

스튜디오드래곤 (253450)

미디어/엔터



02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	60,000원 (I)
공모가 (11/24)	35,000원
상승여력	71%

공모가 기준 시가총액	9,813억원
총발행주식수	28,037,240주
최대주주	CJ E&M 71.3%

2개의 여의주 (중국+넷플릭스)

투자포인트 (1) : 중국향 판매매출 회복 + α

동사의 중국향 판매매출액은 2016년 5~12월(물적분할 이후) 기준으로 170억원 기록. 당시, 『푸른바다의 전설』과 『도깨비』와 같은 대작드라마들은 중국의 한한령으로 인해 중국시장에 판매되지 못했음. 동사의 1H17 중국향 판매매출액은 6억원으로 급감. 2H17에도 중국향 판매매출액의 절대레벨은 HoH로 크게 변하지 않을 듯

2018년 중국향 판매매출액은 최소 300억원(일반드라마 200억원 + 대작드라마 100억원)으로 증가 예상. 2018년 중국향 일반드라마 판매매출은 한중관계 개선으로 인해 최소 2016년 수준 회복 기대. 이 경우, 일반드라마 판매매출은 최소 200억원 이상 전망. 여기에, 2018년 대작드라마(20부작)인 『미스터 션샤인』의 중국향 판매매출을 최소 100억원으로 추정. 중국의 플랫폼은 과거 『푸른바다의 전설』과 관련해 회당 50만달러의 판가 제시 보도. 『미스터 션샤인』의 중국향 판가를 회당 50만달러로 가정할 경우, 동 드라마의 중국향 판매매출은 1,000만달러(회당 50만달러 x 20회)에 달할 것

투자포인트 (2) : 넷플릭스와의 협력 강화

2018년 넷플릭스와의 협력 강화 예상. 넷플릭스와의 협력은 **1)동사 드라마의 라이선스 유통과 2)넷플릭스 오리지널 드라마의 제작을 통해 진행 전망**

동사의 2017년 신작드라마 『비밀의 숲』은 총액 약 38억원에 넷플릭스로 판매. 동사가 『비밀의 숲』과 동일한 가격조건으로 2018년 신작드라마를 판매한다고 가정시, 5편 판매에 180억원, 10편 판매에 360억원의 매출 기대. 여기에, 넷플릭스 오리지널 드라마(제작마진 15~30%)까지 제작시, 수십억원대의 추가 수익(매출총이익) 창출 가능

미디어 콘텐츠 업계의 최고 블루칩 !

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 6만원으로 커버리지 개시. 목표주가 6만원은 2018E EPS 1,994원에 Target PER 30배를 적용해 산출. 동사는 누적 드라마 IP 95편을 보유한 국내 최대 드라마 제작사. 동사의 드라마 제작편수는 2017년 22편 → 2020년 40편으로 증가 목표. 동 목표치는 Non-captive 채널형 드라마, 디지털 플랫폼형 드라마, 해외 현지 합작드라마 제작 등을 통해 실현될 것으로 예상. **동사에 대해 미디어업종 Top-pick 의견 제시**

	4Q17E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	781	-	-	-	-
영업이익	92	-	-	-	-
세전계속사업이익	105	-	-	-	-
지배순이익	80	-	-	-	-
영업이익률 (%)	11.7	-	-	-	-
지배순이익률 (%)	10.2	-	-	-	-

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액		1,544	2,930	3,795	4,621
영업이익		166	386	652	860
지배순이익		81	301	543	710
PER		-	31.6	17.6	13.4
PBR		-	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA		-	-	-	-
ROE		12.0	11.8	13.4	15.2

주: 동사는 2016년 5월 CJ E&M으로부터의 물적분할을 통해 설립

자료: 유안타증권

Contents

결론 / 3

Valuation / 6

실적 전망 / 7

2018년 투자포인트 (1) : 중국향 판매매출 회복 + α / 10

- 1) 2018년 대작드라마 효과 / 11
- 2) 중국 OTT 시장 성장 → 드라마 평가상승 지속 가능 / 13
- 3) 구작드라마 판매도 있다 / 17

2018년 투자포인트 (2) : 넷플릭스와의 협력 강화 / 18

- 1) 스튜디오드래곤 드라마의 라이선스 유통 / 20
- 2) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 / 21

** 기존의 드라마 사업모델 (방송사 IP 보유) / 22

** 스튜디오드래곤 : 국내 최대 드라마 제작사 (IP 보유) / 23

** CJ E&M 드라마 사업부의 분사 이유 (4가지) / 26

결론 : 중국향 수출재개 + 넷플릭스 협력강화 수혜

투자의견 Buy,
목표주가 6만원으로
커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 6만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 6만원은 2018E EPS 1,994원에 Target PER 30배를 적용해 산출했다. 동사는 2018년 중국향 드라마 수출판매가 재개되고 넷플릭스향 라이선스 유통이 본격적으로 증가하면서 가파른 실적성장세를 실현할 전망이다. 동사는 글로벌 OTT 시장 성장을 기회로 삼아 글로벌 시장을 대상으로 드라마 판매확대를 모색하고 있는 국내 최대 드라마 제작사이다.

2017년 11월의 한중 정상회담은 중국의 한한령 해제를 공식화하는 신호탄으로 받아들여진다. 동사의 1H17 중국향 수출판매 매출액은 한한령 여파로 인해 6억원에 그쳤지만, **2018년 중국향 수출판매 매출액은 최소 300억원 이상을 달성할 것으로 기대된다.** 드라마 제작비는 편성매출과 기타매출을 통해 대부분 충당된다. 중국향 수출판매 매출이 본격적으로 재개되면, 동사의 이익레버리지가 증폭될 수 있는 구조란 점에 주목할 필요가 있다.

2018년부터 넷플릭스와의 협력도 강화될 전망이다. 넷플릭스와의 협력은 동사 드라마의 라이선스 유통과 넷플릭스 오리지널 드라마의 제작을 통해 진행될 것이다. 2018년 넷플릭스향 드라마 유통편수 및 오리지널 드라마 제작편수는 미확정 상태이다. 1)드라마 라이선스 유통의 경우, 동사의 2018년 신작드라마들이 2017년 드라마 『비밀의 숲』과 동일한 판가에 넷플릭스에 판매된다고 가정시, 편당 36억원 수준의 드라마 판매매출이 발생하게 된다. 넷플릭스향 드라마 판매매출은 신작드라마 판매편수에 따라 유의미한 수준으로 증가할 수 있다. 예를 들어, 넷플릭스에 신작드라마 5편만 판매해도, 판매매출은 무려 180억원(편당 36억원 x 5편)에 달하게 되는 것이다. 2)넷플릭스 오리지널 제작드라마의 제작마진은 15~30% 수준으로 추정된다. 넷플릭스 오리지널 드라마의 제작비는 일반적인 한국드라마와 달리 매우 높은 레벨에서 책정될 가능성이 크다. 동사는 넷플릭스 오리지널 드라마 제작시, 제작비 리스크를 회피하면서도 편당 수십억대의 수익을 창출할 수 있다.

2018년 2월 기관 보호예수
해제 전후의 뉴스 플로우는
긍정적일 것으로 판단

동사는 2017년 11월 24일 코스닥 시장에 상장한다. 상장전 발행주식수는 2,204만주였다. 이번 IPO에서는 신주모집만 600만주 진행되며 구주매출은 전혀 없다. 상장후 발행주식수는 2,804만주이며, 유통가능물량은 588만주로 전체 발행주식수의 21%이다. 참고로, 기관 보호예수 물량은 218만주이다. **상장 직후 실제 유통가능물량은 370만주로 전체 발행주식수의 13%이다.** 기관 보호예수 약박기간은 15일, 1개월, 3개월, 6개월에 걸쳐 나뉘어져 있다. 전체 기관배정물량의 25%인 115만주(발행주식수의 4%)는 상장후 3개월 후에 보호예수로부터 해제된다. 즉, **2018년 2월 26일(2월 24일은 토요일입)엔 기관 보호예수물량 출회의 부담이 존재한다.** 하지만, 평창동계올림픽 폐회식이 2018년 2월 25일에 진행될 예정이란 점은 물량출회 부담을 상쇄시킬 수 있는 긍정적 포인트로 볼 수 있다. 2022년 동계올림픽 주최국이 중국인 관계로 평창동계올림픽 폐회식은 중국 정부의 최고위급 인사가 참석할 가능성이 높기 때문이다. 동 시점은 1H18 동사 대작드라마 『미스터 션샤인』의 흥행 및 글로벌 판매 가능성에 대한 기대감이 고조될 수 있는 시기이기도 하다. 대규모 보호예수물량 출회시점 전후의 뉴스 플로우는 상당히 긍정적일 것으로 판단된다.

[표 1] 스튜디오드래곤 상장 이후 주주 구성

		공모후 주식수(주)	공모후 지분율(%)	상장후 매도제한기간	
유통제한물량	CJ E&M	20,000,000	71.3	6개월	
	김선정 (문화창고 대표)	636,360	2.3	6개월	
	윤하림 (화앤담픽처스 대표)	545,450	1.9	6개월	
	장진욱 (KPJ 대표)	30,000	0.1	6개월	
	그외 보호예수대상자	825,430	2.9	6개월	
	6개월 보호예수 물량 소계	22,037,240	78.6	-	
	우리시주조합	120,000	0.4	1년	
전체 보호예수 물량 소계		22,157,240	79.0	-	
유통가능물량	공모주주	기관	4,680,000	16.7	-
		일반	1,200,000	4.3	-
		소계	5,880,000	21.0	-
합계		28,037,240	100.0	-	

자료: 스튜디오드래곤

[표 2] 스튜디오드래곤 신주 배정 내역

모집대상	배정주식수(주)	배정비율	주당 모집가액(원)	모집총액(억원)	비고
우리시주조합	120,000	2%		42	우선배정
일반청약자	1,200,000	20%	35,000	420	-
기관청약자	4,680,000	78%		1,638	고위험고수익투자신탁배정수량 포함
합계	6,000,000	100%		2,100	-

자료: 스튜디오드래곤

[표 3] 기관청약자 의무보유 확약기간별 배정 현황

확약기간	배정주식수(주)	비중
15일	179,340	3.8%
1개월	404,241	8.6%
3개월	1,153,160	24.6%
6개월	437,404	9.3%
미확약	2,505,855	53.5%
합계	4,680,000	100.0%

자료: 스튜디오드래곤

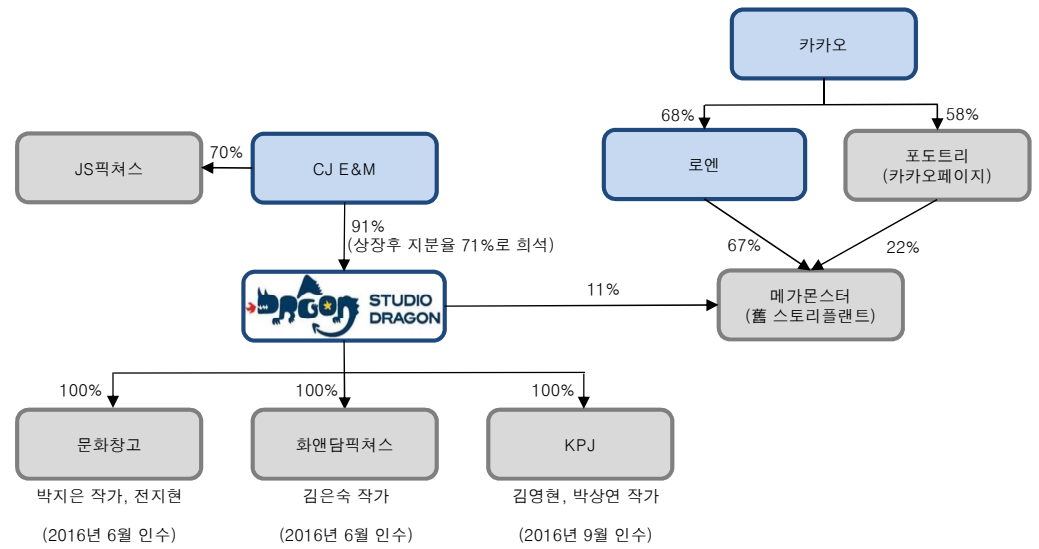
[표 4] 스튜디오드래곤, 공모자금 사용 계획

(단위: 억원)

구분	용도	2018년	2019년	2020년	합계
사업 자금	글로벌로 대작 드라마 제작	220	240	202	662
	핵심 크리에이터 확보 및 국내외 사업기반 강화	150	650	200	1,000
	합계	370	890	402	1,662

자료: 스튜디오드래곤

[그림 1] 스튜디오드래곤 지분구조



자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 스튜디오드래곤의 경영진

성명	성별	생년월일	직위	담당업무	주요경력	재직기간	임기만료일
최진희	여	1962.1.8	대표이사	경영총괄	- 스튜디오드래곤 대표이사(2016~현재) - CJ E&M 드라마사업본부(2013~16) - CJ E&M 드라마사업담당(2011~13)	1년 4개월	2019.5.3
박지영	여	1969.11.14	사내이사	제작총괄	- 스튜디오드래곤 더유니콘팀장(2016~현재) - CJ E&M 드라마제작국장(2012~16)	1년 4개월	2020.3.31
장세정	여	1979.1.18	사내이사	경영기획	- 스튜디오드래곤 경영기획실장(2017~현재) - 스튜디오드래곤 전략기획팀장(2016~17) - CJ E&M 드라마사업본부(2015~16) - CJ E&M 사업관리팀(2012~15)	1년 4개월	2020.3.31

자료: 스튜디오드래곤

Valuation

2018년 Target PER 30배

동사에 대한 목표주가 6만원은 2018E EPS 1,994원에 **Target PER 30배**를 적용해 산출했다. Target PER 30배는 중국 선전증시에 상장되어 있는 중국 드라마 제작사 Peer 5개사(화처미디어, 하이브라더스, 화록백납, 탕더잉스, 신문화)의 2016~17년 12MF PER 평균인 32.5배를 참조해 설정한 것이다.

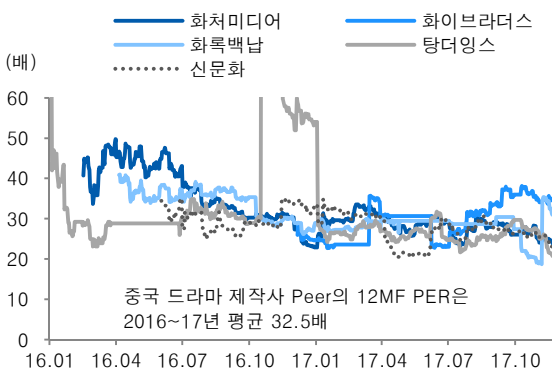
동사의 순이익은 2018년(e) 543억원 → 2020년(e) 973억원으로 증가해 CAGR 34%의 성장률을 시현할 것으로 기대된다. Target PER 30배의 부여가 가능하다고 보는 이유이다.

