

Contents

Summary	2
---------------	---

1. 핵심경쟁력: IP 콘텐츠

1) Two Track (구작 + 신작) 성장 전략	3
2) 우수 크리에이터 기반, 압도적 제작 능력	4

2. 경쟁력 있는 플랫폼과 시너지: 국내 시장 성장 발판

1) 경쟁력 있는 플랫폼 보유	6
2) 우호적인 시장 환경	7
3) 지상파 경쟁력 약화	8

3. 향후 성장 전략: 해외 진출으로

1) 유통 플랫폼 강화 + 현지화 통한 판매지역 확대	9
2) 중국 비롯한 OTT 기업으로의 확장 전략	11

4. 투자의견 BUY. 목표주가 140,000원

미디어

센터장 김장열
R.A 김아영

스튜디오드래곤, 고평가가 정당화되는 이유

Summary

1. 핵심경쟁력: IP 콘텐츠

동사의 핵심 경쟁력은 높은 완성도의 독보적인 제작역량으로 우수한 IP를 보유한 데 있다. 먼저 1) 투 트랙 (구작 + 신작) 전략으로 이익 성장성 확대 중이다. 신작에 대한 IP외에도 구작 IP 판매는 기존 상각이 끝난 제품에 대한 추가적 수익 창출로 이익 성장성은 더욱 가속화될 전망이다. 현재 매출의 80% 이상이 구작에서 발생 중이다. 2) 우수 크리에이터 기반으로 압도적 제작 능력을 자랑, 규모의 경제화를 이루고 있다. ① 투 트랙으로 M&A/주식 스왑 등 통한 인기 작가 편입, 신입 육성으로 크리에이터 확보 중이다. ② 압도적인 제작 능력을 들 수 있다. 국내 타 콘텐츠 제작사는 평균적으로 2~4편/년 작품 캐파 보유한 반면, 동사는 현재 27~28편/년 가능할 것으로 보인다.

2. 경쟁력 있는 플랫폼과 시너지: 국내 시장 성장 발판

동사는 CJ ENM을 모회사로 두고 tvN, OCN 채널에 안정적으로 드라마를 방영 중이다. 경쟁력 있는 플랫폼을 보유해 국내에서 탄탄한 입지 다지는 중이다. 1) 경쟁력 있는 플랫폼 보유. 지상파부터 케이블/중편/위성/라디오까지 채널 수만 수 백 개 이르는 가운데, CJ ENM의 시청점유율은 11.0% (17년 기준)으로 압도적이다. 동사의 캡티브 매출이 전체 매출의 70~80%까지 차지하면서 동사 고 성장의 발판이 되고 있다. 2) 미디어 환경이 변화되고 있는 점과 정부 정책/규제도 긍정적으로 작용해 CJ ENM 채널이 상대적 수혜 보고 있는 중이다. 3) 지상파 경쟁력이 약화되는 점도 긍정적이다. 낮은 제작비/크리에이터의 프리랜서 전향/대중스타들의 인식 변화 등으로 동사 경쟁력 강화됐다.

3. 향후 성장 전략: 해외 진출으로

동사가 국내 경쟁력 있는 플랫폼을 기반으로 성장했다면, 다음 단계는 해외시장으로의 시장으로의 확대이다. 1) 넷플릭스에 「미스터션샤인」 라이선스 공급계약(18/6/21 공시)을 시작으로 워너브라더스, AMC, 유튜브 레드 등과도 권리 계약 중이다. 2) 일본, 베트남, 태국 등 아시아 지역에서 합작, 판권 판매, IP리메이크 통한 현지화 전략 구축 중이다. 향후 미국 시장으로의 확대 기대된다. 3) 아직은 이르지만, 중국 시장으로의 지역 확장은 동사에 큰 모멘텀으로 작용할 전망이다. 하반기 중국의 한국 콘텐츠 쿼터 허용 시 즉각적 수혜 기대된다.

4. 투자자의견 Buy, 목표주가 140,000원

1Q 매출 799억/영업이익 109억 대비, 2Q 실적은 매출 705억/영업이익 95억 예상된다. 1Q17 기고효과와 2Q18 킬러 작품 부재로 컨센서스에 소폭 못 미치는 수준이다. 다만 2Q 후속작으로 「김비서가 왜 그럴까」, 「미스터션샤인」이 10% 내외의 높은 시청률 기록하고 있고, 4Q 현빈/박신혜 주연의 「알함브라 궁전의 추억」도 예정돼있어 하반기는 기대해 볼만 하다. 동사는 실적 성장세 지속과 중국/미국 등 해외 매출처 및 유통 플랫폼 다변화로의 큰 변화의 앞에 놓여있다. 목표주가는 기대감 반영해 18년 글로벌 peer 그룹 PSR 7.3 배에 40% 할증한 10.2배를 컨센서스 매출에 적용한 140,000원과 투자자의견 BUY를 제시한다.

스튜디오드래곤, 고평가가 정당화되는 이유

1. 핵심경쟁력: IP 콘텐츠

1) Two Track (구작 + 신작) 성장 전략

구작 + 신작 투트랙으로 매출 발생

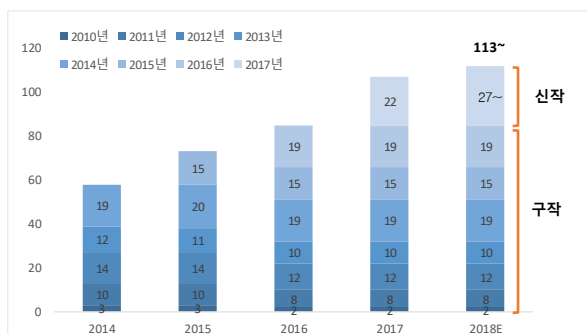
1Q17부터 라이브러리 판매비중을 보면 평균 87.11%(76% ~ 93% 범위)가 구작(舊作)으로부터 발생한다. 구작은 안정적인 캐시카우 역할을 하면서, 기존 상각이 끝난 제품에 대한 추가적 수익 창출로 이어지기에 이익 성장성은 더욱 가속화된다. 보통, 방영 전에는 건설 중인 자산으로 처리, 방영/유통 시 제작 방법에 따라 비율별로 일시 상각/판매 단계에서 1.5년에 걸쳐 상각하는 방식이다.

