

2018. 03. 26

Analyst 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

In-depth Report

미디어 업종

포스트 사드 시대에 대처하는 자세

■ 한류의 중국 수출 재개는 시기의 문제

최근 한국과 중국 관계의 개선에 대한 기대감이 존재하고 있으나 예측 불가능한 정치·외교 문제를 산업의 방향성에 적용하기는 어렵다. 다만 시기의 문제일 뿐 1) 중국 내 여전한 한국 콘텐츠 수요, 2) OTT 사업자간의 경쟁 심화, 3) 웹드라마의 수요 증가로 인해 한국 콘텐츠의 중국 수출은 재개될 것이라고 판단한다. 중국 방송 시장이 온라인으로 빠르게 재편되면서 중국 대표 IT 기업인 BAT에게 방송 콘텐츠는 플랫폼 지배력을 키울 수 있는 가장 중요한 요소이며, 한국은 전략적 요충지일 것이다. 수익성이 높은 유료 구독서비스의 수요를 증가시킬 수 있는 고품질 콘텐츠 수급 경쟁이 심화되고 있어 중국 IT 사업자는 상대적으로 제작비가 저렴하면서 스토리가 탄탄한 한국 콘텐츠에 대해 더욱 매력을 느낄 것이다.

■ 판이 바뀌는 제작 시장

한한령 갈등이 완화될 경우 한국 콘텐츠 산업은 중국 수출이 재개된다는 의미만 갖는 것이 아니다. 사드 갈등 이전 중국향 콘텐츠 판매에 대한 기대감은 높았으나 수익 기여가 높지 않았던 상황이며, 한한령 이슈는 오히려 한국 제작사의 중국 의존도를 낮추고 질적으로 성장할 수 있는 기회로 작용할 것이다. 콘텐츠의 질적 성장은 중국 외 해외 지역 판매 확대 및 판권 가격 상승으로 이어지는 선순환을 구축할 수 있다.

투자의견

Overweight

Table of Contents

[산업분석]

- 4 I. 포스트 사드 시대
 - 1. 세계 3위 규모의 중국 콘텐츠 시장
 - 2. 한류의 중국 수출 재개는 시기의 문제
 - 3. 위기는 오히려 기회
- 10 II. 오리지널 콘텐츠 시대
 - 1. 주요 온라인 동영상 스트리밍 업체의 전략
 - 2. 주요 SNS 업체의 전략
 - 3. 기존 방송 사업자의 전략
 - 4. 콘텐츠 경쟁 확대는 한국 제작사에 유리
- 17 III. 판이 바뀌는 제작 시장
 - 1. 체력 키우고 있는 외주 제작사
 - 2. 핑크퐁의 성공 공식, 방송 제작사에 반영

[기업분석]

- 22 CJ E&M(130960) _드래곤의 날개를 달아주다
- 26 스튜디오드래곤(253450) _ 이성보다 열정이 필요한 때

[산업분석]

I. 포스트 샤드 시대

1. 세계 3위 규모의 중국 콘텐츠 시장
2. 한류의 중국 수출 재개는 시기의 문제
3. 위기는 오히려 기회

II. 오리지널 콘텐츠 시대

1. 주요 온라인 동영상 스트리밍 업체의 전략
2. 주요 SNS 업체의 전략
3. 기존 방송 사업자의 전략
4. 콘텐츠 경쟁 확대는 한국 제작사에 유리

III. 판이 바뀌는 제작 시장

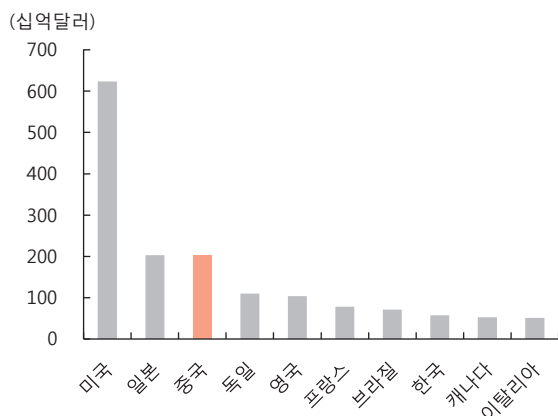
1. 체력 키우고 있는 외주 제작사
2. 핑크퐁의 성공 공식, 방송 제작사에 반영

I. 포스트 사드 시대

1. 세계 3위 규모의 중국 콘텐츠 시장

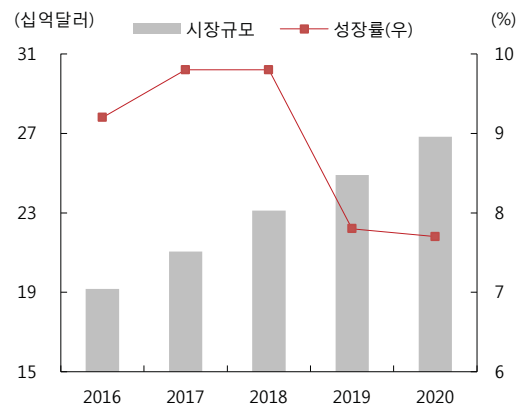
지난해 중국 콘텐츠 시장 규모는 2028억달러로 세계 3위를 기록했다. 2위인 일본과의 시장 규모 격차는 3억 달러에 불과하고 중국 방송 시장은 온라인 방송뿐만 아니라 TV방송 시장 또한 성장을 지속하고 있어 올해는 일본을 앞서 2위 시장으로 성장할 것으로 전망한다. 올해 중국 TV 및 온라인 방송 시장 규모는 전년 대비 9.8% 성장한 231억달러를 기록할 것으로 전망한다. 아직 중국 TV 시장 대비 온라인 방송 시장 규모는 작지만 OTT (Over The Top: 온라인 동영상 서비스)를 중심으로 방송 시장이 빠르게 성장하고 있다. OTT 시장에서 킬러 콘텐츠는 드라마와 예능으로 OTT 시장이 확대될수록 양질의 콘텐츠 수급에 대한 경쟁이 치열해질 수 밖에 없다. 중국 방송 시장에서는 양질의 자체 콘텐츠 제작 역량을 보유하고 있는 CCTV와 일부 지역의 대형 TV방송국을 제외하고 대부분 외주 제작사로부터 콘텐츠를 수급하고 있기 때문에 방송 콘텐츠 제작 스튜디오 수는 1만 개 수준까지 증가했다. 외주 제작사의 난립으로 중국 드라마 콘텐츠 공급은 과잉 상태이지만 1만여개의 제작사 중 연간 2개 이상의 드라마를 제작하는 제작사는 소수에 불과하며 자본력과 높은 품질의 콘텐츠 제작 역량을 갖춘 제작사 위주로 재편될 것이다.

〈그림1〉 주요 국가별 미디어 시장 규모



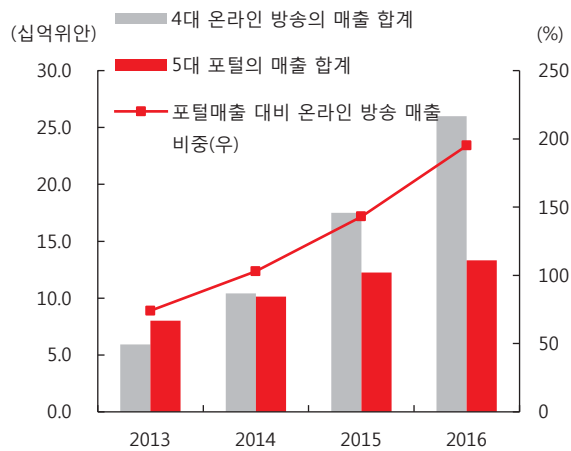
자료: Tsbleau Software(2017), 하이투자증권

〈그림2〉 중국 방송시장 규모 추이



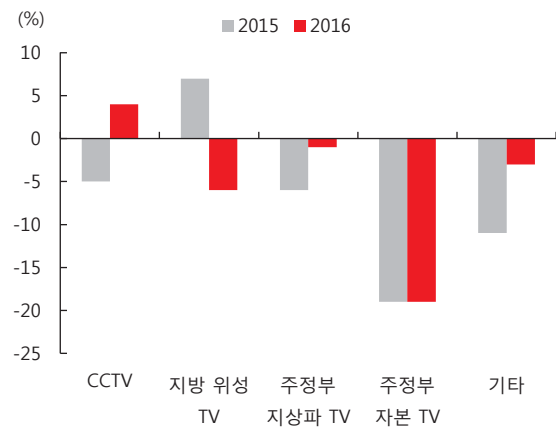
자료: PWC, 하이투자증권

〈그림3〉 중국 온라인 방송 매출 현황



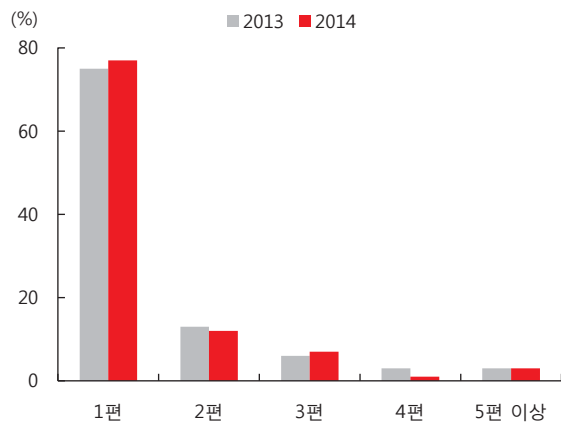
주: 4대 온라인 방송은 iQiyi, Youku, Tencent Video, Sohu,
5대 포털은 Tencent, NetEase, Sina, Sohu, Phoenix New Media
자료: JP Morgan, 하이투자증권