[표 6] 스튜디오드래곤, Peer 실적 및 Valuation 비교

	종목코드	단위	시총	2017E			2018E			2019E		
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
스튜디오드래곤	253450 KS	(억원)	9,813	2,930	386	301	3,795	652	543	4,621	860	710
CJ E&M	130960 KS	(억원)	35,827	17,984	900	4,817	20,529	1,249	1,962	22,294	1,602	2,411
화처미디어	300133 CH	(백만달러)	2,646	807	106	93	970	134	113	1,146	165	139
하이브라더스	300027 CH	(백만달러)	3,439	584	147	132	717	192	153	856	227	173
화록백납	300291 CH	(백만달러)	1,481	333	-	43	385	-	54	430	-	62
탕더잉스	300426 CH	(백만달러)	1,230	243	72	57	301	109	80	418	146	114
신문화	300336 CH	(백만달러)	1,019	223	57	47	292	77	63	354	93	70
				2017E			2018E			2019E		
				PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE
스튜디오드래곤		(배, %)		31.6	2.5	11.8	17.6	2.2	13.4	13.4	1.9	15.2
CJ E&M		(배, %)		6.6	1.5	26.8	16.2	1.4	9.1	13.2	1.3	10.2
화처미디어		(배, %)		27.4	2.5	9.0	21.7	2.3	9.9	18.6	2.0	10.6
하이브라더스		(배, %)		26.8	2.3	8.4	22.0	2.1	9.5	20.2	2.0	9.4
화록백납		(배, %)		26.2	1.5	4.4	21.1	1.4	5.3	17.6	1.4	5.9
탕더잉스		(배, %)		21.6	5.9	27.5	16.6	4.2	29.8	11.7	3.1	28.9
신문화		(배, %)		20.7	2.0	9.7	16.3	1.8	11.3	14.3	1.6	11.3
중국 드라마 Peer 평균		(배, %)		24.5	2.8	11.8	19.5	2.4	13.2	16.5	2.0	13.2

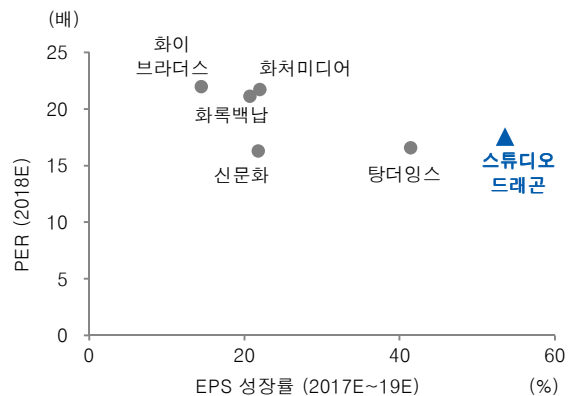
주: 스튜디오드래곤, CJ E&M은 당사 추정치 기준. 중국 드라마 제작사 Peer는 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 중국 드라마 제작사 Peer의 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 드라마 제작사 Peer, PER-EPS 성장률 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실적 전망 : 2018E 영업이익 652억원(+69% YoY)

2017E 매출액 2,930억원(+50% YoY),
영업이익 386억원(+82% YoY),
순이익 301억원

2017년 연결실적은 매출액 2,930억원(+50% YoY), 영업이익 386억원(+82% YoY), 당기순이익 301억원으로 전망된다. 부문별 매출액 예상치는 편성 1,017억원(+16% YoY), 판매 1,343억원(+78% YoY), 기타 571억원(+77% YoY)이다. 1)편성매출액은 제작편수 증가에 비례해 증가하는 것으로 가정했다. 동사의 제작편수는 2016년 19편 → 2017년 22편(+16% YoY)으로 증가할 것으로 예상된다. 2)판매매출액은 1H17 매출액 630억원을 기준으로 2H17 매출액을 추정해 합산했다. 동사 드라마 방영 에피소드는 1H17 140회 → 2H17 250회(+79% HoH)로 증가할 것으로 전망된다. 에피소드 증가는 tvN 수목드라마 블록 신설, 종편 및 지상파향 드라마 방영 효과에 기인한 것이다. 2H17 판매매출액은 713억원으로 추정했다. 이는 2H17 드라마 방영 에피소드가 HoH로 증가한 효과와 1H17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』의 일본 및 동남아시아 시장 판매 효과(기고효과)를 모두 고려한 수치이다. 2017년 연간 판매매출액 중에서, **국내 판매매출액은 518억원(+66% YoY), 해외 판매매출액은 825억원(+87% YoY)으로 각각 추정했다.** 3)기타매출액은 드라마 관련 PPL, DVD, OST, MD상품 매출과 연결자회사 매니지먼트 매출(문화창고)을 합산한 계정이다. 1H17 기타매출액은 273억원(드라마 관련 매출 130억원, 매니지먼트 매출 143억원)을 기록했다. 2H17 기타매출액은 298억원으로 추정(드라마 관련 매출 155억원, 매니지먼트 매출 143억원)했다. 2H17 기타매출액의 드라마 관련 매출은 드라마 방영 에피소드 증가효과(HoH)와 1H17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』의 해외판매 효과(기고효과)를 모두 고려해 추정했다. 2H17 기타매출액의 매니지먼트 매출은 HoH로 변화가 없다고 가정했다.

2018E 매출액 3,795억원(+30% YoY),
영업이익 652억원(+69% YoY),
순이익 543억원(+80% YoY)

2018년 연결실적은 매출액 3,795억원(+30% YoY), 영업이익 652억원(+69% YoY), 당기순이익 543억원(+80% YoY)으로 전망된다. 부문별 매출액 예상치는 편성 1,201억원(+18% YoY), 판매 1,893억원(+41% YoY), 기타 700억원(+23% YoY)이다. 먼저, 편성과 기타 매출은 동사의 드라마 제작편수 증가와 연동되어 증가한다고 가정했다. 회사 가이던스에 의하면, 동사의 2018년 제작편수는 25~28편으로 증가할 예정이다. 당사는 동사의 2018년 제작편수를 26편(+18% YoY)으로 가정했다. 판매매출은 국내 판매매출액과 해외 판매매출액을 나눠서 추정했다. 국내 판매매출액은 2017년(e) 518억원 → 2018년(e) 622억원(+20% YoY), **해외 판매매출액은 2017년(e) 825억원 → 2018년(e) 1,273억원(+54% YoY)으로 증가한다고 추정했다.** 국내 판매매출액은 제작편수 증가효과를 고려해 추정했다. 해외 판매매출액은 중국향 판매매출액이 전년 대비 최소 300억원 이상 증가하고 넷플릭스향 매출도 전년 대비 유의미하게 증가한다는 가정을 감안해 추정했다.

2018년 드라마 제작비는 2,002억원으로 가정했다. 드라마 편성매출과 드라마 기타매출로 전체 제작비의 80%를 커버한다고 가정했다. 드라마 판매매출은 잔여 제작비 20%를 커버한다고 가정했다. 드라마 판매매출 중에서 잔여 제작비 20%를 제외한 나머지 금액은 CJ E&M 본사향 유통 수수료 15%를 차감한 대부분을 매출총이익으로 떨어뜨린다고 가정했다. 기타비용은 기타매출액과 동일하다고 가정했다. 드라마 기타매출은 드라마 제작비의 일부와 매칭되고, 매니지먼트 매출은 이익을 발생시키지 못한다고 가정했다.

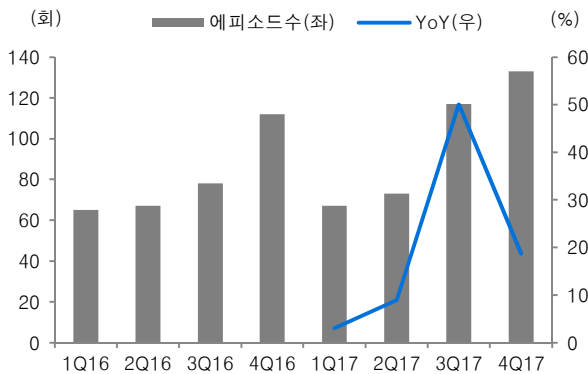
[표 7] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	분기 실적				반기 실적				연간 실적						
	1Q17	2Q17	3Q17(e)	4Q17(e)	1H16	2H16	1H17	2H17(e)	2014	2015	2016	2017(e)	2018(e)	2019(e)	2020(e)
총제작편수(편)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16	19	22	26	33	40
매출액	753	621	775	781	661	1,294	1,374	1,556	1,031	974	1,955	2,930	3,795	4,621	5,551
- 편성	-	-	-	-	-	-	471	546	581	548	878	1,017	1,201	1,525	1,848
- 판매	-	-	-	-	-	-	630	713	402	390	754	1,343	1,893	2,308	2,834
- 기타	-	-	-	-	-	-	273	298	48	36	323	571	700	788	869
매출액(YoY)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6%	101%	50%	30%	22%	20%
- 편성	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6%	60%	16%	18%	27%	21%
- 판매	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3%	93%	78%	41%	22%	23%
- 기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-25%	797%	77%	23%	13%	10%
국내 판매매출	-	-	-	-	-	-	243	275	155	151	312	518	622	715	822
해외 판매매출	-	-	-	-	-	-	387	438	247	239	442	825	1,273	1,594	2,013
국내 판매매출(YoY)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3%	107%	66%	20%	15%	15%
해외 판매매출(YoY)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3%	85%	87%	54%	25%	26%
매출원가	586	499	676	653	563	1,120	1,085	1,329	947	911	1,683	2,414	2,987	3,574	4,138
COGS Ratio	78%	80%	87%	84%	85%	87%	79%	85%	92%	94%	86%	82%	79%	77%	75%
- 제작비	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,002	2,440	2,844
- 유통수수료(CJ 항)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	284	346	425
- 기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	700	788	869
매출총이익	168	122	99	128	98	174	289	227	84	63	272	517	808	1,047	1,413
GPM	22%	20%	13%	16%	15%	13%	21%	15%	8%	6%	14%	18%	21%	23%	25%
판매비	28	33	33	36	13	47	61	69	42	37	60	130	156	187	225
SG&A Ratio	4%	5%	4%	5%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
영업이익	140	89	66	92	85	127	229	158	42	26	212	386	652	860	1,189
OPM	19%	14%	9%	12%	13%	10%	17%	10%	4%	3%	11%	13%	17%	19%	21%
세전이익	132	90	79	105	-	-	222	185	-	-	-	406	716	936	1,283
RPM	18%	14%	10%	13%	-	-	16%	12%	-	-	-	14%	19%	20%	23%
순이익	96	65	60	80	-	-	162	140	-	-	-	301	543	710	973
NIM	13%	11%	8%	10%	-	-	12%	9%	-	-	-	10%	14%	15%	18%
[성장률: YoY]	-	-	-	-	-	-	108%	19%	-	-6%	101%	50%	30%	22%	20%
매출액	-	-	-	-	-	-	108%	19%	-	-6%	101%	50%	30%	22%	20%
영업이익	-	-	-	-	-	-	169%	24%	-	-38%	715%	82%	69%	32%	38%
순이익	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	80%	31%	37%

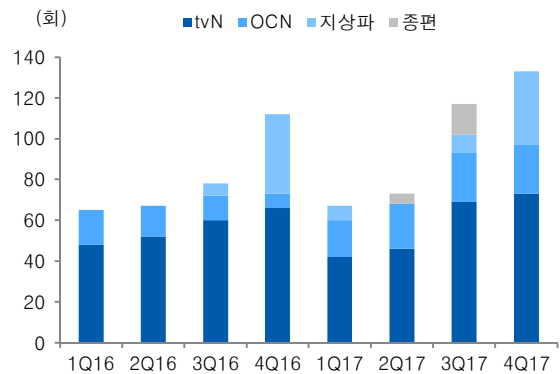
주: 2016년 5월 CJ E&M으로부터 분사(물적분할 설립). 2016년 실적은 분사 이전인 1~4월 실적 합산. 분사 이전의 실적은 삼정회계법인으로부터 검토받은 수치
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 스튜디오드래곤, 방영드라마 분기 에피소드수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 스튜디오드래곤, 채널별 방영드라마 분기 에피소드수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 스튜디오드래곤 지역별 매출액 추이

(단위: 억원)

	1H16	2H16	1H17	비고
매출액	661	1,294	1,374	-
- 한국	-	1,020	1,074	-
- 중국	-	153	6	2017년 한한령에 따른 중국향 수출절벽 현상
- 일본	-	48	121	1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매
- 미국	-	9	23	-
- 기타	-	65	149	1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매, 2Q17 넷플릭스항 『비밀의 숲』 매출 일부 인식

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 스튜디오드래곤 해외 매출액 추이

(단위: 억원)

	1H17	2H17(e)	2014	2015	2016	2017(e)
드라마 판매매출	630	713	402	390	754	1,343
1) 국내매출	243	275	155	151	312	518
2) 해외매출	387	438	247	239	442	825
- 일본	120	-	55	89	91	-
- 아시아	212	-	156	110	323	-
- 미주	53	-	32	36	26	-
- 기타	2	-	4	4	2	-

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 스튜디오드래곤의 연결자회사 실적 추이

(단위: 억원)

		2014	2015	2016	1H17
화앤담픽처스	매출액	131	73	104	136
	순이익	17	-25	-15	52
	NIM	13%	-34%	-14%	38%
문화창고	매출액	342	349	427	278
	순이익	24	15	21	34
	NIM	7%	4%	5%	12%
케이피제이	매출액	-	3	-	44
	순이익	-	1	-2	-1
	NIM	-	35%	-	-3%

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 11] CJ E&M 연결대상 종속기업 손익계산서

(단위: 억원)

	스튜디오드래곤		화앤담픽처스		문화창고		케이피제이	
	매출액	순이익	매출액	순이익	매출액	순이익	매출액	순이익
2Q16	250	45	-	-	-	-	-	-
3Q16	379	54	6	-5	96	6	-	-
4Q16	740	-5	99	-6	84	7	-	-1
1Q17	674	80	126	67	201	29	-	-2
2Q17	548	44	10	0	76	-	44	-2
3Q17	700	47	24	-10	62	-1	-	-1
2016	1,369	94	105	-10	180	13	-	-1

자료: CJ E&M, 유안타증권 리서치센터

2018년 투자포인트 (1) : 중국향 판매매출 회복 + α

2016년 5~12월
중국향 판매매출액
170억원

동사의 중국향 판매매출액은 2016년 5~12월(물적분할 이후) 기준으로 170억원을 기록한 바 있다. 2016년 하반기부터 중국향 판매가 위축됐다는 점을 감안하면, 상당한 수준의 매출액이다. 당시, 『푸른바다의 전설』과 『도깨비』와 같은 대작드라마들은 중국의 한한령으로 인해 중국시장에 판매되지 못했다. 2016년 중국에 판매된 드라마들 중에서 의미가 있는 드라마는 『안투라지』 정도에 불과한 것으로 추정된다. 동사의 2016년 중국향 판매매출액은 동사가 중국에서 일반드라마만으로 발생시킬 수 있는 최소 매출액 추정의 기준점이 될 수 있다고 본다.

