

## 이제 콘텐츠가 권력이다

# BUY

### Valuation

**Target Price: 2,566**
**Price: 1,540**
**Margin of Safety: 67%**
**MktCap.(100mn): 731**
**ROE: -21.14%**
**Op.Magin: -9.08%**
**PER: -16.21**
**PBR: 10.27**
**Dividend Yield: 0%**
**Major Sh.Holder:**

 ㈜케이티 **19.20%**

 고대화 **8.88%**

### 차트



### 기업분석 5팀

 이강빈, 김민정, 류제민,  
 이병진, 함병현

#### ● 국민 드라마 제조기, 방송 콘텐츠 외주 제작 1위 업체

Killer Contents, 국민 드라마, 대형 작품 전문 제작 기업으로 알려진 동사는 방송 콘텐츠 외주 제작 업체들 중 압도적 1위를 고수하고 있다. 지상파 방송사들에게 인정받는 흥행 작품을 만드는 핵심역량은 시나리오, 자금력, 작품 완성도를 통해 구현된다. 업계로부터 작품의 수익성을 충분히 인정받은 동사는 지상파 방송사와의 불평등한 계약 관계에서 탈피, 판매 단가의 상승과 판권 확보를 통한 수익 개선을 보이고 있다. 경쟁사들의 수익 구조가 악화되는 상황에서 올해 흑자 전환이 확실시 되는 동사는 높은 투자 매력을 지니고 있다.

#### ● 국내 방송 산업 경쟁 구도화는 콘텐츠 중심의 산업 재편 촉진

직접적인 경쟁으로부터 자유로웠던 국내 방송 산업은 새로운 방송 Platform의 등장으로 본격적인 경쟁체제로 재편될 것으로 판단된다. 각 방송 Platform 업체들의 막대한 자본력과 방송 서비스를 위한 기술 수준의 평준화는 방송 산업의 주도권 장악에 걸림돌로 작용할 것이다. 특히 통신사 중심의 IPTV와 기존 SO사업자 중심의 디지털 케이블 TV의 경쟁은 가입자 확보를 위한 콘텐츠 확보 전쟁으로 이어질 전망이다. 방송 Platform 업체들의 경쟁 구도가 심화될수록 방송 콘텐츠 제작 업체들에 대한 수요는 크게 증가할 것이다. 방송 콘텐츠에 대한 수요처 다양화는 콘텐츠 중심으로 방송 산업 재편을 촉진시킬 전망이다.

#### ● KT 계열사 편입은 종합 방송 콘텐츠 기업을 위한 도약 발판

07년 KT는 IPTV 사업자로서 양질의 콘텐츠를 안정적으로 공급하기 위해 동사의 주식을 매입하였다. KT계열사로 새롭게 탄생한 동사는 기존의 기업 운영 시스템을 정비하고 풍부한 투자 자금을 이용, 방송 Platform 맞춤형 콘텐츠 제작에 박차를 가하고 있다. KT의 다양한 통신 인프라를 활용하고 타 계열사와의 제휴를 통해 새로운 콘텐츠 시장으로의 진입을 시도하고 있다. 미디어 콘텐츠와 IT Technology의 결합을 통해 세계 시장으로의 진출을 목표로 하는 동사는 종합 방송 콘텐츠 기업으로 발돋움할 것으로 기대된다.

## I. 방송 콘텐츠 외주 제작 업계 1위 - 올리브나인

그림 1. 동사 연혁 및 주요 사업 상과



- 1999.11 코스닥 상장
- 2002.07 코스닥 통록

- 2005.01 시그엔DMB(→개그스튜디오) 설립(본사)
- 2005.02 ㈜올리브나인으로 사명변경
- 2005.03 "불량주부" (SBS) / "그린로즈" (SBS) 방영
- 2005.06 KOCCA CT개발기관 선정
- 2005.09 "프라하의 연인" (SBS) 방영
- 2005.12 "청년성공시대" (SBS), "TV영어마을" (SBS) 방영
- 2005.12 과학기술부 과학영상콘텐츠 제작지원자 선정
- TV예능프로그램 "X맨을 찾아라", "러브제너레이션" 등
- 올리브나인 크리에이티브 설립

**1999      2004                      2005                      2006                      2007**

- 2004.10 최대주주 변경 (고대화)
- 2004.12 G-Family 엔터테인먼트 인수 (현, 올리브나인엔터테인먼트)





- 2006.01 스타즈엔터테인먼트(→현, 더컨텐츠엔터테인먼트) 인수
- 2006.01 "에일리언★샘" (Tooniverse) 방영
- 2006.03 <골든브릿지-올리브나인 한류드라마펀드(100억원 규모)> 조성
- 2006.05 "주몽" (MBC) 방영
- 2006.09 KT, 유상증자 참여(204억원, 19.2%) 결정 (제3차배정 유상증자로 최대주주 변경, KT 계열사 권입)
- 2006.10 "황진이" (KBS) 방영
- 2006.10 투어엔터테인먼트 설립 (MBC, 모두투어와 합작법인)



- TV예능프로그램 "우리아이가 달라졌어요", "슈퍼바이킹", "아이러브아이"
- 기타 "주몽", "미스터 굿바이" 등 OST 음반 기획제작
- 기타 나주 삼한지 테마파크("주몽" 촬영지) 운영

**지상파 드라마**

- "힐트,애기씨" (KBS, 3월, 20부작)
- "마왕" (KBS, 3월, 16부작)
- "황금신부" (SBS, 6월, 50부작)
- "황과 나" (SBS, 7월, 50부작)
- 자체/공동제작 형태로 4~5편 기획/추진 중

**예능/교양 프로그램**

- "비바 프리즈"/"슈퍼바이킹" (SBS, 3월)
- "여유만만(견예정포)" (KBS2, 7월)
- "생활의 달인" (SBS, 7월)
- "집속 쿠비월드" (SBS, 7월)
- "G2X" (MBC ESPN, 7월)
- "심리극장 천인야화" (SBS, 10월)

**미디어 플랫폼 콘텐츠**

- "스타맛집(Mega TV, 7월)
- 4~5편의 IPTV 및 뉴미디어 콘텐츠 기획/추진 중

자료: 동사 IR자료, 2007

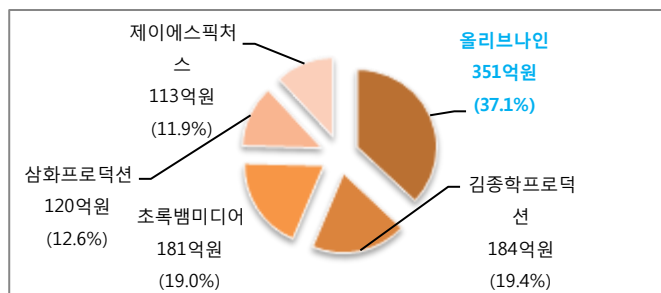
### 종합 엔터테인먼트 그룹 올리브나인

동사는 작가-감독-연기자 등 핵심 콘텐츠 자원을 기반으로 미디어 콘텐츠 제작, 미디어 채널 서비스를 운영하는 종합 엔터테인먼트 그룹이다. KT의 계열사인 동사는 드라마, 예능-정보 프로그램, 영화 등 자체 보유한 우수 엔터테인먼트 콘텐츠에 IT Technology를 결합, 차세대 미디어에 적합한 콘텐츠를 제공하는 "Single Contents, Multi Application"을 지향하고 있다. 국내 최고 수준의 엔터테인먼트 콘텐츠와 브랜드를 바탕으로 높은 부가가치를 지닌 각종 수익사업을 전개하여 아시아 최고의 디지털 콘텐츠 미디어 그룹을 지향하고 있다.

