

이 보고서는 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서

[▶ YouTube 요약 영상 보러가기](#)

에이스토리(241840)

오락·문화

요약

기업현황

시장동향

기술분석

재무분석

주요 변동사항 및 전망



작성기관

(주)NICE디앤비

작성자

이윤선 연구원

- 본 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의 일환으로 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해, 한국거래소와 한국예탁결제원의 후원을 받아 한국IR협의회가 기술신용평가기관에 발주하여 작성한 것입니다.
- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미게재 상태일 수 있습니다.
- 카카오톡에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.



한국IR협회

에이스토리(241840)

다수의 스타작가 및 감독을 보유한 드라마 제작업체

기업정보(2022/04/19 기준)

대표자	이상백
설립일자	2004년 01월 06일
상장일자	2019년 07월 19일
기업규모	중소기업
업종분류	방송 프로그램 제작업
주요제품	방송 프로그램

시세정보(2022/04/19 기준)

현재가	31,150원
액면가	500원
시가총액	2,949억원
발행주식수	9,531,760주
52주 최고가	50,300원
52주 최저가	23,950원
외국인지분율	1.26%
주요주주	
(주)에스프로덕션	13.14%
이상백	12.59%

■ 드라마 제작사업을 영위 중인 방송프로그램 제작업체

에이스토리(이하 동사)는 2004년 설립되었으며, 2019년 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 드라마 제작을 주요 사업으로 영위 중이며, <시그널>, <킹덤>, <지리산> 등을 총 37개의 작품을 제작 및 방영하였다. 현재 동사 주요 매출원은 드라마 저작물 관련 매출이나, 향후 자체 IP 확보를 통해 저작권 매출의 비중을 늘려나갈 예정이다.

■ OTT 플랫폼의 등장으로 인한 방송프로그램 제조업 시장 확대

방송프로그램 제작업은 방송용 프로그램만을 전문적으로 제작하는 산업을 일컬으며, 그중에서도 드라마 산업은 대중문화를 선도하는 콘텐츠로 방송사의 핵심 콘텐츠로 자리매김하고 있다. 최근에는 지상파 및 유료방송을 넘어 OTT(Over The Top)와 같은 새로운 플랫폼이 등장하며 수요가 확대되고 있으며, 국내뿐만 아니라 전 세계적으로 소비되는 문화 콘텐츠로 발전하고 있다.

최근 OTT 플랫폼은 인공지능과 빅데이터 기술의 발전으로 콘텐츠를 유통하는 과정에서 수집된 데이터를 분석하여 다양한 신규 서비스를 창출하고 있으며, COVID-19로 인하여 집에서 소비하는 시간이 증가함에 따라 OTT 서비스 시장도 급속도로 성장하고 있다.

■ 제작 역량 강화 및 자체 IP 확보를 통한 수익구조 개선

동사는 다수의 스타작가 및 감독과 전속계약을 맺고 있으며, Netflix의 첫 아시아 로컬 오리지널 드라마인 <킹덤>을 제작하여 제작 능력을 인정받았다. 현재는 수익구조 개선을 통해 자체 IP 확보에 힘쓰고 있으며, 이를 이용한 메타버스, 웹툰, 게임 등 부가사업을 진행하여 사업을 확장해 나가고 있다.

요약 투자지표 (K-IFRS 별도 기준)

구분 년	매출액 (억 원)	증감 (%)	영업이익 (억 원)	이익률 (%)	순이익 (억 원)	이익률 (%)	ROE (%)	ROA (%)	부채비율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)
2019	282.4	-39.2	-10.7	-3.8	-11.8	-4.2	-4.6	-4.0	4.3	-143	4,143	N/A	2.2
2020	221.0	-21.8	-8.8	-4.0	-73.8	-33.4	-21.3	-15.5	79.6	-792	3,358	N/A	11.4
2021	587.4	165.8	67.6	11.5	168.8	28.7	43.1	22.1	105.1	1,779	5,123	16.9	5.9

기업경쟁력

인력관리를 통한 제작 역량 강화

- 스타작가 및 감독과의 전속계약을 통한 제작 역량 강화
- 극본 공모를 통한 신익작가 발굴 및 육성

드라마 IP를 활용한 부가사업 추진

- 성공 가능성이 높은 드라마의 경우 제작비 부담 비율을 높여 드라마 IP 확보 추진
- 드라마 IP를 활용하여 메타버스, 웹툰, 게임 등 부가 사업과의 연계를 계획 중

핵심기술 및 적용제품

OTT 플랫폼의 오리지널 콘텐츠 제작

- 2017년 중국 Tencent의 투자를 받아 <Shall we fall in love?> 제작
- 2019년 Netflix의 첫 한국 오리지널 드라마 <킹덤 시즌1, 2> 제작

동사의 주요 작품



시장경쟁력

국내 방송프로그램 제작업 시장규모

년도	시장규모	성장률
2017년	2조 46억 원	연평균 10.3% ▲
2022년(E)	3조 2,736억 원	

- 드라마를 비롯하여 각종 방송 콘텐츠는 지상파, 유료방송 중심에서 OTT와 같은 새로운 플랫폼들이 등장하며 그 수요가 점차 확대되고 있음
- OTT는 기존 방송·통신 사업자가 아닌 제3의 사업자가 유무선 통신망을 이용하여 다양한 미디어 콘텐츠를 제공하는 서비스로, 최근 COVID-19로 인한 야외활동 제한으로 OTT 서비스 시장이 급속도로 성장하고 있음
- 동사는 이러한 시대적 흐름에 발맞춰 OTT 플랫폼 콘텐츠를 제작하여 성과를 거뒀으며, 현재 사업 확장을 위한 자체 드라마 IP 확보를 추진 중임

ESG(Environmental, Social and Governance) 활동 현황

E

(환경경영)

- 동사는 드라마 콘텐츠를 제작하여 공급하는 사업을 영위 중으로 환경오염물질 배출과 관련이 없음.
- 동사는 환경법규를 준수하여 관련 법상의 행정적 제재를 받은 사실이 없음.
- 동사는 다회용컵 사용, 분리수거 등 일상생활에서 실천할 수 있는 환경보호 활동에 참여하고 있음.

S

(사회책임경영)

- 동사는 드라마 콘텐츠를 국내를 비롯한 해외시장에 공급하여 미디어 산업 발전에 기여하고 있으며, 그 성과로 2020년 대한민국 콘텐츠대상 해외진출유공 대통령 표창을 수상한 바 있음.
- 동사는 카페24 오피스, 업무 관련 도서 지원, 중식 식대 지원 등의 복리후생제도를 운영하고 있음.
- 동사의 여성 근로자 비율과 남성대비 여성 근로자의 근속연수는 동 산업(J59) 평균 이상임.

G

(기업지배구조)

- 동사는 사외이사를 선임하였고, 동사의 이사는 최대주주와 독립적인 관계에 있음.
- 동사는 회계 전문인인 감사를 선임하고 감사업무에 요구되는 경영정보를 정관에 따라 제공하고 있음.
- 동사는 전자투표제를 시행한 바 있으며, 상장기업으로 공시의무를 준수하고 있음.

