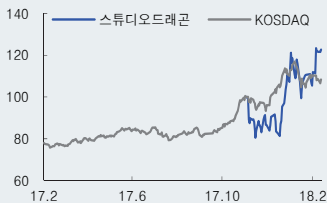


투자 의견(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	110,000원
현재주가(18/03/06)	88,100원
상승여력	25%

영업이익(17F, 십억원)	33
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	36
EPS 성장률(17F, %)	327.2
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.2
P/E(17F, x)	16.8
MKT P/E(17F, x)	9.9
KOSDAQ	859.21

시가총액(십억원)	2,470
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	23.9
외국인 보유비중(%)	1.3
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	88,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	0.0	0.0
상대주가	17.3	0.0	0.0



[미디어/엔터/레저]

박정엽
 02-3774-1652
 jay.park@miraeasset.com

스튜디오드래곤 (253450)

날아가도 놀라지 말아요

목표주가 110,000원 및 '매수' 의견으로 분석 개시

스튜디오드래곤에 대해 목표주가 110,000원 및 매수 의견으로 분석을 시작한다. 목표주가는 **12MF EBITDA 1,491억원에 목표 EV/EBITDA 19.7배를 적용**해 산출됐다. 이미 반영 종료된 판권의 가치를 반영하고자 동 방식을 사용했으며, 콘텐츠 판권 익스포저가 높은 중국 기업 2개사(저장화처TV, 화이브라더스) 평균 멀티플을 참조했다.

현 주가는 P/E 기준 18F 51.6배, 19F 37.3배에 해당한다. 높은 멀티플로 인한 부담감이 존재하나 지나친 경계보다는 **공격적인 투자를 추천**한다. 1) 순이익 고성장(18F +100.6%, 19F +38.4%)과, 2) **장기화되는 콘텐츠 수급 경쟁에서 글로벌 최대 수혜주가 될 수 있음**에 집중해야 한다. 높은 P/E 관련해서는 3년 전 후지미디어(일본) 판권 사업 P/E(85배 전후 추정)를 참고할 만 하다. 이 회사의 넷플릭스 오리지널 제작이 임박했던 시점으로 현재 동사와 유사하다.

글로벌 콘텐츠 유통 증가가 장기화될 전망

글로벌 OTT(인터넷TV) 시장 성장세가 매섭다. 아시아 지역을 중심으로 2020년까지 연평균 27% 성장해 90조원에 육박할 전망이다. 이와 함께 **뉴미디어의 지역 확장, 전통 미디어의 경쟁 가세로 플랫폼 간 주도권 싸움도 치열**해지고 있다. 인터넷 기반 사업자들(넷플릭스, 아마존)이 일제히 콘텐츠 투자를 늘리고, 전통 미디어 월트디즈니도 21CFox 인수 확정 시 'Hulu' 육성을 본격화할 수 있게 된다. 플랫폼 경쟁이 장기화되면서 자연스럽게 콘텐츠 가치가 부각되는 양상이다. 이에 따라 **글로벌 콘텐츠 유통 시 판가(P)와 유통량(Q)은 동반 증가**할 가능성이 높다.

수혜는 고스란히 드래곤에게

스튜디오드래곤은 **아시아 대표 드라마 제작사**다. 다국적 영상 플랫폼의 아시아 타겟 콘텐츠 수급에서 최선호 옵션이다. 국내외 경쟁사들 대비 수혜 강도는 더욱 클 것으로 전망한다.

1) 제작력: 동사는 지난 5년간 tvN 채널 경쟁력을 끌어올린 일등 공신이다. 안정적인 캡티브 편성을 바탕으로, 장기 관점에서 제작력 확대를 도모한 덕에 동사 콘텐츠는 성공을 거듭해왔다. **제작력의 근간인 채널 편성 증가(양적), 참신한 소재 활용(질적), 우수한 제작 인력과의 협력 관계는 지금도 안정적으로 지속**되고 있다. 향후에도 동사의 높은 제작 경쟁력은 유지될 전망이다.

2) 사업구조: 콘텐츠 유통 증가는 판권(IP) 보유가 전제되어야 비로소 이익이 된다. **동사는 안정적인 제작비 지원이 보장되면서 IP도 확보하는 구조를 확립**했다. 잠재 손실폭은 제한적(-20% 이내)이면서도 기대 수익률 최대치는 아주 높다. 미디어 환경이 글로벌 영향력을 가진 콘텐츠 업체에 유리하게 전개됨에 따라 앞으로도 이는 유지(혹은 발전)이 가능할 것으로 본다.

3) 자금력: **콘텐츠 시장은 판매자가 주도** 종이다. 따라서 **콘텐츠 레버리지를 위한 동사의 탄탄한 제작 자원(자사+모회사)은 더 빛난다**. 이미 광고 수익으로 제작비 보전이 어려운 상황에서 제작비는 지속 상승세이기 때문에, 동사의 대규모 투자를 경쟁사들이 모방하기는 쉽지 않다. 모회사 합병 승인 시 더욱 든든해질 제작 재원을 긍정적으로 보는 이유도 같은 맥락이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17P	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	NA	NA	196	287	383	525
영업이익 (십억원)	NA	NA	21	33	62	85
영업이익률 (%)	NA	NA	10.7	11.5	16.2	16.3
순이익 (십억원)	NA	NA	13	24	48	66
EPS (원)	NA	NA	907	3,874	1,706	2,361
ROE (%)	NA	NA	9.5	16.1	25.9	27.4
P/E (배)	NA	NA	-	-	51.6	37.3
P/B (배)	NA	NA	-	-	11.9	9.0
배당수익률 (%)	NA	NA	-	-	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. Valuation	3
'매수' 의견 및 목표주가 110,000원으로 분석 개시	3

II. 미디어 콘텐츠: 글로벌 유통 증가는 이제 시작	6
1. 드라마 콘텐츠 수요 증가: 찾는 곳이 많아진다	6
2. 수요 증가는 장기 지속: 넷플릭스를 뒤이을 아마존과 디즈니도 있다	8

III. 스튜디오드래곤: 아시아 대표 콘텐츠 메이커	10
1. 제작력: 지금의 tvN을 있게 한 독보적인 경쟁력	10
2. 사업 모델: 상방은 오픈, 하방은 제한	12
3. 자금력: Seller's market이기에 더욱 빛난다	15

IV. 다음 무대는 글로벌 제작 대행	16
오리지널 제작이 머지 않았다	16

V. 실적 전망	19
1. 향후 2개년 EBITDA 연평균 +47.7% 성장 예상	19
2. 전 부문 P와 Q 동반 상승 예상, 이익 성장의 핵심은 판권 판매	21

Appendix	23
기업 소개	23
제작 드라마 방영 시기별 정리	24

I. Valuation

'매수' 의견 및 목표주가 110,000원으로 분석 개시

스튜디오드래곤에 대해 목표주가 110,000원 및 '매수' 투자의견으로 조사 분석을 시작한다. **목표 주가 110,000원은 12개월 Fwd EBITDA 1,491억원에 목표 EV/EBITDA 19.7배를 적용해 산출됐다.** 동사는 새롭게 제작할 드라마뿐만 아니라 **보유한 라이브러리(107편) IP를 통해서도 미래 이익의 상당 부분이 발생할 것이다.** 이들의 잠재적인 이익 기여를 반영하고자 EV/EBITDA로 가치를 평가했다. 향후 중국을 포함한 글로벌 판권 매출을 통해 실적 성장이 예상되는 바, 중국 내 콘텐츠 제작/유통 익스포저가 큰 2개사(저장화처TV, 화이브라더스미디어) 멀티플을 참조했다.

동사 유무형자산상각비의 대부분은 방영 후 1개 분기 이상 경과한 드라마에 대한 상각액(제작비 70%는 당기 원가 반영, 나머지 30%를 1.5년에 걸쳐 정액 상각)이다. 경험적인 라이프사이클보다 더욱 보수적인 내용연수(1.5년) 적용으로, 이미 상각이 끝난 콘텐츠들도 상당 수가 지속적인 매출 원(16년 판매 콘텐츠 85편 중 60%는 2년 이상 경과한 작품)이 되고 있다. 그럼에도 매출액 기준으로는 2년 미만의 최신 콘텐츠 기여가 클 것으로 추정되기 때문에 EBITDA는 이에 대한 잠재 가치를 어느 정도 반영한다고 볼 수 있다.

한편 당사 판매 매출액 추정치에는 자연 성장분(편성 증가, VoD 시장 성장 영향)을 제외하고는 텐트폴급 콘텐츠의 넷플릭스형 판권 판매(분기 1편)와, 19년 오리지널 1편 제작만이 반영되어 있다. 실적에는 중국향 판권 가치를 미반영한 상태이지만, 16년 하반기 이후 대중국 관계 악화로 중국에 판매되지 못한 히트 드라마를 다수 가지고 있다는 점은 긍정적이다. **수출 재개가 명확해지는 시점에는 이를 통한 이익 규모를 재산정, 영업 실적으로 반영 후 P/E 밸류에이션 적용도 검토해볼 수 있다.**

현재 주가는 18F P/E 기준 51.6배, 19F P/E 기준 37.3배에 해당한다. 일견 높아 보일 수 있으나 향후 가파른 이익 증가에 따라 멀티플이 빠르게 내려올 수 있다. **1) 18F(+100.6%), 19F(+38.4%)의 높은 순이익 성장과, 2) 이제 막 본격화되기 시작한 글로벌 콘텐츠 수급 경쟁에서 국내뿐 아니라 글로벌 최대 수혜주라는 점에 집중해야 한다.** 장기적인 안목에서 공격적인 투자가 필요하다. 17년 중반부터 넷플릭스형 판권 판매가 안정화됐고, 19년부터는 오리지널 제작이 본격화될 것이다. 이와 함께 아마존과 디즈니(Hulu) 등 또 다른 대규모 플랫폼과의 협업/판권 판매도 본격화될 가능성이 높다.

그림 1. 구작 판매: 상당 기간 경과 후에도 판권 매출은 지속 발생

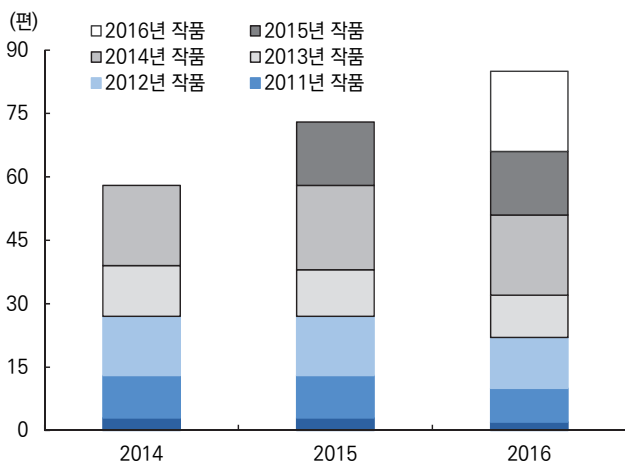
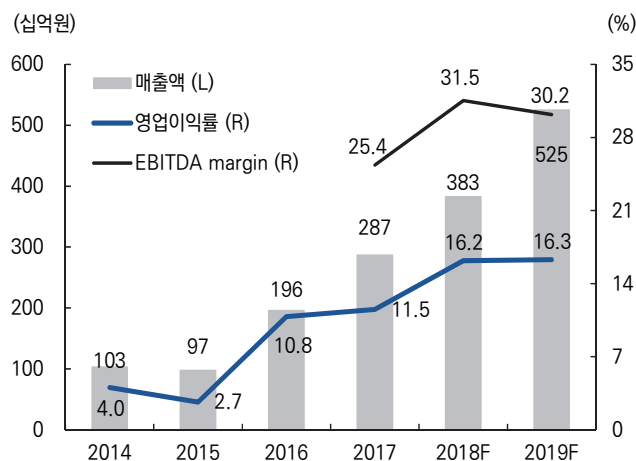


그림 2. 스튜디오드래곤 영업 실적 전망



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

높은 P/E에 대해 지나치게 경계할 필요는 없다. 이를 위해 동사에 앞서 넷플릭스와 오리지널 제작을 진행해온(15년~) **일본 Fuji Media Holdings(후지 미디어) 사례를 참고**할 만하다. 일본 최대 민영 방송국(Fuji TV, 닛폰TV 등)과 콘텐츠 제작사(영상, 음악)를 가진 후지 미디어는 회사 전체로 보면 국내 CJ E&M(스튜디오드래곤 지분 71% 보유)과 유사하고, 판권 비즈니스만 떼놓고 보면 스튜디오드래곤에 비유할 수 있는 구조다. 일본 내 넷플릭스 오리지널 제작에서 이 회사는 TBS(Tokyo Broadcasting System)와 함께 공동 제작의 대표적인 파트너였는데, 오리지널 제작은 15년 하반기부터였고, 대표 히트작으로는 Terrace House(일본판 ‘하트시그널’ 혹은 ‘작’)이 있다.

이 회사의 영업이익은 부문별로 식별 가능하다. 따라서 판권, 판권 외 이익 비중을 적용해 당시의 P/E 수준 역산도 가능하다. 이에 따르면 콘텐츠 부문에 대한 당시 시장 평가는 14년 P/E 99배, 15년 P/E 78배(표 2 참고)였던 것으로 추정된다. 오리지널은 판권 사업의 연장선이라는 시각에서 비교하면, 순수 콘텐츠 플레이어인 스튜디오드래곤 P/E가 결코 지나치다고 볼 수 없는 근거다.