### 압도적 업계 1위

현재 프로그램 외주 제작 시장은 800여 개의 업체들이 난립해 있는 상황이며 메이저 업체 위주로 재편되고 있다. 동사의 매출액은 시장 2위권을 형성하고 있는 김중학 프로덕션, 초록뱀미디어에 비해 2배에 달하는 규모를 기록하고 있다.

그림 2. 상위 5개사 내 시장점유율



자료: 각 사 감사보고서 매출액 기준, 2007

그림 3. 상위 3개 업체의 매출액 추이

외주 제작사	지상파 외주 제작 횟수	회당 평균 매출액
김중학 프로덕션	96	1억
초록뱀미디어	80	9천2백만원
올리브나인	58	2천6백만원

**월등한 회당 매출액과 대형작품 경쟁력**

지상파 3사에 대한 동사의 외주 제작 횟수는 경쟁사에 비해 다소 낮은 수준이다. 그러나 동사의 회당 평균 매출액이 타사에 비해 압도적으로 높기 때문에 전체 매출액 규모에서도 우위를 점하고 있다. 동사의 주요 제작 콘텐츠인 대형 작품의 경우 지상파 방송사에게도 중요도가 높기 때문에 철저한 제작능력 검증을 통해 채택된다. 동사는 대형작품 위주의 제작을 지향하고 있으며 타사에 비해 강력한 경쟁 우위를 지니고 있다.

**국민 드라마 제조 능력 방송국과 긴밀한 관계 유지**

동사는 대부분의 수익이 방송 프로그램 제작에서 발생한다. 특히 드라마 비율이 높으며 2005년부터 매년 3편 이상씩 지상파 방송사에 드라마를 공급해왔다. 방송 콘텐츠를 판매하기 위해서는 기획단계에서 방송편성에 포함시킨 후 방송국과 긴밀한 관계를 유지해야 한다. 동사는 최고 시청률 52%를 기록한 "주몽"과 같은 소위 "국민 드라마"라 불리는 작품을 만들어내는 제작사로 업계에 인정받고 있다. 대표 지상파 3사는 물론 케이블 방송, 위성 방송, IPTV에 이르기까지 방송 콘텐츠 판매를 통한 긴밀한 관계를 유지하고 있다.

**작가에서 배우에 이르는 양질의 인적 역량**

또한 유명 작가와 배우 확보에 적극적인 투자를 통해 경쟁사 대비 양질의 인적 역량을 갖추고 있다. 대표적인 작가로는 "강은정(파리의 연인)", "황주하(해신, 상도)", 유동윤(여인천하, 왕과나)", 홍정은, 홍미란(쾌걸춘향, 환상의 커플)" 등이 있으며 대표 배우로는 신현준, 최지우, 채림, 이미숙 등이 동사에 소속되어 있다.

**방송 콘텐츠 관련 부가사업 전개**

동사는 드라마를 통한 부가수입 및 새로운 수익모델 창출을 위해 다양한 시도를 하고 있다. 드라마 OST를 직접 제작하여 판권을 소유하고 있으며 온라인 음원시장을 통한 판매로 수익을 올리고 있다. 특히 동사가 제작한 드라마 "쾌도 홍길동"의 OST가 시장에서 좋은 반응을 얻으며 이러한 수익모델의 성공가능성을 입증했다. 또한 50%를 상회하는 시청률을 기록했던 동사의 드라마 "주몽"을 촬영했던 오픈세트를 관광자원으로 활용하며 드라마 및 연예인 관련 상품 개발과 판매로 수익을 추구하고 있다. 또한 계열사를 통해 관련사업을 발전시켜나가고 있다.

그림 4. 동사가 제작한 드라마 예시



'파리의 연인'  
신우철 감독, 김은숙 극본  
최고시청률: 32%, SBS 방송



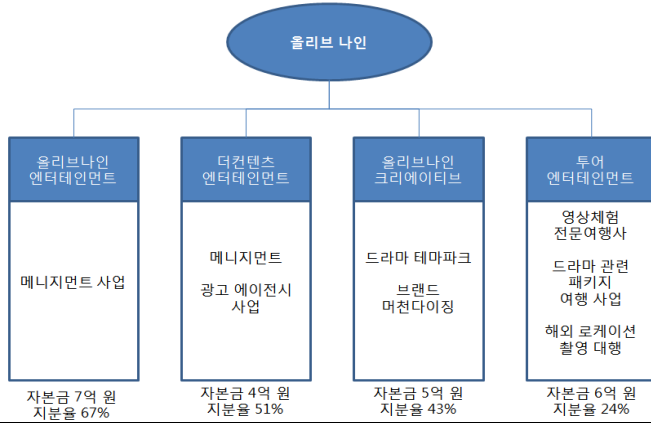
'주몽'  
이주환 감독, 정형수, 최완규 극본  
최고시청률 52%, MBC 방송



'왕과나'  
김재형 연출, 유동윤 극본  
SBS 방송

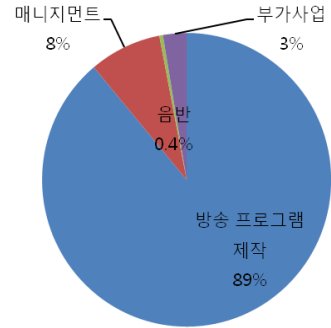
자료: 올리브나인 기업 IR

그림 5. 동사 계열 구조



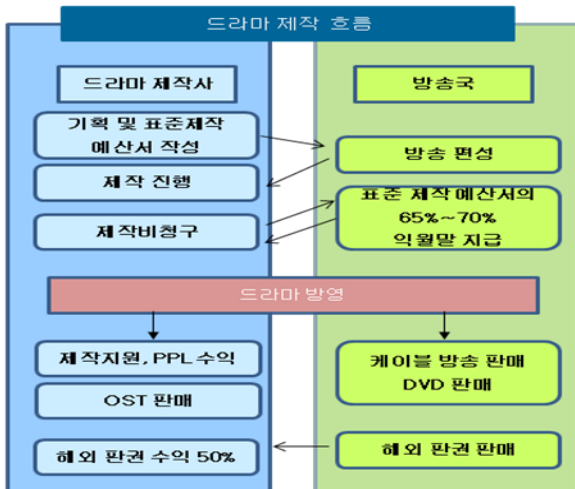
자료: 동사 공시 자료, 2007

그림 6. 동사 수익 구조



자료: 동사 공시 자료, 2007

그림 7. 드라마 제작과 수익 구조



자료: IR 자료, 2007

그림 8. 외주제작사의 드라마 관련 수익 구조

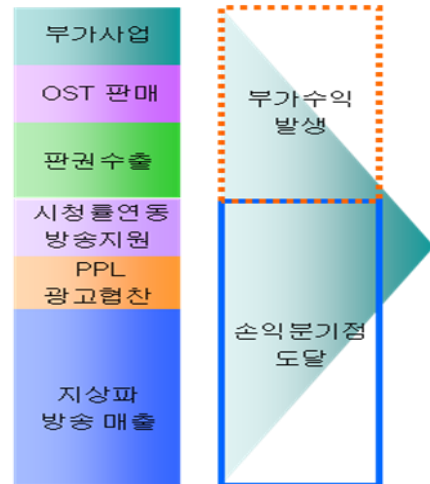
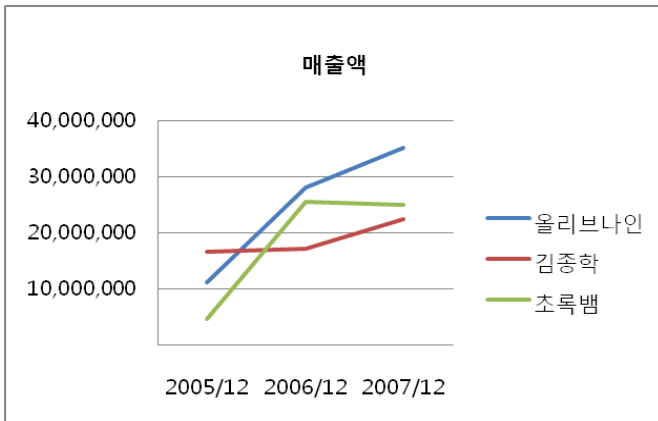
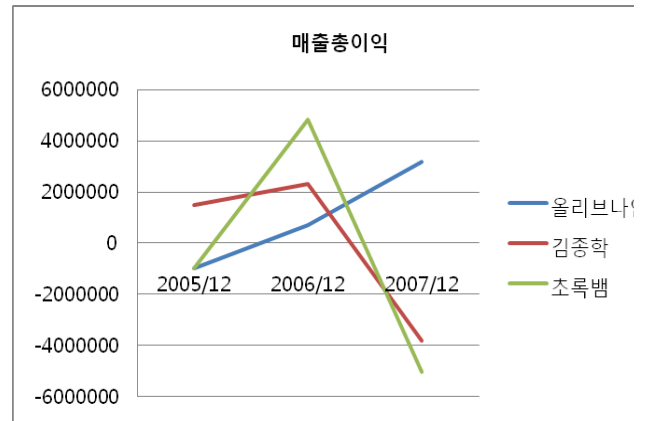