NICE디앤비의 ESG 평가항목 중, 기업의 ESG 수준을 간접적으로 파악할 수 있는 항목에 대한 설문조사를 통해 활동 현황을 구성

I. 기업현황

<시그널>, <킹덤> 등 다수의 히트작을 제작한 드라마 제작업체

동사는 방송프로그램 제작을 목적으로 2004년 설립되었으며, 2021년까지 총 37개의 작품을 제작 및 방영하였으며, Netflix의 첫 아시아 로컬 오리지널 드라마인 <킹덤>을 제작하여 OTT 플랫폼 시장에 진출하였다. 현재 종속회사를 통해 엔터테인먼트 및 미디어 커머스 사업으로 사업을 확장하고 있다.

■ 회사개요 및 주요주주

동사는 2004년 1월 방송프로그램 제작을 목적으로 설립되었으며, 2019년 7월에 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 현재 엔터테인먼트 및 미디어 커머스 사업을 영위 중인 (주)에이아이엠씨를 종속회사로 보유하고 있다.

동사는 드라마 제작을 주요 사업으로 영위 중이며, 2021년까지 총 37개의 작품을 제작 및 방영하였다. 또한, 동사는 2016년 문화체육관광부 장관상을 비롯하여 2019년 국회 문화체육관광위원회장상, 2020년 대한민국 콘텐츠대상 해외진출유공 대통령표창 등 다수의 수상 내역을 보유하고 있다.

한편, 동사의 사업보고서(2021.12)에 따르면, 동사의 최대주주는 (주)이에스프로덕션으로 13.14%의 지분을 보유하고 있으며, 동사의 대표이사 이상백은 12.59%의 지분을 보유하고 있다. (주)이에스프로덕션은 동사의 대표이사인 이상백의 아내인 이승은이 대표이사를 역임하고 있으며, 이승은 대표이사와 이상백 대표이사가 각각 50%의 지분을 보유하고 있다.

[그림 1] 동사의 주요 작품 및 수상내역

수상내역	
2020	대한민국 콘텐츠대상 해외진출유공 대통령표창
2019	숨피 어워드 올해의 드라마상 뉴시스 한류엑스포 한류콘텐츠대상 (국회 문화체육관광위원회장상)
2017	방송통신위원회 방송대상 TV부문 우수상
2016	문화체육관광부 장관상 (미디어산업 발전 기여) tvN 10어워즈 콘텐츠 본상 한국드라마 제작자협회 올해의 드라마 대상 백상예술대상 TV 드라마 작품상 / TV 극본상

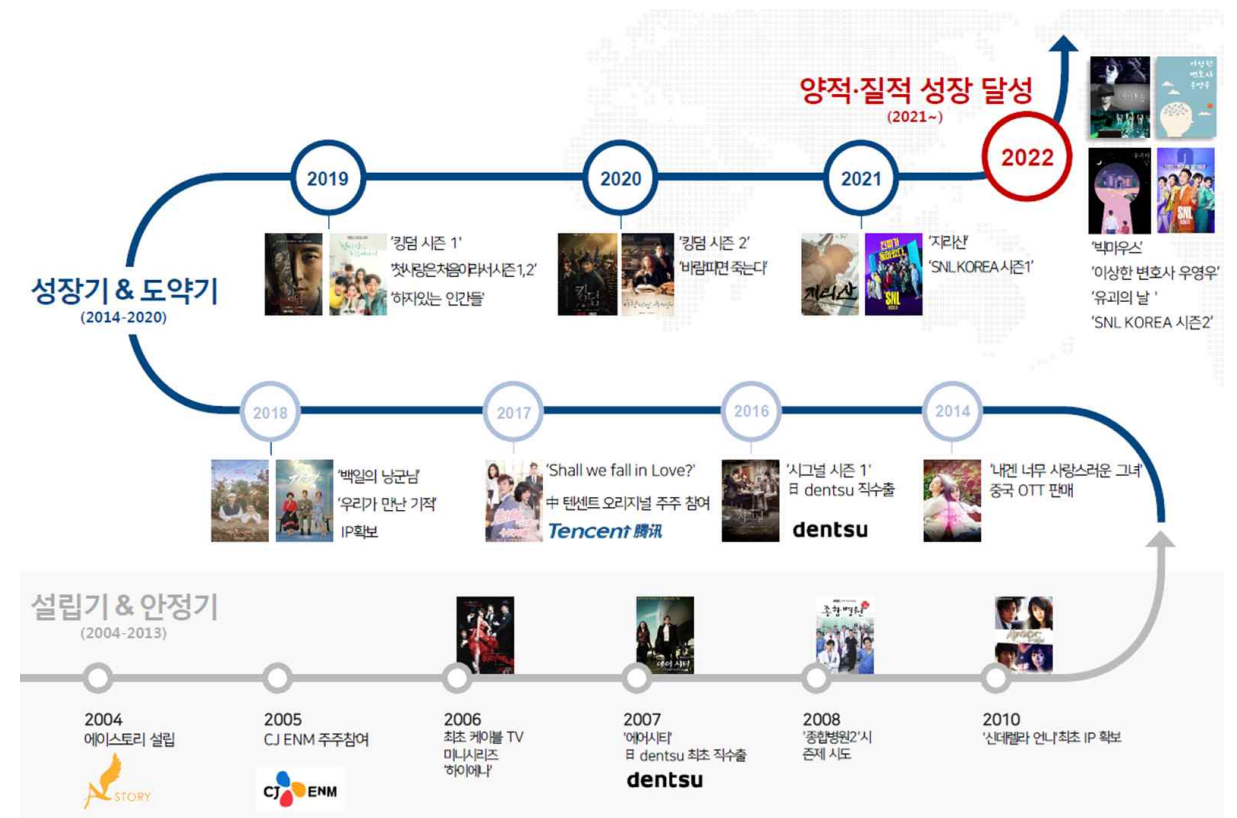
*출처: 동사 IR 자료

■ 주요 사업 현황

동사는 드라마를 기획하고 제작하여 방송사 및 OTT 플랫폼 등에 공급하는 드라마 콘텐츠 제작사업과 드라마 IP(지적재산권) 판매 및 관련 부가사업 (OST, 게임) 등을 영위 중이다.

특히, 최근 OTT 시장의 성장에 발맞춰 동사는 Netflix의 첫 아시아 로컬 오리지널 드라마인 <킹덤 시즌1> 제작을 시작으로 <첫사랑은 처음이라서 시즌 1, 2>, <킹덤 시즌2>를 제작하여 제공하였으며, 2021년 방영한 <지리산>을 제작하여 국내 제작사 및 글로벌 OTT 플랫폼에 제공하였다. 한편, 2018년에는 <우리가 만난 기적>에 대하여 저작권을 보유하는 계약을 체결하여 저작권 수익을 얻은 바 있으며, <신데렐라 언니>, <시그널 시즌1>, <발리에서 생긴 일> 등의 해외 리메이크를 통한 수익도 발생하고 있다.

[그림 2] 동사의 주요 연혁



*출처: 동사 IR 자료

■ COVID-19로 인한 OTT 서비스 수요 증가로 동사의 매출 증가

동사는 방송사, OTT 플랫폼 등에 드라마를 제작하여 판매하고 있으며, 이러한 저작물을 기반으로 저작권(해외판권, OST, VOD(Video On Demand) 방영권 등)의 판매사업을 부가적으로 수행하고 있다.

