

2021.01.25

달라진 것들, 그리고 달라질 것들

제작 트렌드로 알아보는 제작사 투자 매력도

미디어/인터넷

조태나

02) 739-5932

taenajo@heungkuksec.co.kr

RA

손혜원

02) 6742-3525

hwson@heungkuksec.co.kr

생각보다 공백이 길었다. '19~'20년 넷플릭스 국내 투자금액은 미미하게 증가했고, 기다리던 글로벌 OTT의 추가 진출도 없었다. 그러고 보면 지금의 호황은, 우리가 정확히 3년전에 바라던 그림이 아닐까싶다. 호재에 반응하듯, 지난 해 말부터 주가는 꾸준히 우상향 곡선을 그리고 있고, 결국 올해 시장 멀티플은 2018년 수준에 가까워질 거라고 판단한다. 2018년에는 스튜디오드래곤이 트레이딩 기준 PER을 100배 넘게 받기도 했다. (지금은 80배 수준이다) 그런데 3년간 시장도 변했고, 제작사도 변했다. 그래서 이번 자료에서는 산업내에서 달라진 것들과 달라질 것들을 되짚어 보고, 주요 제작사들의 투자 매력도를 점검해보려 한다.

그림 1 넷플릭스 국내 투자금액 추이 (2016~2021E)

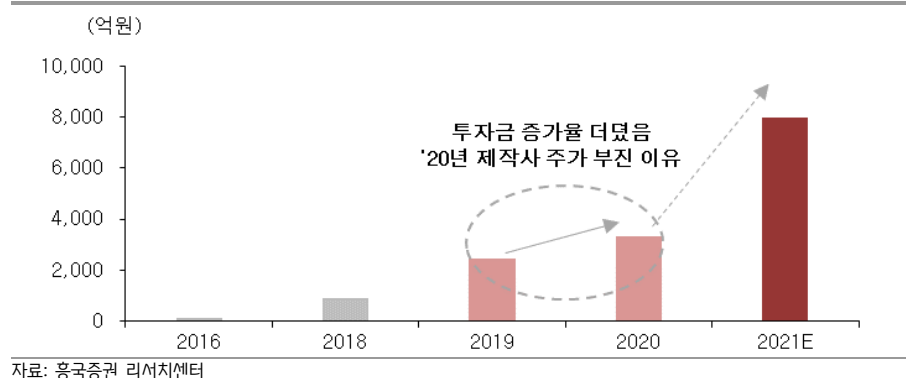
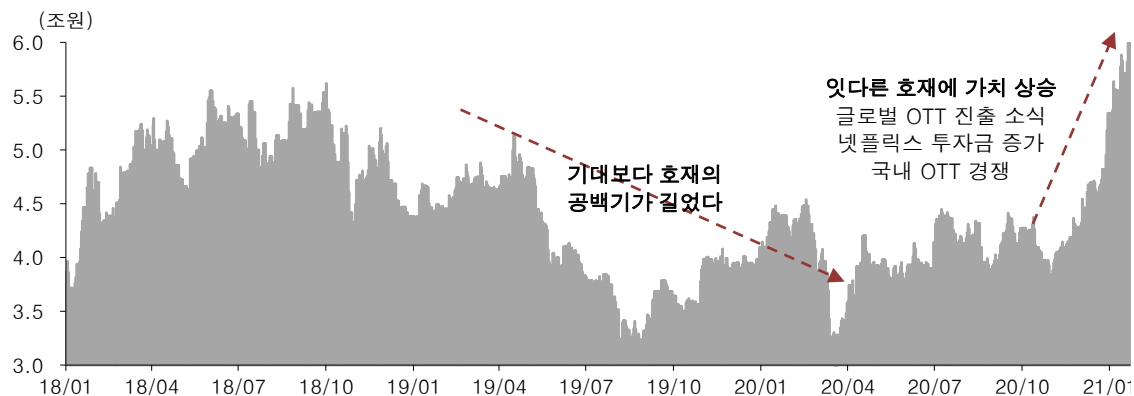


그림 2 콘텐츠 제작업종 시가총액 추이, 올초 5.5조원 -> 현재 6.3조원 수준



자료: 흥국증권 리서치센터

참조: 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, 에이스토리, SBS, NEW, 쇼박스, 키이스트, 삼화네트웍스, 초록배 합산 시가총액

제작사에서 스튜디오로 성장할 수 있는 기업을 찾자! (핵심은 패키징 능력)