표 1. 스튜디오드래곤 적정 가치 산정 (십억원, x)

	2018F	2019F	12M Forward	Note
EBITDA	121	159	149	
목표 EV/EBITDA	22.1	18.9	19.7	저장화처TV, 화이브라더스 평균
적정 EV	2,664	2,997	2,936	
순차입금(순현금)	-181.6			
적정 시가총액	2,845	3,178	3,118	
적정주가 (원)	101,489	113,358	111,192	
상승여력 (%)	15.2	28.7	26.2	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

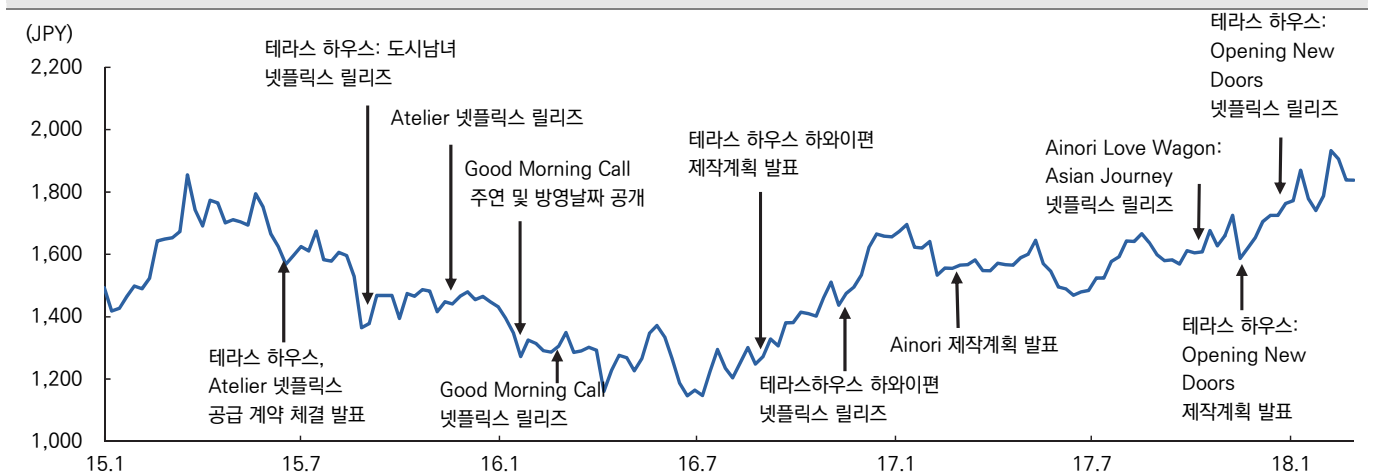
표 2. Fuji Media Holdings 콘텐츠 판권 부문 가치 역산 (백만JPY, %, x)

	14년	15년		14년	15년
시가총액	438,721	394,074			
영업이익	31,525	25,627			
판권 외 이익	29,306	24,467	판권 관련 이익	2,219	1,160
판권 외 비중	93.0	95.5	판권 비중	7.0	4.5
순이익	18,065	19,908			
판권 외 순익(추정)	16,793	19,007	판권 관련 순익(추정)	1,272	901
적용 P/E	18.7	17.0	Implied P/E	98.5	77.7
판권 제외 가치	313,466	324,032	판권 가치	125,255	70,042

주: 판권 외 부문(미디어) 적용 P/E는 미국, 일본 전통 미디어 5개사 평균(엘트디즈니, 타임워너, 컴캐스트, 닛폰TV, 도쿄방송)

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 후지 미디어 홀딩스 투자자에게도 오리지널 제작은 주요 관심사



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 글로벌 미디어 콘텐츠 기업 실적 지표

(십억원, %)

회사명	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			EPSG		
	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F
CJ E&M	1,750	1,956	2,147	63	110	135	3.6	5.6	6.3	429	144	173	NA	-67.3	23.2
스튜디오드래곤	287	378	469	33	69	103	11.5	18.4	22.0	8	56	83	NA	NA	47.8
제이콘텐츠리	419	541	611	35	57	71	8.3	10.6	11.6	19	33	40	NA	NA	23.6
쇼박스	103	131	138	10	14	18	10.1	10.6	13.2	13	11	15	NA	NA	39.9
NEW	95	182	224	-5	9	11	-5.4	4.7	4.8	4	8	12	NA	NA	29.2
IHQ	127	139	161	16	23	31	12.3	16.3	19.3	4	17	24	NA	NA	40.0
WALT DISNEY (미국)	63,068	62,499	64,944	15,756	15,740	15,880	25.0	25.2	24.5	10,272	12,631	12,172	-0.5	24.3	8.2
COMCAST	95,571	97,043	98,423	20,337	20,286	21,228	21.3	20.9	21.6	25,682	12,751	13,559	167.0	21.9	11.3
TIME WARNER	35,357	34,769	36,784	8,955	9,282	9,818	25.3	26.7	26.7	5,933	6,415	6,857	34.6	0.9	6.9
21CFX	32,510	32,414	34,149	7,118	6,964	7,530	21.9	21.5	22.1	3,367	4,865	4,437	14.1	6.1	11.8
VIACOM	15,171	13,825	14,276	2,847	3,010	3,117	18.8	21.8	21.8	2,144	1,856	1,890	29.3	4.3	6.6
넷플릭스	13,221	17,090	20,913	948	1,710	2,755	7.2	10.0	13.2	632	1,313	2,027	193.2	90.5	59.5
FUJI MEDIA HOLDINGS (일본)	6,438	6,493	6,566	228	229	248	3.5	3.5	3.8	207	205	222	-24.3	-0.8	8.1
NIPPON TELEVISION NETWORK	4,235	4,321	4,417	490	511	493	11.6	11.8	11.2	334	382	375	-18.1	14.1	-2.6
ZHEJIANG HUACE FILM & TV (중국)	910	1,142	1,351	115	152	197	12.7	13.3	14.6	106	136	179	31.1	26.0	25.1
HUAYI BROTHERS MEDIA	663	837	990	170	216	254	25.6	25.8	25.7	151	175	204	6.6	18.1	16.4
BEIJING ENLIGHT MEDIA	362	461	565	141	188	234	39.0	40.7	41.4	144	186	231	16.0	28.3	21.5
CIWEN MEDIA	389	505	634	91	117	153	23.3	23.1	24.1	71	90	116	43.9	27.6	27.5
평균							15.5	17.2	18.0				41.1	14.9	20.9

주: 3월 5일 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 글로벌 미디어 콘텐츠 기업 주가 지표

(%, 십억원, x)

회사명	주가상승률		시가총액	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	-1M	-3M		17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F	17(F)	18F	19F
CJ E&M	-4.1	-1.7	3,339	25.0	6.6	7.6	7.3	23.8	19.3	1.6	1.6	1.5	5.6	6.1	6.3
스튜디오드래곤	13.2	37.9	2,448	NA	14.4	15.5	NA	43.8	29.6	12.6	5.9	4.9	NA	21.5	15.2
제이콘텐츠리	11.7	36.0	858	8.1	20.6	20.0	62.6	26.3	21.3	4.9	4.3	3.6	14.4	15.9	13.4
쇼박스	7.3	3.7	369	8.5	7.6	9.9	34.0	35.2	25.2	2.8	2.6	2.4	3.3	4.5	4.9
NEW	-2.6	-1.5	228	-2.9	6.9	8.2	NA	24.7	19.1	1.7	1.6	1.4	NA	12.5	11.6
IHQ	3.6	1.1	399	4.3	7.2	9.3	39.8	22.9	16.4	1.7	1.6	1.5	3.5	5.1	6.1
WALT DISNEY (미국)	-1.6	-3.9	167,465	25.3	24.2	23.8	17.1	14.5	13.4	3.6	3.5	3.3	11.2	10.1	10.1
COMCAST	-6.9	-7.7	183,269	37.1	17.0	18.4	17.8	14.5	13.1	2.5	2.5	2.4	9.0	7.9	7.5
TIME WARNER	-1.9	2.7	78,917	19.9	19.0	17.1	12.6	12.4	11.6	2.6	2.1	1.8	10.7	10.0	9.7
21CFX	0.6	10.2	72,479	24.2	21.4	20.0	21.8	17.8	15.9	3.7	3.4	3.0	12.4	11.5	10.8
VIACOM	9.0	15.2	15,118	36.6	24.2	21.8	10.5	9.7	9.1	2.4	2.1	1.8	8.3	8.0	7.7
넷플릭스	18.4	63.4	141,270	17.9	25.8	28.0	225.6	98.4	61.7	36.4	28.5	20.5	95.4	69.8	45.0
FUJI MEDIA HOLDINGS (일본)	-5.2	5.4	4,355	3.1	2.9	2.9	20.0	20.2	18.7	0.6	0.6	0.6	11.2	10.9	11.2
NIPPON TELEVISION NETWORK	-1.6	-1.9	5,414	5.2	5.6	5.2	15.2	13.3	13.7	0.8	0.7	0.7	6.5	6.2	6.0
ZHEJIANG HUACE FILM & TV (중국)	6.6	28.3	3,893	9.1	10.7	12.4	36.4	28.9	23.1	3.2	2.9	2.6	31.1	24.3	19.3
HUAYI BROTHERS MEDIA	-6.6	18.5	4,640	8.8	9.7	10.4	31.7	26.8	23.1	2.7	2.5	2.2	25.6	19.8	18.5
BEIJING ENLIGHT MEDIA	4.2	33.2	6,509	11.5	13.2	14.4	44.8	34.9	28.8	5.1	4.5	3.9	49.4	36.3	29.1
CIWEN MEDIA	11.4	4.8	2,052	25.9	25.3	25.6	26.7	21.0	16.4	7.0	5.4	4.2	21.3	16.2	11.7
평균	2.5	12.1		15.7	14.6	15.0	39.0	26.2	20.6	4.9	4.1	3.4	19.9	16.2	13.5

주: 3월 5일 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

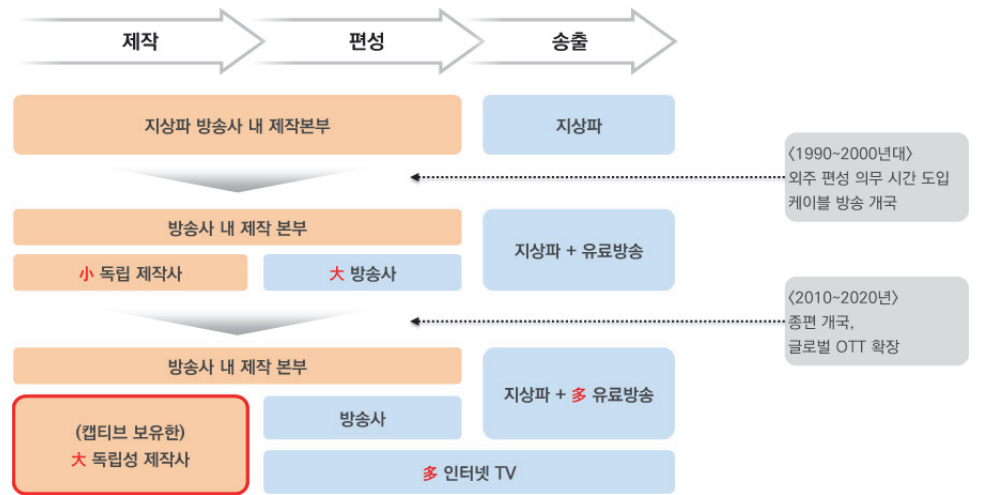
II. 미디어 콘텐츠: 글로벌 유통 증가는 이제 시작

1. 드라마 콘텐츠 수요 증가: 찾는 곳이 많아진다

글로벌 OTT(인터넷TV) 시장 성장세가 매섭다. 전망 기관별 차이는 있지만 대체로 20% 이상의 연평균 성장이 예상되고 있다. PwC에 따르면 온라인 동영상 시장은 2016년 391억달러 규모로 추정된다. 2020년 전망치는 817억달러(CAGR +27%)이다. 방통위 자료 또한 높은 성장률을 전망하고 있다. 이는 서비스들의 대표 수익 모델인 온라인(PC, 모바일) 동영상 광고 시장과 주문/가입형 콘텐츠 시장을 합산한 수치로 양대 사업모델의 고른 성장이 전제됐다.

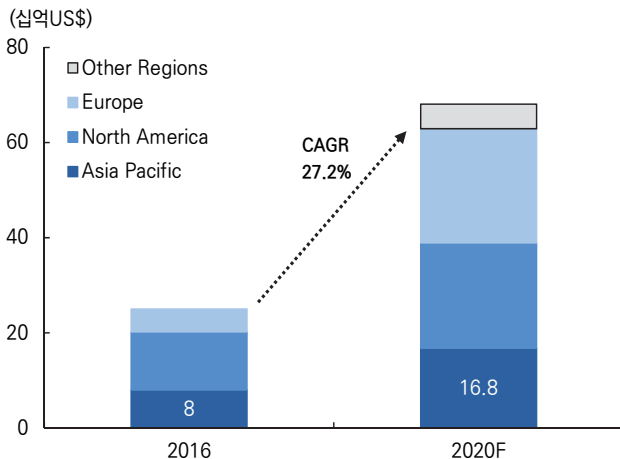
이에 따라 유력 제작사들은 전에 없던 유리한 시장 환경을 맞이한 상태다. 뉴미디어의 가파른 성장으로 드라마 콘텐츠는 전통 TV 채널 외에도 대규모 수요처를 찾은 셈이 됐기 때문이다. 효과는 단순 수요량 증가에 그치지 않는다. 각 OTT가 보유한 콘텐츠가 서비스별 차별화 포인트가 되면서 콘텐츠 위상(가격, 협상력)이 계단식으로 상승하고 있다. 2차, 3차 유통 거래가 빈번하고 반복적으로 일어나면서 각 기업이 가진 제작 역량에 대한 시장의 평가도 부단히 이루어지고 있다.

그림 4. 드라마 제작사의 기획: 콘텐츠를 찾는 곳이 많아진다



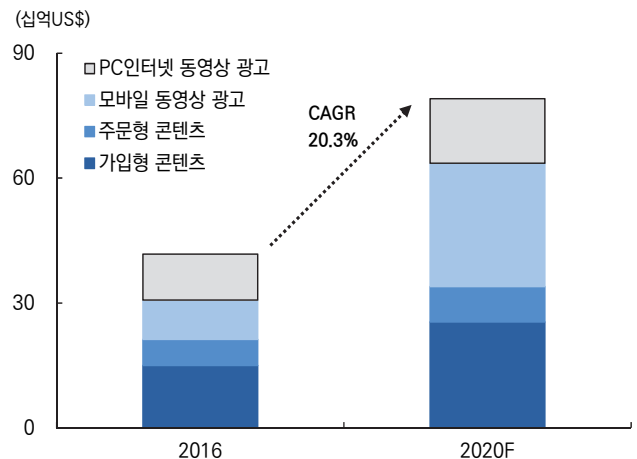
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 OTT 시장 규모 전망 (방통위)



자료: 방송통신위원회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 글로벌 OTT 시장 규모 전망 (PwC)



자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

17년 이전까지의 OTT 시장 성장은 미국이 주도했다. 넷플릭스가 적극적으로 투자한 '고퀄' 독점 콘텐츠와 상대적으로 높았던 기존 유료 케이블 방송 이용료 때문에 시장은 빠르게 형성됐다. 코드 커팅 확산으로 인해 현재 미국 1위 OTT(넷플릭스) 가입자 규모는 3대 케이블 가입자보다 많아졌고(1.15배), 미국 OTT 시장이 전세계에서 차지하는 비중도 40%로 상당히 크다.

17년 이후로는 성장의 축이 아시아로 이동할 전망이다. 향후 5개년간 아시아 지역 연평균 시장 성장 예상치는 18.4%로 글로벌보다 3%p가량 높다. 미국 내 가입자 증가 둔화로 선도 인터넷 TV들이 미국 외로 투자를 늘리며 가입자를 모으는 한편, 각 국가별 로컬 플랫폼에도 이용자가 유입되고 있어서다. 아시아는 인구 규모가 크고 네트워크 인프라가 발달했으며 콘텐츠 구매 문화가 막 자리 잡기 시작한 시장이다. 서구 국가 대비 현저히 낮은 침투율을 감안하면 상승 여력이 높다.

아시아 지역 OTT 가입자 확대를 위해서도, 다양성 있는 콘텐츠 라이브러리 확보를 위해서도 한국 영상 콘텐츠는 쓰임새가 좋다. 낮은 제작비 규모에도 다국가적 영향력과 소재 다양성을 갖췄기 때문이다. 여러 형태의 판권 거래와 제작 협업 방식이 동원되면서 시장 가치를 인정 받게 되고, 기존에는 경험하지 못한 기회(해외 공동 제작 및 외주 제작사 역할 등)도 지속 발생할 가능성이 높다.