이는 동사의 핵심 투자 포인트로, 원천 IP를 기반으로 안정적 수익을 창출한다. 과거 방송사가 IP를 보유했다면, 직접 IP를 보유해 국내외 판권 유통을 통한 안정적 매출을 확보 중이다. 14년 58편, 15년 73편, 16년 85편, 17년 106편으로 라이브러리 매년 꾸준히 증가 중이며, 매년 구작 누적 편수 증가 및 신작 추가로 판매 가능 라이브러리도 확대 중이다. 향후 제작사 인수/외주제작/작가 편입 등으로 '20년 까지 목표 제작 편수 40편이 가능해지면 매출/이익성장률은 가속화할 예정이다.

Free-Sales 방식으로 제작비 일부 확보 및 IP 직접 보유

IP를 직접 보유한 점은 매출로 이어지는 단계에서도 타 플랫폼(지상파3사, 종편 등)과도 구별이 된다. IP판매는 시청률과 무관한 것은 아니지만, 수익적 측면에서 흥행/시청률과 관련 있는 것은 이후 VOD 단에서의 문제이다. 동사는 통상 작품 편성시 제작비 50~70%를 받고, 촬영/협찬하면서 제작비 10~20%를 확보, 이후 VOD/해외OTT 등 판매하면서 추가적으로 매출을 확보하는 과정을 거친다. 즉, Free-Sales 방식으로 제작비 확보 통한 리스크 관리와 향후 흥행에 따른 추가 VOD/OTT확장으로 추가 이익을 달성해가는 우수한 Business Model을 보유하고 있다.

[그림1] 드라마 라이브러리 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림2] 드라마 라이브러리 판매 분기별 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

2) 우수 크리에이터 기반, 압도적 제작 능력

- 투 트랙 (시니어 확보 + 신입 육성) 크리에이터 확보 전략

크리에이터 확보 전략

- 시니어 확보 + 신입 육성

동사는 현재 국내 최대 규모인 120여명의 크리에이터(작가/감독/프로듀서)를 보유 중이며, 투 트랙 전략으로 신인작가/감독 육성 및 발굴, 등단 기회를 제공 중이다.

먼저, 우수 작가/감독 등 영입을 위해 핵심 크리에이터를 보유한 하우스의 M&A 검토 과정 등을 거친다. 동사는 연결대상 종속 회사로 (주)화앤담픽쳐스, (주)문화창고, (주)케이피제이 보유 중이다. 화앤담픽쳐스는 '도깨비' 김은숙 작가가, 문화창고는 '푸른 바다의 전설' 박지은 작가가, KPJ는 '육룡이 나르샤'의 김영현/박상연 작가가 소속된 회사이다.

두번째, 신인 작가/감독 육성/발굴/등단을 위한 동사만의 '오픈(O'PEN)' 공간을 제공 중이다. 오픈(O'PEN)은 CJ ENM이 드라마제작 자회사인 동사와 CJ문화재단과 드라마/영화 스토리텔러를 발굴/지원하는 사업이다. 구체적으로 공모전을 통해 1년에 20~30명 정도(상/하반기 10여명) 발굴 후, tvN 등 기존 캡티브 플랫폼을 활용한 등단 기회를 제공한다. 오픈센터는 상암동 DDMC건물에 약 200평의 창작 공간을 제공, 전문가멘토링/특강 프로그램 등을 운영 중이다. 6월 O'PEN 2기가 출범했으며, 1기 작가는 삼화네트웍스/로고스필름/도레미엔터테인먼트 등 국내 우수 드라마 제작사와 집필계약 맺고 데뷔를 앞두고 있다. 향후에도 국내 최대 규모의 프로퍼셔널리한 연출진과 플랫폼을 통해 드라마/영화/웹툰 등 장르를 넘나드는 작가/감독/프로듀서의 발굴 및 협업이 기대된다.

[그림3] O'PEN의 주요 사업 내용



자료: O'PEN, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림4] O'PEN 신인작가들의 tvN 방영분



자료: O'PEN, 골드브릿지투자증권 리서치센터

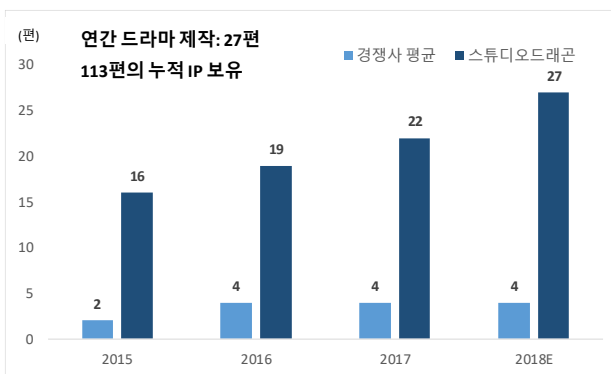
- 압도적인 제작 능력

연간 27~28편 제작 가능 Capa
보유. 크리에이터 확보
전략으로 제작 Capa 확장

연간 동사의 드라마 제작 편수는 18년 27~28편으로 20년까지 40편으로 확대 가능할 예정이다. 현재 60명 이상의 작가 보유해, '작가1명, 연출1명, 프로듀서 2~3명' 팀제로 작품 제작 시 연간 가능 Capa는 30여편이다. 향후에 M&A 등 통한 인기 작가 영입과 신규 작가 발굴로 제작 Capa 지속 확대 예상된다.

