2018년 4월 6일 I Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

비룡승운(飛龍乘雲)

투자의견 BUY, 목표주가 127,000원으로 커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 127,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 향후 2년간 동종기업들의 EPS 증가율(48.8%) 대비 높은 스튜디오드래곤의 성장률(83.5%)을 감안해 프리미엄(71%)을 부여한 값이며, 2018년 기준 PER 57.4배, 2019년 기준 35.6배 수준이다. 1) 국내 최고수준의 크리에이터를 보유해 완성도 높은 컨텐츠를 생산하며 점유율을 확대하고 있고, 2) 급격하게 성장하고 있는 글로벌 OTT 시장 진출이 본격 가시화되며 가파른 외형성장이 기대된다는 점을 반영했다. 또한, 3) 자체 제작한 컨텐츠 IP가 누적되며 수익을 창출하고 있어 이익 레버리지 효과가 나타나고 있다는 점도 긍정적이다.

글로벌 OTT 시장 확대의 최대 수혜

스튜디오드래곤의 강점은 자체 제작 드라마의 저작권 또한 소유하며, 향후 글로벌 시장 진출에 따른 부가적인 수익 창출 기반을 마련하고 있다는 점이다. 컨텐츠 소비방식 또한 시공간의 제약 없이 실시간 인터넷 스트리밍을 기반으로 컨텐츠를 감상하는 OTT 시장으로 옮겨가고 있다. OTT시장은 2020년까지 연평균 27% 성장할 것으로 예상되고 있으며, OTT시장의 확대와 더불어 넷플릭스, 아마존 등 글로벌 기업들의 컨텐츠 투자가 확대일로에 있다. 지역별로 완성도 높은 컨텐츠를 생산할 수 있는 역량을 보유하고, 라이브러리를 확보하고 있는 기업의 Value는 올라갈 수 밖에 없는 환경이다. 이를 감안할 때 150여명의 크리에이터를 보유하고 있으며, 완성도 높은 컨텐츠 제작을 통해 라이브러리를 축적해 가고 있는 스튜디오드래곤은 OTT 시장 확대의 최대 수혜기업이 될 것으로 판단한다. 스튜디오드래곤은 로컬 컨텐츠 제작, 글로벌 유통 플랫폼 확대, 해외 메이저사와의 공동제작 등을 통해 적극적인 OTT 시장 진출을 도모하고 있다.

2018년 매출액 4,236억원, 영업이익 807억원 전망

2018년 스튜디오드래곤의 연결 매출은 4,236억원(YoY +47.7%), 영업이익은 807억원(YoY +144.4%)을 기록할 것으로 예상한다. 2017년 하반기부터 시작된 OTT향 매출이 본격화되고, 중국시장 진출도 예상보다 빠르게 진행될 것으로 판단하기 때문이다. 편성매출은 32.4% 증가한 1,737억원을 예상하고 있다. 늘어난 작품수에 컨텐츠의 가격 상승분(9% 내외)을 고려했다. 성장의 핵심은 판매매출의 증가이다. 일반 VoD 매출 및 OTT매출 등을 포함한 전체 판매매출은 2018년 86.4% 증가한 2,084억원을 기록할 것으로 추정하고 있으며 2019년에는 본격적인 확대국면을 맞아 60% 이상의 성장률을 기록할 전망이다.

Initiation

BUY(신규)

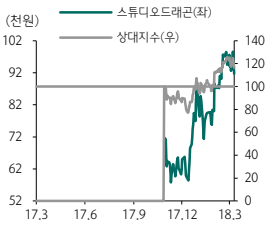
I TP(12M): 127,000원(신규) I CP(4월5일): 91,700원

Key Data	
KOSDAQ지수(pt)	868.93
52주 최고/최저(원)	98,600/57,800
시가총액(십억원)	2,571.0
시가총액비중(%)	0.92
발행주식수(천주)	28,037.2
60일평균거래량(천주)	284.2
60일평균거래대금(십억원)	23.1
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	0.88
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠외3인	75.66

주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.0	0.0	0.0
상대	2.1	0.0	0.0

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	382.3	481.5
영업이익(십억원)	69.3	101.6
순이익(십억원)	54.2	80.3
EPS(원)	1,933	2,865
BPS(원)	15,021	17,751

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	423.6	571.6	734.2
영업이익	십억원	16.6	33.0	80.7	130.2	188.7
세전이익	십억원	10.5	30.3	80.7	130.2	188.7
순이익	십억원	8.1	14.2	62.2	100.3	143.0
EPS	원	569	2,297	2,217	3,576	5,101
증감률	%	N/A	303.7	(3.5)	61.3	42.6
PER	배	114.21	39.92	41.36	25.64	17.98
PBR	배	10.52	16.04	11.56	7.97	5.52
EV/EBITDA	배	47.38	41.44	18.39	12.28	8.84
ROE	%	5.98	9.57	32.47	36.78	36.28
BPS	원	6,176	5,718	7,935	11,511	16,613
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 스튜디오드래곤 투자의견 및 Valuation 3

1) 투자의견 BUY, 목표주가 127,000원 제시

2) 목표주가 산출 방식: PER

2. 스튜디오드래곤 기업 개요 5

1) 기업 소개

3. 드라마제작 산업 현황 및 변화 7

1) Power Shift

2) 저작권, 제작사 펀더멘털 개선의 핵심으로 부각

3) 드라마 유통확대를 통한 수익확대에 포커스

4) 드라마 사전제작의 장단점

4. 새로운 Blue Ocean, Global OTT 시장 11

1) OTT 시장 현황

2) 컨텐츠 소비 트렌드의 변화

3) 라이브러리(IP) 보유에 대한 가치

5. 스튜디오드래곤 투자포인트 세 가지 20

1) 국내 최고수준 작가, 연출 라인 보유로 컨텐츠 제작역량 최대화

2) 글로벌 OTT 시장 진출 가시화되며 외형성장 전망

3) 누적 IP 지속 축적되며 수익성 가파르게 상승할 것

6. 우호적인 시장환경에 실적은 더욱 돋보일 전망 25

1) 유통채널의 확대에 따른 매출성장 가속화

2) 2018년 매출 47.7%, 영업이익 144.4% 개선될 것

3) 1분기 실적은 기고효과에도 비교적 양호할 것

7. 리스크 요인 29

1) 드라마 흥행 불확실성

2) 저작권 침해 및 중국 수출 불발 가능성

Analyst 황승택 02-3771-7519

1. 스튜디오드래곤 투자의견 및 Valuation

1) 투자의견 BUY, 목표주가 127,000원 제시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 127,000원을 제시하며 커버리지를 개시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 127,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 스튜디오드래곤은 CJ E&M의 드라마 제작사업부로 시작되어, 2017년 6월 코스닥시장에 상장했다. 국내 최초로 드라마 기획, 제작부터 컨텐츠 유통, 판매까지 전 단계를 담당하며, 자체 제작한 대다수의 드라마에 대한 IP를 보유하고 있어 향후 지속적인 매출성장이 예상된다. 김은숙, 박지은 작가를 포함한 국내최고 수준의 150여명의 핵심 크리에이터를 보유하고 있어 산업 내 독보적인 컨텐츠 제작 경쟁력을 갖추었다는 판단이다. 뿐만 아니라, 전방산업인 OTT 시장의 급격한 성장과 함께 글로벌 컨텐츠 판매를 공격적으로 늘리고 있어 향후 컨텐츠 매출확대에 따른 가파른 이익률 개선이 예상된다.

표 1. 스튜디오드래곤 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	**75.3**	**62.1**	**77.5**	**71.9**	**92.1**	**84.4**	**115.4**	**131.6**	**286.8**	**423.6**	**571.6**
YoY	-	-	-	-	*22.3*	*35.9*	*48.9*	*83.1*	*85.7*	*47.7*	*35.0*
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.2	36.0	45.5	52.0	131.2	173.7	195.0
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	41.0	37.9	59.6	69.9	111.8	208.4	335.8
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	10.9	10.5	10.3	97.0	43.7	41.5	40.9
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	74.2	67.4	84.8	95.3	245.3	321.7	412.8
YoY	-	-	-	-	26.5	35.2	27.0	47.9	*80.4*	*34.2*	*28.3*
원가율	77.8	80.4	86.2	89.6	80.5	79.9	73.5	72.4	*85.5*	*75.9*	*72.2*
매출총이익	**16.7**	**12.2**	**10.7**	**7.5**	**18.0**	**17.0**	**30.6**	**36.4**	**47.1**	**101.9**	**158.8**
YoY	-	-	-	-	*7.5*	*39.1*	*186.0*	*386.7*	*118.1*	*116.4*	*55.8*
GPM	*22.2*	*19.6*	*13.8*	*10.4*	*19.5*	*20.1*	*26.5*	*27.6*	*16.4*	*24.1*	*27.8*
판매관리비	2.8	3.3	4.0	4.0	4.6	4.2	5.8	6.6	14.1	21.2	28.6
YoY	-	-	-	-	*65.6*	*28.0*	*44.2*	*65.4*	*184.3*	*50.7*	*35.0*
영업이익	**13.9**	**8.9**	**6.7**	**3.5**	**13.4**	**12.7**	**24.8**	**29.8**	**33.0**	**80.7**	**130.2**
YoY	-	-	-	-	*(4.1)*	*43.2*	*270.7*	*752.4*	*98.3*	*144.8*	*61.2*
OPM	*18.5*	*14.3*	*8.6*	*4.9*	*14.5*	*15.1*	*21.5*	*22.6*	*11.5*	*19.1*	*22.8*
순이익	**13.3**	**2.8**	**5.7**	**2.0**	**10.3**	**9.8**	**19.1**	**22.9**	**23.8**	**62.2**	**100.3**
YoY	-	-	-	-	*(22.9)*	*250.6*	*235.6*	*1,049.8*	192.9	160.6	66.9
NIM	*17.7*	*4.5*	*7.3*	*2.8*	*11.2*	*11.6*	*16.6*	*17.4*	8.3	14.7	17.5
주식수(천주)	22,037	22,037	22,037	28,037	28,037	28,037	28,037	28,037	28,037	28,037	28,037
주당순이익(원)	605	127	258	71	367	350	682	818	1,062	2,217	3,576

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

2) 목표주가 산출 방식: PER

판매매출에 대한 고정비 레버리징 효과로 이익률이 급격히 상승하는 구간에 진입했다는 점을 높게 평가

목표주가 127,000원은 향후 2년간 동종업계 평균 EPS 성장률대비 스튜디오드래곤의 성장률 프리미엄이 71%에 달한다는 점을 고려했다. 국내 주요 드라마제작사 및 컨텐츠 업체들의 EPS 성장률 평균은 역성장이 우려되는 일부 업체를 제외할 경우 약 48.8% 수준인 반면, 스튜디오드래곤의 EPS 성장률은 83.5%에 달한다. 적정주가 기준 동종업계의 2018년 기준 PER은 약 33.6배이며 프리미엄을 부여한 스튜디오드래곤의 적정주가는 2018년 PER은 57.4배, 2019년 기준으로는 약 35.6배이다. 1) 국내 최고수준의 크리에이터와 제작시스템을 보유해 자타공인 독보적인 컨텐츠 제작역량을 보유하고 있다는 점과, 2) 둘째, 완성도 높은 컨텐츠를 바탕으로 중국, 미국 등 빠르게 성장하는 OTT 시장으로의 진출이 가시화되고 있다는 점은 상대적으로 높은 실적성장률과 주가 프리미엄을 설명할 수 있을 것이다. 특히, 판매매출에 대한 고정비 레버리징 효과로 이익률이 급격히 상승하는 구간에 진입했다는 점을 높게 평가한다.

표 2. 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

Valuation	적정주가 산출	비고
동종업계 18-19년 평균 EPS 증가율 (A)	48.8%	YG의 경우 2017년대비 19년 역성장 가능성을 고려 평균값 산출 시 제외
스튜디오드래곤의 EPS 증가율 (B)	83.5%	
프리미엄	71.0%	
18년 동종업계 적정주가 기준 평균 PER	33.6배	프리미엄 적용 후 적정 PER 57.4배
적정주가	**127,000원**	**19년 기준 PER은 35.6배**

자료: 하나금융투자

표 3. 동종기업 Valuation table (단위: 원, 십억원, 배, %)

		IHQ	제이컨텐트리	JYP Ent.	SM	와이지엔터테인먼트
종가(원)		2,795	7,450	22,300	42,250	30,150
시가총액(십억원)		414.4	879.5	808.4	974.7	561.9
P/E	17	154.8	139.8	46.1	226.5	31.6
	18F	**24.0**	**27.0**	**38.2**	**30.0**	**26.7**
	19F	17.1	21.7	26.5	27.0	24.7
P/S	17	3.2	2.1	7.4	2.8	1.6
	18F	**3.0**	**1.7**	**6.3**	**1.7**	**1.8**
	19F	2.6	1.4	5.0	1.6	1.6
P/B	17	1.8	5.7	8.9	2.9	1.7
	18F	**1.7**	**5.1**	**7.0**	**2.8**	**1.8**
	19F	1.5	4.1	5.7	2.5	1.7
EV/EBITDA	17	4.6	14.1	17.8	21.0	13.7
	18F	**4.9**	**15.0**	**27.7**	**12.5**	**25.6**
	19F	5.9	12.7	19.9	12.0	26.9
영업이익률	17	12.1	7.9	19.0	3.0	6.9
	18F	**16.3**	**10.4**	**21.0**	**9.9**	**8.3**
	19F	19.4	11.0	23.6	10.1	8.6
순이익률	17	2.0	1.5	15.8	1.2	5.1
	18F	**12.5**	**6.1**	**16.3**	**5.8**	**7.3**
	19F	15.1	6.7	18.6	6.0	7.2
ROE	17	1.1	5.3	21.4	1.3	5.6
	18F	**7.2**	**22.2**	**23.0**	**9.8**	**7.1**
	19F	9.3	21.7	26.4	9.9	7.2
주당순이익	17	83.3	125.7	443.0	876.8	1,338.6
	18F	**119.5**	**295.0**	**620.0**	**1,554.9**	**1,203.7**
	19F	167.6	367.4	893.0	1,729.3	1,297.1

주: 종가, 시가총액은 2018년 4월 5일 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

2. 스튜디오드래곤 기업 개요

1) 기업 소개

스튜디오드래곤은 '시그널', '미생', '굿와이프' 등 퀄리티 높은 드라마를 연속 흥행, '푸른 바다의 전설(2016)' '도깨비(2017)'까지 각각 시청률 25%, 20%를 초과 달성하며 영향력 있는 드라마 제작사로 성장

스튜디오드래곤은 스튜디오형 종합 드라마 제작회사로 2016년 5월 3일 CJ E&M으로부터 물적분할되어 설립되었다. CJ E&M의 방송사업부로 시작되어, 물적분할 이후 2016년 6월 문화창고, 화앤담픽쳐스, 9월 KPJ까지 총 세 개의 제작사를 인수했다(CJ E&M의 스튜디오드래곤 지분율 71.3%). 문화창고(전지현, 조정석, 박민영 소속)와 화앤담픽쳐스(대표작 '시크릿 가든', '신사의 품격', '태양의 후예' 등)는 판타지와 트렌디 드라마 특화되어 있으며, KPJ는 사극부문(대표작 '대장금')에 강점을 가진 제작사이다. 스튜디오드래곤은 '시그널', '미생', '굿와이프' 등 퀄리티 높은 드라마를 연속 흥행시키고, '푸른 바다의 전설(2016)' '도깨비(2017)'까지 각각 시청률 25%, 20%를 초과 달성하며 영향력 있는 드라마 제작사로서 시장의 주목을 받아 왔다. 최근 방송을 마친 '나쁜 녀석들 : 악의 도시', '화유기' 등도 좋은 성과를 기록하며 종영했다.

