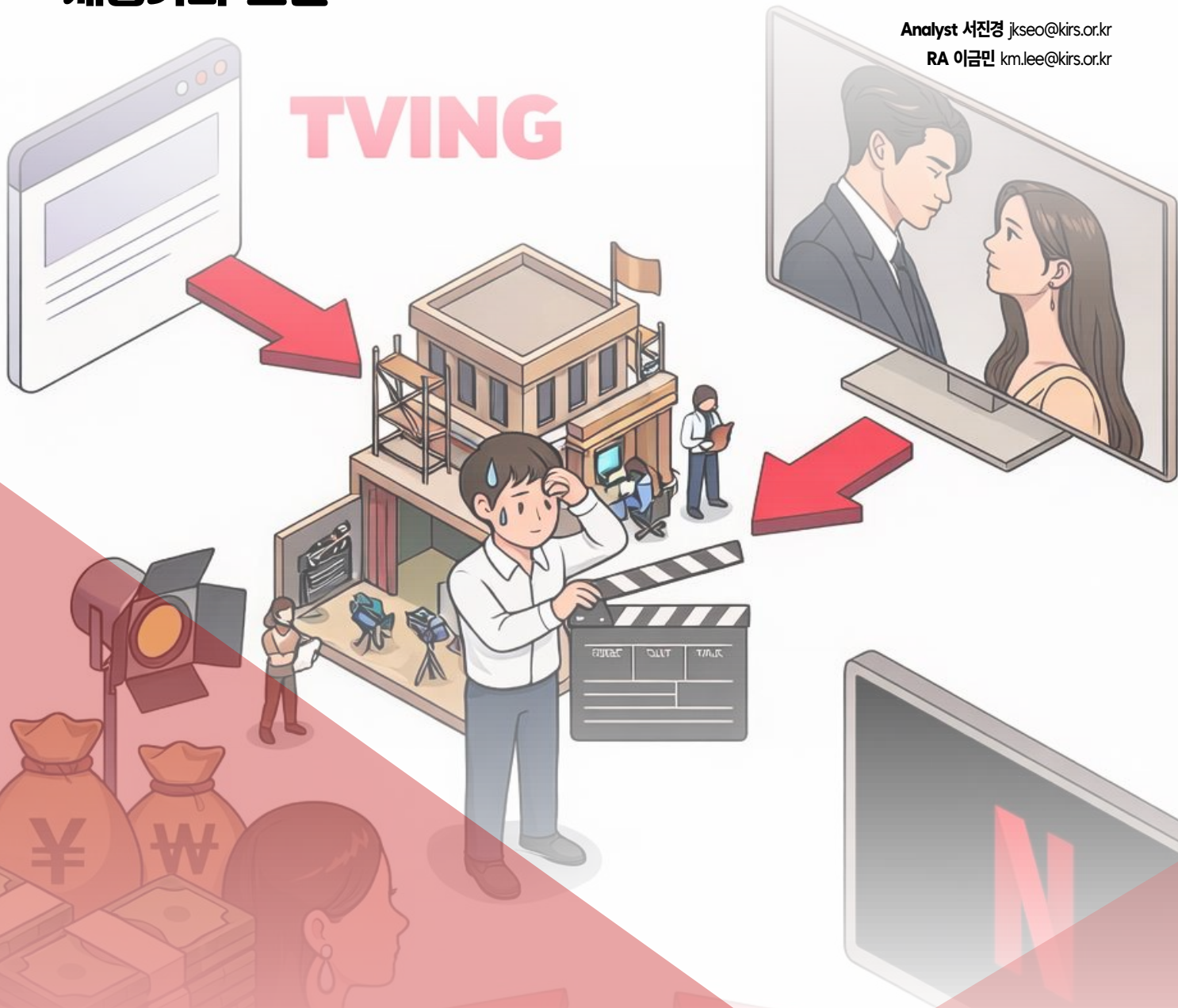


드라마 제작산업

재평가의 조건



Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

종목명	시가총액	현재가(원)
삼화네트웍스	427	988
에이스토리	533	5,590

SUMMARY

한국 드라마 산업은 내수 축소와 수출 확대가 동시에 진행되는 재편 국면에 있음. 국내 드라마 제작 편수는 2022년 141편에서 2025년 115편으로 감소할 것으로 예상되는데, 이는 방송사 수익성 저하로 인한 편성 슬롯 축소 등 내수 시장 부진의 영향이 반영된 결과. 반면 해외 시장에서는 글로벌 OTT 확산과 판권 수요 확대를 바탕으로 한국 드라마의 수출형 콘텐츠로서의 위상이 강화되고 있음. 즉 산업의 외형은 여전히 내수를 기반으로 하지만, 성장의 방향은 점차 해외 유통과 판권 판매 쪽으로 이동하고 있음

다만 드라마 제작사는 밸류체인상 핵심 플레이어임에도 높은 수익성을 확보하기가 구조적으로 쉽지 않음. 핵심 크리에이터의 높은 교섭력과 방송사·OTT의 편성·판권 통제력이 동시에 작동하면서 제작사에 귀속되는 이익이 제한되기 때문. 여기에 광고 재원의 온라인 이동에 따른 방송사 투자여력 약화 및 제작비 집행 축소, 글로벌 OTT의 선별적 투자 집행이 맞물리며 업황 전반의 부담이 한층 커진 상황

이러한 산업 환경에서는 업황 회복의 수혜가 업계 전반에 고르게 확산되기 어려움. 실제로 시장 축소 이후 가장 두드러진 변화는 대형 캡티브 제작사 중심의 차별적 회복. 스튜디오드래곤, SBS, 콘텐츠리중앙 등은 **계열 채널 기반의 편성 안정성, 글로벌 OTT 및 타 채널로의 판매 다변화, 제작 레이블과 크리에이터 풀, 구축 라이브러리** 등에서 우위를 보유. 반면 중소형 논캡티브 제작사는 연간 제작 편수가 적어 프로젝트 공백과 편성 지연의 영향이 크게 나타나며, 실적 변동성과 구조조정 압력도 상대적으로 높음. 따라서 드라마 제작사에게 중요한 것은 단순한 업황 반등보다, 업종 전반의 재평가를 가능하게 할 구조적 조건이 무엇인지에 대한 판단

업종 재평가의 조건은 크게 네 가지로 구분됨

첫째는 **구축 라이브러리 수익화**. 플랫폼들이 신작 중심의 공격적 투자보다 효율 중심의 콘텐츠 확보에 무게를 두기 시작하면서, 제작사 입장에서 추가 원가 부담 없이 매출과 이익으로 연결될 수 있는 구축 자산의 가치가 다시 부각되고 있음. 특히 대부분의 구축은 장부상 가치가 매우 낮아, 향후 재판매가 본격화될 경우 숨겨진 고마진 자산으로 재평가될 가능성 존재

둘째는 **IP 활용 확대**. 단순 외주형 제작을 넘어 리메이크, 포맷 수출, 웹툰·굿즈·디지털 콘텐츠 등 2차 사업으로 수익을 확장할 수 있는 제작사일수록 IP 홀더이자 콘텐츠 자산 사업자로 재평가 받을 여지가 큼

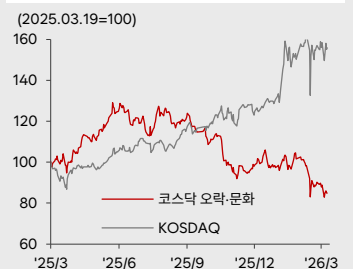
셋째는, **해외 공동제작 확대**. 기존의 단순 판권 판매를 넘어 기획 단계부터 해외 파트너와 제작과 권리 구조를 함께 설계하는 방식이 늘어날수록, 제작사는 IP 귀속과 배급·부가사업 수익 참여를 확대할 수 있음

넷째는, **성과 연동형 계약 구조 도입**. 아직 본격화된 단계는 아니지만, 흥행 성과가 제작사 수익으로 더 많이 연결되는 RS구조(Revenue Sharing, 수익공유)가 정착될 경우 단순 외주제작 마진 중심의 수익구조 한계를 보완할 수 있음

현재 드라마 제작산업의 핵심 이슈인 한한령 완화, 정책지원, 규제완화, 티빙-웨이브 합병 역시 산업 전체에 동일하게 작용하기보다, 해외 유통 경험과 구축 자산, 계열 채널, 흑자 기반을 갖춘 제작사에 더 유리하게 작용할 가능성이 높음. 따라서 투자 포인트는 **단순한 업황 반등이 아니라 누가 제한된 회복을 먼저 흡수하느냐**에 있음. 드라마 제작업은 구조적으로 수익성 확보가 쉽지 않은 산업이지만, 그 안에서도 **회복은 차별적으로 나타나고** 있음. 종합하면 현 시점에서는 업종 베타보다는 **개별 종목의 펀더멘털과 회복 가시성을 중심으로 접근하는 것이 보다 유효해 보임**

	PER(배)	PBR(배)
삼화네트웍스	30.4	1.9
에이스토리	7.6	1.2

Sector Index



CONTENTS

산업분석

I. 한국 드라마 제작산업 규모 및 수출현황	4
1. 내수 부진의 구조화와 수출 중심 성장	4
2. K-드라마 수출 현황 및 성장 추이	4
3. K-드라마 글로벌 위상 및 OTT 수요	4
II. 드라마 제작사 사업 구조	6
1. 드라마 제작산업 밸류체인	6
2. 드라마 제작사 수익모델 변화: 편성 중심에서 판매 중심으로	8
3. 제작사의 수익모델 3단계	9
4. 드라마 수익 인식 구조	9
5. 드라마 제작사 P/Q/C 분석	12
III. 경쟁구도	15
1. 기존 기업 간의 경쟁	15
2. 신규 진입자의 위협	16
3. 대체재의 위협	16
4. 공급자의 교섭력	17
5. 구매자의 교섭력	18
6. 소결: 드라마 제작사의 구조적 한계	19
7. 드라마 제작 시장 축소 이후 산업 재편	20
IV. 재평가의 조건	22
1. 구작 라이브러리 수익화	22
2. IP 활용 확대	22
3. 해외 공동제작 확대	23
4. 성과 연동 RS 계약구조로 전환	23
V. 핵심이슈	25
1. 한한령 완화 가능성	25
2. 정책 지원	27
3. 방송광고 규제 완화	28
4. 티빙-웨이브 합병과 국내 OTT 재편	29
VI. 투자전략: 선별적 접근이 필요한 차별화 국면	30
VII. 참고자료	31
1. 밸류에이션 방법론	31
2. PEER 그룹 기업개요	33
3. 드라마 제작사 주가 추이	36

기업분석

I. 삼화네트웍스(046390): 실적 공백기, 현금이 버티고 편성이 기다린다	38
II. 에이스토리(241840): 편성이 돌아왔다, 이제는 IP가 증명할 차례	58

I. 한국 드라마 제작산업 규모 및 수출현황

1 내수 부진의 구조화와 수출 중심 성장

국내 방송사의 구조적인 수익성
저하에 따른 드라마 제작산업
내수 약화 및 수출 기반의
성장구조 재편

한국 드라마 산업은 절대 규모 측면에서는 여전히 내수 제작시장을 기반으로 움직이지만, 최근 성장의 방향은 내수보다 수출에서 더 뚜렷하게 나타나고 있다. 국내 드라마 제작 편수는 2022년 141편에서 2023년 123편, 2025년(E) 115편으로 감소한 가운데, 2024년 국내 방송시장 매출도 18조 8,320억 원으로 전년 대비 0.7% 줄었으며 지상파 매출 역시 3조 5,337억 원으로 5.4% 감소했다. 반면 프로그램 제작·구매 비용은 4조 732억 원으로 2.5% 증가해 내수 시장은 편수 축소와 비용 부담 확대가 동시에 진행되는 구조다.

드라마 제작산업 내수 시장 약화의 근본 원인은 광고 재원의 온라인 이동에 따른 방송사 수익성 저하, 이에 따른 드라마 편성 슬롯 축소에 있다. 즉 내수 시장의 부진은 일시적 조정보다 구조적 변화에 가깝고, 광고·편성·플랫폼 발주 환경을 감안하면 향후에도 뚜렷한 개선 가능성은 제한적이다. 반면 수출은 글로벌 OTT 확산과 해외 판권 수요 확대를 바탕으로 성장세를 이어가고 있어, 한국 드라마 산업의 외형 성장과 가치 확대는 점차 내수보다 수출이 견인하는 구조로 이동하고 있다.

2 K-드라마 수출 현황 및 성장 추이

K-드라마가 글로벌 OTT를
기반으로 성장하며 K-콘텐츠
수출에도 비중있는 기여

K-드라마는 이제 한국 콘텐츠 수출 증가를 견인하는 핵심 장르로 자리 잡고 있다. 한국은행 지식서비스 무역통계에 따르면 K-콘텐츠(콘텐츠산업 특수분류 12개 영역) 수출액은 2021년 10.8조 원에서 2025년 19.0조 원으로 약 76% 확대됐고, 같은 기간 드라마 비중도 38%에서 46%로 상승했다. 이는 전체 콘텐츠 수출 성장 과정에서 드라마의 기여도가 점차 높아졌음을 의미한다.

이 같은 흐름의 배경에는 글로벌 OTT의 확산과 한국 드라마의 높은 해외 수요가 있다. 결국 K-드라마 수출 성장은 단순한 일회성 한류 확산이 아니라, 플랫폼 유통 구조 변화와 소비 패턴 변화가 맞물린 구조적 성장으로 보는 것이 타당하다. 한국 드라마는 국내 편성 중심 산업에서 벗어나 글로벌 동시 소비가 가능한 수출형 콘텐츠로 전환되고 있다.

3 K-드라마 글로벌 위상 및 OTT 수요

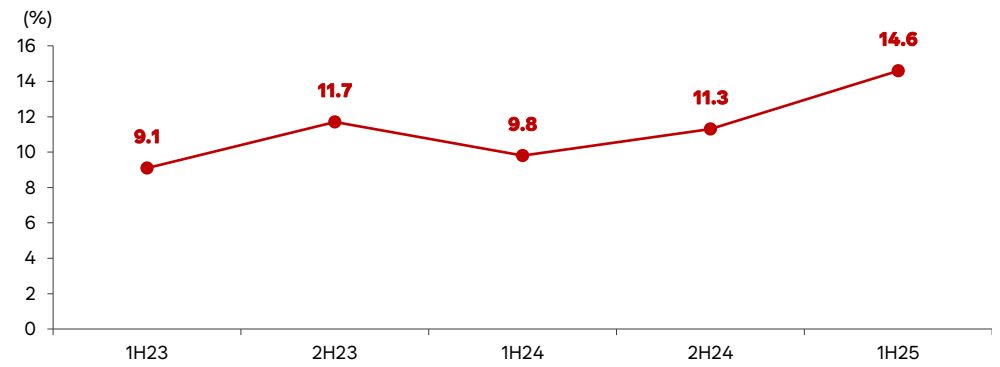
글로벌 OTT 기반의 시청 확대와
투자 지속으로
K-드라마의 메이저 장르화 진행

K-드라마의 글로벌 위상은 플랫폼 내 실제 소비 데이터로도 확인된다. 넷플릭스 내 K-드라마 시청시간 비중은 2023년 상반기 9.1%에서 2025년 상반기 14.6%까지 상승했다. 2025년 가장 많이 시청된 TV 프로그램 20개 가운데 4개가 K-드라마였다는 점까지 감안하면, K-드라마는 더 이상 일부 아시아 시장에 강한 지역 콘텐츠가 아니라 글로벌 OTT에서 반복적으로 상위권에 진입하는 메이저 장르로 올라섰다고 볼 수 있다.

수요 측면에서도 기반은 견조하다. 넷플릭스는 2023년 한국 콘텐츠에 2027년까지 25억 달러를 투자하겠다고 밝혔는데, 이는 2016년 한국 진출 이후 발표한 투자액의 약 두 배에 해당한다. 플랫폼 사업자가 한국 콘텐츠를 단기 흥행 자산이 아니라 장기 공급 생태계로 보고 있다는 의미다. 제작사 입장에서는 발주와 유통의 안정성이 과거보다 높아졌고, 대형 OTT가 한국 드라마를 글로벌 확장성이 높은 핵심 콘텐츠로 보고 있다는 점에서 의미가 크다.

글로벌 OTT 시장 자체도 완만하지만 지속적인 성장 국면에 있다. PwC는 전 세계 OTT 비디오 구독이 2023년 16억 건에서 2028년 21억 건으로 증가할 것으로 전망했다. 성장률은 과거 고성장기보다 낮아졌지만, 가입자 기반은 여전히 확대되고 있고 광고요금제, 번들링, 라이브 콘텐츠 등 수익모델 다변화도 병행되고 있다. 이는 플랫폼들이 오리지널과 로컬 흥행작 확보를 계속 추진할 유인이 유지된다는 뜻이며, 이미 검증된 포맷인 K-드라마에 대한 구조적 수요도 당분간 이어질 가능성이 높다.

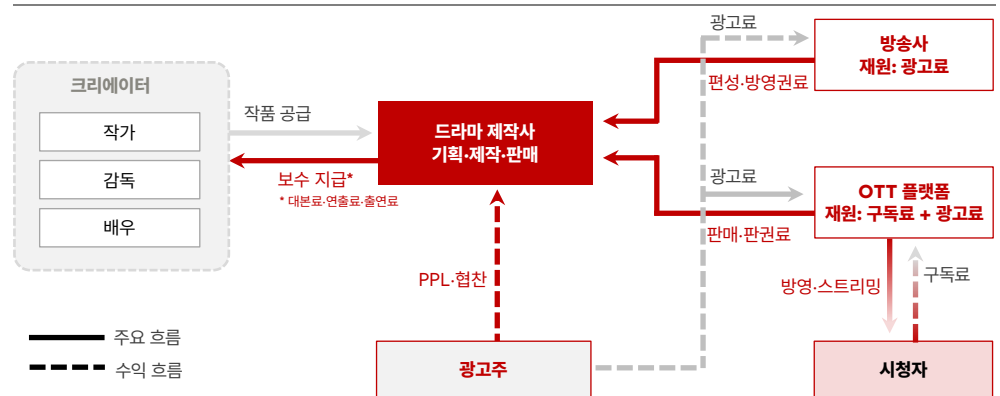
넷플릭스 K-드라마 시청시간 비중



자료: Tudum by Netflix, Netflix, What we watched, 문화체육관광부, 한국IR협의회 기업리서치센터

II. 드라마 제작사 사업 구조

드라마 제작산업 밸류체인



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

1 드라마 제작산업 밸류체인

드라마 제작산업은 제작사와 매체를 중심으로 움직이며, 투자 판단의 핵심은 제작사의 구조적 한계에 대한 이해

드라마 제작 산업의 밸류체인은 원천 IP 개발부터 제작, 유통, 소비까지 단계별로 이어지는 구조이며 이를 크게 드라마 제작사, 매체(플랫폼), 광고주, 소비자의 네 단계로 나눌 수 있다. ① 드라마 제작사는 콘텐츠의 기획·제작·판매를 총괄하는 핵심 생산자다. ② 매체(플랫폼)는 완성된 콘텐츠를 시청자에게 유통하며 구독료와 광고 등으로 수익을 창출한다. ③ 광고주는 PPL·협찬·타겟 광고를 통해 콘텐츠의 상업적 가치를 높인다. ④ 소비자는 구독료와 광고 노출로 밸류체인 전체에 수익을 공급하는 최종 수요자 역할을 한다.

이 중 투자 관점에서 가장 중요한 축은 드라마 제작사와 매체이다. 제작사는 콘텐츠를 실제로 기획·제작하는 주체이고, 매체는 완성된 콘텐츠의 유통과 수익 배분 구조를 통제하는 핵심 주체이기 때문이다.

드라마 제작사는 검증된 작가·감독·배우 확보 능력과 편성·판매처 확보 능력이 핵심 경쟁력이나, 공급자(스타 크리에이터)와 구매자(방송사·OTT) 양쪽에서 동시에 마진 압박을 받아 비즈니스 모델 자체의 수익성에 구조적 한계가 있다.

매체는 제작사보다 강한 경쟁력을 보유하고 있다. 수억 명의 글로벌 가입자 기반 위에서 콘텐츠 투자비를 분산할 수 있고(규모의 경제), 추천 알고리즘과 시청 이력이 쌓일수록 이용자가 다른 플랫폼으로 이탈하기 어려워지며(전환비용), 가입자가 늘수록 데이터 경쟁력이 높아져 다시 콘텐츠 경쟁력으로 이어지는 선순환 구조(네트워크 효과)를 갖추고 있기 때문이다. 따라서 드라마 제작사 투자에서는 제작사의 비즈니스 모델과 한계를 먼저 파악하고, 이를 바탕으로 투자 전략을 어떻게 가져가야 하는지 살펴볼 필요가 있다.

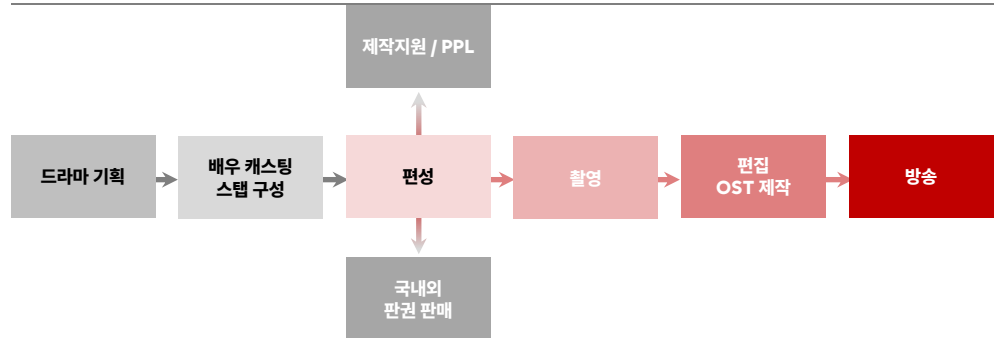
1) 드라마 제작사의 역할과 수익구조

드라마 제작사는 밸류체인에서 콘텐츠의 창작과 생산을 책임지는 핵심 주체다. 원천 IP를 확보하고, 기획안을 개발하고, 자금을 조달하며, 촬영과 후반작업을 수행하고, 완성된 작품을 국내외에 판매한 뒤 리메이크·포맷 판매·굿즈 등 2차 IP 사업으로 확장하는 역할까지 맡는다. 즉, 콘텐츠 사업의 실질적 제조업체에 해당한다.

드라마 제작 산업 전체에 투입되는 자원은 주로 1) 방송사의 편성 예산(주로 광고 수익 기반)과 2) 글로벌 OTT의 판권 구매 금액(주로 구독료 기반)으로 상한이 정해져 있다. 개별 제작사가 이를 넘어서는 자금을 독자적으로 확보하기 어려

운 만큼, 수익성은 결국 편성과 판매처 확보에 좌우된다. 따라서 제작사의 수익구조를 이해하려면 먼저 편성과 판매 구조를 살펴볼 필요가 있다.

드라마 제작 구조도



자료: 빅토리콘텐츠, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 방송사 편성 구조

방송사 편성은 '기획(3~6개월) → 배우 캐스팅·스텝 구성(2~4개월) → 편성(1~2개월) → 촬영(4~8개월) → 편집·OST 제작(1~3개월) → 방송(2~4개월)' 순서로 진행되며, 기획부터 방송까지 통상 12~24개월이 소요된다. 제작사 간 경쟁이 가장 치열한 구간은 편성 확정 이전인 '기획'과 '배우 캐스팅·스텝 구성' 단계이며, 이 단계에서의 핵심 경쟁 요소는 A급 작가·감독·배우를 얼마나 빨리, 유리한 조건으로 확보하느냐다.

패키지(통상 대본 4회차 완성, 감독 확정, 주연배우 2~3인 캐스팅)가 완성되면 편성 검토가 시작된다. 제작사는 패키지에 예상 제작비 규모와 수익 구조(방영권료, 해외 판권, PPL 등)를 함께 묶은 기획안을 방송사나 OTT에 제출하고, 방송사는 자사 편성 예산 범위 내에서 시청률과 수익성을 기대할 수 있는지를 판단해 편성 여부를 결정한다. 편성이 확정되면 회당 제작비, 회차 수, 판권 배분 등을 협의해 정식 제작 계약을 체결하고, 이 시점에서 제작지원/PPL 유치와 국내외 판권판매가 본격화된다.

3) 글로벌 OTT 판매 구조

넷플릭스를 필두로 한 글로벌 OTT의 국내 드라마 수급은 크게 선판매 방식과 오리지널 경로로 구분된다. 같은 글로벌 OTT 판매라도 어느 경로를 통해 공급되느냐에 따라 제작사의 수익 구조와 진입 기회가 달라진다.

첫째는 tvN(CJ ENM), JTBC, SBS 등 방송사와 장기 계약을 맺고, 해당 채널에서 방영되는 드라마를 글로벌 OTT에서 동시 스트리밍하는 선판매(라이선싱) 방식이다. 특히 넷플릭스 영향으로 이 경로의 비중은 더욱 커지고 있다. 넷플릭스는 2019년 CJ ENM·JTBC와의 공급 계약에 더해, 2024년 말에는 SBS와 6년간 신작 드라마·예능·교양 프로그램 전체를 공급하는 계약을 체결했다. 다만 이 구조에서는 캡티브 제작사(방송사 계열 제작사)가 자연스럽게 물량을 채우게 되므로, 논캡티브 제작사의(비계열 독립 제작사) 진입 기회는 제한적이다.

둘째는 넷플릭스가 직접 제작비를 투자하는 오리지널 경로로, 감독·작가 등 크리에이터의 역량과 IP의 매력도에 따라 프로젝트가 선정되며, 계열사 보유 여부나 제작사 규모보다 작품 자체의 경쟁력이 더 중요한 기준으로 작동한다는 점

에서 경쟁력만 갖추면 비교적 진입이 가능한 시장에 가깝다. 실제 킹덤(에이스토리), 오징어게임(싸이런픽처스), 마이네임(스튜디오오산티클로스) 등 중소형사의 성공 사례도 다수 있다. 다만 글로벌 OTT 업계의 투자 기조가 성장에서 수익성으로 전환되면서 제작비 전액을 투자하는 오리지널 방식 대신 특정 지역·기간의 스트리밍권만 확보하는 선판매(라이선싱) 방식의 비중이 확대되고 있어, 오리지널 경로만으로 제작사 전반에 기회가 확산되고 있다고 보기는 어렵다.

드라마 제작사 수익모델 변화: 편성 중심에서 판매 중심으로

방송사의 광고수익 감소 및 OTT 비중 증가로부터 촉발된 드라마 제작사의 구조적인 수익모델 변화

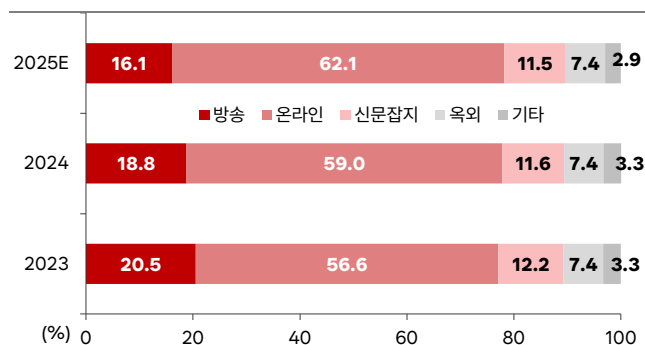
드라마 제작사의 수익 모델은 방송사 외주제작 → OTT 오리지널 → TV-OTT 동시방영(선판매) 중심으로 변화하고 있다. 이 같은 변화는 크게 두 가지 요인에 의해 촉발됐다.

첫째, TV 광고 수익의 구조적 감소다. 방송사는 광고주와 OTT로부터 확보한 제작 재원을 바탕으로 콘텐츠를 제작하고, 광고·편성 판매·판권 판매 등을 통해 수익화하는 구조로, 콘텐츠 경쟁력이 높을수록 광고 단가 상승과 판매 채널 확대로 이어지는 선순환 구조를 갖추고 있었다. 다만 최근에는 콘텐츠 경쟁력과 무관하게 광고주의 예산이 온라인(PC·모바일)으로 이동하면서 방송사 광고 재원이 구조적으로 감소하고 있다. 그 결과 방송사는 드라마 편성을 줄이거나 제작비 부담을 낮추려는 방향으로 움직이고 있다.

둘째, OTT 판매 비중의 확대다. 2020년 이후 코로나19로 글로벌 OTT 가입자가 급증하면서 한국 드라마는 플랫폼의 가입자 확보를 위한 핵심 콘텐츠로 자리잡았고, 이에 따라 한국 콘텐츠에 대한 투자도 빠르게 늘어났다. 방송사 편성 의존도가 낮아지고 OTT 판매 비중이 높아지면서, 제작사의 수익 구조도 점차 방송 편성 중심에서 판권 판매 중심으로 이동하고 있다. 이 같은 변화는 실제 제작사의 매출 구조에서도 확인된다. 국내 대표 제작사인 스튜디오드래곤의 판매 비중은 2018년 43%에서 2025년 71%까지 높아진 반면, 방송사 편성비중은 같은 기간 47%에서 25%로 낮아졌다.

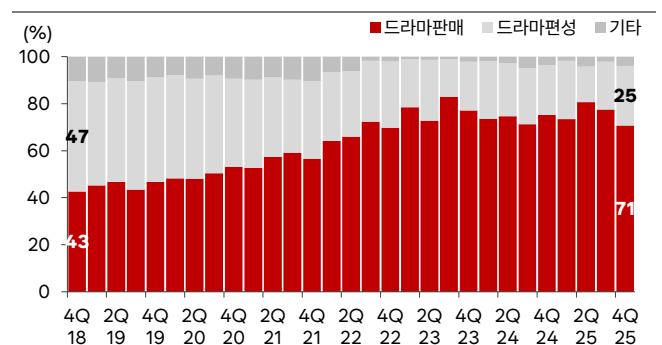
다만 OTT 내에서도 세부적인 변화가 나타나고 있다. 시장 초기에는 넷플릭스 등 글로벌 플랫폼이 가입자 확보를 위해 막대한 콘텐츠 투자금을 집행하며 제작비 전액을 부담하는 오리지널 방식을 공격적으로 확대했다. 그러나 최근에는 넷플릭스를 중심으로 글로벌 OTT 시장 재편이 사실상 마무리되면서, 투자 기조도 성장에서 수익성 중심으로 옮겨가고 있다. 이에 따라 제작비 전액을 부담하는 방식보다는 특정 지역·기간의 스트리밍권만 확보하는 TV-OTT 동시방영 기반의 선판매(라이선싱) 방식이 점차 확대되고 있다.

매체별 광고비 비중



자료: 방송미디어통신위원회, 한국IR협의회 기업리서치센터

스튜디오드래곤 사업부문별 매출비중



자료: 스튜디오드래곤, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 제작사의 수익모델 3단계

방송사 외주제작

가장 전통적인 모델로, 제작사는 방송사로부터 받는 편성수수료와 일부 협찬 수익을 바탕으로 프로젝트를 운영하며, 통상 수익 구조는 편성(국내) 70~80%, 협찬 20~30% 수준으로, 제작사 GPM은 한 자릿수~10% 내외 수준으로 형성된다. 이 구조에서는 IP가 방송사에 귀속되므로 제작사의 부가수익 기회가 제한적이고, 장기적으로 라이브러리(제작사가 보유한 드라마-예능 등 기제작 콘텐츠의 판권 및 유통 권리 자산)를 축적하기도 어렵다. 대표적인 작품으로는 <펜트하우스>(SBS)가 있다.

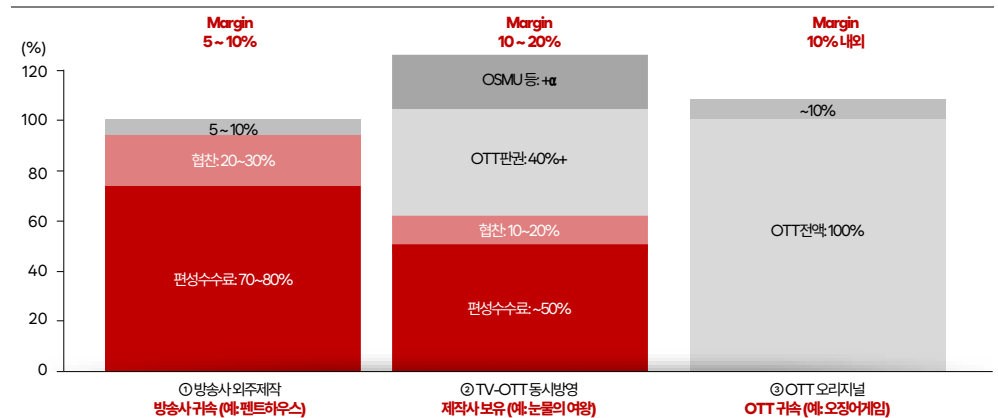
OTT 오리지널

넷플릭스나 디즈니플러스 같은 OTT가 제작비 전액을 부담하고, 제작사는 10% 내외의 GPM을 보장받는 모델이다. 이 방식은 현금흐름이 가장 안정적이다. 대신 판권과 IP를 OTT가 보유하므로, 작품이 크게 흥행해도 제작사가 추가 업사이드를 얻기 어렵다. 대표적인 작품으로는 <오징어 게임>(넷플릭스)이 있다.

TV-OTT 동시방영(선판매)

제작사가 IP를 보유한 채 편성(국내) 50% 내외, 협찬 10~20%, 넷플릭스 등 글로벌 OTT 판매 최소 40% 이상을 조합해 제작비를 회수하는 모델로, GPM은 통상 10~20% 수준에 해외 포맷 판매-굿즈 등 2차 사업을 통한 추가 수익도 기대할 수 있다. 다만 국내 드라마 IP의 OSMU 수익화는 아직 초기 단계로, 이론적 장점에 비해 현실적인 수익화는 제한적이다. 대표적인 작품으로는 <눈물의 여왕>(스튜디오드래곤)이 있다.

제작사 수익구조



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

4 드라마 수익 인식 구조

계약 구조에 따라 달라지는 드라마 제작사의 실적 인식 구조

드라마 제작사는 제작 편수가 곧 이익으로 직결되는 구조가 아니다. 같은 작품이라도 계약 구조에 따라 이익이 다르게 나타나기 때문이다. 따라서 드라마 제작사의 실적에서는 단순한 '작품 흥행'보다 '계약 구조'가 더 중요하다.