동사의 중국향 판매매출액은 1H17 6억원으로 급감했다. 중국의 한한령 본격화에 따른 수출절벽 현상으로 해석된다. 동 매출액의 절대레벨은 2H17에도 크게 변화하지 않을 것으로 판단된다.

[표 12] 스튜디오드래곤 지역별 매출액 추이

(단위: 억원)

	2016년 5~12월	1H17	비고
매출액	1,544	1,374	-
- 한국	1,211	1,074	-
- 중국	170	6	2017년 한한령에 따른 중국향 수출절벽 현상 1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매
- 일본	64	121	-
- 미국	23	23	-
- 기타	76	149	1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매, 2Q17 넷플릭스형 『비밀의 숲』 매출 일부 인식

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

2018년 중국향 판매매출액
최소 300억원 기대

2018년 중국향 판매매출액은 최소 300억원(일반드라마 200억원 + 대작드라마 100억원)을 기대한다. 중국의 한한령은 2017년 11월의 한중 정상회담을 계기로 사실상 해제된 것으로 판단된다. 이 경우, 동사의 2018년 중국향 일반드라마 판매매출액은 최소 2016년 수준으로 회복될 수 있다고 본다. 동사의 2016년 월평균 중국향 판매매출액은 21억원이었다. 이를 연율화하면, 255억원이다. 즉, 동사는 2018년 중국에서 일반드라마 판매만으로도 최소 200억원 이상의 매출달성이 가능할 것으로 추정된다. 여기에, 대작드라마 1편당 100억원 수준의 추가 판매매출이 발생할 것으로 기대된다. 2018년 대작드라마로는 김은숙 작가의 『미스터 션샤인』이 tvN 편성을 확정된 상태이다. 일반드라마 매출회복 효과에 대작드라마 1편의 효과가 있기에 2018년 중국향 판매매출액을 최소 300억원으로 보는 것이다.

1) 2018년 대작드라마 『미스터 션샤인』 효과

『미스터 션샤인』 편성시점, 2018년 4월 또는 6월 예상

2018년 스튜디오드래곤의 글로벌향 대작드라마로는 『미스터 션샤인』이 있다. 『태양의 후예』에서 호흡을 맞춘 김은숙 작가와 이응복 PD가 동 드라마의 극본과 연출을 담당한다. 2018년 상반기 tvN 방영 예정이다. tvN의 토일드라마는 2017년 12월 『화유기』 → 2018년 2월 『라이브』까지 편성이 확정되어 있다. 이를 감안하면, 『미스터 션샤인』의 편성시점은 **2018년 4월 또는 6월이 될 것으로 예상된다.**

[그림 6] 2018년 스튜디오드래곤의 글로벌향 대작드라마 『미스터 션샤인』

미스터 션샤인 (2018; tvN 20부작)

제작사 화앤담픽쳐스
극본 김은숙, 연출 이응복

신미양요(1871년) 때 군함에 승선해 미국에 떨어진 한 소년이 미국 군인 신분으로 자신을 버린 조국인 조선으로 돌아와 주둔하며 벌어지는 일을 그린 드라마



김은숙 작가

이응복 PD

[출연진]



이병헌



김태리



유연석



변요한



조우진

자료: 유안타증권 리서치센터

『푸른바다의 전설』과 『도깨비』의 매출액은 각각 293억원, 258억원으로 추정된다. 이들 드라마는 중국향 판매매출 없이도 각각 수익률 33%와 61%를 달성했다. 중국향 판매매출이 더해졌다면 보다 큰 수익창출이 가능했을 것이다. 2018년 대작드라마 『미스터 션샤인』을 기대하는 이유이다.

[표 13] 스튜디오드래곤 과거 대작드라마의 수익금 추정

(단위: 억원)

드라마명	방영기간	제작비(A) (언론추정)	수익률(B) (회사 공개 수치)	프로젝트 매출액 [C=A×(1+B)]	프로젝트 수익 (C-A)
푸른 바다의 전설	SBS 20 부작 2016.11.16~2017.01.25	220	33%	293	73
도깨비	tvN 16 부작 2016.12.02~2017.01.21	160	61%	258	98

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

2013년 이후,
한국 드라마들의 중국향 판가
지속 상승

참고로, 한국 드라마의 중국향 판가는 2013년 이후, 가파른 상승세를 보였다. 이는 중국 OTT 아이치이가 『별에서 온 그대』의 스트리밍을 통해 대규모 광고수익(AVOD)을 창출하면서 한국 드라마의 콘텐츠 가치가 재조명된 점에 기인한다.

구체적으로, 한국 드라마의 중국향 판가는 『별에서 온 그대』 회당 3.5만달러 → 『태양의 후예』 회당 25만달러(MG) + RS → 『보보경심 려』 회당 40만달러로 상승했다. 언론 보도에 의하면, 『푸른바다의 전설』은 2016년 중국으로부터 회당 50만달러의 판가를 제시받은 것으로 알려졌다.

[표 14] 2014~16년 한국 주요 드라마의 중국향 판매가격

프로그램	방송사	편성기간	제작사	회당 판매가격(만달러)	중국 구매자
별에서 온 그대	SBS	2013.12~2014.2	HB 엔터테인먼트	3.5	아이치이
쓰리데이즈	SBS	2014.3~2014.5	골드شم픽처스	5	유쿠투도우
닥터 이방인	SBS	2014.5~2014.7	아우라미디어	8	유쿠투도우
괜찮아 사랑이야	SBS	2014.7~2014.9	GT 엔터테인먼트, CJ E&M	12	유쿠투도우
내겐 너무 사랑스러운 그녀	SBS	2014.9~2014.11	에이스토리	20	유쿠투도우
나쁜 녀석들	OCN	2014.10~2014.12	얼반웍스미디어	10	유쿠투도우
피노키오	SBS	2014.11~2015.1	IHQ	28	유쿠투도우
프로듀사	KBS2	2015.5~2015.6	초록됀미디어	20	소후
태양의후예	KBS2	2016.2~2016.4	NEW	25 + RS	아이치이
함부로 애틀하게	KBS2	2016.7~2016.9	삼화네트웍스, IHQ	25	유쿠투도우
보보경심 려	SBS	2016.8~2016.11	바람이분다	40	유쿠투도우

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

2018년 『미스터 션샤인』의 tvN 방영시점은 『푸른바다의 전설』 방영시점으로부터 약 1년반의 시간이 지난 시점이다. 최근 중국 OTT들의 성장세를 감안하면, 『미스터 션샤인』의 중국향 판가는 『푸른바다의 전설』이 제시받은 것으로 알려진 회당 50만달러를 뛰어넘을 수 있다고 본다.

『미스터 션샤인』의
중국 매출액 최소 100억원
기대

보수적 관점에서, 『미스터 션샤인』의 중국향 판가를 회당 50만달러로 가정할 경우, 동 드라마의 중국향 판매매출은 1,000만달러(회당 50만달러 x 20회)에 달하게 된다. 즉, 동 드라마의 중국향 판매매출은 최소 100억원 수준을 기대할 수 있다.

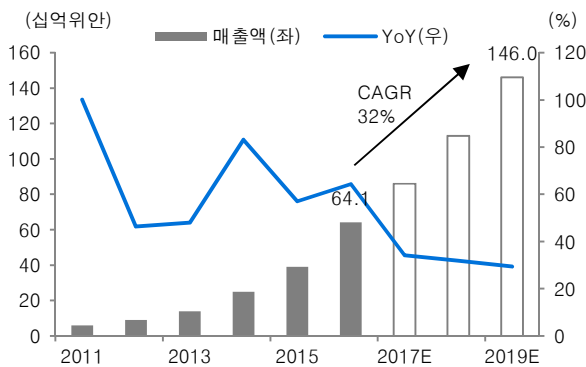
2) 중국 OTT 시장 성장 → 중국향 드라마 판가상승 지속 가능

2016~19E 중국 온라인 동영상 시장성장률 CAGR 32%

iResearch에 의하면, 중국의 온라인 동영상 시장은 2016년 641억위안 → 2019년(e) 1,460억 위안으로 CAGR 32%의 고속성장을 달성할 것으로 예상된다. 이 중에서, **광고 기반의 AVOD 매출액은 2016년 352억위안 → 2019년(e) 658억위안으로 CAGR 23%의 성장을 달성**하고, **유료 가입자 기반의 SVOD 매출액은 2016년 124억위안 → 2019년(e) 561억위안으로 CAGR 65%의 초고속성장을 누릴 것**으로 기대된다.

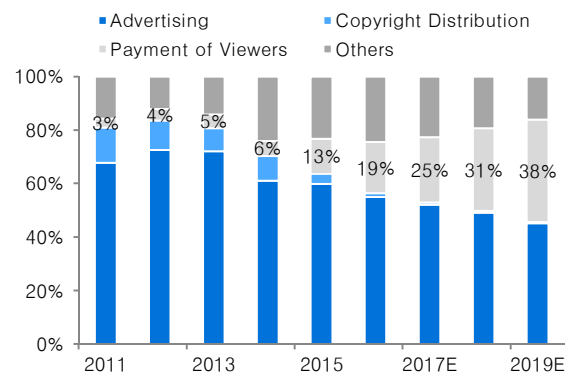
중국 OTT들의 유료서비스 가입자수는 2015년부터 폭발적인 증가세를 보이기 시작했다. 이는 아이치이를 비롯한 주요 OTT들이 월간 15위안 수준의 구독료로 무제한 유료 스트리밍 서비스를 제공하고 있기 때문이다. SVOD 서비스는 기존의 주력서비스인 AVOD 서비스의 성장둔화에도 불구하고 중국 OTT 시장이 고속성장세를 지속할 수 있는 원동력으로 부각되고 있다.

[그림 7] 중국 온라인 동영상 시장 매출액 추이 및 전망



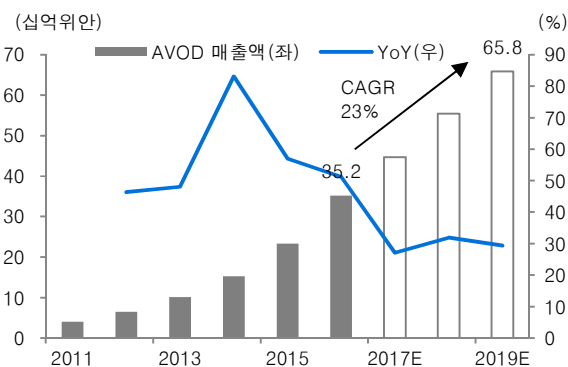
자료: iResearch

[그림 8] 중국 온라인 동영상 시장 매출액 Breakdown



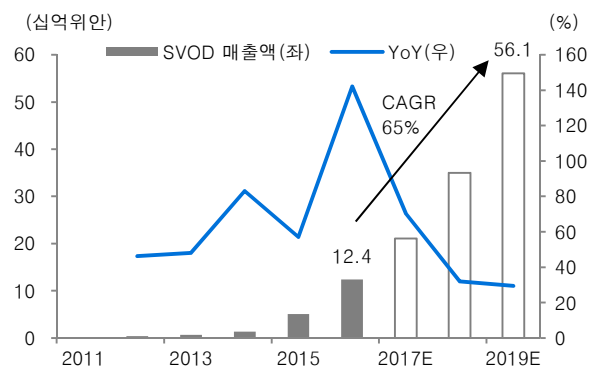
자료: iResearch

[그림 9] 중국 온라인 동영상 시장의 AVOD 매출액 추이 및 전망



자료: iResearch

[그림 10] 중국 온라인 동영상 시장의 SVOD 매출액 추이 및 전망



자료: iResearch

[그림 11] 중국 아이치이의 월정액 요금제 (SVOD) - **자동이체시 1 달에 15위안**



자료: 아이치이, 유안타증권 리서치센터

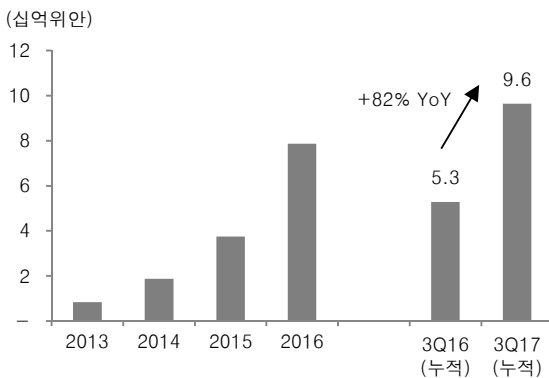
중국 OTT,
콘텐츠 투자확대 지속

→ 한국 드라마 평가
상승 지속 가능

AVOD 시장과 마찬가지로, **독점 콘텐츠의 확보는 SVOD 시장에서의 핵심 경쟁력**으로 작용한다. 글로벌 SVOD 시장의 대표기업인 넷플릭스는 『하우스 오브 카드』를 비롯한 자체제작 콘텐츠를 들 앞세워 글로벌 유료가입자수를 1억명 이상으로 확대했다. **중국 OTT들도 자체 콘텐츠 제작과 외산콘텐츠의 독점판권 확보를 병행해 유료가입자수 확대를 모색**하고 있다.

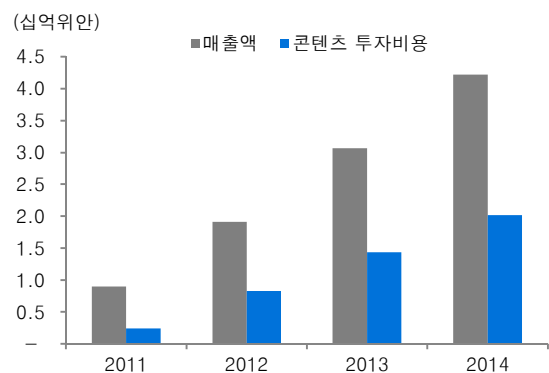
중국의 대표적인 OTT인 아이치이와 동영상 어플 PPS를 보유하고 있는 바이두의 콘텐츠 투자비용을 보면, 최근 중국 OTT들의 콘텐츠 투자경쟁 강도를 짐작할 수 있다. **바이두의 콘텐츠 투자비용은 2014년 19억위안 → 2015년 37억위안 → 2016년 79억위안으로 급증**했다. **3Q17 누적 콘텐츠 투자비용도 96억위안(+82% YoY)**에 달하고 있다. 유쿠투도우의 콘텐츠 투자비용도 2011~14년 매년 상승세를 보였다. 동사는 2016년 4월 알리바바에 인수되어 상장폐지된 관계로 2015~17년 콘텐츠 투자비용이 더 이상 공개되고 있지 않지만, 콘텐츠 투자비용 상승세의 방향성은 유지되고 있을 가능성이 높다. 즉, **중국 OTT들의 콘텐츠 투자확대 경쟁으로 인해 한국 드라마의 평가가 추가적으로 상승할 여지는 충분히 있다고 판단**된다. 한국 드라마는 낮은 가격에 중국 OTT들의 Traffic 을 늘려줄 수 있는 가성비 높은 콘텐츠이기 때문이다.