김은숙(시크릿 가든, 도깨비), 박지은(별에서 온 그대, 푸른 바다의 전설) 등 70명 내외의 작가 라인업과 김원석(미생, 시그널), 이응복(태양의 후예, 도깨비) 등을 포함한 30~40명의 연출가(감독), 기획 및 전체적인 코디를 맞고 있는 PD 인력 40~50명 등 총 150명 내외의 핵심 크리에이터가 소속되어 있으며, 특화된 제작역량을 기반으로 완성도 높은 컨텐츠 제작이 가능하다. 드라마 기획과 제작, 판매, 부가 판권 유통, 간접광고 사업을 영위 중이며 축적된 다수의 IP, 드라마 라이브러리를 바탕으로 지속 가능한 수익 창출 기반을 보유한 것이 특징이다.

스튜디오드래곤의 매출비중은 캡티브 마켓인 CJ E&M 및 OCN, TVN 채널향이 약 80% 이상이지만, '캐리어를 끄는 여자', '공항 가는 길', '푸른 바다의 전설' 등 지상파 드라마 공급 비중을 꾸준히 늘려가고 있고, 확대되는 OTT(Over The Top) 시장을 고려할 때 오리지널 컨텐츠 제작 등이 기대되어 향후 매출처 확대가 가능할 것으로 전망한다. 2016년 국내 드라마 제작편수 기준 스튜디오드래곤의 드라마제작시장 점유율은 약 20%정도로 추정된다. 연간 제작가능 드라마 수는 약 27편(2018년 기준)으로 국내 제작사 평균(6편 내외, 추정) 대비 월등히 높은 Capacity를 보유하고 있으며, 누적 IP 수는 총 107개 내외이다.

표 4. 스튜디오드래곤 대표 흥행작

작품명	'미생'	'시그널'	'푸른바다의 전설'	'도깨비'
방영시기	2014	2016	2016	2017
최고시청률	8.2%	13.4%	18.9%	9.3%
매출총이익률	58%	48%	33%	61%

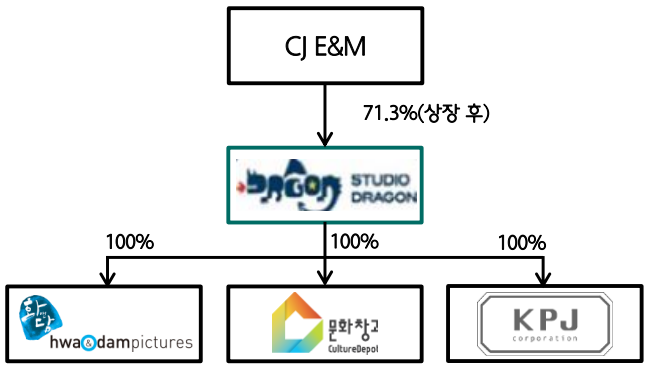
자료: 닐슨코리아, 언론보도, 하나금융투자

표 5. 스튜디오드래곤 최근 드라마 추이

작품명	'화유기'	'나쁜 녀석들 : 악의 도시'	'라이브'	'나의 아저씨'
방영시기	2017~2018	2017~2018	방영중	방영중
최고시청률	7.4%	4.8%	5.8%	5.7%

자료: 닐슨코리아, TNMS, 언론보도, 하나금융투자

그림 1. 스튜디오드래곤 지분 구조



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 6. 스튜디오드래곤 자회사 현황

제작사	소속 작가 및 배우	인수시기	인수가액
문화창고	박지은, 전지현, 조정석 등	16년 상반기	650억원
화앤담픽쳐스	김은숙		
KPJ	김영현, 박상연, 홍자매	16년 9월	150억원

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

3. 드라마제작 산업 현황 및 변화

1) Power Shift

과거 영상제작산업 내 방송사, 매니지먼트사, 제작사의 역할 구분이 명확했지만 최근 매니지먼트사의 영향력이 확대되는 추세

과거에는 영상제작산업 내 방송사와 매니지먼트사, 제작사의 역할 구분이 명확했다. 방송사들은 편성과 송출, 제작 투자를 진행했고, 매니지먼트사는 배우, 작가, 연출자 등의 공급을 담당했다. 제작사는 드라마제작, 배우, 작가, 스텝 캐스팅, 자금조달을 진행했다. 당연히 편성의 권한을 가지고, 제작 투자를 담당하던 방송사가 힘의 우위를 점했으나, 한류문화가 확산되며 배우 및 작가의 영향력이 강화되면서 자연스럽게 매니지먼트사의 영향력이 함께 확대되고 있는 추세이다. 최근 종합편성채널과 케이블채널의 성장으로 지상파 방송사에게 편중되었던 힘의 구조는 다소 약화된 모습이다. 제작사들의 방송 편성권 확보를 위한 협상 범위도 OTT시장의 확대 등으로 지속적인 확대일로에 있다.

표 7. 드라마 제작 가치사슬 구조

구분		컨텐츠제작사	PP	컨텐츠유통사	플랫폼
사업특성	사업자	지상파(KBS, MBC, SBS)			
		CJ E&M, 종편			지상파TV, SO, IPTV, 위성, 온라인, VOD
		드라마제작사	기타 PP	컨텐츠유통사	
	사업자수	100개 이하	175개	10개 이하	150개 이상
	진입장벽	낮음	지상파(높음), 기타 PP(낮음)	높음	높음 (온라인, 낮음)
	수요자금	높음	높음	낮음	매우 높음
	Pricing Power	보통	높음	보통	매우 낮음

자료: 신문과 방송, 하나금융투자

2) 저작권, 제작사 펀더멘털 개선의 핵심으로 부각

컨텐츠 유통의 핵심인 저작권 소유는 지상파에서 제작사로 점차 이전

저작권은 컨텐츠 유통의 핵심이다. 저작권을 가진 주체가 컨텐츠를 유통할 수 있고 유통수익을 확보하는 구조이다. 이러한 저작권의 소유가 지상파에서 제작사로 이전되고 있다. 과거 지상파 방송사는 드라마 제작비의 70~90%를 지원했다. 드라마 제작사는 지상파 방송사의 지원을 바탕으로 컨텐츠를 제작했고, 저작권은 방송사에 귀속되었다. 제작사들은 컨텐츠 저작권 귀속 결정에 대한 협상력이 없었다. 그러나, 방송사가 드라마 컨텐츠에 대한 저작권을 모두 가져가던 관행은 변화하기 시작했다. '태양의 후예', '사임당', '함부로 애틋하게' 등 외주제작사가 드라마 저작권과 수익의 대부분을 수취하게 되는 사례가 점차 증가하고 있다. 드라마 제작사가 지상파를 포함한 방송사들로부터 제작비 투자 의존도를 낮추기 시작하면서 생겨난 현상이다. 하지만, 방송사로부터 조달 받는 제작 투자비가 줄어드는 만큼, 드라마 제작사들의 자체 투자 제작비용은 증가했다. 자본력이 밑바탕이 되는 제작사들만이 완성도 높은 드라마 컨텐츠를 생산하고, 저작권까지 소유 가능하게 되었으며 스튜디오드래곤의 시장경쟁력이 더욱 돋보이는 부분이다.

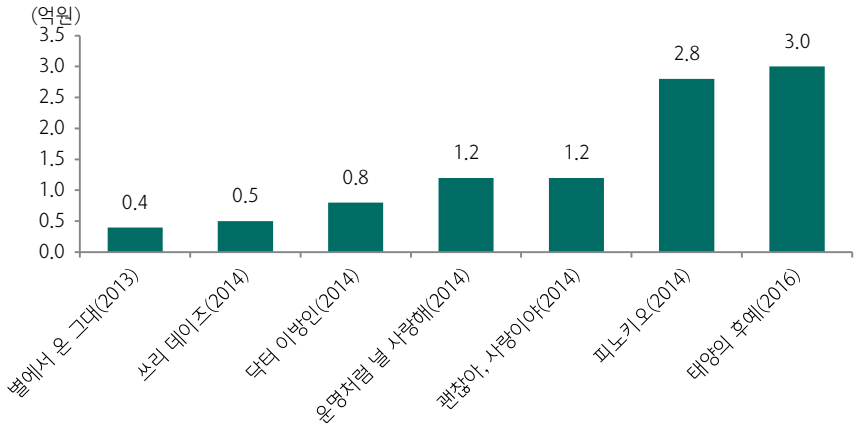
3) 드라마 유통확대를 통한 수익확대에 포커스

제작비용의 외부(해외)조달뿐만 아니라, 국내외 드라마 유통을 통한 수익확대

제작사들이 드라마의 저작권을 확보하면서 제작비용의 외부(해외)조달뿐만 아니라, 국내외 드라마 유통을 통한 수익확대가 두드러지고 있다. 드라마 제작사들은 방송사들에 대한 제작비 의존도는 낮추었지만, 퀄리티 높은 드라마 제작을 위해서는 자연스럽게 회당 투입 제작비용이 증가되었다. 부담해야 하는 비용이 증가하면서 투자비 회수 및 수익확대를 위해 해외 투자를 받거나, 해외 국가에 컨텐츠 선판매도 활발해지기 시작했다. 규모가 작은 국내 시장에 집중하기보다, 중국 시장과 같은 글로벌 시장에 중점을 두는 것이 제작비 충당을 위해 효율적이기 때문이다. 해외에서 벌어들일 수 있는 모든 수익은 드라마 제작사에게 귀속된다. 2017년 1월부터 5월까지 방영되었던 '사임당(SBS)', '태양의 후예(KBS)' 등은 모두 중국 시장을 타겟으로 진행되었고 성과를 거둔 대표적인 작품들이다.

한국 드라마 편당 중국판권 가격은 점차 상승 중

그림 2. 한국 드라마 편당 중국판권 가격



자료: 중국 컨텐츠 산업의 성장과 대응 전략(방송), 언론보도, 하나금융투자

중국 공중파 방영을 피해, 국내 컨텐츠 제작사들은 아직까지 규제가 완전하게 도입되지 않은 중국의 OTT(Over the Top) 시장으로 눈을 돌리기 시작

국내 드라마 컨텐츠가 중국 시장으로 진출하여 가장 성공했던 사례는 '상속자들(화앤담픽쳐스, 2013)'과 '별에서 온 그대(HB엔터테인먼트 제작, 2013)'이다. 또한 '피노키오(IHQ, 2014)'는 중국 시장 해외 판매 최고가를 기록하여 다시 한 번 중국 시장 진출을 위한 도화선에 불을 지피는 계기가 되었다. 하지만 이러한 현상에 대해 중국 국가신문출판광전총국은 "해외 영화 드라마 관련 정보 온라인 신고 등록 업무"를 통해 한국 드라마에 대한 사전심의 규제를 도입했다(해외 영화 및 드라마의 프라임타임 방영 금지, 해당 채널 규정 방송 시간의 25% 이상 해외 컨텐츠 점유 금지 등). 보다 어려워진 중국 공중파 방영을 피해, 국내 컨텐츠 제작사들은 아직까지 규제가 완전하게 도입되지 않은 중국의 OTT(Over the Top) 시장으로 눈을 돌리기 시작했다.

그림 3. 국가신문출판광전총국의 해외 드라마·영상물 인터넷 상영 관리 강화 이행 관련 규정

중국 광전총국(국가신문출판광전총국)은 향후 아래 요지의 "국가신문출판광전총국의 해외 드라마·영상물 인터넷 상영 관리 강화 이행 관련 규정(업계에서는 이를 '해외영상물제한령'으로 지칭)"을 곧 발표할 예정이라고 11.1(토) 언급함.

1. (전체 영상물에 대한 선심의 후방영) '15년 신규 방영을 추진하고 있는 해외드라마의 경우, 반드시 드라마의 전 시즌 영상물에 중국어 자막 삽입을 완성한 상태로 지방 광전총국에서 심의를 받아야하며, 심의를 통과한 후 해외영상물허가증번호(引進許可證號)를 발급받으면 인터넷 등 온라인에서 방영이 가능함.