그림 9. 매출액 추이 (단위: 천원)



자료: IR 자료, 2007

그림 10. 매출총이익 추이 (단위: 천원)



자료: IR 자료, 2007

## II. 따라올 수 없는 경쟁력 - 핵심 내부 역량

방송 콘텐츠 수요처들이 드라마를 선택할 때 고려하는 기준은 “흥행이 가능한가”이다. 그리고 흥행을 결정하는 3요소는 시나리오, 주연 배우, 그리고 작품 완성도다. 어떤 작가의 시나리오인가, 얼마나 파급력이 있는 배우인가, 작품제작 능력이 검증된 회사인가에 따라 방송 콘텐츠 수요처의 결정이 이루어진다.

### 작가의 힘 - 시나리오

시나리오는 작가로부터 나오며, 유명 작가의 검증된 시나리오는 “흥행 보증 수표”라는 이야기가 방송계에 있을 정도로 드라마 흥행에 결정적인 역할을 한다. 방송사와 계약 체결 시 가장 중요한 요소 역시 시나리오다. 시나리오 중심의 기획서를 방송사에 제시한 후 이것이 통과되어야 투자와 실제 촬영이 이루어지는 시스템이기 때문이다. 동사는 스타 작가의 영입에 대한 지속적인 투자를 바탕으로 시나리오 제작 역량에 있어 경쟁사에 비해 양적, 질적으로 우수한 작가 인력을 확보해왔다.

동사 소속의 대표적인 작가로는 “강은정(파리의 연인)”, “황주하(해신, 상도)”, 유동윤(여인천하, 왕과나)”, 흥정은, 홍미란(괘결춘향, 환상의 커플)” 등이 동사에 소속되어 활동하고 있다. 수적으로도 동사는 41 명의 작가와 계약을 맺은 반면 김종학프로덕션은 16 명, 초록뱀미디어는 10 명의 작가를 보유하고 있어 동사의 시나리오 제작 능력이 우위에 있음을 알 수 있다.

### 자금력의 전쟁

#### - 주연 배우 캐스팅

주연 배우의 파급력에 따라 드라마의 흥행 성적은 크게 좌우되며, 흥행 파워가 큰 배우일수록 캐스팅을 위한 자금은 가파르게 늘어난다. 결국 이들을 캐스팅하기 위한 출연료는 제작비의 많은 비중을 차지하게 되고 자금력이 부족한 외주제작사의 경우 도태될 수 밖에 없는 것이 업계의 현실이다.

그림 11. 동사 작가와 연출자

구분	이름	대표작품
작가(외 37인)	강은정	SBS 태양의 남쪽, 파리의 연인, 불량주부
	정형수	MBC 다모, 상도, 주몽
	윤선주	KBS 불멸의 이순신, 태양인 이제마, KBS 황진이
	흥정은 /홍미란	SBS 괘결춘향, 마이걸, MBC 환상의 커플, '홍길동이 간다' 집필중
연출(외 3인)	김철규	KBS 황진이, 여름향기, 꽃보다 아름다워, 유행가가 되리, 깃발(KBS TV 문학관)

자료: 동사 홈페이지, 2007

동사는 2007년 1월 11일부로 KT가 지분의 약 20%를 유상증자를 통해 매입을 하면서 KT의 계열사로 편입되었다. 이를 통해 204억 원의 자기자본이 확충되었으며 추후 KT의 콘텐츠 사업에 대한 투자지주로 미루어볼 때 배우 캐스팅을 위한 자금 여력이 타 경쟁사에 비해 월등히 유리하다. 김종학 프로덕션, 초록뱀미디어는 이러한 대기업의 지원이 예정된 바 없다.

또한 동사가 소유한 메니지먼트 회사인 "올리브나인 엔터테인먼트"를 통한 주연 배우 확보가 가능하다. 최상급 배우인 최지우, 신현준, 강성연을 비롯 다수의 배우들이 포진해있다. 드라마의 성격에 따라 계열사 소속의 배우를 캐스팅하지 않는다고 하더라도 메니지먼트 회사를 소유하고 있는 것은 콘텐츠 제작 회사에 큰 도움이 된다. 드라마에는 주연급 이외 다수의 배우들이 투입된다. 동사의 경우 자체 제작 드라마에 연기력에 보장된 안정적인 조연 배우들을 수급하고 이들에 대한 지불액 중 절반 이상이 지분법에 의해 환원된다. 이렇게 축적된 자금을 주연급 배우 캐스팅에 집중할 수 있는 시스템을 갖추게 되는 것이다.

신뢰의 조건 - 작품 완성도

드라마의 완성도는 결국 해당 기업의 인적, 물적 자원을 동원하여 질적으로 우수한 작품을 만드는 능력을 의미한다. 이는 많은 제작 경험과 노하우를 바탕으로 해야만 하며 시장점유율 1위, 회당 평균 매출액 1위를 기록하고 있는 동사의 경쟁 우위를 확고히 하고 있다. 2007년 동사에서 제작되어 지상파에 방영된 5개의 드라마 평균 시청률이 20.82%를 기록할 정도로 흥행작 제작에 있어 그 능력이 뛰어나다.

콘텐츠 수요처의 입장에서는 검증된 제작 능력을 가진 기업과의 계약을 원하기 때문에 제작비가 큰 대형 작품처럼 리스크가 큰 프로젝트일수록 메이저 업체와의 계약을 선호하게 된다. 따라서 시장 1위업체인 동사는 현재의 지위가 더 큰 매출을 불러일으키는 선순환 구조를 영위할 수 있는 상황이다.

그림 12. 배우 회당 출연료

출연료(만원)/회당	연기자
1,000 ~ 1,500 미만	윤은혜 이보영 유호정 김민정 엄태웅 윤다훈 성유리 심혜진 양동근 김현주 채림 이다해 조한선 김민준 수애 한채영 주진모 배두나 천정명
1,500 이상 ~ 2,000 미만	송혜교 이동건 송윤아 김하늘 정준호 엄정화 현빈
2,000 이상 ~ 2,500 미만	고현정 안재욱 에릭 전도연 이서진 김주혁 한가인 비(정지훈) 미나영 문근영 강동원 김래원 김정은 박진희 이성재 신은경 임창정 이요원
2,500 이상	손예진 감우성 송일국 이정재 김선아 조인성 박신양 권상우 하지원 최지우 장진영 송승헌 류승범
5,000 이상	배용준 이영애 장동건 이병헌

자료: 외주제작사 지급금액 추정 (단위: 만원) 출처: A 방송사 내부 자료(2006)



위 세 가지의 경쟁 우위를 통해 동사의 수익창출구조에 큰 변혁이 일어날 것으로 예상된다. 현재 외주제작 시장의 수익성이 좋지 못했던 것은 방송사와의 계약에서 불리한 입장에 있어서 실제제작비에 비해 턱없이 낮은 제작지원비에도 계약을 해야만 했고, 특히 판권을 확보하지 못했던 점이 큰 비중을 차지해왔다. 하지만 동사는 자기만의 두 가지 장점으로 판권 및 계약 조건의 불리한 조건을 극복할 수 있는 시점에 도달했다.