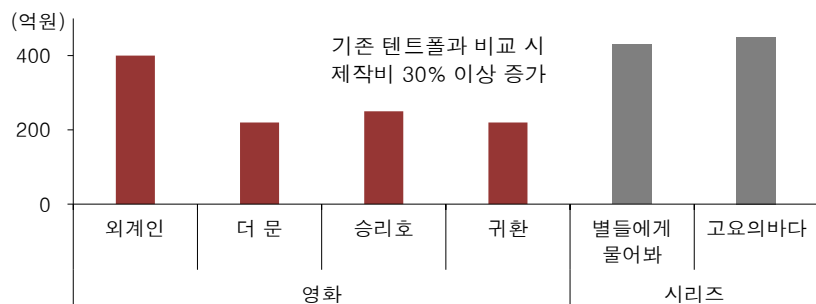
*패키징(packaging)이란, 기획에 어울리는 작가, 감독, 배우, 제작사 등을 매칭하는 것을 뜻한다.

스튜디오와 프러덕션(제작사)의 차이는 명확하다. 패키징 능력이 되느냐, 그렇지 않느냐로 판단하면 된다. 헐리웃은 스튜디오와 프로덕션(제작사)의 구분이 이전부터 명확했지만, 한국은 프러덕션과 스튜디오의 구분이 모호한 단계다. (스튜디오는 제조업으로 치면 제품을 조립하는 공장이고, 프러덕션은 부품을 납품하는 벤더사로 비교할 수 있다.) 지금 한국 제작 시장은 top-tier 프러덕션이 스튜디오로 성장하는 과정에 있는데, **결론부터 이야기하면 우리는 스튜디오로 성장할 수 있는 프러덕션을 고르기만 하면 된다. 그게 큰 그림에서 이 산업의 투자포인트가 될 것이다.**

우리가 스튜디오를 필요로 하는 이유는 2가지가 있다. 첫째, 콘텐츠의 수요가 급증하기 때문이다. 과거에는 납품 할 콘텐츠 수 자체가 많지 않았기 때문에 사실상 기존 스튜디오의 라인업을 채울 작품도 부족했다. 그래서 국내에서는 스튜디오드래곤, JTBC스튜디오 2개사 만으로도 채널에 작품 공급이 충분했다. 그런데 국내 진출 OTT가 급격히 증가하며, 일정 퀄리티를 유지 + 안정적으로 작품을 공급해 줄 '신규' 스튜디오들이 필요해진 것이다. 왜냐하면 드래곤과 JTBC 스튜디오는 무한정으로 Q를 늘릴 수 없기 때문이다. 이들은 capa 한계에 다다르게 되면 P를 중심으로, 마진을 중심으로한 성장을 이어갈 것이기 때문이다. 그래서 메이저 급이 아니라도, 국내에는 미니 스튜디오가 필요한 상황이다.

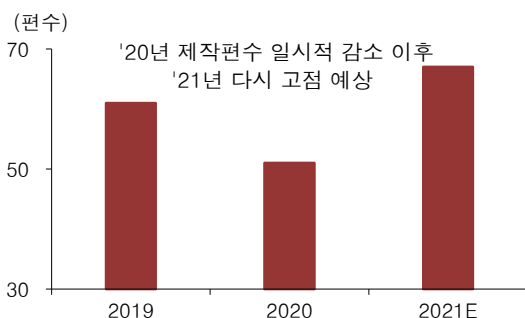
둘째, 대작의 제작비가 2~3년 전 대비 30% 이상 상승했다. 극단적 예로 지금까지 제작비 문제로 메이드가 어려웠던 우주 배경 영화&시리즈가 21년에는 6편이나 제작, 공개된다. 이제는 '스토리, 연출에 그래픽 까지' 완벽한 패키징이 필요한 상황이다. 다시 말해, OTT는 점점 큰 리스크를 지게 되기 때문에 기획에 어울리는 작가, 배우, 연출, 스태프의 완벽한 네 박자를 고루 맞춰 줄, '패키징'이 가능한 스튜디오가 필요하다는 것이다.