   ㅇ 동 규정에 따르면, 한국드라마 '별에서 온 그대', 미국드라마 'The Big Bang Theory' 등 아무리 인기가 많은 드라마라고 하더라도, 제작과 동시에 방영을 하는 드라마의 경우, 반드시 현지(한국이나 미국)에서 모든 드라마 방영분이 방영이 완료된 이후에나 중국 당국의 심의를 거친 후 인터넷에서 상영이 가능해짐.

   ㅇ 다만, 일부 드라마의 경우 외국현지와 중국 내 동시 방영이 가능한 예외가 발생할 수도 있음. 현지에서도 先제작, 后방영되는 드라마는, 해외에서 드라마가 상영 중인 가운데 전체 시리즈의 영상물을 중국 당국이 최대한 빨리 심의할 경우, 중국 시청자들도 감상할 수 있음.

2. (방영 수량) 전년도('14년) 신규 인터넷 상영 중국산 드라마 수량의 30%만 '15년 신규 해외드라마로 방영 가능

   ㅇ 다만, 중국드라마는 매년 몇 만 편 이상 제작되기 때문에, 한국드라마와 미국드라마가 받는 영향은 크지 않을 것으로 예상됨.

3. (등록 기한) '14.9월 이전 인터넷에서 방영되었던 해외드라마의 경우 반드시 '15.4.1일까지 등록을 완료해야 하며, 미등록된 해외드라마는 인터넷 방영이 금지됨.

   ㅇ '14.9월-12월까지 인터넷에서 방영된 해외드라마가 '15년 해외드라마 방영 쿼터 제한 대상인가 여부에 대해서는 당국이 현재까지 연구 중임.

4. (심사 기준 강화) 각 동영상사이트는 반드시 건전한 내용과 분위기의 해외드라마를 반영해야 함. 끝.

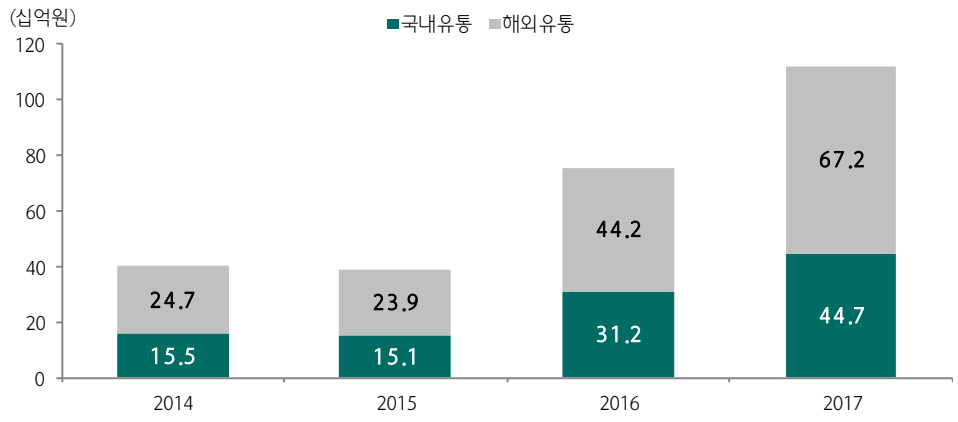
자료: 중국 광전총국, 언론보도, 하나금융투자

스튜디오드래곤의 컨텐츠 판매매출은 2017년 전년대비 48.4% 증가한 1,119억원을 기록

다만, 2017년 이후 현재까지 중국은 한한령을 통해 컨텐츠 게임등의 자국내 유통을 제한하고 있어 국내 드라마 제작 및 유통사들은 중국을 제외한 일본, 동남아, 북남미, 유럽 등으로 유통경로를 확대하고 있으며 확대되고 있는 OTT시장으로의 진출도 성과를 거두고 있다. 또한 드라마의 품질이 개선되며 VoD시장도 확대되고 있다. 스튜디오드래곤의 컨텐츠 판매매출은 2017년 전년대비 48.4% 증가한 1,119억원을 기록했으며 이중 해외판매는 52% 증가한 672억원, VoD 중심의 국내유통은 43.3% 증가한 447억원을 기록했다.

그림 4. 스튜디오드래곤의 컨텐츠 판매매출 성장

국내 VoD시장 확대 및 해외 수출 증가로 고성장



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

4) 드라마 사전제작의 장단점

스튜디오드래곤은 완성된 인프라 및 전작들의 흥행을 통한 수익기반 마련을 바탕으로 경쟁사대비 사전제작기간을 상대적으로 길게 가져가는 구조

최근 한국 드라마의 사전제작 시스템 도입에 대한 논란이 끊이지 않고 있다. 사전제작 시스템은 장단점은 다음과 같다. 드라마 사전제작의 장점은 한국과 중국의 동시 방영을 통해 불법유통경로를 차단 가능하다는 것이다. 중국 진출을 노리는 국내 드라마 제작사들이 100% 사전제작을 시도하는 주된 이유이다. 하지만 사전제작은 드라마에 대한 시청자들의 피드백이 스토리에 반영될 수 없다. 작가는 본인의 주관과 스토리에 대한 계획을 가지고 집필을 시작하지만, 시청자들의 방영 후 반응을 무시하기란 쉽지 않다. 또한 과도한 간접광고 노출이라는 부작용이 존재한다. 상당부분의 제작비를 간접광고(PPL)로 충당해야 하기 때문이다. 사전제작을 시도할 수 있는 환경 또한 마련하기 쉽지 않은 구조이다. 해외시장 판매나 광고수입을 극대화시키는 것은 성공적인 드라마 방영 후 현실화될 수 있는 문제이고, 제작사 측면에서 수익을 최대화시키는 사전방법은 비용을 최소화시키는 것뿐이다. 가장 큰 원가비중을 차지하는 제작비를 감소시키기 위해, 방송이 편성이 확정되었음에도 불구하고, 드라마 방영 직전부터 촬영을 시작하여 단기간에 드라마를 빠르게 제작하게 되는 이유이다.

따라서 최근에는 완벽한 사전제작은 아니더라도 컨텐츠의 완성도 제고를 위해 방송전 제작기간을 상대적으로 길게 가져가는 노력들이 현실화되고 있으며 가장 앞서고 있는 기업이 스튜디오드래곤이다. 완성된 인프라 및 전작들의 흥행을 통한 수익기반 마련을 바탕으로 경쟁사대비 사전제작기간을 상대적으로 길게 가져가는 구조가 완성되었으며, 이는 드라마의 흥행으로 이어지며 선순환구조를 완성해 나가고 있다. 예를 들어 1월말 방송을 시작해 3월 중순 방영을 종료한 tvN 드라마 '마더'의 경우 11월부터 제작을 시작한 반사전제작 드라마이며, 수목드라마 임에도 불구하고 5% 내외의 비교적 양호한 시청률을 기록했다. .

그림 5. 드라마 사전제작 수익 구조

자료: 하나금융투자

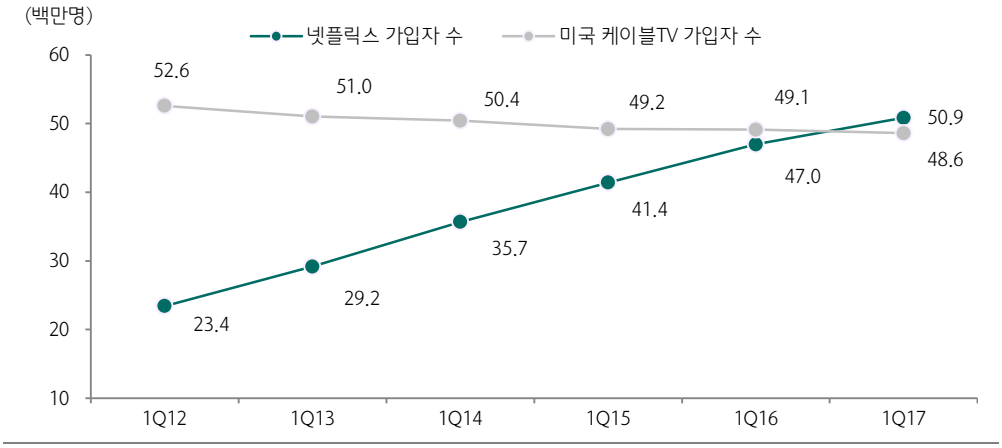
4. 새로운 Blue Ocean, Global OTT 시장

1) OTT 시장 현황

다양한 컨텐츠 제작사들은 성장을 위해 빠르게 성장하는 글로벌 OTT 기업들을 타겟

최근 스튜디오드래곤을 포함한 다양한 컨텐츠 제작사들이 성장의 발판으로 삼고자 하는 것이 공격적인 성장중인 글로벌 OTT 기업들이다. OTT란 'Over-the-top'의 약자로 인터넷을 기반으로 다양한 기기에서 TV시리즈, 영화 등 다양한 미디어 컨텐츠를 스트리밍으로 감상할 수 있게 하는 서비스를 칭한다. 스마트 디바이스가 대중화되며 인터넷 기반 영상 플랫폼이 다양해졌고, 시공간의 제약 없이 자유롭게 이용 가능한 OTT 서비스가 출시되고 있다. 1인 가구 및 저연령층을 중심으로 기존 유료방송을 해지하고 OTT 서비스를 이용하는 코드커팅(Cord-cutting) 현상 또한 지속해서 증가하고 있다. 이미 2017년 1분기 미국 내 넷플릭스(Neflix) 가입자 수가 케이블TV 유료가입자 수를 추월했다. 넷플릭스는 1분기말 기준 미국 내 총가입자 5,085만명으로 4,861만명을 기록한 케이블TV가입자를 추월 했으며 2017년 말 기준으로 글로벌 유료가입자 1억 1,054만명을 확보했다.

그림 6. 넷플릭스 가입자, 미국 케이블TV 유료가입자수를 추월

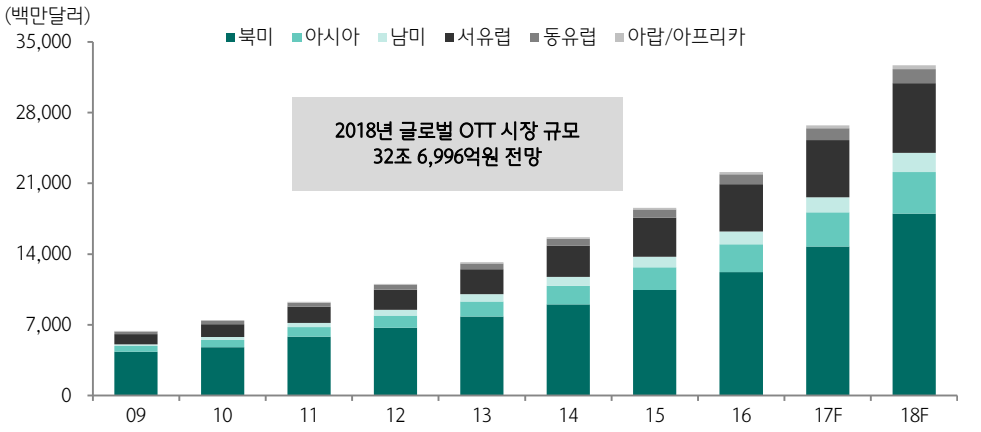


자료: Statista, Netflix, 하나금융투자

트렌디하고 다양한 장르의 영상물을 시청할 수 있고, 모바일과 웹 오리지널 작품을 시청하고자 하는 시청자들의 니즈 증가하며 OTT플랫폼들의 시장영향력 점차 확대

최근 모바일을 통해 컨텐츠를 소비하는 시간이 늘어나면서 레거시미디어(Legacy Media, 지상파 방송, 케이블 텔레비전 등의 전통 미디어)의 영향력은 감소하고 있는 반면, OTT 서비스에 대한 영향력은 확대되고 있다. 정보통신정책연구원의 설문조사에 따르면, tvN과 같은 CJ채널 전체가 나오지 않으면 플랫폼을 바꿀 의향이 있다고 대답한 응답자는 52.0%였던 반면, KBS나 MBC, SBS에 대한 동일 질문에 대한 응답은 각각 35.0%, 38.8%, 35.4%로 나타났다. 트렌디하고 다양한 장르의 영상물을 시청할 수 있고, 모바일과 웹 오리지널 작품을 시청하고자 하는 시청자들의 니즈가 증가하며 OTT플랫폼들의 시장영향력이 점차 확대되고 있다. 2018년 글로벌 OTT시장은 전년대비 22.3% 증가한 32.7조원에 이를 전망이며, 아시아, 남미 시장 등이 아직 초기단계인 점을 고려할 때 향후 공격적인 성장을 지속할 것으로 기대되고 있다.