동사의 매출유형은 드라마 저작물, 저작권, 매니지먼트, IP 부가사업으로 구분된다. 드라마 저작물은 드라마 제작에 따른 수익으로 방송사 및 OTT 플랫폼 등

유통채널로부터 받는 드라마 제작비와 간접광고(Product Placement, PPL), 협찬 등의 제작지원비로 구성되어 있다. 저작권은 드라마에 대한 IP의 유통과 관련된 수익으로 해외판권, 케이블 및 VOD 방영권, OTT 플랫폼 전송권, OST 음원 등의 판매로 발생한 수익으로 구성되어 있다. 매니지먼트와 IP 부가사업은 종속회사인 (주)에이아이엠씨에서 발생하는 수익으로 전속 대중문화 예술인의 광고, 방송출연 등의 매출과 커머스, 디지털 자산 판매 등의 매출로 구성되어 있다.

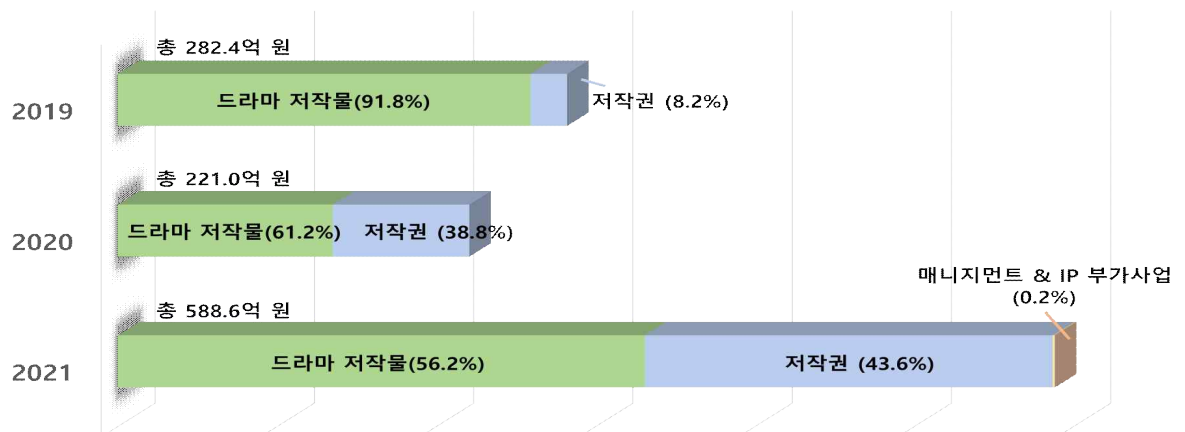
동사의 사업보고서 (2021.12)에 의하면, 동사의 매출액은 2019년 282.4억 원, 2020년 221.0억 원, 2021년 연결기준 588.6억 원으로 2021년 매출액이 큰 폭으로 증가하였다. 동사의 매출 비중을 살펴보면 2019년에는 드라마 저작물이 91.8%로 대부분을 차지하고 있으나, 2021년 드라마 저작물 56.2%, 저작권 43.6%로 저작권의 매출 비중이 크게 증가하였다.

이러한 매출의 변화는 COVID-19로 인하여 OTT 서비스에 대한 수요 급증과 동사의 매출구조가 자체 IP를 확보해 국내외 플랫폼에 방영권을 판매하는 방식으로 전환되었기 때문으로 예상된다. 또한, 2021년 매출액의 급격한 증가는 2021년 방영한 드라마 <지리산>의 매출에 따른 것으로 예상된다. <지리산>의 회당 제작비는 약 25~28억 원이었으며, 국내 방영권은 208억 원 수준으로 알려져 있다.

한편, 동사의 종속회사인 (주)에이아이엠씨는 2021년 3월에 설립되었으며, 이를 통한 매출(매니지먼트 및 IP 부가사업)은 아직 미미한 수준이다.

[그림 3] 동사의 3개년 매출액 추이

(K-IFRS 별도 기준, 단 2021년은 연결기준)



*출처: 동사 사업보고서(2021.12), NICE디앤비 재구성

■ 동사의 ESG 활동

동사는 드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하여 공급하는 드라마 콘텐츠 제작사업을 주 사업으로 영위하고 있으며 원천 IP를 활용하여 관련된 OST, 게임 등 부가사업도 함께 진행하고 있다. 동사는 방송프로그램 공급사로 대기, 수질, 토양 등 환경오염 물질 배출과 무관하다. 동사는 환경(E) 부문에서 사업 특성상 공개된 정보가 많지 않으나, 국내외 환경법규를 준수하여 환경 관련 법상의 행정상 조치를 받은 사실이 없다. 또한, 동사의 임직원에게 다회용 컵 사용을 장려하여 일회용품 사용량을 줄이고 분리수거 활동을 시행하는



등 일상생활 속에서 환경보호를 위해 노력하고 있는 것으로 확인된다.

동사는 사회(S) 부문에서 드라마 콘텐츠를 국내뿐만 아니라 해외 시장에 제공하여 미디어 산업 발전에 기여하고 있으며, 그 성과로 2017년 방송통신위원회 방송대상 TV 부문 우수상을 수상한 데 이어 2020년 대한민국 콘텐츠대상 해외진출유공 대통령 표창을 수상하였다.

동사 사업보고서(2021.12)에 의하면 동사의 여성 근로자의 비율은 약 68.3%로 동 산업(J59, 영상·오디오 기록물 제작 및 공급업)의 여성 근로자 비율인 47.2%에 상회한다. 동사의 남성대비 여성 근로자의 급여 수준은 71.2%로 산업 평균인 73.4%에 다소 못 미치나, 남성대비 여성 근로자의 근속연수는 142.1%로 산업 평균인 79.6% 이상으로 동사는 일정 수준의 성별에 따른

고용 평등을 실천하는 것으로 확인된다.

[표 1] 동사 근로자 성별에 따른 근속연수 및 급여액

(단위: 명, 년, 천 원)

성별	직원 수		평균근속연수		1인당 연평균 급여액	
	동사	동 산업	동사	동 산업	동사	동 산업
남	13	11,922	1.9	4.9	268,367	45,012
여	28	10,665	2.7	3.9	191,073	33,036
합계	41	22,587	-	-	-	-

*출처: 고용노동부 「고용형태별근로실태조사」 보고서 (2021.02), 동사 사업보고서(2021.12), NICE디앤비 재구성



동사는 지배구조(G) 부문에서 동사의 사업보고서(2021.12)에 의하면 동사의 이사회는 사내이사 2인, 사외이사 1인으로 구성되어 있다. 동사의 이사는 최대주주 및 주요주주와 독립적인 관계에 있으며, 이사의 선임은 이사회에서 후보를 선정하여 주주총회에 의안을 제출하여 이루어진다. 동사는 공인 회계사인 감사를 선임하여 감사업무의 전문성을 갖추었으며 감사업무에 필요한 경영정보를 규정에 따라 적절히 제공하고 있다. 동사는 주주의결권 지원제도로 전자투표제를 도입하여 시행한 바 있으며, 상장기업으로 공시의무를 준수하고 있다.

