

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

# 삼화네트웍스 (046390)

영웅이 없는 나라가 불행한 것이 아니라,  
영웅을 필요로 하는 나라가 불행한 것이다

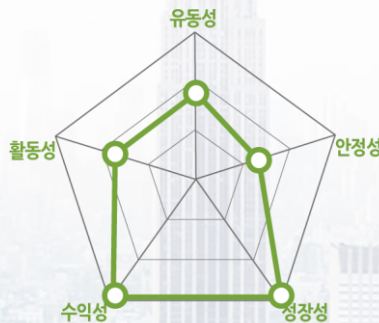
### 체크포인트

- 제목은 Bertolt Brecht의 저서 갈릴레이의 생애에서 갈릴레이와 제자와의 대화 내용을 인용. 동사는 텐트폴 작품 없이도 2023년 절대 매출액 및 영업이익 규모 측면에서 견고한 실적을 유지할 것으로 판단됨
- 투자포인트는 1) 한국 드라마 수요 확대로 삼화네트웍스의 수혜가 전망되고, 2) 2023년 총 5편의 드라마를 제작하고 그 중 3편을 방영하면서 견고한 라인업을 선보일 예정이며, 3) 작가와 연출진 등 핵심 인프라를 기반으로 매년 4~6편 드라마 제작 역량을 보유하는 점
- 2023년 매출액 680억원(-17%YoY), 영업이익 92억원(-14%YoY) 전망. 2023년 예상 PER과 PBR은 각각 13.7배, 1.7배로 부담스럽지 않은 상황
- 잠재적 오버행 요소인 교환사채 100억원은 리스크 요인

### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 삼화네트웍스 (046390)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr  
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ

미디어와엔터테인먼트

## 35년 업력, 120편 이상의 드라마 제작 히스토리

동사는 1) 드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하는 드라마 사업(2022년 매출 비중 99.5%), 이와 더불어 2) 연기자 발굴 및 관리하는 매니지먼트 사업(0.4%) 등을 영위

## 투자포인트 1) 한국 드라마 수요 확대로 삼화네트웍스 수혜 예상

한국 드라마는 다양한 형태의 미디어 플랫폼(글로벌 OTT, 국내 OTT, 지상파, 종편 등)이 확산됨에 따라 제작 수요가 높아질 것으로 판단됨. 이와 같은 산업 수요 증대와 발맞춰 삼화네트웍스는 국내 플랫폼과 파트너십을 강화하는 동시에 글로벌 메이저 플랫폼들과도 파트너십을 확대하는 노력을 기울이는 중. 동사의 드라마 제작 Q와 P가 동시에 상승하면서 안정적인 매출 및 건조한 마진을 확보할 것으로 전망됨

## 투자포인트 2) 2023년 견고한 라인업 예상

삼화네트웍스는 2023년 총 5편의 드라마를 제작하고 그 중 3편을 방영할 예정으로, 2023년 드라마부문 매출액 675억원이 예상됨. 구체적인 라인업은 '두뇌공조(KBS2)', '낭만닥터 김사부 3(SBS)', '오랫동안 당신을 기다렸습니다(ENA)'와 함께 '우아한세계(가제, 미정)'를 비롯한 제작예정 드라마 1편임. 준콘텐츠 드라마이면서 시즌제로 제작되고 있는 '낭만닥터 김사부 3(SBS)'가 올해의 기대작

## 투자포인트 3) 핵심 인프라를 기반으로 매년 4~6편 제작 역량 보유

동사는 드라마 제작의 핵심 경쟁 요소라고 할 수 있는 30명 이상의 핵심 작가진을 비롯해 다수의 검증된 연출진을 확보 중. 이러한 핵심역량을 기반으로 매년 4~6편의 드라마 작품을 제작할 능력 보유

### Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	293	329	823	680	1,010
YoY(%)	-45.9	12.4	150.0	-17.4	48.5
영업이익(억원)	-2	68	108	92	124
OP 마진(%)	-0.7	20.5	13.1	13.5	12.3
지배주주순이익(억원)	-10	64	138	82	106
EPS(원)	-22	148	321	191	244
YoY(%)	적전	흑전	116.1	-40.5	28.1
PER(배)	N/A	20.7	10.6	13.7	10.7
PSR(배)	3.2	4.0	1.8	1.7	1.1
EV/EBIDA(배)	111.4	17.9	12.4	10.1	7.6
PBR(배)	2.9	3.0	2.5	1.7	1.5
ROE(%)	-2.9	16.8	27.2	13.3	14.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (5/30)	2,690원
52주 최고가	4,200원
52주 최저가	2,240원
KOSDAQ (5/30)	851.50p
자본금	86억원
시가총액	1,161억원
액면가	200원
발행주식수	43백만주
일평균 거래량 (60일)	90만주
일평균 거래액 (60일)	29억원
외국인지분율	2.56%
주요주주	신상윤 외 4인 38.57%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.0	-3.1	-36.0
상대주가	-23.8	-16.9	-33.3

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

## ■ 기업 개요

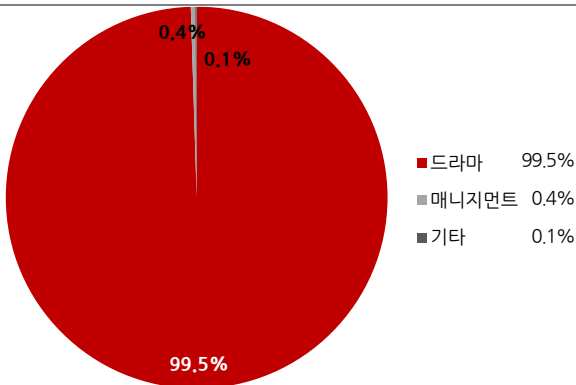
### 1 사업부문 및 연혁

**삼화네트웍스는**

- 1) 드라마 기획 및 제작,
- 2) 매니지먼트 사업을 영위

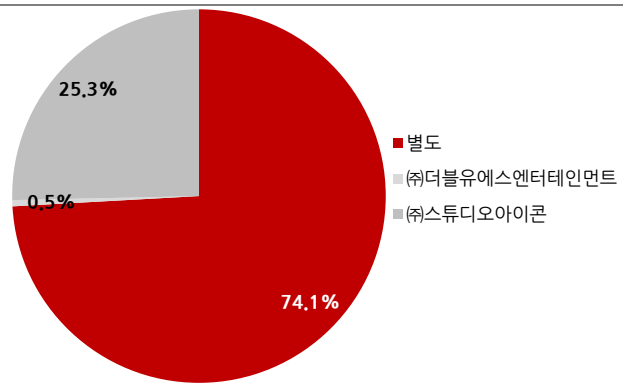
삼화네트웍스의 사업부문은 크게 1) 드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하는 드라마 사업과 2) 연기자 발굴 및 관리하는 매니지먼트 사업으로 구분된다. 동사는 방송드라마를 제작하여 지상파 방송사, 종편채널, 방송채널사업자 및 국내외 OTT 등에 판매하고 있으며, 이러한 저작물을 기반으로 부가사업 등도 수행하고 있다. 매니지먼트 부문에는 음반매출과 연기자매출이 포함되어 있는데 사실상 매출 규모가 크지 않다. 2022년 기준 드라마 사업부문의 매출이 전체 매출액의 99.5%를 차지하고 있다.

사업부문별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 삼화네트웍스, 한국R협회의 기업리서치센터

별도 및 자회사별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 삼화네트웍스, 한국R협회의 기업리서치센터

### 연혁 및 작품리스트

동사는 1980년 9월에 삼화비디오프로덕션으로 설립되어, 2001년 8월 삼화프로덕션(주) 사명을 변경했다. 2006년 (주)홈티브이방송을 인수했으며, 같은 해 (주)삼화네트웍스로 상호를 변경했다. 이듬해 (주)홈티브이방송 합병을 통해 코스닥 시장에 상장되었다.

동사는 35년 이상의 드라마 기획 및 제작 업력을 보유하고 있으며, 현재까지 120편 이상의 드라마를 제작해오고 있다. 드라마 제작의 핵심 경쟁 요소라고 할 수 있는 검증된 지명도 높은 작가와 경쟁력 있는 연출진과의 계약을 통해 드라마 제작 기반을 마련하고 있다.

지난 10년 동안 동사의 주요작품으로는 ‘구가의 서(2013, MBC)’, ‘결혼의 여신(2013, SBS)’, ‘세 번 결혼하는 여자(2013, SBS)’, ‘참 좋은 시절(2014, KBS)’, ‘가족끼리 왜이래(2014, KBS)’, ‘내 마음 반짝반짝(2015, SBS)’, ‘이혼번호 사는 연애중(2015, SBS)’, ‘그래, 그런거야(2016, SBS)’, ‘옥씨남정기(2016, JTBC)’, ‘함부로 애틋하게(2016, KBS)’, ‘낭만닥터 김사부(2016, SBS)’, ‘변혁의 사랑(2017, tvN)’, ‘여우각시별(2018, SBS)’, ‘열혈사제(2019, SBS)’, ‘태양의 계절(2019, KBS)’, ‘멜로가 체질(2019, JTBC)’, ‘우아한 개(2019, MBN)’, ‘낭만닥터 김사부2(2020, SBS)’, ‘쌍갑포차(2020, JTBC)’, ‘불새 2020(2020, SBS)’, ‘지금, 헤어지는 중입니다(2021, SBS)’, ‘어게인 마이 라이프(2022, SBS)’, ‘지

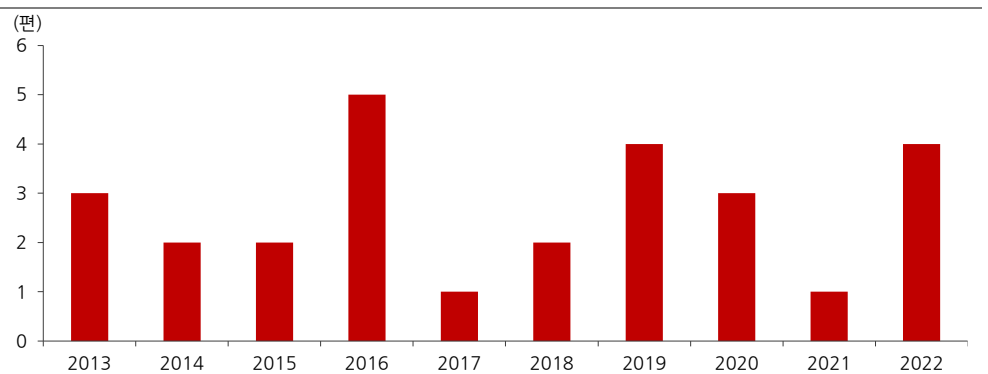
지금부터, 쇼타임! (2022, MBC), '금수저(2022, MBC)', '두뇌공조(2023, KBS)', '낭만닥터 김사부3(2023, SBS)' 등이 있다.