그림 7. 미국 내 전통 케이블 이용자 이탈 지속

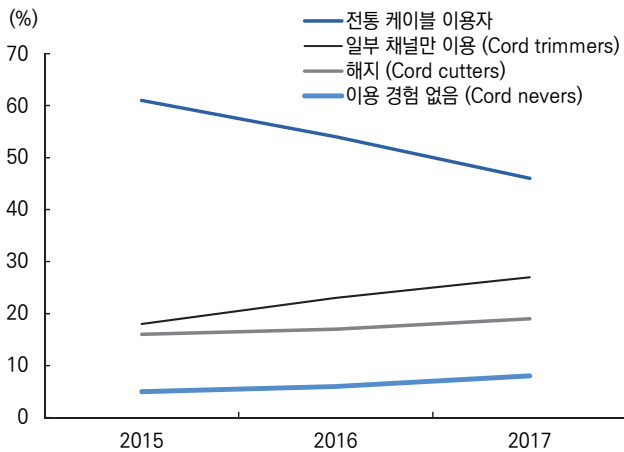
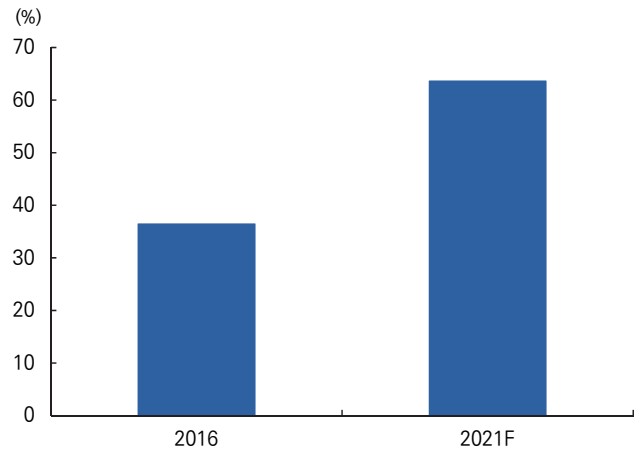


그림 8. 동남아 지역 VoD 이용자 침투율



자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Muvi, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 50여 작품에 이르는 넷플릭스 국내 드라마 라이브러리

프로그램명	국내 방영	횟수	방송사	프로그램명	국내 방영	횟수	방송사	프로그램명	국내 방영	횟수	방송사
신의 퀴즈	2010.01	10	OCN	로맨스가 필요해 3	2014.01	16	tN	옥씨남정기	2016.03	16	JTBC
성균관 스캔들	2010.08	20	KBS	처용	2014.02	10	OCN	마녀보감	2016.05	20	JTBC
장난스런 키스	2010.09	16	MBC	밀회	2014.03	16	JTBC	청춘시대	2016.07	12	JTBC
로맨스가 필요해 2012	2011.06	16	tN	12년 만의 재회	2014.03	26	JTBC	달의 연인 - 보보경심려	2016.08	20	SBS
천상의 화원 공배령	2011.12	30	채널A	갑동이	2014.04	20	tN	이번주 아내가 바람을 핍니다	2016.10	12	JTBC
신사의 품격	2012.05	20	SBS	괜찮아 사랑이야	2014.07	16	SBS	불야성	2016.11	20	MBC
불후의 명작	2012.03	20	채널A	야경꾼 일지	2014.08	24	MBC	솔로몬의 위증	2016.12	12	JTBC
응답하라 1997	2012.07	16	tN	최고의 결혼	2014.09	16	TV조선	힘센여자 도봉순	2017.02	16	JTBC
우리가 결혼할 수 있을까	2012.11	20	JTBC	내일도 칸타빌레	2014.10	16	KBS	맨투맨	2017.04	16	JTBC
보고싶다	2012.11	21	MBC	미생	2014.11	20	tN	비밀의 숲	2017.06	16	tN
응답하라 1994	2013.01	21	tN	식사를 합시다2	2015.04	18	tN	품위있는 그녀	2017.06	20	JTBC
나인	2013.03	20	tN	순정에 반하다	2015.04	16	JTBC	최강 배달꾼	2017.08	16	KBS
남자가 사랑할 때	2013.04	20	MBC	사랑하는 은동아	2015.05	16	JTBC	아르곤	2017.09	8	tN
기황후	2013.10	51	MBC	오 나의 귀신님	2015.07	16	tN	블랙	2017.10	18	OCN
식사를 합시다	2013.11	16	tN	라스트	2015.07	16	JTBC	슬기로운 감빵생활	2017.11	16	tN
나쁜 녀석들	2014.01	11	OCN	굿바이 미스터 블랙	2016.03	20	MBC	화유기	2017.12~	20	tN

주: 스튜디오드래곤 제작 작품은 굵게 표시, 시즌제 작품 중 동사는 처용(시즌 2) 제작, 신의퀴즈(시즌 3, 4) 제작
자료: 넷플릭스, 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

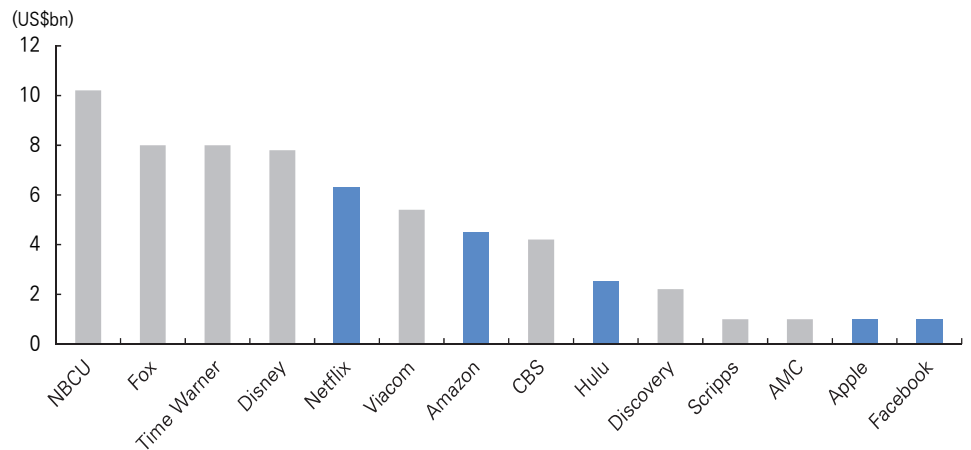
2. 수요 증가는 장기 지속: 넷플릭스를 뒤이을 아마존과 디즈니도 있다

기존 뉴미디어의 지역 확장, 전통 미디어의 뉴미디어화로 글로벌 인터넷 영상 플랫폼 간 주도권 싸움은 장기간 지속될 가능성이 높다. **국내 콘텐츠 메이커들의 성장 기회를 글로벌 플랫폼/콘텐츠 생태계 변화 속에서 포착하는 접근이 앞으로도 유효하다.**

현재까지는 시장 리더인 넷플릭스가 특히 미국 외 가입자 유치에 적극적인 모습이다. 지난해 기대한 넷플릭스의 아시아 타겟 콘텐츠 수급 확대는 불과 6개월 만에 예상보다도 빨리 현실화됐다. 국내 콘텐츠 중에서는 ‘비밀의 숲’, ‘맨투맨’ 판권 판매(2분기) 이후 드라마뿐 아니라 예능, 영화 작품 수십 편이 라이브러리에 올랐다.

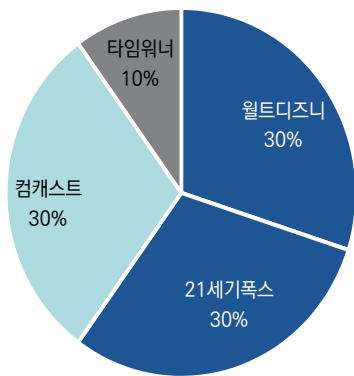
표면상 선도 사업자 단 1개사가 콘텐츠 매입을 본격화했을 뿐임에도 관련 국내 기업의 가치는 폭발적으로 상승하고 있다. 이전에 존재하지 않던 콘텐츠 시장이 아주 빠르게, 구체적인 모습으로 형성됐다는 점에서 현재 성과만으로도 고무적인 것은 분명하다. 그러나 아직 보여줄 게 많다. ‘플랫폼 경쟁 → 콘텐츠 수급 증가’ 시그널이 다수 대형 사업자들에게서 나타나고 있기 때문이다. 인터넷 TV 주도의 환경 변화는 이제 막 시작됐을 뿐이다.

그림 9. 2017년부터 미국 인터넷 TV는 콘텐츠 투자에 크게 손



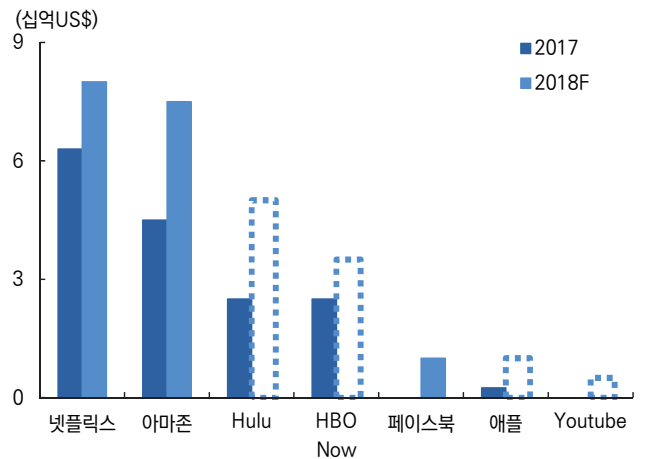
자료: Wall Street Journal, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. Hulu 지분 보유 현황: 인수 후 디즈니가 육성을 주도할 것



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 콘텐츠 투자를 일제히 늘리는 글로벌 OTT



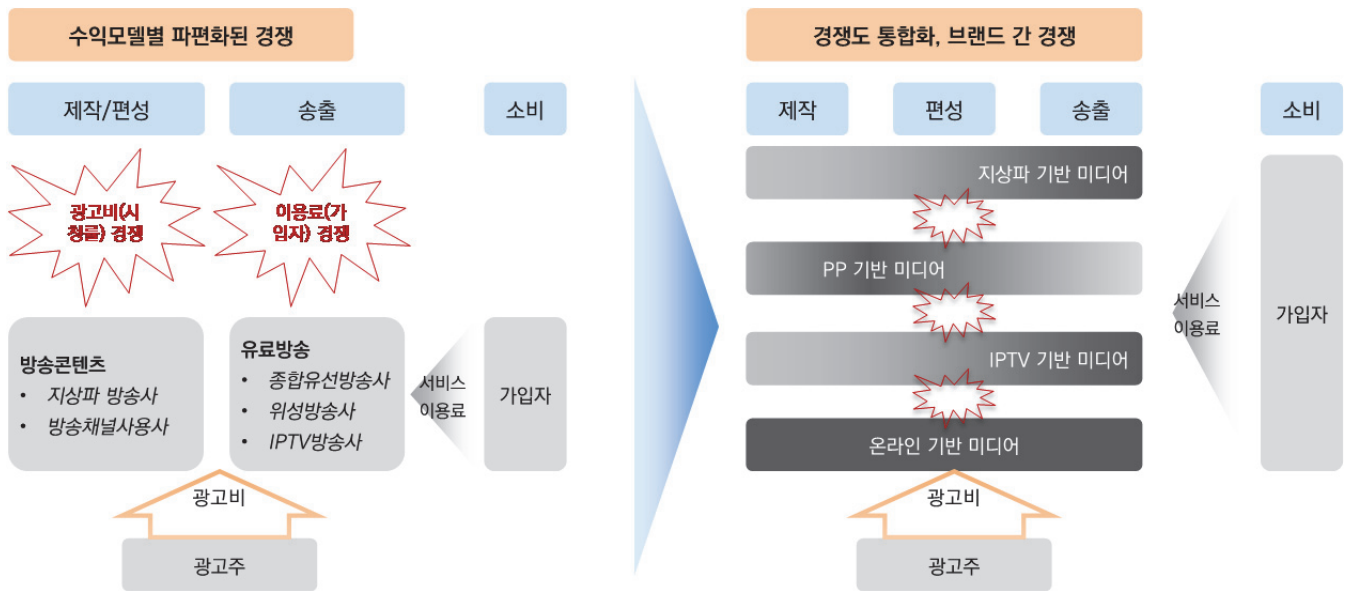
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

최근 의미 있는 사건은 방송 채널 기반인 **올드 미디어들(디즈니-컴캐스트) 간 21세기폭스 인수전**이다. 이 경쟁의 승자는 인터넷 영상 스트리밍 ‘Hulu’ 경영권을 확보하게 된다는 점이 무엇보다 중요했는데, 17년 12월 디즈니가 폭스 그룹의 Hulu 지분 30% 및 영화/TV 부문 일부를 58조원 규모에 인수하는 것으로 우선 결론이 났다. 정부의 최종 승인만 이루어지면 비로소 디즈니는 자체 인터넷 플랫폼을 실질적으로 보유하게 되고(Hulu 다수 지분, 30% → 60%), 본격적인 투자를 통해 이를 육성할 가능성이 높아진다. 참고로 디즈니는 19년 이후 넷플릭스에 대한 콘텐츠 공급 중단을 결정(17년 3분기 컨콜 발표)하기도 했다. 기존 콘텐츠의 강한 글로벌 인지도와 규모의 경제 효과(SVoD)를 고려하면, 동 서비스 역시 지역 확장으로 눈을 돌릴 것으로 예상된다.

이들 외에도 인터넷 사업자들(아마존, 페이스북, 유튜브 등)과 구 미디어 사업자들(타임워너, AT&T 등)이 일제히 글로벌 콘텐츠 투자를 늘리고, 관련 업체 지분을 확보하는 등 OTT 대세에 편승하고 있다. 특히 구 미디어가 기득권을 내려놓고 변화에 적응하는 모습은 주목할 만하다. Hulu뿐 아니라 워너의 HBO Now 출시, AT&T의 DirecTV 인수가 좋은 예다.

미국 대형 전통 미디어 전략이 달라졌다면, 이들이 가진 넓은 밸류체인(콘텐츠-플랫폼-네트워크)에서 나오는 안정적인 투자 여력(케이블PP와 유료방송SO의 탄탄한 현금 흐름)에도 주목해야 한다. 17년 디즈니-폭스의 합산 투자 규모만 해도 넷플릭스의 2배 이상이었으며 18년과 19년에는 이 중 상당 부분이 방송 채널에서 자체 OTT로 넘어올 것이다. 2019년 이후 플랫폼 간 경쟁은 ‘2라운드’를 맞이해 더욱 심화될 것으로 보인다. 콘텐츠 확보가 경쟁의 핵심 요소인 만큼, 제작업체에게는 아주 바람직한 양상으로 흘러가고 있다.