〈그림4〉 중국 주요 방송국의 광고 매출 성장률



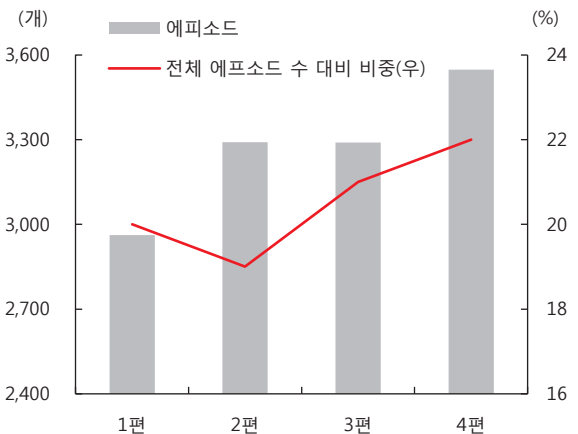
자료: KCA, 하이투자증권

〈그림5〉 중국의 드라마 제작편수별 업체 비중



자료: KCA, 하이투자증권

〈그림6〉 TOP 10 업체가 제작한 드라마 에피소드 수 추이

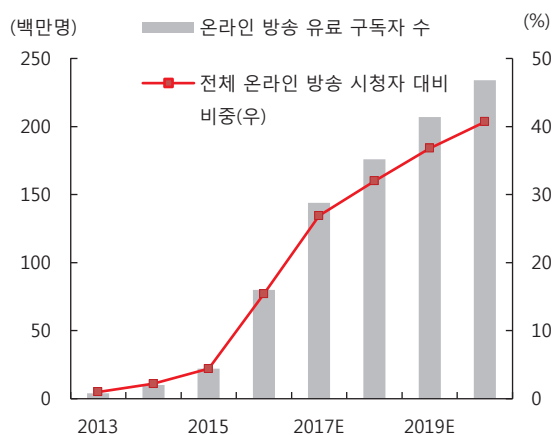


자료: KCA, 하이투자증권

2. 한류의 중국 수출 재개는 시기의 문제

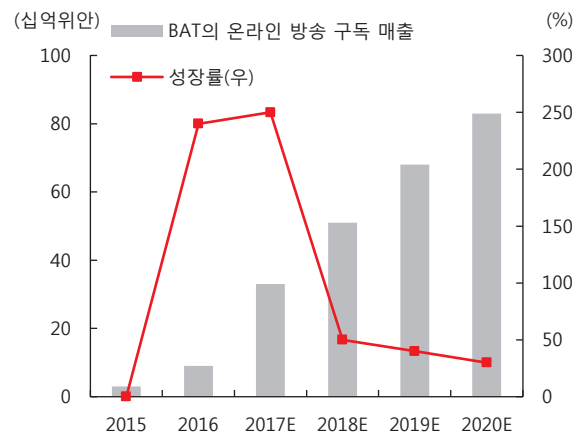
2016년 7월 사드 배치 결정 이후 한국 콘텐츠의 중국 수출길은 막혔었다. 최근 한국과 중국 관계의 개선에 대한 기대감이 존재하고 있으나 예측 불가능한 정치·외교 문제를 산업의 방향성에 적용하기는 어렵다. 다만 시기의 문제일 뿐 1) 중국 내 여전한 한국 콘텐츠 수요, 2) OTT 사업자간의 경쟁 심화, 3) 웹드라마의 수요 증가로 인해 한국 콘텐츠의 중국 수출은 재개될 것이라고 판단한다. 사드 갈등이 중국 소비자에게 한국 제품에 대한 부정적인 인식을 키운 상황에서도 한국 콘텐츠는 여전히 인기가 높았다. 중국 방송 시장이 온라인으로 빠르게 재편되면서 중국 대표 IT 기업인 BAT(Baidu, Alibaba, Tencent)에게 방송 콘텐츠는 플랫폼 지배력을 키울 수 있는 가장 중요한 요소이며, 한국은 전략적 요충지일 것이다. 더불어 90년대 출생인 지우링허우와 80년대 출생인 바링허우 세대를 중심으로 웹드라마의 수요가 빠르게 증가하고 있어 동영상 플랫폼 사업자들은 젊은 층의 이용자를 확대하기 위해 웹드라마 제작에 집중할 수 밖에 없다. 이런 상황에서 TV방송 드라마 판권 가격은 상승하고 있어 온라인 동영상 플랫폼 사업자들은 오리지널 웹드라마 제작을 강화하고 있는 추세로 BAT의 경우 2016년 전체 예산의 10%만 오리지널 방송 콘텐츠에 배정했다면 2020년까지는 45~50%로 확대시킬 계획이다. 오리지널 콘텐츠는 이용자 저변을 빠르게 확대시킬 수 있는 반면 높은 제작비로 인해 비용 부담이 증가하기 때문에 중국 IT 사업자는 수익성이 높은 구독서비스(SOVD)로 비즈니스 모델을 재편하기를 원한다. 유료 구독서비스의 수요를 증가시킬 수 있는 것은 고품질 콘텐츠로 양국 관계가 회복된다면 상대적으로 제작비가 저렴하면서 스토리가 탄탄한 한국 콘텐츠 수요는 활성화될 것이다. 중국 방송 시장에서 OTT 입지력이 강해지면서 기존 TV 방송업계와 온라인 동영상 플랫폼 사업자들 간의 경쟁이 치열해지고 있는 상황도 한국 콘텐츠 제작 업체에게는 유리하다.

〈그림7〉 전체 온라인 방송 유료 구독자 수 추이



자료: KCA, 하이투자증권

〈그림8〉 중국 BAT의 온라인 방송 유료 구독 매출 추이



자료: KCA, 하이투자증권

3. 위기는 오히려 기회

한한령이 완화되어 중국 수출이 재개되더라도 과거와 달리 ‘관시(관계)’ 중심의 사업 방식에서 벗어나 법과 원칙이 부각되는 환경에서 협업을 하게 될 것이며, 한류 스타에 의존한 공식에서 탈피할 것으로 보인다. 한국 콘텐츠의 중국 진출 방식은 완성품 형태의 수출에서 리메이크 판권 수출, 예능 프로그램 포맷 수출 및 한국 제작진이 참여한 공동 제작 형태로 변모했다. 사드 배치 직전인 2015~2016년은 중국 자본을 기반으로 공동투자, 사전제작, 한·중 동시방영 형태의 드라마 판매 가격이 상승하자 중국 입맛에 맞춘 콘텐츠를 제작했고 이로써 오히려 국내 및 글로벌 트렌드에 부합하지 못한 콘텐츠가 양산되기도 했다. 사드 갈등이 지속되는 동안 중국의 제작 역량 또한 향상되어 협업에 대한 니즈는 점진적으로 축소될 수 있으며, 예능 또한 중국 정부의 해외 포맷 수입 제한 정책으로 공동제작이 사실상 어려워졌다. 이러한 환경에서 국내 콘텐츠 제작사는 관시와 한류 스타가 중심이 아닌 기획 역량과 탄탄한 스토리 기반의 질적 제고를 이뤄내야 할 것이다.

〈표1〉 영상 콘텐츠에 대한 중국 정부의 주요 규제 사례

연도	플랫폼	정책	내용
2014	온라인	영상물 시청 단말기에 관한 개정명령	- 해외 드라마 및 단편 영화는 일주일 이내로 다운로드 해야 함 - 동영상 사이트의 해외 방송 프로그램 방영의 사전 심의 의무화 - 허가 받지 않은 동영상 시청 단말기 출시 금지
2015	온라인	수입영상물 웹상 관리 관련 규정 실천을 위한 통지	- '드라마 방영 허가증' 갖춘 동영상 플랫폼만 해외 드라마 방영 가능 - 해외 드라마가 전체의 30%를 초과하는 것을 금지
2016	온라인	인터넷 생방송 서비스 관리 규정	- 모든 인터넷 생방송 BI와 플랫폼은 당국의 운영 허가를 받아야 한다고 규정 - 인터넷 생방송 플랫폼은 음란·폭력 등의 불법 콘텐츠를 사전 검열할 수 있는 시스템을 마련해야 하며, 댓글, 자막 등 시청자의 실시간 반응을 관리할 책임자를 반드시 배치해야 함 - 또한 인터넷 생방송을 통해 뉴스 정보를 제공할 경우 반드시 콘텐츠 편집 책임자를 뒤야 한다고 규정 - 이 외에도, 인터넷 생방송 플랫폼은 방송 진행자의 신용등급 시스템을 도입해 신용등급에 따라 관리 및 서비스를 제공해야 하며, 방송 진행자 및 시청자를 대상으로 블랙리스트 제도를 마련해 블랙리스트에 등재된 진행자 및 시청자를 당국에 신고하고 계정 재가입을 금지해야 함
2016	온라인	온라인 시청각 프로그램 생방송 서비스 관리 강화 문제에 관한 통지	- 당국의 허가를 받은 온라인 생방송 업체만 온라인 생방송 서비스 운영 가능 - 허가를 획득하지 못한 업체 혹은 개인은 방송국, TV라디오방송국, TV 등 방송 기관 고유의 명칭 사용 불가 - 온라인 생방송 서비스를 진행하기 전 반드시 관련 정보를 관할 지역의 성급 이상 신문출판 광전 행정부문에 보고해야 함
2017	TV, 온라인	드라마 진흥을 위한 약간의 정책 통지	- 2017년부터 2021년까지 당과 국가, 인민, 영웅을 찬양하는 대량의 우수한 작품 제작해야 함 - 특히 주요 방송사와 인터넷 방송 플랫폼들은 황금시간대에 중대 혁명역사, 농촌, 소수민족, 군사 등 소재로 한 드라마를 방송하도록 제한함 - 스타 의존도가 심한 중국 드라마 제작구조 개선

