

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 4일 발간된
[2023년 전망 시리즈 10 - 통신/미디어: Baton Pass] 임



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

2023년 전망 시리즈 10 (해설판) [통신/미디어] Baton Pass

- ✓ **통신서비스:** 5G 상용화 3년차부터 외국인 순매수가 지속되며 통신 섹터 2022년 YTD 주가 수익률은 -6.8%로 KOSPI(-22.1%) 상회. 2023년 탐라인 성장 둔화가 예상되는 가운데 비용 효율화를 통한 실적 개선 전망. 통신서비스 섹터 주가는 상중하저 예상. 2022년 말 5G 가입자수는 2,791만명으로 핸드셋 가입자 대비 56.9% 비중. 2023년 5G 보급률은 70.3% 전망. 2023년 보급률 60%를 돌파하며 성숙기에 진입한 5G 서비스 영향으로 통신 3사 무선서비스 매출액 성장 둔화 불가피. 2023년 실적 최대 화두는 비용 효율화를 통한 실적 차별화이며, 통신 3사 영업이익은 전년 대비 +2~5% 성장 전망. 추가적인 성장 동력 확보를 위해 비통신 사업 진출은 필연적이며, 2023년 미디어 사업 중심으로 비통신 확장 전망
- ✓ **광고/영화/유료방송:** 국내 광고대행사 중 제일기획은 2022년 실적 컨센서스 상향 조정과 함께 +6.9% 주가 수익률 기록하며 시장 성장 상회. 2022년 +8.7% 성장이 예상되는 글로벌 광고 시장은 경기 둔화 우려로 2023년, 2024년 각각 +5.4%, +5.1% 성장 전망. 2023년 국내 광고 시장은 디지털 부문 고성장으로 인해 전년 대비 +3.3% 성장한 13조 4,263억원 전망. 국내외 극장사업자의 주가 약세는 지속되고 있으나, 국내 박스오피스는 코로나19 이전 수준까지 회복되며 펀더멘털 개선. 반등에 어려움을 겪고 있는 국내 유료방송 시장은 2023년에도 가입자 및 매출액 감소 추세가 지속될 전망. 다만, 스카이라이프의 경우 채널 역량을 종편 수준까지 끌어올릴 경우 이론적으로 전사 영업이익의 32% 기여 가능
- ✓ **미디어/콘텐츠:** Netflix 위기와 더불어 글로벌 경쟁 OTT는 세력 확장 중이며, 새로운 트렌드인 FAST의 약진으로 스트리밍 시장 성장 지속. 한국은 Netflix 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율에서 2022년 3분기 누적 13.1%를 기록하며 전년 대비(4.5%) 급등. 한국형 IP의 시작을 알린 <이상한 변호사 우영우>처럼 국내 제작사의 IP 보유 부가가치를 창출하는 사례는 보편화될 전망. 국내 콘텐츠 투자금액은 2022년부터 2025년까지 연평균 +19.2% 성장할 전망이며, 제작편수 또한 꾸준히 증가 예상. 글로벌 OTT와의 협상력 강화, 시즌제 드라마 확대 등으로 2023년 국내 콘텐츠 제작사 실적 개선 및 리레이팅 전망

Part 1 통신서비스

예상대로 좋았던 2022년 실적

5G 가입자 기반 양호한 실적을 기록한 2022년

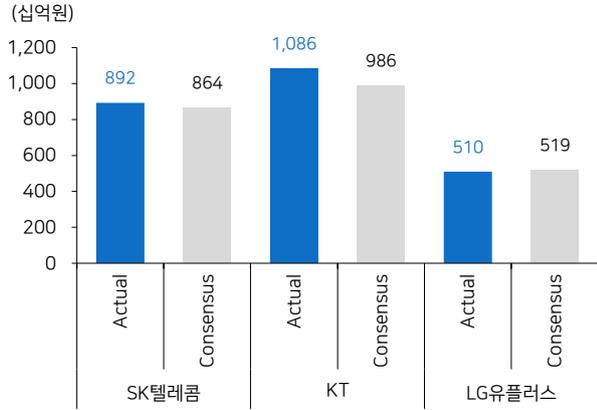
통신업종 영업이익 컨센서스는 5G 상용화 2년차인 2020년 중순부터 꾸준히 상향 조정되어 왔다. 5G 가입자 기반의 안정적인 성장으로 1H22 통신 3사 연결 영업이익은 시장 컨센서스를 상회 혹은 부합했다. SK텔레콤의 1H22 연결 영업이익은 8,920억원으로 시장 컨센서스를 +3.2% 상회했고, 1H22 KT의 연결 영업이익은 1조 858억원으로 시장 컨센서스(9,856억원)를 +10.2% 상회했다.

경기 방어주 통신주의 저력

경기 방어주 그 자체였던
2022년 통신주

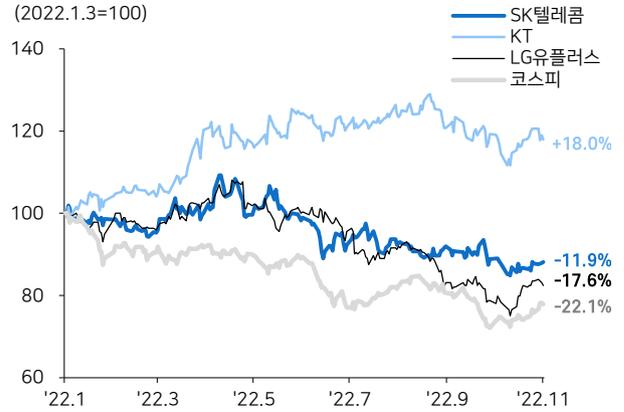
통신서비스 섹터의 연초 대비 주가 수익률은 -6.8%로 KOSPI 수익률(-22.1%)을 크게 상회했다. 5G 가입자 성장 기반의 안정적인 실적과 경기 불확실성 우려에 방어주인 통신주 매력 부각된 해이다. 특히, KT는 실적 Outperform과 자회사 매력이 부각되며 상대적으로 우월한 주가 흐름이 지속되었다.

그림1 1H22 통신 3사 연결 영업이익 및 컨센서스 비교



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2022년 상반기 통신 3사 상대주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

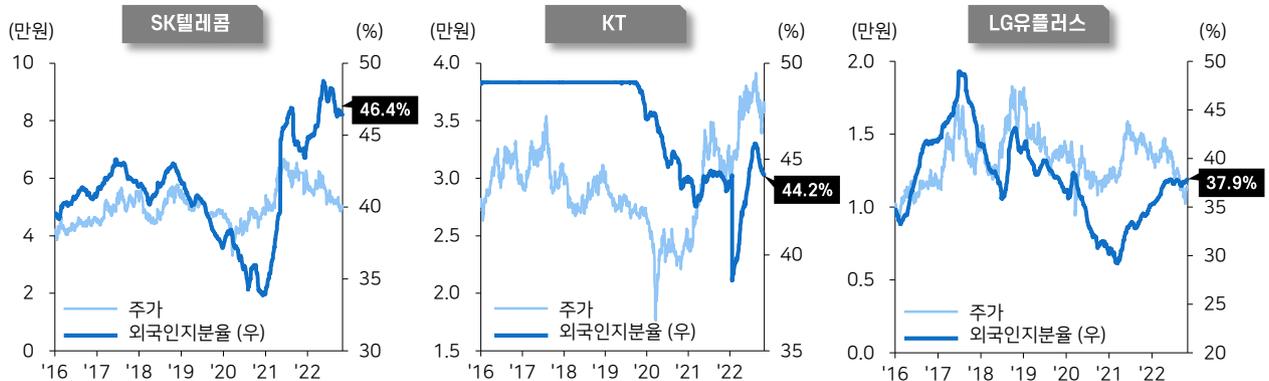
통신업종 주가지수와
외국인 지분율

국내 통신업종 주가지수와 외국인 지분율은 전통적으로 높은 상관관계를 나타낸다. 통신업종 외국인 지분율은 최근 2년간 빠르게 상승했으나, 최근 그 기세가 한 풀 꺾였다.