그림 12. 전통 미디어 본격 참여 시 경쟁 양상 변화 예상: 파편화된 경쟁 → 통합화된 경쟁



자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 스튜디오드래곤: 아시아 대표 콘텐츠 메이커

1. 제작력: 지금의 tvN을 있게 한 독보적인 경쟁력

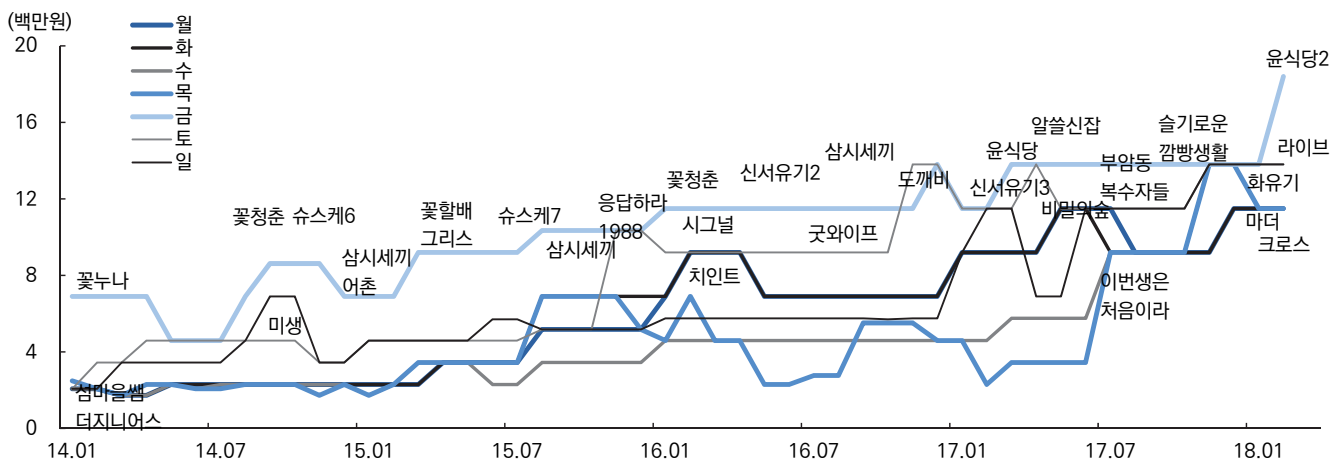
모회사 CJ E&M의 대표 채널 'tvN'은 그 영향력이 어느새 지상파와 어깨를 견줄 정도로 성장했다. 채널 경쟁력 상승의 상당 부분은 CJ E&M 드라마국(스튜디오드래곤의 전신)으로부터 나왔다. 지상파에 비해 접근성이 떨어지는 케이블 채널이었음에도 '미생', '시그널', '또 오해영', '도깨비', '화유기'에 이르기까지 양질의 콘텐츠가 지속적으로 방영되면서 인지도와 영향력은 꾸준히 상승했다.

즉 지금의 채널 경쟁력은 동사가 제작한 콘텐츠가 성공을 거듭하며 구축된 것이다. 이 원동력은 1) 캡티브 채널향 안정적인 편성 기회를 바탕으로 2) 보다 장기적인 시각에서 콘텐츠 경쟁력 확대를 도모했고, 3) 이와 함께 핵심 인적 자원 영입을 꾸준히 진행하면서 장점을 시스템화했기 때문이라 판단한다.

케이블 채널은 지상파와 달리 외주 제작 규제 대상이 아니다. 이 때문에 동사는 연간 14편 이상의 안정적인 드라마 편성(모회사향)이 가능했다. 채널 광고와 콘텐츠 제작을 100% 스스로 해결하는 상황은 CJ E&M이 단기적인 수익성(비용 절감 및 광고 수익 극대화)보다 장기적인 경쟁력(채널 & 콘텐츠)을 우선시하는 밑바탕이 됐다. 따라서 차별화된 스토리, 독특한 소재에 대한 시도가 늘었고, 노하우가 쌓이며 14년 이후에는 성공률이 빠르게 높아졌다. 편성의 상당 시간을 외주 콘텐츠에 할애하고, 광고 수익과 외주 제작비용에서 차익을 당장 내야 하는 지상파에서는 볼 수 없던 행보다.

이와 함께 인력 확보가 부지런히 이루어졌다. 현재 스튜디오드래곤은 무려 150여명(작가 77명, 연출 35명, 프로듀서 37명)의 우수한 크리에이터를 보유하고 있다. 적극적인 인력 확대는 드라마 인기 상승에 따라 늘어난 편성, VoD와 수출 시장 성장에 대응하기 위한 것으로 추정되며, 결과는 성공적이다. 개별 영입을 지속하는 한편 16년에는 3개의 유력 드라마 제작사를 지분 교환 방식으로 인수하면서 우수 크리에이터와의 관계도 더욱 두터워졌다. 현재 100% 자회사인 문화창고(박지은 작가, 전지현 배우 등), 화앤담픽처스(김은숙 작가 등), KPJ(김영현, 박상연 작가 등)에 소속된 제작 인력은 국내 최고 수준으로 인정받을 뿐만 아니라, 해외 시청자들도 인지하고 있을 정도다.

그림 13. CJ E&M 대표 채널의 요일별 광고 단가는 지속 상승세



주: 요일별 최고 광고 단가 기준
자료: AGB Nielsen, CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

과거 성공의 원동력으로 꼽는 3가지(안정적인 편성 기회, 장기적인 콘텐츠 경쟁력 타겟, 우수 인적 자원) 접근은 현재 진행형이다. **지금까지의 경쟁력 확대가 향후에도 지속될 가능성이 높다.**

1), 2)와 관련해 **방송 채널 편성 증가(양적)와 참신한 시도(질적)가 지속되고 있다. 양적 증가의 가장 명확한 요인은 캡티브 채널이다.** tvN 드라마 편성 증가에 이어 OCN에서도 ‘장르물’에 집중한 드라마 편성이 늘고 있으며 O’live 등 타 채널에서도 드라마 추가 가능성이 높아지고 있다. 동사 편성 편수는 기준 15년 16편, 16년 18.5편, 17년 21.5편으로 증가한 데 이어 18년에도 캡티브로만 25편(+지상파 추가 가능)이 확정됐다. 여기에 지상파도 더해진다. 14년 1편, 15년 2편, 16, 17년 각각 3편에 이어 18년에도 편성을 계획 중이다. 또한 대형 제작사로는 유일하게 해외 플랫폼용 오리지널 제작(넷플릭스)이 기획 중이라는 점도 참고해야 한다. 한편, **질적으로도 현대극, 사극을 아우르는 시대 배경과 타임슬립, 귀신 등 독특한 소재 활용이 시도되고 있다.** 18년 예정된 최대 기대작 ‘미스터 션샤인’(시대극+타임슬립), ‘알함브라궁전의 추억’(판타지)을 통해서 이를 엿볼 수 있다.

3)과 관련한 **인적 자원 확보 또한 장기 시각에서 진행되고 있다.** 미래 제작 자원 발굴을 위한 인큐베이터 O’PEN이 대표적이다. 신인 작가를 육성해 이들의 작품을 단막극/미니시리즈로 제작하는데, 늘어나는 국내외 수요에 대한 대응 기능을 충실히 해낼 전망이다. 17년 1기 선발된 O’PEN 소속 20여명의 작가 작품 중 절반 남짓의 작품이 18년 내에 단막극으로 방영될 예정이다.

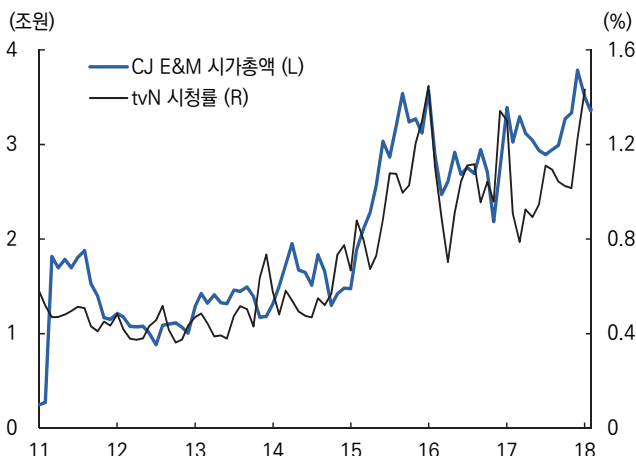
차별화된 콘텐츠는 보유 인재의 창의력에서 나오며, 이러한 시도를 시스템적으로 뒷받침할 수 있는 업체는 전세계적으로도 많지 않다. **대규모 제작 시스템을 구축했고, 고객사 확장(캡티브+지상파+해외)을 이뤄냈으며, 인적 자원에 대한 투자를 이어가는 동사의 제작 역량은 지속될 것이다.**

표 6. 스튜디오드래곤 소속 주요 크리에이터 현황

구분	크리에이터	대표작
작가	김은숙	도깨비, 태양의 후예, 신사의 품격, 시트릿 가든, 파리의 연인
	박지은	푸른바다의 전설, 프로듀사, 별에서 온 그대, 냉혈재 굴러온 당신
	김영현	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 선덕여왕, 로열 패밀리, 대장금
	박상연	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 선덕여왕, 로열 패밀리
	홍자매 (홍정은, 홍미란)	주군의 태양, 최고의 사랑, 환상의 커플, 마이걸, 쾌도 홍길동
연출	김원석	미생, 시그널, 성균관 스캔들, 대왕세종, 신데렐라 언니
	김철규	공항 가는길, 시카고 타자기, 황진이, 꽃보다 아름다워, 여름향기
	이응복	도깨비, 태양의 후예, 연애의 발견, 비밀, 학교 2013
	김도훈	해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트
	김윤철	케세라세라, 내 이름은 김삼순, 사랑을 그대 품안에, 마지막 승부, 질투
	박홍균	최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 콘텐츠 경쟁력 → 시청률 상승 → 기업 가치 상승



자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. O’PEN: 신인 작가 발굴 및 드라마 소재 확장을 준비

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

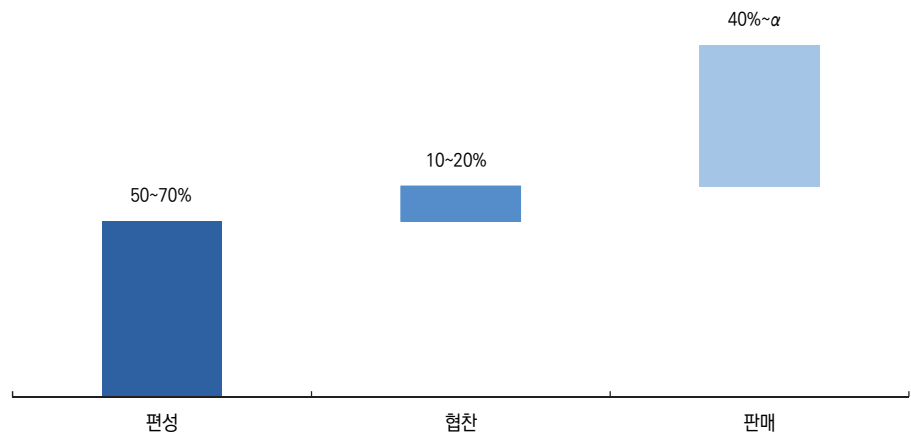
2. 사업 모델: 상방은 오픈, 하방은 제한

인터넷 TV 등장으로 빼앗긴 시장을 되찾아오려는 전통 미디어와 주도권을 놓지 않으려는 뉴미디어 간의 경쟁은 치열하다. **글로벌 시장을 대상으로 한 대규모 경쟁 환경이 지속될 경우 스튜디오드래곤은 최대 수혜자 중 하나가 될 것으로 판단한다.** 그 배경에는 동사의 탄탄한 사업 모델이 있다.

사업 모델은 1) 국내 방송 채널(캡티브 비중 90%)로부터 편성 매출액(방영권료)을 통해 70% 전후 (지상파항은 50%대)의 제작원가를 보전하고, 2) PPL 등 기타 매출액을 통해 약 10~20%의 원가를 충당하며, 3) 판권 판매(국내 VoD, 해외 방송채널/OTT)를 통해 추가 매출을 창출하는 구조다. 모회사로부터의 **안정적인 제작비 지원이 보장되면서도 IP는 동사에 귀속되기에 손실 가능성은 제한적(-20%)이면서 기대 수익률의 최대치(100% 이상)는 아주 높다.**

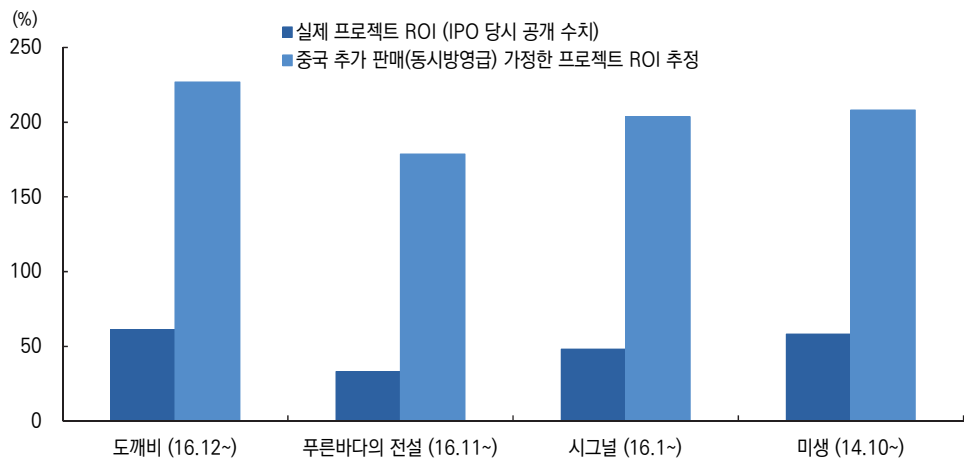
실제로 프로젝트 수익률이 공개된 작품(도깨비 61%, 푸른바다의 전설 33%, 시그널 48%, 미생 58%)은 모두 넷플릭스 판권 판매나 중국 수출이 없었음에도 고수익을 거두었다. 17년 이후 본격화된 넷플릭스의 판권 매입과 향후 중국 수출 재개 잠재 가능성을 감안하면 히트작은 100% 이상의 수익률도 가능하다. 일정 가격의 판권 판매(넷플릭스 편당 70억원, 중국은 제작비 60% 수준 판가)를 가정해 주요 작품들의 수익률을 재산정하면 200% 이상의 수치를 보여준다.