최근 10년 동안 삼화네트웍스의 주요 작품 리스트

제작연도	작품명	구분	편수(회)	방송기간	방송사	작가
2013	구가의서	미니시리즈	24부작	2013.04.08~06.25	MBC	강은경
	결혼의 여신	주말연속극	36부작	2013.06.29~10.27	SBS	조정선
	세번 결혼한 여자	주말연속극	40부작	2013.11.09~2014.03.30	SBS	김수현
2014	참 좋은 시절	주말연속극	50부작	2014.02.22~08.10	KBS	이경희
	가족끼리 왜 이래	주말연속극	53부작	2014.08.16~2015.02.15	KBS	강은경
2015	내 마음 반짝반짝	미니시리즈	26부작	2015.01.17~04.12	SBS	조정선
	이혼 변호사는 연애중	미니시리즈	18부작	2015.04.18~06.14	SBS	김아정, 박유미
2016	그래, 그런거야	주말연속극	54부작	2016.02.13~08.21	SBS	김수현
	욱씨남정기	미니시리즈	16부작	2016.03.18~05.07	JTBC	주현
	함부로 애틋하게	미니시리즈	20부작	2016.07.06~09.08	KBS	이경희
	낭만닥터김사부	미니시리즈	20부작	2016.11.07~2017.01.17	SBS	강은경
	아빠님 제가 모실게요	주말연속극	50부작	2016.11.12~2017.05.07	MBC	조정선
2017	변혁의 사랑	미니시리즈	16부작	2017.10.14~12.03	tN	주현
2018	독고리와인드	모바일무비	20부작	2018.09.07	카카오페이지	오영석, 이세운
	여우각시별	미니시리즈	16부작	2018.10.01~11.26	SBS	강은경
2019	열혈사제	미니시리즈	20부작	2019.02.15~04.20	SBS	박재범
	태양의 계절	일일연속극	102부작	2019.06.30~11.01	KBS	이은주
	멜로가 체질	미니시리즈	16부작	2019.08.09~09.28	JTBC	이병헌, 김영영
	우아한가	미니시리즈	16부작	2019.08.21~10.17	MBN 드라마맥스	권민수
2020	낭만닥터 김사부 2	미니시리즈	16부작	2020.01.06~02.25	SBS	강은경
	쌍갑포차	미니시리즈	12부작	2020.05.20~06.25	JTBC	하윤아
	불새 2020	일일연속극	120부작	2020.10.26~2021.04.09	SBS	이유진
2021	지금, 헤어지는 중입니다.	미니시리즈	16부작	2021.11.12 ~2022.01.08	SBS	제인
2022	어게인 마이 라이프	미니시리즈	16부작	2022.04.08~05.28	SBS	유정수, 김울
	지금부터, 쇼타임!	미니시리즈	16부작	2022.04.23~06.12	MBC	하윤아
	금수저	미니시리즈	16부작	2022.09.23~11.12	MBC	윤은경, 김은희
	멘탈리스트(미드 remake)	미니시리즈	16부작	2022.08 납품완료	HBOMAX	성진미

자료: 삼화네트웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

최근 10년 동안 삼화네트웍스의 연도별 주요 작품수 추이



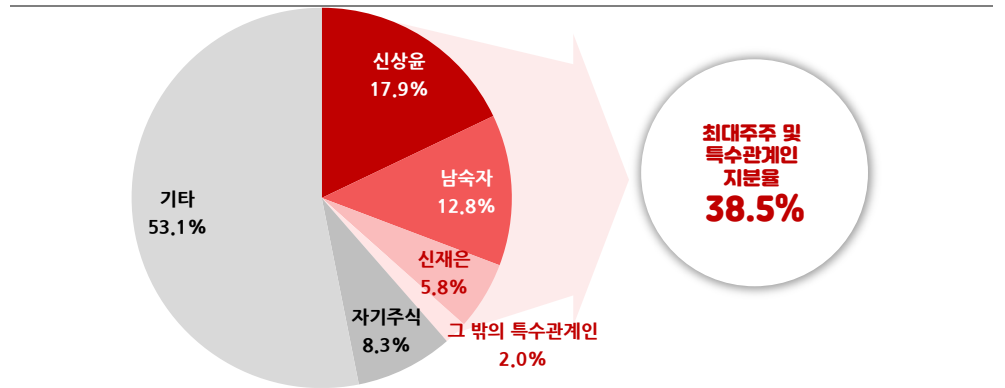
자료: 삼화네트웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

## 2 주주구성과 종속회사

최대주주 및 특수관계인의  
지분 비율은 38.5%(공동대표  
이사 신상윤 17.9%)

2022년말 기준, 삼화네트웍스의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 38.5%로 신상윤 공동대표이사(최대주주, 지분율 17.9%), 남숙자(친인척, 12.8%), 신재은(친인척, 5.8%) 등이 포함되어 있다. 자기주식 수는 3,583,547주로 전체 발행주식의 8.3%에 해당한다. 이 중 2021년 12월 10일에 삼화네트웍스가 발행한 교환사채의 교환대상 자기주식 3,174,603주가 포함되어 있다. 참고로 교환대상 자기주식은 교환권 행사시점에 처분이 확정되며, 한국예탁결제원에 예탁되어 있다.

삼화네트웍스의 주주구성



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 종속회사는

- 1) ㈜더블유에스엔터테인먼트,
- 2) ㈜스튜디오아이콘

삼화네트웍스의 연결대상 종속회사는 1) ㈜더블유에스엔터테인먼트(지분율: 99.9%, 엔터테인먼트사업), 2) ㈜스튜디오아이콘(지분율: 100%, 드라마제작사업)으로 구성되어 있다. ㈜더블유에스엔터테인먼트를 통해서 잠재력이 있는 신인 연기자들을 발굴하고, 전속계약 등을 통해 전문적인 매니지먼트 비즈니스를 수행하고 있다. ㈜스튜디오아이콘은 2018년 10월 신설되었고, 지배회사인 ㈜삼화네트웍스와 동일한 드라마 제작사업을 영위하고 있다. ㈜스튜디오아이콘은 2021년 드라마 '외출'을 제작하여 tvN에 제공한 바 있으며, 현재는 해외 드라마 리메이크작인 '멘탈리스트' 제작을 완료하여, HBOMAX와 방영 일정 등을 협의 중에 있다.

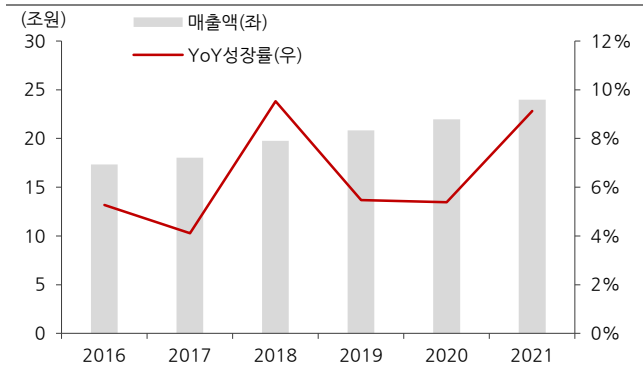
## 산업 현황

### 1 국내 방송영상 산업 및 드라마제작 산업 성장세 지속

**2021년 국내 방송영상 산업  
매출액 24조원 기록  
2015~2021년  
연평균성장률 6.5%**

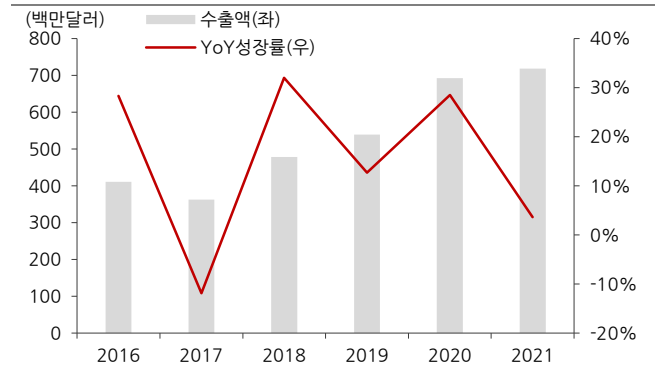
콘텐츠진흥원에 따르면, 2021년 국내 방송영상 산업 매출액은 24.0조원으로 전년 대비 9% 성장했다. 2015~2021년 동안 국내 방송영상산업 매출액은 연평균 6.5% 성장하며 꾸준한 성장세를 시현했다. 방송영상산업 수출액은 2021년 7.2억달러로 전년 대비 4% 증가했다. 최근 6년 동안(2015~2021년) 수출액은 연평균 14.4% 고성장했다. 2021년 방송영상산업 수출액을 장르별로 살펴보면 드라마가 87.0%로 가장 높은 비중을 차지했고, 오락이 10.6%로 그 뒤를 따른다.

국내 방송영상 산업 매출액 추이



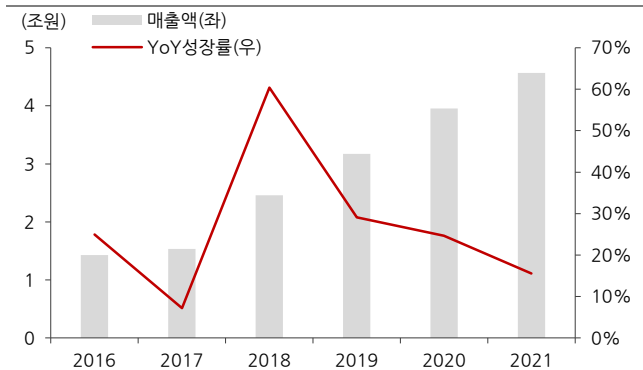
주: 방송영상 산업 매출액은 지상파방송, 유선방송, 위성방송, 방송채널사용 사업, 인터넷영상물제공업 방송 사업자의 방송 사업 매출과 방송영상 독립제작사의 매출을 포함  
자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

방송영상 산업 수출액 추이



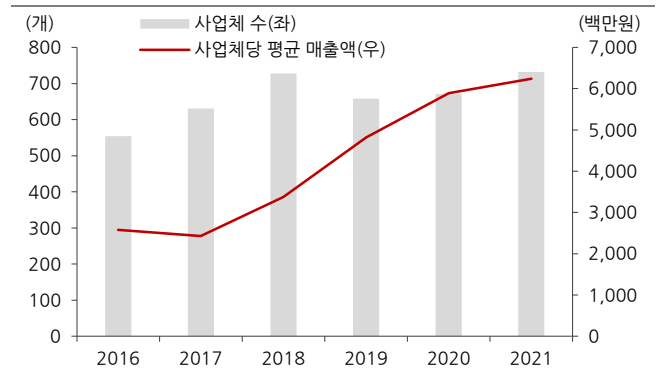
주: 방송영상 산업 수출액은 지상파방송, 방송채널사용 사업자, 방송영상 독립제작사의 수출액을 합산한 수치  
자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