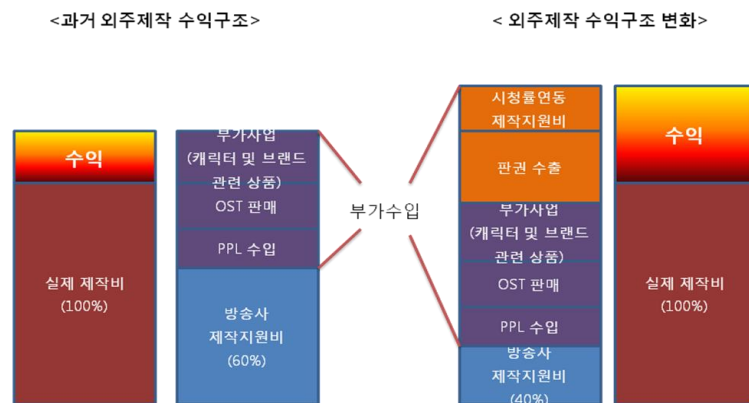
**교섭력 증대를 통한 제작 마진의 확대**

첫째, 교섭력(Bargaining Power)의 증대다. 동사의 우수한 드라마 제작 역량이 이미 시장에서 충분히 인정되었기 때문에 메이저 업체로서 지상파 방송사와의 계약에서 좀 더 유리한 위치로 올라설 수 있게 되었다. 예전에는 수익성이 좋지 못한 작품도 어쩔 수 없이 진행해야 했지만, 최근에는 이를 거부할 수 있을 정도로 교섭 입지가 강화 되었다. 지상파 방송사에서도 콘텐츠 제작 능력을 갖춘 소수 메이저 업체들에 대해서 과거처럼 일방적으로 유리한 계약조건을 제시하지 못하고 있다. 그러므로 업계 1 위의 지위를 지닌 동사가 실제 제작비를 고려한 합리적인 제작지원비를 받아낼 수 있도록 계약 환경이 변화하고 있고 이는 곧 제작 마진의 확대로 이어지게 된다.

**투자자금 확보를 통한 수익구조의 변혁**

둘째, 투자자금 확보를 통한 판권 소유 및 시청률연동 제작지원의 가능성이 높아졌다. 과거에는 외주제작사의 자금여력이 부족했기 때문에 방송사에서 판권을 소유하고 시청률과 관계없이 일정한 금액의 대금을 받아왔다. 하지만 동사는 KT 계열사 편입으로 인한 투자자금 확보로 제작사의 판권 소유 및 시청률연동 제작지원비의 요구가 가능하게 되었다. 계약에 있어 고정 제작지원비의 비중을 줄이는 대신 동사가 판권을 소유하며 흥행에 따른 시청률 상승에 따라 더 높은 제작지원비를 받게 되는 것이다. 이를 통해 수익성이 낮을 수 밖에 없었던 외주제작사 수익 구조의 한계를 극복할 수 있을 것으로 예상된다.

**그림 13. 동사 수익구조 변화**



자료: 동사 IR 문의, SMIC Research Team 5.

### Ⅲ. 우량 기업으로 도약 - 콘텐츠 판권 제작사 소유화

제작사로의 판권 이동

드라마 '태왕사신기'는 동사의 작품은 아니지만 드라마 시장에서의 판권 변화를 살펴볼 수 있다는 점에서 좋은 자료가 된다. 태왕사신기는 제작사가 해외 판권 판매, DVD제작 판매, 전시회 등 대부분의 판권을 제작사가 가져간 대표적인 드라마이다. 김종학 프로덕션이 MBC에 준 방영권은 회당 2억원 수준이었다. 제작사인 김종학 프로덕션과 은 태왕사신기의 판권을 해외로 판매하고 부가사업을 주도해서 수익 창출하고 있다.

판권의 이동은 인기 드라마를 제작하는 능력이 있는 동사에 기회

이처럼 '태왕사신기'를 필두로하여 제작사로의 판권 소유 이동 흐름이 본격화 되고 있다. 제작사가 판권을 가져가면 판권 판매와 부가 사업 등으로 인한 수익을 제작사가 가져갈 수 있게된다. 그런데 판권 보유를 통해 제작사가 수익을 창출하기 위해서는 재미있고 인기 있는 작품을 만드는 능력을 갖추고 있어야 한다. 그렇지 못하면 판권을 보유 하더라도 판권 판매가 되지 않고 방송사의 제작지원비 비중 감소로 인해 오히려 제작사에 부담만 될 수 있기 때문이다. 하지만 동사는 인기있는 드라마를 지속적으로 만들어 낼 수 있는 역량을 갖추었으며 이에 따라 향후 수익성은 좋아질 전망이다.

실제로 동사가 제작한 여러 편의 드라마는 방송사를 통해 각 국가에서 주목을 받으며 높은 가격으로 판매되었다. 그런데 지금까지는 SBS, KBS등 방송사들이 대부분의 판권을 가지고 있으며 수익의 상당 부분을 가져가는 구조로 되어있었다. 따라서 많은 판권 수입과 부가 수입이 창출 되었음에도 동사는 만족할 만한 수익을 올리지 못했다. 하지만 앞으로 판권을 보유하게 되면 동사는 지금 보다 많은 수익을 창출할 수 있을 것이다.

해외 판권 판매	일본 NHK와 계약 체결. 방송 판권료를 지속적으로 받음 -일본에 진출한 한국 드라마 사상 최고대우 대만과 회당 3만달러, 총 6억 6천만원정도의 판권계약
DVD판매	2007년 예고편 DVD판매. 2개월 만에 30억 매출
영화 제작	2007년 12월 4일부터 극장 상영
향수, 가방, 귀금속	향수로만 100억 원의 매출을 올리고 있음 (한 개당 10만원)
예상 매출액	서적 전시회 등을 합쳐 최소 350억 ~ 최대 800억 (2007년 10월 까지 345억 매출 기록)

출처 : 매일경제신문



2. 대표적인 동사 제작 드라마 해외 판매 현황

드라마 제목	판매 국가	계약 금액
주몽	일본, 필리핀, 홍콩 등 아시아 8 개국, 이란 등	대만에 판매한 한국 드라마 중 세 번째로 높은 가격으로 계약
왕과 나	대만, 중국(우회 판매) 등	대만에 편당 3만 달러(2820만원)- 드라마 사상 최고가
황진이	중국, 대만, 베트남 등	정확한 액수 미 발표. 중국에 판매한 KBS 드라마 중 최고가

출처 : 매일경제신문

Ⅲ. 국내 방송 산업 전망 - 다양성 증대로 인한 경쟁체제 심화

방송 산업 이해를 위한 3가지 Key Words

방송 산업은 기능에 따라 크게 3 가지 부분으로 나누어 구분할 수 있다.

- 방송 Platform 사업
- 방송채널이용사업(PP, Program Provider)
- 방송 콘텐츠 제작 사업

방송 Platform 사업은 방송 서비스가 이루어지기 위한 기본적인 시스템이 구축되어야 한다. 동일한 방송 채널을 시청하더라도 송출 방식에 따라 다른 Platform으로 구분될 수 있다.

방송채널이용사업은 방송 Platform 에 채널의 형태로 서비스를 제공하는 것이다. 방송 Platform 과 관계 없이 개별적인 계약에 따라 자사의 채널을 서비스 할 수 있다.