그림 3 2021 공개 및 제작예정, 우주배경 영화 및 드라마 제작비



자료: 언론보도, 흥국증권 리서치센터

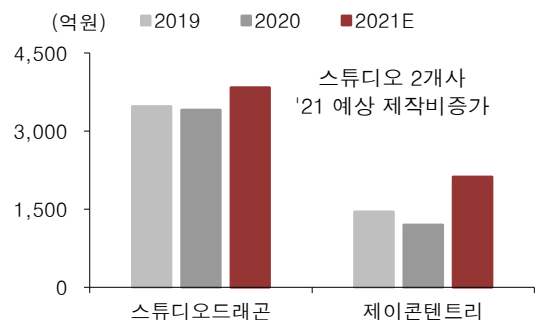
그림 4 '19~'21 주요 제작사 제작편수 합산 추이



자료: 각 사, 흥국증권 리서치센터

참고 : 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 외 5개사

그림 5 '19~'21 스튜디오 연간 제작비 추정금액



자료: 흥국증권 리서치센터 추정치

그림 6 2021 기대되는 스튜디오 순위

순위	제작사
1위	스튜디오드래곤
2위	카카오M, 클라이맥스 스튜디오(구 레진스튜디오)
3위	에이스토리, 글로벌 OTT
4위	블라드 스튜디오(전 텍스터 대표)
5위	JTBC 스튜디오, 케이퍼필름, 하이브미디어코프,
6위	스튜디오앤뉴, 엔솔로지 스튜디오(JTBC), 스튜디오 N(네이버), 바람픽처스, 더랩 프

자료: 씨네21, 흥국증권 리서치센터

참조: 영화 드라마 제작업계 전문가 55인 설문조사 (p7 리스트참조)

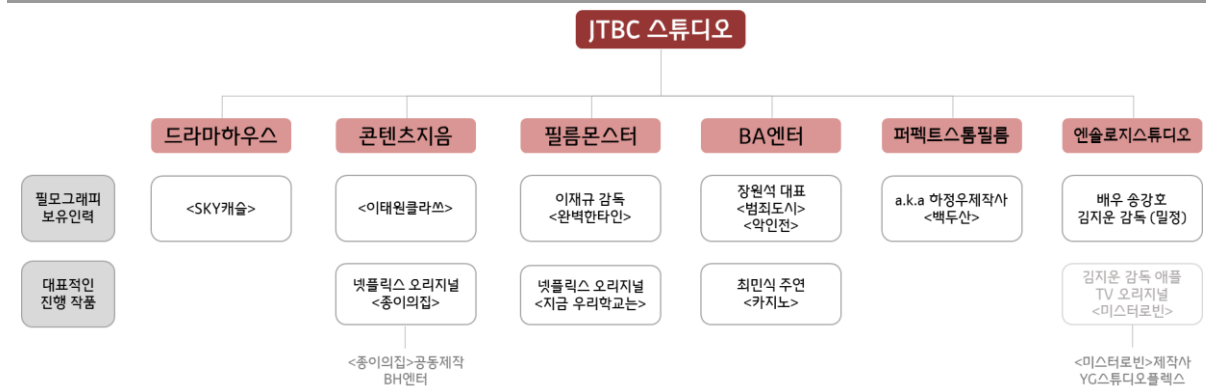
그림 7 2021 드라마시리즈 기대작 순위

순위	작품명
1위	지리산 (에이스토리)
2위	지옥 (클라이맥스 스튜디오)
3위	고요의 바다 (정우성 제작)
4위	무빙(스튜디오앤뉴), 오징어게임
5위	D.P (클라이맥스), 슬기로운 의사생활2
6위	빈센조(스튜디오드래곤), 조선구마사(스튜디오S), 지금 우리 학교는 (JTBC 스튜디오)

자료: 씨네21, 흥국증권 리서치센터

참조: 제작업 전문가 제작업계 55인 설문조사 (p.7 리스트참조)

그림 8 JTBC 스튜디오 인수 제작사 필모그래피 및 보유인력



자료: 제이콘텐츠리, 흥국증권 리서치센터

[그림 6]을 참고하면 ‘현업 관점’에서 스튜디오화가 가능한 제작사들이 몇몇 눈에 띈다. 스튜디오드래곤은 명실상부 1등 스튜디오이며, 카카오M이 차기 주자가 될 것이라 기대한다. 이미 10개 이상의 매니지먼트사 (BH엔터, 쉐, VAST 등)를 인수했으며, <나의아저씨>, <미생>의 김원석 PD를 포함한 다수의 예능 PD를 영입했다. 2024년부터는 영화와 드라마 연간 15개 작품 제작, 매년 4,000억원을 투자할 것이라고 밝혔다. 그리고 ‘루키’로 떠오르는 차기 주자는 클라이맥스 스튜디오(구 레진 스튜디오)와 에이스토리, 그리고 JTBC 스튜디오와 스튜디오앤뉴 가 있다. (블라드와 케이퍼, 하이브미디어코프는 영화제작사)