1) 수익

제작사의 주요 수익원은 크게 1) 방영권료, 2) 동시방영 판권, 3) 후속 판권, 4) 간접광고(PPL)로 구분된다. 핵심은 이들 수익원의 비중과 매출 인식 시점이 계약 구조마다 다르다는 점이다. 방송사 외주제작은 방영권료가 먼저 인식된 뒤 후속 판권 매출이 순차적으로 반영되고, OTT 오리지널 납품은 납품 시점에 매출이 일괄 인식된다. TV-OTT 동시방영(선 판매)은 방영 초기에 방송 매출과 OTT 판권 매출이 함께 반영돼 매출이 초반에 집중된다.

드라마 수익 인식 구조

수익원	자금 주체	인식 시점	특징
방영권료	방송사(편성)	방영기간 전체에 걸쳐 균등 인식	가장 전통적 수익원, 제작비 일부 보전
동시방영 판권	OTT 플랫폼	방영기간 전체에 걸쳐 균등 인식	최근 비중 상승, 대규모 계약
후속 판권	해외-VOD·재방송	판매(라이선스 계약) 시점	시차를 두고 점진적 인식
간접광고(PPL)	광고주	방영기간 전체에 걸쳐 균등 인식	제작비 보전 성격, 비중은 제한적

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 비용

드라마 제작비는 전부 한 번에 비용 처리되지 않고 크게 두 갈래로 반영된다. 총 제작비의 60~70%는 촬영이 진행되면서 바로 매출원가로 인식되는 제작원가다. 출연료, 스태프 인건비, 세트, 로케이션 비용 등이 여기에 해당한다. 나머지 30% 안팎은 판권 취득원가로 무형자산에 쌓인다. 대본 각색료, 원작 IP 구매비, 후반작업, 유통·배급 관련 비용처럼 완성된 콘텐츠의 판매 권리를 만들어내는 항목들이다. 촬영이 완료되기 전에는 건설 중인 자산으로 잡히고, 판매 가능한 상태가 되면 판권 자산으로 대체된 뒤 상각이 시작된다.

드라마는 방영 직후 가치가 가장 높고 시간이 지날수록 수요가 급감하기 때문에, 대다수 제작사는 방영 후 6~18개월 범위 내에서 판권을 가속 상각한다. 이 상각비는 비현금 비용이기 때문에, 특정 분기에 상각이 크게 잡혀 손익이 악화돼 보여도 실제 현금이 유출되는 것은 아니다. 반대로 신작 제작 시에는 현금이 실제로 크게 유출되는데, 자산화된 판권 부분은 당기 비용에 모두 반영되지 않는다. 그래서 성장기 제작사에서는 순이익은 흑자인데 영업현금흐름은 적자인 경우가 자주 발생한다.

3) 실적반영 예시

같은 제작비 100억 원, 매출총이익 10억 원의 드라마라도 계약 구조에 따라 손익이 반영되는 방식이 달라진다.

① 방송사 외주제작

전통적인 한국 드라마 유통 구조다. 먼저 방송사 방영 후 해외 판매, IPTV VOD, 케이블 재방송 등으로 수익을 회수한다. 방영권료는 방영기간에 걸쳐 매출로 인식하고, 후속 판권은 판매 시점에 매출로 인식한다(단, 후속 판권 수익은 제작사가 IP를 보유한 경우에 한해 발생). 제작비에서 방영권료를 제외한 금액은 판권으로 계상한 뒤 18개월 동안 상각한다. 이 구조에서는 초기 방영 분기에 방영 매출과 제작원가가 함께 반영되고, 후속 판권 매출이 발생하는 분기에는 손익이 일시적으로 개선될 수 있다. 다만 후속 판매 이후에는 추가 매출 없이 판권 상각만 이어지기 때문에, 분기 손익은 다시 악화될 수 있다. 결국 연간 수익성은 후속 판권 판매 규모와 시점에 크게 좌우된다.

드라마 실적반영 예시 ① 방송사 외주제작

구분	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	합계
매출 (방영권료+PPL)	70	—	—	—	—	—	70
매출 (후속판권)	—	40	—	—	—	—	40
매출 합계	70	40	0	0	0	0	110
방영원가	60	—	—	—	—	—	60
판권 상각	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	40
비용 합계	66.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	100
매출총이익	3.3	33.3	▲6.7	▲6.7	▲6.7	▲6.7	10

주: 가정) 방영권료 60억 원(제작비의 60%)+PPL 10억 원 → Q1 방영 기간 균등 인식 / 후속판권 40억 원 → Q2 판매 시점 일시 인식 / 판권자산 40억 원 18개월(6분기) 정액 상각, 분기당 6.7억 원, 자료: 한국R협회의 기업리서치센터

② OTT 오리지널 납품

넷플릭스나 디즈니플러스와 같은 OTT가 제작비를 전액 부담하고, 제작사가 완성작을 납품하는 구조다. 매출은 OTT 납품 완료 시점에 인식되며, 원가도 같은 분기에 대응되기 때문에 실적과 현금흐름이 비교적 깔끔하다.

드라마 실적반영 예시 ③ OTT 오리지널 납품

구분	Q1	Q2	Q3	Q4	합계
매출(납품 대가)	110	-	-	-	110
매출원가(제작비 전액)	▲100	-	-	-	▲100
매출총이익	10	-	-	-	10

주: 가정) 제작비 100억 원, 마진 10% 적용 → 판권 매출 110억 원 / 납품 시점(Q1) 매출, 원가 일괄 인식, 자료: 한국R협회의 기업리서치센터

③ TV-OTT 동시방영(선판매)

대작 드라마에서 흔한 유통 구조다. 방송사 방영과 동시에 넷플릭스 등 OTT에 공급되며, 방영권료와 OTT 판권 매출이 함께 발생한다. 방영권료는 방영기간에 걸쳐 매출로 인식하고, OTT 판권은 판매 시점에 매출로 인식한다. 글로벌 OTT에 동시방영 판권을 판매한 경우에는 추가 판권 판매가 어렵기 때문에, 관련 판권은 비교적 빠른 6개월 동안 상각한다. 이 구조에서는 초기 방영 분기에 방영 매출과 OTT 판권 매출이 함께 반영돼 손익이 크게 개선될 수 있다. 다만 이후 분기에는 추가 매출 없이 판권 상각만 반영되기 때문에, 손익은 다시 악화될 수 있다. 결국 분기 실적은 매출 인식 시점과 상각 구조의 영향을 더 크게 받는다.

드라마 실적반영 예시 ③ TV-OTT 동시방영(선판매)

구분	Q1	Q2	Q3	Q4	합계
매출 (방영권료+PPL)	50	—	—	—	50
매출 (동시방영 판권)	60	—	—	—	60
매출 합계	110	0	0	0	110
방영원가	40	—	—	—	40
판권 상각	30	30	—	—	60
비용 합계	70	30	0	0	100
매출총이익	40	▲30	0	0	10

주: 가정) 방영권료 40억 원(제작비의 40%)+PPL 10억 원 → Q1 방영 기간 균등 인식 / 동시방영 판권 60억 원 → Q1 방영 기간 균등 인식 / 판권자산 60억 원(제작비 100 - 방영권료 40) 6개월(2분기) 정액 상각, 분기당 30억 원
자료: 한국R협회의 기업리서치센터

5 드라마 제작사 P/Q/C 분석

P: 제작비 상승으로 부담은 커졌지만, 편성 리콥만으로는 한계가 있고 글로벌 OTT 판매가 더해져도 수익성 상단은 제한되는 구조

1) P (Price): 제작비 X 리콥율

드라마 제작사의 P는 총 제작비에 리콥율(총 판매 수익 ÷ 총 제작비 × 100, 투입한 제작비 대비 판매를 통해 회수한 수익의 비율)을 곱한 값으로 볼 수 있다.

■ 제작비 수준

한국콘텐츠진흥원에 따르면 2024년 국내 드라마 시리즈의 회당 평균 제작비는 최소 10억 원 초중반 수준으로 추산되며, 넷플릭스 오리지널 다수는 회당 20억~30억 원을 웃도는 것으로 파악된다. 이를 기준으로 보면 통상적인 12~16부작 미니시리즈의 총 제작비는 일반 드라마 기준 최소 150억~240억 원, 넷플릭스 오리지널급은 240억~480억 원 수준으로 추정되며, 드라마 총제작비는 평균 150~300억 원, 최대 600~700억 원으로 형성되어 있는 것으로 파악된다. 다만 최근에는 글로벌 OTT 역시 수익성 중심으로 투자 기조를 조정하고 있어, 제작비 상단의 추가 확대에는 점차 제약이 커지고 있다.

■ 리콥율 구조

리콥율은 통상 편성 리콥과 판매 리콥의 조합으로 결정된다. 현재 편성 리콥율은 약 50% 수준에 머물러 있어 방송 편성만으로는 제작비 회수가 충분하지 않다. 반면 글로벌 OTT 선판매는 최대 80~85% 수준까지 높아질 수 있어 프로젝트 수익성을 좌우한다. 다만 이 경우에도 GPM 상단은 약 30% 수준으로 제한된다.

Q: 방영·납품 편수는 2024년 저점 형성 이후 회복 국면

2) Q (Quantity): 방영·납품 편수

P의 상방이 제한된 상황에서 외형 성장과 이익 확대의 가장 직접적인 변수는 Q, 즉 연간 방영·납품 편수다. 문제는 Q 역시 자유롭지 않다는 점이다. 편성 측면에서는 TV 광고 시장 위축으로 방송사의 드라마 편성 여력이 낮아지면서 지상파와 주요 채널 슬롯이 축소돼 왔기 때문에 Q의 회복에 한계가 존재한다. 판매 측면에서도 글로벌 OTT 시장이 넷플릭스 중심으로 재편되고 경쟁 강도도 과거 대비 완화되면서 주요 플랫폼 전반의 콘텐츠 투자 증가세가 둔화됐다.

▶ 2022~2024년: 편성과 판매가 동시에 위축되며 편수 급감

한국드라마제작사협회에 따르면 국내 드라마 제작 편수(TV 방송사 및 OTT 공개 기준)는 2022년 141편에서 2023년 123편, 2024년 105편으로 2년 사이 약 26% 감소했으며, 같은 기간 상장 드라마 제작사(한국거래소 상장사 중 방송영상 사업 영위 기업) 21개사 대부분이 영업손실을 기록하는 등 업황 악화가 뚜렷해졌다.

국내 드라마 제작 편수의 감소는 단순한 경기 요인이 아니라, 편성과 판매 구조가 동시에 위축된 결과다. 편성 측면에서는 지상파 방송사들의 수익성 악화가 직접적인 원인이었다. 한국방송통신전파진흥원에 따르면 지상파 3사의 드라마 방영 편수는 2012년 91편에서 2025년 36편으로 약 1/3 수준까지 줄었고, 전체 방송사 합산 방영 편수 역시 2017~2019년 연간 120편 이상에서 2023년 78편으로 급감했다. 2019년 SBS의 월화드라마 폐지를 시작으로, 2023년에는 지상파 3사와 tvN 등 주요 채널이 일제히 수목드라마 편성을 폐지하면서 제작사가 확보할 수 있는 편성 기회도 구조적으로 감소했다.

판매 측면에서도 구조적인 변화가 있었다. 코로나19 기간 동안 비대면 소비가 급증하면서 글로벌 OTT 플랫폼은 가입

자 수가 빠르게 늘어나는 수혜를 누렸고, 이를 바탕으로 공격적인 콘텐츠 투자에 나섰다. 특히 2021~2022년에는 가입자 확대 경쟁이 치열해지면서 오리지널 콘텐츠 확보가 핵심 전략으로 부상했고, 제작비를 크게 늘린 대형 프로젝트 발주가 급증했다. 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자액은 2020년 3,300억 원에서 2021년 5,500억 원, 2022년 약 8,000억 원으로 2년 만에 두 배 이상 확대되었고, 오리지널 공개 편수도 2021년 15편에서 2022년 25편 이상으로 급증했다. 2021년 11월 한국에 진출한 디즈니플러스도 한국 제작 콘텐츠 7편을 포함한 18개 아태지역 오리지널을 발표하며 제작 발주를 본격화했고, 국내 플랫폼 티빙·웨이브 역시 오리지널 콘텐츠 전담 자회사를 설립하며 투자 경쟁에 나섰다.

그러나 2023년에 접어들면서 글로벌 OTT의 가입자 증가세가 둔화되고 수익성 개선 압력이 커지자 상황이 달라졌다. 과거처럼 공격적으로 물량을 확대하기보다는 제작비 상한을 설정하고, 흥행 가능성이 높은 프로젝트를 중심으로 선별 발주하는 방향으로 기조가 전환된 것이다. 또한 한국의 제작비가 급등하면서 투자도 일본·동남아 등 다른 지역으로 분산되기 시작했다. 국내 OTT도 사정은 비슷했다. 티빙·웨이브 모두 수천억 원대 누적 적자에 시달리며 드라마 제작보다는 예능·스포츠 등 상대적으로 제작비가 낮은 장르로 투자 포트폴리오를 재편했고, 웨이브는 오리지널 제작 전담 자회사인 스튜디오웨이브를 청산하기에 이르렀다.

▶ 2024년 저점 형성 → 2025년 이후 회복

다만 이러한 조정 국면은 2024년을 저점으로 바닥을 통과하는 흐름으로 판단된다. 2025년 국내 드라마 제작편수는 약 115편 수준으로 2024년 대비 10편 증가할 것으로 예상되며, 2026년에도 완만한 회복세가 이어질 전망이다.

먼저, 방송사 편성 측면에서는 2023~2024년 급감했던 TV 광고시장의 하락세가 진정되는 흐름을 보이고 있다. 광고 단가의 급락세가 진정되면서 방송사 입장에서 드라마 슬롯을 더 줄여야 할 압박이 완화되었고, 프라임타임(저녁 9~11시) 편성의 수익성도 점차 회복되고 있다. 드라마는 여전히 채널 브랜드를 형성하고 시청자 체류 시간을 유지하는 핵심 콘텐츠인 만큼, 방송사들은 전면 축소 전략에서 벗어나 일정 수준의 드라마를 유지하는 방향으로 전환하고 있다. tvN은 1H26 중단했던 수목드라마를 재개할 예정이고, KBS·SBS 등 지상파도 편성을 점진적으로 확대하고 있다. 다만 최근의 편성 증가는 2022~2023년과 같은 성장 국면의 재현이라기보다, 광고 시장 안정과 채널 운영상 필요에 따라 축소됐던 드라마 슬롯을 일부 복원하는 흐름에 가깝다.

더불어, OTT의 제작전략도 변화하고 있다. 과거에는 제작비를 크게 투입한 대형 오리지널 중심이었다면, 최근에는 제작비 상한을 두고 비용을 보다 엄격히 관리하는 방향으로 전환되고 있다. 이에 따라 오리지널 드라마 중 일부가 방송사-OTT 동시방영(선판매) 방식으로 전환되면서, 소수 초대형 프로젝트에 집중하기보다 일정 수준의 물량을 유지하는 구조로 균형이 이동하고 있으며, 이는 제작 편수의 점진적인 회복으로 이어지고 있다.

C: 제작비는 피크아웃 신호, 비용 통제 시작

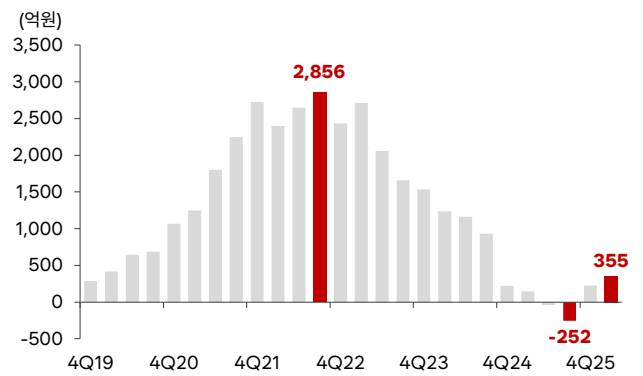
3) C (Cost): 비용구조

드라마 제작비는 대체로 배우 출연료가 전체의 약 50~60%로 가장 큰 비중을 차지하고, 작가 원고료·감독 보수 등 핵심 크리에이터 비용이 약 10~15% 내외, 스태프 인건비·미술·촬영장비·CG 및 VFX 등 기술·제작 관련 비용이 나머지 25~35% 수준인 것으로 추정된다. 이러한 비용 구조상, 고정비 비중이 약 60~75% 수준으로 높은 데다 프로젝트 착수 시점에 비용의 대부분이 확정되기 때문에, 동일 작품에 대한 판매 확대(Q)와 건당 리쿠플(P) 개선이 수익성을 좌우하는 핵심 변수로 작용한다.

지난 5~6년간 국내 드라마 제작비는 빠르게 상승했다. 과거에는 회당 10억원 수준이면 대작으로 분류됐지만, 글로벌 OTT의 한국 오리지널 투자 확대 이후 스타 작가·감독·배우 등 핵심 크리에이터 확보 경쟁이 격화되면서 최근에는 회당 10억원 이상이 일반화됐고, 시리즈 전체 제작비도 150~300억원 수준이 보편화됐다. 제작비 상승의 핵심 원인은 스타 크리에이터 보수 급등에 있으며, 여기에 VFX 및 후반 작업 고도화와 제작 인력 인건비 상승이 더해지며 전반적인 제작비 인플레이션이 심화됐다.

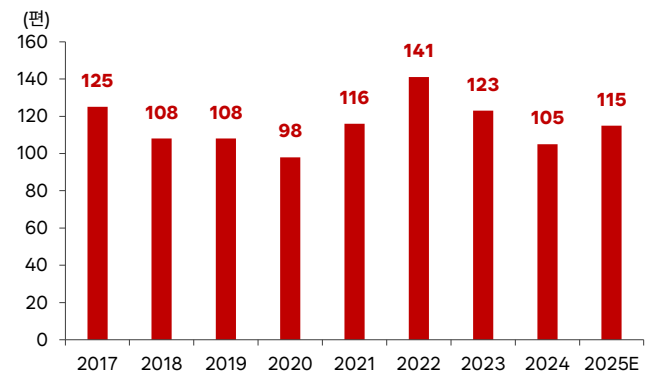
다만 최근에는 제작비 부담이 정점을 지나 점차 안정화되는 조짐이 나타나고 있다. 제작비 상승을 주도했던 넷플릭스를 비롯한 글로벌 OTT들이 제작비 효율화 기조로 선화하면서, 과도했던 출연료 인플레이션 압력도 완화되고 있기 때문이다. 여기에 주요 제작사들 역시 자체적인 원가 통제에 나서고 있다. 대표적으로 스튜디오드래곤은 실비 정산 체계 강화와 AI 기반 후반 작업 효율화 등을 통해 매출원가율을 점진적으로 낮추고 있으며, 이는 전반적인 제작비 상승세를 둔화시키는 요인으로 작용하고 있다.

드라마 제작사 합산 분기별 TTM 영업이익 추이



주: 스튜디오드래곤, SBS, 삼화네트웍스, 팬엔터테인먼트, 에이스토리 합산 금액
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

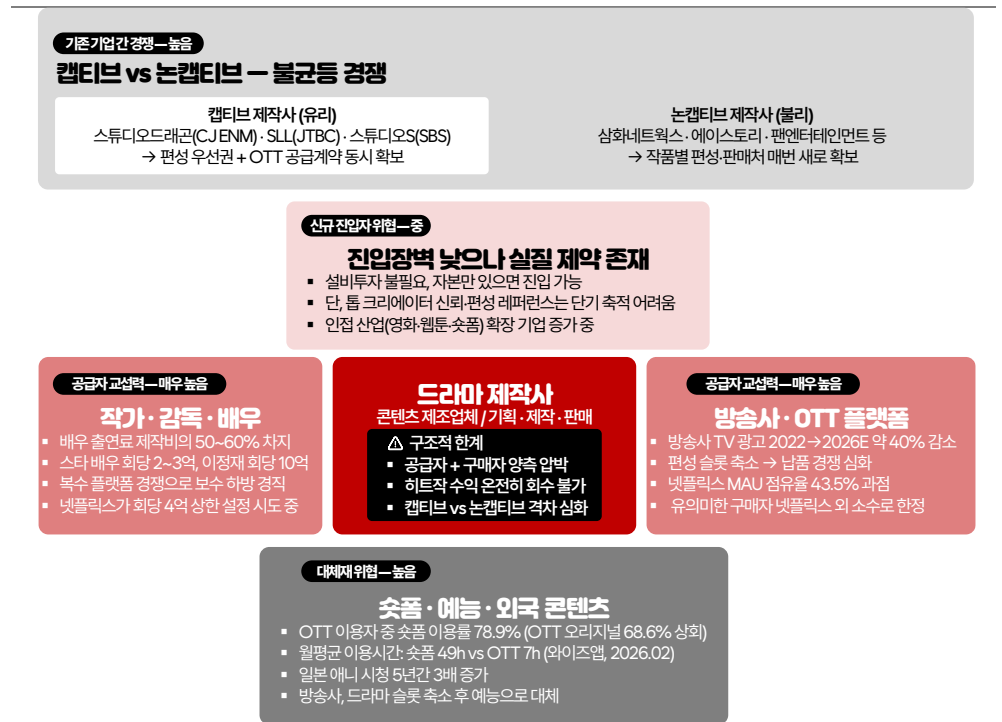
국내 방영/제작 드라마 편수



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

III. 경쟁구도

드라마 제작사 경쟁구도



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

기존 기업 간의 경쟁

캡티브 vs. 논캡티브:
모회사로부터 안정적인 편성 및
OTT 판매경로가 보장되는
캡티브 제작사가 경쟁우위를 가짐

드라마 제작 시장은 캡티브 제작사와 논캡티브 제작사로 이분화되어 있다. 캡티브 제작사는 방송사가 보유한 자체 제작 자회사로 모회사 채널 편성이 어느정도 보장되는 제작사를 말하며, 논캡티브 제작사는 특정 방송사 계열에 속하지 않는 독립 제작사를 뜻한다.

캡티브 제작사인 스튜디오드래곤(CJ ENM), SLL(JTBC), 스튜디오S(SBS) 등은 각각 모회사 채널의 편성 우선권을 보유하고 있으며, 모회사가 넷플릭스 등 글로벌 OTT와 체결한 공급 계약을 통해 해당 채널 드라마가 OTT에 동시 스트리밍되는 경우가 많아 국내 편성과 글로벌 OTT 판매라는 두 경로를 동시에 확보할 수 있다. 반면 논캡티브 제작사(삼화네트웍스·에이스토리·팬엔터테인먼트 등)는 이러한 기반이 없어 작품별로 편성과 판매처를 새로 확보해야 하므로, 물량 확보의 안정성이 낮고 수익 변동성과 사업 불확실성도 더 크다.

한편 제작사는 제작편수에 따라 대형사와 중소형사로도 구분된다. 일반적으로 대형사는 연간 10편이상, 중견사는 6~10편, 중소형사는 1~5편 수준을 제작한다. 통상 캡티브 제작사는 모회사 채널의 안정적 편성을 기반으로 대형사로 성장한 경우가 많고, 논캡티브 제작사는 보장된 물량이 없어 중소형사에 머무는 경우가 많다.

드라마 제작 경쟁은 제한된 편성 슬롯과 소수의 판매처를 놓고 유사한 플레이어들이 경쟁하는 구조라는 점에서 강도가 높다. 이 과정에서 캡티브 제작사와 논캡티브 제작사의 경쟁 조건은 같지 않다. 캡티브는 기본 물량이 확보되는 반면, 논캡티브는 개별 계약 건별로 물량을 확보해야 하기 때문이다. 결국 업황이 같은 방향으로 움직이더라도 실제 성과는 균등하게 나타나기보다, 편성 안정성과 판매 채널 다변화를 갖춘 제작사를 중심으로 차별화될 가능성이 높다.

드라마 제작사 구분

구분	캡티브	논캡티브
대형 (연 10 편+)	스튜디오드래곤(CJ ENM), 콘텐츠리 중앙(JTBC)	-
중형 (연 6~10 편)	스튜디오 S(SBS)	-
소형 (연 1~5 편)	몬스터유니온(KBS)	에이스토리, 삼화네트웍스, NEW, 팬엔터테인먼트, 초록밴미디어 등 다수

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

2 신규 진입자의 위협

**업황 둔화로 실질적인 신규 진입
매력도는 낮은 상황이지만,
진입장벽이 낮아 유사 업종에서의
업종 확장은 진행 중**

드라마 제작업은 제조업과 달리 대규모 설비투자가 필요하지 않고, 프로젝트 단위로 인력과 장비를 조달하는 구조로 물리적 진입장벽은 낮다. 드라마의 흥행은 작가·감독·배우 등 핵심 크리에이터의 역량에 크게 좌우되므로 이들로 구성된 패키지를 확보하는 것이 사업의 핵심인데, 이 역시 자본력만 뒷받침되면 영입 자체는 가능하다. 다만 톱급 크리에이터일수록 제작사의 기획력과 과거 협업 경험에 기반한 신뢰 관계를 중시하는 경향이 있고, 편성 및 판매 레퍼런스도 단기간에 축적하기 어려워, 실질적으로는 비자본적 성격의 진입장벽이 어느 정도는 존재한다. 또한 최근에는 제작비 축소 기조가 정착되면서 한정된 예산 내에서 완성도 높은 콘텐츠를 만들어내는 기획·제작 역량이 새로운 경쟁력으로 부상하고 있다.

현재 드라마 제작 업종은 중소 제작사의 구조조정이 진행되고 있는 상황으로, 드라마 제작만을 목적으로 한 순수 신규 설립을 통한 진입은 제한적이다. 다만 인접 산업에서 IP나 제작 경험을 보유한 기존 기업이 사업 영역을 드라마로 확장하는 형태의 진입은 이어지고 있다. 실제 KOCCA(한국콘텐츠진흥원)에 따르면 방송영상 관련 사업을 영위하는 상장사 수는 2023년 26~29개에서 2025년 41개로 증가했는데, 증가분 대부분이 영화→드라마 전환(아센디오 등), 웹툰·웹소설 IP 사업자의 영상화 진출(와이랩 등), 숏폼 플랫폼(네오리진 등) 등 인접 영역에서 일정한 사업 기반을 갖추고 사업을 확장한 기업들이다. 이들 대부분은 편성 경쟁에 바로 참여하기보다 주변부에서 기회를 모색하는 단계이기 때문에, 기존 제작사의 편성·판매 슬롯을 직접 위협하는 수준은 아니다. 다만 기획·패키징 단계에서 A급 크리에이터 확보나 IP 선점 경쟁에 가세하면서, 작가·감독·배우의 보수 수준을 끌어올리는 간접적 경쟁 압력으로 작용할 수 있다.

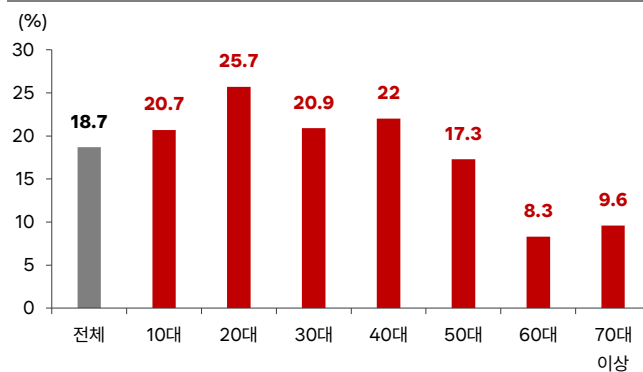
3 대체재의 위협

**드라마는 여전히 핵심 수요를
보유하고 있지만, 숏폼 예능·해외
콘텐츠 확산으로 시청 시간 경쟁은
심화되는 양상**

드라마 제작사의 대체재는 시청자의 가처분 시간을 놓고 경쟁하는 모든 콘텐츠 형태를 포괄한다. 유튜브·숏폼·예능·게임 등 다양한 대체재가 동시에 성장하고 있으며, 특히 숏폼 콘텐츠는 드라마의 핵심 소비층인 모바일 이용자를 직접 흡수하고 있다. 이러한 대체재 위협의 근본 원인은 시청자의 콘텐츠 소비 패턴 변화에 있다. 드라마는 회당 60~75분의 연속 시청 시간을 요구하지만, 시청자의 롱폼 콘텐츠에 대한 인내심은 줄어드는 추세다. 방송미디어통신위원회에 따르면 2025년 기준 OTT 이용자의 18.7%가 배속 재생으로 콘텐츠를 시청하고 있으며 20대에서는 25.7%에 달해 긴 영상도 '더 빨리 소비하고 싶다'는 수요가 확인된다.

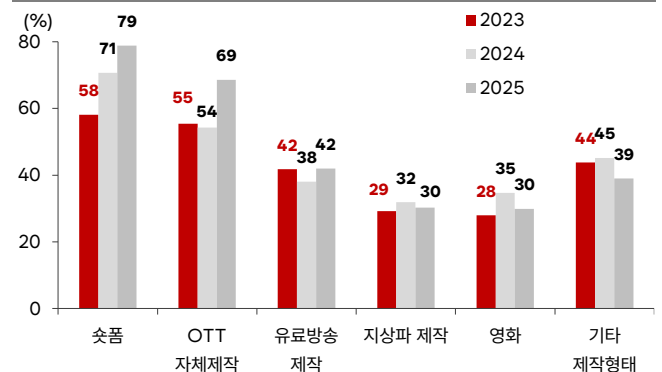
실제 숏폼은 드라마의 가장 강력한 대체재로 부상하고 있다. OTT 이용자 중 숏폼 이용률은 78.9%로 OTT 오리지널 프로그램 이용률(68.6%)을 10.3%p 상회하고(방송위, 2025), 1인당 월평균 이용 시간도 숏폼(약 49시간)이 주요 OTT 앱(약 7시간)의 약 7배에 달한다(와이즈앱, 2026.02). 제작비 측면에서도 드라마는 작품당 수백억 원이 투입되는 반면 숏폼은 약 3.6억 원 수준에 그쳐, 동일한 자원으로 공급할 수 있는 콘텐츠 물량에서도 큰 차이가 난다. KOCCA (2025)에 따르면 숏폼 시청 이유로 "짧아서 부담이 없어서"(76.0%)가 1위를 차지해, 드라마의 긴 몰입 시간과 반대되는 소비 심리가 자리잡고 있음이 확인된다.

OTT 콘텐츠 배속재생 이용률



자료: 방송미디어통신위원회, 한국R협회의 기업리서치센터

OTT 시청 프로그램 유형



주: N=OTT이용자, 2023년 N=5,429/2024년 N=6,576/2025년 N=6,807

자료: 방송미디어통신위원회, 한국R협회의 기업리서치센터

숏폼 외에도 다양한 콘텐츠가 드라마의 시청 시간을 잠식하고 있다. 국내 예능은 제작비가 드라마 대비 현저히 낮고 편성 안정성이 높아 방송사의 선호가 증가하면서, 드라마 슬롯이 줄어든 자리를 채우고 있다. 또한 넷플릭스를 통해 미드·영드·일드 등 외국 드라마에 대한 국내 접근성이 대폭 높아졌으며, 특히 일본 애니메이션의 경우 지난 5년간 시청률이 3배 증가하며 한국 드라마의 경쟁 콘텐츠로 부상하고 있다. 이에 더해 롱폼 유튜브, 팟캐스트, 게임 스트리밍 등 비드라마 엔터테인먼트가 저녁 황금시간대를 분산 흡수하면서, 한국 드라마는 과거보다 훨씬 넓은 범위의 대체재와 경쟁해야 하는 환경에 놓여 있다.

다만 드라마는 숏폼·예능이 제공하기 어려운 고몰입 내러티브 경험을 제공하며, 글로벌 OTT들이 K-드라마를 가입자 확보의 핵심 콘텐츠로 활용하고 있어 드라마에 대한 핵심 수요가 사라지기는 어렵다. 더불어 주요 드라마 제작사들도 드라마 제작에만 머물지 않고 인접 영역으로 사업을 확장하고 있다. 콘텐츠리중앙(SLL) 산하 스튜디오슬램은 넷플릭스 〈흑백요리사〉 시즌1·2 등 OTT 오리지널 예능을 제작하며 장르를 다변화하고 있고, CJ ENM 스튜디오스 산하 에이그리즈 커밍은 넷플릭스와의 협업을 통해 〈케냐 간 세끼〉 등 OTT 오리지널 예능을 선보이고 있다.

공급자의 교섭력

핵심 인력이 제작비의 절반 이상을 차지하는 공급자 우위 구조 형성

드라마 제작의 핵심 공급자는 작가·감독·배우다. 콘텐츠 흥행이 이들의 개인 역량에 크게 의존하는 산업 특성상, A급 스타 크리에이터의 교섭력은 극도로 높다. 공급자 교섭력이 높은 구조적 이유는 크게 두 가지로 정리된다.

첫째, 대체 불가능성이다. 통상 '작가-감독-배우' 트리오 중 어느 한 명이라도 스타급이어야 편성 가능성이 높아진다. 특히 해외 판권 판매 비중이 커지면서 제작사들은 글로벌 인지도가 높은 소수의 배우를 선호하는 경향이 더욱 강해지고 있다. 문제는 동등한 흥행력을 가진 대안 인력이 극히 제한적이라는 점이다. 방송사와 플랫폼 사업자들은 흥행 안정성과 콘텐츠 성과를 확보하기 위해 배우들의 높은 보수 수준을 수용하게 되고, 그 결과 제작비 부담이 커지면서 제작편수 축소로 이어지는 악순환이 발생하고 있다.

둘째는 보수의 하방 경직성이다. 작가-감독-배우 보수의 하방 경직성이 강한 이유는 복수 플랫폼이 동일한 인력풀을 놓고 경쟁하는 시장 구조와 맞물려 있기 때문이다. 넷플릭스·티빙·디즈니플러스·쿠팡플레이·국내 방송사 등 여러 플레이어가 같은 인력풀을 두고 경쟁하는 환경에서는 핵심 공급자들이 협상 과정에서 다양한 선택지를 확보할 수 있다. 이에 따라 OTT 간 콘텐츠 경쟁이 심화된 2020~2022년을 거치며 배우 확보를 위한 플랫폼들의 보수 제시 수준이 전반적으로 높아졌고, 특히 넷플릭스가 제시한 높은 출연료는 이후 국내 방송사와 다른 OTT 협상에서도 기준으로 작용하게 됐다.

실제 이익 배분 구조 역시 이러한 공급자 우위를 뚜렷하게 반영한다. 전체 제작비에서 배우 출연료가 50~60%를 차지하고, 작가-감독 등 주요 크리에이터 몫도 약 15% 내외에 이르는 것으로 알려져 있어, 핵심 인력이 제작비의 절반 이상을 흡수하는 구조가 형성돼 있다. 실제 현장에서는 스타 배우의 회당 출연료가 2~3억 원 수준을 형성하고 있으며, 이정재의 <오징어 게임 2>는 회당 10억 원으로 알려지며 역대 최고 수준을 경신했다. 톱 작가 역시 예외가 아니다. 김은숙, 박지은 등은 이미 수년 전부터 회당 2억 원대 원고료를 받는 것으로 보도된 바 있다.