[그림 12] 바이두의 콘텐츠 투자비용 추이 (아이치이+PPS)



자료: 바이두

[그림 13] 유쿠투도우의 콘텐츠 투자비용 추이



주: 알리바바는 4Q15 Youku Tudou 인수
자료: 유쿠투도우

참고로, 중국의 4대 OTT 플랫폼들은 모두 한국 드라마 전용관을 보유하고 있다. 이들 드라마관에 업로드된 한국드라마는 유료가입자 전용콘텐츠(SVOD)와 광고기반의 일반 콘텐츠(AVOD)로 구분된다. SVOD와 AVOD 콘텐츠 가운데 일부는 해당 플랫폼만의 독점콘텐츠로 서비스된다. 『태양의 후예』의 경우, 아이치이에서만 전송이 가능한 독점 콘텐츠이다.

[그림 14] 중국 OTT 들은 한국 드라마 전용관을 운영하고 있음



자료: 아이치이, 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤의 일부 작품들도 중국 주요 OTT들에서 독점적으로 서비스되고 있다. 2015년 이후의 방영작품들을 기준으로 보면, 동사는 유쿠에 5편(『슈퍼대디 열』, 『구여친클럽』, 『신분을 숨겨라』, 『두번째 스무살』, 『풍선껌』), 아이치이에 1편(『오 나의 귀신님』), 텐센트 비디오에 1편(『안투라지』)의 독점 콘텐츠를 판매했다. 이 중에서, 『안투라지』는 tvN과 텐센트비디오에서 동시방송된 사전제작 드라마이다. 『안투라지』는 스튜디오드래곤의 2016년 5~12월 중국향 판매매출 170억원 중에서 가장 매출 기여도가 높았을 작품으로 추정된다. 『미스터 션샤인』도 한중 동시방영이 가능해진다면, 2018년 중국향 판매매출을 비약적으로 키울 수 있을 것으로 기대된다.

[표 15] 중국 OTT 플랫폼의 스튜디오드래곤 드라마 업로드 현황 (2015년 이후 방영작 기준)

중국 OTT 플랫폼	드라마 제목	한국 방영연도	한국 방영 플랫폼	한국 방영기간	비고
유쿠	슈퍼대디 열	2015	tN	2015.03.13 - 2015.05.02	독점
	구여친클럽		tN	2015.05.08 - 2015.06.13	독점
	신분을 숨겨라		tN	2015.06.16 - 2015.08.04	독점
	오 나의 귀신님		tN	2015.07.03 - 2015.08.22	-
	두번째 스무살		tN	2015.08.28 - 2015.10.17	독점
	풍선껌		tN	2015.10.26 - 2015.12.15	독점
	하트 투 하트		tN	2015.01.09 - 2015.03.07	예고
	처용 2	OCN	2015.08.23 - 2015.10.18	예고	
	치즈인더트랩	2016	tN	2016.01.04 - 2016.03.01	독점
	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	2017	tN	2017.03.20 - 2017.05.09	예고
아이치이	미생물	2015	tN	2015.01.02 - 2015.01.09	-
	하트 투 하트		tN	2015.01.09 - 2015.03.07	-
	철전팔기 구해라		Mnet	2015.01.09 - 2015.03.27	-
	호구의 사랑		tN	2015.02.09 - 2015.03.31	-
	식사를 합시다2		tN	2015.04.06 - 2015.06.02	-
	아름다운 나의 신부		OCN	2015.06.20 - 2015.08.09	-
	오 나의 귀신님		tN	2015.07.03 - 2015.08.22	VIP (독점)
	막돼먹은 영애씨 14		tN	2015.08.10 - 2015.10.05	-
	처음이라서		On Style	2015.10.07 - 2015.11.25	-
텐센트	철전팔기 구해라	2015	Mnet	2015.01.09 - 2015.03.27	예고
	실종 느와르 M		OCN	2015.03.28 - 2015.05.30	예고
	더러버		Mnet	2015.04.02 - 2015.06.25	예고
	두번째 스무살		tN	2015.08.28 - 2015.10.17	예고
	응답하라 1988		tN	2015.11.06 - 2016.01.16	예고
	시그널	2016	tN	2016.01.22 - 2016.03.12	VIP
	동네의 영웅		OCN	2016.01.23 - 2016.03.20	VIP
	기억		tN	2016.03.18 - 2016.05.07	-
	뱀파이어 탐정		OCN	2016.03.27 - 2016.06.12	VIP
	또 오해영		tN	2016.05.02 - 2016.06.28	VIP
	디어 마이 프렌즈		tN	2016.05.13 - 2016.07.02	VIP
	38 사기동대		OCN	2016.06.17 - 2016.08.06	VIP
	안투라지		tN	2016.11.04 - 2016.12.24	독점
	굿 와이프		tN	2016.07.08 - 2016.08.27	예고
	싸우자 귀신아		tN	2016.07.11 - 2016.08.30	예고
	신데렐라와 네 명의 기사		tN	2016.08.12 - 2016.10.01	예고
	THE K2		tN	2016.09.23 - 2016.11.12	예고
	푸른 바다의 전설		SBS	2016.11.16 - 2017.01.25	예고
	도깨비		tN	2016.12.02 - 2017.01.21	예고

주: VIP는 SVOD 전용콘텐츠임. 한중 동시방영 작품은 파란색 음영 표시, 예고편 콘텐츠는 회색음영으로 표시
 자료: 각사 홈페이지, 유인타증권 리서치센터

3) 구작드라마 판매도 있다

스튜디오드래곤은 중국에 판매 가능한 구작드라마의 Pool이 상당히 큼

그동안 스튜디오드래곤이 중국 OTT에 판매한 드라마의 절대편수는 많지 않았던 것으로 분석된다. 동사는 2015~16년 35편의 드라마를 제작했다. 이 중에서, 아이치이에 9편, 텐센트에 8편, 유쿠에 7편만이 판매된 것으로 추정된다. 동사가 추가적으로 판매 가능한 구작드라마의 Pool이 상당히 큰 것이다.

중국 OTT들의 한국 드라마 전용관에는 예고편만 업로드되어 있는 드라마들이 다수 존재한다. 『푸른 바다의 전설』과 『도깨비』는 중국시장에 미판매된 작품들이지만, 텐센트비디오의 한국 드라마 전용관엔 예고편이 올라가 있다. 이러한 작품들의 경우, 동사와의 판매협약이 구체적으로 진행됐으나 한한령 이슈로 인해 실제 판매가 무산 또는 지연된 작품들인 것으로 판단된다. 2015년 이후의 방영작품들을 기준으로 보면, 스튜디오드래곤의 작품 중에서 중국 OTT에 예고편만 올라간 작품은 상당수 존재한다. 이러한 작품들은 텐센트에 11편, 유쿠에 3편이 있다. 이들 작품은 한한령 해제로 인해 조만간 구작드라마 조건의 판매로 이어질 가능성이 있어 보인다.

흥미로운 점은 2017년 한국드라마 4편의 예고편 아이콘이 유쿠에 형성되어 있다는 점이다. 이들 4편의 드라마 중에는 동사가 제작한 『그녀는 거짓말을 너무 사랑해』도 포함되어 있다. 유쿠와 스튜디오드래곤간에 2017년 드라마 작품에 대한 판매 협약이 이미 진행되고 있을 가능성을 시사하는 대목이다.

[그림 15] 유쿠의 한국 드라마 전용관에는 2017년 한국드라마 작품 아이콘 4개가 형성되어 있음



자료: 유쿠, 유안타증권 리서치센터

2018년 투자포인트 (2) : 넷플릭스와의 협력 강화

넷플릭스 한국드라마 구매 본격화

넷플릭스는 2017년 들어 한국 드라마에 대한 구매를 본격화하기 시작했다. 2017년 넷플릭스가 고가에 구매한 작품은 드라마하우스의 『맨투맨』과 스튜디오드래곤의 『비밀의 숲』이 대표적이다. 언론보도에 의하면, 『맨투맨』과 『비밀의 숲』의 판가는 각각 회당 35만달러와 회당 20만달러 수준이었다. 이들 작품들에 대한 계약은 한국과 중국을 제외한 전세계 190여개국에 대한 독점 공급권, 한국 방송사와 넷플릭스의 동시 방영조건을 포함시킨 계약이다.

넷플릭스는 애프엔씨애드컬처의 웹드라마 『마이온리리브송』도 구매했다. 동 드라마는 당초 중국 OTT인 소후에 회당 85만위안(회당 약 1.4억원)에 판매하기로 계약이 되어 있었으나, 플랫폼 서비스 개시일의 불확실성으로 인해 2017년 3월부터 계약이 해지됐던 바 있다. 넷플릭스는 동 드라마를 회당 7.5만달러에 구매했는데, 계약조건은 중국을 제외한 전세계 190여개국에 대한 독점 공급권을 24개월간 부여하는 내용을 담고 있다.

[표 16] 넷플릭스의 한국 드라마 구매가격

제작사	드라마 제목	방송국	회차	편성기간	판가
드라마하우스	맨투맨	JTBC	16	2017.04.21~2017.06.10	회당 35만달러
스튜디오드래곤	비밀의 숲	tN	16	2017.06.10~2017.07.30	회당 20만달러
애프엔씨애드컬처	마이온리리브송(웹드라마)	-	20	-	회당 7.5만달러

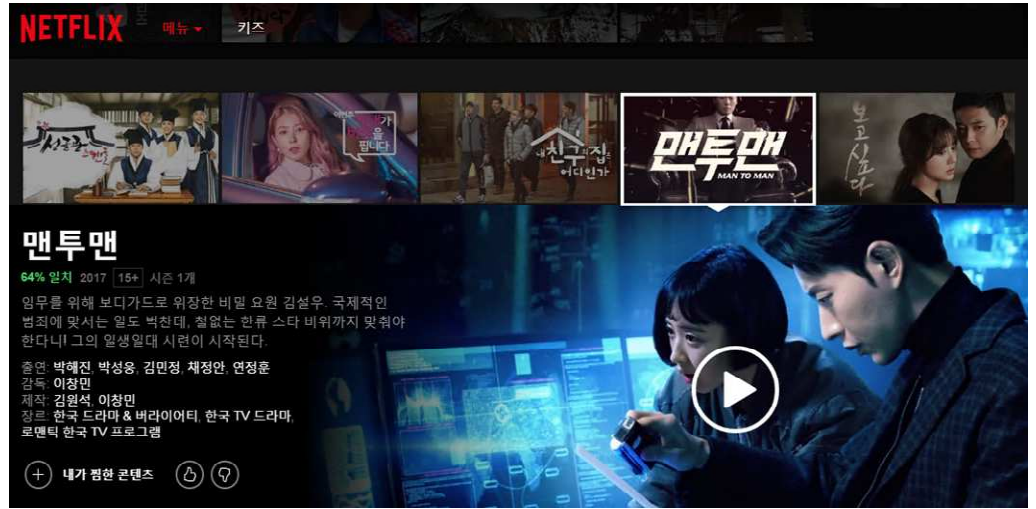
자료: 언론보도 정리, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 넷플릭스의 글로벌 커버리지 - 중국 등을 제외한 전세계 190여개국에 서비스 제공



자료: 넷플릭스

[그림 17] 드라마하우스의 『맨투맨』은 한국 드라마 최초로 국내 방송국과 넷플릭스에 동시 방영



자료: 넷플릭스

스튜디오드래곤은 2017년 넷플릭스에 『비밀의 숲』을 판매한 것에 더해 **구작 드라마 라이브러리 판매**를 진행했다. 넷플릭스에 업로드된 드라마 기준으로 보면, 이번에 판매된 구작 라이브러리는 13편으로 구성되어 있는 것으로 추정된다. 참고로, 『푸른바다의 전설』, 『도깨비』과 같은 메가 히트작들은 이번 라이브러리 판매에서 제외된 것으로 확인되고 있다.

[표 17] 스튜디오드래곤의 넷플릭스향 드라마 판매

구분	드라마제목	방송국	회차	편성기간	비고
신작	비밀의 숲	tVN	16	2017.06.10~2017.07.30	총액 약 36 억원에 판매
구작	미스 리플리	MBC	16	2011.05.30~2011.07.19	-
	로맨스가 필요해	tVN	16	2011.06.13~2011.08.02	-
	버디버디	tVN	24	2011.08.08~2011.10.25	-
	신사의 품격	SBS	20	2012.05.26~2012.08.12	-
	로맨스가 필요해 2	tVN	16	2012.06.20~2012.08.09	-
	응답하라 1997	tVN	16	2012.07.24~2012.09.18	-
	나인	tVN	20	2013.03.11~2013.05.14	-
	응답하라 1994	tVN	21	2013.10.18~2013.12.28	-
	로맨스가 필요해 3	tVN	16	2014.01.13~2014.03.04	-
	갑동이	tVN	20	2014.04.11~2014.06.21	-
	괜찮아 사랑이야	SBS	16	2014.07.23~2014.09.11	-
	미생	tVN	20	2014.10.17~2014.12.20	-
	오 나의 귀신님	tVN	16	2015.07.03~2015.08.22	-

자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

1) 스튜디오드래곤 드라마의 라이선스 유통

2017년 넷플릭스향
신작드라마 유통비율
14% 예상

드라마 라이선스 유통은 스튜디오드래곤이 IP를 100% 확보한 작품에 대한 판매를 의미한다. 2017년 작품인 『비밀의 숲』이 대표적인 라이선스 유통작품이다. 현재, 스튜디오드래곤은 넷플릭스와 신작드라마 『블랙』, 『화유기』에 대한 라이선스 유통계약을 협의 중이다. 『블랙』은 2017년 10월부터 OCN에서 방영되기 시작해 2017년 12월에 종영될 예정이다. 방송사와의 동시 방영이 불가능해진만큼, 『블랙』의 넷플릭스향 판가는 『비밀의 숲』보다 낮게 책정될 것으로 예상된다. 하지만, 『화유기』의 경우, 2017년 12월부터 tvN에서 방영되는만큼, 동시 방영만 가능해진다면 『맨투맨』과 『비밀의 숲』 수준의 계약체결을 기대해볼 수 있다. **『블랙』과 『화유기』가 넷플릭스에 판매될 경우, 스튜디오드래곤은 2017년 신작드라마 22편 중에서 3편을 넷플릭스에 판매하게 된다. 이 경우, 2017년 넷플릭스향 신작드라마 유통비율은 14%가 된다.**

[그림 18] tvN의 신규드라마 『화유기』

화유기 (2017; tvN)

방송기간 : 2017년 12월 방송 예정
제작사 스튜디오드래곤, JS픽처스
극본 홍자매 (홍정은, 홍미란), 연출 박홍균

고대소설 서유기를 모티브로 퇴폐적 악동 요괴 손오공과 고상한 젠틀 요괴 우마왕이 어두운 세상에서 빛을 찾아가는 여정을 그린 절대낭만 퇴마극



홍정은 작가 홍미란 작가

[출연진]



이승기



차승원



오연서



이홍기



이세영

자료: 유안타증권 리서치센터

2018년 넷플릭스향
신작드라마 유통비율
상승 예상

동사는 2018년 넷플릭스향 신작드라마 유통비율을 전년 대비 높일 계획에 있다. 이 경우, 상당수의 신작드라마들이 『비밀의 숲』 수준의 판가로 판매될 수 있다. 『비밀의 숲』은 총액 약 36억 원에 넷플릭스에 판매됐다. 동사가 2018년 『비밀의 숲』과 동일한 가격조건으로 신작드라마를 판매한다고 가정시, 5편 판매에 180억 원, 10편 판매에 360억 원의 넷플릭스향 매출을 기대할 수 있다.