최근 2년 가장 높은
외국인 수급 강도 기록

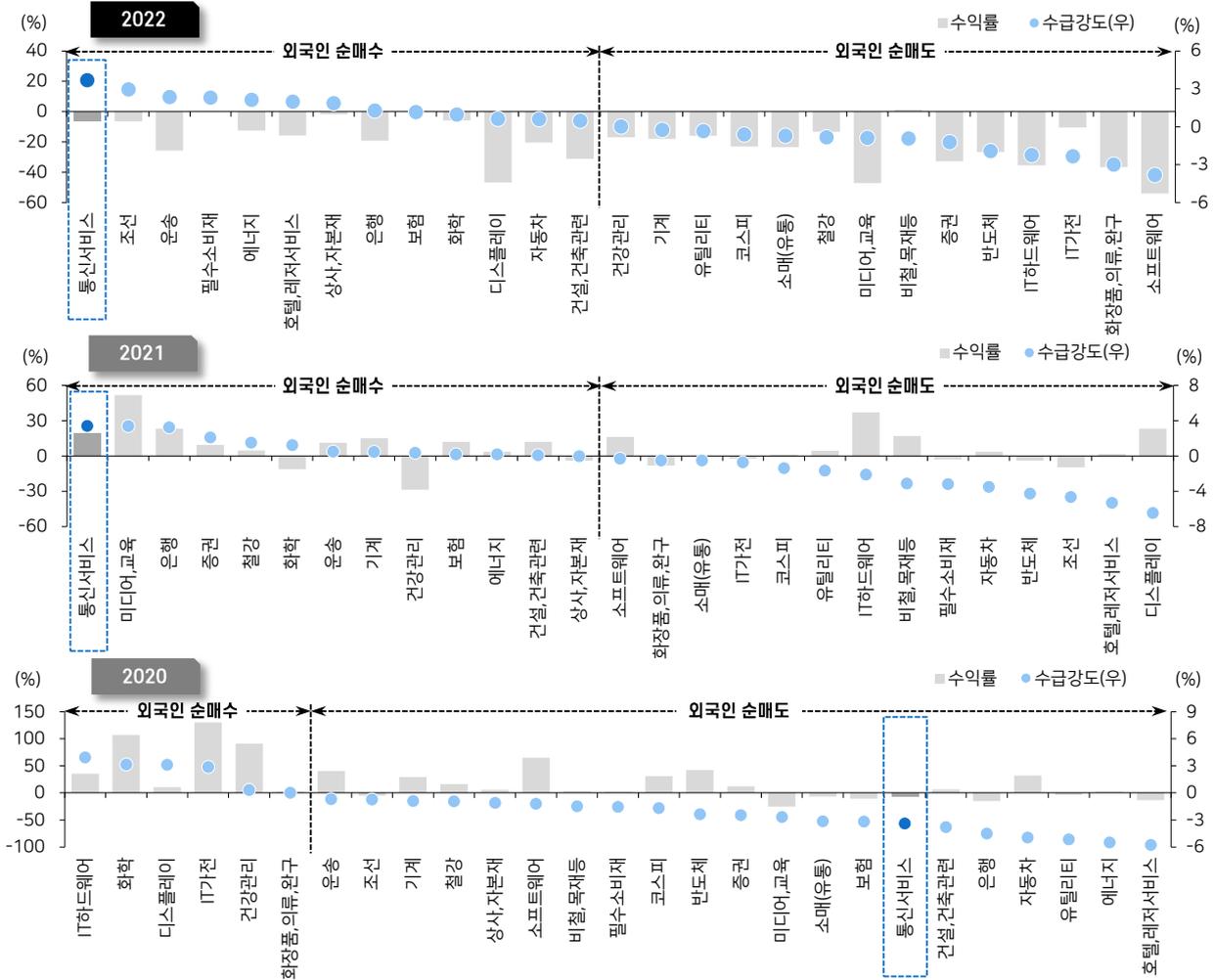
5G 마케팅 경쟁이 심화된 2020년에는 통신서비스 업종에 대한 외국인 순매도가 강세를 보였다. 5G 가입자 성장과 마케팅 경쟁 완화로 실적 개선이 나타난 2021년부터 외국인 순매수로 전환하였다. 2021년과 2022년 통신서비스 업종은 전체 섹터 내 가장 높은 외국인 수급 강도를 기록했다.

그림3 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2023년 국내 통신업종 투자전략

2022년에는 5G 가입자 확대에 따른 무선 ARPU 및 무선 매출액 성장이 실적 개선을 주도했다면, 2023년은 탑라인 성장 둔화가 예상되는 가운데 비용 효율화를 통한 실적 개선이 기대된다. 시장의 방어주 선호 심리로 2023년 상반기까지 양호한 주가 흐름 예상하나, 하반기 투자 매력도는 하락할 전망이다. 다만, 주가 민감도가 높은 정부의 통신비 규제 이슈가 부채한만큼 부정적 이벤트의 발생 가능성은 제한적이다.

5G 서비스는 성숙기에 진입

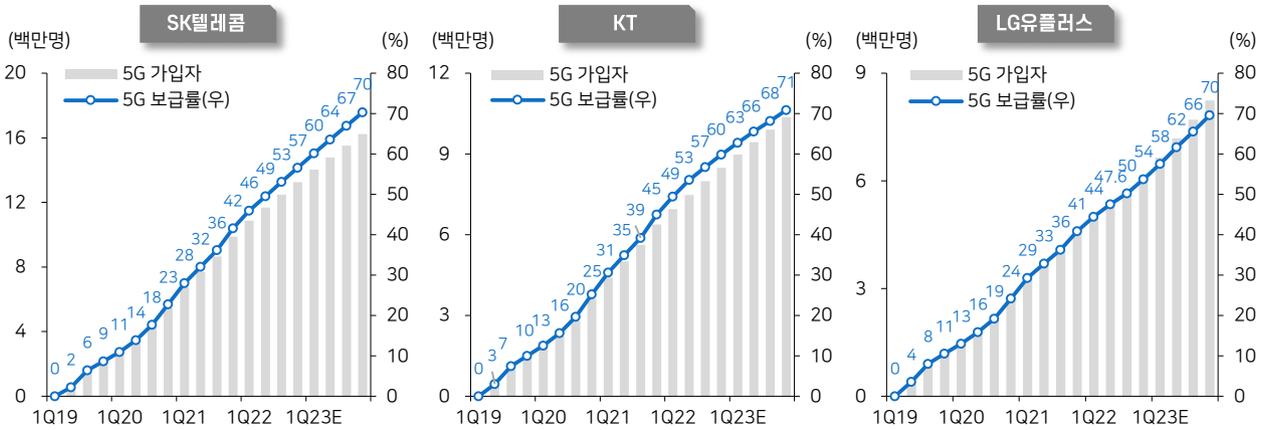
2022년 6월 기준 5G 가입자수는 2,453만명으로 핸드셋 가입자 대비 50.2% 비중을 차지했다. 통신 3사 보급율은 SK텔레콤 1,168만명(보급률 49.5%), KT 748만명(53.6%), LG유플러스 537만명(47.6%)이다. 2022년 말 5G 가입자수는 2,791만명으로 핸드셋 가입자 대비 56.9% 비중을 차지할 전망이다. 통신 3사의 제한적인 보조금 집행으로 2023년 5G 가입자 유입 속도는 다소 둔화될 전망이다.