방송영상 독립제작사의 매출액 추이



자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

방송영상 독립제작사 업체 수 및 업체당 평균 매출액 추이



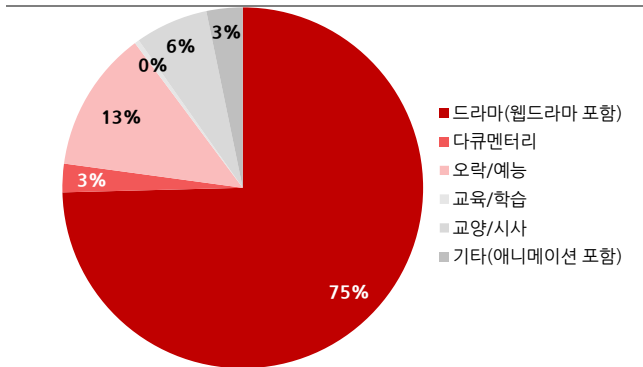
자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

**국내 방송영상 독립제작사  
2015~2021년 매출액  
연평균성장률 26.0%로 고성장**

2021년 기준, 최근 3년 동안 1건 이상의 방송용 영상물을 제작하여 납품한 매출 실적이 있는 방송영상 독립제작사는 732개로, 동 제작사의 2021년 합산매출액은 4.6조원이다. 이는 전년 총매출액인 4.0조원 대비 16% 증가한 수치이다. 방송영상 독립제작사의 매출액은 2015~2021년 동안 연평균 26.0% 고성장하며, 전체 방송영상 산업(6.5%) 대비 월등한 성장률을 기록했다.

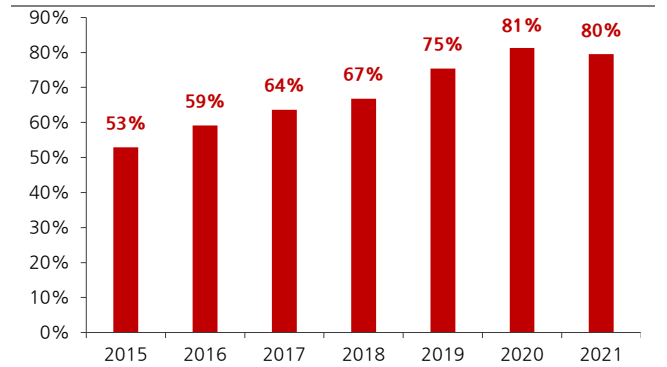
세부적으로, 국내 방송영상 독립제작사 사업체 수는 2015~2021년 동안 연평균 5% 증가한데 반해, 사업체당 평균 매출액이 동 기간 19% 성장하면서 방송영상 독립제작사 매출액 성장을 견인했다. 결론적으로 최근 6년 동안 방송영상 독립제작사의 사업체 수, 매출액, 종사자 수, 사업체당 평균 매출액, 1인당 평균 매출액 등 관련 지표가 모두 증가하는 양상을 보이고 있기 때문에, 동 산업이 고속 성장하고 있다는 판단이다.

방송영상 독립제작사의 장르별 매출액 비중



자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

매출액 100억원 이상 사업체의 비중(매출액 기준)

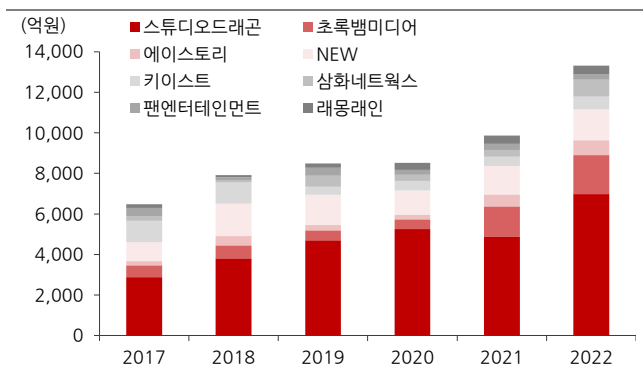


자료: 콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

방송영상 독립제작사 영상물 제작 장르별 매출액을 살펴보면, 웹드라마를 포함한 드라마 비중(75%)이 압도적으로 최근 제작사의 매출 성장을 견인하고 있음을 알 수 있다. 오락/예능 매출이 13%를 차지하며 그 다음으로 매출 비중이 높다. 그 뒤를 교양/시사(6%), 다큐멘터리(3%)가 따르고 있다.

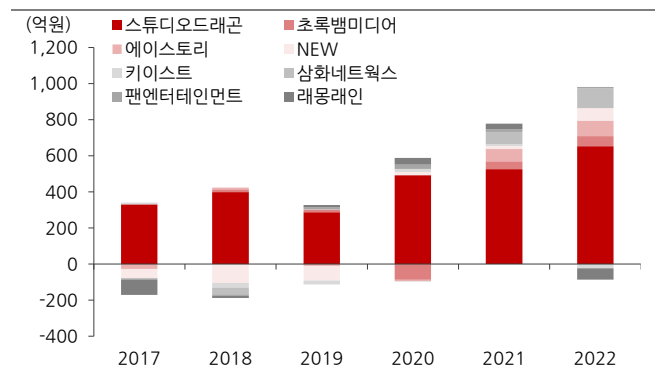
주목할 점은 사업체 규모별 매출 현황인데, 2021년 기준 100억원 이상 매출규모를 가진 사업체의 매출 비중이 전체 방송영상 독립제작사 총매출액의 80%를 차지한다는 점이다. 즉, 2021년 기준 매출액 100억원 이상을 기록하는 제작사는 73개로 전체 제작사(732개)의 10%에 불과하지만, 여기에서 발생하는 매출은 3.6조원으로 제작사 전체 매출(4.6조원)의 80%를 차지한다. 대형제작사의 매출 비중은 2015년 53%에서 꾸준히 증가해 2020년 81%를 기록했고, 2021년 전년대비 1.8%p 감소했으나 여전히 80%에 육박하는 높은 수준인 것으로 나타났다. 이는 국내 방송영상 콘텐츠 제작 시장이 대형 제작사 중심으로 집중되고 있음을 보여주며, 대형 제작사들이 제작 역량 강화 및 유통창구 다각화를 위해 기울였던 노력의 결실이라고 판단된다.

드라마제작 상장사 연도별 합산 매출액 추이



자료: 각 사, 한국R협의회 기업리서치센터

드라마제작 상장사 연도별 합산 영업이익 추이



자료: 각 사, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 주식시장에 상장된 드라마제작사(스튜디오드래곤, 초록뱀미디어, 에이스토리, NEW, 키이스트, 삼화네트웍스, 팬엔터테인먼트, 래몽래인)의 2021년 합산매출액은 9,875억원으로 전년대비 16% 증가했다. 2022년 합산매출액은 1조 3,319억원으로 전년대비 35% 급증하며 성장세를 이어오고 있다. 2016~2022년 동안 연평균성장률 14%로 산업전체가 지속적으로 견조하게 성장해오고 있음을 알 수 있다.

8개사의 합산영업이익은 2021년 779억원으로 전년대비 59% 급증했으며, 2022년 896억원으로 전년대비 15% 증가했다. 2016~2022년 동안 연평균성장률 14%로 매출액과 동행하여 고성장세를 지속하고 있다. 2021년과 2022년 영업이익률은 각각 7.9%, 6.7%로 2017~2019년 2.5~3.0% 수준에서 레벨업했다.

## 2 해외 OTT가 이끈 한국 드라마산업 성장

### 한국 드라마산업 고성장 배경

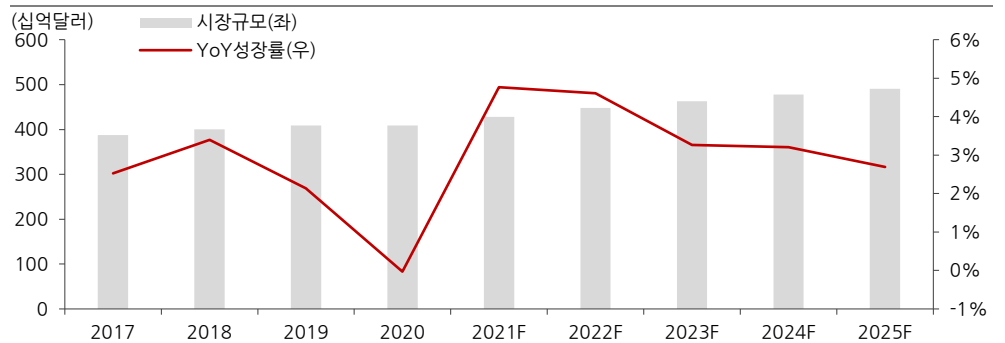
- 1) 글로벌 OTT의 한국콘텐츠 투자 확대
- 2) 국내 OTT 가세
- 3) 코로나로 인해 OTT 시청과 같은 실내 레저활동 확산

한국 드라마산업은 최근 몇 년 동안 고성장해왔고, 이러한 고성장의 배경은 1) 글로벌 OTT(Over the Top)들이 북미지역 외(아시아, 남미 등) 유료가입자 확대를 새로운 성장 동력으로 내세우면서, 한국 드라마 콘텐츠에 대한 투자금액을 확대하였고, 2) 여기에 국내 OTT들도 가세하여 콘텐츠를 강화하고 신규로 설립되었으며, 3) 코로나로 인해 전세계적으로 넷플릭스와 같은 OTT 콘텐츠 시청, 홈트레이닝, 웹툰 구독 등 실내 레저활동이 확대되었기 때문이다.

OTT란 인터넷을 통하여 방송 프로그램, 영화, 자체 제작 프로그램 등의 다양한 미디어 콘텐츠를 제공하는 온라인 동영상 서비스를 일컫는다. 'Over the Top'의 약어로, 셋톱박스(일반 TV로 볼 수 있도록 디지털 TV 신호를 전환해주는 장치)를 통해 시청하는 방송(지상파/케이블/위성방송 등)의 영역을 넘어서 스마트폰/PC/태블릿 PC 등의 기기를 통하여 인터넷으로 시청할 수 있는 미디어 서비스라는 의미로 해석할 수 있다.

미국의 대표적인 OTT 플랫폼인 넷플릭스는 2007년부터 서비스를 시작하였는데, 1) 인터넷 통신망의 발달, 2) 스마트폰 보급률 증가 및 성능 향상 등에 따른 미디어 시청 인프라가 갖춰지면서 사업이 성장했다. 이후, 3) 서비스 가능 단말기 범위 확대, 4) 콘텐츠의 방대한 양과 다양성, 5) 독점적 콘텐츠 제작 및 공급 등이 성장을 촉진시켰다. 참고로 드라마를 포함한 전세계 디지털 방송 시장은 2020년 4,089억달러 규모이다.