다만 2025년부터는 제작비 인플레이션에 대한 업계의 조정 움직임도 본격화되고 있다. 제작비 상승을 촉발한 넷플릭스가 한국 드라마 배우 출연료 상한선을 회당 4억 원 수준으로 설정한 것으로 알려졌고, 주연-조연을 막론하고 기존보다 낮은 금액으로 계약을 체결하고 있는 것으로 판단된다. 그러나 이는 어디까지나 제작비 인플레이션의 속도를 조절하는 수준에 가깝다. 이미 상승한 크리에이터 보수의 절대 수준을 OTT 확산 이전으로 되돌리기는 구조적으로 어렵기 때문이다. 콘텐츠 흥행이 중요한 산업인 만큼, 공급자 교섭력이 높은 구조적 특성은 앞으로도 유지될 가능성이 높다.

5 구매자의 교섭력

**방송사의 광고매출 감소, OTT의
과점 구조는 드라마 제작사의
교섭력을 약화시키는 요인**

전술했듯 드라마 제작 산업에 투입되는 자원은 방송사의 편성 예산과 글로벌 OTT의 판권 구매 금액을 중심으로 제한돼 있다. 문제는 최근 이 두 축 모두에서 구매자 교섭력이 강화되고 있다는 점이다.

① 방송사: TV 광고 축소 → 편성 슬롯 축소

방송사는 통상 제작비의 40~60%를 방영권료로 지급하고, 나머지는 제작사가 판권 판매·협찬·PPL 등을 통해 자체 조달해야 하는 구조다. 이에 따라 방송 편성은 제작사의 수익 회수에 핵심적인 단계가 되며, 편성 권한을 가진 방송사는 제작사와의 협상에서 우위를 점한다.

최근 방송사 교섭력은 강화되는 흐름이다. 그 배경에는 TV 광고 시장의 구조적 위축이 있다. 방송미디어통신위원회에 따르면 방송사의 주요 콘텐츠 재원인 광고 수입이 온라인(PC·모바일)으로 이동하면서 지상파 TV 광고매출은 2022년

1.38조원에서 2025년(e) 0.89조원으로 약 35.5% 감소할 전망이며, 2026년(e)에는 0.83조원까지 추가로 줄어든 것으로 예상된다. 이는 방송사 광고 수입 감소가 일시적 부진이 아니라 매체 이용 형태 변화에 따른 구조적 흐름임을 보여준다. 이런 환경에서는 앞으로도 드라마 편성 수가 제한적으로 유지될 가능성이 높다. 편성 슬롯이 줄어들수록 제작사 간 납품 경쟁은 심화되고, 그만큼 방송사의 교섭력은 더욱 강화되는 구조다.

㉔ OTT 플랫폼: 넷플릭스 중심 과점 구조 고착

OTT 시장에서는 넷플릭스 중심의 과점 구조가 구매자 교섭력을 구조적으로 강화하고 있다. 와이즈앱·리테일 2026년 2월 집계 기준 주요 OTT 5개사 합산 MAU 점유율은 넷플릭스 43.5%(1,490만 명), 쿠팡플레이 25.6%(879만 명), 티빙 16.1%(552만 명), 디즈니플러스 8.6%(295만 명), 웨이브 6.2%(212만 명) 순으로 나타났다. 이처럼 넷플릭스를 중심으로 상위 5개 플랫폼이 시장 대부분을 점유하는 환경에서는 제작사가 판매처를 다변화하거나 협상 우위를 확보할 여지가 제한적이다.

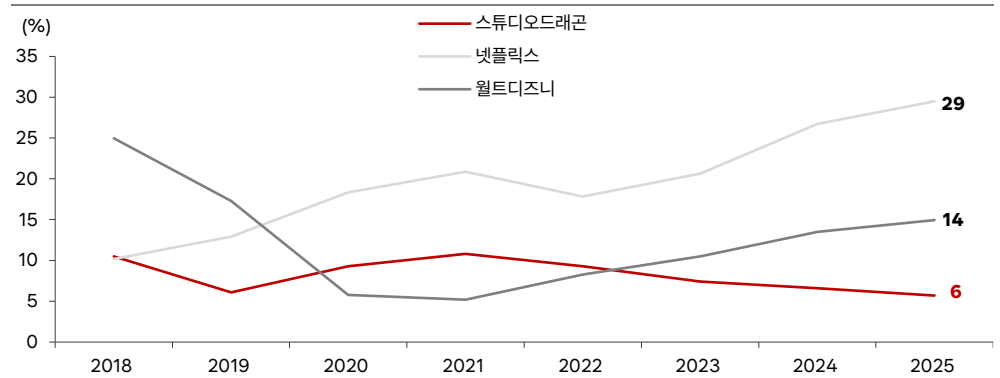
글로벌 OTT 시장이 넷플릭스 중심으로 재편됨에 따라 경쟁 강도가 과거 대비 완화되면서, 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자액은 2021년 5,500억 원 → 2022년 연평균 약 8,000억 원 수준으로 확대 이후 투자 효율화 기조로 전환됐다. 후발주자인 쿠팡플레이는 스포츠 중심 편성으로 드라마 투자가 선별적이다. 티빙의 경우 웨이브와의 통합 추진과 CJ ENM의 콘텐츠 투자를 바탕으로 국내 핵심 구매자로 부상하고 있고, 디즈니플러스도 한국 오리지널 투자를 확대하고 있으나 두 플랫폼 투자 규모 측면에서는 여전히 넷플릭스와 격차가 크다. 결국 OTT플랫폼 중 유의미한 매출을 기대할 수 있는 구매자는 넷플릭스와 소수의 국내 플랫폼으로 한정되며, 이는 제작사의 협상력을 구조적으로 제약한다.

6 소결: 드라마 제작사의 구조적 한계

드라마 제작사는 밸류체인에서 콘텐츠를 실제로 만들어내는 핵심 주체지만, 투자 관점에서는 구조적으로 불리한 위치에 놓여 있다. 핵심은 공급자와 구매자 양측의 높은 교섭력이다. 공급자인 스타 작가·감독·배우는 흥행력을 바탕으로 높은 보수 수준과 협상력을 유지한다. 구매자인 방송사와 OTT는 편성권과 판권을 통해 수익 배분의 우위를 점하며, 흥행작을 제작해도 그 성과를 제작사가 온전히 회수하지 못하는 구조다. 진입장벽 역시 낮아 자본력만 뒷받침되면 작가·감독·배우 패키지 확보를 통한 진입이 가능하다. 사실상 거의 완전경쟁에 가까운 시장 구조로, 경쟁 압력이 지속적으로 유입된다.

결론적으로 경쟁구도를 고려하면 산업 전반의 구조적 해자는 약하다. 이를 감안할 때 드라마 제작 산업에서 중점적으로 볼 부분은 산업 및 경쟁구도가 어떻게 변화하는지, 업종 전반의 재평가를 가능하게 할 요인이 있는지 그리고 그 과정에서 어떤 기업이 상대적으로 유리한 위치를 점하는지다.

주요 미디어 기업 OPM 추이: 부가가치의 넷플릭스 집중



자료: 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

7 드라마 제작 시장 축소 이후 산업 재편

대형 제작사 중심의 업황 차별화

드라마 제작 시장 축소 이후 나타난 가장 중요한 변화는 업황 회복의 수혜가 전 업계에 고르게 확산되지 않고 상위 사업자에게 집중되고 있다는 점이다.

스튜디오드래곤의 방영편수는 2024년 19편에서 2025년 21편으로 소폭 반등했고, 2026년 25편 이상으로 확대될 전망이다. 이러한 개선은 단순한 편수 확대에 그치지 않는다. 기존에는 tvN 중심의 캡티브 편성이 핵심이었지만, 최근에는 KBS-SBS-MBC 등 비캡티브 채널로 공급 범위를 넓히고, 넷플릭스·디즈니플러스·아마존 프라임 비디오·티빙 등으로 판매 채널도 다변화하고 있다. 즉, 시장 전체 편수 회복이 아직 제한적인 상황에서도 스튜디오드래곤은 공급처를 다변화하며 상위 사업자로서의 점유력을 높이고 있다.

마찬가지로 콘텐츠리중앙 제작 편수는 2025년 19편에서, 2026년(Wiip 포함) 25편 수준으로 늘어날 전망이다. 개선의 핵심 요인은 공급처 다변화와 해외 제작 정상화다. JTBC 중심 캡티브 편성에 더해 OTT·타 채널 공개 회차가 크게 늘었고, 넷플릭스·디즈니플러스·애플TV+·아마존 프라임 비디오·HBO Max 등 글로벌 플랫폼과 SBS-ENA 등 비캡티브 채널로 오리지널 공급이 확대될 예정이다. 동시에 Wiip(미국 드라마 제작 자회사)은 2025년 4편 제작과 흑자 전환을 바탕으로 2026년 5편 이상 납품이 확정돼 연결 기준 편수 증가에 기여할 전망이다.

SBS도 회복 흐름이 나타나고 있다. 드라마 방영편수는 2024년 6편, 2025년 10편, 2026년 12편 이상으로 확대될 전망이다. 이는 2024년 12월 넷플릭스와 체결한 전략적 파트너십의 영향이 크다. 해당 계약에 따라 2025년부터 6년간 신작 드라마의 국내외 공급, 신작 예능·교양의 국내 공급, 구작 라이브러리 제공이 이뤄지게 됐다. 이를 통해 중장기 제작 재원을 확보하면서 편성과 제작의 가시성이 높아졌고, 경쟁력 있는 콘텐츠를 안정적으로 공급할 수 있는 기반도 강화됐다. 2025년 하반기부터 일부 드라마의 글로벌 동시방영이 시작됐으며, 2026년에는 10~12편 라인업 중 약 5편이 동시방영될 것으로 전망된다.

중소형 제작사의 구조조정 가속화

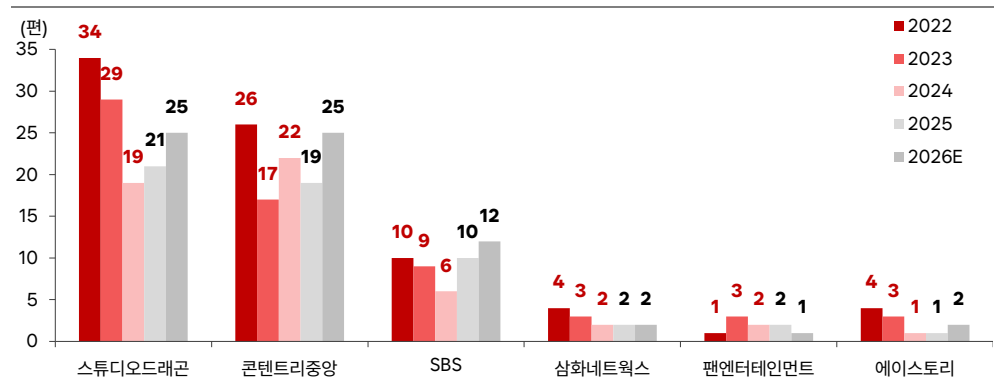
반면 중소형 제작사의 회복은 여전히 제한적이다. 2026년 삼화네트웍스, 팬엔터테인먼트, 에이스토리의 확정 편성은 1~2건 안팎에 그치는 것으로 추정된다. 이는 시장 회복이 산업 전반으로 확산되기보다, 일부 상위 제작사 중심으로 제한적으로 나타나고 있음을 시사한다.

중소형 제작사는 시장 축소의 충격을 직접적으로 받고 있다. 이들 회사는 통상 연간 제작편수가 1~5편 수준에 불과해, 한 편의 편성 지연이나 판매 차질만으로도 연간 실적과 현금흐름이 크게 흔들릴 수 있는 구조다. 실제로 2025년 기준 삼화네트웍스는 영업손실 △15억 원으로 적자 전환했고, 팬엔터테인먼트와 에이스토리도 각각 영업손실 △42억 원, △73억 원을 기록하며 제작편수 감소와 프로젝트 공백의 영향을 크게 받고 있다.

이 같은 수익성 악화와 제작편수 불확실성은 중소형 제작사의 구조조정으로 이어지고 있다. 독자 생존이 어려운 제작사는 대형 제작사 산하로 편입되거나, 특정 방송사·플랫폼 프로젝트를 수행하는 공동제작 파트너 또는 단순 외주 성격의 제작사로 기능이 재편되고 있다. 업태 자체를 바꾸는 사례도 늘고 있다. 드라마 전면 제작을 직접 수행하기보다 기획 개발 중심의 IP 부티크, 촬영·조명· 후반작업 등 제작 공정 일부를 담당하는 피지컬 프로덕션, 혹은 상대적으로 제작비 부담이 낮은 숏폼·예능·디지털 콘텐츠 제작사로 전환하는 방식이다.

결국 현재의 회복은 산업 전반에 고르게 확산되는 반등이라기보다, 편성 확보 능력·유통 채널 다변화·재원 조달 능력을 갖춘 대형사 중심의 차별적 회복에 가깝다. 중장기적으로는 이러한 흐름이 드라마 제작 산업을 대형 제작사와 소수의 경쟁력 있는 중소형 제작사 중심으로 재편시키는 방향으로 이어질 전망이다.

드라마 제작사 연도별 제작편수 추이



자료: 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

IV. 재평가의 조건

구작 라이브러리 수익화

플랫폼의 투자 효율화로 구작
관심도가 증가하였으며, 이는 구작
라이브러리를 많이 보유한 업체의
재평가 요인으로 작용할 수 있음

구작 IP를 다수 보유한 제작사들도 그동안 라이브러리 수익화는 제한적인 수준에 머물렀다. 구작을 대규모 패키지 형태로 재공급할 수 있는 해외 유통 채널이 충분히 열려 있지 않았고, OTT 투자 확대기(2021~2022년)에는 가입자 유치 위한 오리지널 콘텐츠 중심의 신작 투자가 우선되면서 구작 수급은 후순위에 머물렀기 때문이다. 다만 최근에는 플랫폼들이 콘텐츠 투자 효율화를 추진하며 상대적으로 비용 부담이 낮은 구작 확보에도 점차 관심을 높이는 흐름이 나타나고 있다.

실제 SBS는 2024년 12월 넷플릭스와 콘텐츠 공급 관련 전략적 파트너십을 체결했으며, 이 계약에는 2025년 1월 1일부터 6년간 기존 웨이브에 공급하던 드라마-예능-교양 라이브러리를 국내 넷플릭스에 제공하는 내용이 포함돼 있다. 라이브러리 공급 규모는 기존 웨이브 계약 금액을 웃도는 연 500억 원 이상으로 추정된다.

스튜디오드래곤도 구작 라이브러리 수익화가 진행되고 있다. 약 280편의 구작 IP를 바탕으로, 2025년 11월부터 티빙 브랜드관을 통해 CJ ENM·티빙 라이브러리가 HBO Max 아시아·태평양 17개국과 디즈니플러스 일본 등으로 유통되기 시작했다. 2025년 4분기 실적 발표에서 회사가 브랜드관을 통한 구작 판매를 매출 확대와 수익성 개선 요인으로 직접 언급한 점을 감안하면, 구작은 실적 개선에 유의미한 기여를 하고 있는 것으로 판단된다.

이처럼 구작의 실적 반영이 본격화될 경우, 구작 라이브러리의 경제성도 다시 부각될 수 있다. 현재 대부분의 구작은 장부상 가치가 거의 없지만, 해외 플랫폼이나 신규 채널에 재판매될 경우 별도 원가 부담 없이 이익으로 이어질 수 있다는 점에서 실적 개선에 기여할 수 있는 고마진 자산으로 다시 평가받을 수 있다. 이에 따라 구작 라이브러리를 많이 보유한 스튜디오드래곤(약 280여편), SBS(100편이상), 콘텐츠리중앙(약 130편)의 가치도 함께 부각될 가능성이 있다.

IP 활용 확대

흥행작의 IP를 활용해 드라마 제작
외 추가 수익 옵션을 마련하고,
단일 작품 의존도 완화

그동안 드라마 제작사의 이익 창출 구조는 작품 방영과 1차 판권 판매 이후 수익이 대부분 마무리되는 단발성 성격이 강해 IP 수익화 역시 제한적이었다. 최근에는 이 같은 한계를 보완하기 위해 원천 IP의 2차 사업과 확대가 본격화되는 모습이다. 핵심은 드라마를 한 번 방영하고 끝나는 콘텐츠가 아니라, 방영 이후에도 리메이크, 포맷 수출, 웹툰, 게임, 굿즈, OST, 디지털 콘텐츠, 글로벌 공동제작 등으로 반복 수익을 창출할 수 있는 자산으로 활용하려는 것이다.

이런 변화는 드라마 제작사의 사업 구조를 프로젝트 단위 실적 중심에서 IP 기반 수익 사업으로 넓힐 수 있다는 점에서 중요하다. IP 수익화가 확대되면 제작사는 흥행 이후에도 추가 수익을 이어갈 수 있고, 부가수익원이 늘어나면서 개별 작품 편성·납품 여부에 따라 크게 흔들리던 실적 변동성도 완화될 수 있다. 결국 IP 활용 확대는 드라마 제작사의 비즈니스 모델을 단순 외주 제작사가 아니라 IP 홀더이자 콘텐츠 자산 사업자로 재평가하게 만드는 핵심 조건이다.

스튜디오드래곤은 이 흐름을 가장 구체적으로 보여주는 사례다. 회사는 2025년 4분기 실적 발표에서 2026년 핵심 과제 중 하나로 'IP 신사업 확대 본격화'를 제시하며, 부가사업 매출의 2배 성장을 목표로 언급했다. 중장기적으로는

'Infinite IP' 전략 아래 드라마 IP를 커머스·캐릭터·디지털·휴먼IP로 확장해 방영 이후 매출을 늘리고, 개별 작품 의존도를 낮추겠다는 방향이다. 이를 위해 MD·팬미팅·리메이크 등 수익화 옵션을 넓혀 IP 수명을 연장하고 활용 범위도 확대하려는 전략을 추진하고 있다.

이 같은 흐름은 다른 제작사들에서도 나타나고 있다. 에이스토리는 <이상한 변호사 우영우>를 웹툰·굿즈·NFT로 확장했고, 삼화네트웍스와 팬엔터테인먼트도 원천 IP를 활용한 부가사업 확대 방향을 제시했다. 업계 전반이 드라마를 단순 제작물보다 장기적으로 수익화할 수 있는 IP 자산으로 활용하려는 쪽으로 움직이고 있는 모습이다.

해외 공동제작 확대

해외 파트너사와의 공동제작을 통해 IP 및 수익 배분 구조 개선

기존에는 국내에서 제작한 콘텐츠를 해외에 판매하는 Made in Korea 방식이 중심이었지만, 최근에는 기획·제작·캐스팅·마케팅을 해외 파트너와 함께 수행하고 권리도 나누는 Made with Korea 방식으로의 전환이 점차 확대되고 있다. 이 구조에서는 기획 단계부터 IP 귀속과 수익 배분 방식을 설계할 수 있어, 단순 외주형 제작보다 수익성과 기업가치 측면에서 유리하다.

이와 같은 움직임은 실제 사례로도 확인되고 있다. 스튜디오드래곤은 2025년 일본어 드라마 3편을 선보였으며, 아마존 프라임 비디오의 <내 남편과 결혼해줘>, TBS와 공동제작한 <하츠코이 독스>, 일본 넷플릭스 시리즈 <소울메이트>가 이에 해당한다. 이는 단순 리메이크 판권 판매가 아니라, 한국 제작사가 현지 언어 콘텐츠의 기획과 제작 단계에 직접 참여한 사례라는 점에서 의미가 있다. 또한 2026년에는 미국향 시리즈 오더 1~2편과 제작 1편이 예정되어 있어, 공동제작의 지역과 범위가 일본에서 미국으로 확대되는 흐름도 확인된다.

에이스토리의 <유괴의 날> 영국 공동제작은 이러한 변화를 보다 직접적으로 보여주는 사례다. 해당 프로젝트는 영국 SHUK와의 50:50 공동제작 구조로 추진되고 있으며, 제작비와 수익을 공동으로 분담·배분하는 형태로 파악된다. 이는 단순 판권 매각이 아니라, 원작 IP 보유 제작사가 현지 제작과 후속 유통 수익에 함께 참여하는 구조라는 점에서 의미가 있다.

해외 공동제작에서 중요한 것은 단순한 사업 확대 자체보다, 그 과정에서 제작사의 IP 귀속 구조와 수익 배분 방식이 얼마나 개선되느냐다. 공동제작이 늘어나더라도 제작사가 단순 제작 역할에 머물면 재평가로 이어지기 어렵다. 반면 기획 단계부터 권리 구조를 설계해 IP 보유, 배급 권한, 리메이크·포맷 판매, 부가사업 수익 참여가 확대되면 드라마 제작사 재평가의 근거가 될 수 있다.

성과 연동 RS 계약구조로 전환

드라마 흥행에 연동한 RS계약이 계절된다면 제작사의 수익성 하방 압력 해소 가능

현재 드라마 제작사의 계약 구조는 대체로 '제작비 x 리쿠플' 방식이다. 제작사는 작품별로 정해진 리쿠플에 따라 수익을 확보하며, 최대 리쿠플을 적용해도 GPM 상단은 약 30% 수준에 그친다. 또한 흥행 성과가 예상보다 크게 나타나더라도 추가 수익이 제한적이고, IP·글로벌 방영권·리메이크권도 플랫폼에 귀속되는 경우가 많아 작품 흥행이 제작사 가치로 이어지는 폭은 제한적이다.

반면 성과 연동 RS(Revenue Share) 방식은 제작사의 수익 구조를 바꿀 수 있는 대안으로 거론된다. 2024년 9월 넷플릭스는 CAA, UTA, Verve 등 미국 주요 에이전시-매니지먼트 업체와, 기존의 고정 선지급 중심 계약 대신 작품 성과에 연동한 보상 방식을 논의한 것으로 알려졌다. 당시 보도에 따르면 초기 보장금을 약 20~30% 낮추는 대신, 작품이 흥행할 경우 감액분의 약 2배를 추가 지급하는 구조가 검토됐다. 핵심은 흥행 시 업사이드가 제작사에 귀속될 수 있다는 점이다. 기존 방식에서는 <오징어 게임>처럼 글로벌 흥행작이 나와도 제작사의 추가 수익이 제한적이었지만, 성과 연동 RS 구조에서는 흥행이 곧 제작사 수익과 기업가치 상승으로 연결될 수 있다.

다만 이후 넷플릭스 경영진은 기존 보상 구조를 바꾸지 않겠다는 입장을 밝혔으며, 현재까지는 구조전환이 논의된 단계에 가깝다. 따라서 성과 연동 RS 구조는 중장기 업사이드 요인으로는 유효하지만, 실제 계약 사례와 수익 배분 구조 변화가 확인되기 전까지는 잠재 시나리오로 보는 것이 적절하다.

V. 핵심이슈

한한령 완화 가능성

한한령 완화에 따른 드라마 업계 수혜 기대감

한한령은 2016년 사드 갈등 이후 중국이 한국 드라마-예능-공연 등에 비공식 제한을 가하면서 시작됐다. 방송통신위원회에 따르면 중국으로의 방송프로그램 수출액은 2016년 5,866만달러에서 2023년 710.6만달러로 87.9% 감소했으며, 한한령 장기화와 함께 중국 내 한국 방송콘텐츠 유통이 크게 위축됐음을 보여준다.

이처럼 장기간 막혀 있던 중국 시장에 대해 최근에는 개방 기대감이 다시 높아지고 있다. 2025년 8월 18일 중국 국가광전총국(중국 방송-영상 콘텐츠 규제기관)이 해외 우수 프로그램 도입 확대와 심사 효율화 방향을 제시했고, 2026년 1월 한중 정상회담에서도 문화 콘텐츠 교류를 점진적·단계적으로 확대하는 공감대가 형성됐다. 실제로 2025년 11월 KBS와 CMG(China Media Group, 중국 국영 방송-미디어 그룹)가 미디어 파트너십 MOU를 체결했고, 2026년 2월에는 '나의 아저씨(기획 스튜디오드래곤, 제작 초록뱀미디어)' 중국 리메이크작이 유쿠(중국 OTT 플랫폼)에서 공개되기도 했다. 다만 향후 중국향 판매가 재개되더라도 중국 현지 콘텐츠 경쟁력 상승 등을 고려할 때, 수익성은 과거 대비 보수적으로 볼 필요가 있다.

한한령 완화에 따른 단계별 수혜 경로

한한령 완화에 따른 수혜 경로

- 1) 단기: 구작 판매
- 2) 중기: 신작 동시방영
- 3) 장기: 공동제작·중국 오리지널

1) 구작 판매: 이미 제작이 완료된 라이브러리를 중국에 재판매하는 방식으로 한한령 완화 초기 가장 빠르게 실적에 반영될 가능성이 높다. 실제로 2022~2023년 한한령 부분 완화 국면에서 총 18편의 구작 드라마가 중국 OTT 플랫폼을 통해 정식 유통된 바 있으며, 업계 추정 기준 작품당 최대 20억~30억 원 수준의 판권 수익이 발생하는 것으로 파악된다. 현 시점에서 거래 단가는 이보다 낮게 형성될 가능성이 높으나, 구작 판매는 추가 제작비 부담 없이 판권 매출이 이익으로 직결되는 구조인 만큼 검증된 흥행 IP를 다수 보유한 제작사일수록 초기 수혜가 빠르게 나타날 수 있다.

2) 신작 동시방영: 한한령 완화 효과가 가장 크게 반영될 수 있는 영역이다. 중국 내 공식 방영이 한국과 비슷한 시점에 이뤄질 경우 작품 가치가 높은 시점에 판권 판매가 가능해져, 리콴을 개선에 크게 기여할 수 있기 때문이다. 한한령 이전 중국 판권 리콴율은 평균 53.2%가량으로 추정되며, 작품별로 보면 <태양의 후예>는 약 30%, <함부로 애틋하게>는 약 70% 수준으로 판권 판매만으로도 전체 제작비 회수에 유의미하게 기여한 사례가 확인된다. 과거대비 리콴율 수준은 보수적으로 볼 필요가 있지만, 드라마 제작사가 제한된 편성 슬롯과 소수 플랫폼에 의존해야 하는 현 상황에서 중국이 다시 바이어로 복귀할 경우 넷플릭스 중심의 판매 구조를 일부 보완함과 동시에 제작사의 선택지 확대를 통한 협상력 개선에 긍정적으로 작용할 수 있다는 의미가 있다.

3) 공동제작·오리지널: 단순 판권 판매를 넘어 중국 OTT나 채널과 구조적으로 협업하는 단계다. 실제로 초록뱀미디어는 2015년 DMG(중국 엔터테인먼트-미디어 기업)와 84억8천만원 규모의 <비취연인> 공동제작 계약을 체결했고, 2021년에는 드라마하우스-콘텐츠지음이 제작한 <간 떨어지는 동거>가 아이치이(중국 OTT 플랫폼)의 첫 한국 오리지널 작품으로 방영된 바 있다. 공동제작·오리지널의 경우 특정 플랫폼에 독점 공급하는 형태로 진행될 수 있고, 구매처에 IP 권한을 넘기는 구조여서 중국의 외화 콘텐츠 쿼터 규제를 상대적으로 우회할 수 있다는 장점이 있다. 다만 구작 판매나 신작 동시방영보다 제도 정비와 개별 협상이 더 많이 필요해, 실적 반영 시점은 가장 뒤에 나타날 가능성이 높다.

**드라마 제작사 수혜 차별화 조건은
구작 보유 개수와 글로벌 OTT
유통 경험**

제작사별 수혜 강도 비교

한한령 완화 수혜는 1) 텐트폴 구축 라이브러리 보유 개수, 2) 글로벌 OTT·중국향 유통 경험에 따라 제작별로 차별화 될 가능성이 높다. 이 기준에서 보면 스튜디오드래곤의 수혜 강도가 가장 높다. 약 280여 편의 구축 라이브러리를 보유하고 있을 뿐 아니라, 텐트폴 성격의 작품도 다수 포함돼 있어 경쟁력이 가장 높으며 넷플릭스·디즈니플러스 등 글로벌 OTT 유통 경험도 가장 풍부하다.

콘텐츠리중앙도 유의미한 수혜 후보다. 약 130여 편의 구축 라이브러리를 보유하고 있는 것으로 추정되며, 글로벌 OTT 공급 경험도 갖추고 있다. 특히 일부 작품은 과거 중국 OTT와 계약이 체결됐으나 허가 문제로 매출 인식이 지연된 사례가 있어 제도 완화 시 기존 지연 매출의 현실화 가능성도 있다. 다만 콘텐츠리중앙은 자회사 실적과 영화 비중이 함께 반영되는 구조로 드라마 제작사와 실적 흐름이 다르게 나타나 수혜 민감도는 다소 제한될 수 있다.

SBS 역시 수혜 기업에 포함할 수 있다. 백편 이상의 구축 라이브러리를 보유하고 있는 것으로 추정되며, 기존 디즈니플러스에 더해 2024년 말 체결한 넷플릭스 파트너십을 통해 해외 유통 경험을 확대하고 있다. 다만 광고 등 방송사업이 함께 반영되는 구조여서, 순수 드라마 제작사 대비 수혜 민감도는 다소 제한될 수 있다.

에이스토리는 중소형 제작사 가운데 상대적으로 수혜 가능성이 높은 편이다. 중소형사 중 보유 IP가 가장 많은 측에 속하고 해외 리메이크 경험도 갖추고 있다. 또한 텐센트 계열 Tencent Mobility Limited가 지분 6.25%를 보유하고 있어, 중국 플랫폼과의 연결 가능성 측면에서도 의미가 있다. 기타 중소형 논캡티브 제작사는 개별 작품 중심의 선택적 수혜 가능성이 높다.

**한한령 완화 시 글로벌 OTT 외
대형 바이어가 추가된다는 점에서
리쿰 및 계약 구조 개선 기대**

한한령 완화의 의미와 한계

한한령 완화는 국내 드라마 제작사에 있어 실적뿐만 아니라 멀티플 리레이팅으로 이어질 수 있는 중요한 업사이드 요인으로 제작사 관점에서 핵심은 1) 리쿰율 개선과 2) 계약 구조 변화 가능성이다.

우선 리쿰율 측면에서는, 해외 판권 판매가 수익성의 핵심 변수로 작용하는 현 상황에서 중국 시장이 다시 열리면 기존 글로벌 OTT 외 별도의 대형 판매처가 추가된다. 특히 넷플릭스가 중국에서 서비스되지 않는 만큼, 중국 외 판권은 글로벌 OTT에, 중국 판권은 현지 플랫폼에 별도 판매하는 구조가 가능해져 동일 작품의 총 리쿰율이 높아질 수 있다.

계약 구조 측면에서도 의미가 있다. 중국이 다시 유의미한 판매처로 복귀하면 제작사는 방송사나 글로벌 OTT에 IP를 넘기는 단순 외주제작 구조에서 벗어날 여지가 생긴다. 판매처가 늘어나면 제작사의 선택지도 넓어지고, 장기적으로는 권리 배분과 계약 조건에서도 협상력이 높아질 가능성이 있다.

다만 기대는 다소 절제할 필요가 있다. 실제 사업화까지는 사전제작, 심의·허가, 외화 콘텐츠 쿼터 등 여러 절차를 거쳐야 해 중국 내 공식 계약 체결이 확인되기 전까지는 기대감에 따른 추가 변동성이 커질 수 있다. 특히 2021년 이후 한한령 완화 기대는 반복적으로 제기돼 왔지만, 중국 고위 관료의 발언이나 일부 한국 콘텐츠의 중국 내 공개 이후에도 실질적 조치로 이어지지 않은 경우가 많았다. 여기에 중국은 한한령 기간 동안 자국 콘텐츠 경쟁력이 크게 높아진 만큼, 재개방이 이뤄지더라도 수익성이나 반사이익은 과거보다 보수적으로 볼 필요가 있다. 결국 한한령 완화는 제작사

에 의미 있는 업사이드 요인이지만, 당장 실적에 반영될 확정 변수보다는 중장기 옵션으로 보는 것이 적절하다.

2 정책 지원

K콘텐츠는 수출 증가와 화장품·식품·관광 등 관련 소비 확대를 이끌며 한국 경제의 중요한 성장 산업으로 자리 잡았지만, 드라마 제작 현장에서는 제작비가 크게 오른 반면 수익 회수는 어려워지면서 수익성이 악화되고 있다. 정부의 정책 지원은 이런 격차를 줄이고, 글로벌 흥행 성과를 실제 제작사의 안정적인 수익 기반으로 이어지도록 하기 위한 배경에서 추진되고 있다.

1. 세액공제 확대

2024년부터 영상콘텐츠 제작비 세액공제율이 상향됐다. 기본공제율은 대기업(중소·중견 제외) 5%, 중견기업(중소기업 초과·평균 매출 5,000억원 미만) 10%, 중소기업(업종별 매출 기준 총자산 5,000억원 미만) 15%이며, 국내 제작비 비중 80% 이상 등 요건을 충족하면 추가공제가 적용돼 중소기업 기준 최대 30%까지 가능하다. 이 제도는 원래 2025년 말 종료 예정이었지만, 2025년 세제개편안을 통해 적용 기한이 2028년 말까지 3년 연장됐다. 또한 2026년 신고분부터는 대기업 기본공제율도 5%에서 10%로 상향되며 웹툰 제작비 세액공제도 신설돼 웹툰 IP 기반 드라마 파이프라인에 간접적인 긍정 효과가 기대된다.

가령 제작비 200억원 규모의 드라마가 전체 촬영제작비 중 국내지출 비중 80% 이상 등 추가공제 요건을 충족할 경우, 중소 제작사는 기본공제 15%와 추가공제 15%를 합한 총 30%의 세액공제율을 적용받아 공제세액 60억원을 법인세에서 공제받을 수 있다. 대기업의 경우도 2026년 신고분부터 기본공제율 10%와 추가공제율 10%를 적용받을 경우 최대 40억원의 공제세액을 산정할 수 있다.

다만 세액공제는 해당 과세연도의 법인세 산출세액에서 차감되는 방식이므로, 법인세가 충분히 발생한 경우에만 혜택이 온전히 실현된다는 점에서 실효성에는 구조적 한계가 있다. KOCCA(2025)에 따르면 상장 제작사 업종의 영업손실률은 2023년 -37%, 2024년 -32%를 기록했고, 같은 기간 상장 드라마 제작사 21개사 대부분이 영업손실 상태에 머물렀다. 결국 세액공제 확대가 산업 전반의 제작 여력을 높이는 데는 긍정적이지만, 법인세 산출세액이 발생해야 혜택을 온전히 누릴 수 있는 특성상 실제 수혜는 안정적인 흑자 구조를 갖춘 일정 규모 이상의 사업자에 집중될 가능성이 높다.