그림5 통신서비스 2023년 주가 전망



주: 네이버트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역측 그래프
 자료: FnGuide, 네이버트렌드, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신 3사 5G 가입자 추이 전망

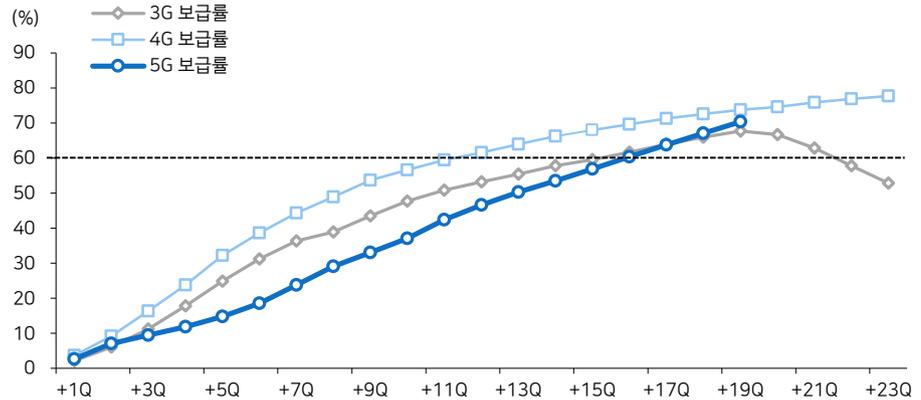


자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

5G 보급률 60%의 의미

2023년은 5G 서비스 상용화 5년차로 완전한 성숙기에 진입하는 해이다. 5G보급률은 상용화 초기 서비스 불만으로 이전 3G와 LTE 대비 느리게 증가했으나, 최근 3년간 통신사들의 프로모션 및 가입 유도도 인해 빠르게 상승했다. 통상적으로 서비스 보급률이 60%를 지나는 시점부터는 가입자 유입 속도는 현저히 둔화되는 양상을 보이며, 5G 보급률이 60%를 초과하는 2023년 초부터는 5G 가입자 성장 및 무선서비스 매출액 성장은 둔화될 전망이다.

그림7 세대별 무선 가입자 보급률 추이

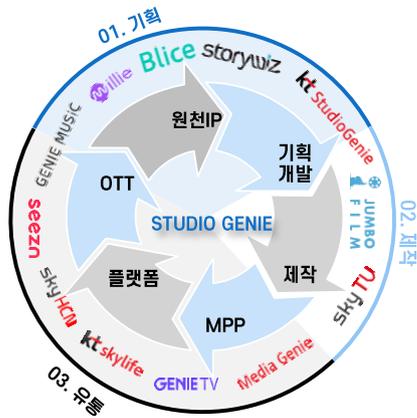


자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

성장 동력 확보를 위해
필연적인 비통신 사업 진출

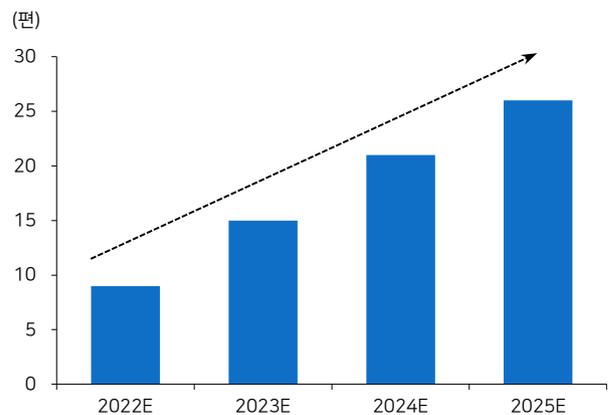
이전 대비 빠르게 성장한 5G 보급률로 인해 성장 둔화에 대한 고민도 덩달아 빨라질 수 밖에 없는 상황이다. 6G 상용화 이전까지는 기존 구축한 5G 인프라를 활용한 B2B 사업의 확대 혹은 통신과 연계한 비통신 사업으로의 확장을 통해 미래 성장 동력을 확보할 수 밖에 없다는 판단이다. AI, 빅데이터, 클라우드, 금융, 보안 등 다양한 사업 영역 중 통신 3사가 가장 주목하는 분야는 미디어 영역이다. 특히, KT는 KT 스튜디오지니를 중심으로 미디어 밸류체인을 구축해 본격적인 사업 확장을 계획 중이다. SK텔레콤 역시 웨이브(Wavve) 이후 성장성을 보여줄 수 있는 미디어 사업에 진출할 것으로 전망한다.

그림8 KT그룹의 미디어/콘텐츠 밸류체인



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림9 KT스튜디오지니 연간 방영편수 추이 및 전망

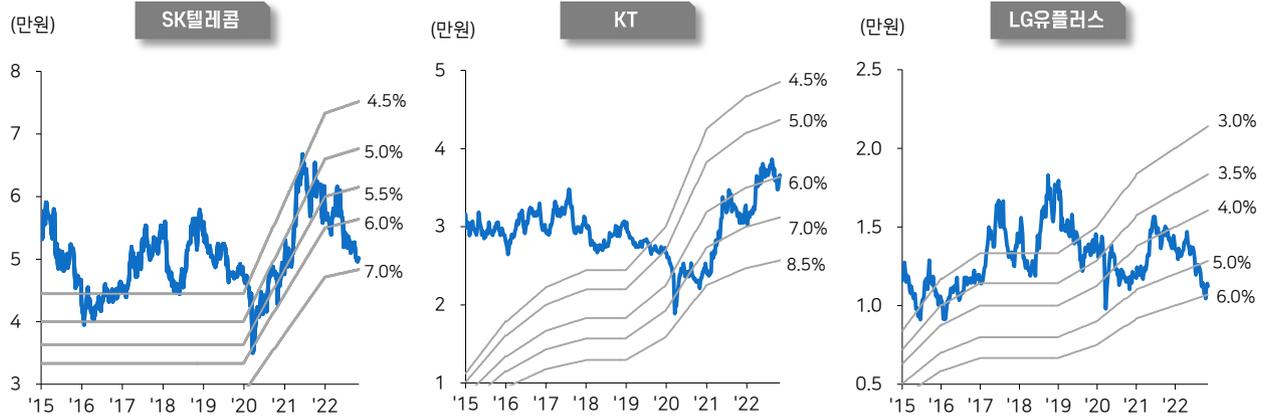


자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

통신 3사 배당 및 배당차트

2023년에도 이전과 동일하게 통신사들의 배당을 통한 주주가치 제고는 지속될 전망이다. 2023년 역시 실적 개선이 가능한 만큼 통신 3사의 2023년 DPS(주당배당금) 상향이 예상된다.

그림10 국내 통신 3사 배당차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 광고/영화/유료방송

미디어/광고 주가 수익률

2022년 Winner는 제일기획

2022년 광고대행사 중 북미 시장 중심으로 고성장 중인 제일기획은 영업이익 컨센서스 상향 조정과 함께 연초 대비 주가 수익률 +6.9%를 기록하며 시장을 +29.0% Outperform했다. 제일기획 대비 상대적인 투자 매력도가 낮은 이노션의 경우 KOSPI 수준의 주가 하락을 기록했다. 극장 영업 정상화 시기가 예상보다 늦춰진 CJ CGV는 실적 추정치 하향 조정과 함께 -44.7% 하락했다.