방송 콘텐츠 제작 사업은 실질적 방송 서비스인 콘텐츠 생산을 의미한다. 생산된 방송 콘텐츠는 방송채널이용사업자들에게 판매되어 서비스된다. 따라서 Platform 이나 채널에 관계없이 독립된 거래 체결에 따라 방송 콘텐츠 적용이 가능하다.

방송 사업자의 기능 통합화와 전문화 혼재

방송 사업자의 역할은 다양한 형태로 존재할 수 있다. 앞서 제시한 3 가지 기능을 모두 포괄하는 경우부터 특정 기능에 특화되는 경우에 이르기까지 다양하다. 방송 산업은 통합화와 전문화가 동시에 일어나고 있다. 방송 산업의 시장 매력도가 증가함에 따라 재벌 기업들의 진출이 활발해졌다. 이로 인한 통합 방송 서비스 기업들이 등장하며 대형화 형태를 갖추게 되었다. 반면 시청자의 방송 콘텐츠에 대한 요구가 다양해지면서 차별화된 성격을 갖춘 채널 및 콘텐츠 시장이 크게 발달하였다. 이러한 흐름에 발맞추어 중소 기업 규모의 외주 제작사가 등장함에 따라 방송 업체의 다양성이 증대되고 있다.

그림 14. 국내 방송 산업 매출 현황

구분	매출(백만 원)			사업별 비중(%)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
지상파(라디오+TV)	3,523,964	3,487,316	3,646,907	51.9	47.9	43.8
유선방송(종합+중계)	1,384,563	1,597,366	1,862,511	20.4	21.9	22.4
일반위성방송	255,035	347,274	393,905	3.8	4.8	4.7
위성이동멀티미디어방송	-	21,550	88,756	-	0.3	1.1
방송채널사업	1,629,015	1,829,476	2,331,501	24.0	25.1	28.0
합 계	6,792,577	7,282,982	8,323,580	100.0	100.0	100.0

자료: 방송 위원회, 2004-2007 방송산업실태조사보고서

**지금까지 국내 방송 산업은 방송 Platform간의 협력체제**

국내 방송 산업은 초기 지상파 방송사 중심에서 다양한 형태의 방송 서비스가 존재하는 산업으로 급격히 변모하고 있다. 방송 서비스를 제공할 수 있는 다양한 형태의 기술이 발전하고 시청자들의 수요와 소비 패턴이 변화하면서 이루어지는 현상이다. 핵심은 이러한 다양성이 각 방송 산업 주체간 경쟁 체제의 심화를 야기한다는 것이다. 케이블 방송의 경우 지상파 방송과 상호 보완적인 관계 속에서 발전할 수 있었다. 지상파 방송의 경우 공익적 성격과 광고수익 중심의 사업구조를 가지고 있기 때문이다. 케이블 방송사들간 경쟁도 야기되지 않았다. 지역별로 독점적인 사업 영역을 법적으로 보호받아왔기 때문이다. 지금까지 국내 방송 산업은 방송 채널간의 경쟁만 존재할 뿐 방송 Platform 간의 경쟁은 존재하지 않았던 것이다.

**새로운 방송 Platform의 등장은 경쟁체제 심화 야기**

위성 방송이 시작되면서 촉발된 케이블 방송과의 경쟁 체제는 IPTV 의 등장으로 더욱 심화될 것으로 전망된다. IPTV 의 근간이 되는 광통신 망이 전국적으로 구축되어 있는 상황에서 권역 별 독점 시장을 영위하던 케이블 방송과 직접적인 경쟁이 불가피 하다. IPTV 의 수익구조가 케이블 방송과 동일한 시청료를 부과하는 방식이며 단기간 내 기존 케이블 방송 사업자들과 차별화된 채널이나 콘텐츠를 제공하기 힘들 것으로 보인다. 여기에 기존 케이블 사업자들이 자사의 Platform 을 디지털 케이블 방송으로 개선할 의지를 보이고 있어 궁극적으로 시청자에게 제공될 서비스 차이는 크지 않을 것으로 전망된다.

**IPTV와 디지털케이블TV의 치열한 경쟁구도**

기존 케이블 방송 사업자들의 배후에는 거대 재벌 기업이 존재하고 있다. 이들은 IPTV 의 주체인 통신업체들과 비해 투자 자본력에서 크게 뒤떨어지지 않는다. IPTV 는 주문형 콘텐츠 제공이라는 보다 발전된 방송 서비스를 제공하지만 아직 법적인 제약에 자유롭지 못하며 공급하는 채널과 콘텐츠의 규모가 케이블에 비해 매우 부족한 상황이다. 케이블 방송 업체들은 기 확보한 시청자들에게 풍부한 콘텐츠를 합리적 가격에 제공하며 기존 설비의 디지털화에 박차를 가할 시간적 여유를 가지고 있다. 따라서 본 리서치팀은 향후 국내 방송 산업의 판도가 특정 방송

Platform 으로 재편되는 방식이 아닌 다양한 형태의 Platform 이 공존하는 상황에서 경쟁구도가 더욱 치열해지는 자유 경쟁 시장으로 발전될 것이라 판단한다.

그림 15. 방송 사업자 수 현황

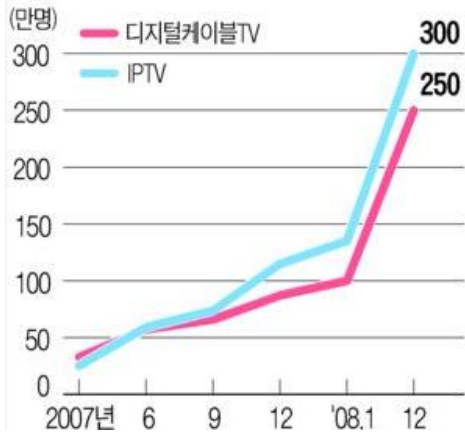
구 분		2003	2004	2005	2006	비 고
지상파 방송	소계	42	43	43	46	공영 22, 민영 15, 특수 9
	TV	33	33	32	32	
	라디오	9	10	11	11	
	이동멀티미디어	-	-	-	6	2005.12.1 개국
유선 방송	소계	605	490	380	256	
	종합유선	119	119	119	107	5개 SO 폐업, 3개 SO 제하기추천거부
	1차	53	53	53	49	
	2차	24	24	24	23	
	3차	33	33	33	29	
	4차	9	9	9	6	
	중계유선	408	299	198	139	전환, 폐업에 따른 감소
음악유선	78	72	63	10	2006년 4월 기준	
위성 방송	일반위성방송	1	1	1	1	2002.3 개국
	위성이동멀티미디어방송	-	-	1	1	2005.5 개국
방송 채널 사용 사업	소계	123	159	144	187	법인 기준
	허가승인	7	7	10	19	홍소평 5, 보도 2, 데이터방송 10
	등록	116	152	137	168	
	전광판방송	53	42	45	40	2006년 4월 등록기준
전체 사업자 수		824	735	614	531	

자료: 방송 위원회, 2004-2007 방송산업실태조사보고서

경쟁구도 심화는  
방송 콘텐츠 업체의  
수익 증대 기회

각 방송 Platform 업체들이 궁극적으로 비슷한 수준의 서비스를 유사한 가격으로 제공하는 상황에서 더 많은 시청자를 확보하는 방법은 차별화된 콘텐츠를 확보하는 것이 유일한 대안이다. Killing Contents 를 제작할 수 있는 능력을 가진 업체들에 대한 적극적인 제휴 및 M&A 가 활기를 띠 것이다. 특히 지상파 방송사들과 직접적으로 경쟁하며 콘텐츠의 우수성을 입증 받은 전문 방송 콘텐츠 제작사들은 눈부신 성장을 기록할 것으로 전망된다. 기존의 지상파 방송사 위주의 단편적 수요처가 본격적인 경쟁 구도에서 우위를 점하고자 하는 케이블 방송 업체와 IPTV 업체로 확대될 것이다. 본 리서치 팀은 이들 업체들의 막강한 자본력이 결국 방송 콘텐츠의 판매 단가 상승으로 이어져 콘텐츠 제작 업체들의 수익 구조를 크게 개선시킬 것으로 판단한다.