과거 미디어 산업은 미디어플랫폼 + 매니지먼트 + 제작사 3사가 각각 따로 사업 영위하는 구조였다. 방송사 외주 제작 위주로 스타에 의존한 드라마가 제작됐으며, 현재에도 각 소규모 제작사에서 1~2편 제작하는 수준에 그치고 있다. 다만, 다양한 미디어 플랫폼이 등장하면서 영세한 제작사/외주제작형태가 아닌 스튜디오를 중심으로 주도적인 드라마 제작/해외로의 유통 확대 모색 중이다. 국내 타 드라마/영화 콘텐츠 제작사가 16년 기준 평균 4편 제작하는 것을 감안할 때, 동사의 Capa는 독보적인 숫자임을 확인할 수 있다. 특히, 지상파 3사를 살펴 보면 외주제작 비중이 MCB 35%, SBS 35%, KBS2 40%, KBS1 34%(17년 기준)로 매우 높고 드라마의 70% 이상은 외주 제작일 정도로 자체 제작 비중이 적다. 반면, 동사는 자체 제작부터 유통까지 모든 판권을 쥐고 있기 때문에 높은 수익성이 가능한 것이다.

[그림5] 월등한 제작 능력



자료: 스튜디오드래곤, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림6] 스튜디오 IP 보유



자료: 스튜디오드래곤, 골드브릿지투자증권 리서치센터

2. 경쟁력 있는 플랫폼과 시너지: 국내 시장 성장 발판

- 케이블에서 IPTV로, 지상파에서 CJ로, 네이버에서 유튜브로 이동 중.

1) 경쟁력 있는 플랫폼 보유

수백개 채널 중 CJ ENM이라는 경쟁력 있는 플랫폼을 주요 캡티브마켓으로 보유

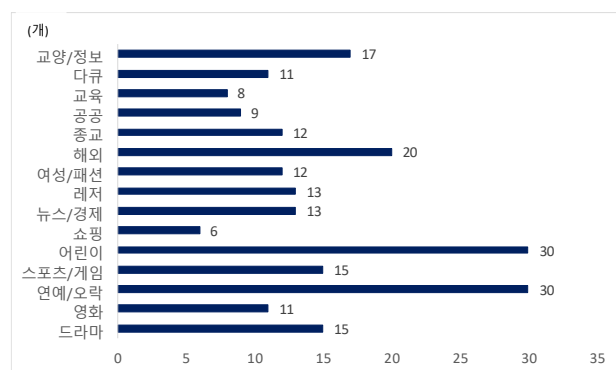
국내 편성 채널은 크게 지상파, 종합편성, 케이블, 스카이라이프, 해외 위성, 라디오 등으로 나눌 수 있다. 동사의 플랫폼이 적용되는 케이블채널은 카테고리만 봐도 드라마, 영화, 연예/오락, 스포츠/게임, 어린이, 쇼핑, 뉴스/경제, 레저, 여성/패션, 해외, 종교, 공공, 교육, 다큐, 교양/정보에 이르기까지 굉장히 다양하다. 각 카테고리 별로 적게는 6개부터 많게는 30개까지 총 222개에 이른다.

스튜디오드래곤의 모회사인 CJ ENM(지분 71%)은 tnN, 엠넷, 온스타일, 올리브TV 등 약 20개 채널을 보유 중이며, 동사는 tvN, OCN을 주력 캡티브 마켓으로 매출 발생 중이다. 17년 방송통신위원회의 시청점유율 결과에 따르면 KBS (27%), MBC (12%)에 이어 CJ ENM이 11%를 차지, 채널경쟁력은 이미 숫자로 검증 중이다. 1Q18 기준 매출의 70~80%가 캡티브 마켓인 tvN/OCN 2개 채널에서 발생한다면, 나머지는 지상파/중편 채널 중에서 발생 중이다. 현재 tvN Slot은 full Capa, OCN은 1개 Slot 더 확장 가능한 상황이며, 향후 올리브 등 캡티브향 타 채널로의 확장도 기대된다. 주력 플랫폼을 통해 안정적 매출 확보하면서 추가 매출 확장 전력으로 타 플랫폼 활용/해외로의 진출 모색 중이다.

tvN/OCN/올리브 등, 연예 오락/시사교양 외 드라마 Slot 확대 여지를 기대하며

플랫폼이 경쟁력을 갖추는 데에는 동사의 콘텐츠도 빼놓을 수 없다. 동사의 주력 플랫폼인 tvN은 드라마, 연예오락, 시사교양, 흥베이커리, 동영상 등 다양한 콘텐츠를 제공 중이다. 드라마는 High Risk/ High Return, 즉 제작 당시 초기에 회당 5억원이라는 높은 비용이 발생하지만, 적게는 10%에서 많게는 30%까지 높은 수익률을 가져다 준다. 한편, 연예오락/시사교양 콘텐츠의 경우 비교적 적은 비용 투입/Low Single의 비교적 적은 수익률을 가져다 준다. 현재 tvN에서 방영 중인 드라마는 4편인 반면, 연예오락은 20편, 시사교양은 2편으로 非드라마 계열 콘텐츠 수가 압도적으로 많다. 즉, 콘텐츠의 경쟁력이 높아져 플랫폼(해당 채널) 접근성이 높아지면 연예오락/시사교양 외 드라마 slot 을 보다 많이 확보 가능하게 된다. 향후 OCN, 올리브 등 플랫폼 경쟁력 강화 통해 보다 높은 수익성 꾀할 수 있을 것이다.

[그림7] 케이블 채널 종류 및 개수



자료: epq, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림8] 스튜디오드래곤, 현재 방영 중인 드라마



자료: tvN, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림9] 스튜디오드래곤, 현재 방영 중인 예능



자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림10] 스튜디오드래곤, 현재 방영 중인 연예오락



자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

2) 우호적인 시장 환경

- 미디어 환경의 변화

미디어 환경 변화로 능력이 갖춘 콘텐츠 제작사 경쟁력 증가

IPTV 시장이 확대되면서, 지상파와 유료방송시장 사업자간의 경계가 모호해 지고 있는 점은 동사를 비롯한 콘텐츠제작사에 긍정적이다. VOD/OTT 등 새로운 미디어 플랫폼의 등장으로 드라마 방영 채널 증가, 시청 형태가 변화하고 있다. 이는 기존 방송플랫폼사(특히 지상파 3사)가 갖고 있던 시장 주도권이 소구력 높은 드라마 제작 능력을 갖춘 콘텐츠 제작사로 이동을 가속화하고 있다.