광고 수요 회복으로 반등에 성공한 글로벌 광고주 주가

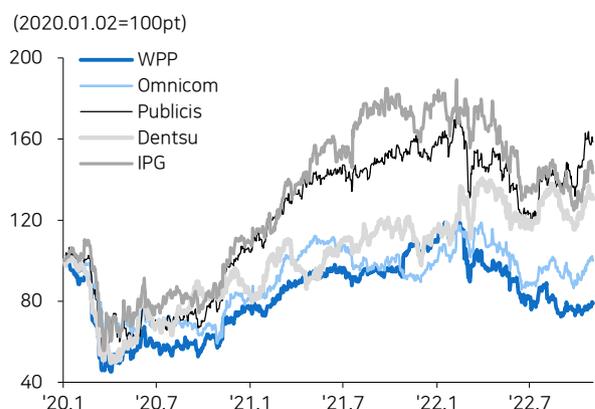
글로벌 주요 광고대행사들은 코로나19로 힘겨웠던 2020년을 지나, 2021년과 2022년 광고주들의 마케팅 예산 증가로 광고 수요가 회복되면서 코로나19 이전 수준으로 주가를 회복했다. 2021년 글로벌 광고대행사들의 실적 또한 코로나19 이전 수준으로 회복되며 분위기 반등에 성공했다.

그림11 2022년 광고/영화/유료방송 상대주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 광고대행사 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

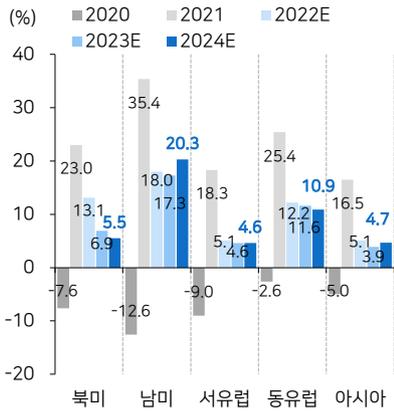
글로벌 광고 시장 전망

코로나19 기저효과로 2021년 +19.6% 성장한 글로벌 광고 시장은 2022년+8.7%로 성장세를 지속할 전망이다. 최근 글로벌 경기 둔화 우려로 2023년과 2024년 글로벌 광고 시장 성장률 전망은 +5.4%, +5.1%로 축소되었다. 2023년 지역별로는 북미(+6.9%), 남미(+17.3%), 서유럽(+4.6%), 아시아(+3.9%)로 고른 성장이 예상된다.

국내 광고 시장 성장을 주도하는 디지털

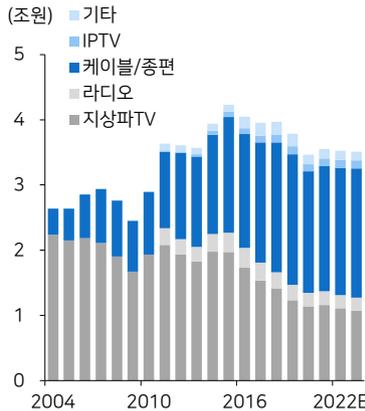
디지털 광고 시장은 방송 광고 시장 규모를 처음으로 역전한 2018년 이후 격차는 더욱 확대될 전망이다. 2023년 방송 광고 시장은 코로나19 이후 수요 회복으로 전년과 유사한 3.51조원(-0.3% YoY) 달성이 가능하다. 2023년 디지털 광고 시장 규모는 7조 2,553억원(+7.8% YoY)으로 성장세가 이어질 전망이다.

그림13 지역별 광고 시장 성장 전망



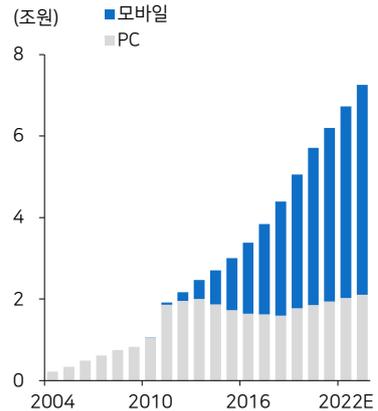
자료: Dentsu, 메리츠증권 리서치센터

그림14 방송 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림15 디지털 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

국내 매체별 광고 시장 전망

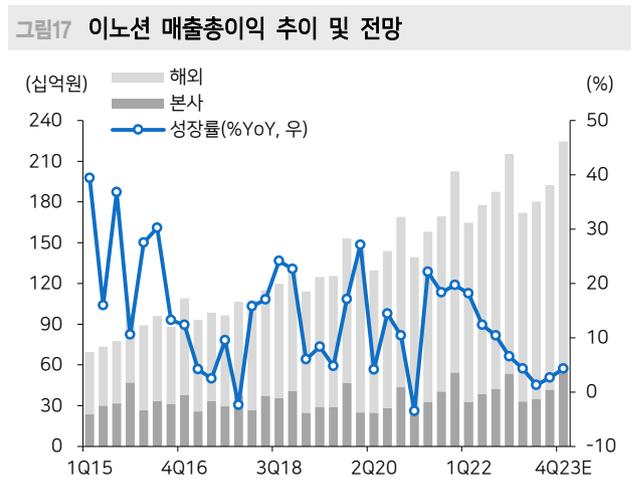
코로나19 영향이 가장 컸던 2020년 역성장을 한 차례 경험한 이후 국내 광고 시장은 순성장을 지속해왔다. 2022년에도 방송과 인쇄 부문 부진에도 불구하고 디지털 고성장으로 2021년 대비 +3.6% 성장할 전망이다. 2023년 국내 광고 시장은 경기 둔화 우려에도 불구하고 디지털 부문의 고성장으로 13조 4,263억원(+3.3% YoY)을 달성할 전망이다.

국내 광고대행사 실적 추이 및 전망

경기 둔화 우려와 광고주들의 마케팅 예산 축소로 2023년 국내 광고대행사 성장은 소폭 둔화될 전망이다. 다만, 대내외 불확실성에도 제일기획은 북미 시장 내 삼성전자 점유율을 확대하며 지속적인 고성장이 기대된다. 이노션은 2023년 현대기아차의 신차 라인업 축소로 성장 기대감이 다소 둔화될 예정이다.



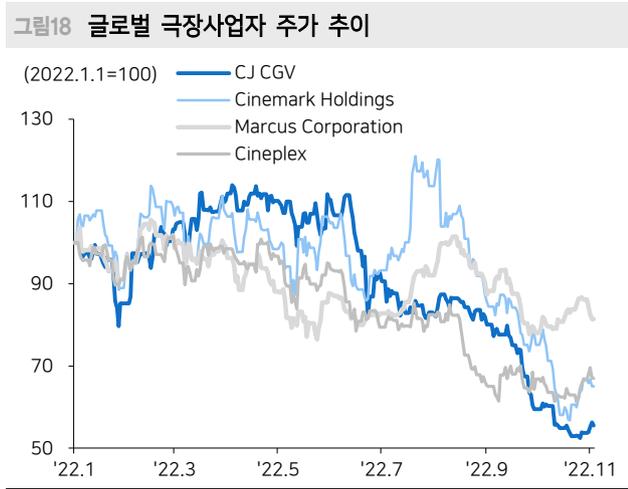
자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터