그림 16. 디지털케이블TV와 IPTV 가입자 수



자료: 방송 위원회

그림 17. 디지털케이블TV와 IPTV 비교 표

구분	디지털케이블 TV	IPTV	
기술 기준	압축방식	비디오: MPEG2 오디오: AC3-Dolby	비디오: MPEG2.4 H264 오디오: MPEG2AAC
	전송/다중화 구조	Opencable 방식 QAM/MPEG2 TS	IP방식의 Multicasting/MPEG2 TS
	Qos	Qos보장형	Qos보장이 필요함
	수신장치	STB형식승인 필요	STB형식승인 필요없음
	마들웨어	OCAP(국가기술기준)	ACAP(사업자내부표준)
	시스템구성	분리형 POD 의무장착	국가기술표준(사업자자율)
사업 및 서비스	사업자지역	지역단위서비스	전국단위 서비스
	제공채널수	비디오채널 100여개 음악채널 30여개 데이터채널 150여개 VOD채널 20여개	60-100여개 비디오채 및 오디오데이터, VOD채널
	부가서비스	양방향 데이터 방송 및 SMS, Voip연계	양방향 데이터 방송 및 SMS, Voip연계
	서비스요금	방송위원회 승인	미정, 현재 승인사항이 아님

자료: 한국 정보통신

#### IV. 방송 콘텐츠 제작 - 외주 제작 시대

##### 방송 콘텐츠 제작의 두 가지 방법

국내 방송 콘텐츠 시장에는 크게 두 가지의 콘텐츠 제작 방법이 존재한다. 첫째는 제작 수직적 통합 모형으로 방송사가 프로그램의 편성, 기획, 제작, 송출 기능을 모두 담당하는 것이다. 둘째는 관리-외주 제작 모형으로 방송사에서 편성만 담당하고 일정한 기간마다 외주 제작사에 대한 공개입찰을 통해 방송 콘텐츠를 공급 받는 형식이다.

##### 외주 제작 시장의 성장

현재 지상파 방송국의 외주 제작 시장규모는 2006년 기준 3,203억 원으로 지상파 방송국 총 제작비의 35.1%에 해당한다. 특히 드라마의 외주 제작 비율은 70%가 넘어가고 있는데, 그 이유는 비용과 효율의 측면에서 외주 제작사가 훨씬 뛰어나기 때문이다. 드라마 제작의 3요소는 작가, 연출가, 배우 인력을 확보하는 데 있는데 외주 제작사는 여기서 보다 유리한 위치를 차지한다. 최근 인기작가의 대부분이 외주 제작사에 소속되어 있고, 외주 제작사가 직접 엔터테인먼트 사업을 통해 배우를 확보하고 있거나 타 엔터테인먼트 업체와의 전략적 제휴를 통해 인력 확보에 있어서의 경쟁력을 키워 온 결과이다.

##### 메이저 업체 중심의 시장 재개편

외주 제작 시장은 중소기업의 난립으로 인해 경쟁이 매우 치열했지만, 최근 들어 메이저 업체(연간 드라마 3편 이상 제작 기업)들의 점유율이 점차 늘어나고 있

다. 전체 외주 제작 편수가 늘어남과 동시에 메이저 업체의 시장 점유율이 높아지면서 기존 외주 제작 업체들의 부진한 수익성이 점차 개선되고 있는 추세다.

**드라마 제작의 대형화 흐름**

최근 몇 년간 드라마 제작 시장에서는 대형화의 바람이 거세게 일어나고 있다. 주몽, 태왕사신기 등 수백억 원이 투입된 드라마가 인기리에 방영되는 등 영화처럼 투입액이 큰 작품들이 속속 제작되고 있는 것이다. 이러한 대형작품을 외주제작사들이 선호하는 이유는 다음 세가지다.

**대형작품 선호의 세 가지 이유 - 부가사업, 편성 경쟁력, 외부투자유치**

첫째, 대형화로 인한 대중 영향력을 통해 해외판권 수출, 오픈세트를 이용한 관광사업, OST, merchandising 상품 등 부가사업의 다양성과 수익성이 향상된다. 둘째, 시청률이 어느 정도 보장되는 대형작품을 제시함으로써 방송사 편성 경쟁에서 유리함을 가질 수 있다. 셋째, 대형작품일수록 더 큰 관심을 끌 수 있어 외부투자자들의 자금 유치가 용이해진다. 이러한 이유들로 인해 대작 드라마를 만들 여력이 되지 않는 소형 외주 제작사들은 경쟁에서 밀리고 있으며 메이저급 외주 제작사들을 중심으로 시장이 재편되는 중이다.

**작품의 대형화와 외주 제작사 리스크는 무관.**

대형 드라마를 제작할수록 제작사의 리스크가 커질 것이라는 일반적인 예상은 사실과 다르다. 드라마 제작을 위한 자금 조달은 “방송사 제작지원비(50~60%) + 외부투자자금 + 자기자본”으로 이루어지는데, 대형작품일수록 외부투자자금이 차지하는 비중이 커지는 경우가 많다. 그것은 대형작품이 시청률, 파급효과 등 투자 매력도가 더 높은 것이 업계의 시각이기 때문이다. 그 결과 제작사의 자기자본 투입량은 일반 중소형 드라마와 크게 차이가 나지 않거나 오히려 더 적은 경우도 많은 것이 사실이다. 즉, 대형작품의 실패가 곧 제작사의 막대한 손실로 이어지지 않는 구조임을 알 수 있다.

**외주 제작사의 판권 소유 - 기존 수익구조의 한계 극복**

판권을 제작사에서 소유하는 것은 고질적인 영업적자를 해소할 수 있는 길이라는 점에서 매우 중요하다. 외주제작사의 매출은 “방송사 제작지원비 + 판권수익 + 기업 PPL + OST 사업 + Merchandizing 상품 + 오픈세트 관광수입” 등으로 이루어지고 있다. 최근까지 제작사가 판권을 소유하는 경우가 드물었기 때문에 판권을 제외한 기타 부가사업으로 손익분기점을 달성하기 위해 필사적인 몸부림을 쳤던 것이 업계의 현실이다. 예를 들어 “주몽 복분자주”, “황진이 OST” 등을 개발하여 매출을 올리려고 한 적이 있지만, 이러한 드라마의 해외 판권수출액과 비교하면 그 액수가 너무나 미진한 상황이다. 하지만 최근 들어 방송사 제작지원비의 비중을 줄이는 대신 판권의 소유를 방송사에서 제작사로 옮겨오는 움직임이 나타나고 있어 드라마 제작 수익의 새로운 모델로 떠오르고 있다.