- 정부 정책/규제와 더불어

규제없는 재방/3~4차 방송 CJ ENM의 높은 광고 수익성으로

방송통신위원회가 발표한 '2017 방송사업자 재산상황' 자료에 따르면 전체 방송광고 매출은 11년 이후 감소세나, 종편 4사(TV조선, JTBC, 채널A, MBN)의 광고매출은 4천4억원(yoy 39%)으로 증가했다. 일부 종편 채널은 드라마/예능/뉴스 등으로 10%에 육박하는 시청률을 확보해 안정적인 흐름을 이어가고 있다. 종편의 매체 영향력이 안정권이 접어든 점은 방송광고라는 부가적인 수입으로도 이어진다. 한편, 지상파나 종편과 달리 재방송, 3차/4차 방송을 하더라도 아무런 규제를 받지 않아 광고 수입을 확보, CJ ENM의 tvN, OCN 등 플랫폼은 상대적으로 수혜를 보는 구조이다. CJ ENM이 책정한 광고 단가가 지상파를 추월한 2,000만 원으로 수익성 측면에서도 우수한 성과를 내고 있다.

물론, 최근 불거지는 '종편 특혜'에 대해 방송통신위원회의 비대칭 규제 재검토 가능성이 높아진 점은 잠재적 리스크이다. 규제 개선방안 관련 내용으로는 △ 케이블/IPTV 등 모든 유료방송 플랫폼에 의무적으로 내보내는 의무 송출 제도 개선, △ 지상파와 동등한 외주제작 편성 의무 부여, △ 방송통신발전기금 부과 정책 개선 등을 담고 있다. 해당 의무 전승 특혜가 사라지면 JTBC 외 종편은 TV에서 찾아볼 수 없거나 높은 번호대로 배치될 가능성이 크다. 하지만 시장에서 자유시장 원칙에 따라 경쟁이 치열해지는 만큼 동사는 독보적인 입지를 확보하고 있어, 오히려 경쟁력 바탕으로 입지 굳히기 과정이 될 가능성이 크다.

3) 지상파 경쟁력 약화

지상파 3사 시청률 모두
하락한 반면 CJ ENM,
JTBC 시청률 증가

방송통신위원회에서 발표한 '2017년도 방송사업자의 시청점유율 산정 결과'에 따르면, 여전히 지상파 3사의 m/s는 독보적이지만, 뉴미디어 플랫폼 시청 경향이 증가하면서 지상파 방송사업자의 시청률이 지속 하락 중이다. 17년 주요 방송사업자별 시청점유율은 KBS 27%(yoy -0.7%p), MBC 12%(yoy -3%p), SBS 9%(yoy -0%p), JTBC 9%(yoy +2%p), YTN 2%(yoy +0%p), CJ ENM 11%(yoy +0%p)이다. 지상파 3사 모두 시청점유율 하락한 반면, CJ ENM과 JTBC는 SBS의 시청점유율을 넘어섰다.

지상파의 경쟁력이 낮아지는 이유는 다음의 3가지 이유를 꼽을 수 있다. 1) 낮은 제작비 2) 크리에이터들의 프리랜서 전향 3) 대중/스타들의 인식변화이다.

1) 낮은 제작비. tvN/JTBC vs 지상파? 같은 콘텐츠라도 지상파에 편성되면 상대적으로 의미가 클 수 있지만, 손익을 따져봤을 때는 더 이상 이전과 같지 않다. 동사의 평균 회당 제작비는 5억원인 반면, 지상파는 2억원 아래. 동사는 외주제작사에 제작비 지원/수익 보장 등 통해 권리(IP)를 확보, 경쟁력 강화 중이다.

2) 크리에이터의 프리랜서 전향. 동사는 기획부터 제작/편성/유통까지 전 과정에 이르는 수직계열화를 이루고 있고 탄탄한 자금력으로 인기 작가/감독/프로듀서 확보뿐만 아니라 레퍼런스까지 확실히 쌓아가고 있다. 실력 있는 크리에이터들이 안정적 수입을 포기하고 프리랜서로 전향하는 것은 자본주의사회에서 당연한 수순이다.

3) 대중/스타들의 인식변화. 지상파에서만 볼 수 있었던 일명 '톱스타'가 이제 비 지상파에서 자주 볼 수 있게 됐다. 실력 있는 크리에이터들의 총 집합소이자, 지상파보다 좀 더 많은 출연료를 보장한 덕에 지상파에서만 볼 수 있던 이병헌(미스터선샤인, tvN), 손예진(「밥 잘사주는 예쁜 누나」, JTBC), 김희선/김선아(「품위 있는 그녀」, JTBC)도 케이블에서 볼 수 있게 됐다. 대중들도 지상파 가리지 않고 오히려, tvN/JTBC 드라마가 더 볼만하다는 인식이 슬금슬금 올라오고 있으니 스타들도 케이블로 가지 않을 이유가 없다.