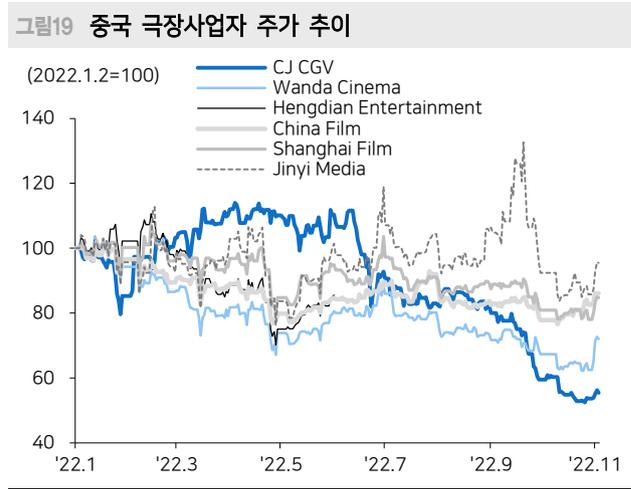
자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 극장사업자 주가 추이

글로벌 영화 산업은 2021년부터 코로나19 영향에서 벗어나 업황이 서서히 회복되는 양상을 보여왔다. 전세계 주요 국가들의 엔데믹 기조에 개봉작과 극장 관람객수 모두 반등에 성공했다. 그럼에도 글로벌 주요 극장사업자들의 주가는 연초 대비 -30% 가까이 하락하며 업황 회복을 반영하지 못한 상황이다. 중국 극장사업자들은 주요 도시들의 봉쇄 조치가 완전 해소되지 못하며 주가 약세가 지속되고 있다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

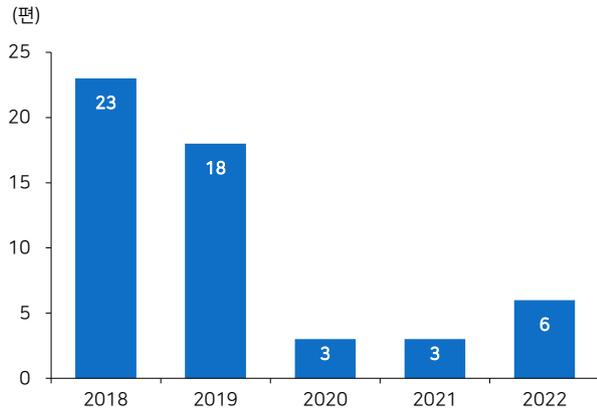
복직이는 영화관

2022년 7월 국내 영화 관람객수는 1,629만명으로 코로나19 국내 발생 직전인 2020년 1월(1,684만명) 이후 최대 관람객수를 기록했다. 5월 개봉한 <범죄도시 2>가 전국 누적 관객수 1,269만명을 기록하며 코로나19 시대 첫 천만 관객을 돌파했고, 7월 개봉된 <한산: 용의 출현>은 전국 누적 관객수 726만명을 기록하며 좋은 작품의 관객 동원력을 입증했다. 300만명 이상을 동원한 영화는 2020년과 2021년 각각 3편에 불과했으나, 2022년 10월까지 6편을 기록했다.

국내 박스오피스 전망

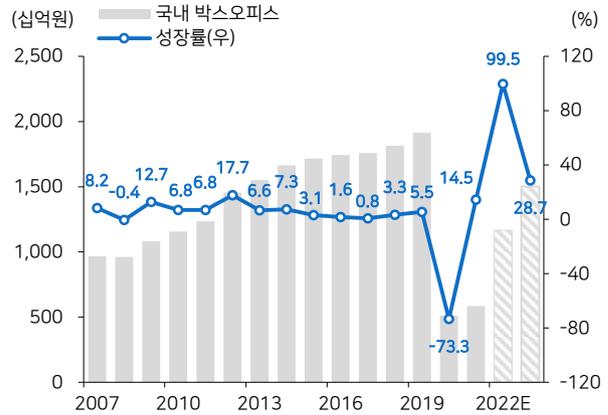
2022년 9월 누적 국내 영화 관람객수는 8,603만명으로 전년 동기 대비 +113.4% 증가했다. 국내 박스오피스는 2022년 1.17조원(+99.5% YoY), 2023년 1.50조원(+28.7% YoY)으로 성장을 지속할 전망이다. 국내 영화 관람객수는 2022년과 2023년 각각 1,208만명, 1,554만명을 예상하며, 코로나19 전인 2019년 영화 관람객수 대비 53%, 69% 수준의 회복이 기대된다.

그림20 300만명 이상 관람객수를 기록한 영화 편수



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림21 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

반등에 어려움을 겪는 유료방송 시장

유료방송 시장 내 주도권을 IPTV에 빼앗긴 케이블TV와 위성방송 가입자수는 지속 감소해왔다. 2023년 케이블TV와 위성방송 가입자는 각각 1,230만명(-1.6% YoY), 364만명(-2.4% YoY)으로 가입자 축소가 예상된다. 유료방송 가입자 감소로 LG헬로비전과 스카이라이프의 방송 매출액은 2023년에도 역성장이 지속될 전망이다.

각자도생의 유료방송 시장

스카이라이프는 지난 4월 SKY와 NQQ를 각각 ENA, ENA Play로 리론칭하며 본격적인 콘텐츠 투자를 진행했다. ENA 채널 시청률은 지속적으로 상승 중이며, <이상한 변호사 우영우>는 최고 시청률 17.5% 달성한 바 있다. 스카이라이프는 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 현재 0.09%(채널 순위 14 위)인 ENA 시청률을 2025년까지 종편 채널급인 0.2%(6위) 수준으로 끌어올린다는 계획이다.

Legacy 한계를 넘어서는 스카이라이프

<이상한 변호사 우영우> 흥행으로 광고단가가 약 3배 인상됐으며, 2022년 10월 이후 새로운 광고단가를 적용했다. 콘텐츠 경쟁력에 기반한 광고 패키지 상품 판매 강화로 2023년 추가적인 광고단가 인상이 기대된다. ENA 채널이 종편 채널급으로 성장할 경우 연간 매출액 2,000~2,500억원 수준으로 증가할 전망이다. 민감도 분석 결과, 목표 시청률 0.2%(매출액 2,500억원)와 영업이익률 16% 달성 시 연간 영업이익은 400억원을 기록할 전망이며, 스카이라이프 연간 영업이익여도는 32% 달성이 가능하다.

표1 민감도 분석에 따른 예상 영업이익

	(십억원)	영업이익률				
		10%	13%	16%	19%	22%
시청률 (매출액)	0.25% (3,000억원)	30.0	39.0	48.0	57.0	66.0
	0.21% (2,500억원)	25.0	32.5	40.0	47.5	55.0
	0.17% (2,000억원)	20.0	26.0	32.0	38.0	44.0
	0.13% (1,500억원)	15.0	19.5	24.0	28.5	33.0
	0.09% (1,100억원)	11.0	14.3	17.6	20.9	24.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 민감도 분석에 따른 영업이익의 기여도 전망

		영업이익률				
		10%	13%	16%	19%	22%
시청률 (매출액)	0.25% (3,000억원)	24%	32%	39%	46%	53%
	0.21% (2,500억원)	20%	26%	32%	38%	45%
	0.17% (2,000억원)	16%	21%	26%	31%	36%
	0.13% (1,500억원)	12%	16%	19%	23%	27%
	0.09% (1,100억원)	9%	12%	14%	17%	20%