2. K-콘텐츠 전략펀드

정부는 2026년 민관합동 방식의 콘텐츠 정책펀드(문화계정+영화계정)를 총 7,318억원 규모로 조성할 계획으로, 이는 전년 대비 1,318억원 증가한 역대 최대 수준이다. 이번 정책의 핵심은 단순한 제작비 지원을 넘어 IP 확보와 해외 수출 중심으로 자금 공급 구조를 재편하는 데 있다. 특히 정부 지원금에는 제작사가 IP의 일정 비율 이상을 보유해야 한다는 조건이 붙어 있어, 정책 방향이 국내 제작사의 권리 축적 강화에 맞춰져 있음을 보여준다.

세부적으로 문화계정(콘텐츠·방송·게임·애니메이션 등 문화산업 분야에 투자되는 계정)은 6,500억원으로 전년 대비 25% 증가했다. 이 가운데 1) IP 펀드(2,000억원)는 웹툰·웹소설·드라마·예능 등 원천 IP 확보와 기획·개발 단계 투자를 지원해 제작사가 권리를 선제적으로 확보할 수 있도록 돕는다. 2) 수출 펀드(2,000억원)는 글로벌 OTT 공개나 해외

제작비 세액공제가 확대되었지만,
적자 구조인 중소형 제작사에게는
영향이 제한적

전략펀드는 드라마 제작사의
자금조달원 마련 및 IP보유를
기반으로 한 경쟁력 강화 측면에서
긍정적

판권 판매가 예정된 콘텐츠에 투자해 해외 유통과 수익화 가능성이 높은 프로젝트의 자금 조달을 지원하는 성격이다. 3) 문화기술(CT) 펀드(1,000억원)는 VFX, 버추얼 프로덕션, AI 기반 제작 공정 등 제작 기술 고도화와 신기술 접목을 지원하는 펀드로, 단순 제작비 보전보다 제작 경쟁력 제고에 초점이 맞춰져 있다. 전반적으로 콘텐츠 산업 지원 방식이 일회성 제작 지원에서 벗어나, 권리 확보와 수출 확대, 기술 경쟁력 강화 중심으로 옮겨가고 있다는 점이 특징이다.

민간 참여 확대를 위한 인센티브도 강화됐다. 먼저, 우선손실충당 비율은 15%에서 20%로 높아졌는데, 이는 투자 손실이 발생했을 때 정부가 민간 투자자보다 먼저 더 큰 폭으로 손실을 떠안는 구조를 뜻한다. 그만큼 민간 투자자는 원금 손실 위험이 줄어들어 콘텐츠 펀드에 보다 쉽게 참여할 수 있다. 또한 초과수익이전과 콜옵션 비율도 30%에서 40%로 높아졌다. 초과수익이전은 펀드 수익이 많이 났을 때 정부 몫 일부를 민간 투자자에게 더 넘겨주는 장치이고, 콜옵션은 투자 성과가 좋을 경우 민간이 정부 몫까지 추가로 확보해 더 큰 수익을 노릴 수 있게 하는 권리다. 즉, 정부가 손실 위험을 더 많이 부담하고 민간에는 수익 기회를 넓혀, 콘텐츠 펀드 참여를 유도하는 구조다.

드라마 제작사 입장에서는 편성·판매 외에 공적 자금 기반의 자금조달 채널이 추가된다는 점에서 의미가 있다. 그동안 제작사는 자금 조달 과정에서 방송사나 OTT 의존도가 높았고, 그 결과 흥행 성과가 커도 IP와 판권이 제작사에 충분히 축적되지 못하는 경우가 많았다. 반면 정책펀드가 IP 보유를 전제로 작동할 경우, 제작사는 제작 초기 채권 부담을 일부 완화하면서도 중장기적으로는 판권, 리메이크, 2차 사업화 등으로 연결되는 IP 보유형 수익구조를 강화할 수 있다. 결국 K-콘텐츠 전략펀드 확대는 단순한 정책 지원이라기보다, 국내 제작사가 외부 플랫폼 의존도를 낮추고 자체 IP를 쌓을 수 있는 기반을 넓히는 변화로 볼 수 있다. 단기적으로는 제작비 조달 부담 완화, 중장기적으로는 수익구조 정상화와 기업가치 개선 측면에서 드라마 제작 산업에 긍정적인 변수다.

방송광고 규제 완화

**광고 규제 완화로 방송사의
광고수익 증가 시 드라마
편성여력이 확대될 수 있음**

지상파, IPTV·케이블TV 등 기존 방송사업자는 방송법의 촘촘한 규제를 받는 반면, OTT는 방송법 적용 대상이 아니어서 비대칭 규제 구조가 지속돼 왔다. 정부는 이 구조를 개선하기 위해 아래와 같은 방송광고 규제 완화를 추진중이다.

- 1) 광고 '원칙허용' 전환: 정부는 2025년 10월 제2차 핵심규제 합리화 전략회의에서 방송광고 규제를 '원칙 금지'에서 '원칙 허용' 방식으로 전환하는 방안을 제시했다. 즉, 방송광고 규제의 기본 틀을 포지티브 체계에서 네거티브 체계로 바꾸겠다는 것이다. 기존에는 법령상 허용된 7개 광고 유형만 가능했지만, 앞으로는 금지된 항목을 제외한 신규 광고 형태를 원칙적으로 허용하는 방향으로 전환이 추진된다. 이에 따라 방송사와 광고주는 신규 광고상품을 보다 신속하게 설계·출시할 수 있게 되며, 정체된 TV 광고 시장에서 상품 다변화와 매출 기회 확대가 가능해질 것으로 기대된다.
- 2) 방송광고 규제개선 패키지: 2026년에는 방송광고 관련 세부 규제를 완화하는 방안이 추진될 예정이다. 프로그램 편성 시간당 광고 허용 총량은 17%에서 20%로 높아지고, 중간광고 허용 기준은 45분에서 30분으로 완화되며, 가상·간접광고의 화면 노출 비율 제한도 1/4에서 1/3으로 조정된다. 이에 따라 방송사는 광고 운용의 자율성을 높이고, 프리미엄 시간대 광고 inventory(광고로 판매할 수 있는 시간과 지면)를 보다 적극적으로 활용할 수 있게 될 전망이다.

방송사 규제가 완화될 경우 광고 수익 확대를 통해 콘텐츠 투자 여력이 일부 회복되고 이는 제작사 입장에서 발주처 다변화와 넷플릭스 의존도 완화로 이어질 가능성이 있다. 다만 온라인 매체 중심으로 광고시장이 재편되면서 TV 광고 수익의 구조적 감소세가 이어지고 있는 만큼, 실제 효과는 제한적일 수 있다.

7 티빙-웨이브 합병과 국내 OTT 재편

시장점유율 열세와 누적 적자가 만든 합병 필요성

티빙-웨이브 합병 배경에는 시장점유율 격차와 개별 사업자의 재무 부담이 함께 자리하고 있다. 2026년 2월 기준 국내 주요 OTT 5개사의 합산 MAU 점유율은 넷플릭스 43.5%(1,490만명), 쿠팡플레이 25.6%(879만명), 티빙 16.1%(552만명), 디즈니플러스 8.6%(295만명), 웨이브 6.2%(212만명) 순이다. 넷플릭스와 쿠팡플레이가 상위권을 차지하고 있는 가운데, 티빙과 웨이브는 점유율이 상대적으로 낮아 단독으로 격차를 좁히는 데 한계가 있는 상황이다.

재무 부담도 적지 않다. 티빙은 2024년 영업손실 710억 원, 2025년 893억 원을 기록했고, 웨이브도 2023년 791억 원, 2024년 277억 원의 영업손실을 냈다. OTT 사업은 콘텐츠 투자를 줄이면 경쟁력이 약해지고, 반대로 투자를 유지하면 적자가 누적되기 쉬운 구조다. 이런 점에서 티빙과 웨이브의 합병은 단순한 외형 확대를 넘어, 비용 부담을 나누고 규모의 경제를 확보하기 위한 현실적인 대응으로 볼 수 있다.

제작사 관점의 핵심 의미: 발주처 확대 가능성

드라마 제작사 입장에서 핵심은 합병 이후 통합 OTT가 넷플릭스 외에 의미 있는 국내 발주처로 자리잡을 수 있다는 점이다. 현재로서는 그 가능성이 제한적인 것으로 판단된다. 합병 이후 통합 OTT의 협상력이 커지고 투자도 더 선별적으로 이뤄질 가능성이 있어, 발주가 대형 제작사나 일부 계열·우호 제작사 중심으로 쏠릴 수 있기 때문이다.

실제 양사가 합병을 통해 기대하는 핵심 효과 중 하나는 중복 투자와 마케팅 비용을 줄여 콘텐츠 투자 효율을 높이고 수익성을 개선하는 것이다. 이에 따라 웨이브는 합병을 앞두고 오리지널 드라마 투자를 축소하고 자회사 스튜디오웨이브를 정리하는 등 비용 효율화에 나선 바 있다. 이를 감안하면 합병 이후에는 콘텐츠 투자가 이전보다 더 선별적으로 이뤄질 가능성이 높다. 특히 대작 드라마는 스타 작가와 안정적인 자본력, 트랙레코드를 갖춘 대형 제작사에 수요가 더 집중될 가능성이 있다. 더불어 티빙의 CJENM·SLL중앙·스튜디오드래곤, 웨이브의 KBS미디어 등 계열·우호 제작사 중심으로 콘텐츠 조달이 이뤄질 가능성도 있어, 합병 영향은 제작사별로 차별화될 가능성이 크다.

다만 장기적으로 드라마 제작사 수혜 가능성을 열어둘 필요가 있다. 티빙은 'No.1 K콘텐츠 플랫폼'을 비전으로 내세우며 오리지널 콘텐츠 확대와 글로벌 진출을 추진해왔고, 최근에도 미국·동남아·일본 등 K콘텐츠 수요가 높은 지역을 중심으로 글로벌 확장 전략을 구체화하고 있다. 2025년에는 워너브라더스 디스커버리와 파트너십을 통해 HBO Max 내 TVING 브랜드관과 공동투자·공동제작 체계도 마련한 만큼, 향후 통합 OTT가 글로벌에서 유의미한 점유율을 차지할 경우 국내 제작사에 의미 있는 발주처로 자리잡을 가능성은 존재한다.

VI. 투자전략: 선별적 접근이 필요한 차별화 국면

업종 둔화가 이어지고 있는 만큼,
수혜 종류 및 조건에 따른
선별적인 개별종목 접근이 합리적

드라마 제작 업종은 업황 회복의 수혜가 전반에 고르게 확산되기보다 기업별로 차별화될 가능성이 높아, 업종 전반에 대한 일괄적 접근보다 종목별 선택적 접근이 적절하다. 따라서 투자전략은 제한된 회복 국면에서 어떤 제작사가 편성·유통·재원 측면의 우위를 바탕으로 수혜를 먼저 확보할 수 있느냐에 맞출 필요가 있다.

현재 확인되는 방향은 대형 캡티브 제작사(스튜디오드래곤, SBS, 콘텐츠리중앙) 중심의 차별적 회복이다. 이는 ① 편성 안정성과 판매 채널 다변화, ② 제작 레이블·크리에이터 풀·구작 라이브러리 등 콘텐츠 자산, ③ 재원 조달 능력과 정책·제도 변화에 대한 수혜 가시성에 기반한다. 특히 한한령 완화, 세액공제 확대, 통합 OTT 재편과 같은 추가 이슈들도 산업 전반에 고르게 작용하기보다, 라이브러리와 해외 유통 경험을 갖추고 흑자 기반과 계열 채널을 보유한 대형사에 더 유리하게 작용할 가능성이 높다. 기업별로 보면 스튜디오드래곤은 글로벌 유통망과 대형 라이브러리를 바탕으로 구작 수익화와 해외 판매 확대 가능성이 가장 높고, SBS는 넷플릭스와의 장기 파트너십을 통해 신작과 구작의 재수익화 경로를 확보했다. 콘텐츠리중앙은 JTBC 기반 편성과 다수 레이블, 해외 제작 자산을 바탕으로 편수 회복과 판매 다변화 가능성을 갖춘 사업자다. 다만 SBS와 콘텐츠리중앙은 드라마 외 사업 비중이 높아, 순수 드라마 제작사 대비 주가 반응은 분산될 수 있다는 점은 감안할 필요가 있다.

반면 중소형 제작사는 대형사와 같은 방식의 회복을 기대하기 어렵다. 따라서 개별 기업의 변화가 확인된 이후 선별적으로 대응하는 접근이 적절하다고 판단된다. 구체적으로는 편성·판매 가시성 제고, 구작 재판매·IP 보유 확대·2차 사업화 등을 통한 콘텐츠 자산 축적, 해외 공동제작에서의 배급·부가사업 수익 참여를 통한 권리 구조 개선 여부를 확인할 필요가 있다.

결론적으로 드라마 제작 업종은 구조적 해자가 약한 산업이어서 업종 전체를 사는 전략은 효율적이지 않으며, 누가 제한된 회복을 먼저 흡수하느냐가 더 중요하다. 따라서 편성·유통·라이브러리·IP 사업화·해외 확장 역량을 갖춘 대형사에 우선순위를 두고, 중소형사는 개별 프로젝트와 계약 구조 변화가 확인될 때 선별적으로 접근하는 전략이 적절하다. 결국 지금은 업종 베타보다 종목 선택이 더 중요한 국면이다.

VII. 참고자료

밸류에이션 방법론

드라마 제작사 밸류에이션 지표 검토

**PBR을 기반으로 다양한 업종 내
요인을 함께 점검할 필요가 있음**

드라마 제작사는 회계 처리 방식에 따라 이익 변동성이 크게 나타나는 업종이다. 작품별 계약 구조에 따라 매출 인식 시점이 달라지고, 제작비 일부는 판권 자산으로 계상된 뒤 방영·판매 과정에서 상각되기 때문에, 실적은 실제 펀더멘털 보다 회계상 인식 시점의 영향을 크게 받는다. 같은 수익이 기대되는 작품이라도 특정 시기에는 판권 매출이 먼저 반영 돼 이익이 크게 늘어날 수 있지만, 반대로 제작비 집행과 상각이 선반영되면 이익이 급감할 수 있다.

이러한 특성상 PER은 밸류에이션 지표로서 해석에 한계가 있다. 순이익이 비용 인식 시점, 상각 규모, 손상 반영 여부에 따라 크게 달라질 수 있어, 드라마 제작사의 펀더멘털을 안정적으로 설명하기 어렵기 때문이다. 이론적으로는 EV/EBITDA가 PER보다 상대적으로 적합한 지표에 가깝다. 무형자산 상각 영향을 일부 제외해 비교할 수 있어, 회계 처리 시점 차이에서 발생하는 왜곡을 일정 부분 줄일 수 있기 때문이다. 다만 현재 상황에서는 EV/EBITDA 역시 실질적인 비교 지표로 활용하기 어렵다. 주요 드라마 제작사들이 영업적자 구간에 진입한 가운데 자회사 손상차손과 일회성 비용까지 반영되며 수익성이 크게 흔들리고 있고, 이에 따라 EBITDA 자체가 크게 축소되거나 적자로 전환된 사례가 빈번하기 때문이다.

이런 점을 감안하면 현 시점에서 피어 비교에 상대적으로 활용 가능한 지표는 PBR에 가깝다. 다만 PBR 역시 드라마 제작사의 기업가치를 충분히 설명하는 데는 한계가 있다. 편성 안정성, 크리에이터 네트워크, 구작 라이브러리, 글로벌 유통 경험, IP 사업화 역량과 같은 핵심 경쟁력은 재무제표상 장부가치에 온전히 반영되지 않기 때문이다. 그럼에도 불구하고 제작사가 불황기를 지나고 있는 현 시점에서 PER, EV/EBITDA보다 변동성이 적다는 점 고려 시 밸류에이션 지표로서 활용도가 가장 높다.

결국 현 시점에서 드라마 제작사 밸류에이션은 특정 멀티플 하나로 설명하기보다, PBR을 기초 비교 지표로 활용하되 편성 가시성, 판매 채널 다변화, 라이브러리 규모, IP 확장성 등을 함께 점검하는 접근이 더 적절하다.

제작사 PBR 밸류에이션 비교 시 유의사항

**드라마 제작 외 사업을 영위하는
복합 미디어기업과 순수 드라마
제작사의 PBR 밸류에이션 괴리**

제작사 PBR의 경우 순수 드라마 제작사와 복합 미디어 기업을 구분해서 해석할 필요가 있다. 드라마 사업을 주로 영위하는 제작사들의 2026년 3월 27일 기준 2026F PBR은 스튜디오드래곤 1.4배, 에이스토리 1.1배, 삼화네트웍스 0.7배, 팬엔터테인먼트 0.65배(2025년 기준)로 대체로 1배 안팎에서 형성돼 있다. 반면 SBS는 0.3배, 콘텐트리중앙은 5.4배로 순수 드라마 제작사 그룹과는 분포 자체가 다르게 나타난다.

SBS는 드라마 외 광고와 방송사업이 함께 반영되는 지상파 방송사로, 2025년 기준 매출의 34%가 지상파 TV 광고에서 발생하고, 자산 구조상 방송 설비와 송출 인프라, 부동산 등 유형자산 비중도 높다. 따라서 PBR에는 드라마 제작 경쟁력뿐 아니라 방송사업 중심의 자산 구조와 지상파 TV 광고의 구조적 감소 영향이 함께 반영된다. 이는 순수 제작사 대비 낮은 PBR의 배경으로 볼 수 있으며, 낮은 PBR만으로 SBS가 저평가됐다고 판단하는 데에는 유의가 필요하다.

콘텐츠리중앙 역시 순수 드라마 제작사와 동일 선상에서 보기 어렵다. 메가박스 부진 장기화에 따른 손실 누적과 재무 구조 악화, 계열사 대여 확대에 따른 재무부담 심화로 자기자본이 2022년 1,411억 원에서 2026년 214억 원으로 급감하며 PBR이 높아 보이는 효과가 발생했기 때문이다. 따라서 콘텐츠리중앙의 PBR은 드라마 제작 경쟁력만이 아니라 자본구조 변화까지 함께 반영해 해석할 필요가 있다.

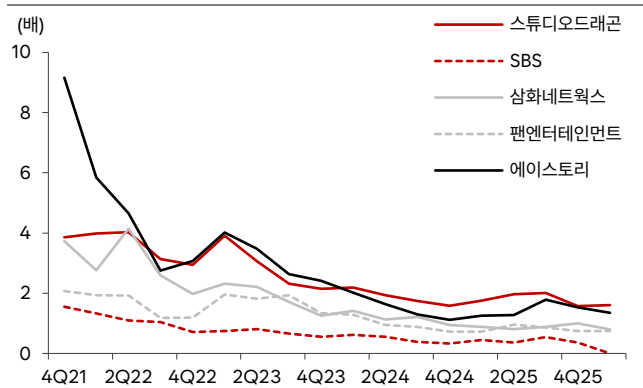
제작사 PBR 밸류에이션 추이 및 전망

역사적 하단권에 위치한 드라마 제작사 PBR과 향후 이익 회복 가시성에 따른 차별화 가능성

제작사 PBR은 2022년 이후 전반적인 하락 흐름이 이어지고 있다. 2022년 OTT 투자 확대 국면에서 높아졌던 밸류에이션은 이후 제작 편수 조정, 수익성 둔화, 실적 불확실성 우려가 반영되며 지속적으로 낮아졌다. 실제 2026년 3월 27일 기준 2026F PBR을 보면, 스튜디오드래곤은 2022년 3월 3.99배에서 1.4배로, 삼화네트웍스는 2.76배에서 0.7배로, 팬엔터테인먼트는 1.94배에서 0.65배로 하락했으며, 전반적으로 역사적 하단 부근에 위치해 있다. 에이스토리 역시 변동성은 있었지만 2026F PBR 1.11배 수준으로 과거 대비 낮아진 상태다.

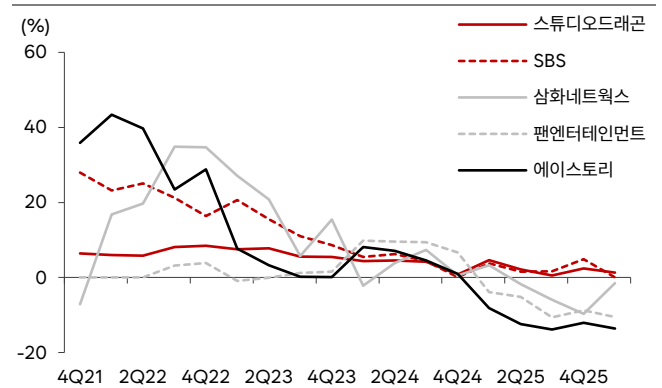
향후 PBR은 제작사별 이익 회복 가시성과 수익 구조 안정성에 따라 차별화될 가능성이 높다. 대형사는 편성 안정성, 판매 채널 다변화, 구작 라이브러리, 글로벌 유통 역량을 바탕으로 안정적인 프리미엄을 받을 수 있다. 반면 중소형사는 프로젝트별 성과와 편성 회복 여부에 따라 밸류에이션 재평가 폭이 더 크게 나타날 수 있어, 업황 회복 국면에서 개별 종목의 모멘텀이 더욱 중요해질 전망이다.

드라마 제작사 분기별 TTMPBR 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

드라마 제작사 분기별 TTMROE추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

PEER 그룹 기업개요

스튜디오드래곤 (캡티브 / 대형)

대규모 IP 라이브러리와 제작 레이블, 크리에이터 네트워크, 해외 거점을 갖춘 국내 최대 드라마 스튜디오로 기획개발부터 제작·유통·IP 확장까지 아우르는 사업 구조를 구축하고 있다. CJ ENM이 54.8%의 지분을 보유하고 있으며 넷플릭스(4.7%)와 네이버(6.3%)가 전략적 주주로 참여하고 있다. 넷플릭스와는 제작·글로벌 유통 협업을, 네이버와는 웹툰·웹소설 기반 IP의 드라마화와 디지털 마케팅 연계를 이어가고 있다.

화앤담픽처스(김은숙)·문화창고(박지은)·KPJ(김영현·박상연)·지티스트(노희경)·길픽처스 등 드라마 제작사 인수를 통해 톱 작가들을 보유하고 있으며, 대표작으로는 《눈물의 여왕》《슬기로운 의사생활》《도깨비》 등이 있다. 이에 기반한 연간 제작 역량은 약 30편 수준 ('25년 제작편수 21편)으로, 국내 제작사 중 가장 큰 규모의 제작 역량을 보유하고 있다.

tvN 캡티브 편성을 기반으로 KBS·SBS·MBC 비캡티브 채널과 넷플릭스·디즈니플러스·HBO Max·아마존 프라임 등 멀티플랫폼으로 공급망을 확장했다. '25년 기준 매출 구성은 판매 75%, 편성 22%, 기타 3%이며, 해외 매출 비중은 63%에 달해 국내 제작사 중 가장 글로벌화된 수익 구조를 갖추고 있다.

콘텐츠리중앙(캡티브/대형)

콘텐츠리중앙은 중앙그룹의 콘텐츠 중간지주회사로, 드라마·영화·예능 제작과 유통을 담당하는 SLL, 극장 사업의 메가박스, 키즈·실내 놀이시설 사업의 플레이타임 등을 보유한 복합 콘텐츠 사업자다. 주요 주주는 중앙피앤아이 38.6%, 중앙일보 2.4%, 흥정도 1.2%이며, 핵심 제작 자회사인 SLL 지분 53.8%를 보유하고 있다.

드라마 외에도 영화·예능·해외 시리즈를 제작하며, 한국 내 다양한 제작 레이블을 통해 장르별 제작 역량을 확보하고 있다. 동시에 미국 wiip, SLL America, SLL Japan 등을 기반으로 해외 제작 및 유통 거점도 구축했다. 대표 레이블로는 클라이맥스스튜디오(D.P.)·(지옥)·하이지움스튜디오(이태원 클라쓰)·BA엔터테인먼트(범죄도시) 시리즈·wiip(《The Summer I Turned Pretty》) 등이 있으며, 기타 대표작으로는 《흑백요리사》 시리즈·(재벌집 막내아들) 등이 있다. 이에 기반한 드라마·영화·OTT 등의 연간 제작 역량은 약 30편수준 ('25년 제작편수 19편)으로, 국내 제작사 중 상위 규모의 제작 역량을 보유하고 있다. 또 JTBC 캡티브 편성을 기반으로 하면서도 넷플릭스·디즈니+·티빙·아마존 프라임 비디오 등 국내외 OTT로 공급 채널을 넓히고 있어 단순 외주 제작사보다 유통 채널과 리튬 구조가 더 다변화되어 있다.

'25년 기준 매출 구성은 SLL 61.6%, Plus M 3.6%, 메가박스 20.9%, 플레이타임 5.5%, 기타 8.3%로, 드라마 제작 외 사업부 비중도 높은 편이다. 특히 Wiip 손익, 메가박스 실적, 영화·공간사업 등의 변동이 연결 실적에 큰 영향을 미쳐 타 제작사와는 실적 흐름이 다르게 나타나는 경향이 있어, 순수 드라마 제작사와 동일 기준으로 직접 비교하기에는 한계가 있다.

SBS (캡티브 / 중형)

지상파 방송사 겸 콘텐츠 사업자로, 자회사 스튜디오S를 통해 드라마를 기획·제작하며 TY홀딩스(태영그룹)가 지분 36.3%를 보유하고 있다.

SBS는 자체 채널(금토·수목) 캡티브 편성을 기반으로, 넷플릭스·디즈니플러스 등 OTT 동시방영을 진행하고 있다. 특히 2024년 12월 넷플릭스와 전략적 파트너십을 체결해 2025년부터 6년간 신작 드라마·예능/교양·구작 라이브러리를 공급하게 됐다. 이를 통해 중장기 제작 재원을 확보하며 경쟁력 있는 콘텐츠를 안정적으로 제작할 수 있는 기반을 마련했다. SBS는 이를 바탕으로 연간 약 22편의 편성 슬롯('25년 제작편수 10편)을 보유하고 있어, 지상파 드라마 시장에서 상위권의 제작·편성 역량을 갖춘 사업자로 평가된다.

스튜디오S는 SBS의 100% 자회사로서 SBS 편성 슬롯을 안정적으로 확보할 수 있다는 점이 핵심 경쟁력이다. 출범 당시 SBS 드라마를 집필해온 강은경(낭만닥터 김사부)·박재범(열혈사제) 등 약 40명의 작가진과 소속 PD진을 확보하며 제작 역량을 축적해왔고, 대표작으로는 <굿파트너>·<펜트하우스>·<모범택시> 등이 있다. 연간 제작 역량은 약 15편 수준('25년 제작편수 12편: 캡티브 10편, 논캡티브 2편)으로 평가된다. 다만 제작사 인수를 통한 레이블 확장 구조는 제한적이어서, 크리에이터 풀 측면에서는 상대적 열위가 존재한다.

'25년 기준 매출 구성은 광고수익 34%, 사업수익(판권·재송신·온라인 등) 66%이다. 다만 TV 광고 수익은 모바일·OTT 중심으로 광고시장이 재편되고 내수 경기 영향까지 겹치면서 구조적 감소세가 이어지고 있어, 사업수익 비중이 점차 확대되는 추세다. 한편 SBS는 드라마 제작 외에도 광고 등 방송사업 전반의 수익이 함께 반영되는 구조를 갖고 있어, 순수 드라마 제작사와 동일 기준으로 직접 비교하기에는 한계가 있다.

에이스토리 (논캡티브 / 중소형)

이상백 대표 등 최대주주가 25.76%를 보유한 중소형 제작사다. Tencent Mobility Limited가 6.25%를 보유한 점이 특징인데, 텐센트는 '19년 에이스토리 지분 6%가량을 경영참가 목적으로 취득했으며, 이는 <시그널>의 텐센트비디오 흥행과 에이스토리의 글로벌 IP 확장성을 반영한 전략적 투자로 해석된다. 대표작으로는 <이상한 변호사 우영우>, <킹덤 시즌1·2>, <시그널> 등이 있으며, 연간 제작 역량은 약 5편 수준('25년 제작편수 1편)이다.

에이스토리는 단순 외주제작사에서 벗어나기 위해 IP 확보, 리메이크권 판매, 부가사업 연계 등을 지속적으로 추진하고 있다. '21년 <지리산>부터 원천 IP 소유를 확대해왔으며, <이상한 변호사 우영우>는 웹툰·굿즈·뮤지컬 등으로 IP를 확장했고 해외 리메이크 계약을 추진중이다. <유괴의 날> 또한 영국 제작사와 리메이크 제작을 진행중인데, 에이스토리가 현지 제작에 참여하고 배급·부가사업 수익까지 공유하는 해외 공동제작 방식이다.

'25년 기준 매출 구성은 콘텐츠 제작 및 유통 82%, 매니지먼트 및 IP부가사업 18%다. IP 사업 확대를 추진하고 있으나 여전히 콘텐츠 비중이 높아, 편성 확보 여부와 개별 프로젝트 성과에 따라 연간 실적 변동성이 크게 좌우되는 구조다.

삼화네트웍스 (논캡티브 / 중소형)

1991년 설립된 국내 최초의 독립 드라마 제작사로, 장기간 축적된 제작 경험과 흥행작 트랙레코드를 바탕으로 안정적인 제작 역량을 구축해왔으며 신상윤 대표 등 최대주주가 지분 17.91%를 보유하고 있다. 대표작으로는 <함부로 애틋하게>·<낭만닥터 김사부> 등이 있으며 주요 계약 작가·PD로는 이병헌(멜로가 체질)·백미경(마인)·김수현(인생은 아름다

위)·유인식(상만닥터 김사부) 등이 있다. 연간 제작 역량은 약 5편 수준('25년 제작편수 2편)이다.

SBS 중심의 납품 구조를 바탕으로 스튜디오S 공동제작에 주로 참여하고 있으며, OTT 직접 판매 레퍼런스는 미미하다. 130편 이상의 제작 이력을 보유하고 있으나, 작품별 권리 구조가 상이해 자체 IP 라이브러리의 범위는 제한적인 것으로 파악된다. '25년 기준 매출의 대부분이 드라마 제작 단일 사업에서 발생하는 순수 제작사로, 편성 확보 여부와 개별 프로젝트 성과에 따라 연간 실적 변동성이 크게 좌우되는 구조다.

팬엔터테인먼트 (논캡티브 / 중소형)

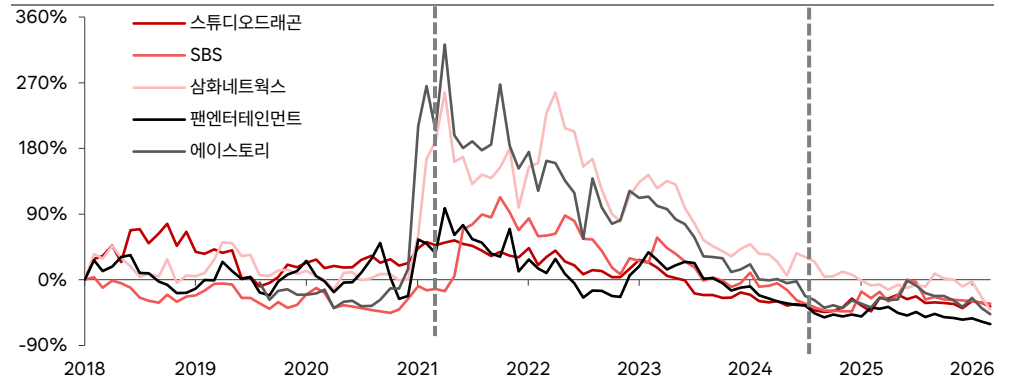
박영석 대표 등 최대주주가 35.9%를 보유한 중소형 제작사다. 대표작으로는 <동백꽃 필 무렵> (꼭씩 속았수다) 등이 있으며, 연간 제작 역량은 약 5편 수준('25년 제작편수 1편)이다.

팬엔터테인먼트는 캡티브 채널 없이도 다양한 방송사와 플랫폼에 작품을 공급해온 편성·판매 이력을 보유하고 있다. 특히 국내 드라마 업황 둔화와 편성 축소 국면에서도 넷플릭스(꼭씩 속았수다), tvN(반짝이는 워터멜론), SBS(국민사형 투표) 등 지상파·케이블·OTT를 아우르는 납품 실적을 이어가고 있다는 점이 강점이다. 이는 경쟁력 있는 작가·감독·배우 확보를 바탕으로 장르와 편성처에 맞는 콘텐츠를 기획·제작할 수 있는 역량을 보유한 결과로, 특정 방송사 의존도가 높은 중소형 제작사 대비 편성 채널이 상대적으로 분산돼 있다는 점에서 차별화된다. 또한 최근에는 드라마뿐 아니라 예능과 영화로도 제작 포트폴리오를 확장해 2025년에는 예능 <신인감독 김연경>과 영화 <커미션>을 선보였으며, <신인감독 김연경>은 2025년 방송콘텐츠대상에서 비드라마 시리즈 부문 최우수상을 수상하는 등 성과를 거뒀다.

'25년 기준 매출 구성은 드라마 64%, 영화(영화 배급 및 콘텐츠 유통, 대표 배급작: '스즈메의 문단속', '괴물', '나루토' 등) 22%, 임대 8%(투자부동산: 상암동 사옥 THE PAN), 음반 및 음원(OST·해외판권 등) 4%다. 드라마 제작이 여전히 실적의 중심이지만, 4Q24 이후 영화를 중심으로 기타 사업부 매출비중이 확대되는 흐름을 보이고 있다.