### 세계 디지털 방송 시장 규모 추이 및 전망



자료: 소프트웨어정책연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터



**넷플릭스는**  
**한국&아시아 시장**  
**킬러 콘텐츠로**  
**한국 드라마를 지목**  
**2023년 역대 최대 라인업 예상**

넷플릭스는 2010년대 후반에 아시아퍼시픽 및 남미 시장에서의 신규 유료가입자 유입을 신규성장동력으로 삼고 관련 콘텐츠 투자를 확대했다. 2016년 넷플릭스가 한국에 진출하면서, 넷플릭스의 창업주이자 CEO인 리드 헤이스팅스가 한국 및 아시아의 킬러 콘텐츠로 한국 드라마를 지목하고 투자를 시작했다. 2017년 이후, ‘미스터 션샤인’, ‘아스달 연대기’, ‘베가본드’, ‘더 킹: 영원의 군주’ 등과 같이 수백억원대의 제작비를 들인 대작 드라마는 대부분 넷플릭스의 투자를 받았다. ‘킹덤’, ‘스위트홈’과 같은 시즌제 드라마가 전세계 많은 지역에서 상위 순위를 기록했고, 특히, 2020년 코로나로 인해 넷플릭스의 구독이 증가하면서 한국 드라마가 전세계적인 사랑을 받았다. 2021년 9월 공개한 넷플릭스 오리지널 드라마 ‘오징어 게임’은 단순히 세계 1위를 차지하는 수준이 아니라, 넷플릭스 역사상 가장 흥행한 작품이 되었다.

이렇게 한국드라마 대작들이 즉각적인 검증 과정을 거치면서 시즌제로 제작됨에 따라 P와 Q가 동시에 올라가는 효과가 발생했다. 추가로 시즌이 확정되면서 제작편수(Q)가 증가했고, 성공을 기반으로 제작비가 추가 편성되면서 제작단가(P)도 증가한 것이다. 넷플릭스에서 시즌제가 확정된 드라마는 ‘스위트홈’, ‘D.P.’, ‘오징어게임’, ‘지옥’, ‘지금 우리 학교는’, ‘소년심판’, ‘더 글로리’, ‘경성크리처’ 등이 있다. 넷플릭스 뿐 아니라 디즈니 플러스와 애플TV 플러스 등도 한국 콘텐츠에 투자를 확대 중인데, ‘형사록’, ‘카지노’와 같은 드라마는 디즈니플러스를 통해, ‘파친코’는 애플TV플러스를 통해 시즌제로 제작이 확정되었다.

콘텐츠진흥원에 따르면 넷플릭스는 2015년부터 2020년까지 누적 7,700억원을 한국 영상콘텐츠 제작에 투입했다. 2021년 한 해 동안 ‘좋아하면 울리는 시즌2’, ‘무브 투 헤븐: 나는 유품정리사입니다’, ‘내일 지구가 망해버렸음 좋겠어’, ‘킹덤: 아신전’, ‘지옥’, ‘고요의 바다’, ‘오징어 게임’, ‘D.P.’, ‘마이 네임’ 등 15개 오리지널 타이틀에 큰 투자를 단행했다. 넷플릭스의 오리지널 한국 콘텐츠는 2021년 15편, 2022년 약 25편으로 매년 증가 추세를 보여주고 있으며, 2023년 총 34편의 라인업이 예정되어 있다. 넷플릭스의 한국콘텐츠 투자금액은 지속적으로 상승하는 추세로 2023년 1조원이 넘을 것으로 추정된다. 넷플릭스 한국 콘텐츠를 총괄하는 강동한 VP(Vice President)는 2022년 한국 작품이 90개국 이상에서 정기적으로 글로벌 톱10에 올랐고, 넷플릭스에서 가장 많이 본 프로그램 중 3개가 한국에서 제작되었다는 한국콘텐츠의 현재까지 성과를 발표하며 2023년에도 한국 콘텐츠 투자를 강화한다고 천명했다.

참고로 2021년 디즈니플러스, 애플TV플러스가 한국에서 런칭했으며, 이후 아마존프라임, 파라마운트플러스, HBO맥스 등의 글로벌 OTT들이 국내 파트너를 통해 한국에 진출해 있다. 현재 한국에서 운영중인 국내 OTT로는 웨이브, 티빙, 쿠팡플레이 등이 있고, KT의 시즌은 최근 CJENM의 OTT 플랫폼인 티빙과 합병했다.

## 시즌제 텐트폴 작품 확대로 Q와 P 동시 상승

작품명	OTT	방영 시기	장르
킹덤	넷플릭스	2019.01	사극, 좀비
좋아하면 울리는		2019.08	로맨스
스위트홈		2020.12	공포, 스릴러
D.P.		2021.08	밀리터리, 스릴러
오징어 게임		2021.09	서바이벌, 스릴러
지옥		2021.11	공포, 범죄
지금 우리 학교는		2022.01	좀비, 스릴러
소년심판		2022.02	법정, 드라마
더 글로리		2022.12	복수, 범죄
경성크리처		2023년 예정	스릴러, 호러
카지노	디즈니플러스	2022.12	범죄, 스릴러
형사록		2022.10	범죄, 수사
사운드트랙		2023년 예정	로맨스
파친코	애플TV플러스	2022.03	가족, 시대극

자료: 언론보도, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 넷플릭스 라인업

제목	영어	피지컬: 100	연애대전	스마트폰을 떨어뜨렸을 뿐인데
장르	SF, 액션	서바이벌 프로	로맨티, 코미디	미스터리스릴러
방영시기	2023년 1월 20일	2023년 1월 24일	2023년 2월 10일	2023년 2월 17일
연출	연상호	장호기	김정권	김태준
작가	연상호	강숙경, 조근애	최수영	김태준
제작(공동 포함)	클라이맥스 스튜디오	MBC	(주)번지웍스	영화사 미지, 스튜디오N
출연진	강수연, 김현주, 류경수	추성훈, 설기관, 김강민 외	김옥빈, 유태오, 김지훈, 고원희	임시완, 천우희, 김희원
제목	나는 신이다: 신이 배신한 사람들	더 글로리 시즌 2	김복순	승부
장르	다큐멘터리	복수, 스릴러	액션, 스릴러	드라마, 스포츠
방영시기	2023년 3월 03일	2023년 3월 10일	1분기	2분기
연출	조성현	안길호	변성현	김형주
작가	고해림	김은숙	변성현	김형주, 윤종빈
제작(공동 포함)	MBC	화앤담 픽처스, 스튜디오드래곤	(주)씨애플름	(주)영화사 윌광, B엔터테인먼트
출연진	일반인	송해교, 이도현, 임지연, 염혜란, 박성훈, 정성일	전도연, 설경구, 김시아, 이숨, 구교환 외	이병헌, 유아인
제목	사이렌 불의 섬	사냥개들	셀라브리티	퀸메이커
장르	리얼리티	범죄, 액션	미스터리스릴러	우먼스 정치
방영시기	2분기	2분기	2분기	2분기
연출	이은경	김주환	김철규	오진석
작가	채진아	김주환	김이영	문지영
제작(공동 포함)	스튜디오 모닥	스튜디오N, (주)씨애플름, (주)세븐오시스	스튜디오드래곤, 김중학프로덕션, 하우픽처스	인사이트필름, 스튜디오포커스엑스, 에이스토리
출연진	경찰관, 소방관, 경호원 외	우도환, 이상아, 박성웅, 허준호	박규영, 강민혁, 이청아, 이동건, 전호성	김희애, 문소리, 류수영, 서이숙
제목	택배기사	너의 시간 속으로	칼의 소리	마스크걸
장르	SF, 액션	타임루프	시대극, 액션	블랙 코미디
방영시기	2분기	3분기	3분기	3분기
연출	조의석	김진원	황준혁	김용훈
작가	조의석	최호비	한정훈	김용훈
제작(공동 포함)	프로젝트 318	엔피오엔터테인먼트, 리안컨텐츠, 스튜디오플로우	일반웍스, 비람픽처스	하우스 오브 임프레스전, 본팩토리
출연진	김우빈, 송승헌, 강유석, 이숨	안호섭, 전여빈, 강훈	김남길, 서현, 유재명, 이현욱, 이호정	고현정, 안재홍, 염혜란, 나나
제목	D.P. 시즌 2	19/20	좀비버스	경성크리처
장르	밀리터리	예능	좀비예능	스릴러, 시대극
방영시기	3분기	3분기	3분기	4분기
연출	한준희	김재원, 김정현, 박수지	박진경, 문상돈	정동윤
작가	김보통, 한준희	지현숙	유진영	강은경
제작(공동 포함)	클라이맥스 스튜디오	시작컴퍼니	카카오엔터테인먼트	클엔그림미디어, 카카오엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
출연진	정해인, 구교환, 김성균, 손석규, 지진희(특별출연), 김지현 외	규현, 김지은, 수현(MC)	이시영, 노홍철, 박나래, 단단, 츠키, 유희관, 조나단, 파트리샤, 파추형, 덱스	박서준, 한소희, 수현, 김해송, 조한철, 위하준
제목	이두나	정신병동에도 아침이 와요	종말의 바보	스위트홈 시즌 2
장르	로맨티, 코미디	드라마	디스토피아	좀비
방영시기	4분기	4분기	4분기	4분기
연출	이정호	이재규, 김남수	김진민	이응복, 박소현
작가	장유하	이남규, 오보현, 김다희	정성주	김칸비, 황영찬(원작)
제작(공동 포함)	스튜디오드래곤, 쇼러너스, 스튜디오N	필름몬스터 by SLL, 김중학프로덕션	(주)아이엠티브이	스튜디오드래곤, 스튜디오N
출연진	수지, 양세종	박보영, 연우진, 장동윤, 이정은	안은진, 유아인, 전성우, 김윤혜	송강, 이진욱, 이시영, 고민시, 박규영, 유우성, 오정세, 김무열, 진영 외
제목	독전2	발레리나	노란문: 봉준호 감독의 마공개 단편 영화를 찾아서 (가계)	데블스 플랜
장르	범죄, 스릴러	액션, 스릴러	다큐멘터리	다큐멘터리
방영시기	4분기	4분기	4분기	미정
연출	백종열	이충현	이혁래	정종연
작가	김희진	이충현	-	허정희, 정다희
제작(공동 포함)	용필름, 슈퍼픽션, CJENM Studios	클라이맥스 스튜디오	(주)브로콜리픽처스	TEO
출연진	조진웅, 차승원, 한효주, 오승훈, 김동영, 이주영 외	전중서, 김지훈, 박유림 외	봉준호 및 노란문 영화연구소 회원	연예인, 인플루언서 및 일반인

주: 일부 변동 가능, 자료: 넷플릭스, 언론보도, 한국IR협회의 기업리서치센터



**투자포인트**

**1 한국 드라마 제작 수요 확대에 따른 삼화네트웍스 수혜 예상**

다양한 플랫폼 확산에 따라  
한국 드라마 제작 수요 확대  
& 삼화네트웍스 제작드라마  
Q, P 상승 전망

앞서 산업현황에서 설명했듯이, 한국 드라마는 다양한 형태의 미디어 플랫폼(글로벌 OTT, 국내 OTT, 지상파, 종편 등)이 확산됨에 따라 제작 수요가 높아질 것으로 판단된다. 이와 같은 산업 수요 증대와 맞물려 삼화네트웍스는 국내 플랫폼과 파트너십을 강화하는 동시에 글로벌 메이저 플랫폼들과도 파트너십을 확대하는 노력을 기울이고 있다. 방송사 등에 편성되는 기준으로 삼화네트웍스 제작드라마 연간 작품수 추이는 2021년 1편에서 2022년 4편으로 확대되었다. 2023년과 2024년에도 각각 3편, 4편 이상으로 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. P 역시 상승하면서 견조한 마진을 확보하는 구조로 사업을 영위할 것으로 전망된다.