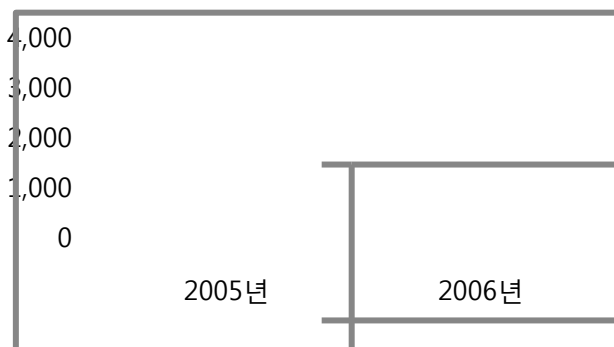


그림 18. 방송 외주 제작사 현황

제작자 수	자본금 (백만원)	인력		연간제작능력 (시간)
		총 인력	제작 인력	
851개	396,199.5	15,051	10,493	619,517
1개사당 평균	466.7	17.7	12.3	723

자료: 문화관광부 "독립제작사 신고 현황", 2007. 9. 30

그림 19 지상파 방송국의 외주 제작시장 규모



자료: 올리브나인 기업 IR 및 07년 사업보고서

그림 20. 방송 외주 제작사 현황

드라마 종류	총편수	외주 제작편수
일일드라마	5	2
월화드라마	16	14
수목드라마	16	15
주말극/특별기획	16	12
일일 아침	6	2
금요드라마	5	5
지상파 합계	64	50

## V. With KT - 종합 방송 콘텐츠 제작 회사로의 발돋움

KT의 재도약을 위한 필수요건, 콘텐츠

'Killer Contents'는 IPTV 시장을 좌우할 수 있는 핵심역량이다. 현재 하나 TV 가 메가 TV 보다 많은 시청자를 확보할 수 있는 이유는 만화와 미국 드라마 등 다양한 콘텐츠를 제공하고 있기 때문이다. 이에 KT 는 싸이더스 FNH, 올리브나인을 인수하며 통신사업자를 넘어 IPTV 기술과 미디어 콘텐츠를 접목하는 디지털 엔터테인먼트 기업으로의 도약을 노리고 있다.

그림 21. 국내 IPTV 가입자수 월별 추이



자료: 애틀러스 리서치앤컨설팅(각 업체 정보제공), (2007.11~2008.2)

그림 22. KT-SKT의 미디어 사업



자료: 매일경제신문

**KT의 콘텐츠 투자 가속화**

동사는 지난 3월 28일 주주총회 승인을 통해 KT 출신 이사 및 감사를 신규 선임하였다. 이는 동사에 대한 KT의 직접적인 투자 강화 의지로 풀이할 수 있으며 콘텐츠를 제작하는 동사의 운영진과 투자를 담당할 KT의 실무진이 보다 밀접하게 연결되었다는 의미를 갖는다.

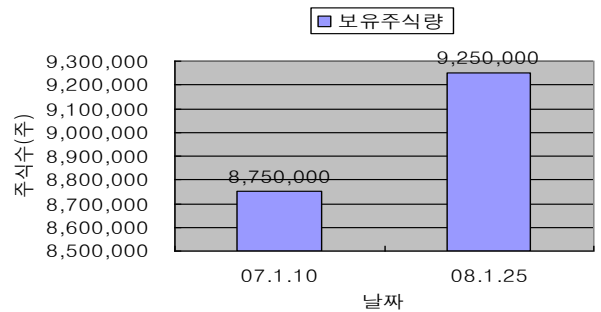
또한 2007년 1월, KT가 지분의 20%를 유상증자를 통해 매입함으로써 동사는 KT의 유일한 방송 콘텐츠 제작 계열사로 편입되었다. 이 과정에서 확보한 204억의 자기자본은 콘텐츠 제작의 선순환 구조를 확립하는 초석이 된다. 콘텐츠 확보를 위한 노력, 추가적인 동사 지분 획득과 같은 KT의 움직임을 고려할 때 KT와 동사의 관계는 지속적으로 강화될 것으로 예상된다.

그림 23. 동사 CEO 및 이사진 조직도



자료: 동사 홈페이지 및 공시(3월 28일), SMIC Research Team 5

그림 24. KT의 동사 주식보유량 변화



자료: 동사 공시 자료, 2007, 2008

**안정된 기업운영에 대한 기대감 확대**

최근 제작 원가가 높은 블록버스터 형 드라마 제작이 증가하면서 대규모 투자의 필요성이 높아지고 있다. 이런 점에서 동사는 외부 투자자들뿐만 아니라 KT의 풍부한 현금을 기대할 수 있다는 장점을 갖는다. 또한 KT 소속 이사 및 감사 신규 선임은 동사 재무구조의 안정성과 투명성을 제고해줄 것으로 기대되고 있으며, 동사가 보다 체계적인 기업 운영구조를 갖추는데 도움이 될 것으로 판단된다.

**콘텐츠 제작 계열사 간의 협력과 콘텐츠 다양화**

KT 내 콘텐츠 제작사인 동사와 싸이더스 FNH는 영화 '타짜 2'의 공동 제작, 애니메이션 '타짜' 시리즈와 부가사업 공동 추진, 동사의 SBS 드라마 '타짜' 제작을 시작으로 상호 협력을 통한 콘텐츠 다양화를 추진한다. 이는 '만화', '영화', '드라마'로 이어지는 'One Source, Multi-Use'를 보여주는 사례이며, 동사가 앞으로 종합 문화 콘텐츠 제작사로 발돋움할 수 있는 가능성을 나타낸다.

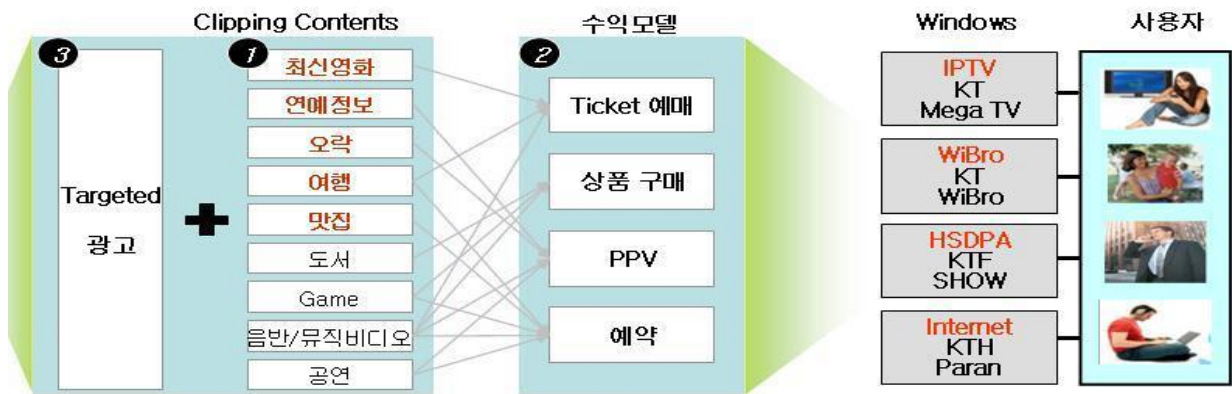
**콘텐츠 시장의 다각화 및 확장**

동사는 경쟁업체들과 달리 IPTV, 모바일, 인터넷, 위성 TV 등 KT의 다양한 Platform과 밀접한 협력 네트워크를 유지함으로써 IT와 결합한 수익모델을 창출할 수 있다. 현재 메가 TV의 '스타의 맛집', '쇼 메가 TV', KTF의 '쾌도 홍길동 메이킹'을 시작으로 동사가 참여하는 콘텐츠 시장은 점차 다양해지고 있다.

그리고 러시아를 시작으로 KT 의 IPTV 산업 해외진출이 가속화될수록 동사의 제작 콘텐츠가 세계적으로 방영될 수 있는 기회가 늘어난다. 드라마 등 동사의 우수한 콘텐츠가 세계시장에 진출할 경우 기업 경쟁력은 한층 높아질 것이다.

또한 동사는 KT 의 통신네트워크를 기반으로 T-커머스에서 우위를 점할 수 있다. PPL 과 콘텐츠가 결합된 수익모델이 사용자와 연결되는 과정에서 동사는 KT 의 결제시스템 같은 통신기술력을 안정적으로 확보할 수 있다는 경쟁력을 갖는다.