[표 2] 동사의 지배구조

(단위: 명, %)

이사회		감사		주주	
의장, 대표이사의 분리	-	회계 전문성	○	최대주주 지분율	13.14
사내/사외	2/1	특수관계인	-	소액주주 지분율	52.98
사외이사 재직기간	6년 미만	내부통제 제도	○	3년 이내 배당	-
내부위원회	-	감사 지원조직	-	의결권 지원제도	○

*출처: 동사 사업보고서(2021.12), NICE디앤비 재구성

II. 시장동향

OTT 플랫폼의 활성화 및 COVID-19의 영향으로 인하여 관련 시장 성장세

방송프로그램 제작업은 방송국으로부터 요청받은 방송용 프로그램만을 전문적으로 제작하는 산업 활동을 일컬으며, OTT와 같은 새로운 플랫폼의 등장으로 방송프로그램의 수요가 확대되고 있다. 최근에는 COVID-19의 영향으로 관련 시장이 급속도로 성장하고 있다.

■ 방송프로그램 제작업의 개요

방송프로그램 제작업은 방송 제작 시설을 갖추고 방송국으로부터 요청받은 방송용 프로그램만을 전문적으로 제작하는 산업 활동이다. 방송프로그램은 보도 프로그램(뉴스, 시사 다큐멘터리 등), 교양 프로그램(생활정보, 강좌, 학습 프로그램 등), 오락 프로그램(드라마, 예능, 영화, 애니메이션, 스포츠 등)으로 분류된다. 방송프로그램의 제작과정은 크게 프리 프로덕션, 프로덕션, 포스트 프로덕션 과정으로 나뉜다. 프리 프로덕션은 프로그램을 기획 구성하는 단계로, 기획 업무에 필요한 자료를 조사하고 아이디어를 모아서 프로그램 대본 초안을 제작한다. 프로덕션 과정은 대본을 바탕으로 프로그램을 촬영하는 단계이며, 포스트 프로덕션은 촬영본을 바탕으로 음향효과, 특수영상 효과, 더빙 등을 첨가하여 편집하고 프로그램을 완성하는 과정이다.

한편, 방송프로그램 제작업의 벨류 체인은 '방송장비 → 방송프로그램 제작업 → 방송 프로그램 편성 및 송출 사업자'로 구성된다. 그러므로 방송프로그램 제작업은 플랫폼 및 포맷의 빠른 변화에 적응할 수 있는 양질의 제작 능력 및 우수한 작가 풀 그리고 흥행성 있는 IP를 얼마나 보유하고 있는가에 대한 여부에 따라 차별화된 경쟁력을 보유하게 되며, 이에 따라 방송국 또는 OTT 플랫폼으로부터 선택을 받아 프로그램을 제작할 수 있게 된다. 방송프로그램 제작업은 초기 투자비용이 많이 들지만 하나의 콘텐츠가 방송, DVD, 케이블 TV 등 다양한 매체에 거쳐 반복 판매되어 지속적인 부가가치 창출이 가능하여 평균 이익률은 제조업 등 전통 산업 대비 높다.

■ OTT 플랫폼 등장으로 인한 시장의 확대

방송프로그램 중에서도 드라마 산업은 대중문화를 선도하는 콘텐츠로 방송사의 최대 수익원이자 핵심적인 콘텐츠로 자리매김하고 있다. 드라마 산업은 과거 지상파, 유료방송 중심에서 OTT와 같은 새로운 플랫폼들이 등장하면서 수요가 확대되고 있으며, 최근에는 국내뿐만 아니라 전 세계적으로 소비되는 문화 콘텐츠로 발전하고 있다.

OTT는 기존 방송·통신 사업자가 아닌 제3의 사업자가 유무선 통신망을 이용하여 동영상, 음성통화 등의 다양한 미디어 콘텐츠를 제공하는 서비스이다. 초기의 OTT는 셋탑박스를 통해 TV로 동영상을 볼 수 있게 하는 방송 서비스였으나, 디지털 네트워크 기술이 발달하며 인터넷을 통해 연결되는 모든 전자기기에서 이용할 수 있는 서비스로 개념이

확대되었다. OTT는 소비자가 원하는 콘텐츠를 On-demand 방식으로 제공하며, 인터넷망을 사용하기 때문에 유료방송 사업자에 비해 저렴한 가격으로 서비스 제공이 가능한 장점이 있다. 최근의 OTT 플랫폼은 인공지능과 빅데이터 기술의 발전으로 콘텐츠를 유통하는 과정에서 수집된 데이터를 분석하여 콘텐츠 추천, 연령등급 자동 분류, 자동 자막 및 더빙 제공 등 다양한 신규 서비스를 창출하고 있다. 더불어 COVID-19로 인하여 집에서 소비하는 시간이 증가함에 따라 OTT 서비스 시장도 급속도로 성장하였다. 또한, OTT 플랫폼의 자체 콘텐츠 제작 및 콘텐츠 제작사에 대한 투자가 확대되고 있어 향후 OTT 서비스 시장의 지속적인 성장이 예상된다. 세계 OTT 시장의 주요 참여 업체는 Netflix(미국), Disney(미국), Apple(미국), Tencent(중국), TVING(한국), Watcha(한국) 등 다양하다.

[그림 4] 다양한 방송 플랫폼



*출처: 동사 IR 자료

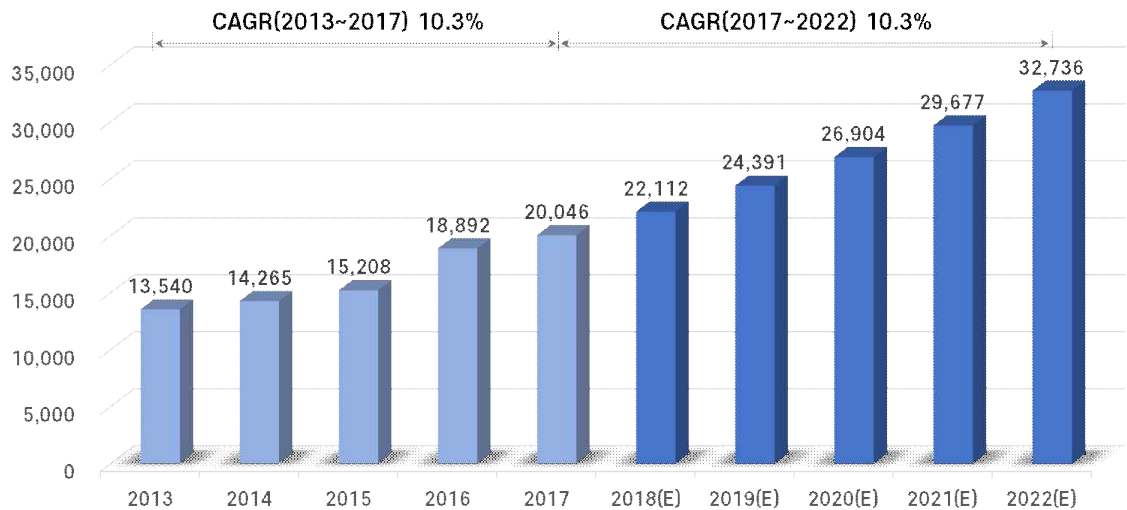
■ 방송매체 확대에 따라 방송프로그램 제조업 시장의 성장세 지속

최근 몇 년간 방송매체가 확대되며 드라마 수요도 증가하고 있다. 드라마 수요가 증가하면서 경쟁력을 갖춘 양질의 드라마가 양산되고 있으며, 해외에서의 한국 콘텐츠 수요 증가로 전반적인 드라마 콘텐츠의 수익성이 향상되고 있다. 또한, 국내외 OTT 플랫폼의 성장과 투자 확대로 양질의 콘텐츠에 대한 수요가 증가하였고, 드라마 제작사의 수익모델이 단순 외주제작에서 IP 확보로 진화하고 있는 추세이다.

