**	**-1.7**	**33.8**
차입금의 증감	0.0	0.0	-0.8	-0.1	29.1
자본의 증가	5.0	0.0	26.7	0.0	7.3
현금의 증가(감소)	1.9	1.3	-3.4	8.1	-7.3
기초현금	2.2	4.1	5.4	2.0	10.1
기말현금	4.1	5.4	2.0	10.1	2.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	8.3	11.5	31.7	46.1	78.7
현금및현금성자산	4.1	5.4	2.0	10.1	2.8
매출채권	2.1	5.2	5.2	13.3	14.8
재고자산	0.7	0.0	2.9	9.5	23.2
비유동자산	6.1	8.0	8.6	9.1	18.8
유형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8
무형자산	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
투자자산	0.4	0.3	0.3	0.2	2.5
자산총계	**14.3**	**19.5**	**40.3**	**55.2**	**97.5**
유동부채	3.7	5.5	1.3	23.9	39.5
매입채무	0.3	0.9	0.3	3.5	12.5
단기차입금	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0
비유동부채	0.1	1.2	0.4	0.5	10.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0
장기차입금	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
부채총계	**3.8**	**6.7**	**1.6**	**24.5**	**50.0**
자본금	3.7	3.7	4.7	4.7	4.8
자본잉여금	6.2	6.2	31.9	31.9	39.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.7	2.9	1.6	-5.7	11.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**10.5**	**12.8**	**38.6**	**30.7**	**47.6**

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	2,742	6,283	3,400	2,371	6,191
EPS(지배주주)	-334	314	-143	-792	1,779
CFPS	-296	1,437	116	31	934
EBITDAPS	-368	628	34	-64	755
BPS	1,425	1,730	4,143	3,296	4,989
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	-62.4	-48.2	16.9
PCR	0.0	0.0	76.6	1,226.7	32.2
PSR	0.0	0.0	2.6	16.1	4.9
PBR	0.0	0.0	2.2	11.6	6.0
EBITDA	-2.7	4.6	0.3	-0.6	7.2
EV/EBITDA	1.2	-0.9	215.0	-566.0	40.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-26.4	19.9	-4.6	-21.3	43.1
EBITDA 이익률	-13.4	10.0	1.0	-2.7	12.2
부채비율	36.1	52.2	4.3	79.6	105.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	3.2
이자보상배율(x)	-189.9	22.5	-37.8	-179.1	3.6
매출채권회전율(x)	9.6	12.8	5.4	2.4	4.2
재고자산회전율(x)	47.1	127.9	19.7	3.6	3.6

Industry Indepth
2022. 10. 13

팬엔터테인먼트 068050

팬(Pan)덤 속으로

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ 〈겨울연가〉부터 〈해.품.달〉, 〈동백꽃 필 무렵〉 등 다수의 흥행작 제작 경험 풍부
- ✓ 연평균 제작편수 3편으로 2022년 첫 드라마는 〈가우스전자〉로 9월 30일 방영
- ✓ 2023년 〈꽃선비 열애사〉 포함 4~5작품 편성으로 큰 폭의 외형 성장 기대
- ✓ 대다수 작품에 대한 IP 확보 계획으로 리쿱율 상향에 따른 수익성 개선 기대
- ✓ 2023년 매출액 770억원(+277.9% YoY), 영업이익 127억원(+1,149.2% YoY) 전망

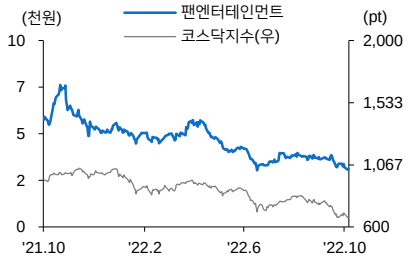
Not Rated

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (10.12)	2,995 원
상승여력	-

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	829억원
발행주식수	2,769만주
유동주식비율	62.95%
외국인비중	0.74%
52주 최고/최저가	7,320원/2,920원
평균거래대금	5.7억원
주요주주(%)	
박영석 외 2 인	35.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	-42.1	-45.1
상대주가	-0.8	-21.2	-23.2

주가그래프



한국 드라마의 역사와 함께 성장

팬엔터테인먼트는 1998 년 설립되어 2002 년 한류의 원조격인 〈겨울연가〉를 제작해 한국 드라마의 본격적인 해외 진출을 알렸다. 〈해를 품은 달〉, 〈각시탈〉, 〈청춘기록〉, 〈동백꽃 필 무렵〉 등 지난 20 년 동안 다양한 장르의 드라마 60 여 편을 제작했다.