그림 25. 올리브나인의 T-커머스 사업 구조



자료: 올리브나인 기업 IR 자료

## VI. 주가 하락은 기업 Fundamental과 무관 - Risk 분석

그림 26. 1년 주가 추이



자료: 미래에셋증권



## KT의 유상증자 참여

동사는 2006년 9월 27일에 KT를 대상으로 제3자 배정방식을 통해 당시 시가보다 높은 주당 2400원에 850만주(206억 규모)의 유상증자를 결정했다. 이에 따라 동사의 현금성 자산이 66억 원에서 2006년 말 217억으로 증가했다. 보통 유상증자는 주가 하락의 요인이 되지만, 동사의 주가는 유상증자 결정 이후 KT의 투자 효과로 인해 3500원까지 상승했다. 하지만 이후 주가는 주식수 증가와 유상증자 효과 소멸로 인해 지속적으로 하락했다.

하지만 동사의 상당수 수익이 다음 해인 2007년에 반영되었으며, KT의 증자 참여 효과가 빠른 시간 내에 가시적으로 시장에 나타나지 않았기 때문에 주가가 단기간에 급등 후 하락한 것이다. 동사는 KT와 지속적으로 공동사업계획을 발표했으며, 유명 작가와 배우를 영입하는 등 기업의 역량을 쌓아 왔다. 이처럼 기업의 기초 체력에는 변화가 없기 때문에 KT의 증자 참여 효과는 단기간에 사라지는 재료가 아니라 지속적인 주가 상승의 토대가 된다고 볼 수 있다.

실적 발표와  
주가 변동 추이

동사의 주가를 살펴보면 실적 발표 전후로 주가의 움직임이 크다는 특징을 발견할 수 있다. 3월, 8월에 주가 하락이 뚜렷하게 나타나는데 이는 분기, 연간 손실 발표 때문으로 해석된다. 그런데 동사의 현 주가는 지금보다 매출액이 적고 적자가 더 컸던 2006년과 2007년의 저점 부근에서 형성되어 있다. 즉, 주식 시장 전체 시황 악화로 인해 현재 주가가 2007년 매출액의 뚜렷한 증가와 당기 순손실 감소의 효과를 거의 반영하지 않고 있으며, 이는 앞으로 주식 가격의 하락 가능성 보다는 상승 가능성에 무게를 두는 이유이다. 게다가 동사의 2007년 실적에는 드라마 '쾌도 홍길동'의 판매 계약에 대한 매출 33억 원이 반영되어 있지 않았고, 동사는 탄탄한 시장 우위를 바탕으로 지속적인 드라마 및 예능 프로그램 제작, KT가 운영하는 메가TV로의 공급 확대를 기대할 수 있다는 점을 고려해야 한다. 이를 바탕으로 동사는 2008년, 큰 폭의 매출액 증가와 흑자전환의 강력한 시그널을 보여주고 있으며 현 주가 하락은 전체 시황 악화로 촉발된 과도한 우려감에 따른 것이라고 해석할 수 있다.

전환사채와  
신주인수권부 사채

2007년 7월 전환사채자의 전환권 행사에 따라 동사의 60만주 물량이 시장에 풀렸다. 이에 따라 시장에서는 잠시 경계심리가 형성되었지만, 남아있던 전환사채 190만주가 2008년 1월에 모두 전환되어 25만주의 신주인수권부 사채를 제외하면 더 이상 시장에 부담이 남아있지 않은 상황이다. 게다가 이 또한 120일 거래량 이동평균이 170만주라는 점을 고려할 때 시장에 미치는 효과가 크지 않을 것으로 판단된다.



## VII. Valuation

동사는 인적 자원과 자금력을 통해 사업을 영위하는 기업이다. 현금흐름이 사업을 영위하는 것에 가장 중요한 요소이기 때문에 DCF 방식으로 미래 기업 성과를 예측하였다.

동사의 Valuation 을 위해 가정한 내용은 다음과 같다.

- ① KT 와의 적극적인 제휴 및 투자 유치를 바탕으로 기업의 매출액이 급격히 증가할 것으로 예측한다. IPTV 의 법적 제재가 08 년 내 해소될 것이 확실시 되기 때문에 올해 매출액이 가장 크게 성장 한 후 향후 30% 성장 수준에 수렴할 것으로 전망한다.
- ② 매출원가의 지속적인 개선과 판매 단가의 상승으로 영업 이익률이 개선될 것으로 전망했다. 현재 적자 상태인 영업 이익률은 IPTV 가 시장이 본격화 되어 수요처가 증가하고 KT 계열사로서 합리적 경영체제가 정착 된 이후에는 현재 미디어 재벌인 iMBC, SBS 와 같은 기업 수준인 10%에 수렴할 것으로 예측한다.
- ③ 기타영업용순자산의 경우 업계 특성상 스타 작가를 영입하기 위해 최근 3 년간 많은 투자가 이루어졌으나 작가 영입 경쟁이 낮아지고 동사의 매출액이 크게 성장하는 면을 고려 향후 5% 수준에 수렴할 것으로 가정한다.
- ④ 유, 무형자산 상각비, 영업용운전자본, 순유형고정자산의 경우 07 년 자료를 적용하였다. 동사의 경우 산업의 부침에 따른 재무제표의 움직임이 커 평균 수치를 적용하기에 어려움이 존재한다. 또한 KT 와의 제휴 이후 기업의 가치가 크게 변화하고 있기 때문에 최신 자료를 대입하여 향후 결과를 추정하였다.

이를 바탕으로 본 리서치 팀은 동사에 대한 목표 주가 ₩2,566, 현 주가 대비 안전마진 71%를 도출, 투자의견 매수를 제시한다.



	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		50.00%	40.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
예상매출액	35,172,907	52,759,361	73,863,105	96,022,036	124,828,647	162,277,241	210,960,413
예상EBIT	(3,193,867)	1,582,781	5,170,417	8,641,983	12,482,865	16,227,724	21,096,041
NOPLAT	(2,315,554)	1,147,516	3,748,553	6,265,438	9,050,077	11,765,100	15,294,630
(+)유, 무형자산 상각비	1,570,283	1,355,916	1,898,282	2,467,766	3,208,096	4,170,525	5,421,683
총현금유입	(745,271)	2,503,432	5,646,834	8,733,204	12,258,173	15,935,625	20,716,313
영업용 운전자본	1,712,368	2,569,381	3,597,133	4,676,273	6,079,155	7,902,902	10,273,772
순유형고정자산	1,168,797	1,751,611	2,452,255	3,187,932	4,144,311	5,387,604	7,003,886
기타 영업용 순자산	13,199,654	8,969,091	8,863,573	7,681,763	8,738,005	8,113,862	10,548,021
IC	16,080,819	13,290,083	14,912,961	15,545,968	18,961,471	21,404,368	27,825,679
예상ROIC(평균)	-24.1%	7.8%	26.6%	41.1%	52.5%	58.3%	62.1%
예상ROIC(기초)	-73.7%	7.1%	28.2%	42.0%	58.2%	62.0%	71.5%
IC증가액		(2,790,736)	1,622,878	633,007	3,415,504	2,442,897	6,421,310
(+)유, 무형자산 상각비	1,570,283	1,355,916	1,898,282	2,467,766	3,208,096	4,170,525	5,421,683
총투자액		(1,434,821)	3,521,160	3,100,773	6,623,600	6,613,422	11,842,993
예상 FCFF		3,938,252	2,125,675	5,632,431	5,634,573	9,322,203	8,873,320
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		3,503,783	1,682,535	3,966,404	3,530,171	5,196,214	

WACC	12.40%
영구성장률	5.00%
예상 ROIC(2단계)	30.00%
FCFF추정(2단계)	12,745,525
Terminal Value	172,236,824
현재가치의 합	17,879,107
PV of TV	96,005,133
현금 + 시장성유가증권	5,204,074
비영업용자산	2,737,907
Value of the Firm	121,826,221
(-)Value of the Debt	4,872,539
Value of the Equity	116,953,682
발행주식수	45,583,262
적정주가	2,566
현재주가	1,540
안전마진	67%