[표 18] 2018년 넷플릭스향 신작드라마 판매편수별 기대 매출액

(단위: 억 원)

1 편	2 편	3 편	4 편	5 편	6 편	7 편	8 편	9 편	10 편
36	72	108	144	180	216	252	288	324	360
11 편	12 편	13 편	14 편	15 편	16 편	17 편	18 편	19 편	20 편
396	432	468	504	540	576	612	648	684	720

주: 『비밀의 숲』과 동일한 판가에 판매 가정
자료: 유안타증권 리서치센터

2) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작

2018년 넷플릭스 오리지널
드라마 제작 기대

스튜디오드래곤은 2018년부터 넷플릭스 오리지널 드라마를 제작해 공급하기 위한 협의도 진행 중이다. 넷플릭스 오리지널 드라마 제작은 드라마 라이선스 유통과 달리 **15~30% 수준의 제작마진을 받고 드라마를 공급하는 사업**이다. 이 경우, IP는 넷플릭스에 귀속된다.

스튜디오드래곤의 GPM은 2016년 14%, 1H17 21%를 기록한 바 있다. 제작마진 15~30%라면, GPM이 15~30% 수준이 된다는 의미이다. 스튜디오드래곤의 기존 드라마 사업과 대등한 마진을 낼 수 있는 사업이다. 넷플릭스가 영화 『옥자』의 제작비로 약 5,000만달러를 투자했다는 점을 감안하면, 넷플릭스 오리지널 드라마의 제작비는 매우 공격적인 레벨에서 책정될 가능성이 높다. 넷플릭스가 2018년 제작사 에이스토리를 통해 제작할 예정인 오리지널 드라마 『킹덤』만 봐도, 6부작 드라마의 제작비가 100억원을 훌쩍 넘기는 것으로 알려지고 있다. 넷플릭스 오리지널 드라마의 경우, **제작비 리스크는 넷플릭스가 부담하게 된다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스 오리지널 드라마의 제작비가 높아지고 제작편수가 많아질수록 보다 높은 수익을 기대할 수 있다.**

[그림 19] 2018년 넷플릭스 오리지널 드라마 예정작 2편

킹덤 (6부작)

제작사 : 에이스토리
제작비 총액 : 100억원 + α
극본 김은희, 연출 김성훈

조선의 왕세자가 의문의 역병을 조사하는 과정에서 나라 전체를 위협하는 잔혹한 진실을 밝혀내는 이야기

[출연진]



주지훈



류승룡



배두나

좋아하면 울리는 (12부작)

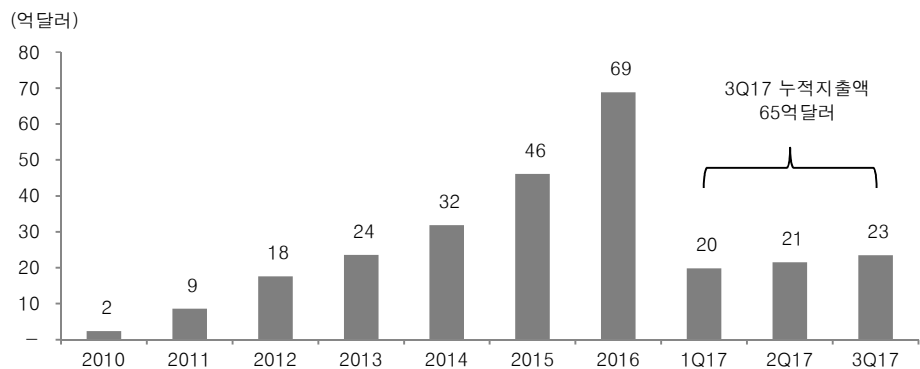
천계영 작가 인기 웹툰 원작드라마
연출 이재문

누군가를 좋아하는 마음을 알려주는 ‘애플리케이션’으로 인해 일어나는 대인관계와 사회적 환경 속에서도 자신의 진심을 알고 싶어 하는 인물들의 이야기



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 넷플릭스의 스트리밍 콘텐츠 관련 현금지출액 추이 (전세계 기준)



자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

[참고] 기존의 드라마 사업모델 (방송사 IP 보유)

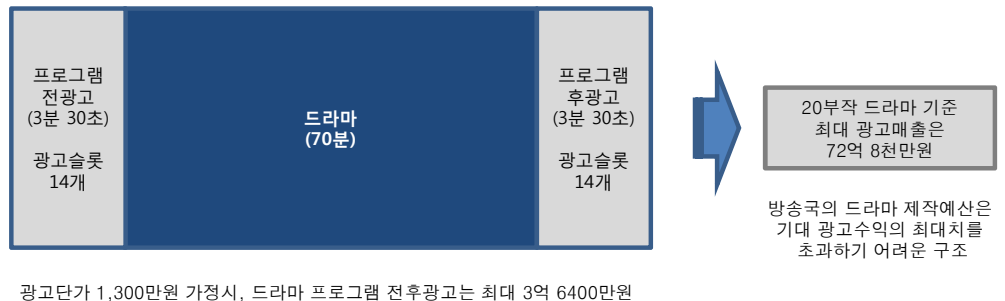
방송사 제작예산은
기대 광고매출액이 결정

방송사의 드라마 제작 예산은 방송사의 기대 광고매출액에 의해 좌우된다. **방송사의 드라마 제작 예산은 드라마 송출 전후의 프로그램광고 매출액의 최대치를 초과할 수 없다.** 방송사는 프라임 시간대의 드라마, 예능 프로그램 관련 광고수익을 바탕으로 보도 및 시사/교양 프로그램까지 제작해야 하기 때문이다.

방송사 A가 20부작 미니시리즈 드라마를 편성하는 경우를 생각해보자. 회당 드라마 방영시간은 70분, 광고단가(15초)는 1,300만원(지상파 SA급 광고단가)으로 가정한다. 동 드라마의 프로그램 광고는 전체 프로그램 방영시간의 10%인 7분 동안 진행 가능하다. 이는 방송사가 15초짜리 광고를 드라마 프로그램 전후에 최대 14개씩 집행할 수 있음을 의미한다. 프로그램 광고 완판시, 드라마 1회당 기대 광고수익은 최대 3.6억원(광고슬롯 28회 x 광고단가 1,300만원)이다. 따라서, 방송사의 드라마 제작비 예산은 회당 3.5억원을 넘기기 어려운 구조인 것이다.

20부작 드라마 광고를 완판시킬 경우, 방송사의 기대 광고수익은 최대 72.8억원(1회당 최대 광고수익 3.6억원 x 20회)이다. 이론적으로, 방송사의 제작 예산은 최대 70억원 수준으로 고정되게 된다. (물론, 제작비가 상대적으로 낮은 예능프로그램을 통해 광고수익을 많이 저둘 경우, 드라마 제작예산에 여유를 둘 수 있을 것임)

[그림 21] 방송국 관점의 드라마 제작예산



자료: 유안타증권 리서치센터

제작비 리스크를 부담할수록
제작사 IP 확보 가능성 상승

최근 지상파 드라마의 회당 제작비는 3~4억원 수준인 것으로 알려져 있다. 회당 제작비 4억원 이면, 방송사가 외주제작사에 지급하는 제작비를 일부 초과하게 된다. 외주제작사는 부족한 제작비를 협찬으로 충당한다. 이 경우, 전체 제작비의 80~90%를 방송사가 부담하게 된다. **방송사 부담분이 많기 때문에, 드라마의 IP는 방송사가 갖게 된다. 방송사는 드라마의 국내 VOD 및 해외 판매를 통해 추가 수익을 얻을 수 있게 된다.**

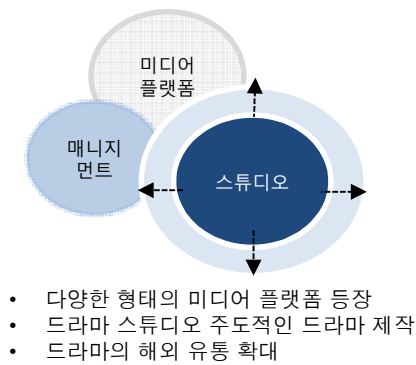
드라마의 실질적인 수익은 국내 VOD 및 해외 판매에서 발생한다. 동 수익은 드라마 IP를 가진 주체가 갖게 된다. **드라마 제작사는 드라마 제작비에 대한 리스크를 많이 부담할수록 IP를 확보할 가능성이 높아진다.** 하지만, 대부분의 외주제작사들은 제작비 리스크를 부담할 수준의 재무적 기반이 없다. 한국 드라마 시장은 연간 100여편 수준인데, 대부분의 외주제작사들의 연간 제작편수는 1~2편에 그치고 있는 점도 방송사에 대한 제작사의 교섭력을 약화시키는 요인이다.

스튜디오드래곤 : 국내 최대 드라마 제작사 (IP 보유)

드라마 IP 를 보유한 제작사

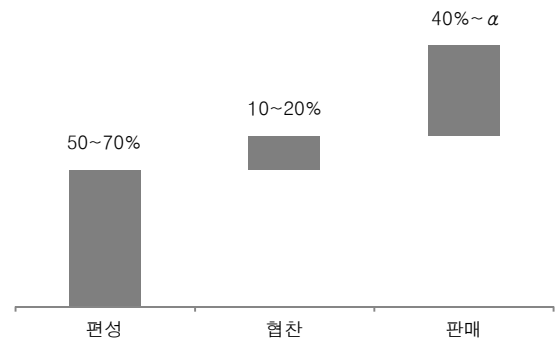
스튜디오드래곤은 모든 국내 제작드라마에 대해 IP를 보유하는 유일한 제작사이다. CJ E&M의 드라마 사업본부 시절엔 CJ E&M 계열 PP에서 편성되는 모든 드라마 IP가 CJ E&M의 드라마 사업본부에 귀속됐다. 드라마 사업본부는 스튜디오드래곤으로 분사한 이후에도, Captive 채널의 모든 신작 드라마 IP를 확보하고 있다. **‘CJ E&M 제작드라마의 흥행성 상승 → 드라마 판매매출 상승 → 드라마 사업본부 분사(스튜디오드래곤 설립) → 드라마 제작예산 상승 → 제작사(스튜디오드래곤)의 제작예산 부담비율 상승’** 등의 과정을 통해 동사가 드라마 IP를 직접 보유할 수 있었던 것으로 추정된다. 이렇듯, 분사를 통해 제작사를 독립시키게 되면, CJ E&M은 제작비 상승리스크에 대한 부담을 덜 지고도 양질의 드라마를 방영할 수 있게 된다. 제작사(스튜디오드래곤)는 드라마 IP 확보를 통해 콘텐츠 기업으로써 실질적인 수익창출의 기회를 얻을 수 있다. 상호간에 윈윈할 수 있는 구조인 것이다.

[그림 22] 미디어 플랫폼 IP 보유 → 스튜디오 IP 보유 (스튜디오드래곤 모델)



자료: 스튜디오드래곤

[그림 23] 스튜디오드래곤의 드라마 제작비 대비 원가 구성



자료: 스튜디오드래곤

동사 드라마 이론적 수익률은 BEP~20% 이상

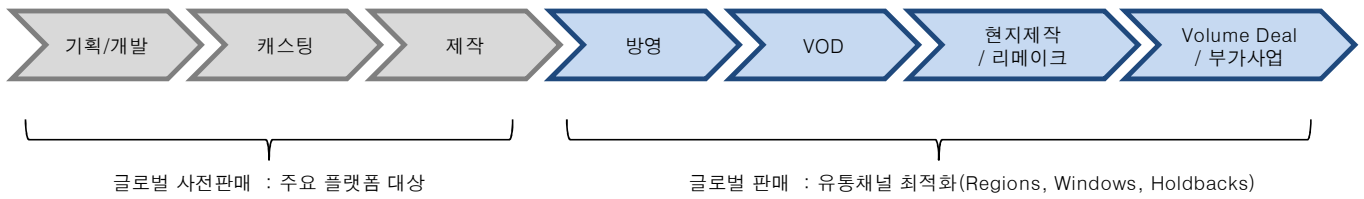
→ 실제 수익률은 20~40% 수준

스튜디오드래곤의 방영권 매출은 드라마 제작원가의 50~70% 가량을 차지한다. 스튜디오드래곤이 tvN, OCN 등의 드라마 제작비의 최대 절반 가량을 부담하는 형태인 것이다. 여기에, 드라마 협찬 매출은 드라마 제작비의 10~20% 가량을 차지한다. **스튜디오드래곤 드라마 제작비의 60~80% 가량은 방영권 매출과 협찬 매출을 통해 채워지는 구조이다.**

동사 드라마의 판매매출은 드라마 제작비 대비 최소 40% 가량 발생된다. 해외시장에 대한 본격적인 판매에 앞서, 일부 선판매가 이뤄진다. 선판매 금액은 배우 캐스팅이 완료되는 시점에 확정된다. 동사는 제작비 리스크를 상당부분 제거한 상태로 드라마 제작에 착수하게 된다. 사실상, 드라마의 기획/개발단계부터 드라마의 제작비 및 기대 매출액에 대해 시뮬레이션이 어느 정도 가능해진다.

상기 손익구조에 기반한 **동사 드라마의 이론적 수익률은 BEP~20% 이상(방영권 50~70% + 협찬 10~20% + 판매 40% 이상)이다.** 실제, **동사 드라마들의 수익률은 20~40% 수준인 것으로 파악된다.** **메가히트작의 수익률은 60%를 상회**하는 것으로 파악된다.

[그림 24] 드라마 제작 및 판매/유통 단계



자료: 스튜디오드래곤

스튜디오드래곤은 동사 드라마 4편에 대한 수익률을 공개했다. 이에 따르면, 『미생』의 수익률은 58%, 『시그널』의 수익률은 48%, 『푸른바다의 전설』의 수익률은 33%, 『도깨비』의 수익률은 61%이다.