통계청의 조사자료(2019)에 따르면, 국내 방송프로그램 제작업의 시장규모는 2013년 1조 3,540억 원에서 2017년 2조 46억 원으로 연평균 10.3% 증가하였으며, 동일 추세를 감안할 때 2022년에는 3조 2,736억 원의 시장규모를 형성할 것으로 전망된다. 한편, 방송프로그램 제작업을 영위하는 업체는 2013년 651개에서 2017년 904개로 증가하였으며, 업체의 평균 매출액은 22.2억 원으로 추산된다.

[그림 5] 국내 방송프로그램 제작업 시장규모

(단위: 억 원)

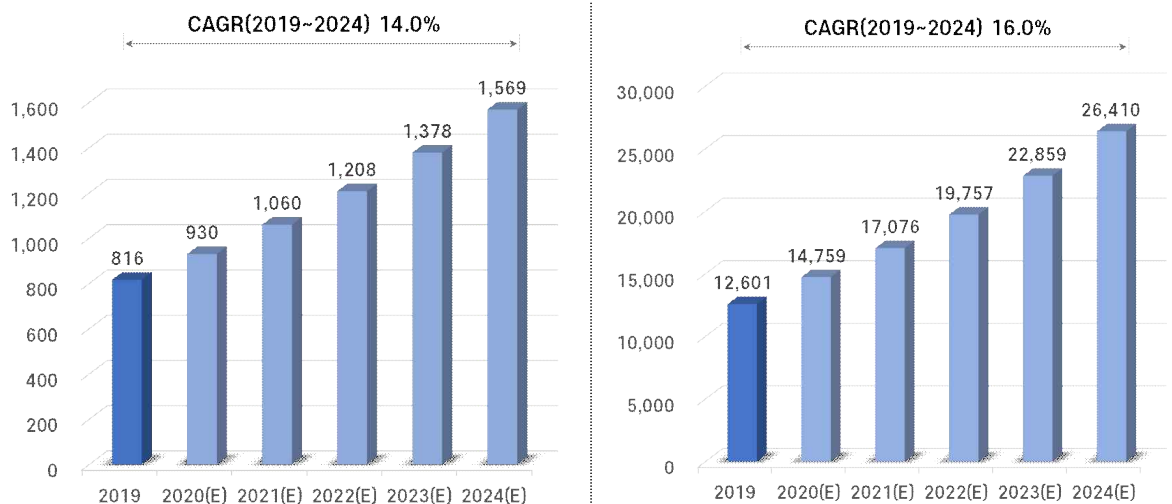


*출처: 통계청 서비스업조사(2019), NICE디앤비 재구성

한편, MarketsandMarkets Research의 조사자료(2020)에 따른 세계 OTT 서비스 시장 규모는 2019년 816억 달러이며, 2024년에는 1,569억 달러로 연평균 14.0%의 성장률을 기록할 것으로 전망했으며, 국내 시장규모는 2019년 1조 2,601억 원에서 연평균 16.0% 증가하여 2024년 2조 6,410억 원의 시장을 형성할 것으로 전망했다.

[그림 6] 세계(좌) 및 국내(우) OTT 서비스 시장규모

(단위: 억 달러, 억 원)



*출처: MarketsandMarkets Research(2020), NICE디앤비 재구성

■ 경쟁사 분석

동사는 방송프로그램 제작업을 영위하고 있으며, 현재 국내에서 동사와 유사한 사업을 영위 중인 업체는 스튜디오드래곤, 초록뱀미디어, 삼화네트웍스 등이 있다.

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJENM의 드라마사업부의 물적분할로 설립되었으며, 드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하여 미디어 플랫폼에 배급하고 있다. 주요 제작 드라마로는 <응답하라 시리즈>, <도깨비>, <아스달연대기>, <사랑의 불시착> 등이 있으며, tvN,



OCN 등의 채널에서 방영되는 드라마를 주로 제작하고 있다.

초록뱀미디어는 2000년에 설립되었으며, 대표작으로는 2003년 SBS 드라마 <올인>이 있으며, 방송 콘텐츠 제작, 드라마 OST, 컬러링, 캐릭터 상품, 테마파크 개발 등의 사업을 영위 중이다.

삼화네트웍스는 국내 최초 드라마 제작사로 김수현 작가를 포함하여 강은경, 이경희 작가 등 다수의 스타작가를 보유하고 있으며, 작가료 및 출연료 선지급을 통해 비용정산 문제에 대한 리스크가 없는 제작사로 유명하다.

[표 3] 주요 경쟁사 비교

기업명	업체 현황	2021년 매출액(억 원)
스튜디오드래곤	<ul style="list-style-type: none">• 2016년 설립• 주요작품: 미생, 호텔 델루나, 도깨비, 빈센조, 사이코지만, 랜썰아 등	4,871 (전년대비 7.4%▼)
초록뱀미디어	<ul style="list-style-type: none">• 2000년 설립• 주요작품: 올인, 불새, 나의 아저씨, 펜트하우스, 아는 와이프 등	1,491 (전년대비 219.0%▲)
삼화네트웍스	<ul style="list-style-type: none">• 1991년 설립• 주요작품: 멜로가 체질, 열혈사제, 가족끼리 왜이래, 구가의 서 등	329 (전년대비 12.4%▲)
동사	<ul style="list-style-type: none">• 2004년 설립• 주요작품: 하이에나, 시그널 시즌1, 신데렐라 언니, 킹덤, 지리산 등	587 (전년대비 165.8%▲)

*출처: 각사 홈페이지 및 공시자료, NICE디앤비 재구성

Ⅲ. 기술분석

인적자원 관리 및 OTT 플랫폼 콘텐츠 제작을 통한 제작 역량 강화

동사는 스타작가 및 감독과의 전속계약을 통해 제작 역량을 강화하고 있으며, 극본 공모 등을 통해 신인작가 발굴 및 육성도 함께 추진하고 있다. 또한, 동사는 OTT 플랫폼의 오리지널 콘텐츠 제작을 통하여 사업 영역을 확대해 나가고 있다.

■ 스타작가 및 감독과의 계약을 통한 제작 역량 강화

과거에는 <겨울연가>의 한류 열풍으로 일부 스타 배우에 의존한 드라마가 제작되었으나, 최근에는 해외 드라마의 유입이 증가하며 탄탄한 스토리 및 신선한 작품에 대한 수요가 증가하고 있다. 이에 따라 방송프로그램 제작은 역량있는 스타작가 및 감독의 섭외가 가장 중요한 요소가 되었다. 동사는 <가을동화>, <겨울연가> 등을 집필한 오수연 작가, <자이언트>, <낭만닥터 김사부> 등을 제작한 유인식 감독 등과 계약관계를 맺고 있으며, 극본 공모를 통한 신인작가 발굴 및 육성을 통해 극본 개발 역량을 강화하고 있다.