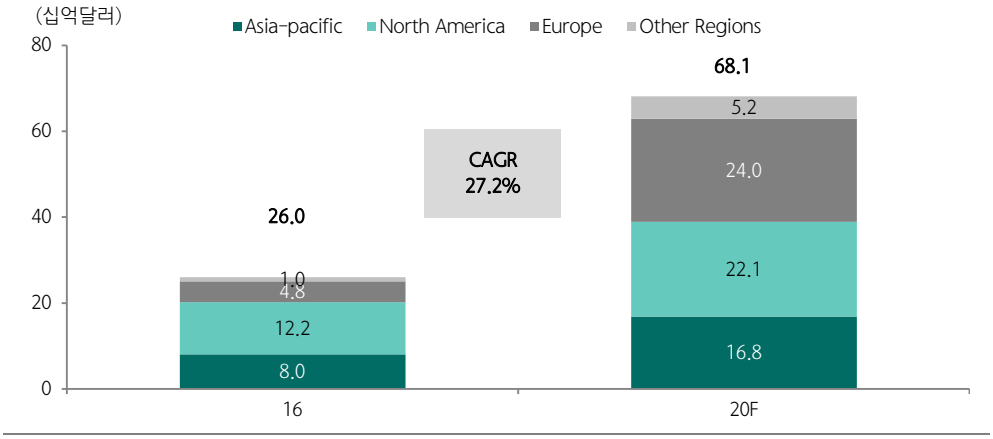
그림 7. 글로벌 국가별 OTT 시장 규모와 성장 추이



자료: 방송영상산업백서(2016), 하나금융투자

그림 8. 지역별 OTT시장 성장 전망

2016년부터 2020년까지 연평균 27.2%의 성장을 기대



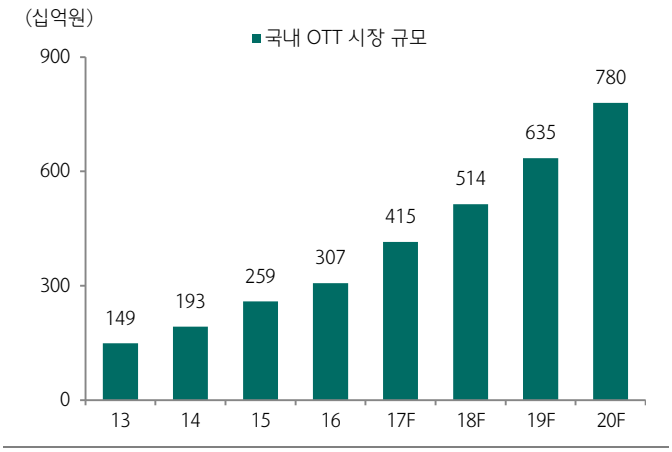
자료: KCC(Korea Communication Commissions), 하나금융투자

스튜디오드래곤은 2018년 국내 OTT 시장규모를 전년대비 26.3% 증가한 7,787억원으로 추정

(1) 국내 OTT 시장

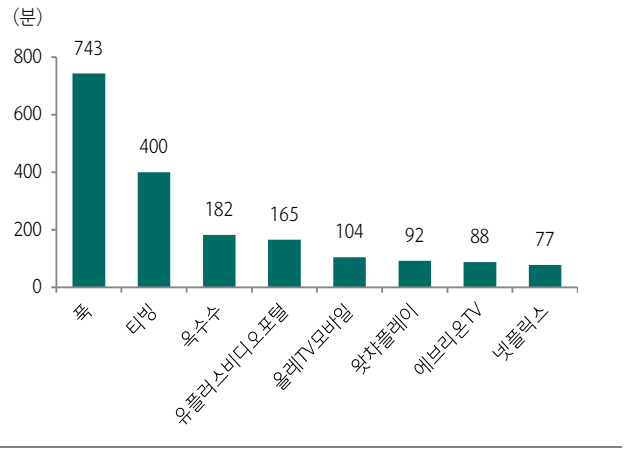
한국의 OTT 서비스 이용률은 전체 인구의 약 35% 수준이다. 정보통신정책연구원의 '2016년 방송시장경쟁상황평가'에 따르면 2016년 OTT 시장규모는 약 3,070억원으로 2015년 대비 약 19.1% 성장했다. 이 외에도 스튜디오드래곤은 2018년 국내 OTT시장규모를 전년대비 26.3% 증가한 7,787억원으로 추정하고 있다. 한국의 OTT 서비스는 크게 통신사업자들이 제공하는 'IPTV계열 서비스'와, 웹/포털사업자들이 제공하는 'VOD 서비스'로 구분 가능하다. 초기 국내 OTT 서비스는 판도라TV, 곰TV 등 UCC(User created contents)를 업로드하고 이에 대한 수입을 컨텐츠 업로더와 분배하는 비즈니스 모델로 시작되었다. 이후 Youtube는 한국 사이트를 런칭했고, 다음카카오는 'TV팟'을 출시하며 VOD뿐만 아니라 실시간으로 개인이 방송 스트리밍을 할 수 있는 환경을 마련했다. 텔레비전 방송시장의 경우, 통신사업자들은 IPTV를 통해 TV시장의 진입을 준비했다. 초기에는 실시간 방송을 제외한 VOD형 IPTV를 출시했으며, 이후 다양한 스마트 디바이스가 대중화되며 CJ헬로비전은 모바일 OTT 서비스인 '티빙(tving)'을 출시하며 가장 먼저 OTT 시장을 선점했다. 지상파컨텐츠연합플랫폼의 '푹(Pooq)', SK브로드밴드의 '옥수수(Oksusu)', 프로그램스의 '왓챠플레이' 등 빠른 속도로 국내 OTT 서비스 시장은 확대되고 있다.

그림 9. 국내 OTT 시장 규모 전망



자료: 방송통신위원회, 하나금융투자

그림 10. OTT 서비스 앱 1달간 1인당 평균 사용시간



자료: 와이즈앱, 하나금융투자

표 8. 국내 OTT 서비스 현황

서비스명	업체명	주요 특징	기타
푹	컨텐츠 연합 플랫폼	-지상파 방송 동시 시청 -영화 및 다양한 컨텐츠 제공 -광고없는 컨텐츠 제공 -PC, 모바일뿐 아니라 스마트 TV, 크롬캐스트 등 다양한 사업자와 제휴 -이어보기 및 큐레이션 기능 제공	국내 OTT 중 유일하게 지상파 동시 시청 가능
티빙	CJ E&M	-Mnet, tvN 등 CJ의 드라마 및 예능프로그램 서비스	CJ 자체 제작 프로그램 서비스
에브리온TV	현대 HCN	-무료 실시간 TV 서비스 -종합편성채널, 보도채널, 스포츠중계 전용 채널 등 200여개 채널 서비스 -MCN 채널	무료 실시간 TV 서비스
왓챠플레이	프로그램스	-외화, 드라마 중심 서비스 2만3천여편 -특화된 사용자 취향 큐레이션 기능 -제공되는 작품마다 감상평 별도 제공 -광고 없는 컨텐츠 제공	한국형 넷플릭스 표방
넷플릭스	-	-큐레이션 기능 제공 -광고 없는 컨텐츠 제공 -자체 자작 컨텐츠 풍부	전세계 최대의 OTT

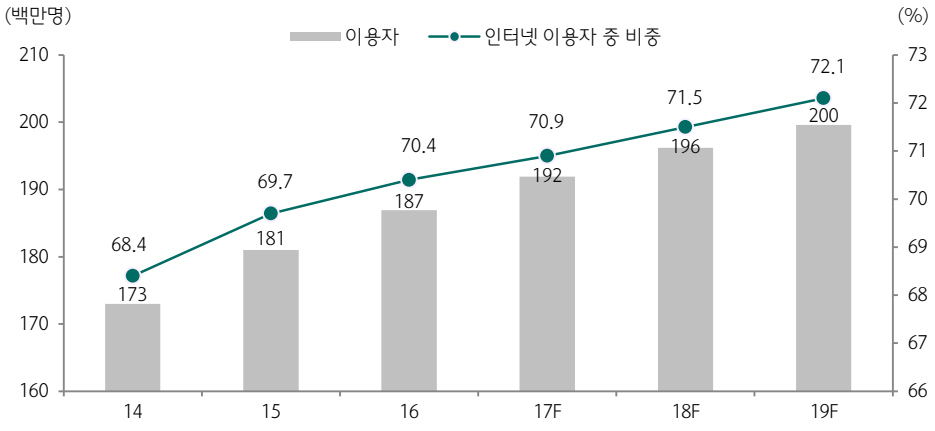
자료: 각사, 언론보도, 하나금융투자

(2) 미국 OTT 시장

2016년 기준 북미 OTT 시장 규모는 약 122억달러로 2020년 221억달러까지 성장할 것으로 예측

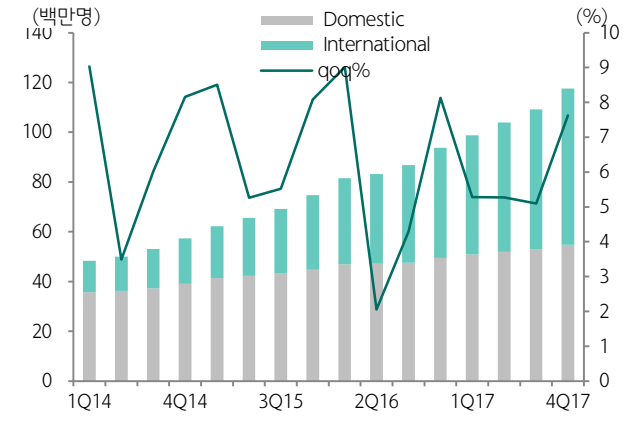
미국은 글로벌 OTT 시장을 선도하고 있다. 2016년 기준 북미 OTT 시장 규모는 약 122억달러로 2020년 221억달러까지 성장할 것으로 예측된다. 2015년에 이미 전체 미국인터넷 사용자의 70%, 인터넷 동영상 소비자의 약 90%가 OTT를 이용하는 것으로 조사되었다. 대표적인 OTT 서비스 사업자는 '넷플릭스(Netflix)'이다. 이미 언급한 바와 같이 2017년 1분기에 유료 케이블TV 가입자수를 추월했으며 유료가입자기준 2017년 미국 내 5,281만, 해외 5,783만 가입자를 확보하고 있다. 최근에는 글로벌 가입자 확대를 위해 공격적인 비즈니스를 전개하고 있으며, 매출비중도 2016년 4분기 38.3%에서 2017년 4분기 47.2%로 확대하고 있다. 미국 방송 산업 전문지인 버라이어티는 넷플릭스의 TV시청 점유율은 2020년까지 14%까지 상승할 것이라고 내다봤다. 넷플릭스는 동영상 구독자의 편의성, 개인성, 취향까지 분석하고, 사용자 시청 패턴 중심의 서비스 제공으로 구독자 수를 증가시킨다. 초기 DVD대여점 시절부터 축적해온 가입자들의 데이터를 모아 만든 '시네매치'라는 독자적인 알고리즘을 바탕으로 컨텐츠 추천 서비스를 제공한다. 또한, 오리지널 컨텐츠 전략이라는 이름으로 독점적 컨텐츠를 제공한다. 자체 제작하는 컨텐츠를 유료 구독자들에게만 제공하는 구조이다. 각 국가별 사용자들의 흥미를 이끌어낼 수 있는 소재를 바탕으로 컨텐츠를 제작하는데, 예를 들어 영국에서는 엘리자베스 2세 여왕의 이야기를 다룬 '왕관(The Crown)'을 제작, 국내에서는 봉준호 감독의 영화 '옥자' 제작비 전액을 투자하며 넷플릭스를 통해 독점 방영하는 계약을 체결했다. 2018년에도 약 80억달러의 컨텐츠비용을 지출하며 글로벌 OTT시장을 선도해 나갈 전망이다.

그림 11. 미국 OTT 서비스 이용자 수와 전체 인터넷 이용자 수 대비 비중



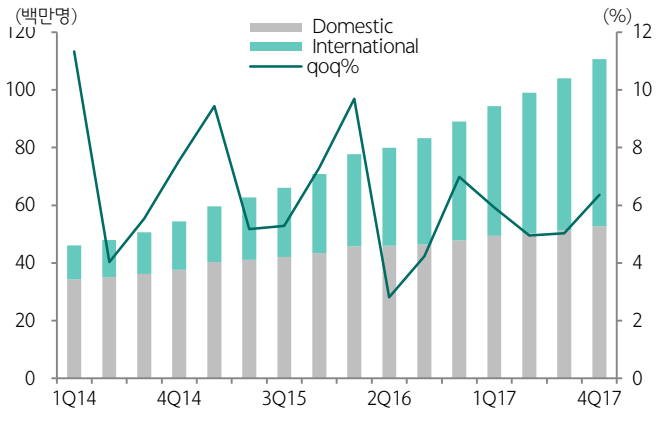
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 12. Netflix 전체가입자 추이



자료: Netflix, 하나금융투자

그림 13. Netflix 유료가입자 추이



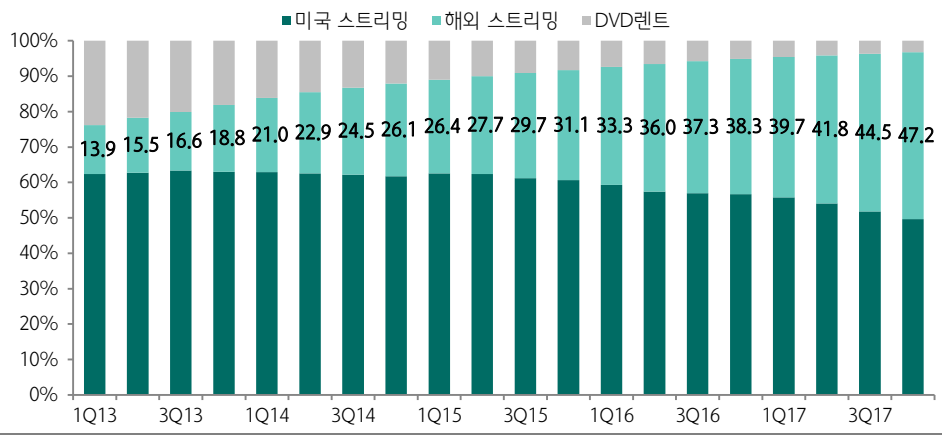
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 14. 넷플릭스 서비스 지역 (빨간 영역) 190개국 이상