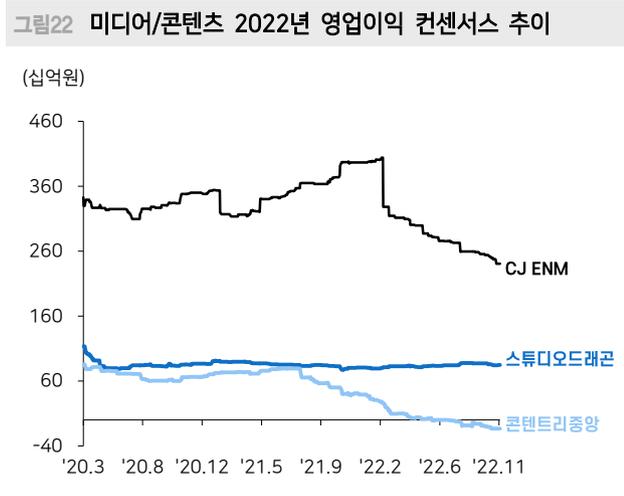
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 3 미디어/콘텐츠

미디어/콘텐츠 주가 수익률

코스닥 수준의 주가 하락을 기록한 미디어/콘텐츠 업종

2022년 성장 위주의 사업 전략을 발표한 CJ ENM 영업이익 컨센서스는 지속적으로 하향 조정되었다. 북미 제작사 Wip 인수 결정 이후 콘텐츠리중앙의 영업이익 컨센서스 역시 하향 조정이 지속되었다. 2022년 미디어/콘텐츠 업종은 코스닥 수준의 주가 하락을 기록하였다.



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

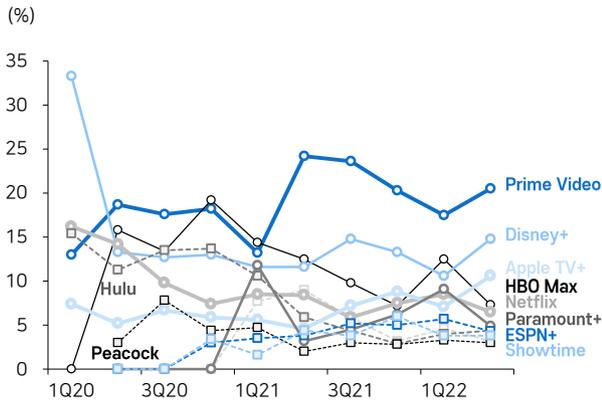


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스를 위협하는 경쟁 플랫폼들의 활약

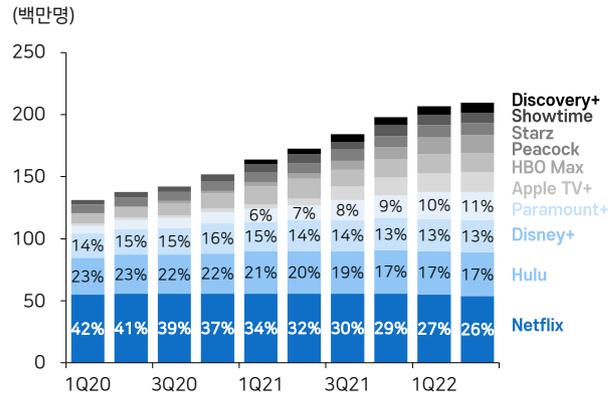
경쟁 플랫폼의 공격적인 확장 전략에 넷플릭스는 선점효과를 상실하며 2분기 11년만에 구독자수 감소 기록했다. 구독료 인상과 OTT 경쟁 심화, 러시아 서비스 중단 여파가 주된 원인이었다. 넷플릭스 위기의 근본적인 원인은 경쟁자들의 공격적인 확장 전략으로 인한 선점효과(First Mover Advantage) 상실로 볼 수 있다. 특히, '마블(Marvel)', '스타워즈(StarWars)' 등 슈퍼 IP를 보유한 디즈니 같은 경쟁자들의 활약이 그렇지 못한 넷플릭스와 차별화를 내기 시작했다. 지난 1Q20 미국 SVOD(Subscription 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.

그림24 미국 SVOD 신규 가입자 점유율: 넷플릭스의 부진



자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국 SVOD 가입자수(점유율): OTT 시장 성장은 지속



자료: Antenna, 메리츠증권 리서치센터

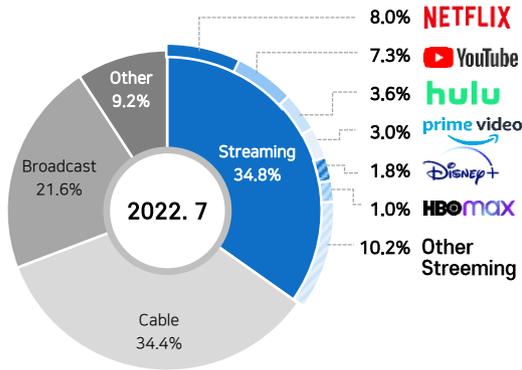
OTT, 느린 성장의 시대

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.

케이블 시청률을 역전한 미국 스트리밍 서비스

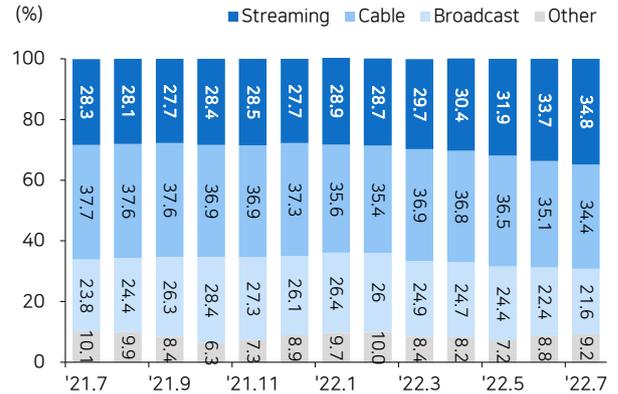
2022년 7월 스트리밍 서비스 시청률은 34.8%로 케이블TV 시청률(34.4%)을 처음으로 역전했다. 성장률은 스트리밍 서비스가 전년 대비 +22.6%로 크게 상승한 반면, 지상파TV와 케이블TV는 각각 -9.8%, -8.9% 하락하며 미국 내 코드커팅(Cord Cutting) 현상 지속되고 있음을 증명했다. 스트리밍 서비스는 지상파 및 케이블TV 등 기존 레거시(Legacy) 미디어 시장을 잠식하며 지속 성장할 전망이다.

그림26 케이블TV 시청률을 처음으로 역전한 스트리밍 서비스



자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림27 플랫폼별 미국 TV 시청률 트렌드



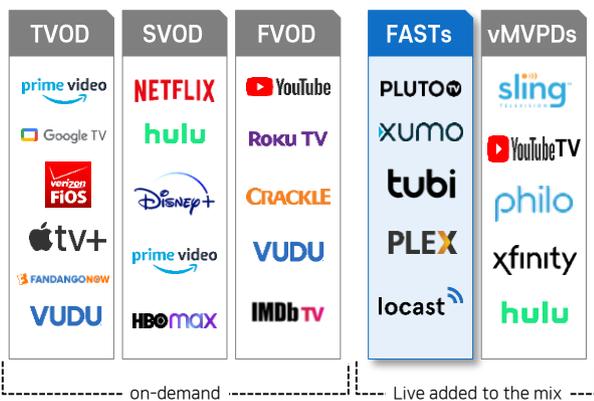
자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

OTT 를 위협하는 FAST의 성장

새로운 트렌드로 부상한 FAST

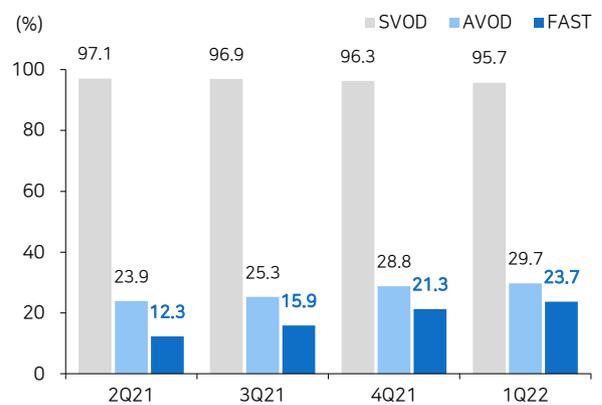
넷플릭스 부진의 또 다른 원인은 바로 AVOD(Advertising Video On Demand)의 약진이다. 광고 기반 무료 VOD 서비스를 제공하는 AVOD 서비스의 인기에 이어, 플랫폼 업체의 편성 스케줄에 따라 영상을 시청하는 FAST(Free Ad-Supported Streaming TV)가 빠르게 성장하고 있다. 실제로 1Q22 미국 동영상 스트리밍 시장에서 SVOD 이용률은 소폭 둔화된 반면, AVOD와 FAST 서비스는 전년 대비 각각 +24%, +92% 고성장을 기록했다. 과거 FAST는 유행이 지난 콘텐츠를 싼 가격에 공급하여 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 각광 받고 있다.