[그림11] 2017년 주요 방송사업자 시청점유율 산정 결과



구분	방송 사업자	17년 M/S (%)	16년 M/S (%)	차이 (yoy %p)
지상파	KBS	26.89	27.58	-0.69
	MBC	12.47	14.98	-2.51
	SBS	8.66	8.67	-0.01
	EBS	2.18	2.00	0.18
종편PP	JTBC	9.45	7.73	1.72
	조선방송	8.89	9.83	-0.94
	채널A	6.06	6.62	-0.56
보도PP	매일방송	5.22	5.48	-0.26
	YTN	2.49	2.16	0.33
	연합뉴스TV	2.19	1.82	0.37
주요 SO계열 PP	CJ ENM	11.00	10.98	0.02
	티캐스트	2.97	2.66	0.31
	IHQ	1.59	1.72	-0.13
	현대미디어	0.83	0.71	0.12
위성	씨엠비홀딩스	0.11	0.05	0.06
	KT스카이라이프	1.26	1.16	0.10

자료: 방송통신위원회, 골드브릿지투자증권 리서치센터

3. 향후 성장 전략: 해외 진출으로

1) 유통 플랫폼 강화 + 현지화 통한 판매지역 확대

- 넷플릭스 + 해외 플랫폼으로 확장 노력

넷플릭스 및 해외 타 플랫폼과의 계약, 확장 노력으로 경쟁력 강화

지난 6/21 스튜디오드래곤은 tvN에서 방영중인 '미스터 션샤인'에 대해 넷플릭스와 드라마 방영권 라이선스 계약을 맺었다. 분명 넷플릭스는 콘텐츠 사업자인 동시에 매력적인 제휴 상대이다. 많은 플랫폼에 콘텐츠를 많이 팔수록 이익을 낼 수 있고, 넷플릭스 특성상 해외망 구축없이 제휴를 통해 세계 곳곳에 진출/수익 창출이 가능하다. 실제 '범인은 바로 너'는 총 25개 자막화를 거쳐 190개국 시청자에게 제공, 태국/필리핀/말레이시아 등에서 좋은 반응을 보였으며, 시즌 2 제작 결정으로 이어졌다. 전 세계로의 수출 가능성 외, 오리지널 콘텐츠 제작비는 한국 콘텐츠 보다 높게 지급 되고, 연출자에게 100% 자율성을 보장해 콘텐츠 제작사가 제휴하기에 더욱 매력적이다.

넷플릭스는 인터넷(Net)과 영화(Flicks)를 따온 말로, 인터넷 발전/통신 네트워크 업계 인프라의 비약적 발전을 예견, 인터넷 스트리밍 사업을 영위 중이다. 콘텐츠 자체 제작/제휴 플랫폼 확장/구독자의 DB분석 통한 콘텐츠 큐레이션 서비스 제공 등으로 전 세계적으로 비약적으로 성장 중이다. 넷플릭스는 16년 1월 한국에 처음 진출해 미국/일본/영국 등에서의 인지도보다 약하지만, 최근 한국 방송사/통신사/콘텐츠 제작사와의 협업을 꾀하고 있다. 18년 80억 달러의 제작비 투입으로 700여편의 자체 콘텐츠 계획, 한국에서도 입지 강화 중이다.

장르의 다양화 측면에서, 전세계 진출을 위한 발판으로 넷플릭스는 분명 1.2억명의 가입자를 보유한 매력적인 OTT이다. 구체적으로 넷플릭스와의 제휴 통한 오리지널 콘텐츠 제작(자체제작)의 경우 IP는 100% 넷플릭스가 가져가고, 스튜디오드래곤에는 일정 mark-up을 보장하는 방식이다. 실시간 방영이 아니기에, 100% 사전 제작으로 이뤄지며 높은 기술과 까다로운 프로세스를 거쳐 190개국, 25개 자막화 통해 방영되며 1년여의 시간이 소요된다. 현재에는 넷플릭스 외에도 워너브라더스, AMC, 아이티피, 유튜브브레드 등과의 리메이크 권리 계약 중이며 향후에는 글로벌 사업자와의 공동개발 또는 제작/지분투자 통한 시장 확장이 기대된다.

- 현지화 통한 판매지역 확대

합작 법인, 판권판매, IP 리메이크 등으로 해외 현지화 전략 구사

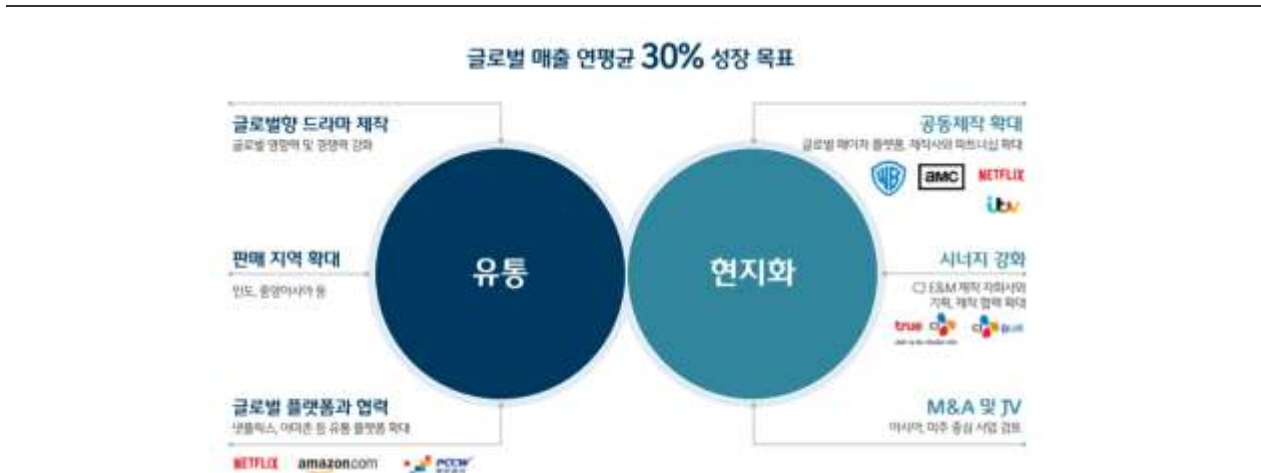
메이저 플랫폼 제작사들과의 공동제작 확대 및 IP기반 리메이크 강화 수순으로 이어질 것으로 예상된다. 현재에는 일본, 베트남, 태국 등 아시아 지역에서 합작/ 또는 판권 판매 통한 드라마 제작, IP리메이크 전개 중이다. 미주 지역에서도 글로벌 주요 사업자와 파트너십 강화 통해 성장 중. 16년 '미생'의 일본 리메이크, 중국 합작 로컬드라마 '상해천사천년2' 제작/방영을 진행한 바 있다. 일본, 베트남, 태국 등 아시아 중심으로 영향력을 확대해온 반면 중국 및 미국 시장으로의 진출 확대도 기대되는 시점이다.