자료: Netflix

해외 스트리밍 매출의 점진적인 비중 확대

그림 15. Netflix 매출 비중 변화



자료: Netflix, 하나금융투자

표 9. 글로벌 OTT 사업자 대표 컨텐츠 및 오리지널 컨텐츠 전략

사업자	구분	대표 컨텐츠	오리지널 컨텐츠 전략
Netflix	순수 OTT	'하우스 오브 카드', '데어데블', '제시카 존스' 등	-글로벌 사업자로서 미주, 아시아, 유럽 등 지역 시청자들의 수요에 맞추어 진출하는 국가의 상황에 맞는 오리지널 컨텐츠 제작 -오리지널 컨텐츠의 장르를 드라마에서 코미디, 다큐멘터리, 키즈, 영화까지 전방위 확대
Amazon	순수 OTT	'정글의 모차르트', '트랜스패런트' 등	-각국 고유 드라마의 리메이크 제작으로 친근한 작품 제작 -대표적인 영화감독을 영입하여 독점 드라마 제작 계획 -아마존 스튜디오의 활발한 영화 배급
HBO	기존 방송 사업자	'왕좌의 게임'	-600개의 오리지널 컨텐츠 제작을 목표로 삼고 있으며, 2016년 할당된 20억 달러의 예산 중 절반 이상을 오리지널 컨텐츠 제작에 투입
HULU	지상파 배경	최신 지상파 컨텐츠 서비스	-ESPN, ABC, 디즈니, 폭스 스포츠, 폭스 뉴스 등을 포함한 서비스 제공
Youtube	동영상 서비스	'스케어 퓨디파이', '유니콘섬으로의 여행' 등	-유튜브 레드를 통해 유료 드라마 및 영화 제작 -다양한 유료 채널 출시

자료: 디지에코 보고서, 하나금융투자

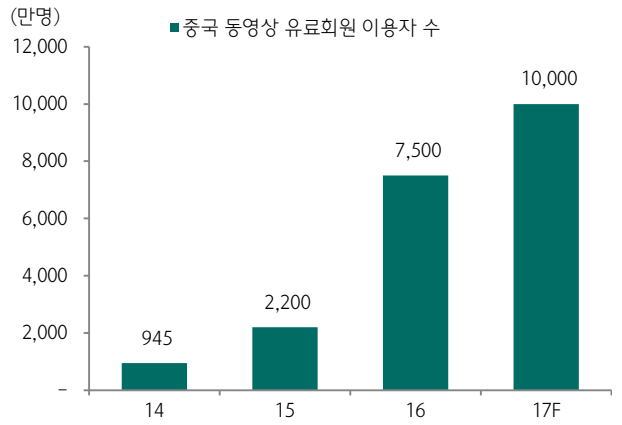
(3) 중국 OTT 시장

중국 OTT 시장 성장의 한 축을 한류 컨텐츠가 담당하고 있다는 점에 주목

중국의 OTT 시장은 2011년 이래 연평균 40% 이상의 성장률을 보이며 빠르게 성장해오고 있다. 일부 자료에 따르면 중국 동영상 유료회원 이용자규모는 2017년 1억명을 넘어선 것으로 추정되고 있으며, 현재 '요쿠투더우(Youkutudou)', '아이치이(iQIYI)', '텐센트비디오', '소후TV', 'LeTV'까지 5개 사이트가 70% 이상의 점유율을 차지하고 있다. 최근 상장이슈로 주목받고 있는 '아이치이'의 경우 2016년 3월을 기준 유료 회원 수는 약 1,500만명으로 2015년 12월에 비해 약 50%가량 증가했으며 2017년 말 기준 5천만, 현재 6천만명을 상회하고 있는 것으로 알려졌다. 주목해야 할 점은, 중국 OTT 시장 성장의 한 축을 한류 컨텐츠가 담당하고 있다는 점이다. 과거 아이치이는 SBS 드라마 '별에서 온 그대'의 독점 VOD 판권을 보유해 25억뷰를 달성했으며, 동시에 막대한 광고수익을 거둔 전례가 있다. 아직까지는 중국 영상 사이트의 유료회원 가입 가격은 국내에 비해 훨씬 저렴한 수준을 유지하고 있어, 일부 한국 OTT 서비스 이용자들이 중국사이트로 역유입되는 현상이 나타나기도 한다.

아직까지는 한한령으로 인해 국내 컨텐츠의 유통이 막히면서 관련매출이 제한되고 있으나, 최근관계개선에 대한 기대가 높아지고 있는 상황이다. 막대한 중국 OTT시장규모 및 공격적인 성장세를 고려할 때 한한령 해제에 따른 펀더멘털개선은 컨텐츠 기업들의 투자심리와 주가에 매우 긍정적인 기여를 할 것이다.

그림 16. 중국 인터넷 영상 사이트 이용자 수



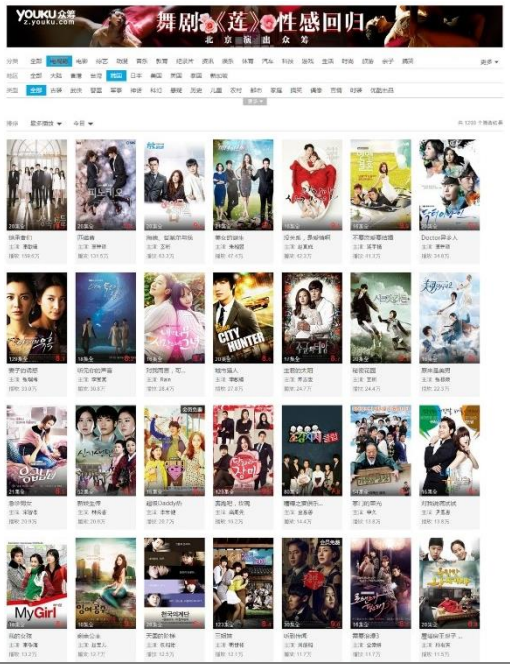
자료: 界面, 하나금융투자

그림 17. 중국 동영상 서비스 주요 5개 사업자

자료: 구글, 하나금융투자

요우쿠는 중국의 유튜브로 불리며, 월 활성 사용자 약 5억명. 시청 순위 1위는 '상속자들', 2위 '피노키오' 등

그림 18. 중국 요우쿠(Youku) 사이트 내 방영되는 한국드라마 집계 순위



자료: Youku, 하나금융투자

2) 컨텐츠 소비 트렌드의 변화

과거와 다른 온라인 플랫폼 컨텐츠 소비 특성: 1) 스트리밍, 2) 시공간의 제약 없는 시청, 3) 컨텐츠를 단축, 생략하며 시청 가능

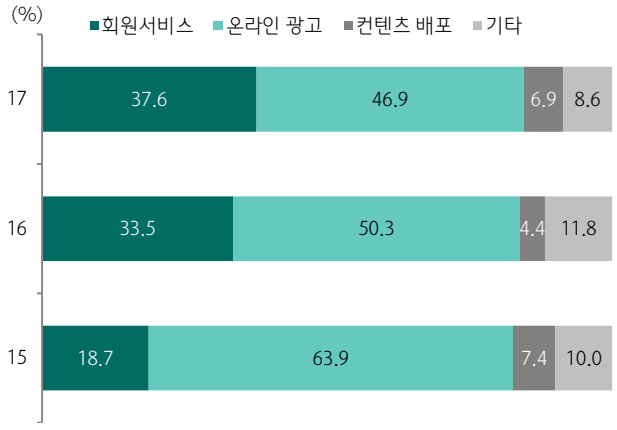
최근 변화하고 있는 온라인 플랫폼 컨텐츠들은 과거와는 다른 특성을 띠고 있다.

첫째, 컨텐츠를 '저장', '보관'하는 것이 아닌, 필요에 의해 로딩하여 사용하는 '스트리밍' 기술을 이용한다. 둘째, 방대한 양의 컨텐츠의 웹, 모바일 등 다양한 플랫폼을 통해 '시공간의 제약 없이' 사용 가능하다. 셋째, 컨텐츠 소비자의 필요에 따라 컨텐츠를 '단축', '생략'하며 시청 가능하다. 네트워크 연결을 기반으로 컨텐츠를 저장할 필요 없이 즉시 플레이가 가능하고, 쉽게 말해 컨텐츠 라이브러리에서 소비자가 원하는 컨텐츠만을 꺼내 활용하는 것이다. 이를 '컨텐츠 구독 경제(Subscription Economy)'라고 칭한다. 컨텐츠 구독 모델로 동영상 서비스 모델의 추세가 변화함에 따라 동영상 스트리밍 업체의 수익구조에도 변화가 뒤따르고 있다. 과거 동영상 플랫폼 업체는 매출의 대부분을 광고수입에 의지했지만, 최근에는 유료 컨텐츠 구독 수입 비중이 늘어나고 있다. 유료가입자 매출이 중요한 수익 모델이 되고 있다. 유료가입자들을 끌어들이기 위해선 각 플랫폼이 독자적으로 구축하고 있는 컨텐츠와 라이브러리가 필요하다. 독자적인 컨텐츠가 얼마나 소비자들의 흥미를 이끌고, 차별화되어 있는지가 경쟁력의 핵심이다. 예를 들어, 넷플릭스는 오리지널 컨텐츠(Original Contents)라는 이름으로 넷플릭스만의 독자적인 컨텐츠를 제공하고 있다. 단순히 드라마 컨텐츠를 유통시키는 것뿐만이 아니라, 자사가 직접 드라마의 기획부터 제작까지 참여한다. 또한, 넷플릭스 이용자들은 이 컨텐츠를 시청하기 위해선 더 높은 단계의 이용요금을 지불해야 하는 구조이다. 중국 '아이치이'도 2016년 이후 유료가입자 확대정책으로 ARPU가 급격하게 증가했으며 이에 따라 2015년 18.7%에 불과했던 회원서비스 매출이 2017년 37.6%로 확대되었고 온라인광고 비중은 63.9%에서 46.9%로 감소했다.

그림 19. 넷플릭스 대표 오리지널 컨텐츠 'Sense 8'

자료: 구글, 하나금융투자

그림 20. 중국 '아이치이'의 연도별 매출구성 변화



자료: 界面, 하나금융투자

3) 라이브러리(IP) 보유에 대한 가치

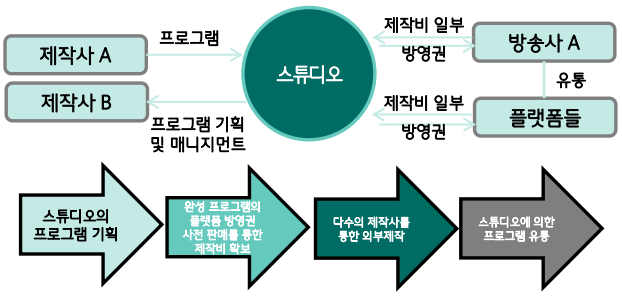
미디어 산업 내에서 컨텐츠(저작권) 보유에 대한 가치는 점차 상승

미디어 산업 내에서 컨텐츠(저작권) 보유에 대한 가치는 점차 상승하고 있다. 특히 드라마의 경우, 한 편당 약 16~20부작에 걸쳐 방송되기 때문에 VOD 판매와 광고 수익 창출 규모가 단편 예능에 비해 용이하다. 과거에는 편성권(방영권)의 소유가 대부분 방송사에게 귀속되었지만, 최근 드라마 제작사에게 IP가 귀속되는 비율이 상승하고 있다. 최근 스튜디오드래곤이 제작했던 '푸른바다의 전설'이 대표적인 예다.

하지만 모든 제작사가 자체 제작한 드라마들의 저작권을 모두 소유할 수 있는 것은 아니다. 자본력이 뒷받침되고, 컨텐츠 제작역량을 보유한 제작사들만이 방송사와의 저작권 협상에서 유리한 위치를 점하기가 쉽다. 스튜디오드래곤은 안정적인 재무구조를 바탕으로 향후 컨텐츠 제작을 위한 추가 투자에 집중할 수 있을 것으로 판단한다. 드라마는 이제 단순한 하나의 방송 프로그램이 아닌, 퀄리티가 보장되어야 인기를 끌 수 있는 '작품'의 개념으로 의미가 변화했다. 국내 소비자들은 미드(미국드라마), 일드(일본드라마)를 접하며 드라마 퀄리티에 대한 눈높이가 높아졌으며 완성도를 높이기 위한 제작투입비용 증가, 이를 위한 제작사의 자본력은 필수사항이 되었다.

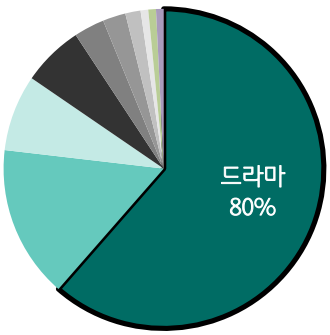
제작사의 축적된 라이브러리는 추가적인 비용 없이 중장기적 꾸준한 수익 창출이 가능하다. 본방영 준비 시 투입되었던 제작비는 이미 방영기간에 전액 비용 반영(스튜디오드래곤의 경우, 전액 무형자산으로 계상 후 1.5년간 무형자산상각 진행)이 완료된다. 방영 후 VOD 판매, OTT 시장 진출 등에서 발생하는 매출은 추가적인 비용 투입 없이 판매액이 바로 이익으로 떨어진다. 누적되는 IP가 많아질수록 추가되는 수익은 점점 더 가파르게 상승하는 매출구조이다.