자료: 언론자료, 한국문화산업교류재단, 하이투자증권

〈표2〉 중국의 방송부문 해외콘텐츠 규제 내용

장르	내용
드라마	1) 외자 경영, 중외합자·합작 방송 프로그램 제작사 설립 금지(2004) 2) 중외합작 드라마를 제작할 경우, 중국 측이 드라마제작허가증(갑종)을 보유하고 주요 스태프 중 내국인이 3분의 1이상, 판권은 공동 보유해야 함(2004) 3) 각 방송채널을 통해 반영되는 해외 영화·드라마는 해당 채널의 당일 영화·드라마 방송 시간의 25%를 초과할 수 없고 당국 허가 없이는 황금시간대(19~22시) 방영 금지(2004) 4) 해외 영화·드라마는 당국 허가와 무관하게 황금시간대에 방영할 수 없고 수입자의 해외 영화·드라마 수입 신청은 1년 2회로 제한하며 편당 회수도 50회 이하로 제한(2012) 5) 해외 영화·드라마가 중국에 반영되려면 6개월 전 방영 계획 보고, 3개월 전 완성 작품을 심의 제출(2015)
예능	1) 위성방송의 해외 포맷 프로그램 편성을 매년 1개로 제한하고 황금시간대(19:30-22:00) 방송 금지(2014) 2) 연애, 결혼 등이 소재인 리얼리티쇼 예능 프로그램의 해외 포맷 구매 열기를 지적하고 과도하게 한 국가나 지역에 편중되는 현상을 경고(2015) 3) 해외 포맷 프로그램의 신규 방송을 매년 1회로 제한하고 중국 측이 완전한 지적재산권을 취득하지 못한 프로그램은 황금시간대 방송을 매년 2회 이하로 제한하며 동일한 리얼리티쇼 예능 프로그램은 원칙적으로 1년에 1시즌만 방송 가능(2016)

자료: 문화체육관광부, 하이투자증권

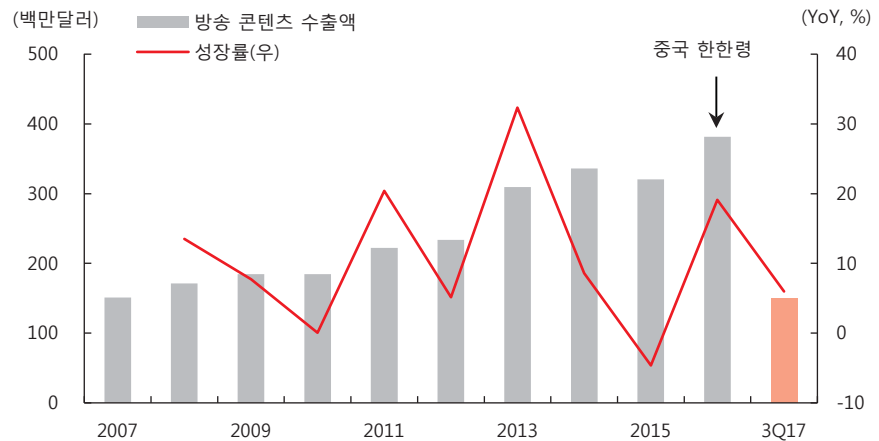
중국향 콘텐츠 판매에 대한 기대감은 높았으나 수익 기여가 높지 않았던 상황에서 사드 갈등으로 인한 중국 수출 제약은 오히려 한국 제작사의 중국 의존도를 낮추고 질적으로 성장할 수 있는 기회로 작용할 수 있다. 콘텐츠의 질적 성장은 중국 외 해외 지역 판매 확대 및 판권 가격 상승으로 이어지는 선순환을 구축하게 된다. 또한 최근 중국의 대형 IT 업체가 오리지널 방송 콘텐츠 제작에 투자를 강화하면서 중국 콘텐츠 시장의 고질적인 불법 콘텐츠 문제가 일부 해소될 것으로 기대한다. 중국 IT 업체는 대규모 투자가 집행된 IP 보호를 강화하기 위해 자발적으로 콘텐츠 불법 유통을 단속하고 있기 때문에 불법 복제와 표절로 인한 콘텐츠의 가치 하락을 방어할 수 있다. 지난 2016년 ‘달의 연인-보보경심 려’는 중국에 약 90억원에 판매되며 중국 판권가 최고치를 경신했는데 최근 넷플릭스 등 글로벌 판매 채널이 확대되어 국내 제작사의 협상력이 향상될 것으로 전망되어 중국 판권 가격은 사드 갈등 이전보다 상승할 것으로 기대한다.

〈표3〉 최근 3년간 주요 한국 드라마 중국 온라인동영상플랫폼 판권 수출 가격

연도	드라마	동영상플랫폼	회당 판권가격(달러)
2013	상속자들(SBS)	아이치이	15,000
2014	별에서 온 그대(SBS)	아이치이	35,000
	쓰리데이즈(SBS)	유쿠투더우	50,000
	닥터 이방인(SBS)	유쿠투더우	80,000
	나쁜 녀석들(OCN)	유쿠투더우	100,000
	괜찮아, 사랑이야(SBS)	유쿠투더우	120,000
	운명처럼 널 사랑해(MBC)	소후	120,000
	내겐 너무 사랑스러운 그녀(SBS)	유쿠투더우	200,000
	피노키오(SBS)	유쿠투더우	280,000
2015	프로듀사(KBS)	소후	200,000
	하이드 지킬, 나(SBS)	유쿠투더우	100,000
2016	치즈인더트랩(TVN)	유쿠투더우	125,000
	태양의 후예(KBS)	아이치이(동시방영)	230,000
	함부로 애틀하게(KBS)	유쿠투더우(동시방영)	250,000
	달의 연인-보보경심 려(SBS)	유쿠투더우(동시방영)	400,000

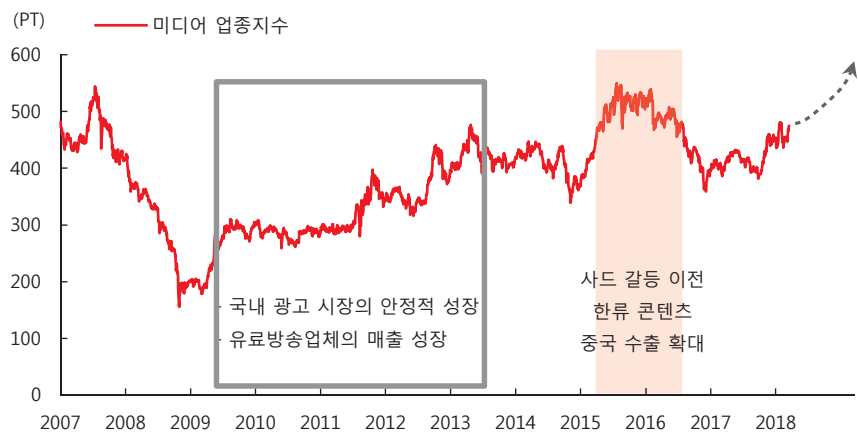
자료: KOCCA, 하이투자증권

〈그림9〉 한한령 이후에도 국내 방송 콘텐츠 수출액은 지속 성장



자료: KOCCA, 하이투자증권

〈그림10〉 미디어 업종 지수는 사드 갈등 이전 수준 이상으로 상승할 것으로 예상



자료: 하이투자증권

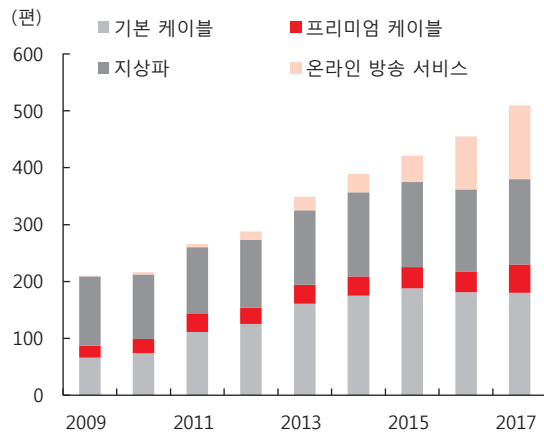
II. 오리지널 콘텐츠 시대

1. 주요 온라인 동영상 스트리밍 업체의 전략

글로벌 미디어 시장은 유료 TV 서비스 가입자의 이탈이 가속화되고 있고 넷플릭스로 대표되는 SVOD의 영향력이 더욱 강해지고 있다. 지난 2013년 오리지널 콘텐츠 제작을 시작한 넷플릭스는 현재 190개 국가에서 1억1700만명의 이용자를 보유하고 있다. 넷플릭스는 다양한 국가의 사회문화적 배경을 반영한 오리지널 콘텐츠를 별도 제작하는 전략을 강화시키고 있다. 지난 2016년 1월 한국에 진출한 넷플릭스는 봉준호 감독의 ‘옥자’를 제작 지원하여 넷플릭스와 국내 극장에 동시 개봉했으며 드라마, 영화, 엔터테인먼트를 넘어 주간 뉴스TV쇼 등의 시사 콘텐츠까지 영역을 확대할 예정이다. 월정액을 기반으로 구동되는 넷플릭스는 마케팅보다는 오리지널로 대표되는 콘텐츠로 경쟁력을 내세우고 있으며, 인공지능이 접목된 큐레이션 기능으로 개인 맞춤형 콘텐츠 시장을 선도하고 있다.