[그림 7] 동사의 프로듀서, 작가 및 감독

Producers	Writers & Directors
안인용 PD <후아유>, <오늘부터 사랑해>, <내겐 너무 사랑스러운 그녀>, <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서 시즌 1,2>, <바람피면 죽는다>	장영철·정경순 작가 <대조영>, <자이언트>, <기황후>, <정>, <샐러리맨 조한지>, <돈의 화신>, <문스타>, <배가본드>
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>	오수연 작가 <네 자매 이야기>, <가을동화>, <겨울연가>, <러브레터>, <스타의 연인>, <사랑비>
김민지 PD <추리의 여왕 시즌 1,2>, <첫사랑은 처음이라서>	이성민 작가 <추리의 여왕 시즌 1,2>, <바람피면 죽는다>
정아람 PD <킹덤 시즌 1,2>, <추리의 여왕 시즌 1>	문지원 작가 <이상한 변호사 우영우>, <중인>
김민석 PD <후아유>, <내겐 너무 사랑스러운 그녀>, <처음이라서>, <아이가 다섯>	유인식 감독 <낭만닥터 김사부 1,2>, <배가본드>, <미세스 캅 1,2>, <자이언트>, <너희들은 포위됐다>, <돈의 화신>
신문령 PD <우리가 만난 기적>, <백일의 낭군님>	권성욱 감독 <SNL Korea>, <롤러코스터 리부트>, <노래의 탄생>, <300엑스트라>, <300>
이세원 PD <처음이라서>, <아이가 다섯>, <Shall we fall in love?>, <하자있는 인간들>	오원택 감독 <SNL 코리아>, <최신유행프로그램>, <시를 읽은 당신께>, <인생술집>, <더 지니어스>, <화성인 바이러스>

*출처: 동사 IR 자료

■ 수익구조 개선을 통해 드라마 IP 및 해외판권 확보

1991년 도입된 외주제작 제도를 계기로 동사와 같은 방송프로그램 외주 제작사가 활성화되면서 드라마의 경우 70% 이상이 외주제작의 형태로 진행되고 있다. 최근에는 국내외 OTT 플랫폼의 성장과 투자 확대로 양질의 콘텐츠에 대한 수요가 증가하여, 드라마 제작사의 수익모델이 단순 외주제작에서 IP 확보로 진화하고 있다.

과거 지상파 방송사 위주의 단순 외주제작 계약을 통해 드라마를 제작하여 납품하는 경우, 대부분 방송사가 드라마 IP 및 해외판권 수익을 가져가는 구조가 대부분이었다. 하지만 최근에는 글로벌 OTT 플랫폼 산업의 발전과 함께 드라마 IP 및 해외판권을 높게 배분받는 기회가 확대되고 있으며, 동사도 성공 가능성이 높은 드라마의 경우 제작비 부담 비율을 높여 드라마 IP 및 해외판권을 확보할 수 있도록 수익구조를 개선하고 있다.


현재 드라마 저작권의 수익구조는 제작비의 부담 비율에 따라 소유권 및 분배 비율이 결정되고 있다. 그러므로 드라마의 해외 판매 시, 작품에 대한 저작권을 방송사가 소유한 경우, 방송사의 자회사를 통해 판매되며, 자회사가 평균 20%의 판매 수수료를 지급받고, 방송사와 제작사가 수익의 40%를 각각 배부한다. 반면, 제작사가 100% 저작권을 소유하고 있는 경우, 제작사가 대행사를 선정하여 해외 판매를 하고 있다. 최근에는 플랫폼 채널이 다양화되고, 한국 드라마의 해외 인기에 힘입어 해외판권 판매가 증가하고 있는 바, 제작사 및 방송사에 있어서 저작권 확보가 중요해 지고 있다. 이에 동사는 드라마 제작단계에서부터 드라마 저작물과 저작권 수익배분에 대한 검토를 면밀히 하고 있으며, 2018년 KBS에서 방영된 <우리가 만난 기적>의 저작권을 보유하고 방송사와 계약을 체결한 바 있다. 이후 저작권을 확보하는 작품의 비중을 지속적으로 늘려가고 있다.

■ 글로벌 OTT 플랫폼의 오리지널 콘텐츠 제작 능력 보유

동사는 Netflix의 첫 한국 오리지널 드라마인 <킹덤 시즌1>과 후속 시리즈인 <킹덤 시즌 2>, 한국 드라마 제작사 최초로 2017년 중국 최대 콘텐츠 기업인 Tencent의 투자를 받은 <Shall we fall in love?> 등을 제작한 경험을 바탕으로 차별화된 콘텐츠 제작 기반을 구축하고 있다. 한편, 최근 영화나 드라마는 시리즈물(시즌제) 제작을 통하여 수익성을 향상시키고 있다. 동사는 2019년 <킹덤 시즌1, 2>를 통해 큰 성공을 거둔 바 있으며, 같은해 <첫사랑은 처음이라서 시즌1, 2>를 제작하여 Netflix를 통해 공개하였다. 이외에도 현재 동사는 OTT 플랫폼향 시즌제 드라마를 준비하고 있으며, 글로벌 OTT 플랫폼을 통해 지속적으로 공개할 예정이다.

다만, 현재 글로벌 OTT 플랫폼은 완성된 대본으로 계약을 체결하여 사전제작 형태로 드라마를 제작하고 OTT 플랫폼사에서 제작비를 전액 부담하는 조건으로 이에 대한 저작권은 모두 OTT 플랫폼사에 귀속되는 구조이다. 그러므로 동사는 OTT 플랫폼을 통해 공개하는 드라마 이외에 저작물에 대한 저작권을 보유할 수 있는 형태의 해외시장 진출도 함께 추진하고 있다. 동사가 제작한 <시그널 시즌1>은 2018년 일본에서 <시그널 장기미제 사건 수사반>이라는 드라마로 리메이크되어 방영된 바 있으며, 중국에서 진행된 시그널 리메이크는 2019년 10월부터 Tencent를 통해 방영 중이다.

[그림 8] 동사의 주요 작품 현황

시그널 시즌 1 (2016)	백일의 낭군님 (2018)	우리가 만난 가격 (2018)	킹덤 시즌 1&2 (2019 & 2020)	지리산 (2021)
				
tvN	tvN	KBS2	NETFLIX	iQIYI tvN
전세계 리메이크 시즌제 드라마	중국 리메이크 일본 NHK 방영	두번째 IP 확보 작품 미국 리메이크 예정	국내 최초 넷플릭스 오리지널	2021 최대 글로벌 K-콘텐츠
BBC "자가격리 중 반드시 봐야할 최고의 드라마" 2020.04.15			The New York Times "지난 10년간 제작된 해외 TV쇼 베스트 30" 2019.12.20	주연 전지현·주지훈 작가 김은희('킹덤') 감독 이응복('스위트홈')

*출처: 동사 IR 자료

- 동사는 인적자원 관리 및 OTT 플랫폼 콘텐츠 제작 능력을 통해 역량을 강화하고 있으며, COVID-19로 인하여 방송프로그램 제작업 및 OTT 플랫폼의 성장세는 당분간 지속될 예정

[그림 9] SWOT 분석

Strength

- 다수의 스타작가 및 감독과의 계약을 통한 인력확보
- OTT 콘텐츠 제작 능력 보유
- 자체 IP 확보를 통한 수익구조 개선

- 다양한 플랫폼의 등장으로 방송 콘텐츠의 수요 확대
- COVID-19로 인한 야외 활동 제한으로 OTT 플랫폼을 비롯한 방송매체 시장 성장

Opportunity

Weakness

- 전방산업(방송사, OTT 플랫폼 등)에 영향을 많이 받는 산업구조

- OTT 플랫폼사에서 제작비를 전액 부담하고, 콘텐츠에 대한 저작권을 OTT 플랫폼사가 소유하는 구조로 인해 IP를 통한 부가수익 창출 불리

Threat



IV. 재무분석

드라마 제작 외에 예능 프로그램 제작 등을 통한 포트폴리오 다각화로 실적 성장

동사는 매년 수 편의 드라마 및 예능프로그램을 출시하고, 자체 IP 확보에도 힘을 쏟는 가운데, 대작 <지리산>의 성공적 방영 등으로 2021년 매출 반등 및 흑자전환에 성공하였으며, 향후 자체 콘텐츠 제작 경쟁력을 바탕으로 한 건조한 실적 증가가 기대된다.