3 드라마 제작사 주가 추이

드라마 제작사 주가 추이



주: 2018년 1월 2일 기준 주가 증감률

자료: QuantWise, 한국IR협회의 기업리서치센터

(1) 2018~2021: 박스권 → 2021년초 급등

- 지상파 위주였던 유통 채널이 유선 채널(tvN, JTBC)과 OTT로 확장되었고, 팬데믹 시기 OTT 시청시간이 급증하였다. 이에 따라 자본시장 유동성 증가분도 성장주 성격의 콘텐츠 섹터로 유입되었다.
- 〈킹덤〉(2019/1), 〈사랑의 불시착〉(2019/12), 〈스위트홈〉(2020/12) 등이 글로벌 흥행을 거두며 K-드라마 IP의 경쟁력이 입증되었고, 중소형 제작사에 대한 기대감도 상승하였다.
- 글로벌 OTT 경쟁이 심화되면서 넷플릭스, 디즈니플러스 등이 독점 콘텐츠 확보를 위해 막대한 자금을 투입하였고, 이에 따라 플랫폼이 제작비 이상의 수익을 보전해주는 수익구조가 형성되며 리튬율이 상승하였다. 드라마 제작사의 비즈니스 모델도 단순 외주제작에서 자체 보유 IP를 기반으로 한 글로벌 판권계약 중심으로 다변화되었으며, 마진 개선 기대와 함께 밸류에이션도 제조업적 관점에서 소프트웨어·플랫폼 수준으로 리레이팅되었다.

(2) 2021~2024: 급등 이전 수준으로 주가 회귀

- 주연 배우 출연료가 가파르게 상승하며 제작비 부담이 가중되었고, 이에 따라 제작사 수익성도 악화되었다. 여기에 〈오징어 게임〉(2021/9) 이후에는 글로벌 OTT 투자 사이클에 대한 피크아웃 우려도 확대되었다.
- 글로벌 OTT가 수익성 관리에 들어가며 작품 매입가를 낮추거나 제작 편수를 줄였고, 흥행이 보장된 IP에만 선별적으로 투자하는 흐름이 나타났다. 지상파 또한 TV 광고 침체로 드라마 편성을 축소하였다.

(3) 2024~현재: 하락 후 바닥권 횡보

- 최근에는 제작 편수가 점진적으로 회복되고 있으며, 제작사들도 자체 IP를 활용해 제작 마진 외 추가적인 수익 구조를 확보하려는 움직임을 강화하고 있다. 또한 AI 도입을 통한 제작비 절감과 효율성 제고가 추진되고 있으며, 이러한 체질 개선을 바탕으로 실적 턴어라운드에 대한 기대도 형성되고 있다.

기업분석

삼화네트웍스 (046390)

실적 공백기, 현금이 버티고 편성이 기다린다

38

에이스토리 (241840)

편성이 돌아왔다, 이제는 IP가 증명할 차례

58



삼화네트웍스 (046390)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

국내 최초 독립 드라마 제작사

1991년 설립된 중소형 독립 드라마 제작사로, 2025년 기준 매출의 99.6%가 영상콘텐츠 제작에서 발생하는 드라마 제작 중심의 사업 구조를 갖추고 있으며, 〈낭만닥터 김사부〉〈함부로 애틋하게〉〈지금, 헤어지는 중입니다〉 등 누적 130편 이상의 제작 레퍼런스를 보유

투자포인트: 실적 반등 가능성과 하방 지지력

① 업력으로 버틴 하락 국면, 편성 재개 시 즉각적인 실적 반등 여력: 업황 부진에도 연간 2편 제작을 유지하며 편성 트랙레코드와 제작 지속성을 입증. 2026년 하반기 〈나인 투 식스〉 편성이 확정된 가운데, 추가 편성까지 가시화될 경우 연간 BEP(2~3편) 충족과 함께 실적 턴어라운드 가능성이 높아지는 구간

② 재무 안정성이 뒷받침하는 하방 지지력: 현금성자산 150억 원(시가총액 대비 35%), 당좌비율 199%로 기업가치 하방이 단단한 구조. 15억 원 규모의 자사주 취득, 특수관계인 증여 감안 시 현주가 수준에 대한 내부의 저평가 인식도 함께 확인되는 구간

역사적 하단권 PBR, 편성 회복과 IP 확장이 재평가의 핵심

2026F PBR 0.7배로 히스토리컬 밴드상 역사적 하단에 위치해 저평가 매력 존재. 피어 평균(0.96배) 대비로도 약 27% 할인되어 거래되고 있으며, 외주제작 의존 구조와 그에 따른 GPM 변동성이 디스카운트의 핵심 배경

단기적으로는 2026년 추가 편성 가시화를 통한 BEP(2~3편) 충족 및 실적 턴어라운드, 중장기적으로는 IP 직접 보유 비중 확대를 통한 IP 홀더로의 재평가가 밸류에이션 확장의 핵심 변수

Forecast earnings & Valuation

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	823	624	467	373	330
YoY(%)	150.0	-24.2	-25.1	-20.2	-11.4
영업이익(억원)	108	-18	7	-15	-18
OP 마진(%)	13.1	-2.9	1.4	-4.2	-5.6
지배주주순이익(억원)	138	-12	19	-9	-9
EPS(원)	321	-29	43	-20	-21
YoY(%)	116.1	적전	흑전	적전	적지
PER(배)	10.6	N/A	30.1	N/A	N/A
PSR(배)	1.8	1.4	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.4	N/A	27.3	N/A	N/A
PBR(배)	2.5	1.5	1.0	0.9	0.7
ROE(%)	27.2	-2.2	3.3	-1.5	-1.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/27)	988원
52주 최고가	1,661원
52주 최저가	718원
KOSDAQ (3/27)	1,141.51p
자본금	86억원
시가총액	427억원
액면가	200원
발행주식수	43백만주
일평균 거래량 (60일)	28만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	18.3%
주요주주	신상윤 외 4인 38.57%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.3	-29.9	-16.8
상대주가	22.6	-48.7	-48.5

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 회사 개요 및 연혁

국내 최초의 독립 드라마
제작사로써 드라마 제작 및
매니지먼트 사업 영위

삼화네트웍스는 1991년 설립된 드라마 제작 전문기업으로, 방송사·OTT·해외시장향 콘텐츠 기획 및 제작을 주사업으로 영위하고 있다. 국내 최초의 드라마 독립제작사로 출발해 30년 이상의 업력을 보유하고 있으며, 연간 1~5편의 드라마를 제작한다. 2007년 삼화프로덕션과의 합병을 통해 현재의 사업 구조를 확립했고, 같은 해 4월 코스닥 시장에 상장했다. 계열회사를 통해 드라마 IP 기반 콘텐츠 사업과 배우 매니지먼트 사업도 전개하고 있다. 주요 작품으로는 《함부로 애틋하게》, 《지금, 헤어지는 중입니다》, 《낭만닥터 김사부》 등이 있으며, 2025년까지 누적 130편 이상의 작품을 제작했다.

연혁

1980~2015	2016~2021	2022~
1980. 09 삼화비디오프로덕션 설립 2001. 08 삼화비디오프로덕션 사명 변경(삼화프로덕션) 2006. 08 이즈온 경영권 및 지분(약 20%) 인수 2006. 09 홀티브이방송 인수 2006. 10 이즈온 사명 변경(삼화네트웍스) 2007. 04 삼화네트웍스 합병을 통해 코스닥시장 상장 2011. 08 더블유에스엔터테인먼트 인수	2016. 07 iHQ와 <함부로 애틋하게> 제작 2016. 11 스튜디오에스와 <낭만닥터 김사부1> 제작 2018. 10 스튜디오아이콘 설립 2019. 02 <열혈사제> 제작 2019. 08 <멜로가 체질> 제작 2020. 01 스튜디오에스와 <낭만닥터 김사부2> 제작 2021. 11 UAA와 <지금, 헤어지는 중입니다> 제작 2021. 12 제8회 교환사채 발행 (100억원)	2022. 02 스튜디오에스와 <개인의미라이프> 국내방영권등 판매 계약 체결 2023. 04 스튜디오에스와 <낭만닥터 김사부3> 제작 2023. 11 디즈니코리아와 <원디폴랜드> 방영권 라이선스 계약 체결 2023. 12 제8회 교환사채 전량 만기 전취득 2024. 06 SLL종양과 <숫과 밤이 다른 그녀> 제작 2024. 10 본점 이전(서울 강남구 → 서울 마포구) 2025. 10 스튜디오에스와 <우주메리마> 제작 2026. 03 스튜디오에스와 <나인 투 텐스> 제작공급계약 체결

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 주주구성

삼화네트웍스 지배구조도



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2026년 3월 27일 기준 최대주주는 신상윤 대표이사 (17.91%) 이며, 신재은 (13.68%, 신상윤 대표의 남매), 남숙자 (4.97%, 신상윤 대표의 모친), 안제현 공동대표이사 (1.96%, 신재은의 배우자)등을 포함한 최대주주 및 특수관계인 합산 지분율은 38.57%다. 신상윤·안제현 공동대표는 각각 창업주 고(故) 신현택 전 대표의 아들과 사위로, 2011년 4월

신현택 전 대표의 유고 이후 공동대표로 선임됐다. 두 사람은 2005년부터 회사에 몸담으며 창업주로부터 경영 전반을 익혀왔고, 이후 오너가 2세 중심의 공동경영 체제를 구축했다.

주주환원

자사주 취득 중심의 주주환원 기조, 저가주 해소 목적의 주식병합 추진

주주환원은 배당보다 자사주 취득에 무게가 실려 있다. 삼화네트웍스는 최근 5년간 배당이력이 없으며, 향후에도 경영 상황, 재무여건, 투자 필요성 및 현금흐름 등을 종합적으로 고려해 배당정책을 검토할 계획이라고 밝혔다.

자사주 측면에서는, 2026년 3월 27일 기준 자기주식 4,290,310주로, 발행주식수 대비 9.94%를 보유하고 있다. 2026년 3월 5일 현대차증권과 15억 원(2026년 3월 27일 기준 시가총액 대비 3.51%) 규모의 자기주식취득 신탁계약 체결을 공시했다. 계약기간은 2026년 3월 5일부터 2026년 9월 4일까지이며, 목적은 주가안정 및 주주가치 제고다. 다만, 현재 자사주 소각 계획은 없어 적극적 주주환원 단계까지는 나아가지 않은 상태다.

한편, 삼화네트웍스는 2026년 2월 27일 이사회 결의를 통해 액면가 200원에서 500원으로 조정하는 2.5대 1 주식병합을 결정했다. 이에 따라 발행주식수는 4,317만2,933주에서 1,726만9,173주로 감소할 예정이며 병합 과정에서 발생하는 단수주는 신주 상장 초일 증가를 기준으로 현금 지급될 예정이다. 일정 측면에서는 5월 5일 신주 효력이 발생하고, 4월 30일부터 5월 22일까지 매매거래가 정지될 예정이며, 신주 상장예정일은 5월 26일이다.

회사는 병합 목적에 대해 적정 유통주식수 유지를 통한 주가 안정화 및 기업가치 제고라고 밝혔으며, 이번 결정은 최근 금융당국의 관리 강화와 맞물려 국내 증시 전반에서 확산되고 있는 1,000원 미만 저가주 해소를 위한 주식병합 흐름 과도 궤를 같이하는 것으로 보인다. 실제로 삼화네트웍스의 2026년 3월 27일 주가는 988원으로 1,000원을 하회하고 있으며, 금융위원회는 2026년 7월부터 저가주에 대한 관리종목 및 상장폐지 기준을 강화할 예정이다.

다만 주식병합 자체가 기업가치의 실질을 변화시키는 것은 아니다. 병합 후에는 주식 수가 줄어드는 대신 주당 가격과 액면가가 비율만큼 조정될 뿐, 시가총액과 주주가치에는 변동이 없다.

사업부문

국내 드라마 제작 매출 비중이
절대적, 검증된 작가·PD
네트워크와 누적 130편 이상의
제작 레퍼런스 보유

사업부문

2025년 기준 사업부문별 매출 비중은 영상콘텐츠 제작(드라마) 99.6%, 매니지먼트 및 기타 0.4%로 구성되어 있다. 지역별로도 국내 매출 비중이 99.8%에 달해, 사실상 국내 드라마 제작·유통에 매출이 집중된 사업 구조다.

1) 영상콘텐츠 제작

드라마를 기획·제작해 지상파(KBS·MBC·SBS), 종편(JTBC), 방송채널사업자(PP), 국내외 OTT에 공급하는 사업이다. 방영 수익이 주축이며, 판권·협찬광고 수익이 부수적으로 발생한다.

드라마 제작업은 모회사인 삼화네트웍스를 중심으로 종속회사인 스튜디오아이콘이 함께 수행하나, 2025년 기준 스튜디오아이콘은 매출이 없어 실적 기여는 제한적이다. 스튜디오아이콘은 2018년 10월 설립된 100% 자회사로, 2025년 기준 자산총액은 14.0억 원, 당기순손실은 8.0억 원이다. 2021년 <외출>(tvN), 2022년 <멘탈리스트>(HBO Max) 등의 제작에 참여한 바 있다.

2) 매니지먼트

신인 연기자 발굴과 전속계약, 방송·영화·광고·디지털 콘텐츠 등 출연 관련 매니지먼트 활동을 주요 내용으로 하며, 2011년 8월 삼화네트웍스의 종속회사로 편입된 더블유에스엔터테인먼트(지분율 99.93%)를 통해 운영된다. 다만 2025년 기준 매출액은 0.7억 원에 그쳐 연결 실적 기여는 미미하다.

주요 작가 및 PD현황

방송사·OTT 플랫폼이 작품을 검토할 때 기획 초기 단계부터 작가·감독의 흥행 이력을 주요 판단 기준으로 반영하는 만큼, 검증된 크리에이터 네트워크는 제작사의 편성 가시성과 프로젝트 성사 가능성에 영향을 미치는 핵심변수 중 하나로 볼 수 있다.

삼화네트웍스는 강은경 <낭만닥터 김사부>(시즌1 최고 시청률 27.6%), 이병헌 <멜로가 체질>(1%대 시청률에도 마니아층을 확보한 대표작), 김수현 <인생은 아름다워>(20%대 시청률을 기록한 장수 가족극) 등 작가진과 유인식 PD <낭만닥터 김사부>, 송현욱 PD <뷰티 인사이드>(최고 시청률 5.3%) 등 주요 감독 네트워크를 보유하고 있다. 대형사 대비 크리에이터 풀은 제한적이나 중소형 논캡티브 제작사 가운데서는 검증된 작가·PD 네트워크를 꾸준히 확보해온 편으로, 업종 내 절대적 우위는 아니더라도 유의미한 경쟁력을 갖춘 것으로 평가된다.

주요작품

설립 이후 삼화네트웍스가 제작에 참여한 작품은 약 130편 수준으로, 주요 작품으로는 <낭만닥터 김사부>, <함부로 애틋하게>, <지금, 헤어지는 중입니다> 등이 있다. 특히 <낭만닥터 김사부> 시리즈는 시즌1(2016) 최고 시청률 27.6%, 시즌2(2020) 27.1%, 시즌3(2023) 16.8%로 3시즌 연속 흥행에 성공했는데 이는 삼화네트웍스가 단발성 히트작을 넘어 시즌제로 확장 가능한 드라마를 만들 수 있는 제작사임을 입증했다는 점에서 의미가 있다.

삼화네트웍스 주요작품

제작연도	작품명	편수(편)	제작비(억)	편당 제작비(억)	방송사	IP 보유여부	방송기간	작가
2016	아버님 제가 모실게요	50	69	1.4	MBC		2016.11~2017.05	조정선
	낭만닥터 김사부 1	20	68	3.4	SBS	X	2016.11~2017.01	강은경
	함부로 애틋하게	20	미공개	-	KBS	O	2016.07~09	이경희
	옥씨남정기	16	45	2.8	JTBC		2016.03~05	주현
	그래, 그런거야	54	110	2	SBS		2016.02~08	김수현
2017	변혁의 사랑	16	70	4	tvN		2017.10~12	주현
2018	여우각시별	16	40	2.5	SBS		2018.10~11	강은경
	독고리와인드	20	미공개	-	카카오에이지		2018.09	오영석·이세운
2019	우아한가	16	99	6	MBN·드라마엑스		2019.08~10	권민수
	멜로가 체질	16	74	5	JTBC	보유 추정	2019.08~09	이병헌·김영영
	태양의 계절	102	40	0	KBS		2019.06~11	이은주
	열혈사제	20	93	5	SBS		2019.02~04	박재범
2020	불새 2020	120	52	0	SBS		2020.10~2021.04	이유진
	쌍갑포차	12	86	7	JTBC		2020.05~06	하윤아
	낭만닥터 김사부 2	16	133	8	SBS	X	2020.01~02	강은경
2021	지금, 헤어지는 중입니다	16	미공개	-	SBS	O	2021.11~2022.01	제인
2022	금수저	16	미공개	-	MBC		2022.09~11	윤은경·김은희
	멘탈리스트	16	미공개	-	HBO MAX		2022.08 납품완료	성진미
	지금부터, 쇼타임!	16	75	5	MBC		2022.04~06	하윤아
	어게인 마이 라이프	16	56	4	SBS		2022.04~05	유정수·김을
2023	오랫동안 당신을 기다렸습니다	14	146	10	ENA		2023.07~09	권민수
	낭만닥터 김사부 3	16	288	18	SBS	X	2023.04~06	강은경
	두뇌공조	16	64	4	KBS		2023.01~02	박경선
2024	낮과 밤이 다른 그녀	16	159	10	JTBC		2024.06~08	박지하
	원더풀 월드	14	300	21	MBC, 디즈니+		2024.03~04	김지은
2025	키스는 괜히 해σε!	14	170	12	SBS	공동보유 형태 추정	2025.11~12	하윤아
	우주메리미	12	179	15	SBS	공동보유 형태 추정	2025.10~11	이하나

주: 유의미한 흥행작은 강조 표시

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

5 비즈니스 모델

제작비·리쿰율·편수의 조합이

이익을 결정하는 구조,

현재는 세 변수 모두

개선 여력이 제한적

드라마 제작사의 P는 총 제작비와 리쿰율(총 판매 수익 ÷ 총 제작비 × 100, 투입한 제작비 대비 판매를 통해 회수한 수익의 비율)에 의해 결정되고, Q는 연간 방영·납품 편수, C는 드라마 제작비와 고정 판관비 구조로 구성된다. 드라마는 제작비를 먼저 정한 뒤 이를 기준으로 리쿰율이 결정되기 때문에 비용 절감만으로 이익을 개선하기 어려운 구조다.

결국 이익을 높이려면 1) 제작비 규모가 상승하거나, 2) 리쿰율이 높아지거나, 3) 연간 방영·납품 편수(Q)가 높아야 한다. 다만 현재는 세 변수 모두 큰 폭의 개선을 기대하기 어렵다. 글로벌 OTT의 투자 기조가 성장에서 수익성 중심으로 전환되면서 제작비 상단의 추가 확대에는 제약이 커졌고, 이미 높아진 제작비 수준과 효율화 기조를 감안할 때 추가 상승 여력도 제한적이다. 리쿰율 역시 방송사 광고매출 감소로 편성 리쿰이 약 50% 수준에 머물러 방송 편성만으로는 제작비 회수가 충분하지 않은 가운데, 넷플릭스 중심의 OTT 과점 구조로 플랫폼 협상력이 강화되면서 유의미한 상승에는 한계가 존재한다. 방영·납품 편수(Q)의 경우 2025년 이후 완만한 반등이 확인되고 있으나, 방송사 편성 슬롯의 구조적 축소와 OTT의 선별적 발주 기조가 지속되는 한 큰 폭의 확대를 기대하기는 어렵다.

결국 제작비와 리쿠플의 개선 여력은 제한적이고, 편수 역시 완만한 회복에 그칠 가능성이 높다. 따라서 제한된 회복분을 어느 제작사가 먼저 흡수하느냐가 실적 차별화의 핵심이 된다. 특히 연간 방영·납품 편수가 1~5편 수준에 불과한 중소형 논캡티브 제작사의 경우, 절대 편수가 적은 만큼 세 변수의 조합 변화에 따라 연간 실적 변동성이 더 크게 나타날 수 있다.

제작비 상승으로 작품당 BEP 부담이 높아진 가운데, 리쿠플과 IP 보유 여부가 수익성을 좌우하는 구조

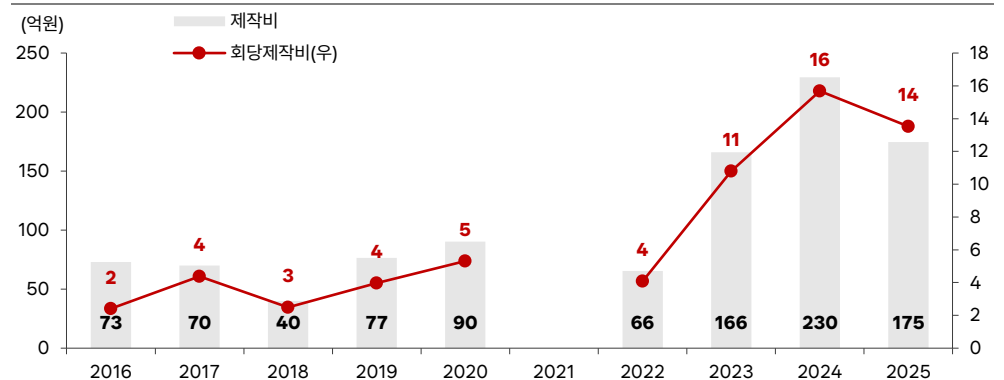
P (Price): 제작비 X 리쿠플

1) 제작비

제작비는 장르, 캐스팅 규모, 편성 형태에 따라 차이가 크다. 삼화네트웍스의 경우 12~16부작 기준 160억~180억 원 내외 수준에서 형성되는 흐름이 확인된다. 세부적으로 2024년 〈낮과 밤이 다른 그녀〉는 159억 원, 2025년 〈키스는 괜히 해서〉는 170억 원, 〈우주메리미〉는 179억 원에 공급계약을 체결했다.

제작비 및 편당 단가도 상승하는 흐름이 확인된다. 2019년 〈열혈사제〉(총 93억 원, 5억 원/편), 2020년 〈남만닥터 김사부2〉(133억 원, 8억 원/편)에서 2025년 〈키스는 괜히 해서〉(170억 원, 12억 원/편), 〈우주메리미〉(179억 원, 15억 원/편)로 상승했다. 이는 드라마 제작사 입장에서 작품당 손익분기점(BEP)을 높이는 요인이며, 리쿠플이 기대에 못 미치거나 계약구조가 불리할 경우 수익성 변동폭이 확대될 수 있음을 의미한다.

삼화네트웍스 주요작품 평균 제작비 추이



주: 2021년 주요작품 <지금, 헤어지는 중입니다>는 제작비 미공개

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 리쿠플과 IP보유 여부

드라마 제작사 수익성에 중요한 변수는 리쿠플과 IP 보유 여부다. 같은 작품이라도 누가 얼마나 제작비를 부담하는지, 방영 이후 발생하는 IP 기반 2차 수익을 제작사가 얼마나 가져갈 수 있는지에 따라 수익성이 크게 달라지기 때문이다.

먼저 리쿠플 측면에서 보면, ① 방송사 외주제작은 국내 편성 70~80%, 협찬 20~30% 수준의 수익 구조를 가지며, 제작사 GPM은 통상 한 자릿수~10% 내외 수준으로 형성된다. ② OTT 오리지널은 OTT가 제작비 전액을 부담하고 제작사는 GPM 10% 내외를 보장받는 구조다. ③ TV-OTT 동시방영(선판매)은 국내 편성 50% 내외, 협찬 10~20%, 글로벌 OTT 판매 최소 40% 이상의 조합으로 제작비를 회수하며, 제작사 GPM은 통상 10~20% 수준으로 추정된다.

다만 실제 리쿠플은 작품별 편차가 커 이를 일률적으로 일반화하기는 어렵다. 독점·비독점 여부, 판매 지역 범위, 크리에이터(작가·감독·배우) 구성 등 계약 조건에 따라 리쿠플이 크게 달라지기 때문이다. 실제로 동일한 글로벌 OTT 동시방영 구조라 하더라도, 크리에이터 경쟁력이 리쿠플에 더 큰 영향을 미치는 경우가 많다. 따라서 상기 수치는 업계의 참고 기준으로 보는 것이 적절하며, 개별 프로젝트의 리쿠플은 계약 조건에 따라 상당 폭 달라질 수 있다.

리쿠플과 함께 중요한 변수는 IP 보유 여부다. 제작사가 IP를 직접 보유하면 초기 편성·판매 수익을 넘어 리메이크, 해외판권, 포맷 수출, 부가사업 등 2차 수익까지 확보할 수 있기 때문이다. 삼화네트웍스도 드라마 IP의 확보 및 소유 범위를 지속적으로 확대하겠다고 밝히고 있으며, 라이선싱, 캐릭터 상품(굿즈), 테마형 공간, IP 게임, 메타버스 연계 콘텐츠, 글로벌 유통 등으로의 확장 가능성을 제시하고 있다. 또한 종속회사 스튜디오아이콘은 드라마 IP 기반 부가사업 확대를 추진 중이며, 실제로 2022년 해외 인기 시리즈 리메이크 작품인 《멘탈리스트》를 제작해 HBO MAX에 납품한 바 있다. 다만 현재는 IP 활용 다변화가 방향성 차원에서 제시되고 있는 단계로, 관련 실적 기여 규모는 아직 미미한 수준으로 판단된다.

실제 작품별로 보면 리쿠플과 IP 보유 여부가 수익성을 얼마나 좌우하는지가 드러난다.

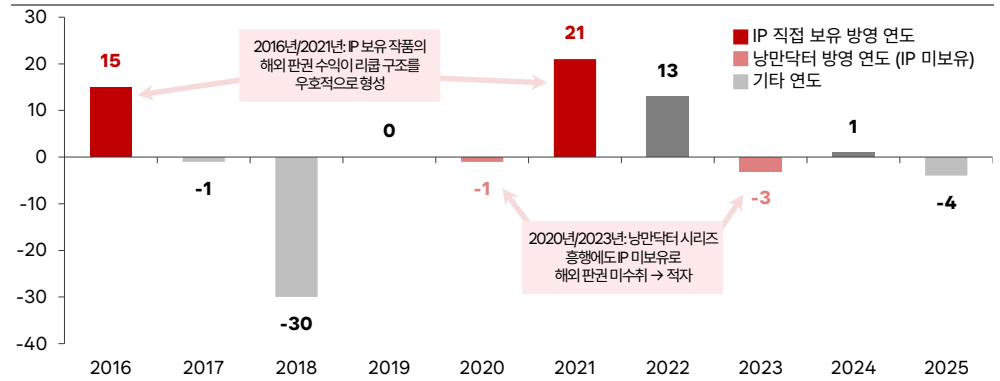
〈함부로 애뜻하게〉는 삼화네트웍스가 IP를 직접 보유한 작품으로, iHQ와 공동제작(7:3)해 2016년 7월부터 9월까지 KBS에서 방영됐고, 중국 Youku에도 동시방영됐다. 당시 중국 판권은 회당 25만달러(약 2.8억 원)에 선판매된 것으로 알려져 있어, 해당 계약만으로도 약 70% 내외의 리쿠플에 기여한 것으로 추정된다. IP를 직접 보유한 덕분에 국내 방영 수익에 중국·글로벌 판권 판매 수익이 더해지며 리쿠플 구조가 우호적으로 형성됐고, 이 영향으로 2016년 영업이익률은 15.3%를 기록했다.

〈지금, 헤어지는 중입니다〉 또한 삼화네트웍스가 IP를 직접 보유한 작품으로 2021년 11월부터 2022년 1월까지 SBS를 통해 방영됐으며, 이와 별도로 일본 방영권(코퍼스 코리아), 해외 OTT 방영권(PCCW Vuclip, 한·중·일 제외), 중국 방영권 라이선스를 각각 판매했다. IP를 직접 보유한 덕분에 국내 방영 수익에 해외 판권 판매 수익이 더해지며 리쿠플 구조가 우호적으로 형성됐고, 이 영향으로 2021년 영업이익률은 20.5%를 기록했다.

반면, 〈낭만닥터 김사부〉 시리즈는 3개 시즌 연속 흥행에 성공하며 제작비는 시즌1 68억 원(편당 3.4억)에서 시즌3 288억 원(편당 18억)으로 4배 이상 상승했으나 삼화네트웍스가 IP를 보유하지 못한 작품이었다. 이에 판권 판매 등 부가수익을 직접 수취하지 못했으며, 제작비 상승을 리쿠플로 상쇄하기 어려워 시즌2가 방영된 2020년의 영업이익률은

△0.7%, 시즌3가 방영된 2023년의 영업이익률은 △2.9%에 그쳤다. 이는 작품의 흥행과 별개로 리콥율, IP 보유 여부 등 계약구조에 따라 수익성이 크게 달라질 수 있음을 보여주는 사례다.

OPM 추이: IP 보유 여부가 수익성을 좌우



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

편수 확보가 손익 방어의
핵심이며, 고정 판관비를 감안한
연간 BEP는 약 2~3편 수준

Q (Quantity): 방영·납품 편수

드라마 제작사는 제작·방송사 방영·OTT 납품 시점에 제작비가 실적으로 인식되기 때문에, 연간 몇 편이 실제로 공급되느냐가 연간 실적 규모에 큰 영향을 준다. 개별 작품의 P(리콥율)는 작품당 수익성을 결정하는 변수지만, 편수가 부족하면 계약 조건이 양호하더라도 연간 고정비를 감당하기 어려워 회사 전체 손익 방어에는 한계가 있다. 이런 점을 감안하면, 삼화네트웍스처럼 편성 슬롯이 일정하지 않고 연간 편수가 통상 1~5편 수준에서 움직이는 중소형 드라마 제작사에게는 Q(방영·납품 편수)확보가 BEP 달성의 전제 조건이 된다.

C (Cost): 비용구조

2025년 기준 총비용 388억 원 중 제작비(70.0%)와 진행비(4.9%) 등 제작 편수에 비례해 발생하는 변동비가 약 75%를 차지한다. 한편 급여(11.0%), 퇴직급여(2.4%), 감가상각비 및 사용권자산상각비(2.4%) 등 편수와 무관하게 발생하는 고정비 성격의 비용은 약 21% 수준으로 변동비가 높은 구조다.

세부적으로 보면, 매출원가의 대부분은 연기자 출연료, 촬영스텝 급여, 작가 원고료 등 작품수에 연동되는 변동비로 구성된다. 이에 따라 GPM은 주로 리콥율에 영향을 받는다.

영업이익단에서는 총이익에서 차감되는 판관비 부담이 중요해진다. 삼화네트웍스의 고정 판관비는 연간 40억 원(별도 30억 원, 자회사 10억 원) 수준으로 추정된다. 드라마 1편의 매출 기여가 180억 원 내외이고 GPM이 대략 10~30% 수준이라는 점을 감안하면, 연간 손익분기점(BEP)은 약 2~3편 수준으로 추산된다.



1 업력으로 버틴 하락 국면, 편성 재개 시 즉각적인 실적 반등 여력

**업황 침체에도 제작 파이프라인을 유지해왔으며, 2026년
《나인 투 식스》 편성을 시작으로
회복 가능성이 높아지는 구간**

드라마 제작사 업황 침체 국면에서도 제작 파이프라인을 유지해온 삼화네트웍스는 2026년 하반기 《나인 투 식스》 편성을 확보하며 회복 국면의 출발선에 섰다.

현재 중소형 드라마 제작사의 펀더멘탈을 판단할 때 가장 중요한 요소 중 하나는 개별 프로젝트의 편성 가시성과 제작 공백 없이 이를 이어갈 수 있는 지속성이다. 이는 특히 현 시점에서 더욱 중요해지고 있는데, 드라마 제작업은 광고 재원의 온라인 이동에 따른 방송사 수익성 저하와 글로벌 OTT의 선별적 투자 기조가 맞물리며 편성 슬롯이 축소되는 흐름이 이어지고 있기 때문이다. 이러한 환경에서는 연간 제작편수가 적은 중소형 제작사일수록 개별 프로젝트의 편성 여부가 실적 공백 리스크로 연결되기 때문에, 실제 편성으로 이어질 수 있는 트랙레코드와 제작 파이프라인 유지 능력이 펀더멘탈의 핵심 변수로 작용한다.

삼화네트웍스는 중소형 제작사 가운데 상대적으로 견조한 펀더멘탈을 보유한 회사로 판단된다. 1991년 설립된 국내 최초의 독립 드라마 제작사 중 하나로, 누적 130편 이상의 제작 이력을 보유하고 있으며, 강은경(낭만닥터 김사부), 이병헌(멜로가 체질) 등 검증된 작가진과 유인식(낭만닥터 김사부), 송현욱(뷰티 인사이드) 등 연출진을 바탕으로 안정적인 크리에이터 풀을 확보하고 있다.

이 같은 역량은 업황 둔화 국면에서도 확인됐다. 최근 2024~2025년 드라마 업황 부진으로 중소형 제작사들의 연간 제작 편수가 1~2편 수준에 머무는 환경에서도, 삼화네트웍스는 2편 제작을 꾸준히 유지했다. 이는 단순히 라인업을 보유한 수준을 넘어, 불황기에도 실제 제작과 편성으로 연결할 수 있는 실행력을 갖추고 있음을 보여준다.

SBS와의 장기 신뢰관계도 주목할 필요가 있다. 삼화네트웍스는 최근 10년간 제작한 드라마 27편 중 11편을 SBS에 공급해왔고, 2025년 방영작 2편과 2026년 확정작 《나인 투 식스》까지 최근 편성도 SBS에 집중되고 있다. 이는 공식적인 계약에 기반한 것은 아니지만, 중소형 논캡티브 제작사가 특정 방송사와 장기간 납품 연속성을 유지해왔다는 점에서 유의미한 편성 트랙레코드로 볼 수 있다.

여기에 SBS의 편성 환경이 점차 우호적으로 바뀌고 있다는 점도 긍정적이다. SBS는 2024년 12월 넷플릭스와 6년 전략적 파트너십을 체결하며 중장기 제작 재원을 확보했고, 이에 따라 드라마 방영편수도 2024년 6편에서 2025년 10편, 2026년 12편 이상으로 확대될 전망이다. 삼화네트웍스처럼 SBS형 납품 역량이 축적된 논캡티브 제작사 입장에서 이러한 변화가 외주 제작 기회 확대에 긍정적으로 작용할 가능성이 있다.

현 시점에서 2026년 편성이 확정된 작품은 《나인 투 식스》 1편이나 내부적으로 약 10편의 기획안을 보유하고 있으며, 캐스팅이 확정될 경우 편성 및 제작으로 빠르게 연결할 수 있는 구조를 갖추고 있다. 실제로도 연초 기준 라인업은 보수적으로 제시됐으나, 이후 연중 추가 편성이 반영되며 연간 2~3편 체제로 확대된 사례가 적지 않았다. 연간 손익분기점(BEP)이 약 2~3편 수준인 점을 감안하면, 향후 3편 이상 방영이 가시화될 경우 유의미한 실적 턴어라운드를 기대할 수 있다.