그림 16. 제작 원가 대비 매출액 구성: 하방은 제한, 상방은 열려있다



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 스튜디오드래곤 제작 주요 드라마 프로젝트별 수익률



주: 중국 판가는 도깨비 100억원, 푸른바다의 전설 100억원, 시그널 40억원, 미생 20억원으로 가정
자료: 미래에셋대우 리서치센터

높은 수익률의 핵심은 제작사가 IP(저작권)를 소유한다는 점 때문이다. 이 같은 드라마 투자 및 판권 구조가 시장에 도입된 것은 약 3년 전으로 판단된다. ‘태양의 후예’가 독특한 투자 구조를 도입했고, 이를 통해 중국 플랫폼 아이치이가 커다란 수익(가입자 증가, 광고 매출)을 올린 시점이다. 이는 분명 랜드마크급 드라마의 역할도 컸지만, 내수 광고 시장 침체 속에서 해외를 포함한 다양한 플랫폼에서 콘텐츠 활용도가 높아지면서 나타난 자연스런 변화로 판단한다. 기존에 유일한 플랫폼으로 기능하던 방송 채널의 협상력은 약해지고, 반대로 **고객사가 늘어난 콘텐츠 메이커의 협상력은 강해진 것이 투자 비용 조정과 IP 귀속 대상 변화로 연결된 것이다.**

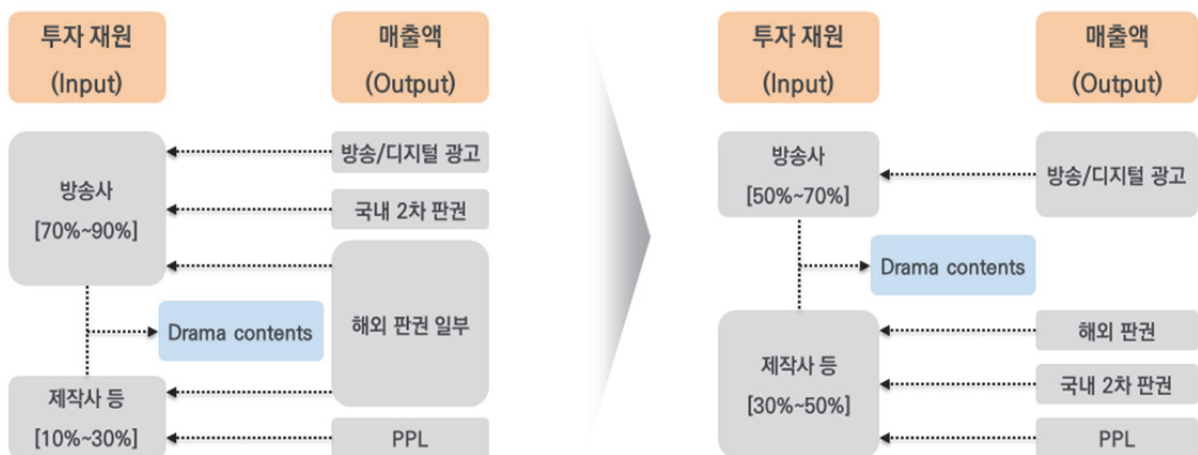
동사의 저위험 고수익 모델은 결국 사업자 간 협상력 변화와 함께, 콘텐츠 레버리지를 위한 모 회사의 지지 속에 탄생한 것인데 이는 **향후에도 유지(혹은 발전)가 가능하다.** 글로벌 영향력을 가진 콘텐츠 업체에 유리한 상황이 이어지고 있기 때문이다. 내수 광고 시장에 비해 글로벌 OTT 시장 성장이 훨씬 빠르며 이들의 콘텐츠 소싱도 P와 Q가 동시에 증가하고 있다. 인터넷 TV 플랫폼에 뒤이어 채널 기반 전통 미디어들도 방향을 선회해 뉴미디어 주도권 경쟁에 본격 참여하려 한다. 과거의 주도권 변화가 미래에도 이어질 수 있는 상황이다. 소수의 콘텐츠 메이커들이 핵심 제작 인력 유출을 막고 진입 장벽을 수호한다면 수익 모델은 현재의 IP 소유에서 더 나아갈 수 있다. 장기적으로는 방송사의 광고 RS(수익 배분)도 기대할 수 있게 된다.

표 7. 다수 글로벌 파트너사와 제작 협업 예상

지역	파트너사	추진 내용
아시아	Amazon	일본 내 드라마 유통
	True CJ Creations	IP 기반, 태국향 드라마 리메이크
	CJ Blue	IP 기반, 베트남향 드라마 리메이크
	신규	현지 제작사 JV 및 M&A
미주	Warner Bros.	드라마 공동 제작 MOU 글로벌향 드라마 기획 중
	넷플릭스	〈블랙〉, 〈화유기〉, 〈라이브〉 등 유통 계약 완료 글로벌향 드라마 공동제작 협의 중
	AMC	글로벌향 드라마 공동제작 협의 중
	iTV	글로벌향 드라마 공동제작 협의 중
	신규	현지 제작사 JV 및 M&A

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 드라마 투자 구조 변화: 제작사의 협상력 증가를 반영



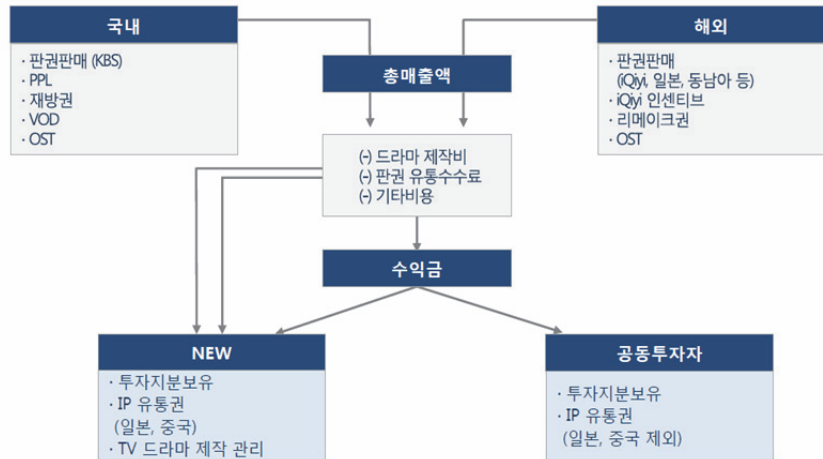
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 글로벌 주요 OTT 플랫폼의 콘텐츠 투자 계획

2018년 콘텐츠 투자 예산	
넷플릭스	\$7.5-\$8 billion (18년 2월 업데이트)
아마존	넷플릭스와 비슷할 것으로 예측 (\$7.5-\$8billion) (18년 2월 업데이트)
페이스북	\$1 billion (original content) (17년 9월 업데이트)
Youtube	\$ hundreds of million (original content) (18년 2월 업데이트)
애플	\$1 billion (original content) (17년 9월 업데이트) \$4.2 billion by 2022 (original content) (17년 11월 업데이트)
디즈니	17년 \$7.8 billion (ESPN 제외), 18년 N/A
Hulu	17년 2.5 billion, 18년 N/A
타임 워너	17년 \$8 billion, 18년 N/A
HBO Now	17년 \$2.5 billion, 18년 N/A(증가 계획)

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 태양의 후예: 기존 드라마 제작사와 차별화된 수익구조 창출



자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 2018년 tvN, OCN 채널 주요 드라마 편성: 분기별 텐트폴, 특히 하반기 대작에 주목

방영 시기	제목	채널	방영횟수	시작일	연출	극본	출연
1Q18	화유기	tvN	20	2017-12-23	박홍균	홍정은	이승기, 차승원
	애간장	OCN	10	01-08	민연홍	박가연	이정신, 서지훈
	마더	tvN	16	01-24	김철규	정서경	이보영, 이재윤
	크로스	tvN	16	01-29	신용휘	최민석	고경표, 전소민
2Q18	작은 신의 아이들	OCN	16	03-03	강신호	한우리	강지환, 김육빈
	라이브	tvN	16	03-10	김규태	노희경	정유미, 이광수
	그 남자 오수	OCN	10	03-05	이철민	정유선	이종현, 김소은
	나의 아저씨	tvN	16	03-21	김원석	박해영	이선균, 아이유
	시름 잊은 그대에게	tvN	16	03-26	한상재	명수현	이유비, 이채영
	미스트리스	OCN	NA	4월	한지승	고정운	한가인, 구재이
	어바웃 타임	tvN	NA	5월	김형식	추혜미	이상윤, 이성경
2H18	미스터 션샤인	tvN	24	7월	이응복	김은숙	이병헌, 김태리
	보이스2	OCN	NA	NA	NA	NA	이하나
	하늘에서 내리는 1억개의 별	tvN	NA	NA	유제원	NA	NA
	하늘에서 떨어진 풀	tvN	NA	NA	김상호	남지은	윤현민, 안우연
	알함브라 궁전의 추억	tvN	NA	11월	안길호	송재정	NA
	식사를 합시다 3	tvN	NA	NA	최규식	임수미	윤두준
라이프 온 마스	OCN	NA	NA	이정호	NA	서지훈	

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

3. 자금력: Seller's market이기에 더욱 빛난다

최근 미디어 환경 변화에 따라 콘텐츠 상품은 판매자 주도 시장이 됐다. 이러한 시장에서 동사가 가진 압도적인 '캐파'는 더욱 빛날 것이다. 경쟁사에 앞서 갖춰놓은 제작 자원과 고정 수요는 높은 이익률을 장기간 유지하게 할 분명한 요인이다. 시장 형성 초기의 공급 부족 상황 속에서, 양산 준비를 이미 마친 회사의 프리미엄은 비단 제조업 관점에만 적용되는 접근은 아닐 것이다.

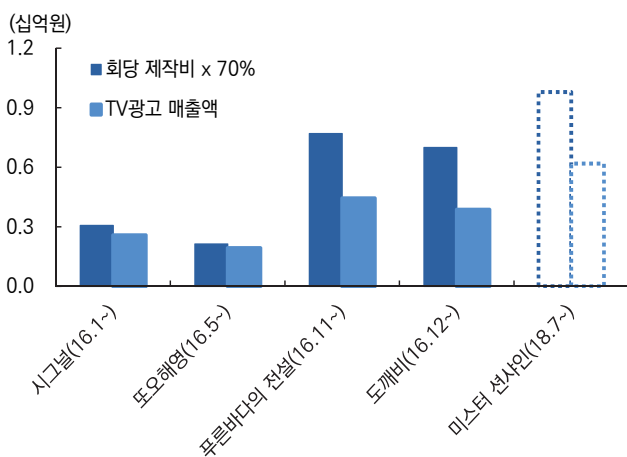
거듭 강조하듯이 동사의 1) 제작 캐파는 경쟁사 대비 월등하다. 활동 국내 작가의 30% 가량과 건 단위 계약이 아닌 연속적인 협력 관계를 맺고 있다. 뿐만 아니라 참신한 스토리 창작과 영상 제작을 돕는 연출, 기획 인력도 풍부하다. 2) 편성 캐파 또한 국내 압도적 1위다. 동사는 국내 방영 드라마 연 90~120편 중 20% 이상의 편성을 어렵지 않게 확보한다. 캡티브 채널 보유는 타고난 장점이며, 콘텐츠 경쟁력으로 말미암아 Non-캡티브 방송사 선택이 늘어나는 점이 특히 고무적이다.

이에 더해 자금력, 즉 3) 제작 자원 측면의 캐파를 반드시 짚고 넘어가야 한다. 앞으로 경쟁사들과 동사를 가르는 중요 요인이 될 것이다. 지금까지 동사가 줄곧 경쟁사 대비 큰 규모로 프로젝트를 진행한 것은 전통 광고 기반의 안정적인 현금 흐름이 뒷받침된 덕분이었다(모회사). 그러나 **이제는 광고 외 자원까지 고려해야** 한다. 일부 유력 채널 중심으로 광고 단가 상승은 지속되고 있지만 이보다 더욱 빠른 시장의 제작비 증가세를 감당하기에는 부담스럽기 때문이다.

향후 제작비 증가 속에 상대적으로 탄탄한 자원(자사+캡티브)을 보유한 동사의 가치는 더욱 부각될 수 있다. '클래스'가 다른 대작 편성이 증명한다. 본방 시간의 10%로 제한된 광고 시간, 18년 2월 갱신된 CJ E&M 최고 광고 단가 1,840만원/15초(금요일 22시)을 통해 계산하면 방송 광고를 통한 기대 매출액은 회당 5억원~6억원 가량이다. NAVER TV 등 디지털 광고 매출액을 추가 감안해도 총 10억원을 넘기기는 쉽지 않다. 그럼에도 이 수준을 훌쩍 넘는 **대작 편성(미스터 션사인 등)이 이어지는 것은 단순히 높아질 광고 단가가 아니라 유통 네트워크와 글로벌 판권 매출에 대한 자신감, 혹은 콘텐츠에 대한 전략적 집중으로 볼** 일이며, 경쟁 제작사들이 따르기 쉽지 않은 선택이기도 하다.

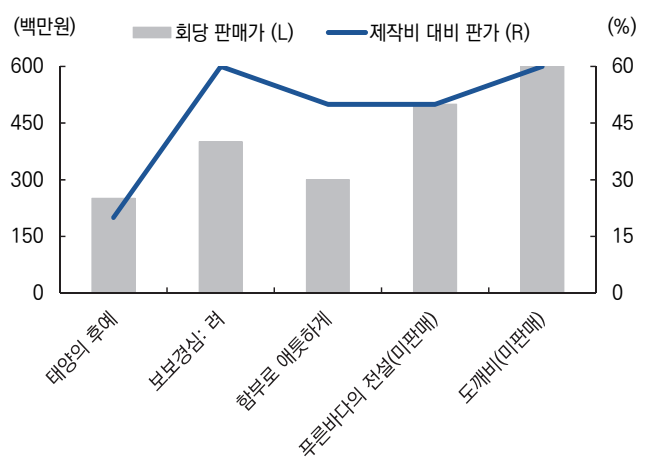
CJ E&M-CJ오쇼핑 합병이 승인될 경우 더욱 든든해질 제작 자원(모회사), 이에 따른 스튜디오드래곤과 모회사의 동반 수혜를 예상하는 이유도 이와 같다. 합병으로 모회사의 연간 이익 창출력이 2,000억 원 이상 증가하게 되면 회당 15억원 이상의 제작 규모를 가정해도 대응이 더욱 수월해질 것이다. 콘텐츠 시장이 상당 기간 판매자 우위로 남을 것이기에, 경쟁사 이상으로 규모를 키워 레버리지를 극대화한다는 전략은 긍정적이다. 제작비가 판가에 미치는 영향력 또한 크다는 점을 감안하면 자본력이 동반된 동사 사업 구조가 앞으로도 각광 받을 가능성이 높다.

그림 20. 향후 더욱 커질 제작 스케일은 모방이 어려울 것



주: 제작비는 언론 자료 종합, TV 광고 매출액은 해당 시간 단가에 기반해 당사 추정
자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 제작비도 중국 수출 판가와 관계 있음



주: 제작비 및 중국 수출 판가는 언론 자료 종합
자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 다음 무대는 글로벌 제작 대행

오리지널 제작이 머지 않았다

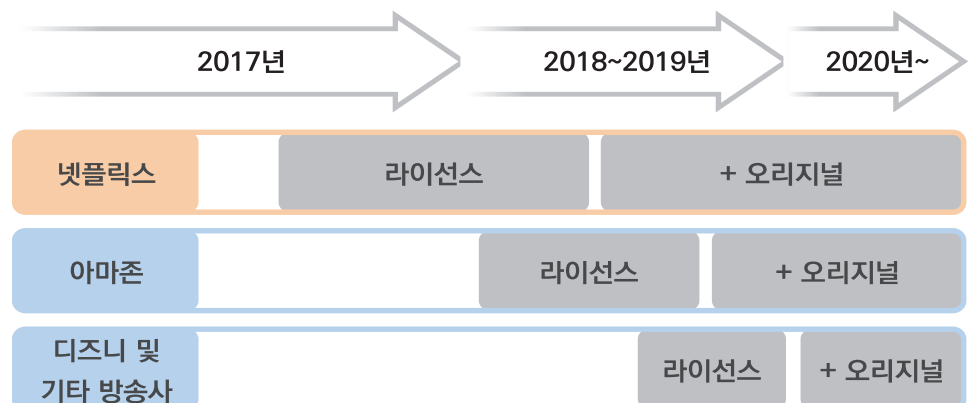
17년 하반기부터 넷플릭스의 콘텐츠 판권 구매(라이선싱)는 비교적 정형화된 패턴으로 자리 잡았다. 동사에 열릴 다음 기회는 해외 플랫폼(방송 채널, OTT)을 고객사로 하는 오리지널 콘텐츠 제작이 될 가능성이 높다. 플랫폼 경쟁 지속으로 각 사만의 고유 시리즈는 전략적 핵심으로 남을 것이다. 17년 Emmy상 선정 1위 드라마도 Hulu 오리지널이었으며, 넷플릭스도 매 분기 콘텐츠 투자 증액과, 투자액 중 오리지널 비중 확대를 시사하고 있다. ‘미국 시장 내의 미미한 재생 수에도 불구하고’, ‘콘텐츠 다양성’과 ‘새로운 지역 가입자 유치’, ‘이용자 관여도 향상’을 위해 로컬 제작 오리지널에 지속 투자한다는 기조는 불과 1개월 전에도 컨퍼런스콜을 통해 확인되었다.