[그림12] 넷플릭스와 계약한 국내 콘텐츠

프로그램명	크리에이터	장르	비고
범인은 바로 너	조효진/장혁재 PD	예능	
YG전자	박준수 연출, 김민석 작가	예능	빅뱅 승리 주인공, YG소속 아티스트 대거 게스트로 출연
범인은 바로 너	김주형 PD	예능	190개국 제공, 25개 언어 자막화. 태국/필리핀/말레이시아 등 인기
스탠드업 코미디		예능	유병재 출연
킹덤	김은희 작가, 김성훈 감독	드라마	사극좀비 드라마
비밀의 숲	이수연 작가	드라마	뉴욕타임스가 선정한 최고의 TV 시리즈
밥 잘 사주는 예쁜 누나	김은 작가	드라마	대만/일본 제외 전 세계 공개, 정해인 열풍
미스터 션샤인	김은숙 작가	드라마	글로벌 라이선스 확보
옥자	봉준호감독	영화	

자료: 기사 인용, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림13] 스튜디오드래곤 해외 성장 전략 1



자료: 스튜디오드래곤, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림14] 스튜디오드래곤 해외 성장 전략 2



자료: 스튜디오드래곤, 골드브릿지투자증권 리서치센터

2) 중국 비롯한 OTT 기업으로의 확장 전략

중국은 해외 플랫폼 진입이 법적으로 금지되어, 중국 OTT 기업으로의 직접 진출이 불가하다. 한편, 저작권에 대한 인식 향상으로 콘텐츠업계에는 긍정적 흐름을 보이고 있다. 중국 정부는 '검열행동', '사오항다페이' 등 집중적인 단속 활동을 벌이는 중이며, 웨이 그룹, 텐센트 등의 기업이 온라인업계의 정품화 운동 통해 저작권 보호 노력 중이다.

- 중국 문화에서의 '한류' 진출은 쉽지는 않지만.

중국 내 감독 심화로 진출
쉽지는 않을 전망

1H18 중국 방송정책 분야의 가장 중요한 이슈는, 국무원 기구개혁 진행으로 국가신문출판광전총국→국가광파전신총국으로 변화, 동영상 영역의 관리감독 수위 강화 두 가지를 꼽을 수 있다.

1) 4/16, 국가 신문출판서와 국가 광파전신총국을 출범했다. 라디오/TV 관리 정책 및 조치를 입안, 시행여부 감독, 라디오/TV 산업 총괄 기획, 지도/협력, 시스템 개혁을 추진하게 될 예정이다. 2) 관리감독 강화. 1월 초 TV프로그램 입안 관리, 규정 위반 처리 규범을 보다 강화 했다. ① 4/16 인터넷 생방송/쇼트클립 플랫폼 콘텐츠 관련 18개 인터넷 회사 콘텐츠 심의 강화/사회적 책임 이행 요구. ② 인터넷 시청각 프로그램의 규범 강화. 불법 갈무리, 짜깁기 편집 금지, 타이틀 스폰서십/협찬 받는 콘텐츠 관리 강화, 트레일러 영상/예고편 등 ③ 온라인 상 유해 콘텐츠 관련 계정 1,500개 삭제. 유쿠, 아이치이, 텐센트, 바이두 등 중심으로 조사. ④ 광전총국에서 수정/경고 처분 받은 프로그램은 일률적으로 재방송, 플랫폼 변화 통한 방영 일체 금지. ⑤ TV/라디오는 글로벌뉴스, 군사프로그램 시작 한 달 전에, 기타 예능 등은 두 달 전에 성급 신문출판광전국에 등록 신청, 동의 후 방영 가능.

- 그럼에도 불구하고, 중국 플랫폼 시장 진출이 의미 있는 이유

Q 측면에서 압도적

중국은 규모있는 플랫폼
다수 존재해 매력적인 시장

Q가 압도적. 규모의 경제를 자랑하는 플랫폼 수가 압도적이며, 그에 따른 트래픽 수도 비교 불가하다. 국내 방송 콘텐츠 제작사 1위 자랑하는 스튜디오드래곤의 드라마 제작 편수가 25편인 것을 감안할 때, 중국 플랫폼 사의 확장성 무궁무진하다. 온라인동영상 플랫폼 별 조회수 비중은 텐센트비디오가 67억뷰로 42% 차지하며 압도적인 M/S를 차지. 지난달의 34%에 비해 +9%p로 크게 증가. 플랫폼 별 시청 점유율 보면, 텐센트비디오/아이치이/망고TV/유쿠/소후/러스 등 순 자랑한다.

구체적으로 각 플랫폼들의 방영 예정인 것들 살펴보면,

3대 중국 플랫폼 PPTV, 유쿠, 텐센트비디오의 여름시즌 격돌도 기대된다. 18년 5월 기준 PPTV의 '대서북초비기(전쟁드라마)'가 19억 8,700만뷰, 유쿠의 '비호지잠행극전(경찰드라마)'이 16억 5,700만뷰, 텐센트비디오의 '맹처석신(타임슬립 로코물)'이 16억 4,100만뷰로 압도적인 숫자를 자랑한다. 18년 여름 성수기 웹드라마 방영기대감이 높은 가운데, 유쿠는 총 9편 드라마 반영(독점 방영 5편), 아이치이는 13편(독점 방영 8편), 텐센트비디오는 10편(독점 방영 3편)예정이다.