그림28 동영상 스트리밍 시장 내 독자적 영역을 구축한 FAST



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 무서운 속도로 스트리밍 성장을 주도하는 FAST



자료: Kantar, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 K콘텐츠 소비 트렌드

K콘텐츠의 글로벌 소비량 증가

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.

2020년 국내 방송프로그램 수출액은 6.9억달러로 전년 대비 +28.5% 증가했다. 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 부여되었다.

**넷플릭스 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율:
한국 4.5%→13.1%로 급등**

국가별 제작 역량을 확인하기 위해 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top10 제작 국가별 점유율 정리하였다. 한국은 2021년 3분기 누적 점유율 4.5%에서 2022년 3분기 누적 13.1%로 급등하며, <오징어게임>이 큰 인기를 얻은 4Q21 일시적인 점유율 급등을 제외하더라도 최근까지 큰 폭의 점유율 상승이 나타나고 있다. 소위 '대박'난 일부 콘텐츠의 성과가 아니라 대다수의 한국 드라마에 대해 글로벌 시청자들의 선호도가 높아진 걸 알 수 있다. 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.

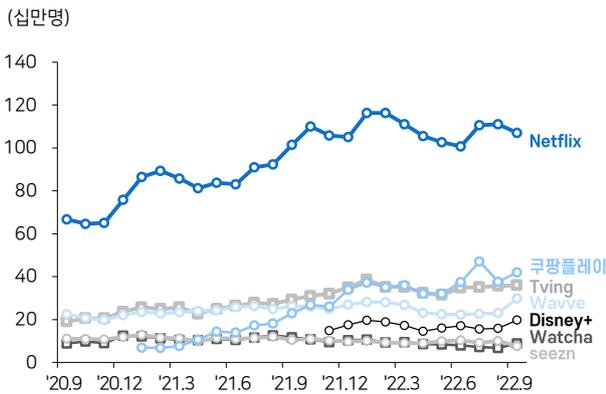
순위	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
1	미국 (66.0%)	미국 (62.8%)	미국 (68.1%)	미국 (61.6%)	미국 (47.7%)	미국 (69.6%)	미국 (53.0%)	미국 (61.9%)	미국 (52.1%)	미국 (61.9%)
2	스페인 (12.8%)	멕시코 (8.0%)	영국 (10.3%)	영국 (11.8%)	멕시코 (11.9%)	스페인 (11.2%)	한국 (27.2%)	한국 (12.4%)	스페인 (12.7%)	한국 (16.4%)
3	영국 (7.2%)	영국 (7.1%)	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 (1.5%)	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

국내 OTT 시장 재편 가속화

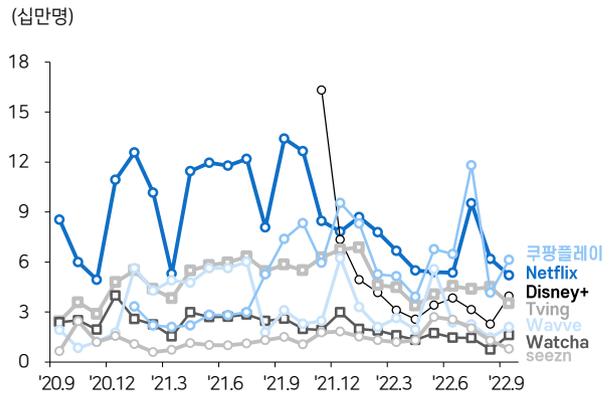
2021년 기준 국내 유료방송 가입자 대비 OTT 가입자 비중은 74.4%로 OTT의 성장 잠재력은 여전히 유효하다. 다만, 국내 상위 7개 OTT 플랫폼 이용자수는 2022년 1월 2,603만명에서 4월 2,252만명으로 감소했고, 9월 다시 2,512만명으로 증가하며 성장에 부침을 겪고 있다. 토종 OTT 중에서는 쿠팡플레이가 쿠팡 '로켓와우'와 연계한 프로모션, 실시간 스포츠 중계를 앞세우며 가장 빠르게 성장 중이다. 반면, 최근 매각설이 나오고 있는 왓챠(Watcha)는 사용자수가 1월 107만명에서 9월 88만명으로 급감하며 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.

그림30 국내 주요 OTT 서비스 이용자수 추이



자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림31 국내 주요 OTT 서비스 신규 설치자 추이



자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

한국형 IP의 성공 스토리는 이제부터 시작

한국형 IP의 성공 스토리는 이제부터 시작

<킹덤>과 <오징어게임>은 전세계적으로 흥행했지만 국내 제작사에게 돌아간 수익은 수십억원에 불과하였다. 글로벌 OTT 들의 한국 시장 진출로 이러한 불공정 계약 구조는 개선될 것으로 기대된다. 글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠 수급 경쟁은 이제 본격에 접어들었으며, 협상력을 높인 국내 제작사들은 더 높은 마진을 보장받거나 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.

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 드라

마도 18편에서 37편으로 증가했다. 여기에 넷플릭스, 디즈니플러스 등 글로벌 OTT들의 공격적인 투자(2020년 5편 → 2021년 17편 → 2022년 34편)까지 더해져 국내 드라마 제작편수는 이전 전성기 수준으로 회복될 전망이다.

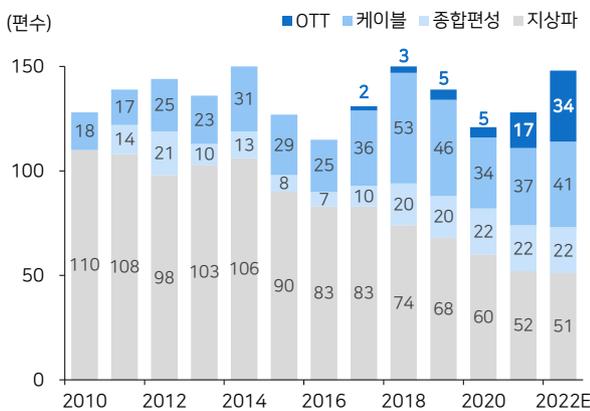
글로벌 콘텐츠 투자 금액의 효율적 집행 예상

2022년 넷플릭스의 콘텐츠 투자금액은 전년 대비 +2.9% 증가한 180억달러를 예상하나, 저비용 고효율을 대표하는 한국 콘텐츠에 대한 투자 비중은 오히려 늘어날 것이 분명하다. 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.