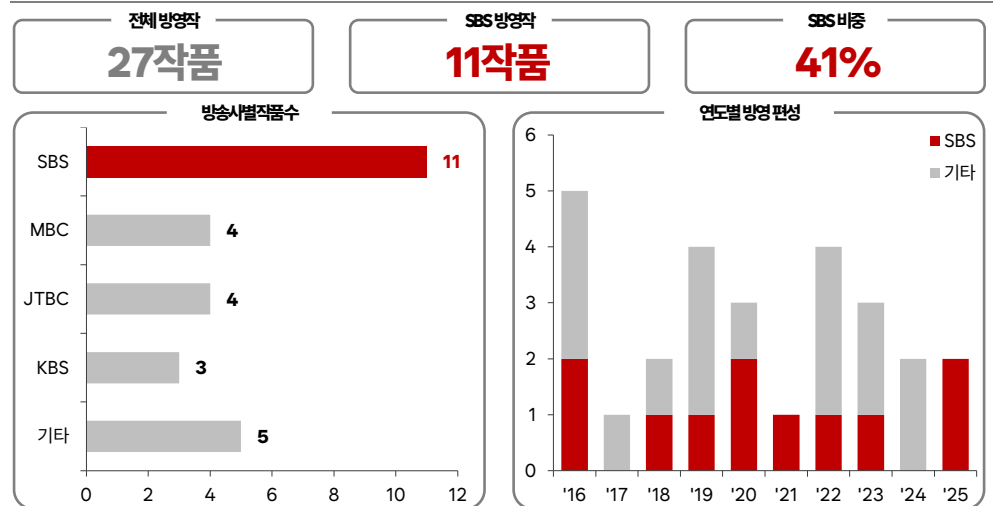
삼화네트웍스 2026년 예상 콘텐츠 제작 라인업

작품명	부작	제작비(추정)	진행상황	방송사/유통	비고
나인 투 식스 (9 to 6)	12	180	2026년 하반기 방영 예정	SBS/NETFLIX	박민영, 육성재 출연 확정
기타 드라마 (복수 프로젝트)	-	미정	기획 완료 / 캐스팅 진행 중	미정	약 10편 내외 내부 기획 보유
쇼폼 드라마	-	미정	제작 준비 중	미정	분기당 2편 수준 목표

주: 2026년 3월 31일 기준

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼화네트웍스 최근 10개년 편성 현황: SBS 중심 납품 구조



※ 기타: tvN-ENA-카카오페이지-HBO MAX-MBN 각 1편 / 일일드라마 포함 작품 기준

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

재무 안정성이 뒷받침하는 하방 지지력

현금성자산·유동성·자사주 매입이
뒷받침하는 기업가치 하방 지지력

2025년 말 기준 삼화네트웍스의 현금성자산은 150억 원으로, 2026년 3월 27일 기준 시가총액 427억 원의 약 35%에 해당한다. 현재 기업가치의 상당 부분이 현금성 자산으로 뒷받침되고 있다는 의미로, 업황 부진이나 편성 지연이 이어지더라도 기업가치의 하방이 상대적으로 제한될 수 있는 구조다.

이 같은 재무 안정성은 유동성 지표에서도 확인된다. 2025년 기준 삼화네트웍스의 당좌비율은 199%로, 중소형 제작사 피어인 팬엔터테인먼트 25%, 에이스토리 51%를 큰 폭으로 상회한다. 드라마 제작업은 작품 편성 시점과 프로젝트 공백 여부에 따라 실적 변동성이 크게 나타나는 산업인 만큼, 이러한 유동성 우위는 단순한 재무 안정성을 넘어 제작 공백기 대응력과 신규 프로젝트 추진 여력을 보여주는 지표로 해석할 수 있다.

재무 여력은 실제 주주환원으로도 이어지고 있다. 삼화네트웍스는 2026년 3월 5일 현대차증권과 15억 원 규모의 자기주식취득 신탁계약을 체결했으며, 취득이 완료될 경우 자사주 비율은 현재 9.94%에서 약 11.8%까지 상승할 것으로 추정된다. 보유 현금성 자산과 낮은 부채 부담을 감안하면, 금번 자사주 취득 이후에도 추가적인 주주환원 여력을 확보하고 있는 것으로 판단된다.

한편, 최근의 특수관계인 간 증여도 함께 살펴볼 필요가 있다. 신재은(신상윤 대표 남매)은 2025년 9월 3일 남숙자(신상윤 대표의 모친)로부터 보통주 40만주(0.93%)를 증여받았고, 증여단가는 주당 1,535원으로 2026년 3월 27일 기준 주가 988원 대비 약 55% 높은 수준이다. 통상 증여는 세부담을 고려해 주가가 낮은 구간에서 이뤄지는 경우가 많다는 점에서, 금번 거래 역시 경영진이 현 주가 수준을 상대적으로 낮게 인식하고 있을 가능성을 시사하는 참고 요소로 볼 수 있다.



실적 추이 및 전망

방영 시점에 실적이 반영되는

방송사 외주제작 중심의

실적 인식 구조

드라마 제작사 실적인식 방식

- ① 방송사 외주제작: 매출(방영권료)과 비용(방영원가) 모두 방영 기간에 걸쳐 안분 인식한다
- ② OTT 오리지널 납품: 매출(납품 대가)-비용(제작비) 모두 납품 완료 시점에 일괄 인식된다.
- ③ TV-OTT 동시방영(선판매): 매출은 크게 방영권료, OTT 동시방영 판권 2가지로 구분되며 방영권료의 경우 방영기간에 걸쳐 인식하고, OTT 판권은 판매 시점에 일시 인식한다. 비용의 경우 방영원가, 판권 상각 2가지로 구분되며 방영원가는 방영 분기에 인식하고, 판권자산(제작비 중 방영권료 초과분)은 6개월간 정액 상각한다.

삼화네트웍스 실적 인식방식

삼화네트웍스는 통상적인 드라마 제작사 실적인식 방식을 따르며, 방송사 외주제작 구조가 대부분으로 드라마가 실제 방영되는 시점에 매출을 인식한다. 즉, 편성이 확정되더라도 방영 전까지는 실적에 반영되지 않으며, 작가 계약금 등 선행 비용은 선급금으로 계상한 뒤 방영 시점에 비용으로 전환된다. 결국 매출과 비용이 모두 방영 시점을 기준으로 반영되는 구조다.

2025년 실적 리뷰

계약 규모 축소와 고정비 부담

확대로 2025년 적자전환, 실적

회복의 핵심은 편수 정상화와

작품당 계약 규모 상승

삼화네트웍스는 2025년 매출 373억 원(-20.2% YoY), 영업손실 15억 원(적자전환), 당기순손실 9억 원(적자전환)을 기록했다. 방영 편수는 전년과 동일했지만 작품별 계약 규모 축소로 인해 고정비 부담이 이어지며 전반적인 수익성이 악화됐다.

매출은 <우주메리미>(SBS, 12회, 공급계약 179억 원)와 <키스는 괜히 해서!>(SBS, 14회, 공급계약 170억 원) 등 총 2편 방영을 중심으로 373억 원을 기록하며 전년 467억 원 대비 94억 원 감소했다. 방영 편수는 전년과 동일했지만, 작품별 계약 규모 축소 영향이 컸다. 실제로 2024년에는 <원더풀 월드>(MBC·디즈니+, 추정 제작비 300억 원)와 <낮과 밤이 다른 그녀>(JTBC, 159억 원)로 합산 계약 규모가 약 460억 원에 달했던 반면, 2025년 두 작품의 합산 공급계약액은 349억 원에 그치며 전년 대비 감소했다.

매출총이익은 24억 원(전년 42억 원)으로 전년 대비 18억 원 감소했는데, 이는 매출이 감소한 가운데 작가 계약비·인건비 등 고정성비가 유지되며 매출원가율이 전년 91.0%에서 93.3%로 2.3%p 상승한 영향이 컸다.

영업이익은 -15억 원(전년 +7억 원)으로 전년 대비 22억 원 감소하며 적자전환했다. 이는 작품별 계약 규모 축소에 따라 매출이 94억 원 감소한 영향이 가장 컸다. 한편 판관비도 40억 원(전년 36억 원)으로 4억 원 증가했다. 지배회사 별도 판관비는 32.6억 원에서 31.8억 원으로 오히려 소폭 감소했으나, 자회사 스튜디오아이콘의 매출이 2024년 8.3억 원에서 2025년 0원으로 축소되면서 고정비 부담이 상대적으로 확대됐다. 결국 향후 실적 회복의 핵심은 계약 규모 상승 및 방영·납품 편수의 정상화에 있는 것으로 판단된다.

한편, **영업외 부문**에서는 금융손익 9억 원이 발생하며 영업손실 부담을 일부 완화했다. 이는 2025년 기준 145억 원 규모의 예금성 금융자산을 보유하고 있는 데 따른 것으로, 삼화네트웍스는 매년 4~6억 원 수준의 이자수익이 경상적으로 유입되는 구조를 갖추고 있다.

2026년 실적 전망

2편 방영 가정에도 외주제작

중심의 낮은 GPM 구조로

2026년 적자 지속 전망

삼화네트웍스의 2026년 실적은 매출액 330억 원(YoY -11.4%), 영업이익 -18억 원(적자 지속)으로 추정된다. 연간 2편 방영체제를 가정하더라도 외주제작 중심의 수익 구조상 고정비 부담을 충분히 흡수하기는 어려울 것으로 보인다.

매출의 경우 방영이 확정된 〈나인 투 식스〉와 추가 1편 방영을 가정한 330억 원으로 추정된다.

〈**나인 투 식스**〉는 박민영·육성재 주연이 확정됐으며, 2026년 하반기 SBS 방영이 예정돼 있다. 계약 구조는 방송사가 IP를 보유하고 제작비를 보전하는 방송사 외주제작 방식으로, 삼화네트웍스는 SBS로부터 방영권료를 수령하는 구조로 매출을 인식한다. 제작비는 약 100억 원 후반수준으로 파악되며, 방영권료가 방영 기간에 걸쳐 순차적으로 인식되는 구조 특성상 매출은 하반기에 집중될 전망이다.

추가 1편은 보수적으로 제작비 100억원 중반 규모의 중형 드라마를 가정했다. 삼화네트웍스는 크리에이터 구성이 완료되는 시점에 속도감 있게 제작으로 연결될 수 있는 프로젝트를 다수 보유한 것으로 파악된다. 과거에도 연초 라인업에 포함되지 않았던 작품이 연중 추가 편성으로 이어진 사례가 적지 않으며, 업황이 구조적으로 악화된 2024~2025년에도 연간 2편 체제를 유지해왔다는 점을 고려시 연 2편 가정은 무리한 수준이 아니라고 판단된다. 다만, 확정은 아닌만큼 방송사향 납품을 전제로 보수적으로 반영했으며, 향후 계약구조에 따라 최종 매출 규모는 달라질 수 있다.

매출총이익은 GPM 6.0%를 적용한 약 20억 원으로 추정된다. 2025년 〈우주메리미〉(키스는 괜히 해서!) 2편은 SBS 외주제작 방식으로 납품됐으며 GPM은 6.5%를 기록했는데, 외주제작 구조에서는 방영권료 리쿠폰이 구조적으로 제한되는데다, TV 광고 시장 침체에 따른 방송사의 제작비 보전 여력 약화로 수익성이 낮은 수준에 머물렀다. 2026년 역시 외주제작 구조가 이어질 가능성이 높아 전년과 유사한 수익성을 기록할 것으로 보인다.

영업이익의 경우 매출총이익 20억 원에서 판관비 38억 원을 차감한 -18억 원으로 추정했다. 판관비의 경우 최근 연간 판관비가 별도 법인 30억, 자회사(스튜디오아이콘) 8억 원 수준에서 형성돼 왔다는 점을 감안해 38억 원으로 가정했다. 결국 2편 체제를 유지하더라도 낮은 GPM 구조하에서는 고정비 소화가 어려울 것으로 보인다.

실적 추가 상향 요인으로는 내부 기획 프로젝트의 연내 추가 편성 착수 여부가 있다. 추가 편성이 현실화될 경우 고정비 분산 효과가 발생하며 적자 폭이 유의미하게 축소될 수 있을 것으로 보인다.

삼화네트웍스 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	187	151	121	8	7	6	4	356	329	823	622	467	373	330
별도	186	150	113	8	6	6	4	356	324	610	615	457	372	330
스튜디오아이콘	0	0	8	0	0	0	0	0	0	209	4	8	0	0
더블유에스엔터	1	1	0	0	1	0	0	0	5	4	3	2	1	0
매출원가	164	135	110	17	13	11	13	312	229	660	604	425	348	310
매출총이익	24	16	11	-8	-6	-4	-10	45	100	163	19	42	24	20
GPM	12.6	10.7	9.1	-104.0	-96.2	-70.7	-258.7	12.5	30.5	19.8	3.0	9.0	6.5	6.1
판매관리비	9	6	8	13	8	8	7	16	33	55	37	36	40	38
영업이익	15	10	3	-21	-14	-13	-17	28	68	108	-18	7	-15	-18
YoY	흑전	흑전	-91.9	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	59.5	적전	흑전	적전	적지
OPM	8.1	6.5	2.6	-262.0	-213.1	-206.6	-451.7	7.9	20.5	13.1	-2.9	1.4	-4.2	-5.5
당기순이익	17	13	5	-16	-13	-12	-16	32	64	138	-12	19	-9	-9
별도	19	15	6	-14	-11	-11	-14	35	74	111	-2	26	-1	-1
스튜디오아이콘	-2	-2	-1	-2	-2	-1	-2	-3	-9	28	-8	-6	-8	-8
더블유에스엔터	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-2	-1	0	0
YoY	흑전	흑전	-88.0	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	115.7	적전	흑전	적전	적지
NPM	8.8	8.3	4.4	-193.1	-192.2	-187.5	-429.9	8.9	19.5	16.8	-2.0	4.0	-2.3	-2.7

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

역사적 하단권 PBR, 편성 회복과 IP 확장이 재평가의 핵심

**PBR 하단 구간에 위치하나,
리레이팅의 핵심은 편수 회복과
IP 기반 수익구조 전환 여부**

드라마 제작산업 밸류에이션 특징

드라마 제작사는 작품별 계약 구조와 판권 회계 처리 방식에 따라 이익 변동성이 크게 나타나는 업종이다. 제작·방영·판매 시점에 따라 매출 인식 시기가 달라지고, 제작비 일부는 판권 자산으로 계상된 뒤 단계적으로 상각되기 때문에 회계상 실적은 실제 펀더멘털보다 수익·비용 인식 시점의 영향을 크게 받는다. 이 때문에 PER의 해석력은 제한적이다. 이론적으로는 EV/EBITDA가 PER보다 상대적으로 적합한 지표에 가깝지만, 현재와 같이 주요 제작사들의 EBITDA 자체가 축소되거나 적자 전환되는 국면에서는 이 역시 실질적인 비교 지표로 활용하기 어렵다. 결국 현 시점에서는 PBR을 기초 비교 지표로 적용하되, 편성 가시성, 라이브러리, IP 확장성, 글로벌 유통 역량 등 비재무 요소를 함께 점검하는 접근이 보다 적절하다.

피어비교: 사업 기반 차이에 따른 디스카운트

2026년 3월 27일 기준 삼화네트웍스의 2026F PBR은 0.7배로, 피어 평균 0.96배 대비 약 27% 할인(SBS·콘텐츠리 중앙 제외)되어 있으며, 팬엔터테인먼트 0.65배(2025년 기준)와 함께 드라마 제작사 피어 내 최하단을 형성하고 있다. 이와 같은 할인의 배경은 사업 기반의 차이에서 기인한다.

먼저, 대형 캡티브 제작사인 스튜디오드래곤과의 격차는 편성 안정성·수익 모델·라이브러리 자산의 구조적 차이에 기인한다. 스튜디오드래곤은 tvN·OCN 등 계열 채널의 편성 우선권을 바탕으로 연간 20편 내외의 안정적 물량을 확보하고, CJ ENM-넷플릭스 공급 계약을 통해 국내 편성과 글로벌 OTT 판매라는 두 경로를 동시에 확보하고 있다. 이러한 TV-OTT 동시방영 구조에서 제작사 GPM은 통상 10~20%에 달하는 반면, 삼화네트웍스가 주로 의존하는 방송사 외주제작 방식의 GPM은 한 자릿수~10% 내외에 그친다. 또한 스튜디오드래곤의 약 280편 구작 라이브러리는 추가 원가 부담 없이 고마진 매출로 전환되는 자산으로 부각되고 있는 반면, 삼화네트웍스는 IP 미보유 작품 비중이 높아 해당 효과가 제한적이다. 이러한 차이로 인해 삼화네트웍스는 스튜디오드래곤(2026F PBR 1.4배) 대비 약 50% 할인되어 거래되고 있다.

한편, 같은 중소형 논캡티브 구조임에도 에이스토리가 더 높은 PBR을 받아온 배경에는, 원천 IP 직접 확보를 통해 수익 변동성을 완화할 수 있는 구조를 선제적으로 구축해왔다는 점이 있다.

삼화네트웍스는 IP 미보유 작품 비중이 높아 수익 구조의 변동성이 크다. 〈함부로 애틋하게〉(2016)·〈지금, 헤어지는 중입니다〉(2021) 방영 연도에는 해외 판권 수익이 더해지며 GPM이 26~30%로 급등했으나, 그 외 구간에서는 방송사 외주제작 방식에 의존하는 비중이 높아 한 자릿수~10% 내외로 급락하는 패턴이 반복된다. 현재 IP 활용 다변화를 중장기 방향으로 제시하고 있으나, 관련 실적 기여는 미미한 상황이다.

반면 에이스토리는 2021년 이후 원천 IP 직접 확보 전략을 본격화하면서 초기 편성·판매 수익 이후에도 반복 수익이 이어지는 구조를 갖춰가고 있다. 〈우영우〉는 네이버 웹툰 글로벌 연재·시즌2 집필·미국 리메이크 개발 등 2차 사업이 진

행 중이고, 〈유괴의 날〉도 일본(TV아사히, 2025년 7월 방영)·영국(SHUK, 리메이크 공동제작 확정) 리메이크 수익이 별도로 발생하는 구조다. 에이스토리에 프리미엄이 부여되는 것은 IP 포트폴리오 축적을 통해 작품 방영 이후에도 반복 수익이 이어지며 수익성 변동성과 하방 리스크가 완화되는 구조에 대한 기대가 반영된 결과로 판단된다. 여기에 텐센트 지분 6.25%에 기반한 중국 유통 확대 가능성도 한한령 완화 국면에서 옵션 가치로 작용할 수 있다. 이러한 차이로 인해 삼화네트웍스는 에이스토리(2026F PBR 1.1배) 대비 약 36% 할인되어 거래되고 있다.

밸류에이션 판단 및 리레이팅 조건

2026년 3월 27일 기준 삼화네트웍스의 PBR 0.7배는 역사적 하단권으로, 150억 원 가량의 풍부한 현금성자산(시가총액 대비 35%)이 밸류에이션 하방을 일정 부분 지지하고 있는 것으로 판단된다. 다만 PBR 반등 여부는 단기 편성 회복과 중장기 수익 구조 전환이 실제로 가시화되는지에 달려 있다.

먼저, 단기 투자 판단의 핵심은 2026년 방영·납품 편수의 가시화 여부다. 연결 기준 판관비 약 38억 원의 고정비 구조를 감안하면, 방영이 확정된 〈나인 투 식스〉 1편만으로는 흑자 전환이 쉽지 않다. 다만 내부 기획 프로젝트의 연내 추가 편성 착수 여부에 따라 편수 확대 가능성은 열려 있으며, 3편 이상 방영·납품이 가시화될 경우 유의미한 이익 턴어라운드와 함께 역사적 하단권의 PBR 역시 반등 가능성이 높아질 수 있다.

한편, 중장기 밸류에이션 확장의 핵심 변수는 수익 구조의 질적 전환 여부다. 현재 삼화네트웍스의 수익 구조는 방송사 외주제작 방식에 의존하고 있어, 초기 편성 수익 이후 추가 리쿵 경로가 제한된다. 드라마 제작사는 단순 납품형 제작을 넘어 리메이크, 포맷 수출, 웹툰·굿즈 등 2차 사업으로 수익을 확장할 수 있을 때 더 높은 멀티플을 적용받을 가능성이 크다. 과거 〈함부로 애틋하게〉(2016)·〈지금, 헤어지는 중입니다〉(2021)에서 IP 보유 효과가 실적으로 직접 확인된 바 있으며, 삼화네트웍스 역시 IP 활용 다변화를 중장기 방향으로 제시하고 있다. 현재 관련 실적 기여는 미미하지만, IP 확보 성과가 가시화되는 시점에 시장은 삼화네트웍스를 단순 외주제작사가 아닌 IP 기반 수익 사업 구조를 갖춘 콘텐츠 자산 사업자로 재평가할 가능성이 높다.

피어비교표

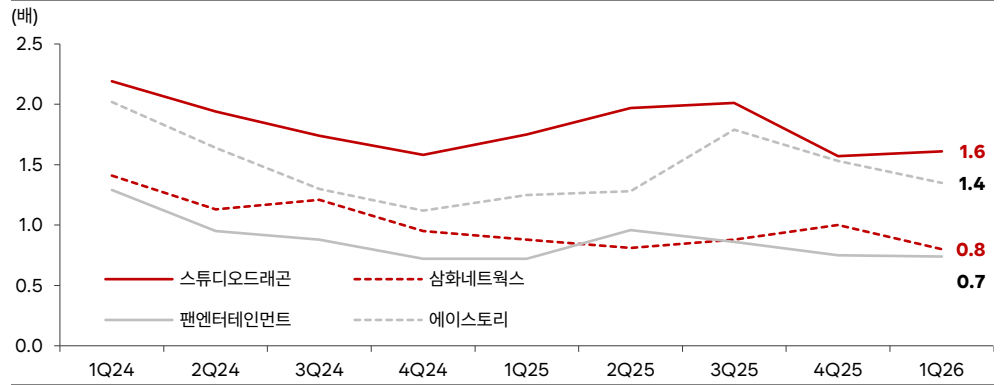
(단위: 억원, %, 배)

		삼화네트웍스	SBS	콘텐츠리중앙	에이스토리	스튜디오드래곤	팬엔터테인먼트
주가(원)		988	16,250	6,040	5,590	37,700	1,618
시가총액 (억원)		427	3,015	1,163	533	11,332	448
자산총계 (억원)	2022	833	14,079	25,881	1,013	10,907	1,164
	2023	835	13,464	24,883	955	10,922	1,109
	2024	681	15,124	27,587	717	9,255	1,216
	2025	681	20,440	24,909	561	10,345	1,187
	2026F	672	15,453	26,985	693	10,545	-
자본총계 (지배, 억원)	2022	579	8,209	1,411	585	6,607	724
	2023	563	8,789	764	624	7,078	806
	2024	585	9,042	1,081	565	7,396	769
	2025	589	12,961	1,454	481	8,003	688
	2026F	580	9,510	214	484	8,194	-
매출액 (억원)	2022	823	11,738	8,521	717	6,979	253
	2023	624	9,968	9,930	569	7,531	1,238
	2024	467	10,467	8,795	148	5,501	347
	2025	373	10,085	10,833	118	5,307	351
	2026F	330	10,208	11,715	380	6,425	-
영업이익(억원)	2022	108	1,856	-716	85	652	9
	2023	-18	583	-680	69	559	44
	2024	7	-192	-474	-35	364	1
	2025	-15	182	88	-73	304	-42
	2026F	-18	454	337	1	559	-
영업이익률(%)	2022	13.1	15.8	-8.4	11.9	9.3	3.7
	2023	-2.9	5.9	-6.8	12.2	7.4	3.5
	2024	1.4	-1.8	-5.4	-23.7	6.6	0.4
	2025	-4.2	1.8	0.8	-61.7	5.7	-12.0
	2026F	-5.5	4.4	2.9	0.3	8.7	-
지배당기순이익(억원)	2022	138	1,525	-402	41	506	-6
	2023	-12	463	-1,191	49	301	75
	2024	19	338	-664	-48	335	-31
	2025	-9	80	-876	-71	103	-77
	2026F	-9	334	-101	3	410	-
EV/EBITDA	2022	19.7	4.4	9,031.6	290	12.7	85.9
	2023	677.7	12.0	41,858.7	196	6.6	20.3
	2024	23.8	-210.2	94.9	-28.0	6.5	37.0
	2025	-	-	-	-10.3	7.6	137.3
	2026F	-	-	-	47.7	-	-
ROE(%)	2022	27.2	20.6	-25.4	7.7	7.5	-0.9
	2023	-2.2	5.5	-109.5	8.1	4.4	9.9
	2024	3.3	3.8	-72.0	-8.1	4.6	-3.9
	2025	-1.5	0.6	-60.3	-14.8	1.3	-11.2
	2026F	-1.5	3.5	267.8	0.6	5.2	-
PER(배)	2022	10.6	4.1	N/A(-13.5)	59.2	51.1	N/A(-230.8)
	2023	N/A(-69.9)	11.5	N/A(-2.5)	26.3	51.5	14.1
	2024	30.1	12.1	N/A(-2.6)	N/A(-15.4)	38.6	N/A(-18.4)
	2025	N/A(-4.9)	37.7	N/A(-1.3)	N/A(-7.5)	109.8	N/A(-5.8)
	2026F	N/A(-47.4)	9.0	N/A(-11.6)	191.3	27.6	-
PBR(배)	2022	2.35	0.7	3.9	4.0	3.9	2.0
	2023	1.4	0.6	3.8	2.0	2.2	1.3
	2024	0.9	0.5	1.6	1.3	1.8	0.7
	2025	0.72	0.23	0.80	1.11	1.42	0.65
	2026F	0.7	0.3	5.4	1.1	1.4	-
PSR(배)	2022	1.8	0.5	0.6	3.4	3.7	5.7
	2023	1.4	0.5	0.3	2.3	2.1	0.9
	2024	1.2	0.4	0.2	5.0	2.4	1.6
	2025	1.1	0.3	0.1	3.2	2.1	1.3
	2026F	1.3	0.3	0.1	1.4	1.8	-
배당수익률(%)	2022	-	2.9	-	-	-	-
	2023	-	1.7	-	-	-	-
	2024	-	-	-	-	-	-

주: 1) 삼화네트웍스, 에이스토리의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 27일 종가 기준

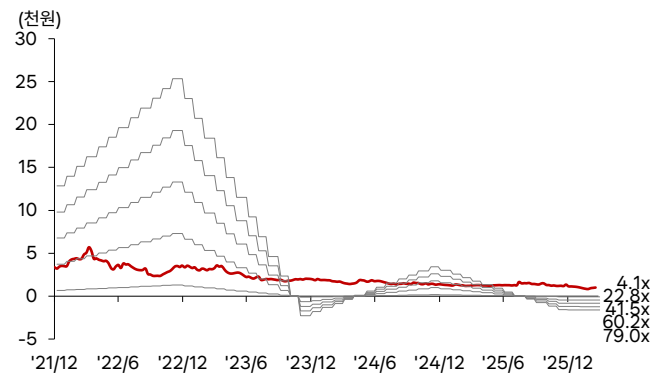
3) SBS의 2026F PBR(0.3배)은 방송 송출 인프라와 본사 부동산 등 대규모 유형자산을 보유한 지상파 방송사 특성과, 전체 매출의 약 34%를 차지하는 지상파 TV 광고 수익의 구조적 감소 영향으로 드라마 제작사 대비 낮은 수준에서 형성, 4) 콘텐츠리중앙의 2026F PBR(5.4배)은 OTT 투자 확대·글로벌 제작 비용 증가에 따른 누적 손실로 자기자본이 2022년 1,411억 원에서 2026년 214억 원으로 급감하며 높게 형성, 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

드라마 제작사 TTMPBR 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

삼화네트웍스 PER 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

삼화네트웍스 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



리스크 요인

❶ 편수 변동성과 OTT 레퍼런스 부족

**편성·판매 외부 의존도가 높아
편수 변동에 따른 실적 민감도가
크고, OTT 채널 확장도
아직 초기 단계**

삼화네트웍스는 비캡티브 중소형 제작사로서 편성과 판매를 외부 플랫폼에 의존하기 때문에, 작품 경쟁력과 별개로 외부 환경 변화에 따라 실적 변동성이 크게 나타날 수 있다. 여기에 연간 제작 편수가 1~5편 수준에 머무는 사업 구조상, 작품 한 편의 방영 지연만 발생해도 연간 실적 전체가 흔들릴 수 있다.

특히 드라마 제작업은 판권비 등 고정비 부담이 존재하고, 제작비 역시 프로젝트 착수 이후에는 조정이 쉽지 않다. 이 때문에 삼화네트웍스 역시 연간 최소 2~3편의 드라마가 방영·납품되어야 흑자 전환이 가능하며, 편수가 이 수준을 밑돌 경우 구조적으로 영업적자가 발생할 가능성이 높다. 그러나 손익의 핵심 변수 중 하나인 제작 편수 확보를 회사가 통제하기 어렵다는 점이 구조적인 한계로 작용한다.

이와 함께 수익 모델이 방송사 편성 중심에서 글로벌 OTT형 판매 중심으로 이동하고 있는 점도 부담 요인이다. 삼화네트웍스는 아직 글로벌 OTT형 납품 레퍼런스가 제한적이고, 방송 편성 외 별도의 판매 채널도 충분히 확보되지 못한 상태다. 이에 따라 실적 회복은 당분간 방송사 편성 확보 여부에 좌우될 가능성이 높다. 다만 고객 확보를 위한 제안과 협의를 지속하고 있어, 중장기적으로는 OTT 채널 확대 가능성은 열려 있다.

포괄손익계산서

(억 원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	823	624	467	373	330
증가율(%)	150.0	-24.2	-25.1	-20.2	-11.4
매출원가	660	605	425	348	310
매출원가율(%)	80.2	97.0	91.0	93.3	93.9
매출총이익	163	19	42	24	20
매출이익률(%)	19.8	3.0	9.0	6.5	6.0
판매관리비	55	37	36	40	38
판매비율(%)	6.7	5.9	7.7	10.7	11.5
EBITDA	115	-8	15	-6	-10
EBITDA 이익률(%)	14.0	-1.3	3.2	-1.6	-2.9
증가율(%)	55.8	적전	흑전	적전	적지
영업이익	108	-18	7	-15	-18
영업이익률(%)	13.1	-2.9	1.4	-4.2	-5.6
증가율(%)	59.5	적전	흑전	적전	적지
영업외손익	9	15	17	9	9
금융수익	27	32	15	9	9
금융비용	15	21	0	0	0
기타영업외손익	-3	4	2	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	117	-4	23	-6	-9
증가율(%)	78.2	적전	흑전	적전	적지
법인세비용	-21	9	5	3	0
계속사업이익	138	-12	19	-9	-9
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	138	-12	19	-9	-9
당기순이익률(%)	16.8	-2.0	4.0	-2.3	-2.7
증가율(%)	116.1	적전	흑전	적전	적지
지배주주지분 순이익	138	-12	19	-9	-9

현금흐름표

(억 원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	80	154	66	-12	-1
당기순이익	138	-12	19	-9	-9
유형자산 상각비	8	10	8	9	9
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-76	140	29	-22	4
기타	9	16	10	10	-5
투자활동으로인한현금흐름	-96	-46	-75	-18	5
투자자산의 감소(증가)	574	753	371	278	0
유형자산의 감소	0	0	0	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-68	-69	-2	0
기타	-644	-731	-377	-295	5
재무활동으로인한현금흐름	-3	-108	-3	-3	-0
차입금의 증가(감소)	1	0	1	0	-0
사채의증가(감소)	0	-102	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-4	-6	-4	-3	0
기타현금흐름	-1	-0	0	-0	6
현금의증가(감소)	-20	1	-11	-32	9
기초현금	70	50	51	40	7
기말현금	50	51	40	7	17

재무상태표

(억 원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	479	409	197	190	190
현금성자산	50	51	40	7	17
단기투자자산	102	82	123	145	140
매출채권	30	5	2	29	26
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	297	271	32	8	7
비유동자산	354	426	484	491	482
유형자산	186	254	321	312	303
무형자산	7	7	8	8	8
투자자산	33	25	31	36	36
기타비유동자산	128	140	124	135	135
자산총계	833	835	681	681	672
유동부채	199	201	18	23	21
단기차입금	3	4	6	6	6
매입채무	37	18	0	2	2
기타유동부채	159	179	12	15	13
비유동부채	55	71	78	69	71
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	55	71	78	69	71
부채총계	254	272	96	92	92
지배주주지분	579	563	585	589	580
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	272	272	278	283	283
자본조정 등	-28	-21	-26	-30	-30
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	249	226	246	251	242
자본총계	579	563	585	589	580

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	10.6	N/A	30.1	N/A	N/A
P/B(배)	2.5	1.5	1.0	0.9	0.7
P/S(배)	1.8	1.4	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.4	N/A	27.3	N/A	N/A
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	321	-29	43	-20	-21
BPS(원)	1,341	1,304	1,354	1,365	1,344
SPS(원)	1,907	1,445	1,082	863	764
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	27.2	-2.2	3.3	-1.5	-1.5
ROA	16.9	-1.5	2.5	-1.3	-1.3
ROIC	25.8	-13.9	1.7	-5.9	-5.5
안정성(%)					
유동비율	240.6	203.6	1,093.8	839.7	915.7
부채비율	43.9	48.3	16.5	15.6	15.8
순차입금비율	-5.3	-22.0	-26.0	-24.6	-25.8
이자보상배율	10.7	-1.9	17.1	-59.4	-89.6
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5
매출채권회전율	17.3	35.2	124.9	23.6	12.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

에이스토리 (241840)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

콘텐츠 제작 전문 기업

2004년 설립된 중소형 독립 드라마 제작사로, <시그널> <킹덤> <이상한 변호사 우영우> 등 누적 약 50편의 작품을 제작해왔으며, 2025년 기준 매출의 81.6%가 콘텐츠 제작·유통에서 발생해 실적은 본업인 드라마 제작 성과와 밀접하게 연동. 한편 2021년 이후에는 원천 IP 직접 확보 전략을 본격화하며, 리메이크·웹툰 등 2차 사업으로 수익 구조를 다변화 추진중

투자포인트: 실적 턴어라운드와 IP홀더로 재평가 가능성

① 2026년 실적 턴어라운드: <크래시 시즌2> <수성궁밀회록> 제작이 확정되며 매출 380억 원 (YoY +222%), 영업이익 1억 원(흑자전환)으로 턴어라운드 전망. 특히 ENA·KT스튜디오지니와의 협력 공식화로 편성 안정성이 강화되고 있다는 점이 핵심이며, <철창살> 등 후속 작품 제작이 가시화될 경우 실적 회복 폭은 더 커질 전망.