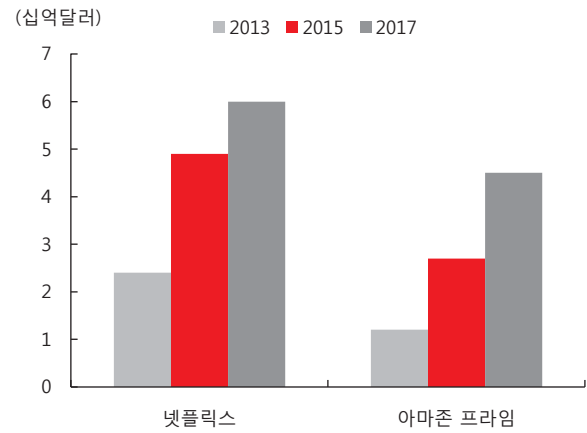
이커머스 사업자인 아마존이 운영하는 스트리밍 플랫폼인 프라임 비디오의 가입자는 미국 내 시청자 기준 2600만명이 넘어섰다. 후발주자임에도 불구하고 오리지널 콘텐츠 제작 강화와 큐레이션 기능을 통해 넷플릭스를 빠르게 따라잡고 있다. 아마존은 오리지널 콘텐츠 외에도 할리우드 유명 영화들을 독점 공개하고 있는데 이는 넷플릭스가 오리지널 콘텐츠 전략에 더욱 집중하며 외부에서 공급하는 콘텐츠 비중을 줄이고 있는 모습과 대조적이다. 아마존의 프라임 비디오의 가장 큰 경쟁력은 이커머스 플랫폼과 연계된다는 점인데 프라임 비디오 가입자 중 약 500만명이 아마존의 이커머스 패키지 서비스인 아마존 프라임으로 유입된 것이 대표적인 예이다. 아마존은 인공지능과 스마트홈, 사물인터넷 전반에 강력한 시장 장악력을 가진 업체다. 넷플릭스가 전문 콘텐츠 제작 기반의 스트리밍 플랫폼이라면 아마존은 스트리밍 플랫폼 서비스를 넘어 이커머스, 클라우드, 인공지능, 스마트홈의 생태계와의 연계를 구축하고 있다.

〈그림11〉 미국 방송 사업자별 오리지널 콘텐츠 제작 수 추이



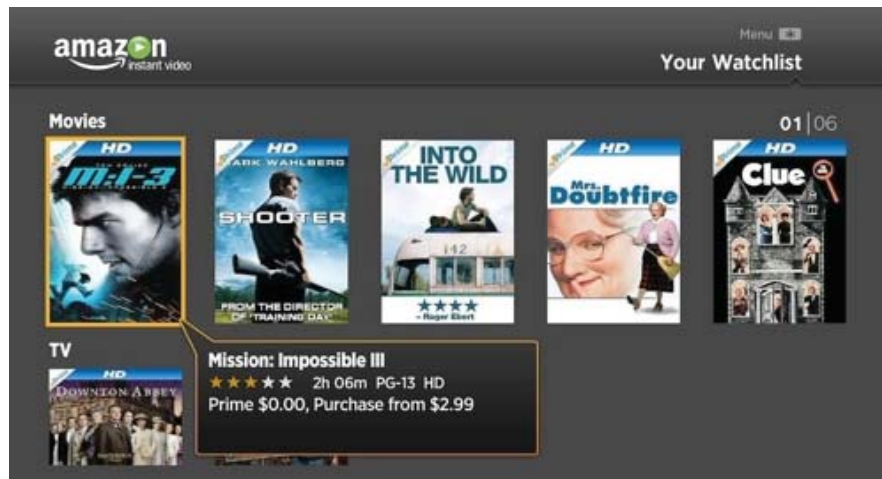
자료: AD Age, FX Networks, 하이투자증권

〈그림12〉 넷플릭스와 아마존의 오리지널 콘텐츠 투자 금액 추이



자료: Business Insider, 하이투자증권

〈그림13〉 미국 시청자수 2600만명을 확보한 아마존 프라임 비디오 서비스



자료: 아마존, 하이투자증권

인터넷 사업자의 오리지널 콘텐츠 확보 경쟁 속에서 기존 미디어 시장에서 보유하고 있던 역량을 유지하기 위해 디즈니 또한 전열을 정비하고 있다. 어린이 및 뉴스 위주의 방송 채널을 보유하고 있는 디즈니는 폭스 인수합병을 통해 새로운 콘텐츠 포트폴리오를 구축할 것이며 동영상 스트리밍 플랫폼인 훌루의 지분도 추가 확보했다. 또한 지난 14일 조직 개편을 통해 소비자 ‘직접 제공(direct-to-consumer) 및 인터내셔널’이라는 새로운 사업 조직을 신설하여 내년부터 본격적으로 스트리밍 플랫폼을 강화할 전망이다. 인도 미디어 스타트업인 인디아를 합병하고 글로벌 스트리밍 기술 업체인 BAM테크까지 인수하며 기술 기반 스트리밍 플랫폼 전략을 내세울 전망이다.

〈표4〉 디즈니-21세기폭스 인수 합병의 주요 합의 내용

구분	인수 내용
영화	21세기폭스 영화사, 폭스 TV 스튜디오
캐릭터(저작권)	X맨, 판타스틱4, 데드풀, 아바타, 심슨, 마션, 에일리언 등
케이블 방송사	FX, 내셔널지오그래픽 채널
유료방송	유럽 유료방송(위성)사 스카이 지분 전체
인도	최대 TV 네트워크 '스타' 지분
디지털	훌루 지분(30%)

자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

2. 주요 SNS 업체의 전략

글로벌 인터넷 트래픽에서 동영상 트래픽 비중이 2016년 73%에서 2021년 82%까지 증가할 것으로 예상되는 가운데 SNS 업체들은 방송 콘텐츠 제작 투자를 강화하고 있다. 페이스북은 SNS 사업자 중 가장 적극적으로 오리지널 콘텐츠를 제작하고 있다. 페이스북 내에서 다양한 오리지널 동영상 쇼를 시청할 수 있는 ‘Watch’를 선보였고 올해 오리지널 콘텐츠 확보를 위해 케이블 TV의 고품질 방송 프로그램 제작비를 상회하는 10억 달러를 투자할 계획이다. 페이스북은 대규모 콘텐츠뿐만 아니라 젊은층의 이용자를 타깃한 1인 미디어 크리에이터 콘텐츠에도 역량을 강화시키고 있다. 페이스북은 20억명 수준의 MAU를 기반으로 온라인 콘텐츠 생태계를 강화하려고 할 것이며, 학교 등 개인 정보에 기반한 ID 데이터를 활용하여 동영상 추천 서비스를 고도화할 것이다.

주로 젊은층이 이용하고 있는 스냅챗은 미디어 업체와의 협업을 강화하고 있다. NBC Universal과 코메디 및 드라마 등의 오리지널 콘텐츠를 제작하기 위한 조인트벤처 기업을 설립했으며 지난해 6월 타임워너와 오리지널 콘텐츠 제작을 위해 1억달러 수준의 계약을 체결하기도 했다. 스냅챗의 이용자 규모는 페이스북에 비해서는 미미하지만 페이스북에서 이탈한 젊은 이용자층이 유입되었다는 점을 감안하면 차세대 동영상 플랫폼으로서 영향력이 증가할 가능성이 존재한다.

〈그림14〉 페이스북 Watch의 자체 제작 드라마 ‘스캄’



자료: 페이스북, 하이투자증권

〈그림15〉 스냅챗의 일일 뉴스 프로그램 ‘굿럭아메리카’



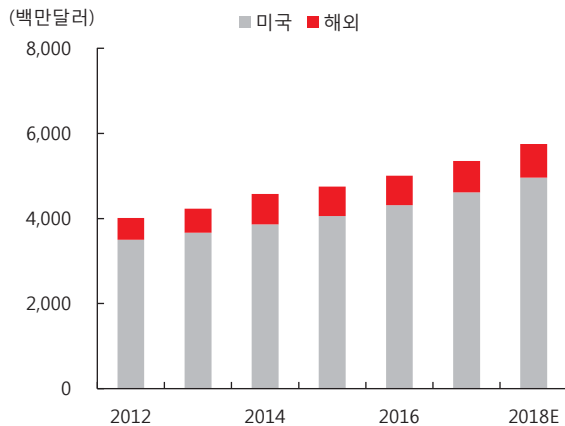
자료: 스냅챗, 하이투자증권

3. 기존 방송 사업자의 전략

글로벌 미디어 시장에서 온라인 동영상 스트리밍 업체의 시장 침투력이 가속화되면서 기존 유료 TV 채널 업체 또한 오리지널 콘텐츠 제작 투자를 확대하고 있다. 프리미엄 케이블 채널 HBO는 ‘왕좌의게임’ 등의 고품질 콘텐츠를 내세워 채널의 가치를 향상시키고 채널사용료 매출 성장을 견인했다. 하지만 가입자 수는 지속적으로 감소하고 있어 TV 채널이 아닌 별도의 온라인 배급 채널을 확대 모색하고 있다.

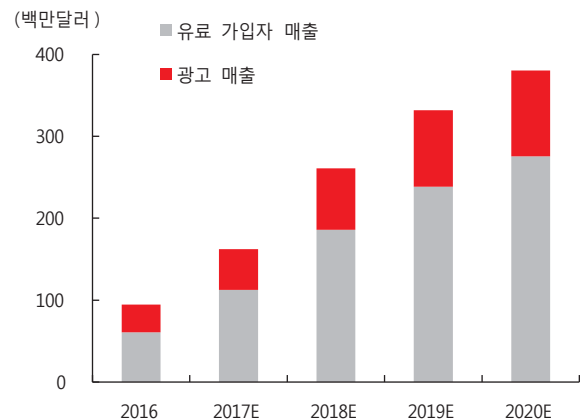
미국의 인기 TV 드라마 ‘빅뱅이론’을 제작한 지상파 방송사 CBS는 유료 TV의 가입자 이탈에도 불구하고 인터넷 방송 서비스인 ‘CBS All Access’의 인기로 매출 성장을 이어가고 있다. 기존 광고 및 채널재전송료 수익모델에서 벗어나 오리지널 콘텐츠 경쟁력 기반의 온라인 방송 서비스 매출로 사업포트폴리오 다각화시켰다. 넷플릭스는 아직 전통 방송 사업자 수준의 콘텐츠를 꾸준히 제작하지 못하기 때문에 CBS는 ‘스타트렉 디스커버리’와 같은 오리지널 콘텐츠를 미국과 캐나다 지역을 제외한 지역에 대해서는 넷플릭스와 배급 계약을 하기도 한다.