그림 21. 한국 드라마 제작 스튜디오 시스템 개요



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 22. 해외수출 컨텐츠의 장르별 비중



자료: 방송영상산업백서(2016), 하나금융투자

5. 스튜디오드래곤 투자포인트 세 가지

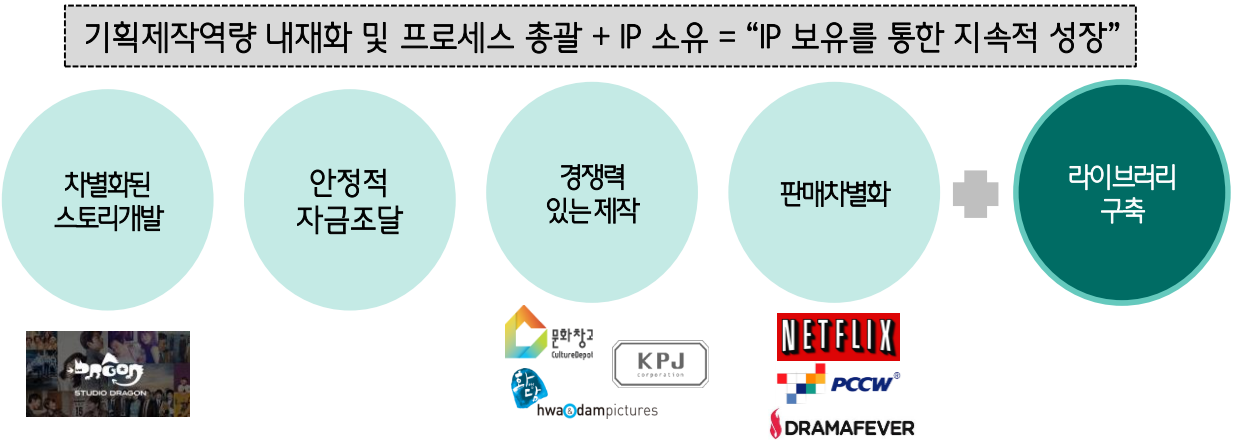
1) 국내 최고수준 작가, 연출 라인 보유로 컨텐츠 제작역량 최대화

스튜디오드래곤은 대표작가로 김은숙(시크릿가든, 도깨비), 박지은(별에서 온 그대, 푸른바다의 전설), 김영현/박상연(선덕여왕, 대장금), 감독은 김원석(미생, 시그널), 이응복(태양의 후예, 도깨비) 등 150여명의 핵심 작가, 연출진을 보유

스튜디오드래곤 최고의 강점은 국내 최고수준의 작가, 기획, 연출진을 다수 보유하고 있어 컨텐츠 제작능력에 뛰어난 역량을 보유하고 있다는 점이다. 대표작가로 김은숙(시크릿가든, 도깨비), 박지은(별에서 온 그대, 푸른바다의 전설), 김영현/박상연(선덕여왕, 대장금), 감독은 김원석(미생, 시그널), 이응복(태양의 후예, 도깨비) 등 '믿고 보는 드라마'라는 별칭을 가진 150여명의 핵심 작가, 연출진을 보유하고 있다. 통상적으로 작가의 경우, 시나리오 편수(드라마 편수)에 따라 계약이 진행되며, 현재 스튜디오드래곤에 소속되어 있는 스타작가들의 경우, 한 명당 최소 수십 편 이상의 집필 계약을 맺고 있어 향후 지속적으로 안정적인 컨텐츠 제작이 가능할 것으로 기대된다. 스튜디오드래곤의 핵심 작가, 연출진은 연령대별 타겟 드라마(두번째 스무살, 치즈인더트랩 등), 웰메이드(디어마이프렌즈, 비밀의 숲), 타임슬립(타인, 시그널), 범죄물(나쁜 녀석들, 보이스) 등 특화된 새로운 드라마 장르 또한 개척했다는 평을 듣고 있어 중장기적인 시청률 경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 과거 히트작을 다수 보유하고 있는 작가와 연출진이 많은 만큼, 방송사와의 드라마 편성 조율 시 협상권 우위 또한 점할 수 있을 것이라는 판단이다.

스튜디오드래곤의 연간 최대 제작가능 드라마 편수는 현재 약 30편이다. 타제작사가 연간 10편 미만의 작품을 제작하는 것과 비교했을 때 월등한 제작 Capacity를 보유하고 있다(스튜디오드래곤 연간 드라마 제작편수 추정: 17년 22편 →18년F 27편 →19년F 30편). 국내시장의 경우 스튜디오드래곤은 CJ E&M 채널 기반 안정적인 캡티브마켓의 성장과, 넌캡티브마켓으로의 제작비중 확대를 통해 외형성장을 이룰 것으로 기대한다. CJ E&M은 2018년부터 드라마 편성 수를 주당 2~3개까지 확대할 예정이며(현재 각 채널별 하루 1개), 이에 따라 스튜디오드래곤이 방영할 수 있는 드라마 slot 또한 증가할 것이다. 지상파 방송사는 연간 약 20편의 드라마를 편성하는데, 뉴스, 예능, 드라마 등 각 장르별 일정 편성비율을 유지해야 한다. 하지만 CJ E&M은 이러한 제약이 없어 tvN, OCN 등의 채널을 활용하여 연간 최대 40여편까지 드라마 제작이 가능할 전망이다.

그림 23. 스튜디오드래곤의 해외진출 전략



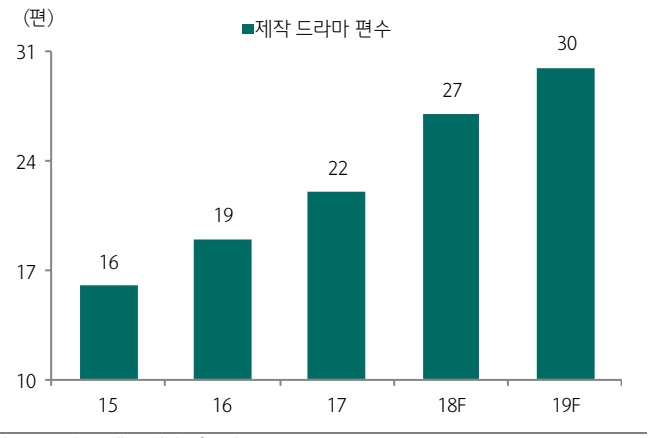
자료: 스튜디오드래곤, 각 사, 하나금융투자

표 10. 스튜디오드래곤 소속 작가 현황

작가명	김은숙	홍자매(홍정은, 홍미란)	박지은
생년	1973년	1974년, 1977년	1976년
데뷔작	'태양의 남쪽(SBS, 2003)'	'쾌걸춘향(KBS2, 2005)'	'내조의 여왕(MBC, 2009)'
최근작	'도깨비(tvN, 2016)'	'맨도롱 또똣(MBC, 2015)'	'푸른바다의 전설(SBS, 2016)'
차기작	미스터 선샤인(tvN, 2018 상반기)'	'화유기(tvN, 2017.12)'	미정
대표작	'파리의 연인(SBS, 2004)' '시크릿 가든(SBS, 2010)' '태양의 후예(KBS2, 2016)'	'환상의 커플(MBC, 2006)' '최고의 사랑(MBC, 2011)' '주군의 태양(SBS, 2013)'	'넝쿨째 굴러온 당신(KBS2, 2012)' '별에서 온 그대(SBS, 2013)' '프로듀사(KBS2, 2015)'
수상내역	백상예술대상 극본상(2005) 대한민국 콘텐츠 시상식 국무총리 표창(2011) 대한민국 대중문화예술상 대통령 표창 KBS 연기대상 작가상(2016) 한국PD대상 작가부문 백상예술대상 대상(2017)	한국 PD대상 작가부문 대중문화예술상 문화체육관광부장관 표창(2012)	MBC 연기대상 작가상(2009) KBS 연기대상 작가상 대한민국 컨텐츠 대상 문화체육관광부장관 표창(2012) 대한민국 대중문화예술상 국무총리 표창(2014)

자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 24. 스튜디오드래곤 연간 드라마 제작편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 11. 채널별 시청률 Top 컨텐츠(1H17 기준)

채널	순위	프로그램명	제작사
KBS	1	월계수 양복점 신사들	팬엔터테인먼트
	2	아버지가 이상해	싸이더스HQ
MBC	1	불어라 미풍아	DK E&M
	2	복면가왕	MBC
SBS	1	낭만닥터 김사부	삼화네트웍스
	2	푸른바다의 전설	**스튜디오드래곤**
tvN	1	도깨비	**스튜디오드래곤**
OCN	1	터널	**스튜디오드래곤**
JTBC	1	대통령 후보 초청 토론회	JTBC

자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

2) 글로벌 OTT 시장 진출 가시화되며 외형성장 전망

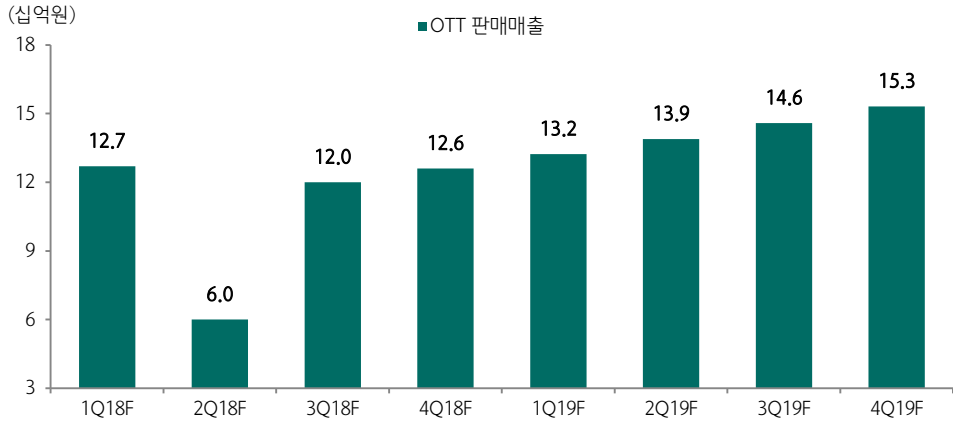
스튜디오드래곤은 넷플릭스에 "비밀의 숲", "아르곤" 등의 컨텐츠 판매를 시작. 2018년 1분기에도 "화유기", "라이브" 등 경쟁력 있는 드라마 컨텐츠 판매를 통해 추가적인 수익확대 모색

스튜디오드래곤은 완성도 높은 컨텐츠를 바탕으로 미국, 일본 등 해외 OTT 시장으로 성공적인 진출이 예상한다. 글로벌 OTT시장의 빠른 성장에 힘입어 사업자들은 컨텐츠에 대한 투자비용을 급격하게 확대하고 있으며, 경쟁이 치열해 짐에 따라서 컨텐츠의 가격도 지속적으로 상승하고 있다. 예를 들어 미국의 넷플릭스(Netflix), 애플(Apple), 아마존 비디오(Amazon Video)과 같은 플랫폼 사업자들은 완성도 높은 드라마 컨텐츠에 대한 투자를 빠르게 확대해 나가고 있으며 디즈니의 폭스인수에 따른 훌루(Hulu)에 대한 지배력확대로 경쟁은 치열해지고 완성도 높은 컨텐츠의 희소성은 더욱 부각될 것이다. 따라서 완성도 높은 컨텐츠를 생산하며 시장의 검증을 받은 CP(Content Provider)들의 추가 매출원으로써 OTT 시장은 매력적인 대안으로 각광받을 전망이다.

스튜디오드래곤은 2017년 하반기부터 넷플릭스에 "비밀의 숲", "아르곤" 등의 컨텐츠 판매를 시작했으며 2018년 1분기에도 "화유기", "라이브" 등 경쟁력 있는 드라마 컨텐츠 판매를 통해 추가적인 수익확대를 노리고 있다. 특히 "화유기"의 경우 90~100억원 내외의 금액으로 판매된 것으로 추정되는 만큼 1분기 실적에 긍정인 기여를 할 전망이다. 또한 하반기 제작, 2019년 방영을 목표로 넷플릭스 오리지널 컨텐츠를 제작논의 중이며, 넷플릭스 외에도 아마존 등과도 컨텐츠 판매(일본)를 시작했고, 워너브러더스, AMC, itv, 유튜브 등과 드라마 공동제작을 협의하고 있어, OTT향 매출은 공격적으로 증가할 전망이다. 오리지널 컨텐츠 제작 및 중국수출 제외한 2018년 OTT 판매매출은 약 433억원으로 추정하고 있으며, 2019년에는 570억원으로 32% 증가할 것으로 추정하고 있으며 넷플릭스 중심의 보수적인 추정인 만큼 향후 실적은 이를 상회할 가능성이 큰 것으로 판단하고 있다.

2018년 433억원 수준 기대, 2019년에는 32% 증가한 570억원을 예상

그림 25. 분기별 OTT판매매출 전망

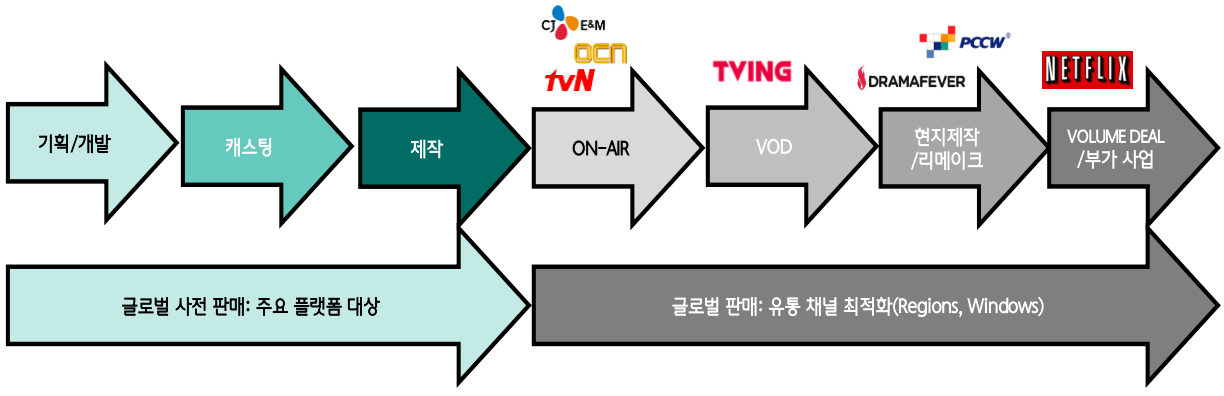


주: 오리지널컨텐츠 제작판매, 중국 OTT 제외
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

최근 남북 화해무드와 더불어 중국과의 관계 회복에 따른 중국향 판매매출도 회복될 것으로 예상

최근 남북 화해무드와 더불어 중국과의 관계 회복에 따른 중국향 판매매출도 회복될 것으로 예상한다. 중국과 관계가 악화되기 전, '태양의 후예(KBS)'는 동시방영 조건으로 중국 동영상 사이트 '아이치이'에 회당 25만달러(한화 총 45억원)에 판매되었다. 중국과의 관계가 점차 정상화됨에 따라 2018년 이병헌 주연 기대작(20부작) '미스터 선샤인' 등의 중국향 판매매출 발생 가능할 것으로 예상한다. 과거 '푸른바다의 전설'이 회당 50만달러의 판가를 제시받았던 전례를 보았을 때, '미스터 선샤인', '알함브라 궁전의 추억' 또한 그 이상의 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대하며 2018년에도 예상보다 빠른 매출가시화가 기대된다. 2018년 중국향 판매매출은 250억원 내외가 될 것으로 예상하며 2019년에는 최소 400억원 이상의 중국향 매출이 발생할 것으로 전망한다.