각 플랫폼 별로 방영하는 콘텐츠의 특성도 제각기이다. 유쿠는 독점방영 드라마로 '상간니미소'가 방영 중이며, '무동건곤'/'천강협웅' 등 방영예정인 6개 콘텐츠 모두 TV/온라인에서 방영 예정이다. 아이치이의 경우 청춘 멜로물, 미스터리 스릴러물의 비중이 높는데, 이번 여름도 '친애적활조종', '침밀폭격', '유성화원' 등 청춘드라마에 주력할 예정이다. 텐센트비디오는 인기만화 각색, 법학물, 판타지 코믹 멜로 등 다양한 장르와 타 플랫폼과의 협업을 통해 공동으로 여러플랫폼에 방영 예정이다.

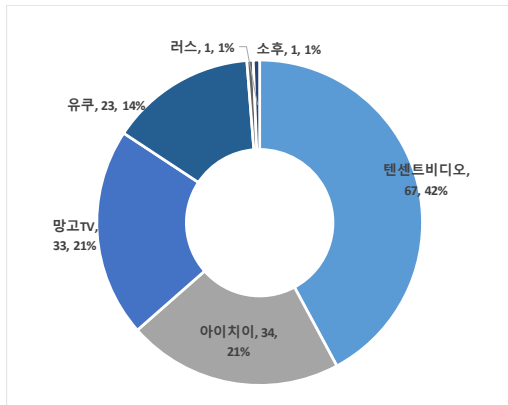
위성채널에서 예능 콘텐츠를 보아도 비슷한 양상임을 확인할 수 있다. 5월 위성채널 예능 온라인 조회수는 3월 연속 상승, 85억뷰에 다름. 웹 예능도 성장세 보여 75억뷰의 조회수를 기록함. 총 예능 조회수는 지난달 대비 14억 8,000만뷰 순증했다.

- 중국에서의 기회 가시화 시점

빠르면 하반기 중국의 한국 콘텐츠에 대한 쿼터 허용시 수혜 가시화 전망

주로 이야기로 거론되는 곳은 BAT (바이두, 알리바바, 텐센트) 등이다. 이전에는 판매부분만 얘기가 진행됐다면, 공동제작/오리지널에 대한 니즈도 있는 것으로 파악된다. 또한, 하반기 킬러 콘텐츠에 대해서는 이전보다는 명확한 그림도 기대되는 점은 긍정적이다. 사드 보복의 해빙 기대와 18년 하반기 중국의 한국 콘텐츠에 대한 쿼터 허용시 즉각적인 수혜로 이어져 스튜디오드래곤의 중요한 잠재 모멘텀으로 작용 가능할 것으로 예상된다.

[그림15] 18년 5월 온라인 동영상 플랫폼 별 시청 점유율



자료: 한중콘텐츠연구소, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림17] 18년 여름 성수기 3대 플랫폼 드라마 라인업

유쿠	아이치이	텐센트비디오
상간니미소	동학양역사	골어
무동건곤	아화양개TA	한정24소시
천강협웅	친애적활조종	부요
아지도니적비밀	침밀폭격	두파창궁
맹비가도	탈신	등호년대
일천령일야	유성화원	위료니아원의열매정개세계
지부지부응시늑비홍수	황권혁전하	지부지부응시늑비홍수
등호년대	항밀침침신여상	비상역류성하
비상역류성하	위료니아원의열매정개세계	일천령일야
	지부지부응시늑비홍수	니화아적경성시광
	비상역류성하	
	두파창궁	
	니화아적경성시광	

자료: 한중콘텐츠연구소, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림16] 18년 여름 성수기 3대 플랫폼 드라마



자료: 한중콘텐츠연구소, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[그림18] 18년 5월 웹드라마 조회수 TOP 10

순위	제목	5월 조회수	플랫폼
1	대서북초비기	19.87억	PPTV
2	비호자장행극전	16.57억	유쿠
3	맹치식신	16.41억	텐센트비디오
4	결애.천세대인적초련	13.93억	텐센트비디오
5	홀이금하	9.37억	텐센트비디오
6	삼국기밀지장룡재연	8.63억	텐센트비디오
7	아!아적황제폐하	8.40억	텐센트비디오
8	북경여자도감	7.69억	유쿠
9	아재불회피해자기부니	6.49억	유쿠
10	궁심계2 심궁계	4.33억	텐센트비디오

자료: 한중콘텐츠연구소, 골드브릿지투자증권 리서치센터

4. 투자 의견 Buy, 목표주가 140,000원 제시

18년 매출 yoy 33% 가량 증가한 3,827억원, 영업이익 yoy 82% 증가한 633억원 기대된다. 1Q 매출 799억/영업이익 109억 대비, 2Q 실적은 매출 705억/영업이익 95억 예상된다. 이는 컨센서스 매출 723억/영업이익 103억에 소폭 못 미치는 수준이다. 1Q가 「화유기」 높은 시청률, 넷플릭스 판매에도 불구하고 1Q 출연배우 하차/교체, IP판매 부진했다면, 2Q는 하반기 대비 킬러 작품 부재에 따른 영향, 1Q17 '도깨비'의 기고 효과가 영향 미쳤을 것으로 판단된다.

2Q tvN에 방영된 드라마의 시청률은 다음과 같다. 「어바웃타임」(월화, 5/20~7/10 방영) 시청률이 평균 41.6%(최고 2.1%), 「김비서가 왜 그럴까」(수목, 6/6~방영)가 7.4%(최고 8.7%), 「라이브」(토일, 3/10~5/6)가 5.8%(최고 7.7%), 「무법변호사」(토일, 5/12~7/1)가 6.1%(최고 8.9%) 수준이다. 「어바웃타임」을 제외한 대부분의 드라마는 6~8% 사이의 높은 시청률을 달성 중이며, 후속작으로 3Q 실적에 반영되는 「식샤를 합시다3」(월화, 7/16~) 2.4%, 「미스터션샤인」(토일, 7/7~)이 10.3% 대의 높은 시청률 보이고 있어 하반기로 갈수록 실적 상향 흐름 기대된다.