국내 콘텐츠 투자금액 증가에 따른 수혜 기대

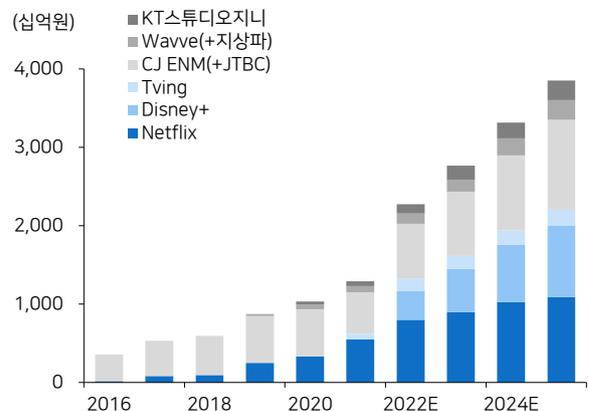
제작편수 기준 넷플릭스의 국내 콘텐츠 투자금액은 2021년 5,500억원(13편), 2022년 8,000억원(25편)으로 추정된다. 디즈니플러스는 2022년 10편 이상의 오리지널 콘텐츠를 제작해 매년 제작편수를 확대한다는 방침이다. 국내 사업자의 경우 CJ ENM이 2021년부터 2025년까지 콘텐츠 제작에 5조원을 투자할 계획이며, 통신사 기반인 KT스튜디오지니는 2023년까지 4천억원, 웨이브는 지상파와 함께 2025년까지 1조원의 투자금액을 집행할 계획이다. 이 밖에 카카오는 2023년까지 3천억원을 투자해 240여편의 오리지널 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.

그림32 국내 드라마 제작 편수 추이 및 전망



자료: Nielsen, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 국내 콘텐츠 투자금액 전망



자료: 언론, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

(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

미디어/콘텐츠 투자 아이디어

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.

- ① 글로벌 OTT와의 협상력 강화를 통한 리콥 상승

구체적으로, 미디어/콘텐츠 업종에 대한 시장 우려에도 국내 제작사들은 과도기적 성장을 기회로 전환할 수 있다고 판단한다. 팬데믹 기간 동안 K콘텐츠의 위상이 높아진 만큼 글로벌 OTT와의 협상력이 강화되었다. 국내 제작사들은 개선된 수익 배분으로 재계약 할 전망이며, 이를 통해 전반적인 수익성 개선이 가능하다.
- ② 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.
- ③ 시즌제 드라마의 확대

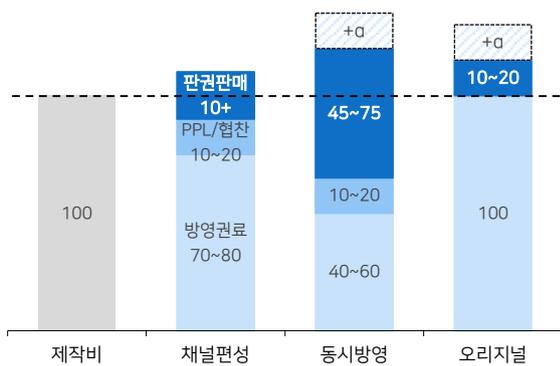
방영회차가 줄면서 시즌제 드라마 비중이 늘어나고 있으며, 기획 초기부터 시즌제로 제작하는 사례도 증가하고 있다. 시즌제 드라마는 안정적인 팬덤 확보 후 방영되고, 이전 대비 수익 배분이 증가해 제작사 입장에서 긍정적이다.
- ④ 비전통적 제작사의 증가

삼화네트웍스, 팬엔터테인먼트 등 전통적인 드라마 제작사들 외에도 시장이 커지면서 새롭게 등장한 비전통적 제작사들은 또 하나의 긍정적인 변화다. 대표적으로, KT스튜디오지니가 투자한 드라마 <구필수는 없다>, <이상한 변호사 우영우>나, 스카이TV의 대표 예능 <강철부대>, <나는 SOLO> 등 시청률과 화제성 측면에서 유의미한 성과를 내고 있다. 셀트리온 2012년 셀트리온엔터테인먼트를 설립해 <청춘시대>, <배가본드>, <괴물> 등 다수의 드라마를 제작했다. 쇼박스 2020년 방영된 <이태원 클라쓰> 제작을 시작으로, 지난 8월에는 넷플릭스와 오리지널 콘텐츠 <살인자o난감> 공급계약을 체결한 바 있다.

㉔ VFX 등 첨단 기술을 통한 제작시간 및 제작비용 단축

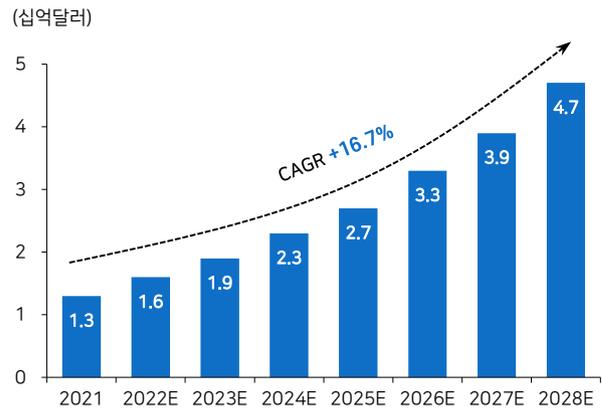
VFX(Visual Effects)와 같은 새로운 영상제작기법으로 촬영할 경우 제작시간과 제작비용 단축이 가능해 수익성 개선에 긍정적이다. CG 등 시각효과의 중요성이 강조되고, 실감형 미디어 시장의 높은 성장이 예상되는 만큼 버추얼 스튜디오 구축과 관련 기술을 선점하기 위한 주도권 경쟁이 심화될 전망이다. 글로벌 버추얼 프로덕션 시장 규모는 2022년 16억달러에서 2028년 47억달러로 연평균 +16.7% 성장할 전망이다.

그림34 글로벌 OTT와의 재계약을 통한 리쿰 상승 기대



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 VFX 최신 기술 도입에 따른 제작시간/제작비 단축



자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

과도한 주가 하락, 밸류에이션 리레이팅 전망

2022년 국내 콘텐츠 제작사들의 연초 대비 주가 수익률은 평균 -39.0%로 부진한 흐름을 이어가고 있다. 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.

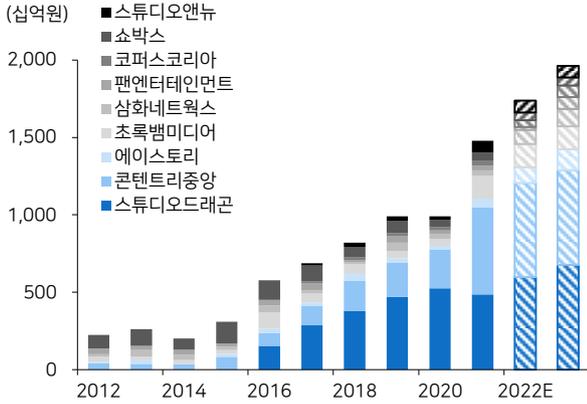
국내 제작사 밸류에이션 매력 부각

국내 미디어/콘텐츠 업체들의 2022년 예상 PER은 평균 22.1배로 해외 Peer (17.8 배) 대비 소폭 높은 수준이다. 주목할 만한 점은 국내 제작사들의 경우 2023년부터 실적 개선이 본격화됨에 따라 글로벌 Peer들의 2023년 예상 PER 14.7배보다 더 가파른 속도로 밸류에이션(13.9배) 매력이 상승한다는 점이다.

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. 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.

그림36 국내 콘텐츠 제작사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림37 국내 콘텐츠 제작사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

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.