다양한 형태의 미디어 플랫폼 확산에 따라 한국 드라마 제작 수요 확대 중



자료: 삼화네트웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

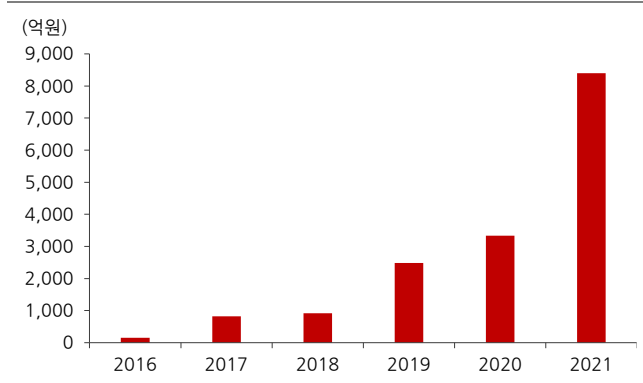
넷플릭스를 비롯한  
글로벌 OTT들이 앞다퉀  
한국시장에 진출했으며,  
국내 OTT 역시 가세 중

2016년 한국에서 정식으로 서비스를 시작한 글로벌 OTT 1위 사업자 넷플릭스를 중심으로 살펴보면, 2022년 4분기말 기준 넷플릭스의 유료 가입자수는 2.3억명으로 북미(32%), 유럽/중동/아프리카(33%), 중남미(18%), 아시아 퍼시픽(17%)에 분포되어 있다. 높은 비중을 차지했던 북미와 유럽지역(2018년 1분기말 기준 76%) 신규 유료가입자수 순증은 2010년대 후반부터 둔화 조짐을 보였고, 가장 많은 비중을 차지했던 북미지역의 유료가입자수 순증은 2018년 이후 타 지역 대비 미미하거나 오히려 감소했다.

넷플릭스는 2010년대 후반에 아시아퍼시픽 및 남미 시장에서의 신규 유료가입자 유입을 신규성장동력으로 삼고 관련 콘텐츠 투자를 확대했다. 2016년 넷플릭스가 한국에 진출한 이래 한국콘텐츠 투자금액은 지속적으로 상승하는 추세이고, 2023년에는 총 라인업이 34편(드라마 21편, 리얼리티쇼 5편, 영화 5편, 다큐멘터리 2편 등)에 이를 것으로 추정된다.

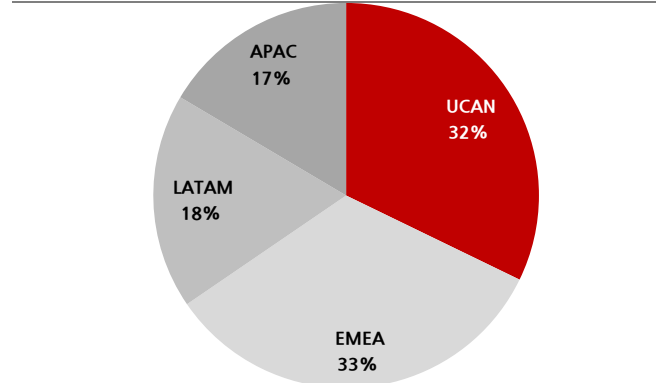
한편 2021년 디즈니플러스, 애플TV플러스가 한국에서 런칭했으며, 이후 아마존프라임, 파라마운트플러스, HBO 맥스 등의 글로벌 OTT들이 국내 파트너를 통해 한국에 진출해 있다. 현재 한국에서 운영중인 국내 OTT로는 웨이브, 티빙, 쿠팡플레이 등이 있고, KT의 시즌은 최근 CJ ENM의 OTT 플랫폼인 티빙과 합병했다.

넷플릭스 한국 콘텐츠 투자금액 추이



자료: 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

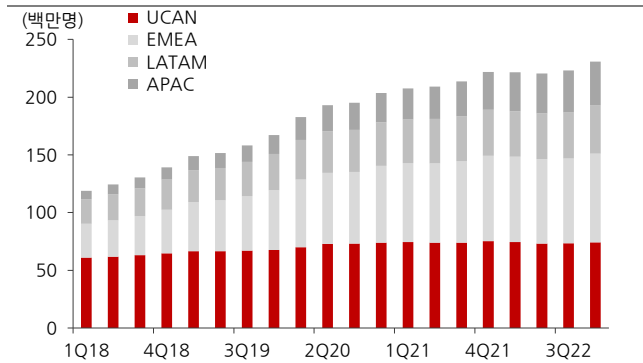
넷플릭스 유료가입자수 지역별 비중(2022.4Q기준)



주: United States and Canada (UCAN), Europe, Middle East and Africa (EMEA), Latin America (LATAM), Asia-Pacific (APAC)

자료: 넷플릭스, 한국IR협의회 기업리서치센터

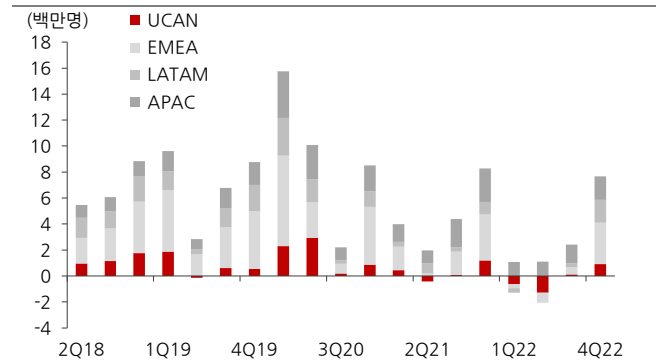
넷플릭스 지역별 유료가입자수 추이



주: United States and Canada (UCAN), Europe, Middle East and Africa (EMEA), Latin America (LATAM), Asia-Pacific (APAC)

자료: 넷플릭스, 한국IR협의회 기업리서치센터

넷플릭스 지역별 유료가입자수의 전분기 대비 순증



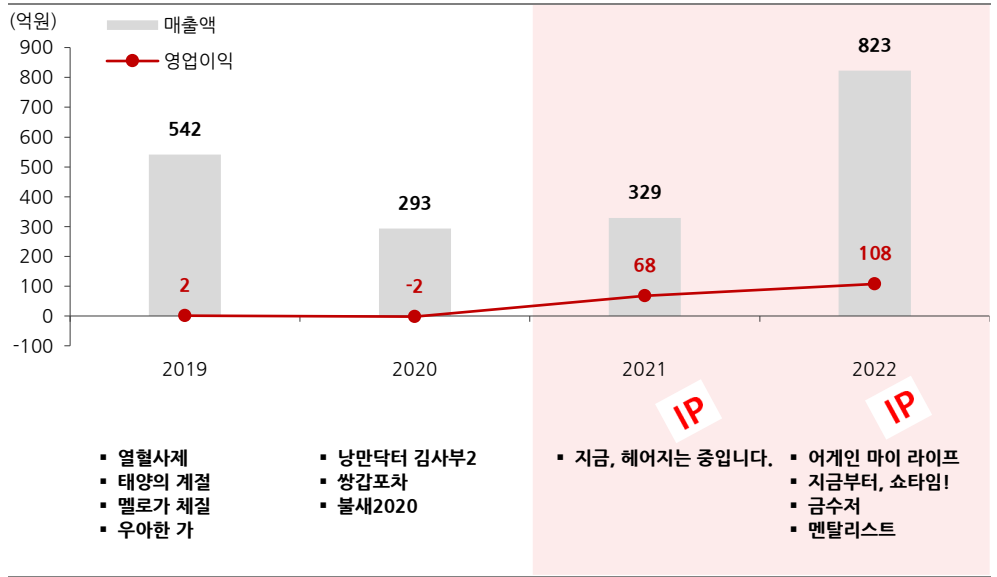
주: United States and Canada (UCAN), Europe, Middle East and Africa (EMEA), Latin America (LATAM), Asia-Pacific (APAC)

자료: 넷플릭스, 한국IR협의회 기업리서치센터

드라마 제작 비용 조달 방식이  
다양해짐에 따라  
드라마제작사의 수익성 향상

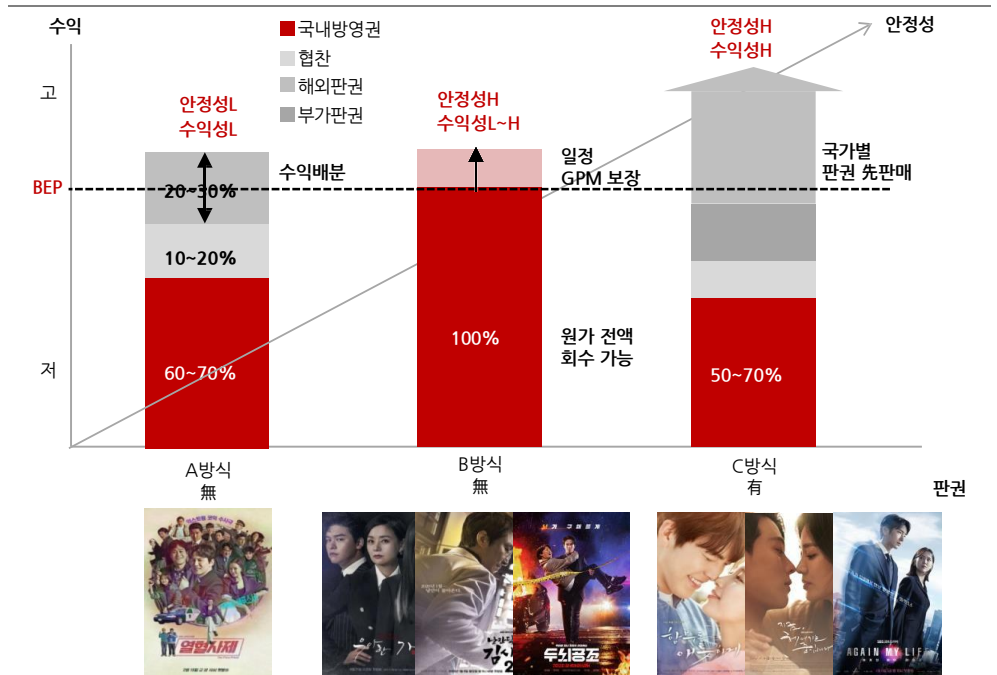
국내 드라마에 대한 수요가 확대되고 제작비용 조달방식이 다양해짐에 따라 삼화네트웍스와 같은 드라마제작사의 수익성 역시 향상되고 있다. 동사의 2021~2022년 평균 영업이익률은 16.8%로 이는 2019~2020년(평균 영업이익률 -0.2%로 BEP 수준) 대비 대폭 개선된 상황이다.