동사는 실적 성장세 지속과 중국/미국 등 해외 매출처 및 유통 플랫폼 다변화로 변화의 과도기 시점에 놓여져 있다. 목표주가는 기대감 반영해 18년 글로벌 peer 그룹 PSR 7.3배 (표 2 참조)에 40% 할증한 10.2배를 컨센서스 매출에 적용한 140,000원과 투자 의견 BUY를 제시한다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	154.4	16.6	10.5	8.1	n/a	n/a	38.8	n/a	0.4	n/a	n/a
2017	286.8	33.0	30.3	23.8	851	n/a	74.3	76.4	22.1	4.9	9.5
2018E	382.7	63.2	64.5	48.1	1,717	101.8	104.3	57.3	24.0	6.6	12.3
2019E	505.0	103.0	103.9	79.3	2,827	64.7	131.5	34.8	18.3	5.6	17.4

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[표1] 실적 추정 요약

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액	286.8	382.7	505.0
드라마편성	131.2	162.0	210.0
드라마판매	111.9	169.3	240.0
기타	43.7	51.4	55.0
매출총이익	48.8	79.2	126.0
영업이익	34.7	63.3	103.0
당기순이익	23.9	48.1	79.3
매출액증가율(%)		33.4	32.0
영업이익률(%)	12.1	16.5	20.4
순이익률(%)	8.3	12.6	15.7

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[표 2] 18년 Peers Valuation

	스튜디오드래곤	넷플릭스	타임워너	디즈니	바이두	알리바바	텐센트
시가총액 (백만달러)	2,452	158,015	77,270	165,297	91,685	507,057	460,100
PER (배)	57.3	118.4	12.4	15.2	27.9	31.0	36.5
OPM (%)	16.5	11.2	26.5	25.6	19.5	23.1	32.5
PSR (배)	7.3	9.9	2.4	2.8	6.0	13.5	9.1

자료: Bloomberg, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[표 3] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.0	77.5	72.0	79.9	70.5	110.5	121.8	286.8	382.7	505.0
드라마편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	35.0	42.5	43.8	131.2	162.0	210.0
드라마판매	36.5	26.3	23.3	25.8	32.1	28.2	51.0	58.0	111.9	169.3	240.0
국내	13.9	10.2	10.2	10.4	9.4	10.2	14.0	16.0	44.7	49.6	70.0
해외	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	18.0	37.0	42.0	67.2	119.7	170.0
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	7.3	17.0	20.0	43.7	51.4	55.0
매출원가	58.0	49.0	67.0	64.0	66.0	57.5	87.0	93.0	238.0	303.5	379.0
제작비	49.0	42.0	60.0	58.0	59.0	51.0	80.0	85.0	209.0	275.0	340.0
판매수수료	5.0	4.0	3.0	4.0	5.0	4.5	5.0	5.0	16.0	19.5	24.0
기타	4.0	3.0	4.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	13.0	9.0	15.0
매출원가율	77.0	79.0	86.5	88.9	82.6	81.6	78.7	76.4	83.0	79.3	75.0
매출총이익	17.3	13.0	10.5	8.0	13.9	13.0	23.5	28.8	48.8	79.2	126.0
매출총이익률	23.0	21.0	13.5	11.1	17.4	18.4	21.3	23.6	17.0	20.7	25.0
판매비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.5	4.4	5.0	14.1	15.9	23.0
판매비율	3.7	5.3	5.2	5.6	3.8	5.0	4.0	4.1	4.9	4.2	4.6
영업이익	14.5	9.7	6.5	4.0	10.9	9.5	19.1	23.8	34.7	63.3	103.0
영업이익률	19.3	15.6	8.4	5.6	13.6	13.5	17.3	19.5	12.1	16.5	20.4
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	7.3	14.5	18.4	23.9	48.1	79.3
당기순이익률	17.8	4.5	7.4	2.8	9.9	10.4	13.1	15.1	8.3	12.6	15.7

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

Stock Data

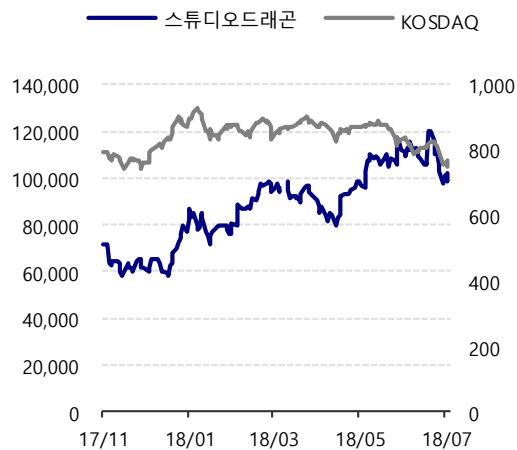
KOSDAQ(7/26)	765.2pt
시가총액	28,738억원
발행주식수	28,037천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	119,800/57,800원
90일 일평균거래대금	210억원
외국인 지분율	2.1%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	14,865원

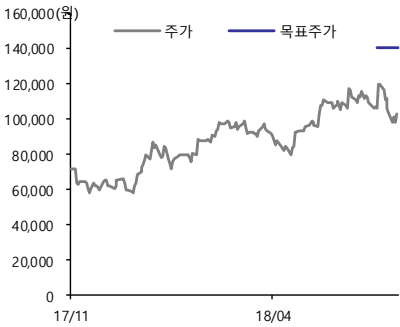
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-3.3%	-6.0%	20.3%	57.7%
상대수익률	0.6%	2.0%	36.5%	61.9%

주주구성

CJ E&M (외 6 인)	75.7%
----------------	-------

Stock Price



스튜디오드래곤 목표주가 추이		투자조건 변동내역			
		일시	투자조건	목표가격	목표가격 대상 시 시점
		과리율			
		평균주가대비	최고(최저)주가대비		
				1년	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

연락처: 02-3779-3513 / Email: jay.kim1007@goldenbridgefg.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자조건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	46.4%	투자조건 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	4.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	49.0%	
		합계		100.0%	