2023년 제작편수 4~5편으로 외형 성장 기대

2021 년까지 연평균 3 편의 드라마를 제작했고, 2022 년 첫 제작 드라마는 〈가우스전자〉로 지난 9 월 30 일 ENA 채널에서 방영을 시작했다. 최근 드라마 제작 성과는 다소 부진했으나, 2023 년에는 〈꽃선비 열애사〉, 〈국민사형투표〉, 〈반짝이는 워터멜론〉 등 총 4~5 편이 방영되는 만큼 외형 성장이 기대된다. 최근 협상력이 강화된 제작사들처럼 동사도 향후 제작되는 드라마 IP 를 확보한다는 방침으로, IP 를 활용한 부가가치 창출이 가능할 전망이다.

Peer 대비 현저한 저평가

2023 년 방영 예정인 4~5 편의 드라마에 대해 약 20%의 매출총이익률을 가정할 경우 연간 영업이익은 127 억원(+1,149.2% YoY)을 전망한다. 이 경우 2023 년 예상 PER 6.8 배 수준으로 Peer 대비 현저한 저평가 수준이다. 자체 제작 드라마 경쟁력을 통해 음반 사업으로 영역을 확장하고 있으며, 최근 틱톡(Tik Tok) 모회사인 중국 최대 모바일 비디오 플랫폼 '더우인(Douyin)'과 파트너십을 체결하고 해외 음원 유통 사업 경쟁력을 강화했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	42.3	-0.7	-1.7	-83	-365.8	1,738	-25.4	1.2	756.1	-3.9	69.4
2018	13.2	-0.7	-1.0	-38	-54.2	1,705	-49.0	1.1	1,007.5	-2.2	42.4
2019	40.2	1.1	1.1	42	-209.2	1,754	63.2	1.5	43.1	2.4	62.2
2020	24.7	2.5	1.8	66	58.7	2,495	99.8	2.6	58.6	3.1	51.7
2021	30.2	1.2	3.7	147	122.5	2,667	35.6	2.0	69.1	5.7	53.3

2023년 드라마 제작 4~5편으로 큰 폭의 외형 성장 기대

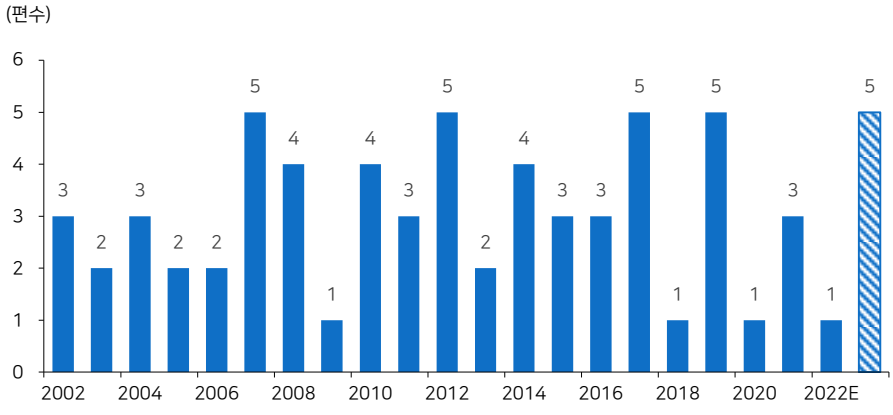
팬엔터테인먼트는 1998년 설립되어 2002년 한류의 원조격인 <겨울연가>를 제작해 한국 드라마의 본격적인 해외 진출을 알렸다. <해를 품은 달>, <각시탈>, <청춘기록>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편을 제작했다. 2021년까지 연평균 3편의 드라마를 제작해왔고, 2022년 첫 드라마 <가우스전자>는 9월 30일 방영을 시작했다. 최근 드라마 제작 성과는 부진했으나, 2023년에는 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편이 편성을 앞두고 있어 큰 폭의 외형 성장이 기대된다. 최근 제작사들의 협상력 강화로 향후 제작되는 드라마에 대해 IP를 모두 확보할 방침이며, 리쿱율 상향에 따른 수익성 개선도 기대된다.

그림112 **팬엔터테인먼트 제작 드라마**



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림113 **팬엔터테인먼트 연간 드라마 제작편수**



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

2023년 영업이익 127억원, PER 6.8배로 현저한 저평가 구간

2023년 방영 예정인 4~5편의 드라마에 대해 약 20%의 매출총이익률을 가정할 경우 연간 영업이익은 127억원(+1,149.2% YoY)을 전망한다. 이 경우 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 Peer 대비 현저한 저평가 수준이다. 자체 제작 드라마 경쟁력을 통해 음반 사업으로 영역을 확장하고 있으며, 최근 틱톡(Tik Tok) 모회사인 중국 최대 모바일 비디오 플랫폼 '더우인(Douyin)'과 파트너십을 체결 하고 해외 음원 유통 사업 경쟁력을 강화했다.