그림 26. 스튜디오드래곤 컨텐츠 제작 및 판매 단계



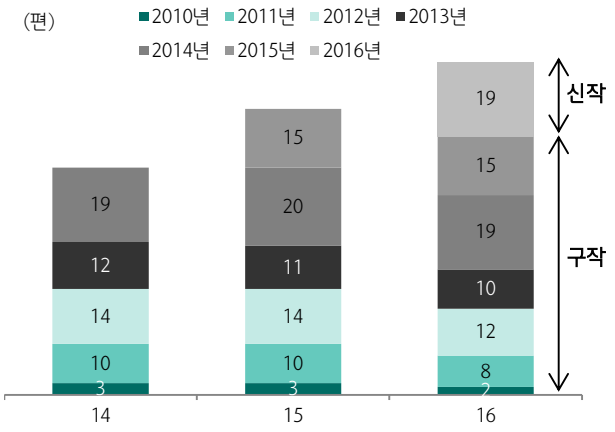
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

3) 누적 IP 지속 축적되며 수익성 가파르게 상승할 것

완성도 높은 컨텐츠 라이브러리는 지속적으로 수익을 재창출하는 자산

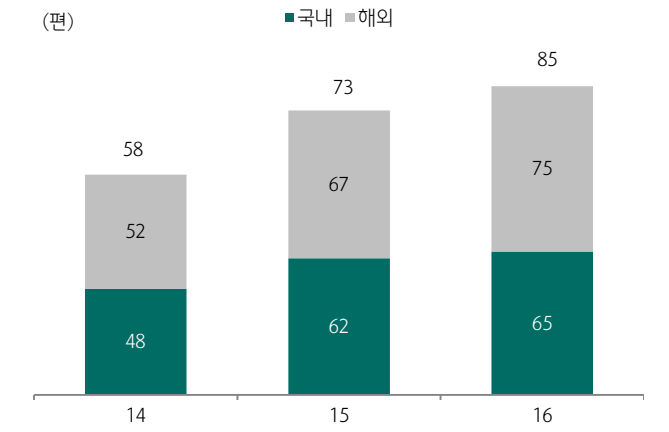
OTT시장의 확대와 더불어 완성도 높은 컨텐츠 라이브러리는 지속적으로 수익을 재창출하며 펀더멘털 개선에 기여하는 핵심 자산이 된다. 신규 컨텐츠는 높은 가격으로 각 OTT에 판매되며, 오래된 컨텐츠도 개별 또는 벌크로 재판매되기 때문이다. 스튜디오드래곤의 제작연도별 드라마 판매 현황을 보면, 2010년에 제작되었던 드라마들도 여전히 판매매출을 발생시키고 있다. 스튜디오드래곤은 현재까지 약 107편 이상의 누적 IP를 보유하고 있으며 이에 대한 100% 판권을 갖고 있어 구작들에 대해 글로벌 판권매출이 발생시 전액 수익인식이 가능하다. 앞서 언급한 바와 같이 구작판매에 대해서는 1.5년간의 무형자산상각 이후 추가적인 비용투입이 없기 때문에 매출 증가에 따른 이익 레버리지효과는 극대화된다. 스튜디오드래곤의 연간 국내 편성 제작편수 및 오리지널컨텐츠 공동제작 등을 감안할 대 2018년 130편을 상회할 전망이고 2020년에는 200편을 넘어설 것으로 예상된다.

그림 27. 스튜디오드래곤 연간 드라마 제작편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 28. 스튜디오드래곤 국내 및 해외 IP 판매 편수 추이



주: 총계는 국내/해외 중복 판매 제외
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 12. 스튜디오드래곤 드라마 2018년 1분기 라인업 현황

NO.	드라마명	채널	방영일자	연출	극본
1	황금빛 내인생	KBS	170902-180218(50부)	김형석	소현경
2	나쁜 녀석들: 악의 도시	OCN	171216-180204(16부)	한동화	한정훈
3	화유기	tvN	171223-180304(20부)	박홍균	홍자매
4	마더	tvN	180124-180305(16부)	김철규	정성경
5	크로스	tvN	180129-180320(16부)	신용휘	최민석
6	작은 신의 아이들	OCN	180224-180415(16부)	강신효	한우리
7	라이브	tvN	180303-180506(16부)	김규태	노희경
8	나의 아저씨	tvN	180321-180510(16부)	김원석	박해영

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

5. 우호적인 시장환경에 실적은 더욱 돋보일 전망

1) 유통채널의 확대에 따른 매출성장 가속화

스튜디오드래곤은 2020년 40편의 드라마를 제작할 수 있을 것으로 예상되며 점유율은 40%에 이를 전망

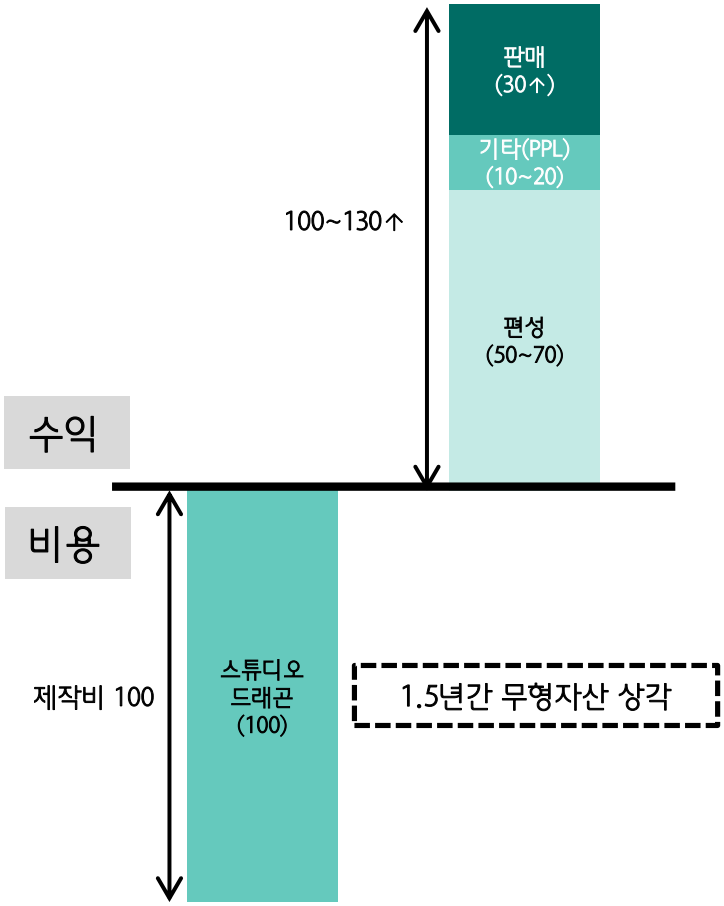
스튜디오드래곤은 연간 30편 이상의 드라마를 제작할 수 있는 Capacity를 보유하고 있다. 총 150명 이상의 핵심 크리에이터들의 역량을 기반으로 매년 제작하는 작품 수를 확대해나가고 있다. 2020년 40편의 드라마를 제작할 수 있을 것으로 예상되며 점유율은 40%에 이를 전망이다.

캡티브마켓(CJ E&M, OCN, tvN)으로 판매되는 작품들은 방영권판매를 통해 드라마 제작비의 약 70% 수준을 보장받는다. 넌캡티브 채널(지상파, 종편 등)향 작품 방영권 매출은 캡티브 채널에 비해 상대적으로 방영권판매 수익성이 낮다. 하지만 넌캡티브향 판매 작품 수가 증가할 수록, 발생 가능한 판매매출 레버리지가 더욱 크기 때문에 넌캡티브향 컨텐츠 확대에는 향후에도 적극적으로 나설 가능성이 크다.

스튜디오드래곤의 드라마 한 작품당 평균 제작비는 약 80~100억원 수준으로 추정된다. 현재 통상적으로 업계 내 드라마 편당 제작비는 4~5억원 수준이며, 스튜디오드래곤의 드라마 한 편은 보통 16~20부작으로 구성된다. 최근 드라마 컨텐츠의 질적 수준과 제작 퀄리티가 점차 상향되어감에 따라 시청자들의 시청 수준, 드라마 완성도에 대한 기대치 또한 가파르게 상승하고 있다. 이에 따라 제작사들은 완성도 높은 드라마 제작을 위해 편당 제작 투입 비용이 점차 증가하는 추세이다.

드라마 제작비의 50~70%는 편성매출(방영권매출)을 통해 충당되고, 10~20%는 협찬매출(기타매출)을 통해 회수된다. 판매매출(해외 수출, VOD 판매, OTT시장으로 라이브러리 판매)은 40% 이상의 마진이 확보 가능하다. 전체적으로 종합해 보았을 때, 드라마 한 작품당 평균적으로 제작원가 대비 100~130%의 매출을 달성하게 되며, 판매매출의 비중이 높아질수록 보다 전사적인 수익성은 점차 상향되는 구조이다. 컨텐츠 판매가 반복될 경우 마진은 더욱 상승한다. 판매매출은 컨텐츠 제작을 위한 추가적인 비용이 투입되지 않는다. 기존 스튜디오드래곤이 보유하고 있는 라이브러리와, 드라마 컨텐츠에 대한 저작권 판매형식의 매출이기 때문에 매우 높은 이익률을 달성할 수 있다. 예를 들어, 2017년에 방영된 '도깨비(tvN)'의 경우, 61%의 매출총이익률을 달성했으며, 해외로 판권 수출이 진행될 경우 이익률 상향 폭은 더욱 커질 것으로 기대한다. 따라서 국내 유통채널 외에도 넷플릭스, 아마존, 유튜브 등 글로벌 OTT로의 판매 및 중국 시장진출 등 판매경로가 다양해 질수록 단위 컨텐츠당 매출은 급격하게 상승할 전망이며, 영업이익률 또한 지속적으로 개선될 전망이다.

그림 29. 스튜디오드래곤 수익 및 비용 인식 구조



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

2) 2018년 매출 47.7%, 영업이익 144.4% 개선될 것

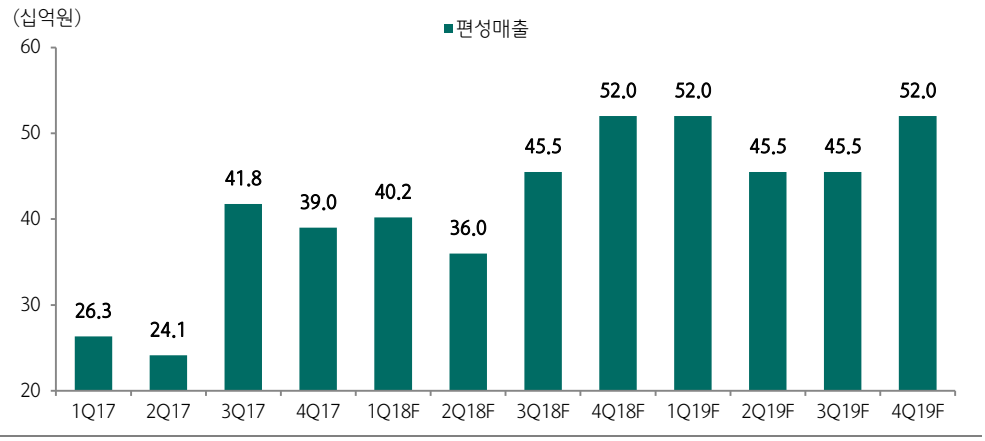
2018년 스튜디오드래곤의 연결 매출은 4,236억원(YoY +47.7%), 영업이익은 807억원(YoY +144.4%)을 기록할 것으로 예상

2018년 스튜디오드래곤의 연결 매출은 4,236억원(YoY +47.7%), 영업이익은 807억원(YoY +144.4%)을 기록할 것으로 예상한다. 2017년 하반기부터 시작된 OTT향 매출이 본격화되고, 드라마 공동제작도 시작될 예정이며 중국시장 진출도 예상보다 빠르게 진행될 것으로 판단하기 때문이다.

2018년 편성작품 수는 약 27개로 25개의 캡티브향 작품들과 2개 내외의 넌캡티브향 작품들이 제작될 전망이다. 작품수로는 2017년 대비 22.7% 증가한 수치이다. 편성매출은 32.4% 증가한 1,737억원을 예상하고 있다. 늘어난 작품수에 컨텐츠의 가격 상승분(9% 내외)을 고려했다. 소위 말하는 텐트폴 작품들이 출시되는 1분기(화유기), 3분기(미스터 선샤인), 4분기(알함브라 궁전의 추억)에는 단가상승으로 인해 상대적으로 두드러진 편성매출을 기록할 것으로 판단된다.