〈그림16〉 HBO의 지역별 채널사용료 수익 현황 및 전망



자료: HBO, 스트라베이스, 하이투자증권

〈그림17〉 CBS ALL Access의 매출 현황 및 전망



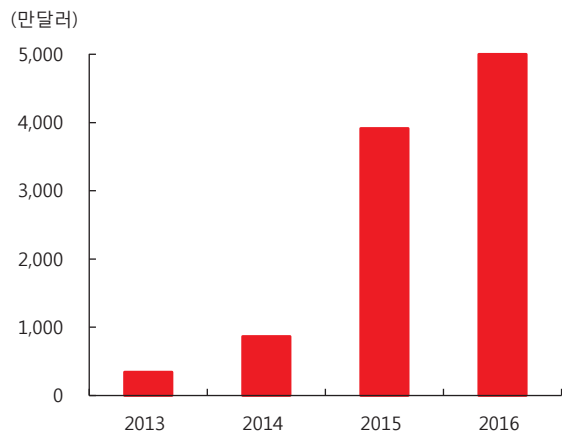
자료: CBS, 스트라베이스, 하이투자증권

4. 콘텐츠 경쟁 확대는 한국 제작사에 유리

오리지널 콘텐츠 제작 경쟁 심화는 콘텐츠 제작사에게 유리하게 작용할 수 있다. 넷플릭스, 아마존, 페이스북 등의 글로벌 IT 업체는 오리지널 콘텐츠 제작에 투자할 수 있는 자금력이 풍부하며 개인 맞춤형 콘텐츠를 제공하기 위해서는 다양한 콘텐츠가 필요하다. 시청자의 니즈가 점점 세분화되고 있는 가운데 콘텐츠 라이브러리를 다양화하여 서비스 지역을 확대하기 위해서는 현재화한 콘텐츠가 필요하다. 이러한 관점에서 가성비 높은 한국 콘텐츠는 글로벌 OTT 사업자에게 중요한 콘텐츠가 될 수 있다. ‘시그널’의 김은희 작가의 신작 드라마 ‘킹덤’은 회당 제작비가 12억~15억원 수준인데 국내 드라마 중 회당 제작비가 가장 높았던 ‘도깨비’의 회당 제작비 9억원보다 높은 수준이다. 하지만 미국 드라마 ‘왕좌의 게임’과 같은 대작은 회당 제작비가 80억원 수준으로 한국 콘텐츠는 적은 투자를 통해 아시아권 지역 등 저변을 넓힐 수 있는 중요한 요소로 작용할 수 있다. 한국 콘텐츠 제작사들 또한 글로벌 OTT 사업자와의 제휴를 통해 글로벌 진출을 위한 교두보를 마련할 수 있어 긍정적이다. 또한 CJ E&M의 ‘비밀의 숲’은 뉴욕타임스의 ‘2017 국제TV드라마 Top 10’에 선정되었는데 아이돌 한류 스타가 등장하지도 않았으며 ‘이수연’이라는 신인 작가의 작품이라는 것을 감안했을 때 한류 콘텐츠가 진화할 수 있는 기회로 작용할 듯 하다. 해외 판매 가격을 높이기 위해 한류 스타에 치중된 캐스팅에서 벗어나 출연료로 인해 상승되는 제작비를 절감하고 오히려 참신한 스토리 기반의 고품질 콘텐츠를 제작할 수 있는 환경이 마련될 수 있다.

글로벌 미디어 사업자 간의 콘텐츠 확보 경쟁의 심화로 한국 콘텐츠의 독점 공급을 위한 프리미엄을 지급하고 있으며 미디어 시장 내 헤게모니가 플랫폼에서 콘텐츠 제작사로 이동하고 있다. 한국 콘텐츠의 영향력 확대로 단순 판매에서 벗어나 기획, 제작, 스토리 구성 등 핵심역량 기반의 공동제작에 대한 니즈가 증가하고 있어 글로벌 제작사들과의 제휴 및 협업이 확대되면서 신규 비즈니스 모델을 창출할 수 있다. 다만 글로벌 OTT 사업자에 대해 절대적으로 의존하기보다는 콘텐츠 흥행 리스크를 줄일 수 있는 수단으로 활용할 필요가 있다.

〈그림18〉 한국 방송의 포맷 수출 추이



자료: KOCCA, 하이투자증권

〈그림19〉 미국 ABC에서 방영중인 KBS 드라마 ‘굿닥터’ 리메이크작



자료: 하이투자증권

〈표5〉 국내 드라마와 미국 드라마의 제작비 비교

드라마	제작사	회당 제작비 (억원)
도깨비	스튜디오드래곤	9
킹덤	에이스토리	12~15
왕좌의게임	HBO	80

자료: 하이투자증권

〈표6〉 넷플릭스에 판매된 주요 한국 드라마

채널명	드라마	회당 판매 가격 (천달러)
JTBC	맨투맨	350
tvN	비밀의 숲	200
	화유기	400 (예상)
	슬기로운 감빵생활	미공개
	아르곤	미공개
OCN	블랙	미공개
	나쁜녀석들	미공개

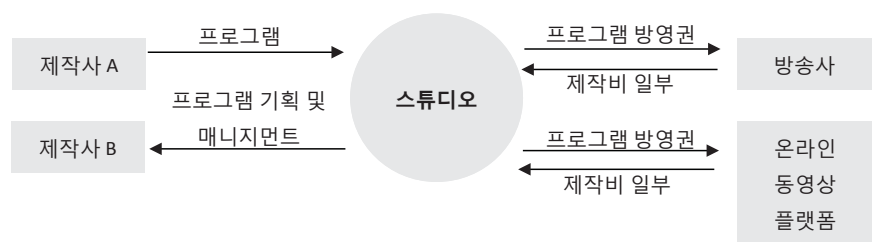
자료: 하이투자증권

Ⅲ. 판이 바뀌는 제작 시장

1. 체력 키우고 있는 외주 제작사

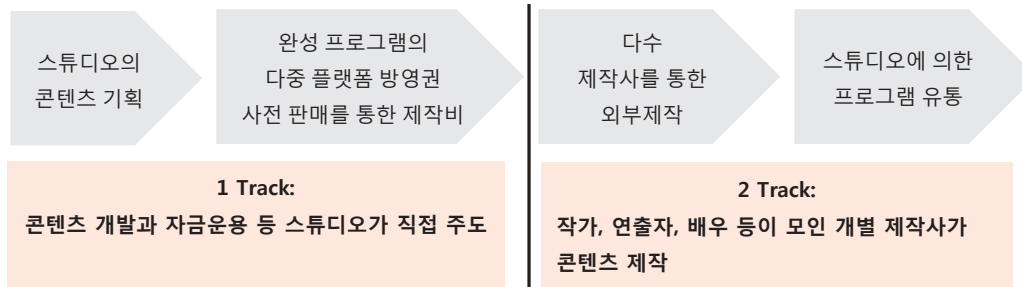
국내 미디어·엔터테인먼트 업종의 지각변동이 시작되었다. 한국과 아시아 지역을 넘어 글로벌 무한경쟁 시대에 접어들면서 미디어·엔터테인먼트 업계는 본격적으로 몸집을 키우고 있다. KBS와 CJ E&M도 각각 자체 제작사인 몬스터유니온과 스튜디오드래곤을 설립했으며, 제이콘텐트리도 ‘제이티비씨콘텐츠허브’라는 제작사를 통해 JTBC 채널의 모든 드라마를 제작·유통하고 있다. 방송국 외에도 영화 투자배급사인 NEW는 드라마 제작사 스튜디오앤뉴를 설립하여 사업 포트폴리오 다각화를 추진하고 있으며, 최근 연예기획사인 SM 또한 키이스트와 FNC에드컬처를 인수하여 배우 매니지먼트 사업과 콘텐츠 제작과의 시너지를 확대할 전망이다. 막대한 자금력을 확보하고 있는 글로벌 미디어 시장에서 국내 제작사가 입지력을 확대하기 위해서는 외형을 확장하고 다양한 콘텐츠를 제작할 수 있는 자본력을 갖추어야 한다. 국내 미디어 시장 파이 확대의 한계로 인해 외주 제작사의 규모는 연간 1~2편의 드라마를 제작하는 것에 그치고 방송국에 의존하는 구조적인 문제에서 벗어날 수 없었다. 이에 따라 사드 이슈 이전에 한국의 외주제작사들은 울며 겨자먹기 식으로 중국 업체로부터의 투자 유치를 진행하기도 했다. 외주 제작사의 몸집 키우기는 자본력 확대 → Well-made 콘텐츠 공급 → 판권 가치 향상 → 특정 플랫폼에 대한 콘텐츠 공급 의존도 하락이라는 선순환을 구축할 수 있어 긍정적이다.

〈그림20〉 국내 프로그램 제작사 시스템



자료: 하이투자증권

〈그림21〉 전문 제작사의 2 Track 시스템



자료: 하이투자증권

2. 핑크퐁의 성공 공식, 방송 제작사에 반영

국내 외주 제작사는 편성권을 보유하고 있는 방송국에 절대적으로 의존했었기 때문에 기존 국내 방송 시장에서는 방송국에 파워가 집중되어 있었다. 이에 따라 방송국은 투자 부담은 줄이고 저작권을 확보해 리스크를 최소화했다. 이러한 환경에서 제작사는 제작비를 낮춰 리스크에 대비할 수 밖에 없었고 자연스럽게 스타 캐스팅에 의존하거나 기획 단계의 최소화로 콘텐츠의 질이 낮아지는 악순환을 경험하기도 했다. 창작자가 합리적으로 수익을 배분 받지 못한다면 시장은 성장하기 어렵다. 애니메이션 캐릭터 ‘뽀로로’가 ‘뽀통령’이 될 수 있었던 배경은 ‘뽀로로’를 방영했던 EBS는 방영만 하고 광고수익만 가져갔으며, 저작권은 모두 창작자가 보유했다. 창작자는 보유한 IP를 게임, 캐릭터 상품, 출판물 등으로 확장시켰고 시장이 확대되었다. 또한 유아동 콘텐츠인 ‘핑크퐁’은 글로벌 동영상 플랫폼인 유튜브를 통해 전세계에 유통되었다. ‘상어가족송’은 누적 조회수 10억건을 기록한 가운데 조회수 비중이 가장 높은 지역은 미국이며, ‘핑크퐁’ 동요 수는 3000곡에 이른다. 글로벌 동영상 플랫폼의 대중화로 인해 국내 방송국의 영향력은 감소하고 제작사는 기존 유통 방식에서 벗어나 OSMU (One Source Multi Use)를 극대화할 수 있는 환경이 마련되었다.