드라마 제작업계 수익구조 개선에 따라 2021~2022년 삼화네트웍스 영업이익 레벨업



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

드라마제작사의 수익구조 변화



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

과거 동사를 포함한 국내 중소형 드라마제작사는 방송사에게 외주제작 의뢰를 받아 드라마를 제작했고, 제작비용을 마련하는데 있어 방송사의 방영료에 전적으로 의존하며 부족한 부분은 PPL 광고(Product Placement Advertisement, 특정 기업의 협찬을 대가로 영화나 드라마에서 해당 기업의 상품이나 브랜드 이미지를 소도구로 끼워 넣는 광고기법)로 충족했다(그림의 A방식). 지상파를 비롯한 국내 방송사의 경우 제작비의 60~70% 수준의

방영료를 리쿱비율(Recoup Rate, 전체 제작비 대비 방영권 매출의 비중, 즉 제작비 지원 비율)로 제시했고 나머지는 드라마제작사가 PPL로 충당해야 했기 때문에 제작비 조달에 한계가 있었다. 방송사 입장에서 드라마제작사에 외주제작을 맡기는 것이기 때문에, IP는 방송사에 귀속되었다.

글로벌 OTT가 등장함에 따라 1) 방송사에만 의존했던 드라마제작사의 판매처가 증가해 제작비용 조달방식이 다양해졌고, 2) 제작 규모가 확대되었음에도 리쿱비율이 전반적으로 상승하였으며, 3) 드라마제작사가 드라마를 사전 제작하고 IP를 직접 보유하는 경우가 증가하고 있다.

최근 변화한 드라마 판매방식은 크게 1) 글로벌 OTT 등에 독점권을 부여하며 판매(예: 넷플릭스 오리지널)하면서 제작비용 100% 지원은 물론 드라마제작사의 최소마진을 보장하는 선에서 리쿱비율을 제시받거나(그림의 B방식), 2) 드라마제작사가 100% 사전제작 해 IP를 보유하고 국내 및 해외 여러 국가에 판권을 나누어서 판매하는 방식(그림의 C방식)이 있다. 성공할 경우 C방식의 수익성이 가장 높기 때문에, 최근 드라마제작사들은 유명한 연출진, 필력 있는 작가 및 S급 배우 주연의 성공가능성이 높은 대작은 자체 제작을 고려하는 경우가 많아지고 있다.

결과적으로 드라마제작사는 방영할 채널이 다양해지고 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT의 투자를 받으면서 P와 Q가 동시에 상승하고, 리쿱비율이 대폭 확대될 뿐 아니라, 최소 마진을 보장받으며 안정적으로 드라마제작을 할 수 있는 환경을 맞이하게 되었다. 뿐만 아니라, 치열해진 경쟁 탓으로 지상파 및 케이블TV 방송국 등 전통적 미디어 역시 과거의 낮은 리쿱비율을 올려서 제시하는 추세이다. 즉, 넷플릭스에 이어 디즈니플러스, 애플TV플러스가 한국 서비스를 시작하는 등 글로벌 온라인동영상제공 서비스(OTT) 플랫폼 기업들이 한국 오리지널 콘텐츠 투자를 확대하는 가운데, 웨이브, 티빙, 쿠팡플레이 등 국내 OTT 플랫폼 역시 서비스를 본격화하면서 한국 드라마제작 산업이 양적으로뿐 아니라 질적으로도 도약하게 되었다.

또한, 콘텐츠 지식재산권(Intellectual Property, IP)을 의미하는 표현인 '콘텐츠 IP'의 활용은 최근 방송영상 시장에서 중요한 화두가 되고 있다. 삼화네트웍스의 경우 2022년부터 본격적으로 IP를 소유하는 구조로 드라마를 제작하고 있다. 현재 '지금, 헤어지는 중입니다(2021, SBS)', '어게인 마이 라이프(2022, SBS)', '지금부터, 쇼타임!(2022, MBC)', '멘탈리스트(HBOMAX)' 등의 드라마의 IP를 확보 중이다. 이렇듯 동사는 B방식과 C방식의 적절한 조합으로 드라마를 제작하여 수익성과 안정성을 동시에 추구하고 있다.

## 2023년 견고한 라인업 예상

2023년 드라마 부문 매출액  
675억원 & 올해 총 5작품  
제작 및 3작품 편성 예상

삼화네트웍스는 2023년 총 5편의 드라마를 제작하고 그 중 3편을 방영할 예정으로, 2023년 드라마 부문 매출액은 675억원이 예상된다. 구체적인 라인업은 '두뇌공조(KBS2)', '낭만닥터 김사부3(SBS)', '오랫동안 당신을 기다렸습니다(ENA)'와 함께 '우아한세계(가제, 미정)'를 비롯한 제작예정 드라마 1편이 있다. 준콘텐츠풀 드라마이면서 시즌제로 제작되고 있는 '낭만닥터 김사부3(SBS)'가 올해의 기대작이다.

2023년 드라마 라인업(제작기준)

제목	출연진	작가/감독	편성시기	방송사
두뇌공조	정용화, 차태현, 곽선영, 예지원	박경선 / 이진서, 구성준	2023년	KBS2
낭만닥터 김사부3	한석규, 안효섭, 이성경	강은경, 임혜민 / 유인식, 강보승	2023년	SBS
오랫동안 당신을 기다렸습니다	나인우, 김지은, 이규한, 권율	권민수 / 한철수, 김용민	2023년	ENA/스튜디오지니
우아한세계(가제)	미정	김지은 / 이승영	2024년	미정
미정	미정	박지하 / 이형민	2024년	미정

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

‘두뇌공조(정용화, 차태현, 곽선영, 예지원 출연)’은 총 16부작으로 제작된 코미디, 범죄 수사극이다. KBS에서 2023년 1월 2일부터 2023년 2월 28일까지 방영되었으며, 최고시청률은 5.2%(닐슨코리아)로 집계되었다. 스토리 라인은 서로 못 죽여 안달 난 두 남자가 희귀 뇌질환에 걸린 범죄 사건을 해결하는, 본격 뇌과학 코믹 수사극이다. 2023년 1분기 실적에 매출의 일부가 반영되었고, 2분기 이후 나머지 매출과 국내 및 해외 판매 수익배분 및 협찬, 간접광고, 시청률 인센티브 등의 부가수익이 반영될 것으로 예상된다.

‘낭만닥터 김사부3(한석규, 안효섭, 이성경 주연)’는 2023년 4월 28일부터 SBS에서 방영 중이다. 낭만닥터 김사부 시리즈의 두 번째 시즌 이후 3년 2개월만의 후속작으로 지방의 초라한 돌담병원을 배경으로 벌어지는 ‘진짜 닥터’ 이야기를 그리는 휴먼, 의학드라마이다. 방영 이후 12~14%의 견조한 시청률을 기록하고 있다. 동사는 SBS 산하 스튜디오인 (주)스튜디오에스와 제작공급계약을 맺었고, 실적은 방영이 진행 중인 2분기와 부가판권 등의 정산이 이루어지는 3분기에 걸쳐 인식될 것으로 전망한다.

‘오랫동안 당신을 기다렸습니다(나인우, 김지은, 이규한, 권율 출연)’는 2023년 하반기 ENA에 편성될 것으로 전망한다. 공시에 따르면 확정 계약금액은 약 146억원(제작편수 총 14회)으로 계약상대방은 케이티스튜디오지니이다. 스토리라인은 시골 마초 오행사의 미스터리 추적극으로 미스터리, 스릴러 장르이다. 간접광고와 부가수익은 별도로 책정된다.

2023년 드라마 라인업(편성기준)



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터



### 3 양질의 인프라를 기반으로 매년 4~6편의 드라마제작 역량 보유

#### 검증된 다수의 작가 및 연출진을 확보해 매년 4~6편의 드라마제작 역량 보유

드라마 및 콘텐츠 제작사가 확보한 기술의 원천은 작가, 연출진, 기획팀 등이라고 할 수 있는데, 삼화네트웍스는 다수의 검증된 인기 작가와 경쟁력 있는 연출진을 확보하고 있다. 이러한 핵심역량을 기반으로 매년 4~6편의 작품을 제작할 능력을 보유하고 있다. 2023년에도 편성은 3편에 그쳐 아쉽지만, 제작되는 드라마는 5편으로 예상되며, 2024년에도 4~6편의 드라마가 제작될 것으로 예상된다.

삼화네트웍스는 30명 이상의 핵심 작가진을 보유하고 있는데, 주요 작가는 강은경(낭만닥터 김사부 1,2,3(시즌)/제빵왕김탁구), 김지은(거짓말의 거짓말/ 청담동스캔들), 신소라(곤대인턴), 권민수(오랫동안 당신을 기다렸습니다 / 우아한가), 박지하(굿캐스팅), 이병헌(멜로가체질/ 극한직업), 김수현(그래, 그런거야/ 세 번 결혼하는 여자), 백미경(품위있는 그녀/ 힘쎌여자 도봉순), 하윤아(지금부터, 쇼타임!/ 쌍갑포차) 등이 있다.

또한 권혁찬(도깨비/ 신사의품격), 이병헌(멜로가체질/ 극한직업), 정을영(무자식상팔자/ 천일의 약속), 송현욱(금수저/ 또 오해영), 이형민(지금부터, 쇼타임!/ 힘쎌여자 도봉순), 표민수(프로듀사/ 아이리스2), 유인식(낭만닥터 김사부1,2,3(시즌)/ 이상한 변호사 우영우), 장양호(철인황후/ 명불허전), 한철수(어게인 마이 라이프/ 우아한가) 등의 연출진을 보유하고 있다.