당사가 최초로 제작할 오리지널 시리즈의 파트너로도 넷플릭스는 가장 유력하다. 외국어 오리지널 딜 소싱은 우선 1) 국가 선정(현재 독일/일본/남미 중심) 이후, 2) 지역별 제작자 접촉 혹은 역접촉(제작사의 제안)을 통해 이뤄진다. 신인이나 숨은 능력을 찾기보다 **인지도와 레코드를 가진 방송사(제작사)가 파트너십 대상**이 된 경우가 많다. 이와 관련해 동사는 잠재 파트너사의 니즈와 소싱 기준에 잘 부합해 기회가 많을 것으로 본다. 드라마 수출은 본래 한국 등 10개 미만 소수 국가만의 영역이었으며, 동사는 국내 활동 작가 중 30% 이상과 지속적인 협력 관계를 맺은 회사다.

타 플랫폼용 오리지널 제작 사업은 1) **유휴 제작 여력을 활용해서 창출되는** 2) **대규모의** 3) **무위험 매출액(이익)**이기 때문에 좋다. 계약 작가 수(80여명)를 통해 추정하면 동사 연간 최대 제작 여력은 40편 이상인데, 캡티브 채널 편성 여력은 약 30편 미만이다. 향후 tvN/OCN/지상파 편성을 공격적으로 가정해도 총 편성 수요를 35편 이상으로 보기는 어렵다. 현재 자원으로도 연 5편 이상의 유휴 제작 여력이 있는 셈이다. 한편 넷플릭스는 IP(판권)을 소유하는 반대급부로 제작비 총액의 110%~120%를 가격으로 책정한다. 20%를 고정 제작 마진으로 가정하면 당사 추정에 따른 향후 2년 간 동사 GP 마진과 유사한 수준이며, 손실 리스크 없이도 이익 규모를 늘리는 요인이 된다.

한편 넷플릭스향 오리지널은 글로벌 플랫폼에 동사 인지도를 높이기 유리하다. 즉 제작 성과에 따라 타 플랫폼(아마존, 디즈니 등) 수요를 자극하는 기능도 잠재해 있다. 현재 동사와의 프로젝트는 기획 단계에 있는 것으로 파악되며 실제 방영은 19년이 될 가능성이 높아 보인다. 편당 200억원 이상의 매출액, 50억원대의 이익 기여가 예상된다. 참고로 현재 국내 첫 작품으로는 ‘킹덤’(김은희 작가, 김성훈 감독)이 제작되고 있다. 동사와의 파트너십은 아니지만 독특한(조선판 좀비) 소재의 대규모(총 6회분 제작비가 200억원 이상) 프로젝트로서 기존의 기조가 비교적 일관되게 적용되었다.

그림 22. 근시일 내 구체화될 넷플릭스 오리지널, 스튜디오드래곤 인지도를 높여 추가 제작 수요를 자극할 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Case: 넷플릭스 외국어 오리지널

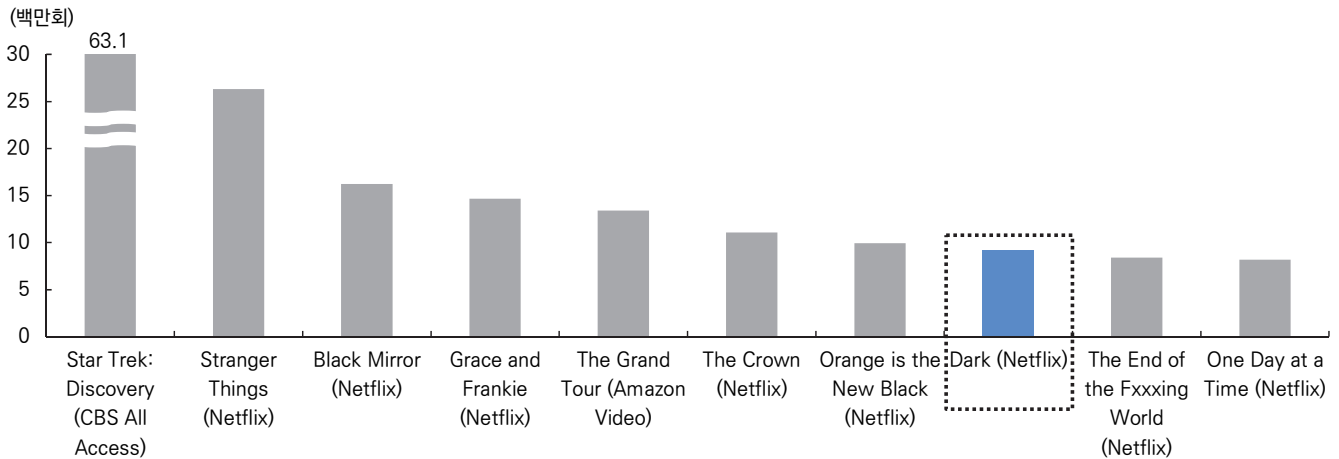
1) Dark

독일 내 유력 드라마/영화 제작사(Wiedermann & Berg TV, 비상장)를 통해 제작된 드라마(미스터리, 스릴러)로 넷플릭스 독점 콘텐츠다. 외국어 콘텐츠 중 가장 많은 시청 수를 확보했다고 알려졌다. 유럽 내 가입자 확보가 주된 제작 목적이었던 것으로 파악된다. 2017년 12월 방영이 시작된 동 콘텐츠는 1년 이상의 끈질긴 제안(제작사 → 넷플릭스)을 통해 기획됐으며 촬영 기간은 5개월 소요, 제작비는 알려지지 않았다. 최근 Demand expression(지역 내 타이틀 수요) 기준 10위권 내에 있을 만큼 큰 인기를 끌어 시즌2 제작이 확정 되었고, 최근 실적 발표에서 언급된 공격적 투자 기조(로컬 콘텐츠향)에 가장 크게 영향을 준 작품으로 파악된다.

2) 심야식당: 도쿄스토리(심야식당 시즌4)

넷플릭스 Japan과 일본 방송국 TBS(Tokyo Broadcasting System, 국내 SBS와 유사)를 통해 제작, 2016년 10월부터 방영된 드라마다. 역시 넷플릭스가 판권을 독점 보유하고 특히 한국에서 인기가 높은 것으로 집계됐다. 넷플릭스는 인기 작품 후속작 제작에 관심이 많다는 점에서 동 작품 제작 기획도 TBS에서 방영된 시즌 1~3의(09년~14년) 인기에 힘입어 선택됐을 가능성이 높다. 참고로 한국에서는 예능과 달리 드라마 시즌제는 아직 보편화되지 않은 관계로 보이스(OCN), 비밀의 숲(tvN), 미생(tvN) 등의 속편 정도가 가능성 있다.

그림 23. 미국 내 OTT 플랫폼 오리지널 콘텐츠별 가입자 재생 수: 독일 오리지널 Dark는 외국어 콘텐츠임에도 크게 성공



주: 2018년 1월 25일 ~ 1월 31일 demand expression 기준 / 자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 독일 로컬 제작사의 넷플릭스 오리지널: Dark



그림 25. 일본 TBS의 넷플릭스 오리지널: 심야식당 시즌 4



자료: 넷플릭스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 넷플릭스, 미래에셋대우 리서치센터

참고: 넷플릭스는 3가지 방식으로 콘텐츠를 확보

향후 시장을 이끌어갈 것으로 예상되는 가입자 기반 OTT 영역에서 가장 앞선 사업자는 넷플릭스다. 콘텐츠 투자에도 가장 적극적이며 크게 3가지 방식으로 콘텐츠를 확보한다. 회계적인 구분이지만 배타성의 정도에 따른 분류라 이해해도 무방하다.

a) ‘Self-produced 넷플릭스 Original’은 결과물에 대한 방영권과 판권 등 저작권 전부를 넷플릭스가 갖는 경우다. 넷플릭스가 기획 단계부터 관여해 제작진을 직접 섭외하며 제작비 대부분을 투자한다. ‘옥자’, ‘Stranger Things’, ‘킹덤’(김은숙 작가, 2018년 예정) 등이 이 경우다. 한편 직접 제작하진 않았지만 계약을 통해 기존 완성작 판권 전체를 획득한 경우도 이 경우로 분류가 가능하다. ‘The Irishman’이 그렇다. 배타성이 가장 높아 타 플랫폼에서 공개 되는 경우는 아주 예외적이다.

b) ‘Licensed 넷플릭스 Originals’은 넷플릭스가 개별 제작사의 완성 콘텐츠에 라이선스 수수료를 지급하고 특정 지역에서 독점 방영권을 얻는 방식이다. 해당 지역 외에는 독점권 효력이 없고 관련 저작권도 제작사가 소유한다. 방영권 가치는 대략 제작비 절반 수준으로 이해하면 편리하다.

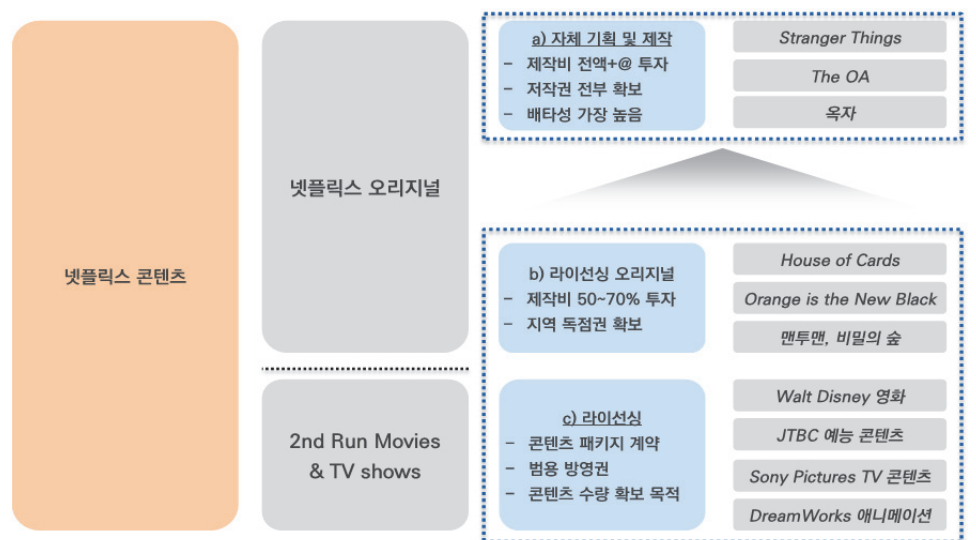
‘Orange is the New Black’(미국, 캐나다 독점), ‘House of Cards’ 등이 이 경우에 속한다. House of Cards는 독립 제작사 MRC 작품으로 넷플릭스는 독점 국가(미국, 캐나다), 방영 불가 국가(유럽, 인도 등) 등 국가별 권한이 다르다. 한국 콘텐츠로는 ‘맨투맨’(약 60억원 추정), ‘비밀의 숲’(약 35억원 추정), ‘화유기’(약 70억원 추정)이 해당된다. 넷플릭스는 이들에 대해 국내 공동(경우에 따라 홀드백 적용) 방영권, 해외 독점 방영권을 갖는다.

c) ‘Licensed Contents’는 콘텐츠 범용 방영권을 다량 구매하는 방식이다. 독점권이 아니기 때문에 라이선스 비용은 상대적으로 작다. 보유 콘텐츠 수량(시간) 확보에 좋은 방식이다. 개별 콘텐츠 단위보다 특정 제작사의 콘텐츠 전부 혹은 일부에 대해, 시간 단위로 계약하는 경우가 많다.

과거 월트디즈니컴퍼니와 체결했던 연간 3,400억원 규모의 방영권 거래(19년 이후 효력 없음)가 대표적이다. 동 계약에는 2016년 이후 디즈니/마블/루카스/픽사 영화에 대한 미국 독점 방영권(상영권 개봉 8개월 후), 2016년 이전 작품에 대한 방영권(비 독점)이 포함됐다. TV드라마 PP이자 영화 배급사 EPIX와 2010년 체결한 연 2,200억원 규모 거래도 있다.

국내에서는 17년 체결한 JTBC와의 600시간 콘텐츠 공급 계약이 해당된다. JTBC는 이를 통해 ‘우리가 결혼할 수 있을까?’, ‘순정에 반하다’ 등 드라마와 ‘냉장고를 부탁해’, ‘비긴어게인’, ‘비정상회담’, ‘썰전’, ‘아는 형님’, ‘효리네 민박’ 등 예능 콘텐츠를 넷플릭스에 제공 중이다.

그림 26. 넷플릭스는 3가지 방식으로 콘텐츠를 확보



자료: 미래에셋대우 리서치센터

V. 실적 전망

1. 향후 2개년 EBITDA 연평균 +47.7% 성장 예상

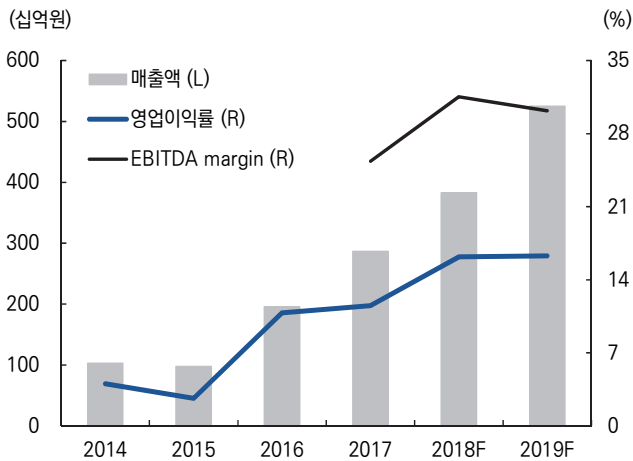
스튜디오드래곤의 18년 매출액은 3,828억원(+33.5% YoY, 이하 등), 영업이익 619억원(+87.3%), 순이익 478억원(+100.6%)을 전망한다. 19년까지 향후 2년간 연평균 성장률은 매출액 +35.3%, 영업이익 +60.8%, 순이익 +66.6%으로 예상한다.