[그림 25] 스튜디오드래곤의 주요 드라마 수익률



자료: 스튜디오드래곤

드라마 수익금 추정

동사가 공개한 수익률 정보와 언론 보도상의 제작비를 종합하면, 이들 드라마의 절대 수익금을 추정할 수 있다. 드라마 매출액은 제작비 대비 수익률을 대입하면 산출 가능하다. 『도깨비』의 경우, 제작비는 160억원, 수익률은 61%이다. 이 경우, 매출액은 258억원[160억원 x (1+61%)]으로 추정된다. 동 매출액에서 제작비를 차감하면 98억원이다. 여기에, CJ E&M에 해외판매 관련 유통수수료(15%)를 떼고 나면 실제 절대수익에 근접한 금액이 나올 것으로 추정된다. 참고로, 타제작사와의 공동제작 작품의 경우, 판매매출의 일부가 공동제작사에 정산될 수 있다.

[표 19] 스튜디오드래곤 대표드라마의 수익금 추정

(단위: 억원)

드라마명		방영기간	제작비(A) (언론추정)	수익률(B) (회사 공개 수치)	드라마 매출액 [C=Ax(1+B)]	드라마 수익 (C-A)
미생	tN 20 부작	2014.10.17~2014.12.20	40	58%	63	23
시그널	tN 16 부작	2016.01.22~2016.03.12	70	48%	104	34
푸른 바다의 전설	SBS 20 부작	2016.11.16~2017.01.25	220	33%	293	73
도깨비	tN 16 부작	2016.12.02~2017.01.21	160	61%	258	98

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 20] 스튜디오드래곤의 물적분할 이후 제작드라마 리스트

	드라마	채널	방영 기간	연출	작가	평균 시청률
1	기억	tN	16.03.18~16.05.07	박찬홍	김지우	2.9%
2	뱀파이어탐정	OCN	16.03.27~16.06.12	김기람	유영선	0.9%
3	또! 오해영	tN	16.05.02~16.06.28	송현욱	박해영	6.9%
4	디어 마이 프렌즈	tN	16.05.13~16.07.02	홍종찬	노희경	5.1%
5	38사기동대	OCN	16.06.17~16.08.06	한동화, 황준혁	한정훈	3.4%
6	굿 와이프	tN	16.07.08~16.08.27	이정효	한상운	4.7%
7	싸우자 귀신아	tN	16.07.11~16.08.30	박준희	이대일	3.4%
8	신데렐라와 네명의 기사	tN	16.08.12~16.10.01	권혁찬, 이민우	민지은 등	2.8%
9	공항가는 길	KBS2	16.09.21~16.11.10	김철규	이숙연	7.0%
10	THE K2	tN	16.09.23~16.11.12	곽정환	장혁린	4.9%
11	캐리어를 끄는 여자	MBC	16.09.26~16.11.15	강대선, 이재진	권음미	7.2%
12	안투라지	tN	16.11.04~16.12.24	장영우	서재원, 권소라	1.0%
13	푸른바다의 전설	SBS	16.11.16~17.01.25	진혁	박지은	16.6%
14	도깨비	tN	16.12.02~17.01.21	이응복	김은숙	12.8%
15	상애천사천년 2	호남위성	16.11.14~16.12.29	김병수	박영숙	-
16	내성적인 보스	tN	17.01.16~17.03.14	송현욱	주화미	2.0%
17	더보이스	OCN	17.01.14~17.03.12	김홍선	마진원	4.7%
18	내일 그대와	tN	17.02.03~17.03.25	유제원	허성혜	1.7%
19	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	tN	17.03.20~17.05.09	김진민	김경민	1.5%
20	터널	OCN	17.03.25~17.05.21	신용휘	이은미	4.7%
21	시카고타자기	tN	17.04.07~17.07.03	김철규	진수완	2.2%
22	써클: 이어진 두 세계	tN	17.05.22~17.06.27	민진기	김진희 등	2.1%
23	듀얼	OCN	17.06.03~17.07.23	이종재	김윤주	1.7%
24	비밀의 숲	tN	17.06.10~17.07.30	안길호	이수연	4.6%
25	품위있는 그녀	JTBC	17.06.16~17.08.19	김윤철	백미경	6.0%
26	하백의 신부	tN	17.07.03~17.08.22	김병수	정윤정	3.1%
27	크리미널 마인드	tN	17.07.26~17.09.28	양운호 등	홍승현 등	2.8%
30	구해줘	OCN	17.08.05~17.09.24	김성수	정신규	2.4%
28	명불허전	tN	17.08.12~17.10.01	홍종찬	김은희	5.4%
29	황금빛 내 인생	KBS2	17.09.02~현재	김형서	소현경	-
31	아르고	tN	17.09.04~17.09.26	이윤정	전영신 등	2.7%
32	이번 생은 처음이라	tN	17.10.09~현재	박준화	윤난중	-
33	부암동 복수자들	tN	17.10.11~현재	권석장	김이지 등	-
34	변혁의 사랑	tN	17.10.14~17.12.03	송현욱 등	주현	-
35	블랙	OCN	17.10.14~현재	김홍선	최란	-
36	세상에서 가장 아름다운 이별	tN	17.12.09(예정)~	홍종찬	정보훈	-
37	막돼먹은 영애씨 시즌 16	tN	17.12.04(예정)~	정형건	한설희	-

주: 음영표시 작품은 Non-Captive 채널형 드라마
 자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

CJ E&M 드라마 사업부의 분사 이유

드라마 사업부
물적분할 이유

2006년 10월의 tvN 개국 이후, CJ E&M 계열 PP에서 편성되는 대부분의 드라마들은 CJ E&M 드라마 사업본부를 통해 제작됐다. PP채널은 지상파와 종편과 달리 외주제작사 콘텐츠를 일정비율 이상 편성해야 하는 외주제작 의무편성제도의 규제를 적용받지 않는다. 이러한 이유로, CJ E&M은 지난 10여년간 tvN, OCN, Mnet 등 핵심 채널들에서 방영되는 드라마들의 자체제작을 통해 대규모 제작역량 및 시스템을 구축할 수 있었다. CJ E&M은 『응답하라 1997』, 『미생』 등 지상파를 위협할 수준의 흥행작을 연이어 내놓은 이후, 캐스팅 파워에서도 국내 정상급의 입지를 확보하게 되었다. 그 결과, 동사 채널의 드라마 시청률은 2015년 이후 안정권에 진입했다.

CJ E&M은 2016년 5월 드라마 사업본부 물적분할을 통해 국내 최대 드라마 제작사인 스튜디오드래곤을 출범시켰다. 당시 CJ E&M이 드라마 사업본부 물적분할을 추진한 이유로 제시했던 사항은 다음과 같은 4가지로 요약된다: **1)우수작가 확보 및 제작역량 내재화, 2)드라마 제작 확대, 3)중국 등 현지 파트너십을 통한 해외 콘텐츠 합작제작, 4)드라마 수익성 확대 및 경제적 부가가치 창출.**

1) 우수작가 확보 및 제작역량 내재화

핵심 크리에이터
133명 보유

스튜디오드래곤은 133명(작가 64명, 연출 35명, 기획 34명)에 달하는 우수한 인적자원을 보유하고 있다. 이들 인적자원을 효율적으로 활용할 경우, 동사는 연간 30여편의 드라마 제작이 가능한 Capa이다. 참고로, 국내 상장 드라마 제작사인 초록뱀과 팬엔터테인먼트의 계약 작가수는 각각 28명과 20명으로 동사에 비해 적은 편이다.

[표 21] 스튜디오드래곤의 핵심 작가 및 감독

구분	성명	대표작
작가	김은숙	도깨비, 태양의 후예, 상속자들, 신사의 품격, 시크릿 가든, 온에어, 프라하의 연인, 파리의 연인
	박지은	푸른바다의 전설, 프로듀사, 별에서 온 그대, 냉혈재 굴러온 당신, 역전의 여왕, 내조의 여왕
	김영현	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 로열 패밀리, 선덕여왕, 대장금
	박상연	육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무, 로열 패밀리, 선덕여왕
	홍지매(홍정은, 홍미란)	주군의 태양, 빅, 최고의 사랑, 내 여자친구는 구미호, 미남이시네요, 쾌도 홍길동, 환상의 커피, 마이걸
연출	김원석	미생, 시그널, 성균관 스캔들, 신데렐라 언니, 대왕세종
	김철규	공항 가는 길, 시카고 타자기, 응급남녀, 황진이, 꽃보다 아름다워, 여름향기
	이응복	도깨비, 태양의 후예, 연애의 발견, 비밀, 학교 2013
	김도훈	해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트
	김윤철	우리가 사랑할 수 있을까, 케세라세라, 내 이름은 김삼순, 사랑을 그대 품안에, 마지막 승부, 질투
	박홍균	최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대

자료: 스튜디오드래곤

특급작가 및 배우 내재화

스튜디오드래곤은 출범 이후, 3개의 드라마 제작사 인수를 통해 국내 최고의 작가들을 영입했다. 2016년 6월엔 화앤담픽쳐스(김은숙 작가 소속)와 문화창고(박지은 작가, 배우 전지현 소속) 지분 100%를 취득했고, 2016년 9월엔 케이피제이(김영현, 박상연 작가 소속) 지분 100%를 취득했다. 이로써, 동사는 **현대물과 사극 분야에서 국내 최고로 평가받는 작가진을 내재화**했다. 이에 더해, 중국 시장에서 높은 인기를 누리는 특급 배우(문화창고 소속의 전지현)까지 확보하게 되었다.

글로벌향 대작드라마 제작

이러한 행보는 글로벌향 대작드라마 제작을 통해 보다 높은 이익을 창출하기 위한 포석이었던 것으로 보인다. **글로벌향 대작드라마의 제작비 레벨은 작가 원고료, 배우 출연료, 해외 로케이션 촬영 등을 감안하면 당연히 높을 수 밖에 없다.** 하지만, 방송국에 높은 가격으로 방영권을 판매하고 『태양의 후예』의 사례와 같이 다양한 PPL을 붙여 제작비의 상당부분을 충당하면, 제작비 리스크는 일정 수준 낮출 수 있다. 드라마 기획/개발단계에서 해외시장 선판매를 진행할 수 있으며, **사전제작 및 해외 플랫폼과의 동시 방영조건을 걸면 제작 BEP를 맞춘 상태에서 제작에 들어갈 수 있다.** 이익은 국내 시장 VOD 판매와 해외시장 판매를 통해 1차적으로 창출된다. 해외 플랫폼에 광고수익 RS 인센티브 계약을 붙일 수도 있으며, 높은 가격에 리메이크 판권을 판매할 수도 있다. 스튜디오드래곤은 모회사인 CJ E&M의 글로벌 네트워크를 기반으로 해외 플랫폼 사업자와 교섭에 나설 수 있어 다양한 계약조건의 드라마를 제작할 수 있다.

2016년 6월의 화앤담픽쳐스와 문화창고 인수는 2016년 11~12월에 방영을 시작한 『푸른바다의 전설』과 『도깨비』의 제작으로 이어지게 된다. 『푸른바다의 전설』은 『별에서 온 그대』를 집필한 박지은 작가의 작품으로 문화창고 소속의 전지현이 주연배우로 출연한 작품이다. 『도깨비』는 『태양의 후예』로 중국시장을 사로잡은 김은숙 작가의 작품이다.

[그림 26] 스튜디오드래곤의 대작드라마 『푸른바다의 전설』



극본 : 박지은 작가
(문화창고 소속)

SBS 20부작
제작비 : 약 220억원



[그림 27] 스튜디오드래곤의 대작드라마 『도깨비』



극본 : 김은숙 작가
(화앤담픽쳐스 소속)

tvN 16부작
제작비 : 약 160억원



자료: 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

언론보도에 의하면, 『푸른바다의 전설』과 『도깨비』의 제작비는 각각 220억원(회당 11억원), 160억원(회당 10억원) 수준에 달한다.(일반드라마의 회당 제작비는 3~4억원 수준에 불과함) 이들 드라마는 한한령 이슈로 인해 중국시장에 판매되지 못했지만, 수익률은 『푸른바다의 전설』이 33%, 『도깨비』가 61%에 달하는 것으로 확인됐다. 절대 수익금 기준으로는 『푸른바다의 전설』이 73억원, 『도깨비』가 98억원에 달할 것으로 추정된다. 중국향 판매가 더해졌다면, 이들 드라마의 수익금은 각각 200억원대에 육박했을 것으로 추정된다.

[표 22] 스튜디오드래곤 대표드라마의 수익금 추정 (단위: 억원)

드라마명		방영기간	제작비(A) (연론추정)	수익률(B) (회사 공개 수치)	프로젝트 매출액 [C=Ax(1+B)]	프로젝트 수익 (C-A)
미생	tN 20 부작	2014.10.17~2014.12.20	40	58%	63	23
시그널	tN 16 부작	2016.01.22~2016.03.12	70	48%	104	34
푸른 바다의 전설	SBS 20 부작	2016.11.16~2017.01.25	220	33%	293	73
도깨비	tN 16 부작	2016.12.02~2017.01.21	160	61%	258	98

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

동사는 IPO 투자설명서에서 공모자금 활용처의 하나로 핵심 크리에이터 확보를 꼽았다. 따라서, **우수한 크리에이터 영입을 위한 투자는 앞으로도 지속될 것으로** 전망된다. 참고로, 동사는 신인 작가 발굴을 위한 노력도 병행하고 있다. 신인 작가 발굴을 위한 대표적인 프로그램은 CJ E&M 과 공동으로 진행하는 오픈(O' PEN) 프로그램이다. 오픈은 신인 작가를 발굴 및 육성해 이들의 작품을 단막극으로 제작해 데뷔를 지원하는 프로그램이다. 2017년 오픈 1기 드라마 작가로 선발된 20명의 작가 중에서 10명의 작가 작품이 2017년 12월 tvN 단막극으로 제작되어 방영될 예정이다.