클라이맥스 스튜디오는, 최근 키다리스튜디오에 피인수된 레진의 자회사였으나, 이번 합병 때 분리 법인으로 남았으며 사명을 변경했다. 연상호 감독을 포함한 우수 작가와 감독이 포진해있다. 올해 넷플릭스 오리지널만 2편이 예정되어 있고, 이병헌이 주연으로 참여하는 영화 <콘크리트 유토피아>를 포함 영화 라인업이 10편, 드라마 라인업도 5편이나 있다.

JTBC스튜디오는 최근 1~2년간 제작사를 공격적으로 인수해왔다. 특히 최근에 영화 제작사를 주로 인수했는데, ‘씨네마틱 드라마’라는 트렌드적 관점에서 볼 때 매우 기대해 볼만 하다. 패키징에 매우 유리해질 것 같다. 며칠 전 발표한, 전도연-류준열 주연의 <인간실격> 제작도 비슷한 맥락이다. [그림8, 표1 참고] 스튜디오앤뉴 역시 전통적 영화투자-제작 강자인 사업자로서, 드라마시리즈 제작에도 우위가 있을 것이라고 전망한다. 최근 박훈정 감독 제작사인 <금월>을 인수, 드라마와 영화 프로젝트를 활발히 준비 중이다. ‘21년은 영화 라인업의 리스크를 축소시키고, 시리즈물에 집중하는 스튜디오앤뉴 재도약의 원년이 될 것이다.

#씨네마틱 드라마 #2021기대작

표 1 NFLX 오리지널-드라마 시리즈 라인업 : 1명 제외 모두 영화 감독이 연출

제목	연출	주연	감독 필모그래피	제작사
수리남	윤종빈	하정우, 황정민	<공작>, <군도>	스튜디오드래곤
고요의바다	최항용	공유, 배두나	-	정우성 제작
오징어게임	황동혁	이정재, 박해수	<남한산성>, <도가니>	-
D.P.	한준희	정해인, 구교환, 김성균	<차이나타운>	클라이맥스 스튜디오
네미시스(언더커버)	김진민	한소희, 박희순	<인간수업>	스튜디오329
지옥	연상호	유아인, 박정민	<부산행>, <반도>	클라이맥스 스튜디오
무브투헤븐	김성호	이제훈, 탕준상	<개를 훔치는 가장 완벽한 방법>	페이지원, 넘버스리
종이의집	김홍선	유지태, 김윤진, 전종서	<변신>, <반드시 잡는다>	BH엔터, 콘텐츠지움
소년심판	홍종찬	김혜수, 김무열, 이성민	드라마 <라이프>	길픽처스, 지티스트
지금우리학교는	이재규	윤찬영, 박지후, 조이현	<완벽한타인>, <역린>	필름몬스터

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 NFLX 오리지널 외 드라마시리즈 기대작

(단위: 십억원)

구분	제목	연출/작가	주연	감독 필모그래피 / 제작
스튜디오드래곤	빈센조	김희원/박재범	송중기, 전여빈	-
	아일랜드	배종	김남길, 임시완, 서예지	<조작된 도시>
	나빌레라	한동화	송강, 박인환, 나문희	<나쁜녀석들>
	더글로리	안길호/김은숙	송혜교	<비밀의 숲>
JTBC스튜디오	시지프스	진혁	조승우, 박신혜	<푸른 바다의 전설>
	괴물	심나연	신하균	셀트리온 엔터 제작
	인간실격	허진호	전도연, 류준열, 박병은, 김효진	<호우시절>
	카지노	강윤성	최민식	<범죄도시> / BA엔터 제작
에이스토리	지리산	이응복/김은희	전지현, 주지훈	<스위트홈>, <도깨비>
스튜디오앤뉴	무빙	모완일	조인성, 한효주, 차태현	<부부의세계>, <미스티>
키이스트	별들에게 물어봐	작가 서숙향	미정	작가 필모 <파스타>
	경이로운 구경이	이정흠	이영애	<아무도 모른다>, <조작>
스튜디오S	모범택시	박준우	이제훈, 이솜, 김의성	<궁금한 이야기Y>
	조선구마사	신경수	감우성, 장동윤	<녹두꽃>
애플TV	미스터로빈	김지운	이선균, 유태오, 이유영	<밀정>, YG스튜디오폴렉스 제작
기타	그날밤	이명우	김수현, 차승원	<열혈사제>