- 1) **편성 매출액**은 판매, 기타 매출액에 미치는 영향이 크기에 전사 실적의 기반이 된다. 방송 편성은 **캡티브와 지상파 동반 증가(Q), 제작비 상승(P)에 따라 19년까지 연평균 +25.7% 성장**이 기대된다.
- 2) **판매 매출액**은 연평균 **+38.8% 성장**을 예상한다. 이는 대부분(70~90%)의 제작비가 회수된 이후 발생하는 매출액이기에 이익 레버리지가 가장 높다. 판권 판매 시장 형성 과정에서 경험중인 **고객사 증가(Q), 판가 증가(P)가 동반될** 가능성이 높다.
- 3) PPL 등 기타 매출액은 **+28.4% 성장**이 전망된다. 강력한 콘텐츠 경쟁력, 타겟팅에 강한 동사 작품 특성, 점차 '네이티브'화 되어가는 드라마 내 광고 삽입 등 동사 특유의 역량이 기대된다. 이에 힘입어, 제작비 증가에도 불구하고 편성 매출액 대비 비중을 30%대로 유지할 수 있을 것이다.

제시된 실적 전망치는 국내 편성, 국내 판권(VoD, 재방송 등), 해외 판권(넷플릭스, 중국 제외), PPL 등 기존 사업부문을 우선적으로 추정했다. 이를 기반으로 1) **넷플릭스향 판권 판매(분기 당 1편)**, 2) **넷플릭스향 오리지널 제작(2019년 2분기 방영, 제작비 250억원 규모)**을 가정했다. 3) **중국향 판권 판매는 추정에 반영하지 않았다.** 외교 문제가 해소될 시에 구작 라이브러리 판매 재개 가능성은 높게 보고 있으나, 그 시점에 따라 수익 인식 및 이익 규모 변화가 심할 것으로 판단해서다.

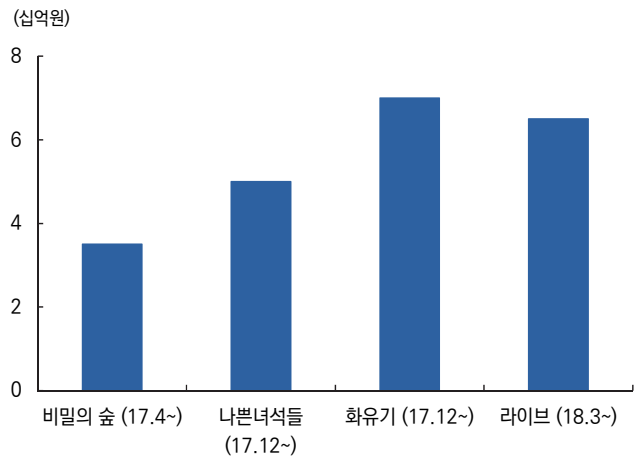
반복적 판매가 확인된 부분과 미래 기획이 가시화된 부분에 대해서만 반영했기 때문에 어느 정도 보수적인 추정이라 판단한다. 미확인 변수 가시화에 따라 **향후 이익 추정치는 상향될** 가능성이 높다. 구체적으로는 1) 넷플릭스향 판권 P(70억원)와 Q(분기 1편)가 현 수준 이상으로 오를 경우, 2) 오리지널 제작이 기대 수준(19년 2분기) 이상으로 빠르게 진행되거나 동시에 2편 이상이 제작될 경우, 3) 중국향 판권 수출이 재개되는 경우를 기대할 수 있다.

그림 27. 스튜디오드래곤 실적 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 넷플릭스향 콘텐츠 판가는 상승세



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

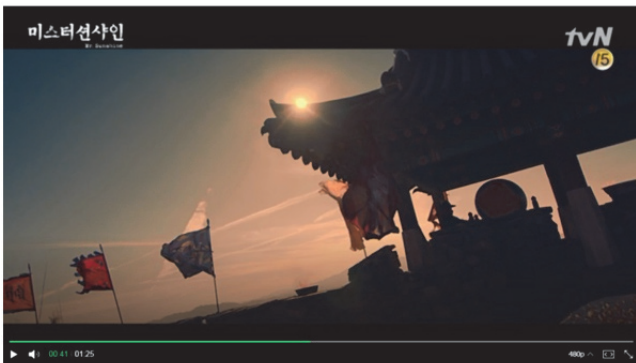
(십억원, %, 편)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017P	2018F	2019F
매출액	75	62	77	72	98	82	102	101	287	383	525
편성	26	24	42	39	41	35	41	41	131	158	207
판매	36	26	23	26	42	36	46	45	112	169	216
기타	13	12	12	7	14	11	15	15	44	55	72
오리지널 제작 대행	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30
원가	59	50	67	64	76	68	80	81	240	304	420
제작비(오리지널 제외)	25	25	41	39	43	37	43	43	130	166	220
지급수수료	7	5	5	5	8	7	9	9	22	34	43
유무형자산상각(추정)	9	9	10	11	13	14	15	16	39	58	73
기타	17	10	11	9	12	10	12	12	47	46	60
오리지널 제작비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24
판매비	3	3	4	4	3	4	5	5	14	16	20
EBITDA	23	18	17	15	32	25	33	32	73	121	159
영업이익	14	9	7	3	19	11	17	15	33	62	85
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	19.0	13.0	17.1	15.2	11.5	16.2	16.3
세전이익	13	9	6	2	18	11	17	15	30	61	85
당기순이익	13	3	6	2	14	8	13	12	24	48	66
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	14.7	10.0	13.2	11.7	8.3	12.5	12.6
YoY											
매출액	-	-	-	-	29.5	32.8	31.5	40.3	46.7	33.5	37.1
편성	-	-	-	-	57.2	47.1	-2.4	4.5	49.5	20.7	30.8
판매	-	-	-	-	16.0	35.0	98.0	76.0	48.3	51.4	27.4
기타	-	-	-	-	10.8	-1.7	20.5	106.9	35.3	26.0	30.9
EBITDA	-	-	-	-	38.6	37.2	95.4	111.2	-	66.0	31.3
영업이익	-	-	-	-	32.6	20.2	162.4	340.5	56.1	87.3	38.0
당기순이익	-	-	-	-	7.0	193.3	138.2	490.9	83.8	100.6	38.4
주요 가정											
편성 편수	4.0	4.5	6.5	6.5	7.0	6.0	6.5	6.5	21.5	26.0	30.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	0.0	1.0	1.0	1.1	1.4	0.5	1.0	1.0	3.1	3.9	4.0
YoY											
편성 편수	-	-	-	-	75.0	33.3	0.0	0.0	16.2	20.9	15.4
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	-	-	-	-	-	-50.0	0.0	-9.1	-	25.8	2.6

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 주요 기대작은 하반기에 포진: 미스터 션샤인(7월 예상)

그림 30. 주요 기대작은 하반기에 포진: 알함브라궁전의 추억(11월 예상)



방송 프로그램 정보



알함브라 궁전의 추억

드라마

편성 tvN 2018 ~ 방영예정

제작진 연출 안길호 극본 송재정

소개 투자회사 대표인 남자주인공이 비즈니스로 스페인 그라나다에 ...

투자회사 대표인 남자주인공이 비즈니스로 스페인 그라나다에 갔다가 전직 기타 리스트였던 여주인공이 운영하는 싸구려 호스텔에 묵으며 두 사람이 기묘한 사건에 휘말리며 펼쳐지는 미야기

자료: CJ E&M, NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

2. 전 부문 P와 Q 동반 상승 예상, 이익 성장의 핵심은 판권 판매

1) 편성

편성 매출액으로 18년 1,584억원(+20.7%), 19년 2,072억원(+30.8%)을 전망한다. 동 부문은 **1) 편성 편수와 편당 제작비, 2) 제작비 대비 방송 채널의 방영권료 비중** 등이 가장 중요한 변수다. 편성 편수는 캡티브 보유 채널(tvN, OCN + @)의 요일별 드라마 띠(슬롯)가 핵심이다. 동사는 CJ E&M 채널에 방영되는 드라마들 중 소수(연 1-2편) 자체 드라마를 제외한 전부를 제작하기 때문이다. 이에 더해 연 2편 내외의 지상파향 드라마 편성이 있다. 지난 17년 5월의 tvN의 드라마 슬롯 추가는 16-17년 연간 편성 편수 증가 요인(18.5편 → 21.5편)이었다. 이 효과가 온기로 반영되는 18년은 25편의 편성이 확정됐다. 여기서 추가될 수 있는 부분은 지상파향 드라마와, OCN 및 기타 캡티브 채널 슬롯이다.

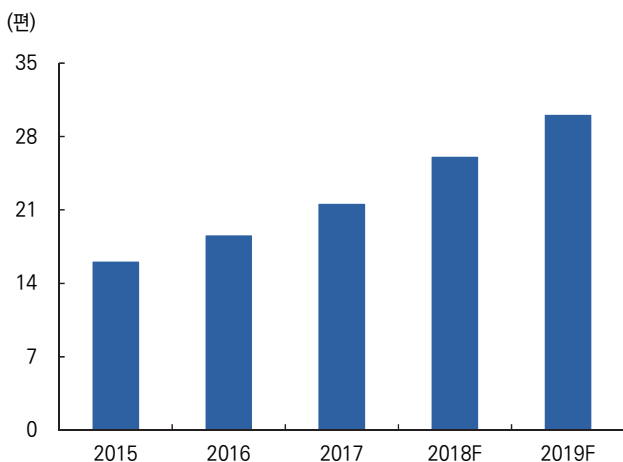
제작비 대비 방영권료 비중은 판권 판매 GP 마진 높낮이의 중요 결정 요소다. 즉 프로젝트의 수익성에 영향을 끼친다. 동사는 제작비 상당 부분(50%~70%)을 편성 매출로 충당하고 판매를 시작하기 때문이다. 현재까지는 캡티브향 편성이 제작비의 약 70%, 캡티브 외 편성이 제작비의 50%대를 각각 보전하는 것으로 나타난다. 향후에는 제작 규모 증가가 예상됨에 따라 캡티브향 편성에서도 방영권료는 제작비 60%대로 점차 낮아질 것으로 본다. 광고 BM 기반의 채널 사업자(CJ E&M)가 콘텐츠 제작비 증가 속도를 그대로 따라가기는 아무래도 어렵기 때문이다. 그럼에도 모회사의 자본력 확대(CJ오쇼핑 합병으로 인한 자산 및 캐시플로우 증가)가 예상되는 바, 급격한 방영권료 비중 하락을 우려할 필요는 없을 것이다. 또한, 방영권료 비중 감소에도 불구하고 판매 매출액의 강한 증가가 예상되어 전사 수익성은 올라갈 가능성이 높다.

2) 기타

기타 매출액은 2018년 551억원(+26.0%), 2019년 721억원(+30.9%)을 예상한다. 기타 부문에는 PPL, 드라마 관련 MD 상품, 사운드트랙, DVD 등이 포함된다. 문화창고(100% 자회사)가 영위하는 연예 매니지먼트 사업도 이에 해당한다. 이들 중 **PPL이 가장 큰 비중을 차지하며 동 부문은 통상적으로 편성 매출액에 연동된다.**

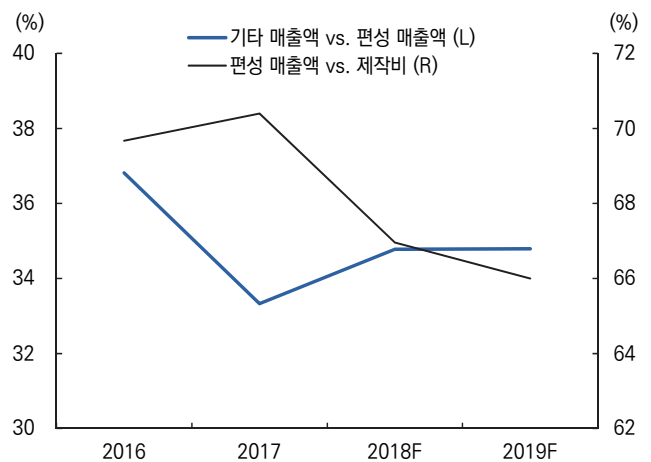
캡티브 채널의 강한 타겟팅, 제작 역량에 기반한 콘텐츠 경쟁력 등을 바탕으로 ‘네이티브’한 PPL 삽입에 능하다는 것이 동사 드라마의 강점 중 하나다. 따라서 향후의 제작비 증가 가정에도 불구하고 당분간 편성 대비 30%대 비중 유지가 가능할 것으로 전망한다. 특히 현대극과 대작에서 PPL 차용에 적극적인 모습이 두드러진다.

그림 31. 스튜디오드래곤 제작 드라마 편성 편수는 꾸준히 증가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 제작비 대비 편성 매출액은 소폭 하락, 기타 매출액은 유지 예상



자료: 미래에셋대우 리서치센터

3) 판매

판매 매출액으로 2018년 1,693억원(+51.4%), 2019년 2,156억원(+27.4%)을 전망한다. 동 부문에는 국내 VoD, 해외 채널 및 OTT향 판권 수출이 포함된다. 즉 **국내 방송 채널 방영권을 제외한 모든 판권 판매가 이에 해당한다.**

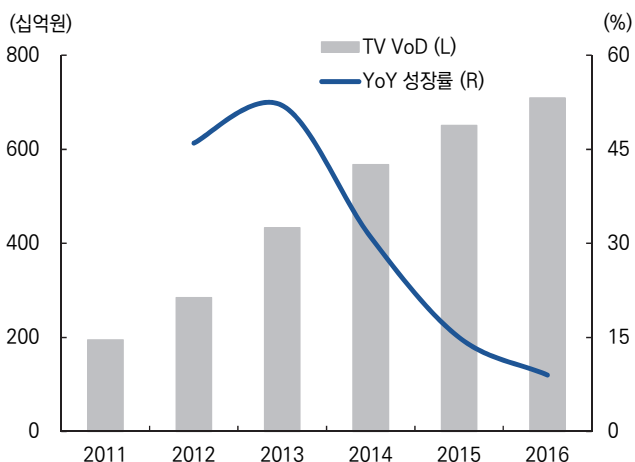
판매 매출액은 레버리지가 강해 이익에 대한 탄력도가 가장 높다. 작품 제작비는 편성 및 기타 매출액을 통해 85% 가량 회수되는 구조이기 때문이다. 글로벌 콘텐츠 판매 시장 형성과 관련해 향후 성장성도 가장 높은 부문이다. 통상적으로 ‘(판매 매출액 - 제작원가의 15%) x 80% = 이익’으로 연결된다. 여기서 80%대의 GPM은 CJ E&M 유통대행수수료 등이 원가로 제외되기 때문이다.