[그림 28] 삼암동의 오픈 (O' PEN) 센터



자료: CJ 그룹 공식 블로그

[그림 29] 오픈 1기 작가들 (드라마 20명, 영화 15명)



자료: CJ 그룹 공식 블로그

[표 23] tvN 드라마 스테이지 : 2017년 12월 오픈 공모전에서 선정된 10개 작품을 tvN에서 방영 예정

회사	부제	출연자	각본	연출
1 회	문집	-	신하은	이윤정
2 회	우리 집은 맛나 된장 맛나	-	윤조	김상호
3 회	마지막 식사를 만드는 여자	-	박주연	황준혁
4 회	직립 보행의 역사	강미나	최성욱	장정도
5 회	소풍 가는 날	김동완	이정민	명현우
6 회	B 주임과 러브레터	송지효, 조우진	신수림	윤현기
7 회	낫 플레이드(Not Played)	원미경, 이희준, 동방우, 이채은, 박유림	강민수	유종선
8 회	오늘도 뽀빠리를 모십니다	박희본, 이미소, 김원해, 성병숙	김동경	최규식
9 회	박대리의 은밀한 사생활	-	최지훈	윤성호
10 회	파이터 최강순(7계)	-	유영주	성용일

주: 방영순서는 미확정

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 30] tvN 드라마 스테이지 예고편 영상



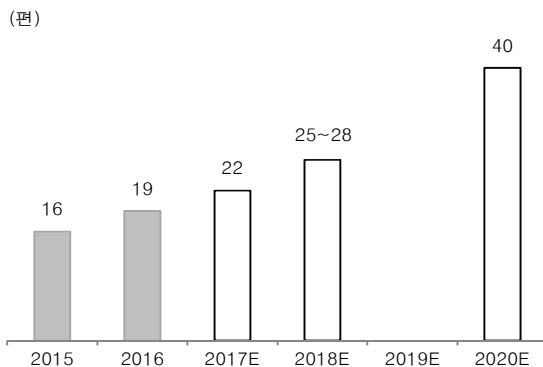
자료: 유안타증권 리서치센터

2) 드라마 제작 확대

드라마 제작편수 확대

스튜디오드래곤의 드라마 제작편수는 **2015년 16편 → 2016년 19편 → 2017년(e) 22편**으로 확대되고 있다. 드라마 제작편수 확대는 **1)Captive 채널의 신규 드라마 블록 형성, 2)Non-Captive 채널향 드라마 공급 확대** 등에 기인한다.

[그림 31] 스튜디오드래곤의 연간 드라마 제작편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤

[표 24] 국내 Non-Captive 채널향 드라마 제작리스트 (2015~17)

제목	채널	편성	편성 기간	평균 시청률
너를 기억해	KBS2	월화 (16 부작)	2015.06.22~2015.08.11	4.8%
캐리어 고는 여자	MBC	월화 (16 부작)	2016.09.26~2016.11.15	7.2%
공항 가는 길	KBS2	수목 (16 부작)	2016.09.21~2016.11.10	7.0%
푸른 바다의 전설	SBS	수목 (20 부작)	2016.11.16~2017.01.19	16.6%
품위 있는 그녀	JTBC	금토 (20 부작)	2017.06.16~2017.08.19	6.0%
황금빛 내 인생	KBS2	주말 (50 부작)	2017.09.02~현재	29.4%
브라보 마이 라이프	SBS	토요일(60 부작)	2017.10.21~현재	6.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

Captive 채널인 tvN은 2016년 금토 심야 드라마 실험 편성, 2017년 수목 드라마 블록 신설, OCN은 2017년 드라마 편성편수 증가(2016년 3편 → 2017년 5편)를 통해 스튜디오드래곤의 드라마 제작기회를 확대하고 있다. tvN은 2017년 7월 『크리미널마인드』를 시작으로 『부암동 복수자들』 → 『슬기로운 감빵생활』로 이어지는 수목드라마 라인업을 통해 동 시간대 지상파 드라마와 본격적인 시청률 경쟁에 나서고 있다. OCN은 2017년 『보이스』 → 『터널』 → 『듀얼』 → 『구해줘』 → 『블랙』으로 이어지는 라인업을 통해 장르물 드라마 채널로서의 입지를 확실하게 다지고 있다.

국내 Non-Captive 채널향 드라마(지상파 및 종편향)는 2015년 1편 → 2016년 3편 → 2017년 3편이 제작되고 있다. 이들 드라마 중에서, 『푸른바다의 전설』, 『품위있는 그녀』, 『황금빛 내인생』 등은 시청률 측면에서 괄목할만한 성과를 거둔 것으로 평가된다. Non-Captive 채널 입장에서 보면, 스튜디오드래곤의 드라마는 외주제작 드라마에 해당된다. 지상파와 종편은 일정비율 이상의 드라마를 외주로 제작해야 한다. 스튜디오드래곤은 그동안 높은 시청률의 드라마 제작능력을 입증한 관계로 향후 지상파 외주제작 드라마 시장에서의 M/S를 확대할 수 있을 것으로 기대된다.

2018년 제작편수
25~28편

스튜디오드래곤은 2018년 드라마 제작편수 가이드스로 25~28편을 제시하고 있다. **2018년 드라마 제작편수가 2017년 대비 3~6편 가량 증가**한다는 의미이다. tvN이 2018년 연간으로 수목드라마를 편성할 경우, 2017년 대비 3편의 증가는 충분히 가능하다. 여기에, 2018년 넷플릭스 오리지널 드라마 제작이 추진되고 있는 것으로 파악되고 있어 추가적인 제작편수 증가도 가능하다고 본다.

2020년 제작편수
40편 목표

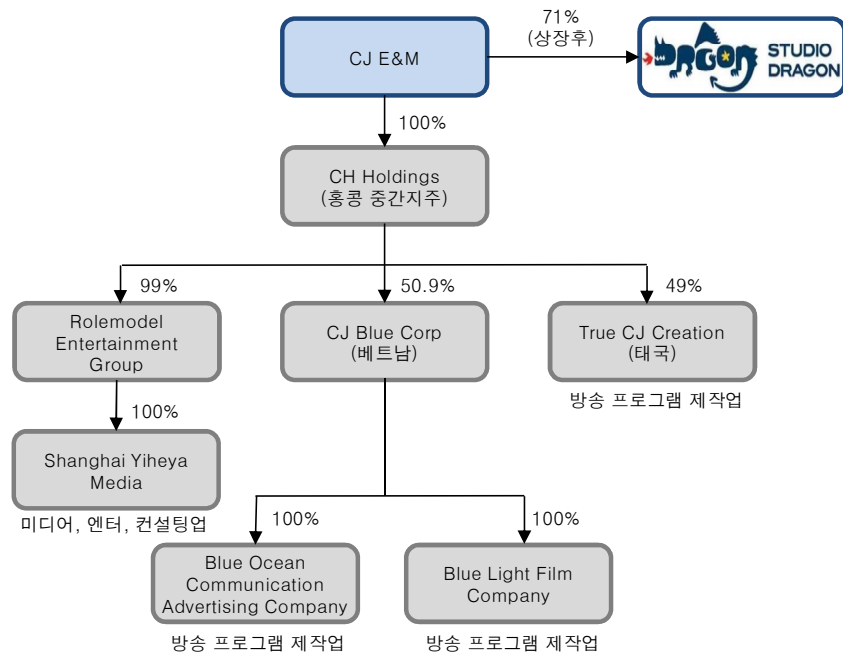
스튜디오드래곤은 **2020년 드라마 제작편수 40편을 목표**로 삼고 있다. CJ E&M이 추가적인 드라마 블록을 만들지 않는다고 가정하면, 동사는 Non-Captive 채널향 드라마 공급을 확대하고, 국내외 디지털 플랫폼향 드라마를 신규로 제작하며, 해외 현지 합작드라마 제작을 본격적으로 추진해야 할 것이다. 물론, MPP 사업자인 CJ E&M이 추가적인 드라마 블록을 만들 가능성도 완전히 배제할 순 없다.

3) 해외 콘텐츠 합작제작

해외 현지 로컬 드라마 제작

스튜디오드래곤은 중국 비롯한 해외 현지에서 CJ E&M의 해외 네트워크를 활용해 현지 로컬드라마의 제작을 시도할 것으로 전망된다. CJ E&M은 2015년 상해자유무역지구에 Shanghai Yiheya Media 를 설립해 중국 현지 제작사 등과의 파트너십을 확대한 바 있다. 또한, CJ E&M은 4Q16 베트남 블루그룹을 인수해 CJ Blue Corporation으로 사명을 변경했고, 태국 트루비전스와의 합작법인 True CJ Creation도 설립했다. 베트남과 태국은 CJ E&M이 과거 로컬 영화 제작을 통해 시장 진입에 성공했던 국가들이다. 향후 스튜디오드래곤은 CJ E&M의 해외 네트워크, 국내 최대 규모의 크리에이터 집단, 기존 드라마 IP 등을 바탕으로 현지 합작 로컬 드라마를 다수 제작하게 될 것으로 보인다.

[그림 32] CJ E&M의 해외 방송 프로그램 제작사



자료: CJ E&M, 유안타증권 리서치센터

참고로, CJ E&M은 2015년 한중합작 드라마 『상애천사천년; 相愛穿梭千年』을 제작했던 경험을 보유하고 있다. 『상애천사천년』은 tvN 드라마 『인현왕후의 남자』가 원작인 타임슬립물 리메이크 작품이다. 스튜디오드래곤은 2016년 동 드라마의 시즌2를 제작하기도 했다. CJ E&M이 『수상한 그녀』 IP를 바탕으로 중국, 베트남 등 각국에서 리메이크 현지 영화를 제작하고 있는 것처럼, 스튜디오드래곤도 기존 드라마 IP를 기반으로 해외 현지에서 리메이크 작품을 제작할 수 있다.

[그림 33] 『인현왕후의 남자』를 리메이크한 『상애천사천년』 시리즈

상애천사천년2 in 상하이 (28부작)

(相爱穿梭千年2：月光下的交换)

편성기간 : 2016.11.16~2016.12.29

편성 : 중국 후난위성TV

극본 박영숙, 연출 김병수

엄청난 부를 거머쥘 수도 사랑하는 사람의 목숨을 살리거나 역사를 뒤바꿀수도 있는 시간여행. 비밀을 캐려는 자와 비밀을 지키려는 자의 시간을 넘나드는 전쟁을 그린 드라마



[출연진]



위대훈
(장즈강역)



곽설부



위대훈
(쑤치룽역)



문영산

자료: 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤 IP 기반의
한중 합작 리메이크 작품
2편 추진

베이징레전드미디어에 의하면, 『미생; tvN』 원작의 『영지신생: 赢之新生』, 『디어마이프렌즈; tvN』 원작의 『아친애적봉우문; 我亲的朋右们』은 한중 합작 리메이크 작품으로 추진되고 있는 것으로 파악된다. 『영지신생』은 중국 크로톤미디어, 『아친애적봉우문』은 저장동양신메이칭핀유한공사가 합작 파트너이다. 2017년의 경우, 한한령 국면으로 인해 중국 로컬드라마 제작사업이 탄력을 받지 못했다. **4Q17 한중관계 해빙국면이 도래함에 따라, 2018년부터는 한중합작 리메이크 드라마의 제작이 본격화될 가능성에 대해 주목**해야 할 필요가 있다.

[표 25] 한국 원작드라마를 리메이크한 중국 드라마 리스트 (2015년 이후)

리메이크 드라마 제목	중국판 리메이크 드라마			한국 원작드라마		
	방영연도	방영 플랫폼	제작사	원작 드라마 제목	방영연도	방영 플랫폼
처지적황언	2015	후난위성	저장화처영상, 저장진시영상	내 딸 서영이	2012	KBS
상애천사천년	2015	후난위성	후난위성, 텐위미디어유한공사 등	인현왕후의 남자	2012	tvN
상애주보	2015	상하이드라마채널	베이징중시허천투자유한공사	금 나와라 뚝딱	2013	MBC
번성사월	2017	장쑤위성, 안휘위성	신푸란하이영상문화그룹 등	태양의 여자	2008	KBS
표량적리회전	2017	후난위성	자싱미디어, 망고영상 등	그녀는 예뻤다	2015	MBC
미정	미정	미정	JW 문화투자공사	낭랑 18세	2004	KBS
미정	미정	미정	자싱미디어	옥탑방 왕세자	2012	SBS
영지신생	미정	미정	크로톤미디어	미생	2014	tvN
칠개아	미정	미정	화처미디어유한공사	킬미힐미	2015	MBC
청춘시대	미정	미정	화처미디어유한공사	청춘시대	2016	JTBC
아친애적봉우문	미정	미정	저장동양신메이칭핀유한공사	디어마이프렌즈	2016	tvN

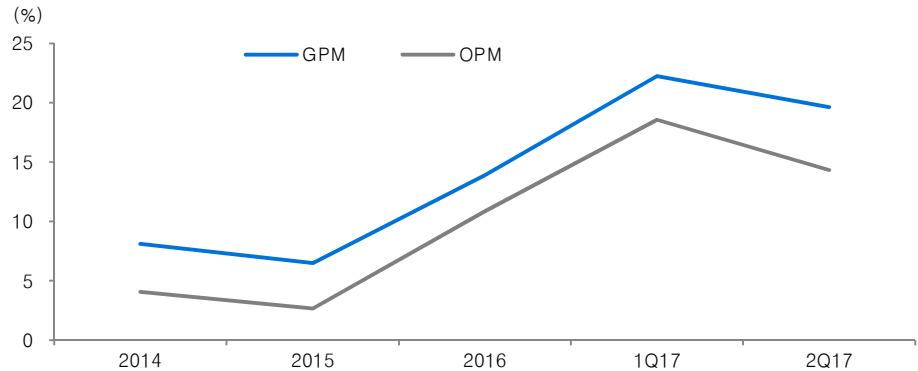
자료: 베이징레전드미디어, 한중콘텐츠연구소

4) 드라마 수익성 확대

드라마 수익성 상승세

스튜디오드래곤의 GPM은 2014년 8% → 2015년 6% → 2016년 14% → 1H17 21% 로 상승세에 있다. 참고로, 2014~16년 GPM은 동사의 분사 이전 사업부 시절까지를 포함한 것이다. 동사의 OPM도 비슷한 추세의 상승세를 보이고 있다.

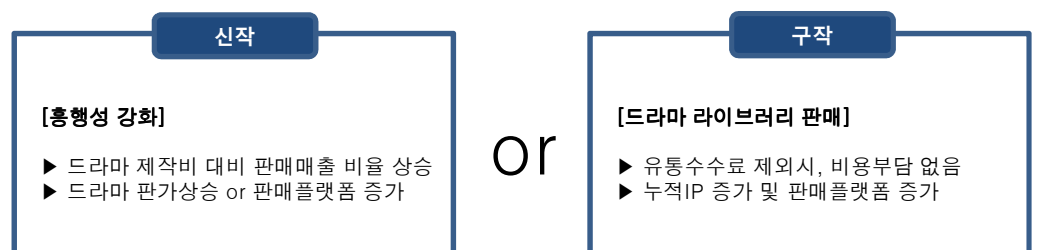
[그림 34] 스튜디오드래곤의 연도별 마진 추이



자료: 스튜디오드래곤

동사의 GPM 상승은 다음의 2가지 조건 가운데 1가지 이상이 충족될 때 가능해진다. **1)신작 드라마의 제작비 대비 판매매출 비율이 상승한다.** 드라마의 흥행성이 좋아지거나, 해외시장 판가가 상승하거나, 판매 플랫폼의 숫자가 증가해 판매매출이 증가하는 경우이다. **2)구작 드라마 라이브러리의 판매효과가 발생한다.** 해외시장 신규 플랫폼에 구작 드라마 라이브러리를 공급할 경우, CJ E&M에게 지급하는 유통수수료 15%를 제외한 대부분의 매출을 이익으로 확보할 수 있다. 구작 드라마 판매는 절대 매출액 규모가 작더라도 이익률 개선엔 기여할 수 있다.