자료: 흥국증권 리서치센터

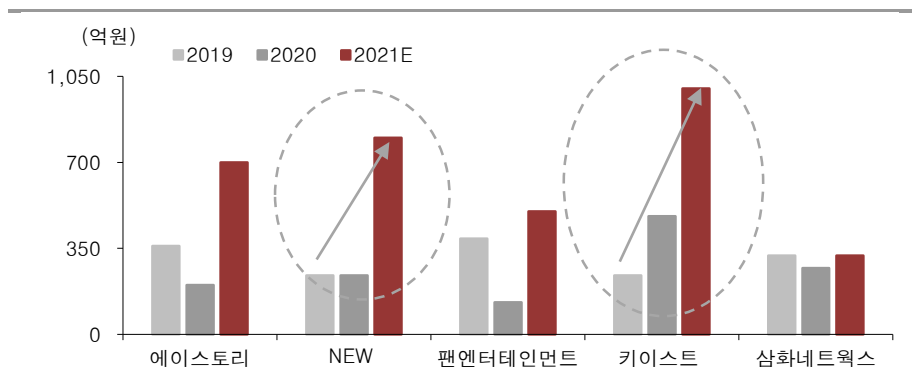
투자전략 : 눈을 감자

[그림 9,10]에서 알 수 있듯, 2020년은 제작 편수 및 제작비가 일시적으로 감소한 해였다. 에이스토리는 '21년 전체 제작비가 NEW, 키이스트 대비 작지만, 판매 플랫폼이 선공개되었기 때문에 주가가 가장 먼저 반응했다고 판단한다. 그래도 업황 + 가격적인 면에 있어서 여전히 Top pick을 유지한다. NEW와 키이스트 역시 450억~500억대 대작을 보유하고 있기 때문에, 최종 판매 조건에 따라 주가 업사이드가 열려있는 상황이다.

현재 NEW에 반영된 주가는 멀티플 25배 수준이라고 판단하고 있는데, 이는 <무빙>의 프로젝트 마진을 20% 수준으로 추정한 결과다. 만약 <무빙> 마진이 30%라고 가정한다면, 혹은 제작비 150억~200억 라인업이 추가로 발표 된다면 시가총액 4,000억(멀티플 30배)도 유효하다고 판단한다.

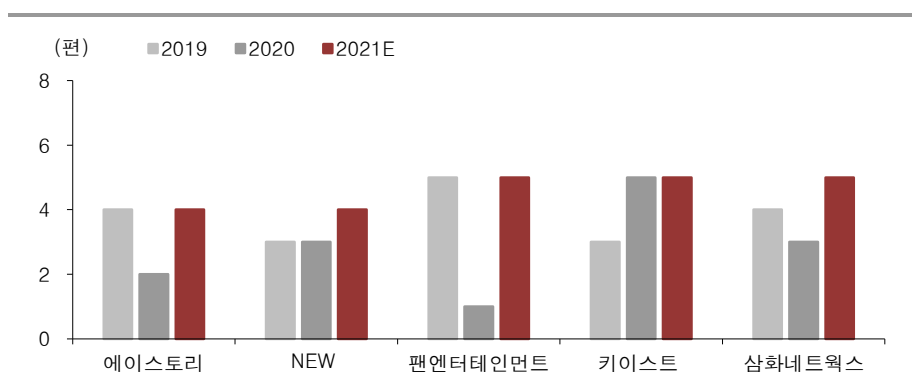
키이스트의 경우 대작 라인업은 모두 공개되었다. <별들에게 물어봐> 400억 대, 넷플릭스 오리지널 <일루미네이션>이 200억 대다. <일루미네이션>보다는 <별들에게 물어봐>의 계약조건에 따라 주가의 추가적 방향성이 잡힐 것 같은데, 현재 프로젝트 마진 20% 가정 시 시가총액 4,000억원(멀티플 20배 수준)도 무난하다고 판단한다. 멀티플을 NEW보다 적게 주는 이유는 앞서 설명한 '스튜디오'로서의 성장 가능성을 고려했기 때문이다. 키이스트는 멀티플 보다는 이익을 변수로 목표가를 산정하는 것이 적합하다고 판단한다. 일단 NEW와 키이스트 모두, 공급 플랫폼이 발표되면 주가가 더 상승하는 게 맞다. 소문에 사고 뉴스에는 더 사야하는게 요즘 제작사 트레이딩 비법이다.