표28 **팬엔터테인먼트 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**3.9**	**12.3**	**11.0**	**3.0**	**2.1**	**1.7**	**3.3**	**13.3**	**30.2**	**20.4**	**77.0**
% YoY	-40.2%	772.0%	40.4%	-66.0%	-46.9%	-86.2%	-70.0%	336.8%	22.2%	-32.6%	277.9%
엔터테인먼트	3.4	11.6	10.3	2.3	1.4	1.0	2.6	12.6	27.6	17.5	74.1
건물임대	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	2.8	2.9	2.9
매출원가	**3.0**	**10.9**	**10.6**	**2.2**	**1.6**	**1.0**	**3.0**	**11.3**	**26.4**	**16.9**	**61.1**
% YoY	-43.4%	1216.9%	70.1%	-71.2%	-47.1%	-90.4%	-71.8%	411.6%	32.5%	-36.1%	261.4%
매출원가율	75.9%	88.9%	96.0%	72.6%	75.6%	61.7%	90.0%	85.0%	87.4%	82.9%	79.3%
매출총이익	**0.9**	**1.4**	**0.4**	**0.8**	**0.5**	**0.7**	**0.3**	**2.0**	**3.8**	**3.5**	**16.0**
% YoY	-27.4%	136.0%	-72.8%	-34.5%	-46.3%	-52.4%	-25.5%	138.9%	-20.6%	-8.2%	358.1%
GPm(%)	24.1%	11.1%	4.0%	27.4%	24.4%	38.3%	10.0%	15.0%	12.6%	17.1%	20.7%
판관비	**0.4**	**0.8**	**0.4**	**0.8**	**0.4**	**0.7**	**0.7**	**0.7**	**2.4**	**2.5**	**3.3**
% YoY	-28.7%	54.2%	4.8%	-7.6%	8.3%	-20.2%	58.5%	-8.0%	14.7%	1.7%	33.1%
인건비	0.2	0.6	0.2	0.6	0.2	0.5	0.4	0.5	1.6	1.7	2.3
유무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지급수수료	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
광고선전비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.4
영업이익	**0.6**	**0.5**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.0**	**-0.3**	**1.3**	**1.2**	**1.0**	**12.7**
% YoY	-26.5%	1617.4%	-97.9%	-91.2%	-80.7%	적전	적전	3395.2%	-52.7%	-12.7%	1149.2%
영업이익률(%)	14.8%	4.2%	0.2%	1.2%	5.4%	-1.5%	-10.1%	9.5%	3.8%	5.0%	16.5%
법인세차감전순이익	0.6	1.3	0.1	1.2	0.1	1.6	0.4	2.1	3.2	4.2	16.1
법인세비용	0.0	-0.8	0.0	0.3	0.0	0.4	0.1	0.5	-0.5	1.0	3.9
당기순이익	**0.6**	**2.1**	**0.1**	**0.9**	**0.1**	**1.2**	**0.3**	**1.6**	**3.7**	**3.2**	**12.2**
당기순이익률(%)	15.6%	17.0%	1.0%	28.8%	4.5%	72.4%	0.0%	0.0%	12.2%	15.7%	15.9%