〈표7〉 국내 주요 콘텐츠 사업자의 투자 지표: 흥행이 불확실한 콘텐츠 업종 내 드라마 방영/제작사의 안정적 실적 개선이 두드러짐

구분	사업 영역	기업명	성장성(2014~17 CAGR, %)		2017년 기준 수익성(%)		2017년 기준 안정성(%)		매출구성(2017년 연결 기준)
			매출액증가율	순이익증가율	영업이익률	ROE	부채비율	순차입금비율	
PP/ 콘텐츠제작	종합 콘텐츠,	CJ E&M	12.4	24.1	36	23.6	67.2	14.4	방송 73.9%, 음악 13.2%, 공연 1.5%, 영화 11.4%
	드라마, 예능, 다큐	SBS	-2.0	흑전	24	2.7	33.6	24.5	광고 62.2%, 사업수익 37.8%
콘텐츠 유통	드라마, 예능, MD	SBS콘텐츠허브	-0.1	적전	0.1	-4.0	42.6	15.4	콘텐츠 31.1% 미디어 51.9%, 광고·MD 사업부문 17%
연예 매니지먼트/ 콘텐츠제작	음악·공연	에스엠	9.6	-10.3	29	1.3	83.1	-42.5	엔터테인먼트 86.2% 기타 13.8%
		와이지 엔터테인먼트	30.8	-2.6	72	5.7	35.2	16.4	상·제품 31.5%, 공연 16%, 광고 1.5% 방송제작 4%, 용역 49.8%
		에프엔씨엔터	24.8	적전	27	-10.3	27.5	-38.6	상품 62%, 음반 5% 드라마제작 18.5% 공연 25.8%, 제품 9.5%, 용 역 35.1%
	드라마	스튜디오드래곤	40.6	1608	115	6.5	24.7	-49.3	드라마제작 91.4% 연예매니지먼트 8.6%
		제이콘텐츠트리	4.3	흑전	8.3	4.1	180.8	41.0	방송 30.3%, 영화 69.2%, 기타 0.5%
영화 투자배급사	드라마	IHQ	18.9	105	12.3	3.9	11.9	-19.7	매니지먼트 12.1% 방송 28.8% 음반 1.8% 기타 0.6% 광고 39.0% 수신료 12.5% 기타 5.2%
		키이스트	6.1	적전	1.0	-2.3	35.3	17.4	매니지먼트 22% 콘텐츠제작 8.1% 해외엔터테인먼트 73.8%
	드라마, 예능	팬엔터테인먼트	7.3	적전	-1.8	-3.6	68.7	7.9	드라마 87.4% 음반 및 음원 2.2%, 교양 및 예능 1.7%, 매니지먼트 2% 건물임대 6.6%
		SM C&C	13.3	적지	-14.3	-12.2	161.2	-1.2	엔터테인먼트 47.5% 여행 9.9% 광고대행 42.6%
	영화관	영화	쇼박스	12.6	흑전	10.1	11.4	46.3	-
영화, 드라마		NEW	15.1	적전	-5.4	-6.2	96.2	6.6	영화 64.3% 콘텐츠 및 매니지먼트 3.7% 드라마 1.3% 극장 1.2% 기 타 29.5%
영화관	영화	CJ CGV	18.2	적전	5.0	-0.4	216.3	117.6	영화관 운영 95.7% 장비제조 및 판매 6.7%

주: 회계연도는 2014~17 3년간 CAGR이 플러스이거나 흑자전환 기업

자료: Dataguide, 하이투자증권

[기업분석]

CJ E&M(130960)

- 드래곤의 날개를 달아주다

스튜디오드래곤(253450)

- 이성보다 열정이 필요한 때

CJ E&M(130960)

드래곤의 날개를 달아준다

■ 1분기 TV광고 사업 순항중

국내 광고 시장의 회복세가 더딘 가운데 CJ E&M의 광고 매출은 호조세를 보이고 있다. 평창동계올림픽으로 인해 지상파와 시청률 경쟁이 치열했음에도 불구하고 1월과 2월의 TV광고 매출은 전년동기대비 각각 18%, 15% 증가했다. '윤식당2'의 경우 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 지난 2월 평균 광고단가는 전월대비 33% 상승한 1840만원을 기록하기도 했다. 지난해부터 신설된 tvN채널의 수목 드라마와 OCN 채널의 월화 드라마 등으로 라인업 증가에 따른 광고 인벤토리 증가와 광고 단가 상승으로 올해 광고매출 가이드라인인 연간 성장률 15%는 무난히 달성 가능할 것으로 보인다.

■ '프로듀스 101' 포맷 판매, 중국 사업 재개 긍정적 신호

한류 콘텐츠의 중국 재진출 움직임이 포착되고 있다. 지난해 말 중국 OTT에서 한국 드라마의 리메이크판이 웹드라마 형태로 방영되었지만 예능은 수출이 막혀 있었다. '프로듀스 101'의 정식 중국판인 '창조 101'이 오는 4월 말 텐센트 TV에서 방영될 예정으로 한한령으로 인해 1년여 동안 막혀 있었던 중국 예능 수출이 재개되었다. '프로듀스 101'은 포맷 판매로 수익 기여는 크지 않겠지만 드라마, 영화 등 수출 장르가 확대되며 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다.

■ 미디어 업종 내 최선호주로 제시

CJ E&M은 오쇼핑과의 합병으로 인한 불확실성으로 자회사의 주가 상승에도 불구하고 부진한 주가 흐름을 보이고 있다. 스튜디오드래곤의 주가는 공모가 대비 2.7배 상승한 것과 달리 스튜디오드래곤 상장 이후 CJ E&M의 주가는 7.1% 하락했다. 스튜디오드래곤의 올해 예정 드라마 라인업 수 27편 중 25편은 CJ E&M에서 방영될 것으로 CJ E&M이 스튜디오드래곤의 성장을 뒷받침하고 있는 것이다. 또한 스튜디오드래곤은 연결 실적으로 반영되기 때문에 합병 우려로 인한 주가 하락은 매수 기회로 판단한다. 스튜디오드래곤이 독립 드라마 제작사로 분리되었지만 CJ E&M 또한 드라마 제작사 JS픽처스 지분 보유 및 '나영석' 사단 등 자체 제작 시스템을 보유하고 있기 때문에 제작 사업의 이익 레버리지 발생 기대감을 스튜디오드래곤에만 적용할 필요가 없다. 오쇼핑과의 합병 또한 시너지 창출은 장기적 관점으로 접근해야겠지만 통합마케팅 및 인플루언서 마케팅 위주로 재편되고 있는 광고시장에서 밸류체인을 선점할 수 있는 기회로 판단한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

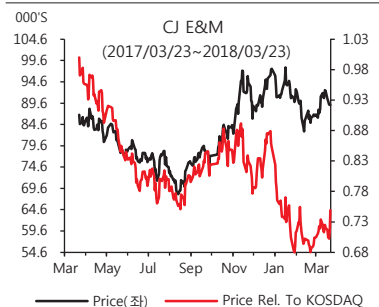
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	125,000원
종가(2018/03/23)	89,200원

Stock Indicator

자본금	194십억원
발행주식수	3,873만주
시가총액	3,455십억원
외국인지분율	25.8%
배당금(2016)	200원
EPS(2017)	11,065원
BPS(2017)	53,849원
ROE(2017)	23.6%
52주 주가	68,300~98,000원
60일평균거래량	300,620주
60일평균거래대금	27.7십억원

Price Trend



〈표1〉 CJ E&M 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
총매출액	1,750.1	1,954.8	2,176.7	394.2	425.4	440.1	490.4	437.1	478.4	494.1	545.2
방송	1,294.1	1,441.2	1,574.8	285.7	332.1	317.2	359.1	319.8	369.2	357.1	395.1
영화	198.7	247.4	296.9	56.5	44.5	47.6	50.0	63.4	58.3	59.3	66.5
음악·공연	257.3	266.2	304.9	52.0	48.7	75.3	81.3	53.9	50.9	77.7	83.6
매출총이익	440.1	504.6	565.9	107.1	113.1	102.1	117.7	118.0	126.8	123.5	136.3
영업이익	63.1	97.3	131.1	23.4	23.6	12.6	3.5	25.0	27.4	21.1	23.8
세전이익	592.3	84.2	135.5	45.3	537.2	23.8	-14.0	20.6	24.3	18.3	21.0
순이익	422.0	64.0	103.0	33.5	404.7	11.6	-27.9	15.7	18.4	13.9	16.0
성장률(VoY %)											
총매출액	13.8	11.7	11.4	25.7	19.1	16.2	0.3	10.9	12.5	12.3	11.2
방송	14.7	11.4	9.3	26.8	23.7	18.1	-1.9	11.9	11.2	12.6	10.0
영화	4.8	24.5	20.0	40.2	9.6	-15.4	-4.5	12.2	30.9	24.5	32.9
음악·공연	16.7	3.5	14.6	8.7	0.9	39.4	15.6	3.7	4.5	3.2	2.9
매출총이익	26.1	14.7	12.2	39.4	29.4	16.1	21.9	10.2	12.1	20.9	15.8
영업이익	125.7	54.2	34.8	162.3	66.8	318.3	84.8	6.9	16.0	66.6	589.2
세전이익	777.3	-85.8	60.9	209.2	1,027.1	152.8	적지	-54.5	-95.5	-23.0	흑전
순이익	593.5	-84.8	60.9	168.8	844.4	385.5	적전	-53.3	-95.4	20.0	흑전
이익률 (%)											
매출총이익률	25.1	25.8	26.0	27.2	26.6	23.2	24.0	27.0	26.5	25.0	25.0
영업이익률	3.6	5.0	6.0	5.9	5.6	2.9	0.7	5.7	5.7	4.3	4.4
세전이익률	33.8	4.3	6.2	11.5	126.3	5.4	-2.9	4.7	5.1	3.7	3.9