#### 삼화네트웍스의 주요 작가

<b>강은경</b> <낭만닥터 김사부 1,2,3(시즌)><제빵왕김탁구>외 다	<b>김지은</b> <거짓말의 거짓말><청담동스캔들> 외 다	<b>신소라</b> <곤대인턴>
<b>권민수</b> <오랫동안 당신을 기다렸습니다><우아한가> 외 다	<b>박지하</b> <굿캐스팅>	<b>이병헌</b> <멜로가체질><극한직업> 외 다
<b>김수현</b> <그래, 그런거야><세 번 결혼하는 여자> 외 다	<b>백미경</b> <품위있는 그녀><힘쎌여자 도봉순>외 다	<b>하윤아</b> <지금부터, 쇼타임!><쌍갑포차>

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

#### 삼화네트웍스의 주요 연출진

<b>권혁찬</b> <도깨비><신사의품격> 외 다	<b>이병헌</b> <멜로가체질><극한직업> 외 다	<b>정을영</b> <무자식상팔자><천일의 약속> 외 다
<b>송현욱</b> <금수저><또 오해영> 외 다	<b>이형민</b> <지금부터, 쇼타임!><힘쎌여자 도봉순> 외 다	<b>표민수</b> <프로듀사><아이리스2> 외 다
<b>유인식</b> <낭만닥터 김사부 1,2,3(시즌)>	<b>장양호</b> <철인황후><명불허전> 외 다	<b>한철수</b> <어게인 마이 라이프><우아한가> 외 다

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**실적 추이 및 전망**

**1 2022년 매출 823억원(+150%YoY), 영업이익 108억원(+60%YoY)**

**2022년  
매출액 823억원(+150%YoY),  
영업이익 108억원(+60%YoY)  
기록**

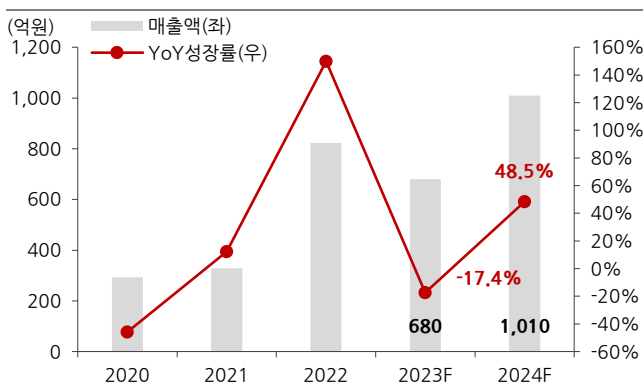
2022년 매출액 823억원(+150%YoY), 영업이익 108억원(+60%YoY), 영업이익률 13.1%(-7.4%pYoY)를 기록했다. 먼저 2022년초 드라마 ‘지금, 헤어지는 중입니다(송혜교, 장기용 주연)’의 중국 방영권 라이선스 판매가 이뤄지면서 실적에 기여했다. 2022년 별도기준 총 3편의 드라마가 제작 및 편성되면서 매출에 인식되었는데, 이는 ‘어게인 마이 라이프(2022, SBS)’, ‘지금부터, 쇼타임!(2022, MBC)’, ‘금수저(2022, MBC)’이다. 한편 자회사 스튜디오 아이콘이 제작한 ‘멘탈리스트(HBOMAX)’ 역시 2022년 실적에 반영되었다. 2022년 제작된 대부분의 드라마는 IP를 소유하는 수익구조를 확보해 매출과 수익성 모두 긍정적으로 기여하며 양호한 성과를 달성했다.

**2 2023년 1분기 리뷰**

**2023년 1분기  
매출액 110억원(-9%YoY),  
영업이익 -23억원(적자전환)  
기록**

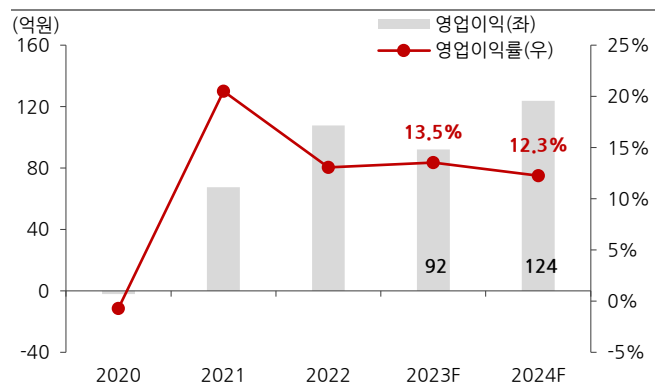
삼화네트웍스의 2023년 1분기 매출액은 전년대비 9% 감소한 110억원, 영업이익은 -23억원으로 적자를 기록했다. 2023년 1분기 매출액은 ‘두뇌공조(2023, KBS)’가 반영되면서 전년과 유사한 실적을 시현했다. 다만 국내 및 해외 판매 수익배분 및 협찬, 간접광고, 시청률 인센티브 등 부가수익은 드라마 방영 완료 후 정산하는 때까지 시차가 발생하기 때문에 2분기 이후에 순차적으로 반영될 것으로 예상된다. 이에따라 1분기 손익적인 측면에서는 다소 부진한 실적을 기록했으나, ‘두뇌공조(2023, KBS)’ 프로젝트 기준으로는 이익을 시현할 것으로 전망한다. 참고로 2022년 1분기에는 ‘지금, 헤어지는 중입니다(2021, SBS)’ 드라마의 3회분이 반영되었고, 중국 방영권 라이선스 판매가 온전히 이익으로 인식되면서 양호한 영업이익(+47억원)을 기록했다.

삼화네트웍스의 연간 매출 전망



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼화네트웍스의 연간 영업이익 전망



자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	293	329	823	680	1,010
드라마	279	324	819	675	1,005
매니지먼트	4	4	3	4	4
기타	9	1	1	1	1
영업이익	-2	68	108	92	124
지배주주순이익	-10	64	138	82	106
전년대비 증감률					
매출액	-45.9	12.4	150.0	-17.4	48.5
영업이익	적전	흑전	59.5	-14.5	34.4
지배주주순이익	적전	흑전	116.1	-40.5	28.1
영업이익률	-0.7	20.5	13.1	13.5	12.3
지배주주순이익률	-3.3	19.5	16.8	12.1	10.4

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**3** 2023년 연간 실적 전망

**2023년**  
**매출액 680억원(-17%YoY),**  
**영업이익 92억원(-14%YoY)**  
**전망**

2023년 매출액 680억원(-17%YoY), 영업이익 92억원(-14%YoY), 영업이익률 13.5%(+0.5%pYoY)를 전망한다. 동사는 현재 제작하는 드라마 대부분을 방영시점에 맞추어 매출로 인식하고 있다. 이에 따라 2023년에는 '두뇌공조(KBS)', '낭만닥터 김사부3(SBS)', '오랫동안 당신을 기다렸습니다(ENA)'가 주요작품으로 매출과 영업이익에 반영될 전망이다. 올해 편성되는 3편의 드라마와 더불어 총 5편의 드라마가 제작될 예정이다. 2023년 6월 제작 예정인 '우아한세계(가제, 김지은 작가/이승영 감독)'와 하반기 제작예정 드라마 1편(박지하 작가/이형민 감독)은 2024년 이후 방영되면서 방영시점에 맞추어 매출이 인식될 것으로 전망한다. 준토타폴로 제작되는 '낭만닥터 김사부 3(SBS)'는 올해의 최고 기대작으로 국내외 판권, OST 등의 부가매출이 예상됨에 따라 2023년 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

## Valuation

### 2023년 예상 PER과 PBR은 각각 13.7배, 1.7배

**현재 밸류에이션은**

**저평가로 판단**

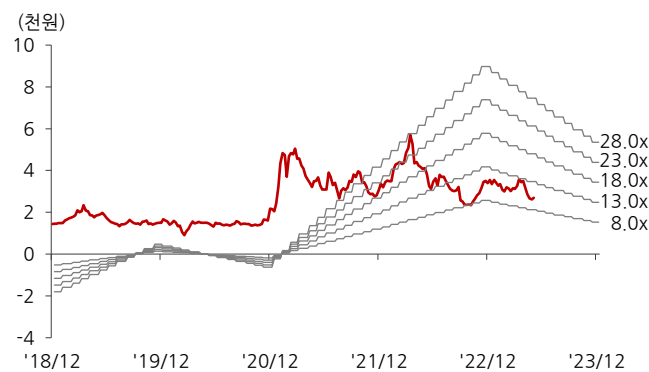
- 1) 역사적으로 중하단 수준
- 2) 경쟁사 대비 낮음

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 13.7배, 10.7배에 거래되고 있다. 최근 5개년(2019~2023년) 동안 동사의 주가가 PER밴드 8~28배 범위에서 거래되고 있는 점을 감안하면, 현 주가는 역사적 밸류에이션의 중하단 수준이다. 또한 동사의 2023년 기준 PBR은 1.7배로 동사의 주가가 최근 5개년(2019~2023년, 코로나 발생 직후 제외) PBR밴드 1.7~5.0배 범위에서 거래된 점을 감안하면, PBR 밸류에이션 역시 역사적 하단 수준이다. PBR 밸류에이션을 추가 지표로서 활용하면 동사의 밸류에이션 부담이 더욱 완화된다.

참고로 드라마제작 산업에 종사하는 경쟁사(스튜디오드래곤, 키이스트, 팬엔터테인먼트)의 2023년 평균 PER과 PBR이 각각 20.2배, 2.2배임을 감안하면, 동사는 경쟁사 대비 저평가받고 있다고 볼 수 있다. 참고로 한국 드라마 산업에 종사하는 중소형제작사는 글로벌OTT가 한국에 진출하기 전, 방송사에 납품하는 것이 거의 유일한 판매 창구였기 때문에 이익을 내기 어려운 구조였다. 이에 따라 매우 낮은 이익규모 혹은 적자에 의해 역사적 PER 밴드 값이 밸류에이션 지표로서 유의미하지 못했다. 하지만 최근들어 글로벌OTT뿐만 아니라 국내OTT 및 국내방송사의 경쟁이 치열해지면서 리튬비율이 크게 향상되었고 제작비 규모가 커지면서, 의미있는 이익 창출이 가능해져 미래 실적전망치를 바탕으로 한 상대 PER 밸류에이션이 유효해졌다.