작품수 증가와 단가의 상승으로 2018년 32.4% 증가 예상

그림 30. 분기별 편성매출 현황 및 전망



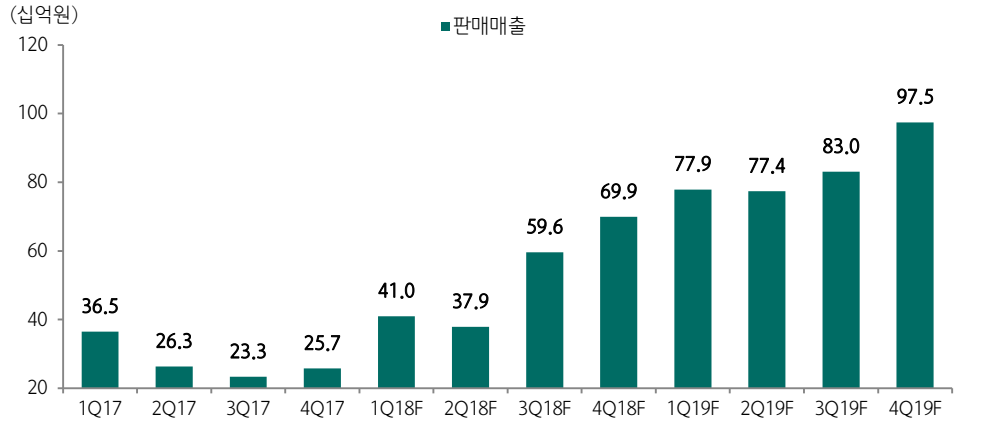
자료 : 스튜디오드래곤, 하나금융투자

단순 OTT 판매매출은 2018년 433억원 2019년 570억원에 달할 것으로 추정되고 오리지널컨텐츠 제작에 따른 매출은 2019년부터 본격화될 것으로 판단

성장의 핵심은 판매매출의 증가이다. 특히 넷플릭스를 포함한 OTT 매출이 2017년 하반기 시작된 이후 2018년 본격적인 성장국면을 맞을 것으로 예상되며, 중국향 OTT 매출도 2018년 하반기 가시적인 성과를 거둘 수 있을 것으로 기대하고 있다. 단순 OTT 판매매출은 2018년 433억원 2019년 570억원에 달할 것으로 추정되고 오리지널컨텐츠 제작에 따른 매출은 2019년부터 본격화될 것으로 판단된다. 중국의 경우 여전히 불확실성은 상존하나 빠르면 2분기부터 컨텐츠 판매매출이 가능할 것으로 예상되며 2018년 250억원, 2019년 400억원의 매출을 예상하고 있다. 일반 VoD 매출 및 OTT매출 등을 포함한 전체 판매매출은 2018년 86.4% 증가한 2,084억원을 기록할 것으로 추정하고 있으며 2019년에는 본격적인 확대국면을 맞아 60% 이상의 성장율을 기록할 전망이다.

그림 31. 분기별 판매매출 현황 및 전망

OTT 매출 2018년 본격화, 이르면 상반기 중 중국매출도 가시화될 수 있을 듯



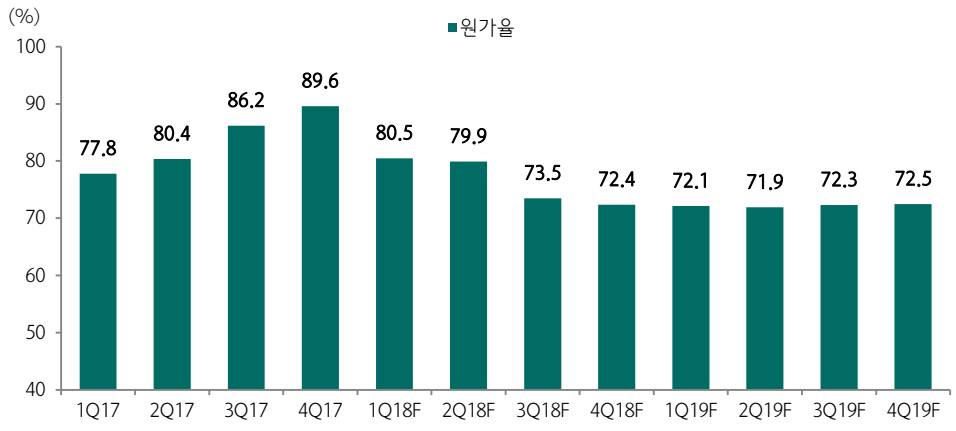
자료 : 스튜디오드래곤, 하나금융투자

방영을 시작한 드라마의 시청률이 높을수록 판매매출은 상승, 원가율 하락으로 이어지며 수익성개선에 기여

통상적으로 방영을 시작한 드라마의 시청률이 높을수록 판매매출은 상승하게 되고 이는 원가율 하락으로 이어지며 수익성개선에 기여하게 된다. 예를 들어 2017년 1분기 '도깨비'가 방영되었을 때 VoD매출 등의 상승으로 판매매출은 365억원을 기록했고 원가율은 78%로 떨어졌다. 유통채널이 다양화 됨에 따라서, 상대적으로 마진이 높은 판매매출의 공격적인 성장에 힘입어 향후 원가율은 지속적으로 개선될 것으로 예상된다. 2017년 87%를 기록했던 매출원가율은 2018년 76%, 2020년에는 69%로 하락할 전망이다.

판매매출의 증가에 따라 원가율은 지속적으로 하락할 전망

그림 32. 분기별 원가율 현황 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, 하나금융투자

3) 1분기 실적은 기고효과에도 비교적 양호할 것

2018년 1분기 매출은 전년동기대비 22.3% 증가한 921억원, 영업이익은 4.1% 감소한 134억원을 기록할 것으로 추정

스튜디오드래곤의 1분기 실적은 전년 동기 '도깨비'의 흥행에 따른 기고효과에도 불구하고 비교적 양호한 수준을 기록할 것으로 판단된다. 매출은 전년동기대비 22.3% 증가한 921억원, 영업이익은 4.1% 감소한 134억원을 기록할 것으로 추정된다. '화유기' 및 '라이브'의 넷플릭스 판매에 힘입어 판매매출이 전분기대비 59.4%, 전년동기대비 12.4% 증가할 것으로 예상된다. '화유기'의 경우 판매단가가 90~100억원 수준으로 온기반영되고 '라이브'는 일부 반영했다. 편성매출도 단가상승 및 작품수 증가에 힘입어 전분기대비 3.1%, 전년동기대비 52.6% 증가할 전망이다.

7. 리스크 요인

1) 드라마 흥행 불확실성

스튜디오드래곤은 최적화된 제작시스템을 도입해 누수되는 비용을 최소화하고 적극적인 작가 및 PD 영입을 통해 흥행확률을 제고 중

투입 제작비 대비 드라마의 흥행 가능성에 대한 예측이 어렵다. 스튜디오드래곤의 드라마 작품당 제작비는 60~100억 내외이며 지속적으로 상승하고 있는 구조이다. 최근에는 드라마 선판매에 따라 수익창출에 대한 불확실성은 상당히 줄어든 상황이긴 하지만 흥행에 성공하는 경우 VoD를 포함한 방영 후 매출에 긍정적인 기여를 한다는 점을 고려할 때 컨텐츠의 흥행의 불확실성은 여전히 스튜디오드래곤의 실적에 부담요인이 될 수 밖에 없다. 여부는 여전히 불확실성에 의존하게 된다. 물론 미디어 산업의 발전과 함께, 완성도 높은 작품들이 연속 흥행에 성공하며 시청자들의 드라마 기대수준이 지속 상향되어가고 있다는 점도 부담스럽다. 이를 회피하기 위해 스튜디오드래곤은 최적화된 제작시스템을 도입해 누수되는 비용을 최소화하고 적극적인 작가 및 PD 영입을 통해 확률을 높여나가고 있다.

2) 저작권 침해 및 중국 수출 불발 가능성

중국과의 관계개선에 따라서 기대감이 높아지고 있고, 이르면 상반기중 실질적인 컨텐츠 유통이 가능할 것으로 예상하고 있으나 여전히 불확실성은 상존

컨텐츠 분야에서의 저작권 침해에 따른 잠재적인 손실가능성은 여전히 상존한다. 불법 스트리밍이 암암리에 성행하고 있다는 점도 문제지만, 포맷만을 차용해 컨텐츠를 만들어 내는 부분도 문제가 되고 있다. 최근 글로벌 저작권에 대한 인식이 개선되며 이러한 상황이 개선되고 있으나, 완전히 없어지지는 않은 만큼 기업의 실적에 부정적인 영향을 줄 가능성이 높다. 중국시장 개방여부는 향후 실적추정에 있어 매우 중요한 부분이나 아직까지는 가시적인 언급은 없는 상황이다. 최근 중국과의 관계개선에 따라서 기대감이 높아지고 있고, 이르면 상반기중 실질적인 컨텐츠 유통이 가능할 것으로 예상하고 있으나 여전히 불확실성은 상존한다.

Analyst 황승택 02-3771-7519

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**154.4**	**286.8**	**423.6**	**571.6**	**734.2**
매출원가	132.8	239.7	321.7	412.8	508.8
매출총이익	21.6	47.1	101.9	158.8	225.4
판관비	5.0	14.2	21.2	28.6	36.7
영업이익	**16.6**	**33.0**	**80.7**	**130.2**	**188.7**
금융손익	(1.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**10.5**	**30.3**	**80.7**	**130.2**	**188.7**
법인세	2.4	3.0	18.6	29.9	45.7
계속사업이익	8.1	13.9	62.2	100.3	143.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.1**	**23.8**	**62.2**	**100.3**	**143.0**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**8.1**	**14.2**	**62.2**	**100.3**	**143.0**
지배주주지분포괄이익	8.3	14.2	62.2	100.3	143.0
NOPAT	12.9	29.7	62.2	100.3	143.0
EBITDA	38.8	62.1	138.5	205.8	264.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	85.8	47.7	34.9	28.4
NOPAT증가율	N/A	130.2	109.4	61.3	42.6
EBITDA증가율	N/A	60.1	123.0	48.6	28.4
영업이익증가율	N/A	98.8	144.5	61.3	44.9
(지배주주)순익증가율	N/A	75.3	338.0	61.3	42.6
EPS증가율	N/A	303.7	(3.5)	61.3	42.6
수익성(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	24.1	27.8	30.7
EBITDA이익률	25.1	21.7	32.7	36.0	36.0
영업이익률	10.8	11.5	19.1	22.8	25.7
계속사업이익률	5.2	4.8	14.7	17.5	19.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	569	2,297	2,217	3,576	5,101
BPS	6,176	5,718	7,935	11,511	16,613
CFPS	2,468	8,648	4,940	7,341	9,426
EBITDAPS	2,713	10,058	4,940	7,341	9,426
SPS	10,795	46,423	15,107	20,388	26,188
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	114.2	39.9	41.4	25.6	18.0
PBR	10.5	16.0	11.6	8.0	5.5
PCFR	26.3	10.6	18.6	12.5	9.7
EV/EBITDA	47.4	41.4	18.4	12.3	8.8
PSR	6.0	2.0	6.1	4.5	3.5
재무비율(%)					
ROE	6.0	9.6	32.5	36.8	36.3
ROA	3.4	5.3	16.5	18.8	20.9
ROIC	8.3	18.3	33.4	41.3	55.3
부채비율	77.8	80.3	109.5	87.0	64.6
순부채비율	12.1	2.4	(11.0)	(13.7)	(50.6)
이자보상배율(배)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**81.4**	**115.0**	**277.7**	**408.8**	**646.2**
금융자산	11.6	32.6	87.9	106.7	258.1
현금성자산	11.5	32.5	87.6	106.4	257.8
매출채권 등	39.4	52.0	134.2	234.7	301.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	30.4	30.4	55.6	67.4	86.7
비유동자산	**160.6**	**174.0**	**188.3**	**194.6**	**120.5**
투자자산	2.3	2.3	4.2	5.1	6.5
금융자산	2.3	2.3	4.2	5.1	6.5
유형자산	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
무형자산	**123.9**	**130.9**	**143.3**	**148.7**	**73.1**
기타비유동자산	**33.2**	**39.7**	**39.7**	**39.7**	**39.8**
자산총계	**242.0**	**289.0**	**466.0**	**603.4**	**766.6**
유동부채	**84.5**	**117.2**	**231.8**	**269.3**	**288.6**
금융부채	8.1	26.5	54.5	54.5	14.5
매입채무 등	20.5	32.0	75.2	92.5	118.8
기타유동부채	55.9	58.7	102.1	122.3	155.3
비유동부채	**21.4**	**11.5**	**11.7**	**11.3**	**12.3**
금융부채	**19.9**	**10.0**	**9.0**	**8.0**	**8.0**
기타비유동부채	1.5	1.5	2.7	3.3	4.3
부채총계	**105.9**	**128.7**	**243.5**	**280.7**	**300.9**
지배주주지분	**136.1**	**160.3**	**222.5**	**322.7**	**465.8**
자본금	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**
자본잉여금	114.7	114.7	114.7	114.7	114.7
자본조정	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.2	94.3	194.6	337.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**136.1**	**160.3**	**222.5**	**322.7**	**465.8**
순금융부채	16.4	3.8	(24.4)	(44.2)	(235.6)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**(12.4)**	**38.0**	**100.3**	**101.7**	**192.8**
당기순이익	8.1	23.8	62.2	100.3	143.0
조정	25.6	13.0	57.7	75.6	75.6
감가상각비	22.2	29.2	57.8	75.6	75.6
외환거래손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(16.2)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	1.2	(19.6)	(74.2)	(25.8)
투자활동 현금흐름	**(69.5)**	**(32.4)**	**(72.2)**	**(81.9)**	**(1.5)**
투자자산감소(증가)	(2.3)	0.0	(1.9)	(0.9)	(1.4)
유형자산감소(증가)	(1.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(66.1)	(32.4)	(70.3)	(81.0)	(0.1)
재무활동 현금흐름	**93.5**	**(0.6)**	**27.0**	**(1.0)**	**(40.0)**
금융부채증가(감소)	28.1	8.4	27.0	(1.0)	(40.0)
자본증가(감소)	125.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.4)	(9.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**11.5**	**32.5**	**55.1**	**18.8**	**151.4**
Unlevered CFO	35.3	53.4	138.5	205.8	264.3
Free Cash Flow	(13.5)	38.0	100.3	101.7	192.8

자료: 하나금융투자

Analyst 황승택 02-3771-7519

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.04.06	BUY	127,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 6일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.