주: 연결기준

자료: CJ E&M, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
유동자산	996	1,280	1,706	1,879	매출액	1,538	1,750	1,955	2,177
현금 및 현금성자산	81	125	39	136	증가율(%)	14.2	13.8	11.7	11.4
단기금융자산	91	248	677	745	매출원가	1,190	1,310	1,450	1,611
매출채권	553	556	621	609	매출총이익	349	440	505	566
재고자산	5	6	7	8	판매비와관리비	321	377	407	435
비유동자산	1,797	2,479	2,111	2,036	연구개발비	5	6	7	7
유형자산	275	313	302	297	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	724	783	422	348	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,793	3,759	3,816	3,915	영업이익	28	63	97	131
유동부채	937	824	825	828	증가율(%)	-46.9	125.8	54.0	34.8
매입채무	128	145	162	180	영업이익률(%)	1.8	3.6	5.0	6.0
단기차입금	268	195	195	195	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	101	41	41	41	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	240	687	687	687	지분법이익(손실)	81	577	618	625
사채	140	449	449	449	기타영업외손익	-24	-27	-31	-34
장기차입금	30	1	1	1	세전계속사업이익	68	592	84	136
부채총계	1,177	1,510	1,511	1,514	법인세비용	7	170	20	33
지배주주지분	1,546	2,086	2,143	2,241	세전계속이익률(%)	4.4	33.8	4.3	6.2
자본금	194	194	194	194	당기순이익	61	422	64	103
자본잉여금	973	973	973	973	순이익률(%)	4.0	24.1	3.3	4.7
이익잉여금	420	835	891	986	지배주주귀속 순이익	62	429	65	105
기타자본항목	60	176	176	176	기타포괄이익	-103	2	2	2
비지배주주지분	69	163	162	160	총포괄이익	-42	424	66	105
자본총계	1,616	2,249	2,305	2,401	지배주주귀속총포괄이익	-42	420	66	104

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	259	239	470	221	주당지표(원)				
당기순이익	61	422	64	103	EPS	1,605	11,065	1,679	2,701
유형자산감가상각비	16	19	21	20	BPS	39,922	53,849	55,339	57,851
무형자산상각비	384	340	362	73	CFPS	11,922	20,326	11,565	5,121
지분법관련손실(이익)	81	577	618	625	DPS	200	250	250	250
투자활동 현금흐름	-534	-551	99	456	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-212	-47	-10	-15	PER	44.2	8.1	53.1	33.0
무형자산의 처분(취득)	-359	-323	-	-	PBR	1.8	1.7	1.6	1.5
금융상품의 증감	222	-157	-429	-68	PCR	5.9	4.4	7.7	17.4
재무활동 현금흐름	306	358	200	200	EV/EBITDA	7.3	8.9	7.1	14.5
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	140	339	-	-	ROE	4.0	23.6	3.1	4.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	27.8	24.1	24.6	10.3
배당금지급	-8	-8	-10	-10	부채비율	72.9	67.2	65.5	63.1
현금및현금성자산의증감	34	43	-86	98	순부채비율	22.7	14.0	-1.3	-8.1
기초현금및현금성자산	47	81	125	39	매출채권회전율(x)	3.1	3.2	3.3	3.5
기말현금및현금성자산	81	125	39	136	재고자산회전율(x)	357.1	320.9	297.6	297.1

자료: CJ E&M, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ E&M)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-11(담당자변경)	Buy	114,000	6개월	-37.9%	-31.2%
2017-07-17	Buy	114,000	1년	-27.0%	-14.0%
2018-01-18	Buy	125,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-

스튜디오드래곤(253450)

이성보다 열정이 필요한 때

■ 드라마 제작편수 확대로 편성 매출 성장 지속

올해 스튜디오드래곤이 제작하는 드라마 라인업 수는 전년대비 5편 증가한 27편 일 것으로 예상된다. 올해까지는 CJ E&M 채널의 드라마 라인업 증가로 편성 매출이 증가할 것이며, 내년부터는 외부 채널 판매 확대로 매년 6편 수준으로 제작 편수가 증가할 전망이다. 지상파 3개 채널과 종편 4개 채널에 각 1편씩의 드라마를 공급한다고 가정하면 매년 6편의 제작편수가 증가할 수 있는데 콘텐츠 기획과 제작 역량을 감안하면 무리 없을 것으로 판단한다. 더불어 내년부터는 넷플릭스, AMC, 워너브라더스 등의 글로벌 미디어 업체와 공동제작한 작품 방영도 가시화 될 것으로 보인다.

■ 3분기부터 텐트폴 작품 부각될 전망

1분기에 방영된 '화유기'는 90억원 수준으로 추정되는 넷플릭스와의 판권계약으로 판매수익에 큰 기여를 했다. 지난 1분기는 '도깨비', '푸른바다의전설'이 크게 흥행했던 시기는 기저부담이 존재하지만 '화유기'의 부가판권 수익 기여 등으로 올해 1분기 영업이익은 전년동기대비 12.9% 증가할 것으로 추정한다. 텐트폴 작품은 3분기부터 부각될 예정으로 '미스터션샤인(작가 김은숙, 주연 이병헌)', '알함브라 궁전의 추억(감독 안길호, 주연 현빈)'의 흥행이 기대된다. 올해 판매 매출은 전년비 494억원 증가한 1,613억원으로 추정하는데 전년비 6편 제작 증가에 따른 매출 210억원(1편당 판매수익 30억원을 가정) 제외한 284억원의 추가 매출 창출은 보수적 추정이라 판단한다.

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 11만원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 19년 EPS 3,166원에 Target PER 34.7배를 적용하여 산출했다. 중국 사업 재개 가능성이 확대된 상황으로 중국향 매출이 본격적으로 발생할 수 있는 19년 EPS에 넷플릭스, 중국의 BAT(바이두, 알리바바, 텐센트)의 평균 PER을 적용했다. 중국의 넷플릭스로 불리는 아이치이가 미국 나스닥에 상장하여 24억달러 이상의 자금을 조달할 예정인데 아이치이의 지난해 매출액은 전년 대비 55% 증가했으나 순손실은 37.4억위안으로 적자 기업이다. 아이치이의 상장으로 인해 성장성이 높은 동영상 스트리밍 업체의 높은 밸류에이션정당성이 부각될 예정이며, 아이치이가 상장되면 유튜브우와의 콘텐츠 확보 경쟁은 더욱 심화될 것으로 한국 콘텐츠 제작업체에게 우호적인 환경이 조성될 전망이다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

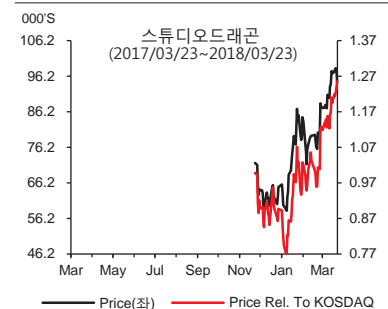
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	110,000원
종가(2018/03/23)	94,500원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,804만주
시가총액	2,650십억원
외국인지분율	1.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017)	1,082원
BPS(2017)	15,855원
ROE(2017)	9.8%
52주 주가	57,800~98,500원
60일평균거래량	298,491주
60일평균거래대금	23.0십억원

Price Trend

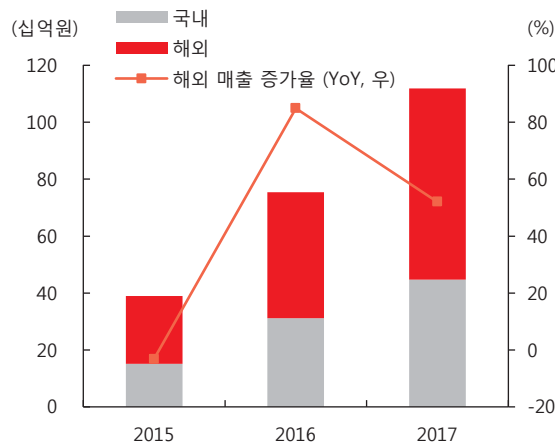


〈표1〉 스튜디오드래곤의 주요 크리에이터 현황

	크리에이터	대표작
작가	김은숙	도깨비, 태양의 후예, 상속자들, 신사의 품격, 시크릿 가든, 온에어, 프라하의 연인, 파리의 연인 등
	박지은	푸른바다의 전설, 프로듀사, 별에서 온 그대, 냉혈재 굴러온 당신, 역전의 여왕, 내조의 여왕 등
	김영현	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 로열 패밀리, 선덕여왕, 대장금 등
	박상연	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 로열 패밀리, 선덕여왕 등
	홍자매 (홍정은, 홍미란)	주군의 태양, 빅, 최고의 사랑, 내 여자친구는 구미호, 미남이시네요, 쾌도 홍길동, 환상의 커플, 마이걸 등
연출	김원석	미생, 시그널, 성균관 스캔들, 신데렐라 언니, 대왕세종 등
	김철규	공항 가는 길, 시카고 타자기, 응급남녀, 황진이, 꽃보다 아름다워, 여름향기 등
	이응복	도깨비, 태양의 후예, 연애의 발견, 비밀, 학교2013 등
	김도훈	해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트 등
	김윤철	우리가 사랑할 수 있을까, 케세라세라, 내 이름은 김삼순, 사랑을 그대품안에, 마지막 승부, 질투 등
	박홍균	최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대 등