■ 강력한 드라마 제작 역량을 바탕으로 글로벌 콘텐츠 스튜디오로 발돋움

동사는 드라마 콘텐츠를 제작하여 방송국 및 해외시장에 공급하는 드라마 콘텐츠 제작 사업, IP 판매 및 OST, 게임 등의 부가사업을 영위하는 방송프로그램 제작·공급 업체이다. 2006년 tvN 개국드라마 <하이에나> 제작을 필두로, 현재까지 <킹덤 시즌1, 2>, <시그널>, <발리에서 생긴 일>, <지리산> 등 다수의 히트작을 제작하였다. 동사가 제작한 드라마 콘텐츠는 KBS, tvN 등의 방송국과 Wavve, TVING 등의 국내 OTT, Netflix, Tencent 등의 글로벌 OTT 플랫폼 등을 통해 전 세계에 공급 중이며, 이에 따라 방영권, 해외판권 판매에 따른 수익을 수령하고, PPL, OST 음원 등으로 이익을 창출하고 있다. 특히, 2019년 글로벌 OTT 플랫폼인 Netflix 등을 대상으로 방영한 <시그널>, <킹덤 시즌1> 등의 글로벌 흥행은 동사가 글로벌 콘텐츠 스튜디오로 발돋움하는 계기가 되었다.

동사의 매출 유형은 드라마 저작물, 저작권(IP), 매니지먼트, IP 부가사업 등으로 구분되며, 2019 사업연도까지는 드라마 저작물이 매출의 91.8%를 차지하여 편중된 사업 포트폴리오를 나타냈으나, 최근 3개년간 저작권 수익이 차지하는 비중이 증가세를 보이는 등 편중된 매출구조가 개선을 보이고 있다. 한편, 2021년 연결 실적 기준 유형별 매출 비중은 드라마 저작물이 56.2%, 저작권이 43.6%, 매니지먼트 및 IP 부가사업이 0.2%의 비중을 나타냈다.

■ IP 확보 드라마 콘텐츠 및 OTT 플랫폼향 판매 호조 등으로 2021년 매출 반등

동사는 드라마 제작 편수 감소 등의 영향으로 2019년 282.4억 원(-39.2%, YoY), 제작 중인 주요 드라마의 방영 시기 조정 및 관련 매출 감소 등으로 2020년 221.0억 원(-21.8%, YoY)의 매출을 기록하는 등 2개년간 매출 감소를 나타내었다. 다만, IP 확보 드라마 콘텐츠 및 글로벌 OTT 플랫폼 등에 대한 판매가 증가세를 보인 가운데, 예능 등 콘텐츠 포트폴리오 확대 등에 따라 2021년 587.4억 원(165.8%, YoY)의 매출을 기록하며 큰 실적 반등을 나타냈다.

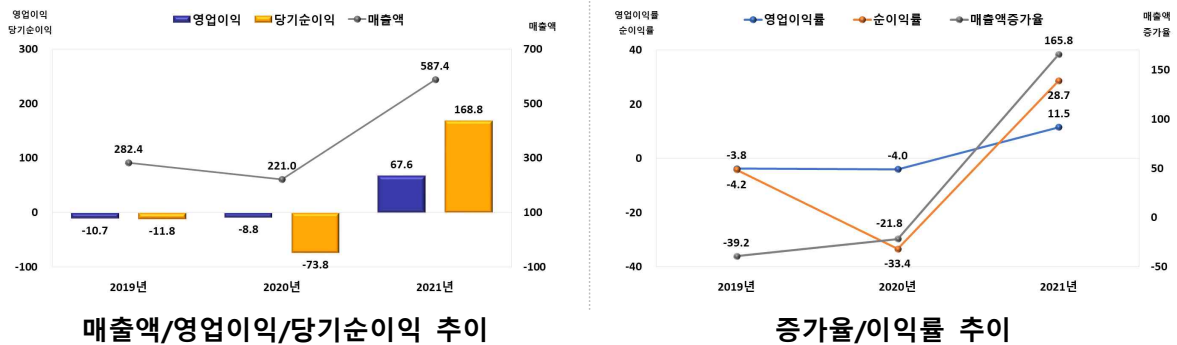
■ <지리산> 등 대작 방영 등을 통한 큰 폭의 매출 성장으로 2021년 흑자전환

동사는 매출 감소에 따른 급여 등 제작비용 부담 증가 영향으로 2020년까지 지난 2개년간 적자구조를 나타내었다. 다만, 2021년 <지리산> 등 대작 방영 등으로 인한 큰

폭의 매출 증가가 있었던 가운데, <킹덤 시즌2> 등 시즌제 드라마 방영 증가, 히트작 실적을 바탕으로 한 OTT 플랫폼 등에 대한 IP 판가 개선 등의 영향으로 11.5%의 매출액영업이익률을 기록, 영업손익이 흑자전환에 성공하며 양호한 영업수익성을 나타내었다. 또한, 파생상품평가이익(173.1억 원) 등에 힘입어 28.7%의 매출액 순이익률을 기록하는 등 전년 대비 큰 폭의 실적개선을 나타내었다.

[그림 10] 동사 연간 요약 포괄손익계산서 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 별도 기준)



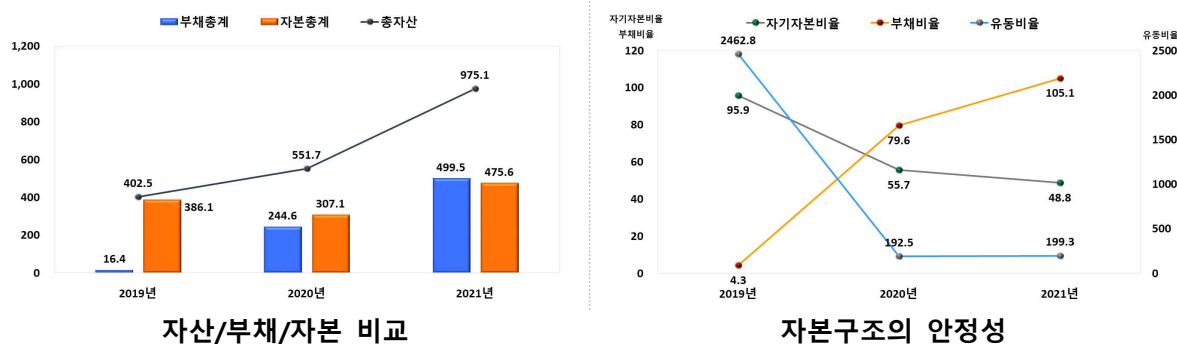
*출처: 동사 사업보고서(2021.12), NICE디앤비 재구성

■ 2019년 코스닥 시장 상장 이후, 무난한 규모의 누적 자본량을 바탕으로 현재까지 무난한 재무구조 유지, 순차입 부담은 외형 대비 비교적 적정 수준

2021년 순이익 시현에 따른 자기자본의 확충에도 불구하고, 드라마 제작비 목적의 330억 원 상당의 전환사채 조달 등으로 부채비율이 전년 79.6%에서 105.1%로 상승하는 등 재무구조가 약화되었다. 다만, 자기자본비율 48.8%, 유동비율 199.3%를 기록하는 등 주요 재무안정성 지표는 여전히 무난한 수준을 유지한 모습이다. 한편, 2021년 기말 총차입금(100.0억 원)에서 현금성자산(27.8억 원)을 제외한 순차입금(72.1억 원) 비중은 15.2%로 비교적 적정 수준이다. 또한, 동사는 코스닥 상장사로서 유사시 자본시장을 통해 CB의 발행이 가능한 바, 추가적 재무 융통성 역시 일정 수준 확보하고 있다.