② IP 홀더로 재평가 가능성: 2021년 이후 주요 작품의 원천 IP를 직접 확보해 왔으며, <우영우> <유괴의 날> 등을 중심으로 리메이크·웹툰 등 IP 수익화 진행 중. 향후 후속 수익이 본격화될 경우, 단순 외주제작사를 넘어 반복 수익이 가능한 IP 홀더로 재평가될 가능성 존재

역사적 하단권 PBR, 실적 회복과 IP확장이 리레이팅 핵심변수

현재 PBR 1.1배로 동종 중소형 비캡티브 제작사(0.7배) 대비 약 60% 프리미엄이 적용되고 있으며, 검증된 IP 포트폴리오·ENA협력·한한령 기대감이 반영된 결과. 다만, 히스토리컬 밴드상 PBR은 역사적 하단에 위치

단기적으로는 2026년 3편 이상 제작 착수를 통한 실적 턴어라운드 가시화, 중장기적으로는 원천 IP 직접 보유 확대에 따른 리메이크·부가사업 수익 확대가 밸류에이션 확장의 핵심 변수

한편, 텐센트 지분(6.25%) 고려시 한한령 모멘텀은 잠재적 업사이드 요인이지만, 실적보다는 옵션 가치로 접근하는 것이 적절

Forecast earnings & Valuation

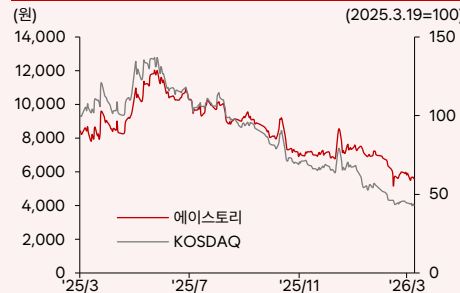
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	717	569	148	118	380
YoY(%)	21.8	-20.7	-74.0	-20.3	222.3
영업이익(억원)	85	69	-35	-73	1
OP 마진(%)	11.9	12.2	-23.7	-61.7	0.3
지배주주순이익(억원)	41	49	-48	-71	3
EPS(원)	428	515	-505	-746	30
YoY(%)	-76.1	20.2	적전	적지	흑전
PER(배)	59.2	26.3	N/A	N/A	191.3
PSR(배)	3.4	2.3	5.0	5.8	1.4
EV/EBITDA(배)	24.4	16.4	N/A	N/A	47.7
PBR(배)	4.1	2.1	1.3	1.4	1.1
ROE(%)	7.7	8.1	-8.1	-13.6	0.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국콘텐츠진흥원, 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/27)	5,590원
52주 최고가	12,030원
52주 최저가	5,150원
KOSDAQ (3/27)	1,141.51p
자본금	48억원
시가총액	533억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	25.7%
주요주주	이에스프로덕션 외 2인 25.76%
	Tencent Mobility Limited 6.25%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.3	-38.5	-35.6
상대주가	-7.3	-55.0	-60.1

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 회사 개요 및 연혁

드라마 제작 및 매니지먼트 사업을
영위하는 중소형 제작사

에이스토리는 2004년 1월 설립된 드라마 제작 전문기업으로, 방송사·OTT·해외시장용 콘텐츠 기획 및 제작을 주사업으로 영위한다. 계열회사(AIMC)통해 IP 활용 부가사업과 배우 매니지먼트 사업도 전개하고 있다. 2019년 7월 코스닥에 상장했으며, 연간 1~5편 내외를 제작하는 중소형 독립 제작사다. 주요 작품으로는 <시그널>, <킹덤> 시즌1·2, <이상한 변호사 우영우> 등이 있으며, 2025년까지 누적 50편 이상의 작품을 제작했다.

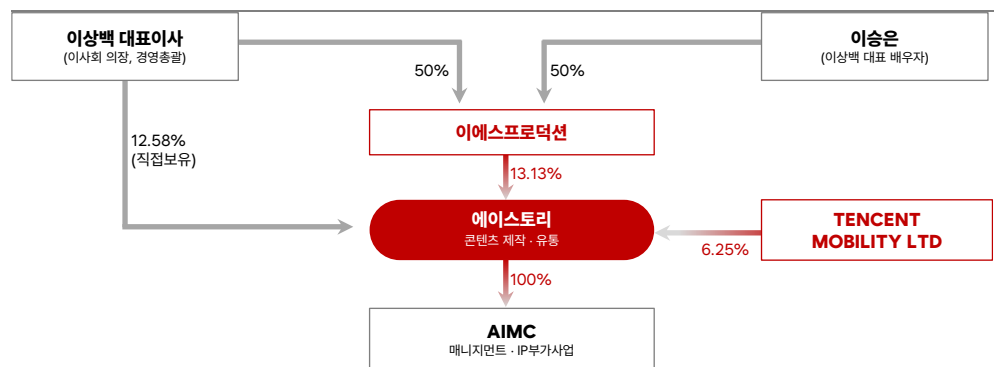
연혁

2004~2020	2021~2022	2023~
2004. 01 에이스토리 설립 2019. 01 NETFLIX 오리지널 '킹덤' 제작 2019. 04 NETFLIX 오리지널 '첫사랑은 처음이라서' 제작 2019. 07 코스닥 상장 2019. 07 NETFLIX 오리지널 '첫사랑은 처음이라서' 시즌2 제작 2019. 11 MBC 미니시리즈 '하차있는 인간들' 제작 2020. 03 NETFLIX 오리지널 '킹덤 시즌2' 제작 2020. 12 KBS 미니시리즈 '바람피면 죽는다' 제작	2021. 04 제1회차 전환사채 발행 (330억원) 2021. 05 쿠팡플레이 'SNL 코리아 S1' 제작 2021. 10 tvN 미니시리즈 '지리산' 제작 2021. 10 이상한 변호사 우영우' NETFLIX와 국내 및 해외 방영권 계약 2021. 12 쿠팡플레이 'SNL 코리아 S2' 제작 2021. 12 '이상한 변호사 우영우' KT 스튜디오 지니와 국내 방영권 계약 2022. 02 '빅마우스' 디즈니플러스와 해외 방영권 계약 2022. 07 '빅마우스' MBC와 국내 방영권 계약 2022. 08 쿠팡플레이 '복학생: 학점은 A지만 사랑은 F입니다' 제작 2022. 12 쿠팡플레이 'SNL 코리아 S3' 제작	2023. 03 '유괴의 날' KT 스튜디오 지니와 국내 방영권 계약 2023. 05 '유괴의 날' 아마존 프라임 비디오와 해외 방영권 계약 2023. 06 '모래에도 꽃이 핀다' NETFLIX와 해외 방영권 계약 2023. 06 '모래에도 꽃이 핀다' KT 스튜디오 지니와 국내 방영권 계약 2023. 07 쿠팡플레이 'SNL 코리아 S4' 제작 2023. 12 '크래시' KT 스튜디오 지니와 국내 방영권 계약 2024. 03 '크래시' 디즈니플러스와 해외 방영권 계약 2025. 06 '아이들이아' KT 스튜디오 지니와 국내 방영권 계약 2025. 11 '아이들이아' NETFLIX와 해외 방영권 계약

자료: 에이스토리, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 주주구성

에이스토리 지배구조



자료: 에이스토리, 한국IR협의회 기업리서치센터

창업자 이상백 대표 중심의
최대주주 체제를 유지하고 있으며,
텐센트가 전략적 주주로 참여

2026년 3월 27일 기준 에이스토리의 최대주주는 이에스프로덕션(13.13%, 이상백 대표 부부가 50:50으로 보유한 법인)이며, 이상백 대표(12.58%)와 이재훈 재무이사(0.05%)를 포함한 최대주주 및 특수관계인 합산 지분율은 25.76%이다. 이상백 대표이사는 뉴욕공과대학교(NYIT) TV프로덕션 석사 출신으로, KMTV(현 Mnet) 음악 PD, NTV 편성기획 국장, ETN 개국 총괄, 엔터원 대표를 거쳤다. 이후 2004년 최완규 작가(<울인>·<아이리스>)와 유철용 감독(<울인>·<히트>)과 함께 에이스토리를 공동 설립했으며 현재는 이상백 대표가 단독으로 경영을 이끌고 있다.

주요 외부 주주로는 Tencent Mobility Limited(6.25%)가 있다. 텐센트는 에이스토리 코스닥 상장 당시인 2019년 7월 제3자배정 유상증자에 참여한 전략적 투자자로, 50억 원을 투입해 보통주 596,140주를 취득했으며(투자 당시 약 781억 원 수준의 기업가치를 반영), 현재까지도 같은 주식 수를 유지하고 있다. 이후 2019년 〈시그널〉의 중국 리메이크가 텐센트비디오를 통해 진행되는 등 양사 간 콘텐츠 협력 관계도 이어졌으며, 향후 한한령 완화가 본격화될 경우 텐센트 계열 주주의 존재는 중국 플랫폼과의 연결고리로 부각될 가능성이 있다.

한편 CJ ENM은 2011년 10억 원을 투자해 에이스토리의 2대 주주가 됐으나, 2025년 2~5월 보유 지분 전량인 9.47%를 매도하며 지분 관계를 정리했다. 에이스토리의 실적 부진 장기화와 CJ ENM 자체 재무구조 개선 필요가 맞물리면서 비핵심 자산 정리 차원에서 매각을 결정한 것으로 보인다. 구체적으로 1차 매도는 2025년 2월 진행됐으며, 장내매도 방식으로 지분 1.12%(106,820주)를 처분해 약 10.3억 원을 매도했다(가중평균 매도단가 약 9644원). 이후 2차 매도는 2025년 4월 11일부터 5월 7일까지 이어졌고, 잔여 지분 8.35%(796,180주) 전량도 장내 분할매도 방식으로 약 73.0억 원을 매도했다(가중평균 매도단가 약 9,171원). 이를 합한 총 매도 금액은 약 83.3억 원으로, 2011년 투자 원금 10억 원 대비 약 8.3배 수준의 투자성과에 해당한다. 다만 에이스토리 입장에서 콘텐츠 업계 핵심 플레이어와의 지분 관계가 완전히 정리됐다는 점에서, 전략적 파트너십 측면에서 다소 아쉬운 변화로 볼 수 있다.

주주환원

주주환원은 배당보다 자사주 취득에 무게가 실려 있다. 에이스토리는 상장 이후 현재까지 배당을 실시한 이력이 없으며, 향후에도 실적 개선과 안정적인 현금흐름, 배당가능이익이 확보될 경우 성장과 재무안정성을 함께 고려해 배당정책을 검토할 계획이다.

2026년 3월 27일 기준 자기주식은 527,926주로, 발행주식수 대비 5.53%를 보유하고 있다. 이 가운데 2024년 9월 23일 체결된 자기주식취득 신탁은(취득기간: 2024.09.23~2025.06.24) 추가 안정을 목적으로 설정됐으며, 해당 신탁을 통한 취득가액 총액은 20.09억 원, 평균 취득단가는 약 7,437원으로 현재주가 5,590원 대비 약 33.0% 높은 수준이다. 현재까지 자사주는 소각하지 않고 보유 중이나, 향후 주주가치 제고 차원에서 자사주 소각 가능성도 열어두고 있는 것으로 파악된다.

사업부문

에이스토리 사업부문

- 콘텐츠 제작/유통(81.6%)
- 매니지먼트/IP부가사업(18.4%)

사업부문

2025년 기준 에이스토리의 사업부문별 매출 비중은 콘텐츠 제작 및 유통 81.6%, 매니지먼트 및 IP부가사업 18.4%로 구성되어 있다. 매니지먼트 및 IP부가사업 부문은 영업이익이 BEP 수준에 머물러 있어, 실적은 대부분 콘텐츠 제작 및 유통 부문과 연동되는 구조다.

1) 콘텐츠 제작 및 유통

콘텐츠 제작 및 유통은 드라마를 기획·제작해 방송사와 OTT, 해외시장에 공급하는 사업으로 제작매출뿐 아니라 PPL·협찬 등 제작지원 수익과 해외판권, VoD, OTT 전송권, OST 등 저작권 관련 매출이 포함되며 단순 외주제작에서 벗어나 원천 IP를 직접 확보하는 방향으로 사업 구조를 고도화하고 있다.

2) 매니지먼트 및 IP부가사업

매니지먼트 및 IP부가사업은 100% 자회사 AIMC가 담당하는 부문이다. AIMC는 2021년 3월 설립됐으며, 전속 아티스트의 광고·방송 출연 등에서 발생하는 매니지먼트 사업과, 보유 IP를 활용한 웹툰·커머스·디지털자산 판매 등 부가사업을 영위하고 있다. 주요 소속 아티스트는 주현영, 김아영 등이 있으며, 2021년 이후 에이스토리가 원천 IP 직접 보유 전략을 강화하면서 AIMC의 역할도 아티스트 매니지먼트에서 IP 수익화 영역까지 확대되고 있다.

<시그널>, <킹덤> 등 글로벌

흥행 시리즈물 포트폴리오를

보유하고 있으며, 흥행작

<우영우> IP 확장 기대

주요작품

설립 이후 에이스토리가 제작에 참여한 작품은 약 50편 수준으로, "**초기 국내 편성 레퍼런스 확보 → 글로벌 OTT 확장 → ENA와의 관계 강화 → 원천 IP 2차 사업화 확대**"로 이어지는 회사의 성장 경로를 확인할 수 있다.

그 출발점으로는 김은희 작가 기반 작품들이 중요하다. <시그널 시즌1>(2016)은 tvN 최고 시청률 15%를 기록하며 에이스토리의 제작 역량을 시장에 각인시킨 작품이다. 더불어 넷플릭스 오리지널 시리즈인 <킹덤 시즌1>(2019), <킹덤 시즌2>(2020)는 공개 직후 다수 국가 넷플릭스 Top 10에 동시 진입하며 글로벌 흥행을 기록했다. 이는 에이스토리가 국내 히트작 제작사를 넘어 글로벌 OTT형 제작 레퍼런스를 확보한 계기였고, 한국 장르 드라마의 해외 흥행 가능성을 보여주며 글로벌 플랫폼향 판매력을 높인 대표 사례로 볼 수 있다.

두 번째 핵심 작품은 <이상한 변호사 우영우>(2022)다. 이 작품은 넷플릭스 글로벌 비영어권 1위, ENA 최고 시청률 17.5%를 기록하며 에이스토리의 대표 흥행작으로 자리 잡았다. 이 작품의 의미는 크게 두 가지다.

첫째, ENA와의 협력 강화다. <우영우>는 에이스토리가 후속 사업화가 가능한 대형 IP를 보유할 수 있음을 입증한 사례였고, ENA 입장에서 채널 인지도와 편성 경쟁력을 끌어올린 대표작이었다. 이를 계기로 양사 간 협력 관계가 한층 공고해지며 에이스토리의 국내 편성이 ENA에 집중됐고, 2025년 9월에는 KT스튜디오지니와 3년간 최소 3편 이상의 드라마를 공동 기획·제작하는 전략적 협력 계약도 체결했다.

둘째, IP의 2차 사업화 확대다. 2022년 7월 우영우 IP를 중심으로 네이버 웹툰 글로벌 연재가 진행되었으며, 시즌2 집필, 미국 리메이크 개발 등 다양한 후속 사업이 진행 중이다. 이는 드라마 제작에 그치지 않고, 보유 IP를 웹툰·리메이크 등으로 확장해 활용 범위를 넓혀가고 있다는 점에서 의미가 있다.

에이스토리 주요작품

No.	작품명	구분	편수(회)	제작비(억)	편당 제작비(억)	방송기간	방송사	작가	비고
1	시그널 시즌 1	금토드라마	16 (70 분)	70(추정)	4	2016.01~2016.03	tvN	김은희	최고 시청률 15%(tvN 당시 최고 수준)
2	아이가 다섯	주말연속극	54 (60 분)			2016.02~2016.08	KBS	정현정, 정하나	
3	판타스틱	금토드라마	16 (70 분)			2016.09~2016.10	JTBC	이성은	
4	추리의 여왕	미니시리즈	16 (70 분)			2017.04~2017.05	KBS	이성민	
5	추리의 여왕 2	미니시리즈	16 (70 분)			2018.02~2018.04	KBS	이성민	
6	우리가 만난 기적	월화드라마	18 (70 분)			2018.04~2018.05	KBS	백미경	
7	백일의 낭군님	월화드라마	16 (70 분)	80(추정)	5	2018.09~2018.10	tvN	노지철	
8	Shall we fall in love?	글로벌 OTT	35 (45 분)			2018.12~2019.02	TENCENT	-	
9	킹덤 시즌 1	글로벌 OTT	6 (55 분)	200(추정)	33	2019.01.25	NETFLIX	김은희	넷플릭스 최초 한국 오리지널, 글로벌 흥행
10	첫사랑은 처음이라서 시즌 1	글로벌 OTT	8 (50 분)			2019.04.18	NETFLIX	김란	
11	첫사랑은 처음이라서 시즌 2	글로벌 OTT	8 (50 분)			2019.07.26	NETFLIX	김란	
12	시그널 (리메이크 중국)	글로벌 OTT	32 (30 분)			2019.10.23	TENCENT	-	
13	하차있는 인간들	미니시리즈	16 (70 분)	93	6	2019.11~2020.01	MBC	안신유	
14	킹덤 시즌 2	글로벌 OTT	6 (55 분)	180(추정)	30	2020.03.13	NETFLIX	김은희	코로나 시기 글로벌 흥행, 시즌 1 이어 호성적
15	바람피면 죽는다	미니시리즈	16 (70 분)	102	6	2020.12~2021.01	KBS	이성민	
16	SNL S1	버라이어티예능	10 (60 분)			2021.10~2021.12	쿠방플레이	-	쿠방플레이 대표 예능 (S1~S4 안정적 수익원)
17	지리산	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	16 (70 분)	300(추정)	19	2021.09.04	tvN/iQIYI	김은희	
18	SNL S2	버라이어티예능	10 (60 분)			2021.12.25	쿠방플레이	-	
19	이상한 변호사 우영우	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	16 (70 분)	200(추정)	13	2022.06.29	NETFLIX/ENA	문자원	넷플릭스 글로벌 1위, 최고 시청률 17.5%
20	빅마우스	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	16 (70 분)	미공개		2022.07.29	Disney+/MBC	하람	
21	복학생: 학점은 A 지만 사랑은 F입니다	예능시트콤	8 (30 분)	미공개		2022.08	쿠방플레이	-	
22	SNL S3	버라이어티예능	10 (60 분)	미공개		2022.11.04	쿠방플레이	-	
23	SNL S4	버라이어티예능	10 (60 분)	미공개		2023.07.15	쿠방플레이	-	
24	유괴의 날	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	12 (60 분)	미공개		2023.09.13	Amazon Prime Video/ENA	김제영	
25	모래에도 꽃이 핀다	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	12 (60 분)	미공개		2023.12.20	NETFLIX/ENA	원유정	
26	크래시	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	12 (60 분)	150(추정)	12	2024.05.13	Disney+/ENA	오수진	
27	아이돌아이	미니시리즈 (글로벌 OTT 외)	12 (60 분)	120(추정)	10	2025.12.20	NETFLIX/ENA	김다린	

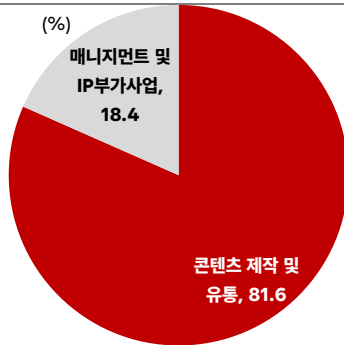
주: 유의미한 흥행작은 강조 표시

자료: 에이스토리, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 매출 비중

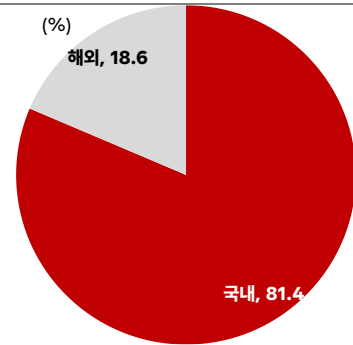
2025년 기준 에이스토리의 지역별 매출 비중은 국내 81%, 해외 19%로 구성되어 있다. 2020년 이전에는 해외 매출 비중이 미미했으나, 2021년 〈지리산〉(tvN/iQIYI)을 시작으로 글로벌 OTT에 해외 방영권을 별도 판매하는 구조가 도입 되면서 해외 매출이 본격적으로 발생했다. 2022~2023년에는 〈이상한 변호사 우영우〉(Netflix), 〈빅마우스〉(Disney+), 〈유괴의 날〉(Amazon Prime Video) 등 주요 신작에서 국내 방영권과 해외 방영권을 각각 별도 계약하는 구조가 정착 되면서, 2023년 해외 비중은 약 35%까지 확대됐다. 다만 2024년 이후에는 편성 공백이 심화되면서 콘텐츠 제작 및 유통에 연동되는 국내외 매출이 모두 급감했고, 이에 따라 해외 비중도 감소하는 모습을 보였다.

에이스토리 사업부문별 매출비중(2025년 기준)



자료: 에이스토리, 한국IR협회의 기업리서치센터

에이스토리 지역별 매출비중(2025년 기준)



자료: 에이스토리, 한국IR협회의 기업리서치센터

5 비즈니스 모델

제작비·리쿠플·편수의 조합이 이익을 결정하는 구조, 현재는 세 변수 모두 개선 여력이 제한적

드라마 제작사의 P는 총 제작비와 리쿠플(총 판매 수익 ÷ 총 제작비 × 100, 투입한 제작비 대비 판매를 통해 회수한 수익의 비율)에 의해 결정되고, Q는 연간 방영·납품 편수, C는 드라마 제작비와 고정 판권비 구조로 구성된다. 드라마는 제작비를 먼저 정한 뒤 이를 기준으로 리쿠플이 결정되기 때문에 비용 절감만으로 이익을 개선하기 어려운 구조다.

결국 이익을 높이려면 1) 제작비 규모가 상승하거나, 2) 리쿠플이 높아지거나, 3) 연간 방영·납품 편수(Q)가 높아야 한다. 다만 현재는 세 변수 모두 큰 폭의 개선을 기대하기 어렵다. 글로벌 OTT의 투자 기조가 성장에서 수익성 중심으로 전환되면서 제작비 상단의 추가 확대에는 제약이 커졌고, 이미 높아진 제작비 수준과 효율화 기조를 감안할 때 추가 상승 여력도 제한적이다. 리쿠플 역시 방송사 광고매출 감소로 편성 리쿠플이 약 50% 수준에 머물러 방송 편성만으로는 제작비 회수가 충분하지 않은 가운데, 넷플릭스 중심의 OTT 과점 구조로 플랫폼 협상력이 강화되면서 유의미한 상승에는 한계가 존재한다. 방영·납품 편수(Q)의 경우 2025년 이후 완만한 반등이 확인되고 있으나, 방송사 편성 슬롯의 구조적 축소와 OTT의 선별적 발주 기조가 지속되는 한 큰 폭의 확대를 기대하기는 어렵다.

결국 제작비와 리쿠플의 개선 여력은 제한적이고, 편수 역시 완만한 회복에 그칠 가능성이 높다. 따라서 제한된 회복분을 어느 제작사가 먼저 흡수하느냐가 실적 차별화의 핵심이 된다. 특히 연간 방영·납품 편수가 1~5편 수준에 불과한 중소형 논캡티브 제작사의 경우, 절대 편수가 적은 만큼 세 변수의 조합 변화에 따라 연간 실적 변동성이 더 크게 나타날 수 있다.

P (Price): 제작비 X 리쿠플

1) 제작비

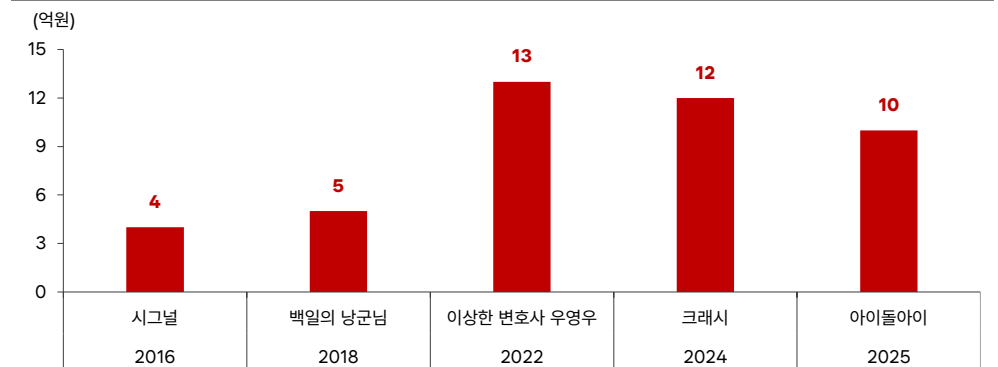
제작비는 장르, 캐스팅 규모, 편성 형태에 따라 차이가 크다. 에이스토리의 주력 드라마는 12부작 기준 총제작비가 대체로 120억~150억 원 수준에서 형성되는 흐름이 나타난다.

개별 작품 기준으로 보면 편당 제작비가 높아지는 모습이다. 2016년 〈시그널〉 4억 원, 2018년 〈백일의 낭군님〉 5억 원 수준이었으나, 2022년 〈이상한 변호사 우영우〉 13억 원, 2024년 〈크래시〉 12억 원, 2025년 〈아이돌아이〉 10억 원 수준으로 올라왔으며, 현대극 기준 회당 13~14억 원 수준에서 형성되는 것으로 파악된다. 이는 작품 손익분기점(BEP)을 높

제작비 상승으로 작품당 BEP 부담이 높아진 가운데, 리쿠플과 IP 보유 여부가 수익성을 좌우하는 구조

이는 요인이며, 리쿠플이 기대에 못 미치거나 계약구조가 불리할 경우 수익성 변동폭이 확대될 수 있음을 의미한다.

에이스토리 회당 제작비



자료: 에이스토리, 한국R협회의 기업리서치센터

2) 리쿠플과 IP보유 여부

드라마 제작사 수익성에 중요한 변수는 리쿠플과 IP 보유 여부다. 같은 작품이라도 누가 얼마나 제작비를 부담하는지, 방영 이후 발생하는 IP 기반 2차 수익을 제작사가 얼마나 가져갈 수 있는지에 따라 수익성이 크게 달라지기 때문이다.

먼저 리쿠플 측면에서 보면, ① 방송사 외주제작은 국내 편성 70~80%, 협찬 20~30% 수준의 수익 구조를 가지며, 제작사 GPM은 통상 한 자릿수~10% 내외 수준으로 형성된다. ② OTT 오리지널은 OTT가 제작비 전액을 부담하고 제작사는 GPM 10% 내외를 보장받는 구조다. ③ TV-OTT 동시방영(선판매)은 국내 편성 50% 내외, 협찬 10~20%, 글로벌 OTT 판매 최소 40% 이상의 조합으로 제작비를 회수하며, 제작사 GPM은 통상 10~20% 수준으로 추정된다.

다만 실제 리쿠플은 작품별 편차가 커 이를 일률적으로 일반화하기는 어렵다. 독점·비독점 여부, 판매 지역 범위, 크리에이터(작가·감독·배우) 구성 등 계약 조건에 따라 리쿠플이 크게 달라지기 때문이다. 실제로 동일한 글로벌 OTT 동시방영 구조라 하더라도, 크리에이터 경쟁력이 리쿠플에 더 큰 영향을 미치는 경우가 많다. 따라서 상기 수치는 업계의 참고 기준으로 보는 것이 적절하며, 개별 프로젝트의 리쿠플은 계약 조건에 따라 상당 폭 달라질 수 있다.

리쿠플과 함께 중요한 변수는 IP 보유 여부다. 제작사가 IP를 직접 보유하면 초기 편성·판매 수익을 넘어 리메이크, 해외판권, 포맷 수출, 부가사업 등 2차 수익까지 확보할 수 있기 때문이다. 에이스토리도 원천 IP를 바탕으로 리메이크 수출과 부가사업 확대를 추진하고 있다. <이상한 변호사 우영우>의 해외 리메이크 계약과 웹툰·굿즈 제작, <유괴의 날>의 영국 리메이크 공동제작 추진, <킹덤> IP 기반 모바일게임 <킹덤: 왕가의 피> 출시가 대표적이다.

실제 작품별로 보면 리쿠플과 IP 보유 여부가 수익성을 얼마나 좌우하는지가 드러난다.

<지리산>(2021)은 에이스토리가 IP를 직접 보유한 작품으로 iQIYI(중국 OTT 플랫폼)가 공동제작 투자자로 참여해 제작비의 상당 부분을 선투자한 것으로 추정되며, tvN 방영권과 전지현·주지훈 캐스팅 기반의 높은 PPL 단가가 더해져 유리한 리쿠플 구조를 형성했다. 이 영향으로 에이스토리의 2021년 영업이익률도 11.5%를 기록하며 높은 수익성을 기

록했다.

<이상한 변호사 우영우>(2022)는 Netflix 글로벌 흥행이 맞물리면서 높은 리콥율을 기록한 것으로 추정되며, IP를 에이스토리가 직접 보유해 이후 미국·일본·이탈리아 리메이크 수익이 별도로 발생하는 구조로 이어졌다. 이 영향으로 2022년 영업이익률도 11.1%로 두 자릿수 수준을 유지했다.

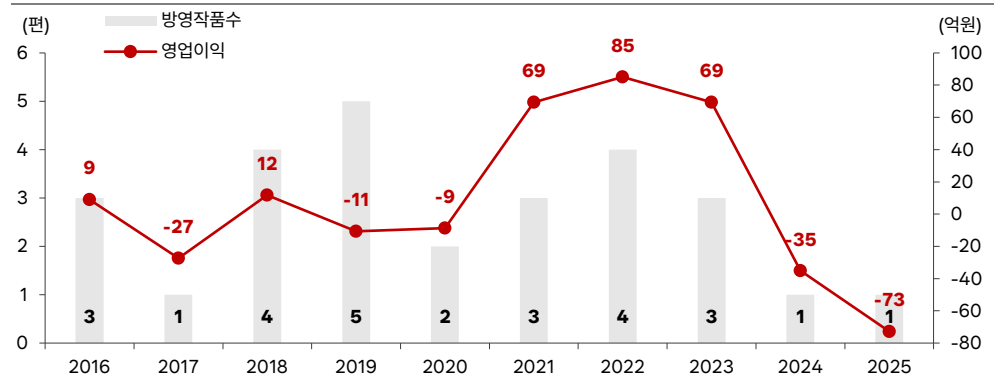
고정비가 높아 연간 제작 편수가 손익을 좌우하는 구조

Q (Quantity): 제작·방영·납품 편수

드라마 제작사는 제작·방송사 방영·OTT 납품 시점에 제작비가 실적으로 인식되기 때문에, 연간 몇 편이 실제로 공급되느냐가 연간 실적 규모에 큰 영향을 준다. 개별 작품의 P(리콥율)는 작품당 수익성을 결정하는 변수지만, 편수가 부족하면 계약 조건이 양호하더라도 연간 고정비를 감당하기 어려워 회사 전체 손익 방어에는 한계가 있다. 이런 점을 감안하면, 에이스토리처럼 편성 슬롯이 일정하지 않고 연간 편수가 통상 1~5편 수준에서 움직이는 중소형 드라마 제작사에게는 Q(제작·방영·납품 편수)확보가 BEP 달성의 전제 조건이 된다.

실제 에이스토리의 과거 추이를 보면 영업이익은 방영·납품 편수와 거의 같은 방향으로 움직이는 모습을 보인다. 2021~2023년에는 연간 총 3~4편이 방영되며 매출 569억~720억 원, 영업이익 69억~80억 원, OPM 11~12%대를 유지했다. 반면 2024~2025년에는 드라마가 각각 1편에 그치면서 매출이 148억 원, 118억 원으로 줄었고, 영업이익도 △35억 원, △73억 원으로 적자 전환했다. 결국 과거 실적만 놓고 봐도 연간 총 3~4편이 확보되면 흑자를 유지했고, 드라마가 1편으로 내려오면 적자로 전환되는 패턴이 뚜렷하다. 이는 연간 편수 확보 여부가 실적 안정성의 핵심 변수임을 시사한다.

에이스토리 연도별 방영작품 수 및 영업이익 추이



자료: 에이스토리, 한국IR협회의 기업리서치센터

고정 판관비를 감안한 연간 BEP는 약 2~3편 수준

C (Cost): 비용구조

2025년 기준 총비용 190억 원 중 연기자출연료(13.8%), 촬영스텝급여(13.0%), 작가원고료(0.8%), 기타 제작 관련 비용(27.8%) 등 제작 편수에 비례해 발생하는 변동비가 약 55%를 차지한다. 한편, 종업원급여(21.0%), 복리후생비(2.6%), 감가상각비(3.8%), 지급임차료(2.4%), 지급수수료(3.9%) 등 작품수 무관하게 발생하는 고정비 성격의 비용은 약 34% 수준이다. 즉, 에이스토리는 연간 고정비 부담이 존재하는 가운데, 개별 작품의 방영·납품 여부에 따라 실적이 결정되는 구조를 갖고 있어 작품수에 따른 손익 변동성이 크게 나타난다.

세부적으로 보면, 매출원가의 대부분은 연기자 출연료, 촬영스텝 급여, 작가 원고료 등 작품수에 연동되는 변동비로 구성된다. 이에 따라 GPM은 주로 리콥율에 영향을 받는다.

영업이익단에서는 총이익에서 차감되는 판관비 부담이 중요해진다. 에이스토리의 고정 판관비는 연간 55~60억 원 수준으로 추정된다. 드라마 1편의 매출 기여가 150~180억 원 내외이고 GPM이 대략 10~30% 수준이라는 점을 감안하면, 연간 손익분기점(BEP)은 약 2~3편 수준으로 추산된다. 즉 연간 최소 2~3편의 드라마가 방영·납품되어야 흑자 전환이 가능하며, 편수가 이 수준을 밑돌 경우 구조적으로 영업적자가 발생할 가능성이 높다.



2026년 실적 턴어라운드

**KT스튜디오지니와의 계약으로
고정 물량을 확보했으며, 연내
드라마 2편 제작 확정을 통해 편성
정상화 및 실적 턴어라운드 기대**

에이스토리의 핵심 투자포인트는 2025년 실적을 저점으로, 2026년 ENA-KT스튜디오지니와의 전략적 협력을 바탕으로 편성 정상화와 실적 턴어라운드가 확인되는 구간에 진입했다는 점이다.