자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

팬엔터테인먼트 (068050)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**42.3**	**13.2**	**40.2**	**24.7**	**30.2**
매출액증가율 (%)	19.8	-68.8	204.4	-38.5	23.0
매출원가	41.0	11.3	36.8	20.0	26.4
매출총이익	1.4	2.0	3.5	4.8	4.0
판매관리비	2.1	2.7	2.4	2.3	2.5
영업이익	**-0.7**	**-0.7**	**1.1**	**2.5**	**1.2**
영업이익률	-1.7	-5.2	2.7	9.9	4.9
금융손익	-0.6	-0.2	-0.4	-0.5	2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
기타영업외손익	-0.2	-0.1	0.5	-0.2	-0.3
세전계속사업이익	-1.5	-1.1	1.2	1.8	3.5
법인세비용	0.2	-0.0	0.1	-0.0	-0.5
당기순이익	**-1.7**	**-1.0**	**1.1**	**1.8**	**3.7**
지배주주지분 순이익	-1.7	-1.0	1.1	1.8	3.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**1.2**	**-2.8**	**-13.0**	**9.5**	**-1.2**
당기순이익(손실)	-1.7	-1.0	1.1	1.8	4.0
유형자산상각비	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0
운전자본의 증감	1.9	-2.8	-15.3	6.4	-3.8
투자활동 현금흐름	**0.3**	**1.6**	**2.8**	**0.4**	**-0.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.3
투자자산의감소(증가)	1.0	4.3	-0.0	0.1	-0.0
재무활동 현금흐름	**12.0**	**-12.0**	**9.8**	**-1.1**	**7.3**
차입금의 증감	3.2	-12.0	10.1	-0.1	5.1
자본의 증가	8.8	0.0	0.0	0.4	0.0
현금의 증가(감소)	13.4	-13.2	-0.4	8.8	5.6
기초현금	1.7	15.0	1.9	1.5	10.3
기말현금	15.0	1.9	1.5	10.3	15.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	22.6	11.1	20.0	25.9	32.0
현금및현금성자산	15.0	1.9	1.5	10.3	15.9
매출채권	3.7	0.4	14.6	7.5	10.1
재고자산	0.5	2.3	1.6	2.5	2.5
비유동자산	57.6	55.0	57.5	77.2	79.4
유형자산	41.4	40.8	40.2	64.2	6.3
무형자산	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
투자자산	4.6	0.3	0.3	0.3	0.4
자산총계	**80.2**	**66.2**	**77.5**	**103.1**	**111.4**
유동부채	17.4	11.4	19.2	14.6	31.1
매입채무	0.2	0.3	0.8	0.1	0.1
단기차입금	11.9	5.0	12.5	5.1	5.0
유동성장기부채	2.7	4.2	4.6	6.6	6.0
비유동부채	15.4	8.3	10.5	20.6	7.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.2	4.6	6.6	12.0	0.0
부채총계	**32.9**	**19.7**	**29.7**	**35.1**	**38.7**
자본금	6.9	6.9	6.9	13.6	13.6
자본잉여금	30.2	30.2	30.2	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	8.0	8.0	8.0	27.1	27.1
이익잉여금	2.2	1.2	2.3	4.1	8.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**47.3**	**46.5**	**47.8**	**68.0**	**72.7**

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	2,082	485	1,476	908	1,116
EPS(지배주주)	-83	-38	42	66	147
CFPS	4	11	99	133	111
EBITDAPS	3	2	80	121	82
BPS	1,738	1,705	1,754	2,495	2,667
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-25.4	-49.0	63.2	99.8	35.6
PCR	541.0	177.9	26.6	49.5	46.9
PSR	1.0	3.9	1.8	7.3	4.7
PBR	1.2	1.1	1.5	2.6	2.0
EBITDA	0.1	0.1	2.2	3.3	2.2
EV/EBITDA	756.1	1,007.5	43.1	58.6	69.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.9	-2.2	2.4	3.1	5.7
EBITDA 이익률	0.2	0.5	5.4	13.3	7.4
부채비율	69.4	42.4	62.2	51.7	53.3
금융비용부담률	1.4	2.1	1.1	2.1	3.9
이자보상배율(x)	-1.3	-2.5	2.3	4.7	1.3
매출채권회전율(x)	6.3	6.5	5.4	2.2	3.5
재고자산회전율(x)	67.5	9.4	20.6	12.1	12.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

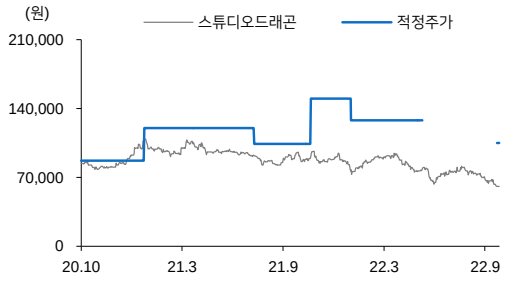
2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.08.07	기업브리프	Hold	87,000	이효진	-2.0	22.9
2021.01.22	산업브리프	Hold	120,000	이효진	-18.6	-9.0
2021.08.06	기업브리프	Hold	104,000	이효진	-15.3	-8.3
2021.11.15	산업분석	Buy	150,000	이효진	-41.3	-35.7
2022.01.26	산업브리프	Buy	128,000	이효진	-38.5	-26.1
2022.10.13				담당자 변경	-	-
2022.10.13	산업분석	Buy	105,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



콘텐트리중앙 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.08.10	기업브리프	Buy	36,000	이효진	-25.0	-8.6
2020.10.19	산업브리프	Buy	31,000	이효진	-12.4	4.4
2020.11.17	산업분석	Hold	31,000	이효진	10.3	42.4
2021.01.22	산업브리프	Hold	46,000	이효진	1.5	23.9
2021.06.03	산업분석	Hold	51,000	이효진	-0.5	37.3
2021.11.15	산업분석	Hold	76,000	이효진	-26.2	-5.4
2022.01.26	산업브리프	Hold	69,000	이효진	-24.4	-12.3
2022.06.02	산업분석	Hold	54,000	이효진	-31.2	-7.4
2022.10.13				담당자 변경	-	-
2022.10.13	산업분석	Buy	43,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