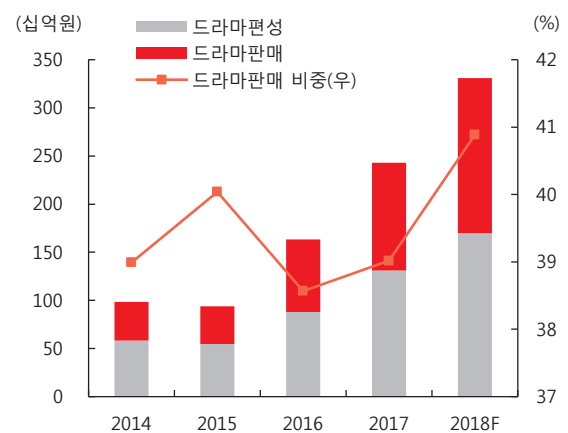
자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

〈그림1〉 스튜디오드래곤의 해외 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

〈그림2〉 수익성 높은 드라마판매 매출 비중 증가



자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

〈표2〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	286.8	394.5	523.1	75.3	62.1	77.5	71.9	91.7	85.7	118.6	98.5
드라마편성	131.2	169.8	187.7	26.3	24.1	41.8	39.0	39.6	33.3	52.8	44.1
드라마판매	111.9	161.3	254.6	36.5	26.3	23.3	25.7	37.8	36.9	44.1	42.6
기타	43.7	63.4	80.9	12.5	11.6	12.4	7.2	14.3	15.5	21.7	11.9
매출총이익	47.1	86.5	132.1	16.8	12.2	10.7	7.4	19.7	19.2	22.6	25.0
영업이익	33.0	69.3	111.8	14.0	8.9	6.7	3.5	15.8	15.3	17.9	20.3
세전이익	30.3	69.3	113.8	13.2	9.0	6.4	1.7	15.8	15.3	17.9	20.3
순이익	23.8	54.0	88.8	13.4	2.8	5.7	2.0	12.3	11.9	13.9	15.9
성장률 (YoY %)											
매출액	46.7	37.5	32.6	6.2	-2.2	-6.7	13.0	2.3	5.6	4.9	-1.9
드라마편성	49.4	29.4	10.6	6.4	-4.6	-11.9	9.8	2.2	6.4	6.0	-3.0
드라마판매	48.4	44.1	57.9	3.0	-3.2	-11.8	11.0	-2.2	0.1	3.3	-3.0
기타	35.3	45.1	27.5	40.4	17.3	69.9	69.4	5.0	5.0	5.0	5.0
매출총이익	74.1	83.4	52.8	n/a	n/a	n/a	n/a	17.7	57.2	110.0	235.8
영업이익	56.0	109.6	61.4	n/a	n/a	n/a	n/a	12.9	72.0	165.1	485.7
세전이익	97.4	128.9	64.3	n/a	n/a	n/a	n/a	19.2	70.3	181.2	1,104.0
순이익	83.8	126.6	64.3	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.1	326.0	146.3	693.8
이익률 (%)											
매출총이익률	16.4	21.9	25.3	22.2	19.6	13.9	10.4	21.5	22.4	19.0	25.4
영업이익률	11.5	17.6	21.4	18.5	14.3	8.7	4.8	17.2	17.9	15.1	20.6
세전이익률	10.6	17.6	21.8	17.6	14.5	8.2	2.3	17.2	17.9	15.1	20.6

주: 연결기준

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

〈표3〉 스튜디오드래곤의 목표주가 산정

구분	2017	2018E	2019E	비고
EPS (원)	1,082	1,927	3,166	
PER (X)	60.1	49.0	29.8	
Target PER (X)			34.7	BAT, 넷플릭스의 평균 PER
목표주가 (원)			110,000	
현재주가 (3/23일 종가)			94,500	
상승여력 (%)			16.4	

자료: 하이투자증권

〈표4〉 스튜디오드래곤 Global Peers Valuation 비교

	넷플릭스	타임워너	디즈니	알리바바	바이두	텐센트
현재주가 (달러)	306.7	94.3	100.6	184.7	236.1	420.0
시가총액 (백만달러)	133,092	73,509	151,270	472,917	82,205	531,865
절대수익률 (%)						
1M	7.3	-0.5	-6.2	-4.5	-5.8	-7.4
3M	61.5	2.0	-7.4	4.7	-1.2	3.5
6M	63.7	-7.9	2.0	3.7	-1.9	21.3
1Y	116.2	-3.0	-10.4	70.6	39.2	88.3
YTD	59.8	3.1	-6.4	7.1	0.8	3.4
초과수익률 (%p)						
1M	11.0	3.3	-2.4	-0.7	-2.1	-3.6
3M	62.9	3.5	-5.9	6.2	0.2	5.0
6M	58.1	-13.6	-3.6	-2.0	-7.5	15.7
1Y	103.5	-15.7	-23.1	57.9	26.5	75.6
YTD	60.9	4.2	-5.3	8.2	1.9	4.6
PER						
2016	287.9	16.5	16.2	55.3	34.0	38.7
2017	143.8	12.2	17.3	47.1	28.0	44.5
2018E	99.8	12.4	14.2	35.6	24.9	38.0
PSR						
2016	6.0	2.6	2.7	12.4	5.6	10.5
2017	7.1	2.3	2.8	11.7	6.2	13.4
2018E	8.4	2.3	2.6	12.2	5.2	9.6
ROE (%)						
2016	7.6	16.4	21.4	39.3	13.5	27.9
2017	17.9	19.9	21.2	17.5	17.6	33.2
2018E	26.2	19.0	24.1	21.0	14.9	28.5
매출액성장률 (%)						
2016	30.3	4.3	6.0	29.3	0.6	39.8
2017	32.3	5.9	0.0	42.5	26.4	64.9
2018E	35.6	4.9	5.3	71.5	18.0	40.6
영업이익성장률 (%)						
2016	24.2	9.9	7.8	22.6	-18.5	31.7
2017	120.8	4.9	-2.5	125.3	53.6	57.3
2018E	89.4	10.0	6.1	10.2	24.5	31.9
순이익성장률 (%)						
2016	52.2	2.4	12.0	187.0	-67.3	35.0
2017	199.4	33.6	16.3	-11.6	54.8	71.2
2018E	156.7	15.3	1.6	37.4	19.9	27.3
영업이익률 (%)						
2016	4.3	25.7	25.5	28.8	14.2	34.8
2017	7.2	25.5	24.9	45.5	17.3	33.2
2018E	10.0	26.8	25.1	29.2	18.3	31.2
순이익률 (%)						
2016	2.1	13.4	16.9	70.7	16.5	27.0
2017	4.8	16.9	19.6	43.8	20.2	28.1
2018E	9.1	18.6	18.9	35.1	20.5	25.4

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정

주: Bloomberg Consensus

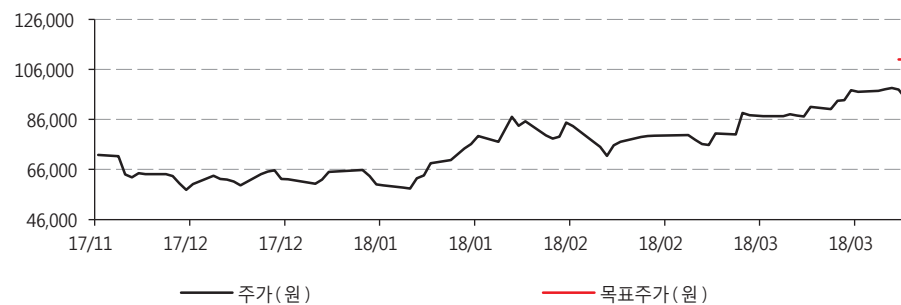
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
유동자산	81	276	381	487	매출액	154	287	394	523
현금 및 현금성자산	12	185	305	394	증가율(%)	-	85.7	37.5	32.6
단기금융자산	0	-	-	-	매출원가	133	240	308	391
매출채권	39	57	39	52	매출총이익	22	47	86	132
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	5	14	17	20
비유동자산	161	165	148	137	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1	1	1	1	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	124	128	111	100	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	242	441	530	623	영업이익	17	33	69	112
유동부채	84	90	94	99	증가율(%)	-	98.7	109.6	61.4
매입채무	6	11	15	20	영업이익률(%)	10.8	11.5	17.6	21.4
단기차입금	8	9	9	9	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	21	1	1	1	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	20	0	0	0	기타영업외손익	-5	-4	-2	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	10	30	69	114
부채총계	106	92	96	101	법인세비용	2	6	15	25
지배주주지분	136	349	434	523	세전계속이익률(%)	6.8	10.6	17.6	21.8
자본금	11	200	230	230	당기순이익	8	24	54	89
자본잉여금	115	115	115	115	순이익률(%)	5.3	8.3	13.7	17.0
이익잉여금	8	32	86	175	지배주주귀속 순이익	8	24	54	89
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	8	24	54	89
자본총계	136	349	434	523	지배주주귀속총포괄이익	8	24	54	88

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-12	48	88	118	주당지표(원)				
당기순이익	8	24	54	89	EPS	5,691	1,082	1,927	3,166
유형자산감가상각비	0	-	-	-	BPS	61,763	15,855	15,466	18,639
무형자산상각비	22	21	32	26	CFPS	21,194	2,015	3,066	4,105
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-70	-121	-81	-81	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PER		60.1	49.0	29.8
무형자산의 처분(취득)	0	-55	-15	-15	PBR		6.0	6.1	5.1
금융상품의 증감	0	0	-	-	PCR		46.9	30.8	23.0
재무활동 현금흐름	93	181	40	10	EV/EBITDA		46.1	23.3	16.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	20	-20	-	-	ROE	12.0	9.8	13.8	18.6
자본의증감	56	189	30	-	EBITDA이익률	25.1	18.7	25.7	26.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	77.8	26.3	22.1	19.3
현금및현금성자산의증감	12	174	120	89	순부채비율	12.1	-50.5	-68.3	-73.6
기초현금및현금성자산	-	12	185	305	매출채권회전율(x)	7.8	5.9	8.1	11.4
기말현금및현금성자산	12	185	305	394	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(스튜디오드래곤)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-01-15	NR				
2018-03-23	Buy	110,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-