[그림 35] 스튜디오드래곤의 수익성 상승 조건



자료: 유안타증권 리서치센터

a) 신작 드라마 제작비 대비 판매매출 비율 상승

다수의 흥행작 출현

동 비율이 상승하려면, 기본적으로 신작 드라마들의 흥행성이 고르게 좋아져야 한다. 흥행성이 높은 드라마가 지속적으로 제작된다면, 국내 VOD 매출액과 해외판매 매출액이 동시에 상승할 수 있기 때문이다.

최근 수년간의 tvN 드라마들의 시청률을 보면, 지상파에 버금가는 흥행 드라마가 다수 출현한 점을 알 수 있다. 『응답하라 1988』과 『도깨비』의 평균시청률은 각각 12.4%, 12.8%에 달해 신드롬적인 인기를 누렸다.

[표 26] tvN 주요 드라마 평균시청률

tvN 월화드라마			tvN 금토드라마 (토일드라마)		
드라마	편성기간	평균시청률	드라마	편성기간	평균시청률
호구의 사랑	2015.02~2015.03	1.1%	하트 투 하트	2015.01~2015.03	1.5%
식사를 합시다2	2015.04~2015.06	2.0%	슈퍼대디 열	2015.03~2015.05	1.4%
신분을 숨겨라	2015.06~2015.08	2.0%	구여친클럽	2015.05~2015.06	0.8%
막돼먹은 영애씨 14	2015.08~2015.10	2.6%	오 나의 귀신님	2015.07~2015.08	4.1%
풍선껌	2015.10~2015.12	1.2%	두번째 스무살	2015.08~2015.10	5.4%
치즈인더트랩	2016.01~2016.03	6.0%	응답하라 1988	2015.11.~2016.01	12.4%
피리부는 사나이	2016.03~2016.04	2.1%	시그널	2016.01~2016.03	8.8%
또! 오해영	2016.05~2016.06	6.9%	기억	2016.03~2016.05	2.9%
싸우자 귀신아	2016.07~2016.08	3.4%	디어 마이 프렌즈	2016.05~2016.07	5.1%
혼술남녀	2016.09~2016.10	3.6%	굿 와이프	2016.07~2016.08	4.7%
막돼먹은 영애씨 15	2016.10~2017.01	2.6%	The K2	2016.09~2016.11	4.9%
내성적인 보스	2017.01~2017.03	2.0%	도깨비	2016.12~2017.01	12.8%
그녀는 거짓말을 너무 사랑해	2017.03~2017.05	1.5%	내일 그대와	2017.02~2017.03	1.7%
서클 : 이어진 두 세계	2017.05~2017.06	2.1%	시카고 타자기	2017.04~2017.05	2.2%
하백의 신부 2017	2017.07~2017.08	3.1%	비밀의 숲	2017.06~2017.07	4.6%
아르곤	2017.09	2.7%	명불허전	2017.08~2017.10	5.4%

자료: AGB Nielsen, 유안타증권 리서치센터

동사 드라마, CPI 지수 상위권 포진

참고로, CJ E&M과 닐슨코리아가 공동 개발한 콘텐츠 파워지수(CPI: Content Power Index)를 보면, 동사 드라마의 흥행성을 확인할 수 있다. 동 지표는 프로그램 관련 뉴스 구독자수(Issue Ranking), 프로그램 직접 검색자수(Search Ranking), 소셜미디어 버즈랭(Buzz Ranking) 항목의 개별 표준점수의 평균으로 산출된다. 스마트 미디어 환경에 맞게 시청률 지표를 보완하기 위해 고안된 지표이다.

2017년 1월 1주차의 경우, 『도깨비』와 『푸른바다의 전설』이 CPI 순위 1~2위를 차지했다. 동사 드라마가 한국 전체 콘텐츠 순위 1~2위를 독식한 것이다. 2017년 1월 이후에도, 동사 드라마는 CPI 지수 상위권에 포진하고 있어 높은 흥행성을 인정받고 있는 것으로 평가된다.

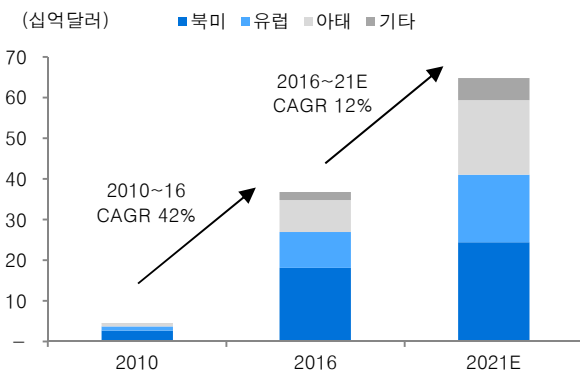
[표 27] Content Power Index (2017년 1월 1주차 기준)

순위	채널	장르	프로그램명	시청률	CPI
1	tN	드라마	도깨비	11.8	294.4
2	SBS	드라마	수목드라마(푸른 바다의 전설)	9.9	236.9
3	KBS2	드라마	월화드라마(화랑)	4.1	236.0
4	SBS	연예/오락	정글의 법칙	7.2	230.3
5	SBS	드라마	월화드라마(낭만닥터 김사부)	13.0	226.2
6	tN	연예/오락	신서유기 3	2.8	220.1
7	MBC	음악	일밤 - 복면가왕	5.1	218.8
8	MBC	연예/오락	무한도전	8.5	215.7
9	KBS2	연예/오락	해피선데이 - 슈퍼맨이 돌아왔다	6.9	215.4
10	MBC	연예/오락	황금어장 - 라디오스타	6.1	214.9

주: 파란색 음영은 스튜디오드래곤의 제작드라마를 의미
 자료: AGB Nielsen, CJ E&M

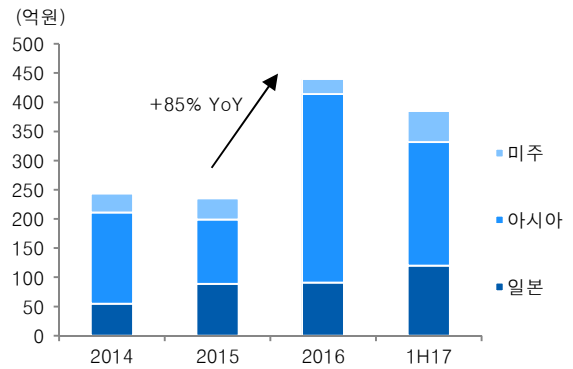
Digital TV Research에 의하면, 글로벌 OTT 시장은 2010년 45억달러 → 2016년 368억달러로 CAGR 42%의 고속성장을 시현했다. 해외 OTT는 다양한 국가들의 콘텐츠를 확보해 Traffic 및 가입자를 유지하는데 주력하고 있어 동사의 드라마 수출판매에 우호적인 영업환경을 조성하고 있다. 마침, **스튜디오드래곤의 해외 매출액은 2015년 239억원 → 2016년 442억원(+85% YoY)으로 급증했는데, 이는 동사 드라마의 흥행성과 해외 OTT 사업자들의 콘텐츠 구매욕구가 맞물린 결과로 해석된다.**

[그림 36] 글로벌 OTT 시장규모 추이 및 전망



자료: Digital TV Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 스튜디오드래곤의 해외 매출 추이



자료: 스튜디오드래곤

b) 구작 드라마 라이브러리 판매

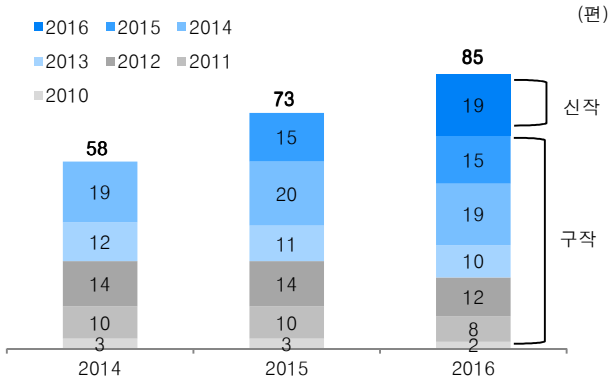
누적 드라마 IP 95편

스튜디오드래곤은 CJ E&M이 보유하고 있던 드라마 구작 IP들을 확보한 상태로 분사했다. 이들 구작드라마는 해외 플랫폼에 라이브러리 형식으로 판매할 경우 양호한 이익을 기대할 수 있다. CJ E&M 본사향 유통수수료(15%)를 제외시, 추가적인 비용이 거의 없기 때문이다. 구작 판매를 통한 이익 극대화를 위해서는 지역 독점권, 홀드백 기간 등의 계약조건 최적화가 필요하다.

동사의 누적 드라마 IP는 IPO 시점 기준으로 95편에 도달한 것으로 파악된다. 2017년 신작드라마가 22편이란 점을 감안시, 2017년 구작 IP는 70~80편 수준인 것으로 추정된다. 동사의 구작판매편수는 2014년 39편 → 2015년 58편 → 2016년 66편으로 증가하고 있다. 동사의 해외 판매처가 지속적으로 확대된다고 가정시, 동사의 구작판매편수는 매년 증가할 수 있다.

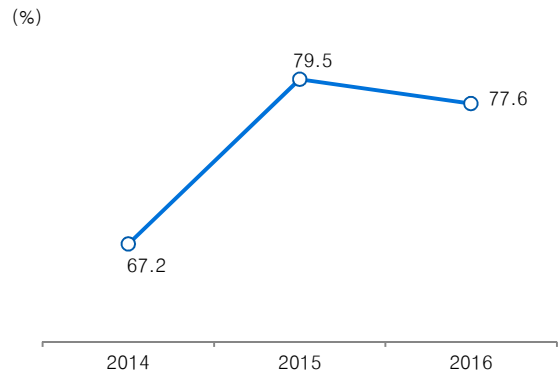
동사의 구작 판매매출은 신작 판매매출과 비교시 작을 것으로 추정된다. 드라마의 판가는 시간이 지날수록 하락하는 특성이 있기 때문이다. 1차 윈도우인 방송국향 판가가 가장 높고, 일정 홀드백 기간을 거쳐 2차, 3차 윈도우로 넘어갈수록 판가가 하락한다. 이로 인해, 구작드라마는 라이브러리 형식의 패키지로 판매되는 경우가 많다. 동사처럼 누적 드라마 IP가 많은 제작사는 플랫폼에 라이브러리 판매를 진행할 때 교섭력이 커진다. 다수의 플랫폼에 라이브러리 판매를 진행하면, 상당한 매출을 발생시킬 수 있다.

[그림 38] 스튜디오드래곤, 제작연도별 드라마 라이브러리 판매편수 추이



자료: 스튜디오드래곤

[그림 39] 스튜디오드래곤, 연도별 구작 드라마 판매비율 추이



자료: 스튜디오드래곤

스튜디오드래곤 (253450) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산(12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	1,544	2,930	3,795	4,621	5,551
매출원가	1,328	2,414	2,987	3,574	4,138
매출총이익	216	516	808	1,047	1,413
판매비	50	130	156	187	225
영업이익	166	386	652	860	1,189
EBITDA	388	386	652	860	1,189
영업외손익	-61	27	63	76	95
외환관련손익	-3	0	0	0	0
이자손익	-8	26	63	76	95
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-50	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	105	406	716	936	1,283
법인세비용	24	105	173	227	311
계속사업순이익	81	205	543	710	973
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	301	543	710	973
지배지분순이익	81	301	543	710	973
포괄순이익	83	205	543	710	973
지배지분포괄이익	83	205	543	710	973

주: 2016년 실적은 물적분할 이후인 5~12월 실적만 반영
 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
유동자산	814	3,241	3,800	4,519	5,503
현금및현금성자산	115	2,661	3,158	3,819	4,736
매출채권 및 기타채권	394	187	242	295	354
재고자산	0	23	30	36	43
비유동자산	1,606	1,704	1,704	1,704	1,704
유형자산	12	11	11	11	11
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	23	19	19	19	19
자산총계	2,420	4,945	5,504	6,223	7,207
유동부채	845	1,071	1,088	1,097	1,108
매입채무 및 기타채무	205	226	242	252	263
단기차입금	81	65	65	65	65
유동성장기부채	0	200	200	200	200
비유동부채	214	107	107	107	107
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	100	100	100	100
부채총계	1,059	1,179	1,195	1,205	1,216
지배지분	1,361	3,766	4,309	5,019	5,991
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	1,147	3,247	3,247	3,247	3,247
이익잉여금	83	385	927	1,637	2,610
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,361	3,766	4,309	5,019	5,991
순차입금	164	-2,302	-2,798	-3,459	-4,376
총차입금	281	364	364	364	364

결산(12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-124	285	497	660	917
당기순이익	81	205	543	710	973
감가상각비	2	0	0	0	0
외환손익	3	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-461	146	-46	-49	-56
기타현금흐름	250	-65	0	0	0
투자활동 현금흐름	-695	0	0	0	0
투자자산	-3	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	0	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-682	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	935	2,100	0	0	0
단기차입금	73	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	199	0	0	0	0
자본	560	2,100	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	103	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	276	0	0	0
현금의 증감	115	2,661	497	660	917
기초 현금	0	0	2,661	3,158	3,819
기말 현금	115	2,661	3,158	3,819	4,736
NOPLAT	166	386	652	860	1,189
FCF	-121	432	449	602	845

자료: 유안타증권
 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
EPS	-	1,108	1,994	2,608	3,575
BPS	-	13,841	15,834	18,442	22,017
EBITDAPS	-	1,420	2,398	3,160	4,368
SPS	-	10,767	13,948	16,982	20,398
DPS	-	0	0	0	0
PER	-	31.6	17.6	13.4	9.8
PBR	-	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	3.3	2.5	2.1	1.7

결산(12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-	89.7	29.5	21.8	20.1
영업이익 증가율 (%)	-	132.3	68.9	31.8	38.2
지배순이익 증가율 (%)	-	270.1	80.0	30.8	37.1
매출총이익률 (%)	14.0	17.6	21.3	22.7	25.5
영업이익률 (%)	10.8	13.2	17.2	18.6	21.4
지배순이익률 (%)	5.3	10.3	14.3	15.4	17.5
EBITDA 마진 (%)	25.1	13.2	17.2	18.6	21.4
ROIC	21.8	25.5	45.6	57.5	76.0
ROA	6.7	8.2	10.4	12.1	14.5
ROE	12.0	11.8	13.4	15.2	17.7
부채비율 (%)	77.8	31.3	27.7	24.0	20.3
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-61.1	-64.9	-68.9	-73.0
영업이익/금융비용 (배)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.0
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2017-11-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.