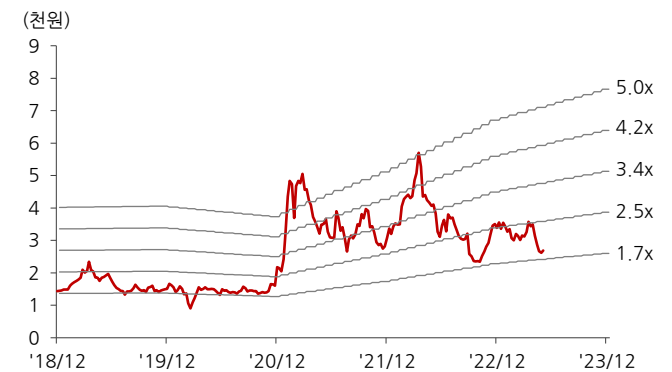
결론적으로 동사의 현주가는 2023년 PER 13.7배로 역사적으로 중하단 수준이고, 경쟁사(2023년 예상 PER 평균 20.2배) 대비 저평가이다. 또한 동사는 2023년 예상 BPS 기준 PBR 1.7배에 거래되고 있는데, PBR 밸류에이션 역시 경쟁사(2023년 예상 PBR 평균 2.2배) 대비 저평가라고 판단된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼화네트웍스와 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원)

	삼화네트웍스	스튜디오드래곤	에이스토리	NEW	키이스트	초록뱀미디어	래몽래인	팬엔터테인먼트
시장구분	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ
추가(원)	2,690	65,400	19,960	6,680	7,920	6,900	22,800	5,010
시가총액	1,161	19,658	1,904	1,864	1,548	1,498	1,472	1,387
자산총계								
2019	433	5,816	403	3,133	1,084	1,865	166	775
2020	380	7,573	552	2,758	701	2,991	275	1,031
2021	808	8,840	977	3,475	636	5,510	722	1,114
2022	833	10,907	1,013	3,329	856	4,819	716	1,164
자본총계(지배)								
2019	349	4,283	386	1,110	436	1,063	92	478
2020	322	6,093	307	1,053	416	1,293	237	680
2021	441	6,839	477	1,288	456	3,352	446	727
2022	579	6,607	585	1,200	591	2,890	421	724
매출액								
2019	542	4,687	282	1,492	394	485	200	402
2020	293	5,257	221	1,207	481	467	347	247
2021	329	4,871	589	1,415	465	1,491	410	304
2022	823	6,979	717	1,556	620	1,925	444	253
2023F	680	8,334	N/A	N/A	1,016	N/A	N/A	1,384
영업이익								
2019	2	287	-11	-81	-21	14	13	11
2020	(2)	491	-9	19	17	-86	37	25
2021	68	526	69	18	10	42	32	15
2022	108	652	85	72	-24	56	-63	9
2023F	92	834	N/A	N/A	102	N/A	N/A	186
영업이익률(%)								
2019	0.3	6.1	-3.8	-5.5	-5.4	2.9	6.5	2.7
2020	-0.7	9.3	-4.0	1.5	3.5	-18.4	10.7	9.9
2021	20.5	10.8	11.8	1.2	2.2	2.8	7.7	4.9
2022	13.1	9.3	11.9	4.6	-3.9	2.9	-14.1	3.7
2023F	13.5	10.0	0.0	0.0	10.1	0.0	0.0	13.5
당기순이익(지배)								
2019	7	264	-12	-86	-83	82	15	11
2020	-10	296	-74	-56	95	-339	32	18
2021	64	390	170	-220	-2	-224	23	40
2022	138	506	41	-123	-17	-453	-64	-6
2023F	82	660	N/A	N/A	78	N/A	N/A	134
ROE(%)								
2019	2.1	6.4	-4.6	-7.5	-17.4	8.4	24.3	2.4
2020	-2.9	5.7	-21.3	-5.1	22.4	-28.8	19.1	3.1
2021	16.8	6.0	35.7	-18.8	-0.5	-9.7	6.8	5.7
2022	27.2	7.5	7.7	-9.9	-3.2	-14.5	-14.7	-0.9
2023F	13.3	9.5	N/A	N/A	11.7	N/A	N/A	17.1
PER(배)								
2019	91.0	85.9	N/A	N/A	N/A	17.3	10.3	63.2
2020	N/A	88.7	N/A	N/A	20.7	N/A	29.4	99.9
2021	20.7	69.9	16.7	N/A	N/A	N/A	51.6	35.6
2022	10.6	51.1	59.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023F	13.7	30.3	N/A	N/A	19.8	N/A	N/A	10.4
PBR(배)								
2019	1.9	5.3	2.2	1.0	4.7	1.4	2.4	1.5
2020	2.9	4.6	11.4	2.0	4.8	2.7	4.3	2.6
2021	3.0	4.0	5.9	3.1	5.1	2.1	3.4	1.9
2022	2.5	3.9	4.0	1.9	3.1	1.1	3.2	2.0
2023F	1.7	2.7	N/A	N/A	2.2	N/A	N/A	1.6
PSR(배)								
2019	1.2	4.9	2.6	0.7	5.2	2.9	0.8	1.8
2020	3.2	5.0	16.1	1.7	4.1	6.2	2.7	7.3
2021	4.0	5.6	4.8	2.8	4.9	3.8	2.9	4.7
2022	1.8	3.7	3.4	1.5	2.9	1.6	3.0	5.7
2023F	1.7	2.4	N/A	N/A	1.5	N/A	N/A	1.0
배당수익률(%)								
2019	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2020	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2021	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2022	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 1) 삼화네트웍스와 키이스트, 팬엔터테인먼트의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 5월 30일 종가 기준  
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터


**리스크 요인**
**교환사채는 잠재적 오버행 요소****교환사채 100억원 보유**

동사는 2023년 3월말 기준, 교환사채 100억원을 보유하고 있다. 교환사채의 발행일은 2021년 12월 10일이고, 만기일은 2024년 12월 10일, 교환청구기간은 2022년 3월 10일부터 2024년 11월 10일까지이다. 최초 교환가액은 3,500원이었으나, 현재 교환가액은 최저 리픽싱 90%가 반영된 3,150원으로 조정되었다. 교환사채는 주가가 교환가액 이상으로 상승 시 사채 투자자가 주식으로 교환하여 매도할 수 있기 때문에, 투자시 반드시 고려해야하는 오버행(주식 시장에서 언제든지 매물로 쏟아질 수 있는 잠재적인 과잉 물량 주식을 의미하는 용어) 리스크이다. 교환사채의 교환가능 주식수(3,174,603주)는 동사 총 주식수(43,172,933)의 약 7.4%에 해당해 적지 않은 물량이다. 다만 교환사채는 전환사채와 달리 기존 주주의 지분율이 희석되지 않는 점은 긍정적인 부분이다.

**교환사채 보유 내역**

구분	제 8 회 무기명식 무보증 사모 교환사채
발행 권면총액(억원)	100
발행일	2021.12.10
만기일	2024.12.10
교환청구 기간	2022.03.10 부터 2024.11.10 까지
교환가액(원)	3,150 원

자료: 삼화네트웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	293	329	823	680	1,010
증가율(%)	-45.9	12.4	150.0	-17.4	48.5
<b>매출원가</b>	275	229	660	550	828
매출원가율(%)	93.9	69.6	80.2	80.9	82.0
<b>매출총이익</b>	18	100	163	130	182
매출이익률(%)	6.3	30.5	19.8	19.1	18.0
<b>판매관리비</b>	20	33	55	38	58
판매비율(%)	6.8	10.0	6.7	5.6	5.7
<b>EBITDA</b>	7	74	115	97	125
EBITDA 이익률(%)	2.4	22.5	14.0	14.3	12.4
증가율(%)	-80.5	951.8	55.8	-15.7	28.6
<b>영업이익</b>	-2	68	108	92	124
영업이익률(%)	-0.7	20.5	13.1	13.5	12.3
증가율(%)	적전	흑전	59.5	-14.5	34.4
<b>영업외손익</b>	-8	-2	9	-1	0
금융수익	1	3	27	10	9
금융비용	2	10	15	11	9
기타영업외손익	-7	6	-3	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-10	66	117	92	124
증가율(%)	적전	흑전	78.2	-21.8	35.8
법인세비용	0	2	-21	9	19
계속사업이익	-10	64	138	82	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-10	64	138	82	106
당기순이익률(%)	-3.3	19.5	16.8	12.1	10.4
증가율(%)	적전	흑전	116.1	-40.5	28.1
지배주주지분 순이익	-10	64	138	82	106

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	17	-35	80	121	29
당기순이익	-10	64	138	82	106
유형자산 상각비	7	6	8	5	1
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
외환손익	1	0	1	0	0
운전자본의감소(증가)	3	-121	-76	34	-78
기타	14	16	9	0	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-31	-92	-96	0	-0
투자자산의 감소(증가)	279	561	574	0	-0
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-155	-26	0	0
기타	-308	-499	-644	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-17	143	-3	-6	14
차입금의 증가(감소)	3	0	1	-6	14
사채의증가(감소)	0	100	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-20	43	-4	0	0
<b>기타현금흐름</b>	-1	0	-1	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-33	17	-20	115	43
기초현금	86	53	70	50	165
기말현금	53	70	50	165	208

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	251	505	479	537	711
현금성자산	53	70	50	165	208
단기투자자산	108	42	102	102	102
매출채권	17	65	30	25	37
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	72	327	297	245	364
<b>비유동자산</b>	129	303	354	349	348
유형자산	12	164	186	181	180
무형자산	3	3	7	7	7
투자자산	37	29	33	33	33
기타비유동자산	77	107	128	128	128
<b>자산총계</b>	380	808	833	886	1,059
<b>유동부채</b>	19	219	199	179	225
단기차입금	1	1	3	3	3
매입채무	8	28	37	31	46
기타유동부채	10	190	159	145	176
<b>비유동부채</b>	39	148	55	46	67
사채	0	70	0	0	0
장기차입금	2	1	0	0	0
기타비유동부채	37	77	55	46	67
<b>부채총계</b>	58	367	254	225	292
<b>지배주주지분</b>	322	441	579	661	767
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	238	272	272	272	272
자본조정 등	-48	-35	-28	-28	-28
기타포괄이익누계액	-12	0	0	0	0
이익잉여금	57	118	249	331	437
<b>자본총계</b>	322	441	579	661	767

**주요투자지표**

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	N/A	20.7	10.6	13.7	10.7
P/B(배)	2.9	3.0	2.5	1.7	1.5
P/S(배)	3.2	4.0	1.8	1.7	1.1
EV/EBITDA(배)	111.4	17.9	12.4	10.1	7.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-22	148	321	191	244
BPS(원)	746	1,022	1,341	1,531	1,776
SPS(원)	679	763	1,907	1,575	2,339
DPS(원)	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROE	-2.9	16.8	27.2	13.3	14.8
ROA	-2.4	10.8	16.9	9.6	10.9
ROIC	-2.1	30.4	25.8	19.9	23.8
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	1,332.4	230.8	240.6	300.2	315.9
부채비율	17.9	83.2	43.9	34.0	38.1
순차입금비율	-48.9	-1.2	-5.3	-23.0	-23.6
이자보상배율	-14.9	45.7	10.7	8.7	13.5
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.7	0.6	1.0	0.8	1.0
매출채권회전율	19.0	8.0	17.3	24.6	32.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 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 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 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 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.