최근 2년간은 편성 지연(업황 부진, 편성 슬롯 제약, 캐스팅 조정 등)으로 인해 제작 일정이 밀린 프로젝트가 누적됐고, 그 결과 콘텐츠 공백이 길어지면서 실적 부진도 심화됐다. 반면 2026년에는 <크래시 시즌2>와 <수성궁밀회록> 2편의 제작이 확정된 상태로, 매출액 380억 원(YoY +222%), 영업이익 1억 원(흑자전환)의 큰 폭의 매출 성장이 예상된다. 다만 이익의 경우 확정된 2편만으로는 규모가 제한적인 상황으로 하반기 촬영을 목표로 준비 중인 <철창살> 등 추가 편수의 제작 착수 여부에 따라 실적 회복 폭이 달라질 전망이다.

2026년 편성 정상화 가능성의 핵심 근거는 ENA-KT스튜디오지니와의 협력 구조다. 에이스토리는 2022년 <이상한 변호사 우영우>(ENA·Netflix)를 기점으로 국내 편성을 사실상 ENA에 집중해 왔고, 이후 <유괴의 날>(ENA·Amazon Prime Video), <모래에도 꽃이 핀다>(ENA·넷플릭스), <크래시>(ENA·디즈니플러스), <아이돌아이>까지 5개 작품이 연속으로 ENA를 통해 방영되며 협업 트랙 레코드를 쌓았다. 이는 KT스튜디오지니(기획·투자) → 에이스토리(제작) → ENA(국내 편성) + 글로벌 OTT(해외 공급)로 이어지는 KT그룹 콘텐츠 밸류체인에 편입된 결과로 보여진다.

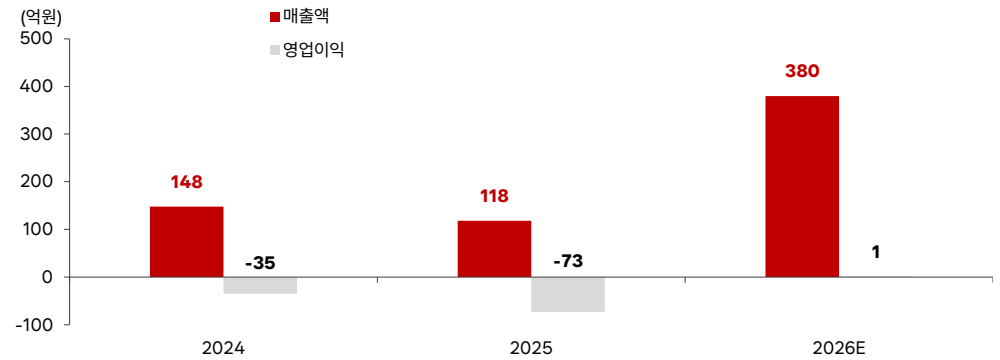
이 관계는 2025년 9월 KT스튜디오지니와의 전략적 협력 계약으로 공식화됐다. 양사는 향후 3년간 최소 3편 이상의 드라마를 공동 기획·제작하기로 했고, ENA 연 1편 이상 편성 협약도 함께 체결했다. 이는 비캡티브 제작사의 핵심 리스크인 편성 공백을 일부 완화하는 장치라는 점에서 의미가 있다. 에이스토리의 경우 연간 최소 2~3편 제작이 안정적인 흑자의 조건인데, ENA 연 1편 편성이 확보되면 나머지 1~2편만 추가 확보하면 흑자 구조가 만들어지는 셈이다. 더불어, 국내 편성이 선확정되면 이를 기반으로 해외 OTT와의 판권 협상도 보다 안정적으로 진행할 수 있어, 편성과 판매 양 측면에서 불확실성이 줄어드는 효과가 기대된다.

에이스토리 2026년 콘텐츠 제작 라인업

작품명	부작	제작비(억, 추정)	진행상황	방송사/유통	작가	주연
크래시 시즌 2	12	150~180	촬영 중/2026년 하반기 방영 예정	ENA/해외 협상 중	오수진	이민기,곽선영
수성궁 밀회록		150~180	2026년 6월 제작 예정	오리지널 가능성 높음	이윤미	
철창살	12		2026년 하반기 촬영 목표/2027년 방영 목표	ENA	김재영	
악이 우글거리는 강가에서	8		제작지연	OTT 오리지널	김승현	
엔버스			대본 작업 지연/2027년 방송 가능성		박재범	

자료: 에이스토리, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이스토리 실적 추이



자료: 에이스토리, 한국IR협회의 기업리서치센터

IP 홀더로의 재평가 가능성

원천 IP 확보와 리메이크·OSMU 확장을 통해 단순 제작사에서 반복 수익이 가능한 IP 홀더로 체질 전환을 추진 중

드라마 제작사는 통상 제작 및 방영기간 또는 납품 시점에 수익이 집중 인식되는 구조에 가까워 IP 활용이나 OSMU를 통한 후속 수익화는 전반적으로 제한적이었다. 에이스토리 역시 이러한 산업 구조에서 자유롭지 않았던 만큼, 단순 제작 중심 구조에서 벗어나기 위해 IP 확보와 수익화 확대를 지속적으로 추진해 왔다.

먼저 2021년 <지리산>을 기점으로 원천 IP 직접 보유 전략을 본격화했고, 이후 <이상한 변호사 우영우>, <빅마우스>, <유괴의 날>, <모래에도 꽃이 핀다>, <크래시>, <아이돌아이> 등 주요 작품의 IP를 순차적으로 확보해 왔다.

확보한 IP를 기반으로 한 수익화도 진행 중이다. <시그널>은 2019년 텐센트 플랫폼을 통해 중국 리메이크판이 방영됐고, <이상한 변호사 우영우>는 2022년 7월 네이버웹툰 정식 연재 이후 미국을 포함한 복수 국가와 리메이크 포맷 수출 및 공동제작이 진행 중이다. <유괴의 날>은 2025년 7월 일본 리메이크판이 TV아사히에서 방영됐으며, 2024년 2월에는 영국 SHUK와 리메이크 공동제작도 확정했다. 특히 영국 리메이크 제작의 경우 단순 판권 판매를 넘어 현지 제작 참여와 배급·부가사업 수익 공유(50:50)가 가능한 구조라는 점에서 의미가 있으며 이르면 2026년 하반기, 늦어도 2027년에는 제작에 착수할 것으로 예상된다.

향후 IP 기반 수익 비중이 유의미하게 확대될 경우, 에이스토리는 단순 외주제작사에서 벗어나 반복 수익이 가능한 IP 홀더로 재평가될 가능성이 있다.



실적 추이 및 전망

에이스토리 실적인식 방식: 진행률 기준

드라마 제작사는 통상적으로 계약 구조에 따라 매출 인식 시점이 달라진다. 방송사 외주제작은 방영기간에 걸쳐 균등 인식하고, OTT 오리지널은 납품 완료 시점에 일괄 인식하며, TV-OTT 동시방영은 방영 초기에 매출이 집중되는 구조다. 즉 대부분의 제작사는 방영 또는 납품 시점을 기준으로 매출을 인식한다.

반면 에이스토리는 제작 계약이 확정된 시점부터 촬영 진행률에 따라 매출을 분배하는 방식을 적용하고 있어, 방영이 나 납품 이전이라도 촬영이 진행되면 실적이 인식되는 구조다.

2025년 실적 리뷰

편성 일정 지연, 일회성 비용 반영되며 적자폭 확대

에이스토리의 2025년 실적은 매출 118억 원(-20.3% YoY), 영업손실 73억 원(적자지속, 전년 △35억 원), 당기순손실은 71억 원(적자지속, 전년 △48억 원)을 기록하며 전년 대비 실적이 악화됐다. 편성 공백 장기화로 연간 제작 편수가 1편에 그친 가운데, 일회성 비용까지 반영되며 적자 폭이 확대된 영향이다.

매출 감소는 주력 사업인 콘텐츠 제작·유통 부문의 부진에 기인한다. 2024년 5월 〈크래시〉 이후 2025년 12월 〈아이돌 아이〉까지 편성 공백이 이어진 가운데, 2025년 반영 예정이던 작품 3편이 지연되며 연간 제작 편수는 1편에 그쳤다. 이에 따라 2025년 수익 인식은 〈아이돌아이〉 제작 매출과 기존 IP의 리메이크·판권 로열티 일부에 제한됐다. 한편 자회사 AIMC가 영위하는 매니지먼트·IP부가사업은 매출 22억 원으로 전체의 18.4%를 차지했으나, 당기순손실 0.4억으로 손익 기여가 제한적이어서 본업 부진을 보완하기에는 역부족이었다.

매출총이익은 5억 원(전년 26억 원)으로 전년 대비 △21억 원 감소했는데, 이는 매출원가에 대손상각비 21억 원이 일회성으로 반영되면서 매출원가율이 전년 82.4%에서 96.0%로 상승한 영향이 컸다. 해당 일회성 항목을 제외할 경우 경상적 매출원가율은 78.3%로, 전년 대비 4.1%p 개선된 수준이다.

영업이익단에서는 매출이 감소한 가운데 판관비가 78억 원(전년 61억 원)으로 전년대비 17억 원 증가하면서 영업손실이 73억 원으로 확대됐다. 이는 판관비 내 기타 항목에 반영된 일회성 증가분 20억 원의 영향이 컸다. 이를 제외한 경상적 판관비는 58억 원으로, 전년 대비 오히려 3억 원 감소한 수준이다.

종합하면 2025년 영업손실 73억 원은 매출원가·판관비에 반영된 약 41억 원 규모의 일회성 항목과, 제작 편수 부족으로 고정비를 충분히 흡수하지 못한 점이 핵심 요인이다. 다만 해당 일회성 항목은 모두 현금 유출을 수반하지 않는 회계적 손실로 2026년 실적에 재차 반영될 가능성은 낮다. 결국 향후 실적 회복의 핵심은 제작 편수의 정상화에 있는 것으로 판단된다.

한편, **영업외손익**은 전환사채 상황에 따른 금융비용 축소로 전년 대비 개선됐다. 2024년 말 70억 원 규모의 전환사채가 2025년 중 전액 상환되면서 금융손익 적자폭은 2024년 △14억 원에서 2025년 △6억 원으로 축소됐다. 이는 전

환사채 관련 이자 및 파생부채 평가손실 부담 해소에 따른 것으로, 향후 재무비용 부담 완화 측면에서 긍정적이다.

2026년 실적 전망

**제작 확정된 드라마로 BEP 달성은
가능할 전망이다, 유의미한 이익
수준 달성을 위해서는 하반기 추가
제작 착수 필요**

에이스토리의 2026년 실적은 매출액 380억 원(YoY +222%), 영업이익 1억 원(흑자전환)으로 소폭 흑자 전환이 예상된다. 제작 편수 증가에 따른 외형 회복은 가능하겠지만, 확정된 2편만으로는 유의미한 이익 레벨업까지 기대하기는 어려울 것으로 보인다.

매출의 경우 <크래시 시즌2>와 <수성궁밀회록> 제작 매출 360억 원에 자회사 AIMC 매출 20억 원을 더한 380억 원으로 추정된다.

<크래시 시즌2>는 현재 촬영이 진행 중이며, 2026년 하반기 ENA 방영이 예정돼 있다. 제작사가 IP를 보유한 채 국내 편성과 글로벌 OTT 판매를 조합해 제작비를 회수하는 TV-OTT 동시방영(선판매) 방식에 해당하며, 국내는 ENA 편성, 해외는 글로벌 OTT 판매를 별도로 협상 중인 구조다. 제작비는 100억 원대 중후반 수준으로 파악된다. 향후 해외 판매 조건은 독점·비독점 여부와 판매 지역 범위에 따라 달라질 수 있어, 최종 매출 규모도 이에 연동될 전망이다.

<수성궁밀회록>은 6월 촬영 개시가 예정돼 있다. 계약 구조는 플랫폼이 제작비를 부담하고 제작사는 마진을 확보하는 OTT 오리지널 방식에 가까울 가능성이 높으며, 제작비는 100억 원대 중후반 수준으로 파악된다. 당사 추정에는 기존과 같은 진행률 기준 매출 인식을 전제로 연내 제작 진행분을 반영했으나, 향후 오리지널 작품은 회계법인 판단에 따라 납품 시점 인식으로 변경될 가능성도 있어 실제 인식 시점에는 변동 여지가 있다

매출총이익은 GPM 16%를 적용한 61억 원으로 추정된다.

<크래시 시즌2>는 IP 보유형 선판매 구조인 만큼 오리지널 대비 상대적으로 높은 수익성을 기대할 수 있으나, 시즌1의 리콥율이 특별히 높지 않았고 시즌2 역시 해외 판매 조건이 아직 확정되지 않은 점을 감안해 보수적으로 반영했다.

<수성궁밀회록>은 오리지널 방식일 가능성이 높아 상대적으로 낮은 GPM이 예상된다. 다만 오리지널의 경우라도 해외 유통 RS등이 반영되는 사례가 적지 않아 수익성이 높아질 가능성은 있다.

영업이익의 매출총이익 61억 원에서 판관비 60억 원을 차감한 약 1억 원 수준으로 추정된다. 판관비는 경상적으로 연간 60억 원 내외 수준에서 형성되는 것으로 파악되며, 2026년에도 별다른 특이요인이 없다는 전제하에 유사한 수준을 반영했다. 따라서 2026년의 경우 흑자 전환 자체는 가능하겠지만 확정된 2편만으로는 의미 있는 이익 레벨업까지 기대하기는 어렵다.

실적 추가 상향 요인으로는 <철창살>의 연내 제작 착수 여부가 있다. 현재 하반기 촬영을 목표로 준비 중이며, 2027년 방영을 계획하고 있다. 제작에 착수할 경우 연 2편에서 3편 체제로 전환되어 고정비 부담이 분산되며, 유의미한 이익 턴어라운드가 가능할 수 있다.

에이스토리 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	116	14	13	5	13	39	37	29	717	569	148	118	380
콘텐츠(별도)	111	4	7	6	3	31	35	28	684	523	128	96	360
매니지먼트	6	10	6	-1	9	8	3	2	33	46	20	22	20
매출원가	78	10	6	28	5	37	35	36	565	432	121.9	113.1	319
매출총이익	38	4	7	-23	8	2	2	-7	152	137	26	4.8	61
GPM	32.8	28.6	53.8	-460.0	61.5	5.1	4.8	-24.5	21.2	24.1	17.6	4.1	16.1
판매관리비	20	13	14	13	14	14	14	36	67	68	61	77.6	60
영업이익	18	-9	-7	-36	-6	-12	-12	-43	85	70	-35	-72.8	1
YoY	-23.6	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	22.7	-18.0	적전	적지	흑전
OPM	15.5	-64.3	-53.8	-720.0	-46.2	-30.8	-32.4	-149.3	11.9	12.2	-23.7	-61.7	0.3
당기순이익	15	-10	-18	-36	-10	-17	-6	-38	41	49	-48	-71	3
콘텐츠(별도)													
매니지먼트	-2	1	0	0	3	-1	-1	-1	9	8	0	0	0
YoY	-24.9	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	-76.0	19.5	적전	적지	흑전
NPM	12.9	-71.4	-138.5	-720.0	-76.9	-43.6	-15.6	-133.9	5.7	8.6	-32.5	-60.2	0.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

역사적 하단권 PBR, 실적 회복과 IP 확장이 리레이팅 핵심변수

드라마 제작산업 밸류에이션 특징

드라마 제작사는 작품별 계약 구조와 판권 회계 처리 방식에 따라 이익 변동성이 크게 나타나는 업종이다. 제작·방영·판매 시점에 따라 매출 인식 시기가 달라지고, 제작비 일부는 판권 자산으로 계상된 뒤 단계적으로 상각되기 때문에 회계상 실적은 실제 펀더멘털보다 수익·비용 인식 시점의 영향을 크게 받는다. 이 때문에 PER의 해석력은 제한적이다. 이론적으로는 EV/EBITDA가 PER보다 상대적으로 적합한 지표에 가깝지만, 현재와 같이 주요 제작사들의 EBITDA 자체가 축소되거나 적자 전환되는 국면에서는 이 역시 실질적인 비교 지표로 활용하기 어렵다. 결국 현 시점에서는 PBR을 기초 비교 지표로 적용하되, 편성 가시성, 라이브러리, IP 확장성, 글로벌 유통 역량 등 비재무 요소를 함께 점검하는 접근이 보다 적절하다.

피어비교

현재 PBR 1.11배로, 리레이팅을 위해서는 구조적인 실적 개선 필요

2026년 3월 27일 기준 에이스토리의 2026F PBR은 1.1배로 동종 중소형 논캡티브 제작사인 삼화네트웍스·팬엔터테인먼트(각 0.7배, 0.65배) 대비 약 60% 프리미엄을 부여받고 있다. 이는 ① 〈우영우〉〈킹덤〉〈시그널〉 등 검증된 IP 포트폴리오, ② ENA·KT스튜디오지니 협력 기반의 편성 정상화 기대, ③ 텐센트(지분 6.25%)의 전략적 지분이 한한령 완화 시 부각될 수 있는 옵션 가치 등이 반영된 결과로 해석된다.

다만 프리미엄의 추가 확대를 위해서는 검증이 필요하다. 드라마 제작업종에서 더 높은 멀티플은 편성 안정성, 판매 채널 다변화, 라이브러리 규모, 글로벌 유통 역량이 실제 사업 기반으로 확인되는 기업에 부여되기 때문이다. 국내 드라마 제작사 1위인 스튜디오드래곤은 약 280편의 프리미엄 IP, 4,271개 에피소드 라이브러리, 317명의 크리에이터 네트워크, 연간 20편대 내외의 제작 역량을 바탕으로 2026F PBR 1.4배 수준의 업종 내 상위 밸류에이션을 적용받고 있다. 반면 에이스토리는 아직 제작 편수와 라이브러리 규모 측면에서 스튜디오드래곤과의 격차가 존재해 현재 적용받고 있는 2026F PBR 1.1배에서 추가적인 멀티플 확장을 위해서는 제작편수 안정화, IP 축적, 수익성 개선 등 사업 기반의 질적 개선이 실제 실적으로 확인될 필요가 있다.

파이어비교표

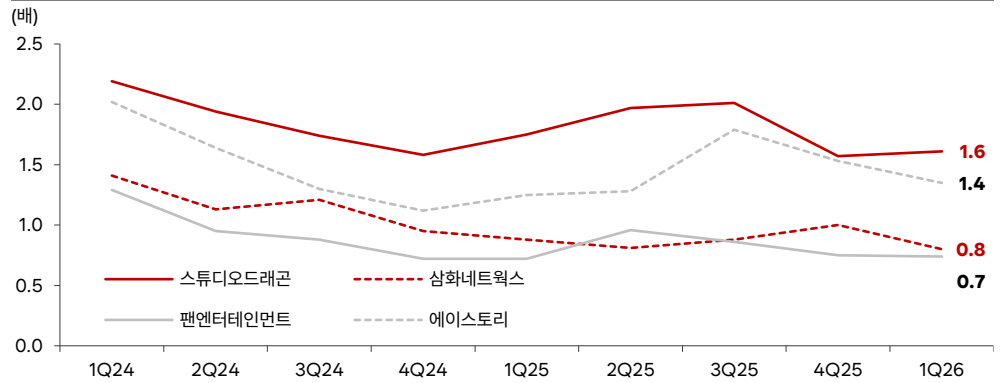
(단위: 억원, %, 배)

		에이스토리	SBS	콘텐츠리중앙	스튜디오드래곤	삼화네트웍스	팬엔터테인먼트
주가(원)		5,590	16,250	6,040	37,700	988	1,618
시가총액 (억원)		533	3,015	1,163	11,332	427	448
자산총계 (억원)	2022	1,013	14,079	25,881	10,907	833	1,164
	2023	955	13,464	24,883	10,922	835	1,109
	2024	717	15,124	27,587	9,255	681	1,216
	2025	561	20,440	24,909	10,345	681	1,187
	2026F	693	15,453	26,985	10,545	672	-
자본총계 (지배, 억원)	2022	585	8,209	1,411	6,607	579	724
	2023	624	8,789	764	7,078	563	806
	2024	565	9,042	1,081	7,396	585	769
	2025	481	12,961	1,454	8,003	589	688
	2026F	484	9,510	214	8,194	580	-
매출액 (억원)	2022	717	11,738	8,521	6,979	823	253
	2023	569	9,968	9,930	7,531	624	1,238
	2024	148	10,467	8,795	5,501	467	347
	2025	118	10,085	10,833	5,307	373	351
	2026F	380	10,208	11,715	6,425	330	-
영업이익(억원)	2022	85	1,856	-716	652	108	9
	2023	69	583	-680	559	-18	44
	2024	-35	-192	-474	364	7	1
	2025	-73	182	88	304	-15	-42
	2026F	1	454	337	559	-18	-
영업이익률(%)	2022	11.9	15.8	-8.4	9.3	13.1	3.7
	2023	12.2	5.9	-6.8	7.4	-2.9	3.5
	2024	-23.7	-1.8	-5.4	6.6	1.4	0.4
	2025	-61.7	1.8	0.8	5.7	-4.2	-12.0
	2026F	0.3	4.4	2.9	8.7	-5.5	-
지배당기순이익(억원)	2022	41	1,525	-402	506	138	-6
	2023	49	463	-1,191	301	-12	75
	2024	-48	338	-664	335	19	-31
	2025	-71	80	-876	103	-9	-77
	2026F	3	334	-101	410	-9	-
EV/EBITDA	2022	29.0	4.4	9,031.6	12.7	19.7	85.9
	2023	19.6	12.0	41,858.7	6.6	67.77	20.3
	2024	-28.0	-210.2	94.9	6.5	23.8	37.0
	2025	-10.3	-	-	7.6	-	137.3
	2026F	47.7	-	-	-	-	-
ROE(%)	2022	7.7	20.6	-25.4	7.5	27.2	-0.9
	2023	8.1	5.5	-109.5	4.4	-2.2	9.9
	2024	-8.1	3.8	-72.0	4.6	3.3	-3.9
	2025	-14.8	0.6	-60.3	1.3	-1.5	-11.2
	2026F	0.6	3.5	267.8	5.2	-1.5	-
PER(배)	2022	59.2	4.1	N/A(-13.5)	51.1	10.6	N/A(-230.8)
	2023	26.3	11.5	N/A(-2.5)	51.5	N/A(-69.9)	14.1
	2024	N/A(-15.4)	12.1	N/A(-2.6)	38.6	30.1	N/A(-18.4)
	2025	N/A(-7.5)	37.7	N/A(-1.3)	109.8	N/A(-4.9)	N/A(-5.8)
	2026F	191.3	9.0	N/A(-11.6)	27.6	N/A(-47.4)	-
PBR(배)	2022	4.0	0.7	3.9	3.9	2.3	2.0
	2023	2.0	0.6	3.8	2.2	1.4	1.3
	2024	1.3	0.5	1.6	1.8	0.9	0.7
	2025	1.11	0.23	0.80	1.42	0.72	0.65
	2026F	1.1	0.3	5.4	1.4	0.7	-
PSR(배)	2022	3.4	0.5	0.6	3.7	1.8	5.7
	2023	2.3	0.5	0.3	2.1	1.4	0.9
	2024	5.0	0.4	0.2	2.4	1.2	1.6
	2025	3.2	0.3	0.1	2.1	1.1	1.3
	2026F	1.4	0.3	0.1	1.8	1.3	-
배당수익률(%)	2022	-	2.9	-	-	-	-
	2023	-	1.7	-	-	-	-
	2024	-	-	-	-	-	-

주: 1) 삼화네트웍스, 에이스토리의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 27일 종가 기준

3) SBS의 2026F PBR(0.3배)은 방송 송출 인프라와 분사 부동산 등 대규모 유형자산을 보유한 지상파 방송사 특성과, 전체 매출의 약 34%를 차지하는 지상파 TV 광고 수익의 구조적 감소 영향으로 드라마 제작사 대비 낮은 수준에서 형성, 4) 콘텐츠리중앙의 2026F PBR(5.4배)은 OTT 투자 확대·글로벌 제작 비용 증가에 따른 누적 손실로 자기자본이 2022년 1,411억 원에서 2026년 214억 원으로 급감하며 높게 형성, 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

드라마 제작사 TTMPBR 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

리레이팅 조건 및 투자 판단

리레이팅의 핵심은 2026년

편수 회복과 IP 기반 수익구조

전환 여부

1) 단기: 3편 이상 제작 가시화

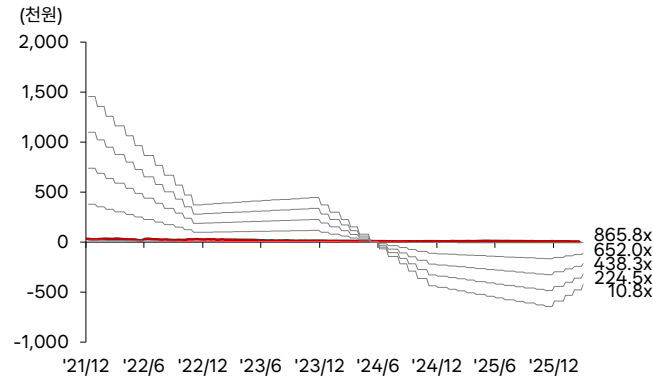
단기 투자 판단의 핵심은 2026년 제작·판매 가시성의 현실화 여부다. <크래시2>는 현재 촬영 중이며 ENA 편성이 확정된 상태로, 가장 가시성이 높은 실적 모멘텀이다. <수성궁밀회록> 역시 6월 촬영 예정으로 확정 2편 기준 흑자 전환이 예상된다. 여기에 <철창살> 등 총 3편의 제작 라인업도 대기하고 있다. 다만 라인업의 존재와 실제 제작 착수 및 매출 인식 간에는 시차가 반복돼 왔다는 점에서, 단기적으로는 <크래시2> <수성궁밀회록>을 포함해 2026년 3편 이상 제작 착수를 통한 이익 턴어라운드 가시화여부가 핵심이며, 이 경우 역사적 하단권에 위치한 PBR의 반등 가능성도 높아질 수 있다.

2) 중장기: IP 활용 확대

원천 IP 직접 보유 전략은 중장기 밸류에이션 확장의 핵심 변수다. 드라마 제작사는 단순 납품형 제작을 넘어 리메이크, 포맷 수출, 웹툰·굿즈 등 2차 사업으로 수익을 확장할 수 있을 때 더 높은 멀티플을 적용받을 가능성이 크다. 에이스토리가 2021년 <지리산>을 기점으로 원천 IP 직접 보유 전략을 본격화해온 배경도 여기에 있다. 향후 <우영우> <유괴의 날>의 해외 리메이크 판권 수익 반영과 IP 부가사업 매출의 본업 기여가 가시화될 경우, 시장은 에이스토리를 단순 외주제작사보다 반복 수익 창출이 가능한 IP 홀더에 가까운 구조로 평가할 가능성이 높다.

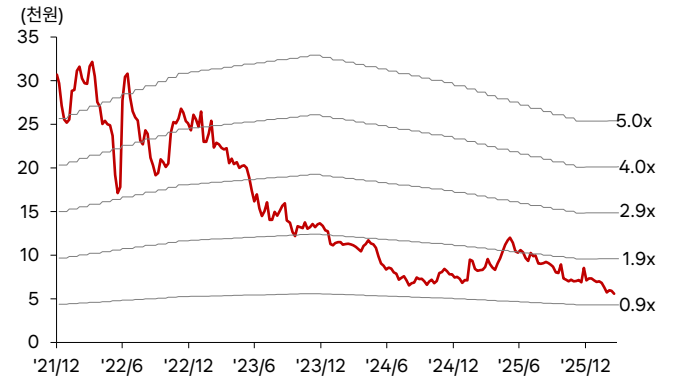
여기에 중국 관련 모멘텀도 잠재적 업사이드로 볼 수 있다. 텐센트가 지분 6.25%를 보유한 전략적 투자자라는 점에서, 한한령 완화 시 중국 플랫폼과의 협력 및 콘텐츠 유통 확대 가능성이 부각될 수 있다. 다만 정책 변수 특성상 가시성이 낮다는 점에서, 이는 실적 추정에 반영하기보다는 옵션 가치로 접근하는 것이 적절하다.

에이스토리 PER 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

에이스토리 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



리스크 요인

1 제작 환경 변화에 따른 실적 변동성

외부 제작 환경 변화에 민감한 실적 변동성

에이스토리는 비캡티브 중소형 제작사로서 편성과 판매를 외부 플랫폼에 의존하기 때문에, 작품의 경쟁력과 별개로 외부 환경에 의해 실적이 크게 좌우된다는 점이 핵심 리스크다.

실제로 2024~2025년에는 광고 재원이 온라인으로 이동하면서 국내 TV 광고 시장이 위축됐고, 이에 따라 방송사의 콘텐츠 투자 여력도 줄어들었다. 동시에 글로벌 OTT도 성장보다 수익성을 중시하는 방향으로 투자 기조를 바꾸면서, 제작비 상한을 두고 선별 발주하는 흐름이 강해졌다. 이 과정에서 편성 슬롯을 확보하지 못한 작품이 누적됐고, 에이스토리 역시 업황 악화, 장르-캐스팅 조정 등 복합적인 사유가 맞물려 2025년 제작 예정이던 작품 3편 이상이 2026년으로 이연된 것으로 파악된다.

문제는 에이스토리가 연간 편수가 1~5편 수준에 머무는 중소형 제작사라는 점이다. 이 경우 작품 한편의 제작 지연만으로도 연간 실적 전체가 흔들릴 수 있다. 특히 드라마 제작업은 판관비 등 고정비 부담이 존재하는 가운데, 제작비 역시 프로젝트 착수 이후에는 조정이 어려워 에이스토리 역시 연간 최소 2~3편의 드라마가 제작되어야 흑자 전환이 가능한 구조다.

결국 핵심은 제작편수가 손익의 가장 중요한 변수임에도, 그 편수 확보 여부를 회사가 독자적으로 통제하기 어렵다는 점이다. 다행히 ENA과의 협약을 통해 연 1편 수준의 제작기반은 확보했으나, 여전히 외부 환경 악화로 제작이 지연될 경우 실적과 수익성이 빠르게 훼손될 수 있는 구조다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	717	569	148	118	380
증가율(%)	21.8	-20.7	-74.0	-20.3	222.3
매출원가	565	432	122	113	319
매출원가율(%)	78.8	75.9	82.4	95.8	83.9
매출총이익	152	137	26	5	61
매출이익률(%)	21.2	24.1	17.6	4.0	16.1
판매관리비	67	68	61	78	60
판매비율(%)	9.3	12.0	41.2	66.1	15.8
EBITDA	91	77	-28	-65	8
EBITDA 이익률(%)	12.7	13.5	-18.8	-55.5	2.2
증가율(%)	23.7	-15.4	적전	적지	흑전
영업이익	85	69	-35	-73	1
영업이익률(%)	11.9	12.2	-23.7	-61.7	0.3
증가율(%)	22.7	-18.3	적전	적지	흑전
영업외손익	-54	-32	-14	-5	2
금융수익	23	53	41	15	15
금융비용	61	86	55	21	14
기타영업외손익	-16	1	0	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	31	38	-49	-78	3
증가율(%)	-81.0	20.0	적전	적지	흑전
법인세비용	-9	-11	-1	-7	-0
계속사업이익	41	49	-48	-71	3
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	49	-48	-71	3
당기순이익률(%)	5.7	8.6	-32.6	-60.3	0.7
증가율(%)	-76.0	20.2	적전	적지	흑전
지배주주지분 순이익	41	49	-48	-71	3

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	286	-61	213	-20	49
당기순이익	41	49	-48	-71	3
유형자산 상각비	6	7	7	7	7
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	5	1	0	4	0
운전자본의감소(증가)	195	-159	207	19	47
기타	39	41	47	21	-8
투자활동으로인한현금흐름	-27	11	-115	66	37
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6	-0	0	-4	0
기타	-21	11	-115	70	37
재무활동으로인한현금흐름	-6	-109	-168	-84	-20
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-105	-153	-70	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-6	-4	-15	-14	-20
기타현금흐름	-1	-0	0	-0	0
현금의증가(감소)	251	-160	-70	-38	66
기초현금	32	284	124	54	17
기말현금	284	124	54	17	83

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	801	598	398	197	337
현금성자산	284	124	54	17	83
단기투자자산	183	96	165	57	94
매출채권	188	32	1	17	50
재고자산	80	133	46	95	50
기타유동자산	66	212	131	12	60
비유동자산	212	358	319	364	356
유형자산	13	11	9	11	4
무형자산	0	0	3	5	5
투자자산	50	91	132	167	167
기타비유동자산	149	256	175	181	180
자산총계	1,013	955	717	561	693
유동부채	349	321	146	76	205
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	84	85	11	2	80
기타유동부채	265	236	135	74	125
비유동부채	79	11	6	4	4
사채	66	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	11	6	4	4
부채총계	428	331	152	80	209
지배주주지분	585	624	565	481	484
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	459	459	259	259	259
자본조정 등	-78	-78	-88	-98	-98
기타포괄이익누계액	0	-9	-11	-16	-16
이익잉여금	156	204	357	287	290
자본총계	585	624	565	481	484

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	59.2	26.3	N/A	N/A	191.3
P/B(배)	4.1	2.1	1.3	1.4	1.1
P/S(배)	3.4	2.3	5.0	5.8	1.4
EV/EBITDA(배)	24.4	16.4	N/A	N/A	47.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	428	515	-505	-746	30
BPS(원)	6,133	6,541	5,919	5,038	5,068
SPS(원)	7,517	5,962	1,550	1,236	3,983
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	7.7	8.1	-8.1	-13.6	0.6
ROA	4.1	5.0	-5.8	-11.1	0.5
ROIC	40.4	36.2	-21.4	-83.5	3.1
안정성(%)					
유동비율	229.6	186.4	271.6	257.3	164.4
부채비율	73.1	53.1	27.0	16.7	43.1
순차입금비율	-35.7	-5.3	-26.7	-13.4	-36.6
이자보상배율	2.6	1.9	-1.4	-28.8	1.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.2	0.2	0.6
매출채권회전율	4.3	5.2	8.9	13.2	11.4
재고자산회전율	4.6	5.3	1.7	1.7	5.3

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
에이스토리(241840)	X	X	X
삼화네트웍스(046390)	X	X	X

발간 History

종목명	발간일	제목
에이스토리	2024.07.24	올해보다 내년이 기대된다
	2026.03.31	편성이 돌아왔다, 이제는 P가 증명할 차례
삼화네트웍스	2023.06.01	영웅이 없는 나라가 불행한 것이 아니라, 영웅을 필요로 하는 나라가 불행한 것이다...
	2026.03.31	실적 공백기, 현금이 버티고 편성이 기다린다

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양 질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 저작권재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/krsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방'으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.