[그림 11] 동사 연간 요약 재무상태표 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 별도 기준)



*출처: 동사 사업보고서(2021.12), NICE디앤비 재구성



[표 4] 동사 연간 요약 재무제표

(단위: 억 원, K-IFRS 별도 기준)

항목	2019년	2020년	2021년
매출액	282.4	221.0	587.4
매출액증가율(%)	-39.2	-21.8	165.8
영업이익	-10.7	-8.8	67.6
영업이익률(%)	-3.8	-4.0	11.5
순이익	-11.8	-73.8	168.8
순이익률(%)	-4.2	-33.4	28.7
부채총계	16.4	244.6	499.5
자본총계	386.1	307.1	475.6
총자산	402.5	551.7	975.1
유동비율(%)	2,462.8	192.5	199.3
부채비율(%)	4.3	79.6	105.1
자기자본비율(%)	95.9	55.7	48.8
영업현금흐름	-79.2	64.0	-322.9
투자현금흐름	-209.5	35.0	-87.8
재무현금흐름	254.5	-16.7	338.1
기말 현금	19.5	100.6	27.9

*출처: 동사 사업보고서(2021.12)

V. 주요 변동사항 및 향후 전망

IP를 활용한 게임 등으로의 사업 확장을 통해 중장기적인 외형 성장 기대

동사는 <무당> 등 직전 대작 <지리산> 제작비를 상회하는 대형 텐트폴 제작이 예정되어 있으며, IP를 활용한 게임 등 파생 콘텐츠 사업을 진행하여 사업 포트폴리오를 다각화하고 있다. 이로 인해 중장기적인 매출 및 수익성 개선이 기대된다.

■ 드라마 IP를 활용한 메타버스, 웹툰, 게임 등 부가사업 추진

최근 인기 영화와 IP 캐릭터를 기반으로 한 게임이 출시되면서 큰 인기를 끌고 있으며, 국내용이었던 드라마 시장이 세계시장으로 파급력이 확대되고, 드라마에서 구축된 세계관과 캐릭터가 게임으로 구현 시 게임 사용자에게 더 쉽게 다가갈 수 있으므로 게임산업과의 연계는 강화될 것으로 전망되고 있다. 동사의 드라마 <킹덤>은 기획 단계에서부터 게임과 연계하여 부가사업을 진행하고 있으며, 향후 제작 예정인 드라마도 게임을 비롯하여 메타버스 등 부가사업의 연계를 계획하고 있다.

[그림 12] 드라마 <킹덤>의 게임 이미지



*출처: 액션스퀘어

■ <무당> 등 대작 방영 지속으로 2022년 성장세 지속 전망

동사는 대작 <지리산> 외 <SNL 시즌1> 등의 신작 관련 매출 호조 등에 힘입어 2021년 165.8%의 매출액증가율을 기록하며 큰 폭의 성장을 기록하였고, 11.5%의 영업이익이익률을 기록하는 등 전체 영업수지 흑자전환에 성공하였다.

한편, DB금융투자(2022.03)에 따르면, 2022년 상반기에는 <이상한 변호사 우영우>, 하반기에는 <영나잇썸>, <무당> 등의 제작이 시작되며 일부가 진행률로 인식될 예정이며, IP 편 수는 2~3편, 총 제작 편 수도 드라마 4편, 쇼폼 2편 등을 전망하고 있다. 최근 동사는 드라마 IP 확장 사업도 본격화하기 시작했으며, 2023년 방영 예정인 최고 기대작 <무당>을 활용할 것으로 보고 있다. 즉, 최근 협약을 체결한 에픽게임즈코리아 등과 <무당> 드라마뿐 아니라, 게임 등 연관 콘텐츠 제작에 엔리얼 엔진 등을 적용해 IP 활용을 본격화한다는 계획이다. 한편, 그 외 금년 라인업 등을 고려한 2022년 연간 매출은 1,000억원(+69.9%, YoY), 영업이익 120억 원(+73.2%, YoY)을 전망하는 등 긍정적 가이드언스를 제시하고 있다.

■ 증권사 투자 의견

작성기관	투자 의견	목표주가	작성일
DB금융투자	Not Rated	—	2022.03.16
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 22년 연간 매출액은 약 1,000억 원, 영업이익 120억 원으로 전망 ■ 22년은 질적, 양적 성장을 전망. 22년 IP 편 수는 2~3편 예상. 최근 에픽게임즈코리아 등과 업무 협약 체결, 이들과 드라마 <무당> 뿐 아니라 게임 등 연관 콘텐츠 제작 등을 적용해 IP 활용 본격화 예상 		
하이투자증권	Not Rated	—	2022.03.07
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 올해 자체 IP 라인업 본격화로 실적개선 가속화 ■ OTT 이용자 증가를 위해 콘텐츠 확보 경쟁 치열해짐. 이에 따라 콘텐츠 가치 상승으로 이어져 국내 드라마 콘텐츠 업체 밸류에이션 리레이팅 예상 ■ 비즈니스 모델이 자체 IP를 확보하여 국내 및 해외에 방영권을 판매하는 방식으로 전환중. 올해 <빅마우스> 등 방영 예상, <무당> 등의 드라마 추가 제작 예정 전망 		
하나금융투자	Not Rated	—	2021.08.26
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 상반기 이미 사상 최대 이익 달성. <지리산>의 91% 진행률이 반영된 지난 3개 분기 합산 영업이익 58억 원 기록. 남은 진행률과 거의 원가 없는 2차 판권들에 대한 이익을 감안 시, 편당 100~150억 원의 영업이익 달성 예상 ■ 2분기 매출액/영업이익은 각각 253억 원, 45억 원(흑자전환) 상회. 이는 드라마 <지리산>의 진행률이 당초 예상했던 40%를 상회한 47%가 반영된 것이 주요 원인 		
한화투자증권	Not Rated	—	2021.08.25
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2Q21 영업이익 45억 원 기록. 2Q21 누적으로 사전제작의 약 91%를 반영한 드라마 <지리산>의 제작 수익 반영이 주 원인. 3Q21에는 잔여분이 실적으로 반영 예정 ■ 9/4에 첫 방송되는 <SNL 코리아>는 호스트로 이병헌, 조정석 등의 출연 확정. 이는 에이스토리가 드라마 제작 외 예능프로그램으로 발을 딛는 첫 프로그램 		

■ 시장정보(주가 및 거래량)

[그림 13] 동사 1개년 주가 변동 현황



*출처: 네이버금융(2022년 04월 07일)