그림 9 제작사별 추정 제작비 추이 ('19~'21E)



자료: 흥국증권 리서치센터 추정치
참조: 2021.01.24 기준 발표된 라인업 기반으로 추정

그림 10 제작사별 제작편수 비교('19~'21E) : 제작편수 변화 크지 않음, P 중심의 성장



자료: 각 사, 흥국증권 리서치센터

그림 14 스튜디오드래곤 주가추이



자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

그림 15 제이콘텐트리 주가추이



자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

그림 16 에이스토리 주가추이



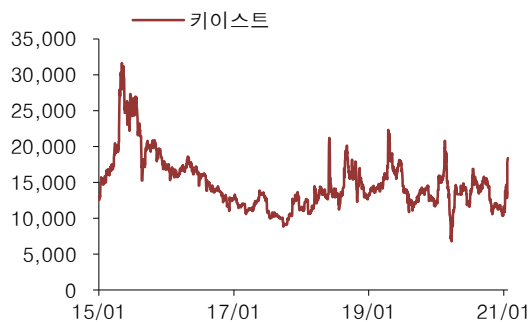
자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

그림 17 팬엔터 주가추이



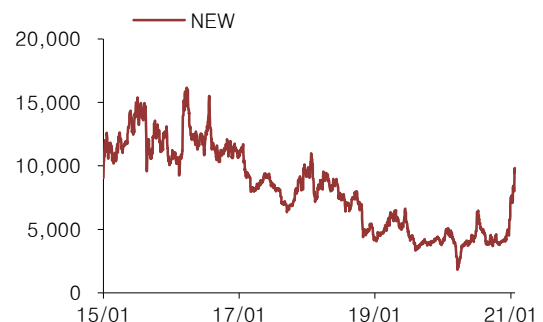
자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

그림 18 키이스트 주가추이



자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

그림 19 NEW 주가추이



자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

참조: 2021 기대되는 스튜디오 & 기대작 설문조사 (제작업계 전문가 55 인 list, 씨네 21)

강혜정	외유내강 대표	심재명	명필름 대표
강효미	퍼스트룩 대표	장세정	카카오M 영상콘텐츠본부 본부장
권미경	스튜디오N 대표	장원석	BA엔터테인먼트 대표
권지원	리틀빅픽처스 대표	정경재	롯데컬처웍스 콘텐츠사업부문장 · 상무
김나영	크레이브웍스 이사	주희	옛나인필름 마케팅 총괄이사
김도수	쇼박스 대표	여한구	캐피탈원 대표
김동현	메리크리스마스 본부장	원동연	리얼라이즈픽처스 대표
김석윤	JTBC콘텐츠허브 제작부문장	윤신애	스튜디오329 대표
김성환	어바웃필름 대표	윤제균	감독
김용화	감독	이동하	영화사레드피터 대표
김우형	모팩 부사장	이동훈	엔터미디어 콘텐츠 대표
김윤미	영화사 올 대표	이상백	에이스토리 대표
김장균	매니지먼트 숲 대표	이상윤	쇼박스 투자제작본부장
김재민	NEW 영화투자배급사업부 · 콘텐츠판다 대표	이소영	사람엔터테인먼트 대표
김재중	무비락 대표	이윤정	퍼스트룩 대표
김종도	나무엑터스 대표	이응복	감독
김택균	유니온투자파트너스 부사장	이전형	포스크리에이티브파티 대표
문영우	에이스메이커무비웍스 사업총괄 이사	이정세	메가박스중앙(주)플러스엠 영화사업 본부장
박성혜	키이스트 대표	이진희	씨앗필름 대표
박영석	팬엔터테인먼트 대표	이태현	콘텐츠웨이브 대표
박은경	더 램프 대표	임명균	CJ ENM 영화사업본부 투자배급사업부 상무
박준경	뉴 아이디 대표	임승용	웅필름 대표
박태훈	왓차 대표	천상현	에이스팩토리 부사장
박혜경	엔드크레딧 대표	최아람	영화사 램 대표
박호식	바람픽처스 대표	최재원	워너브러더스 코리아 로컬 프로덕션 대표
변승민	클라이맥스 스튜디오 대표	최평호	슬레어파트너스 대표
손석우	BH엔터테인먼트 대표	하정완	조이래빗 대표
심보경	보경사 대표		

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주안사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.