18년 이후 판매 매출액 전망의 베이스(하단) 수치로 연간 약 30% 증가(국내 VoD 및 넷플릭스, 중국 제외한 해외)를 설정했다. 이는 꾸준히 증가하는 국내 VoD 시장(+10%대), 드라마 작품 수 증가, 다수 해외 국가에 분포한 크고 작은 채널향 판매의 합산으로 나타날 성장이다. 중국 수출이 없었던 17년에도 콘텐츠 판매액은 전년보다 364억원(+48.3%) 가량 증가했고, 동기간 편성 편수 증가는 16%였다. 이에 비해 18년에는 편성 증가 효과가 +20% 이상이다. 기존과 같은 시장 상황(중국 부재)에서도 YoY +30% 증가를 기준으로 삼는 것이 결코 부담스럽지 않다.

이에 더해질 높은 잠재력은 중국과 글로벌 OTT향 판매다. 넷플릭스향으로는 **판권 판매(분기 당 1편)와, 오리지널 제작(2019년 2분기 방영, 제작비 250억원 규모)**을 가정했다. 판권은 17년 2분기 ‘비밀의 숲’ 판매로부터 시작돼 기대보다도 더욱 빠르게 현실화(17년 12월 이후 ‘화유기’, ‘라이브’ 판매)됐다. 향후에도 분기당 1개 꼴로 편성되는 텐트폴급 작품의 매출 발생(편당 70억원 수준)은 무리 없을 것으로 예상된다. 한편 **중국향 판권 판매는 아직 추정에 반영하지 않았다.** 외교 문제가 해소될 시에 구작 라이브러리 판매 재개 가능성은 높게 보고 있으나, 그 시점에 따라 수익 인식 및 이익 규모 변화가 심할 것으로 판단했기 때문이다.

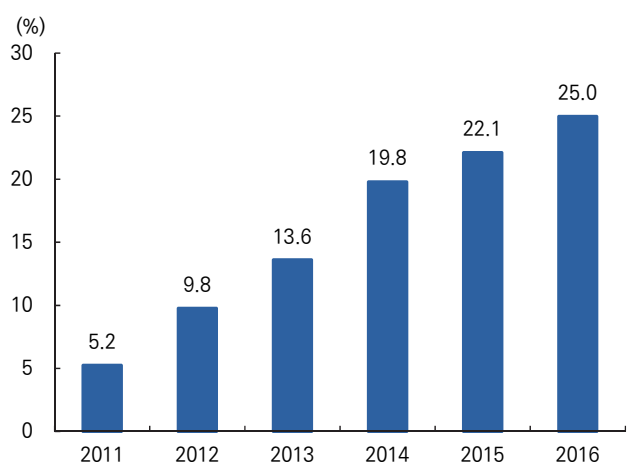
장기적 관점에서 기대되는 부분은 향후 콘텐츠 판가 추가 상승 가능성이다. 이미 넷플릭스 외 다른 플랫폼(국가별 OTT, 채널 사업자)향 판매 네트워크가 형성된 상태로 단일 플랫폼에 대한 의존도는 낮다. 게다가 시간이 지나며 넷플릭스뿐 아니라 아마존, 디즈니 등의 자체 OTT가 신규 구매자로 출현 시 동사 협상력은 더욱 증가할 수 있기 때문이다.

그림 33. TV VoD 시장 규모는 10%대 성장 중



자료: KISDI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 방송 프로그램 VoD 이용률 지속 증가



자료: KISDI, 미래에셋대우 리서치센터

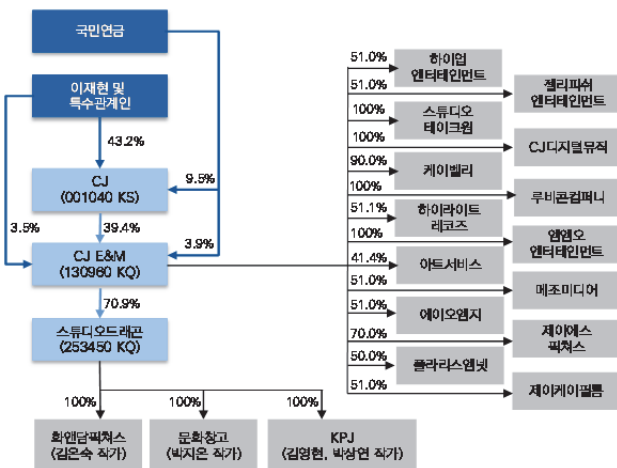
Appendix

기업 소개

스튜디오드래곤은 점유율 20%대(17년 편수)를 기록 중인 국내 최대 드라마 제작사다. 전신은 CJ E&M의 드라마 제작부이며, 16년 5월 모회사로부터 분할됐다. 이는 캡티브 채널뿐만 아니라 타 플랫폼(지상파, 해외)에 대한 적극적인 판매를 위한 결정으로 추정된다. 16년 6월~9월 드라마 제작 3개사(화앤담픽처스, 문화창고, KPJ)를 주식 스왑 방식으로 인수했다. 17년 11월 코스닥 상장을 통해 2,100억원을 조달했으며 이는 주로 글로벌 콘텐츠 제작, M&A 등에 활용될 전망이다.

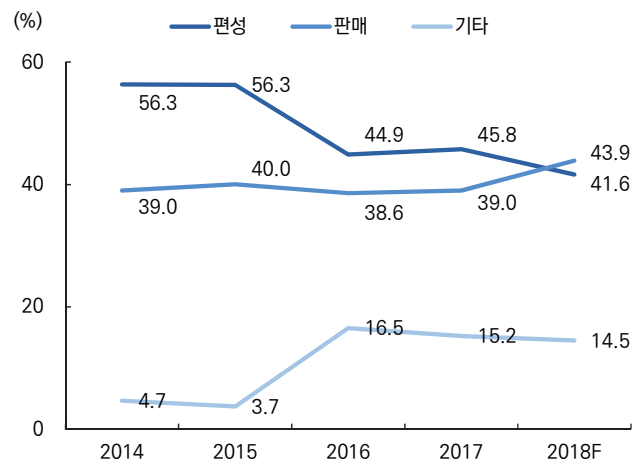
제작 경쟁력에 대한 장기적인 접근을 통해 작가 및 스토리 중심의 콘텐츠를 지향해온 동사 작품은 타사 대비 작품성과 영향력 측면에서 강한 면모를 보인다. 매출액은 편성(국내 TV 채널 방영권료), 판권(국내 2차 판권 및 해외 판매), 기타(PPL, 음원, 매니지먼트 등) 부문을 통해 발생하며, 글로벌 동영상 콘텐츠 수급 본격화에 따라 향후 성장의 중심은 판권 판매가 될 가능성이 높다.

그림 35. 스튜디오드래곤 및 CJ E&M 지배구조



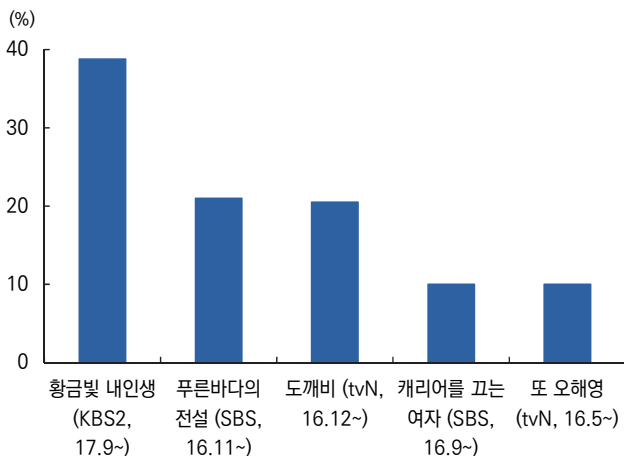
자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 연도별 매출액 구성비 변화



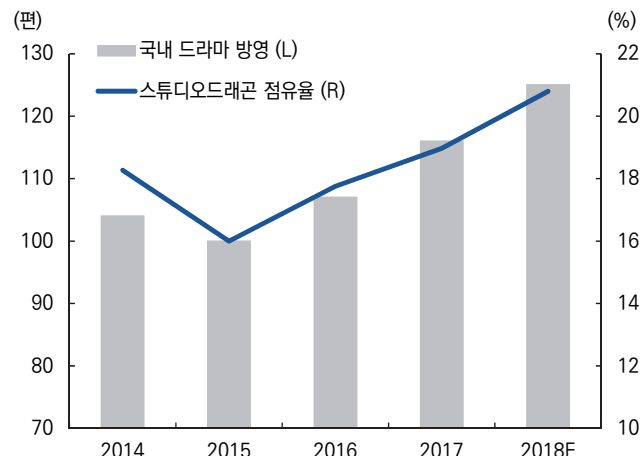
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 동사 제작 주요 드라마 최고 시청률



자료: AGB Nielsen, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 드라마 편수 기준 점유율은 약 20% 전후



주: 드라마 편수는 기준에 따라 다름, 통상 100~120편 범위로 판단
자료: 미래에셋대우 리서치센터

제작 드라마 방영 시기별 정리

그림 39. 채널별, 시기별 동사 제작 드라마

연도	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
	전반월	후반월	전반월	후반월	전반월	후반월	전반월	후반월	전반월	후반월	전반월	후반월
2018년												
tvN												
월화		크로스	시를 잊은 그대에게	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임								
수목	슬기로운 마더		나의 아저씨									
토일	화유기		라이브	무법 변호사	미스터 션사인					일함브리공전의 추억		
OCN												
월화	애간장											
토일	나쁜 녀석들: 악의 도시		작은 신의 아이들	미스트리스								
KBS												
토일	황금빛 내 인생											
SBS												
토	브라보 마이 라이프											
2017년												
tvN												
월화		내성적인 보스	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	써클	하백의 신부	아르고	이반 생은 처음이라					
수목							부암동 복수자들	슬기로운 감빵생활(계속)				
금토	도깨비	내일 그대와	시카고타자기									
토일								명불허전		변혁의 사랑	세상에서 가장 화유기(계속)	
OCN												
월화	보이스									멜로홀리		
토일			터널		듀얼		구해줘			블랙	나쁜 녀석들	
JTBC												
금토						품위있는 그녀						
KBS												
토일								황금빛 내 인생(계속)				
SBS												
토										브라보 마이 라이프(계속)		
2016년												
tvN												
월화	지프인더트랩		피리부는 사나이	또! 오해영	싸우자 귀신아							
금토 20시30분	시그널		기억	디어 마이 프렌즈	굿 와이프					더케이투		도깨비(계속)
금토 23시												
토일								신데렐라와 네 명의 기사		안투라지		
OCN												
금토						38사기동대						
일												
토일		동네의 영웅		뱀파이어 탐정								
KBS												
수목									공황 가는 길			
MBC												
월화									캐리어를 끄는 여자			
SBS												
수목												푸른 바다의 전설
후난위성텔레비전(중국)												
수목												상애천사천년 2
2015년												
tvN												
월화	일리 있는 사랑	호구의 사랑					신분을 숨겨라				풍선껌	
월화수목	가족의 비밀					울지 않는 새						
금토	하트투하트		슈퍼대디 열	구여친클럽			오 나의 귀신님	두번째 스무살				
OCN												
토			실종느와르 M									
일	닥터프로스트											
토일							아름다운 나의 신부	처용				
KBS												
월화												
OnStyle, O'live							너를 기억해					
후난위성텔레비전(중국)												
일월			상애천사천년									
2014년												
tvN												
월화		로맨스가 필요해 3			마녀의 연애	고교처세왕	마이 시크릿 호텔			라이어 게임	일리있는 사랑(계속)	
월화수목	감자별 2013QR3									가족의 비밀(계속)		
금토		응급남녀			갑동이		연애 말고 결혼			미생		
일								삼총사				
OCN												
토											나쁜 녀석들	
일		처용			신의 퀴즈 4			리셋				닥터프로스트
SBS												
수목								괜찮아 사랑이야				

자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	196	287	383	525
매출원가	168	240	304	420
매출총이익	28	47	79	105
판매비와관리비	6	14	16	20
조정영업이익	21	33	62	85
영업이익	21	33	62	85
비영업손익	-6	-3	-1	0
금융손익	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	30	61	85
계속사업법인세비용	2	6	13	19
계속사업이익	8	14	48	66
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	24	48	66
지배주주	13	24	48	66
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	8	14	48	66
지배주주	8	14	48	66
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-	73	121	159
FCF	-13	7	51	71
EBITDA 마진율 (%)	-	25.4	31.5	30.2
영업이익률 (%)	10.7	11.5	16.2	16.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	8.4	12.5	12.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	81	104	182	297
현금 및 현금성자산	12	34	84	154
매출채권 및 기타채권	39	39	55	81
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	30	31	43	62
비유동자산	161	171	172	173
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	128	128
자산총계	242	275	354	470
유동부채	84	103	134	183
매입채무 및 기타채무	20	20	28	41
단기금융부채	8	26	26	26
기타유동부채	56	57	80	116
비유동부채	21	11	12	13
장기금융부채	20	10	10	10
기타비유동부채	1	1	2	3
부채총계	106	114	146	196
지배주주지분	136	160	208	274
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	115	115	115	115
이익잉여금	8	32	80	146
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	136	160	208	274

예상 현금흐름표 (요약)

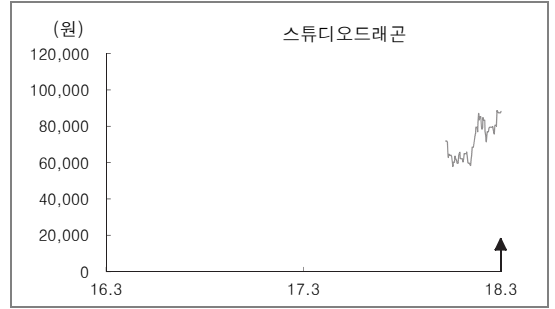
(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	7	51	71
당기순이익	13	24	48	66
비현금수익비용가감	27	0	13	19
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	-	40	59	73
기타	5	0	13	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-1	3	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-2	-15	-24
재고자산 감소(증가)	0	2	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	2	2	4
법인세납부	-2	0	-13	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-70	0	-1	-2
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	0	-1	-2
기타투자활동	-67	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	93	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	28	8	0	0
자본의 증가(감소)	126	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-61	-9	0	0
현금의 증가	12	34	50	70
기초현금	0	0	34	84
기말현금				

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	-	51.6	37.3
P/CF (x)	-	16.5	40.3	29.1
P/B (x)	-	11.4	11.9	9.0
EV/EBITDA (x)	-	25.1	20.1	14.7
EPS (원)	907	3,874	1,706	2,361
CFPS (원)	2,806	3,938	2,187	3,027
BPS (원)	6,176	5,722	7,428	9,788
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	46.4	33.4	37.1
EBITDA증가율 (%)	-	-23.3	87.9	37.1
조정영업이익증가율 (%)	-	57.1	87.9	37.1
EPS증가율 (%)	-	327.1	-56.0	38.4
매출채권 회전을 (회)	5.3	7.8	8.6	8.2
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	29.2	41.5	43.9	42.1
ROA (%)	5.4	9.3	15.2	16.1
ROE (%)	9.5	16.1	25.9	27.4
ROIC (%)	11.8	16.7	30.4	43.0
부채비율 (%)	77.8	71.3	70.0	71.4
유동비율 (%)	96.4	101.1	136.4	162.5
순차입금/자기자본 (%)	12.1	1.4	-23.0	-42.9
조정영업이익/금융비용(x)				

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2018.03.06	매수	110,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 스튜디오드래곤의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.