



스튜디오드래곤 (253450)

영화 제작을 검토하는 이유

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

영화 제작: 수익구조, IP 활용 극대화 관점에서 긍정적

전일(9/19) 언론보도에 따르면 스튜디오드래곤은 드라마 영역을 넘어서 '영화' 제작에 투자할 예정이다. 아직 상세 내용은 없지만 언론보도에서 동사가 투자할 것으로 예상한 영화사는 <청년경찰>, <증인> 등을 제작한 영화제작사 '무비락[그림2]'이다. 미리 펀더멘털 영향에 대해 결론부터 얘기하면 콘텐츠 사업영역 확대, IP 활용 극대화 등 긍정적 시너지가 기대된다.

첫째, 영화는 드라마보다 더 좋은 수익구조를 갖췄다. 사실 또다른 콘텐츠, 그 중에서도 제작비가 드라마 보다 훨씬 더 높은 '영화 제작'이라는 점에 대해 우려의 시선이 있을 수 있다. <아스달 연대기>, <알함브라 궁전의 추억> 등 '높은 제작비가 수반된' 텐트폴 작품의 수익성이 시장기대치에 미치지 못했기 때문이다. 그러나 영화 제작은 다르다. 제작사로 참여하게 되면 제작비를 직접 태우거나 투자에 참여하지 않음과 동시에, 추후 개봉 이후에는 BEP를 못 넘길 시 손실 '제로(0)', BEP 이상의 이익 중 40%가 제작사에 돌아간다. 영화 수익을 인식하는 사업자는 제작사 / 배급사 / 극장으로 구성되는데, 영화 투자 건수마다 손실의 변동성이 큰 투자배급사, 그리고 극장 운영을 위한 비용(인건비, 임대료, 마케팅 등)이 큰 극장의 박한 마진보다는 훨씬 더 안전한 비즈니스모델이다.

둘째, IP 활용을 극대화시킬 수 있다. 최근에는 웹툰, 드라마, 영화 등 IP 활용의 벽이 허물어지고 있다. CJ그룹 엔터/미디어 내 대표적인 사례로 웹툰 IP 기반 작품인 <김비서가 왜 그럴까>가 드라마화 이후 tvN에서 최고시청률 8.7%를 기록하는 등 실적 기여 및 흥행에 성공했고, 드라마 IP 기반의 작품인 <나쁜녀석들> 최근 극장에서 영화로 개봉해 7일만에 300만 명 이상 관객을 동원했다. 특히 OCN은 장르물 드라마를 타겟하는데, 장르물 드라마 작품들이 영화화하기에 용이하다.

따라서 장기간 IP 라이브러리를 쌓아온 스튜디오드래곤 입장에서는 1) 한 IP의 작품을 드라마, 영화 등 다양한 콘텐츠로 확대 → 롱테일 비즈니스 모델을 구축해, 2) OIMU(One IP Multi Use), 수익계열화, 수익내재화 목표가 가능하다. 사실상 스튜디오드래곤의 본질적인 핵심 역량인 콘텐츠 '기획(스토리 개발, 캐스팅, 제작)'단계 → 자금조달 → 국내외 판매 차별화 → IP 활용이 영화 제작에서도 충분히 발현될 수 있기 때문에 영화사 지분투자를 고려하는 것은 합리적인 사업 방향이라 판단한다.

콘텐츠 업계 훈풍 예상, 스튜디오드래곤에 대한 매수 의견 유지

그 외에도 최근 드라마 업계에 훈풍이 불고 있다. 8/16 자료에서 언급한 바와 같이 스튜디오드래곤의 펀더멘털은 매우 양호하나, 기업가치 리레이팅을 위해서는 '플랫폼 기반의' 시장 확대가 매우 절실한 상황이었는데요... 국내외 플랫폼 후보자가 속속들이 떠오르고 있으며 가까운 미래에 제2의 넷플릭스(HBO, 디즈니, 애플TV, NBC 등)가 나타날 수 있다는 기대감이 확대되고 있기 때문[그림1]이다. 국내외 플랫폼 확대와 그들의 경쟁심화는 다소 시간이 늦어졌을 뿐 여전히 꺾이지 않은 모멘텀이다. 콘텐츠 우위 국면, 그 중 1등 콘텐츠 종목인 스튜디오드래곤에 대한 매수 의견을 유지한다.

[그림1] 최근 콘텐츠와 플랫폼 산업 동향: 플랫폼 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수혜 지속



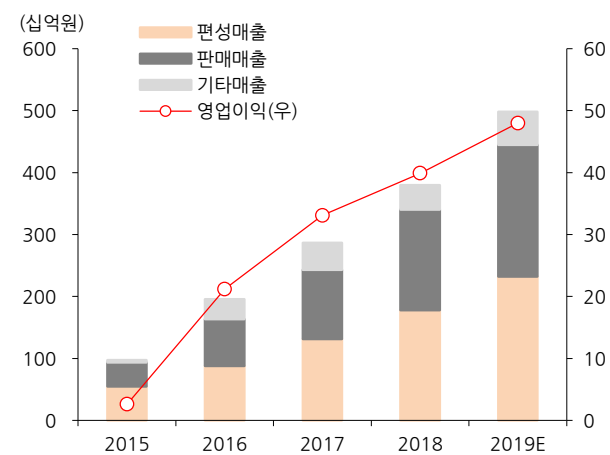
자료: 한화투자증권

[그림2] 영화 제작사 '무비락' 개요

제작영화	제작연도	관객수
우아한 거짓말 (Thread of Lies)	2013	162 만 명
청년경찰(Midnight Runners)	2016	565 만 명
이월 (February)	2017	-
지금 만나러 갑니다 (BE WITH YOU)	2017	260 만 명
증인 (Innocent Witness)	2018	253 만 명
유열의 음악앨범 (Tune in for Love)	2019	124 만 명(상영 중)
대표자	김재중	
주소	서울시 서초구 반포대로 39 길	

자료: 언론보도, 한화투자증권

[그림3] 스튜디오드래곤 실적 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[Compliance Notice]

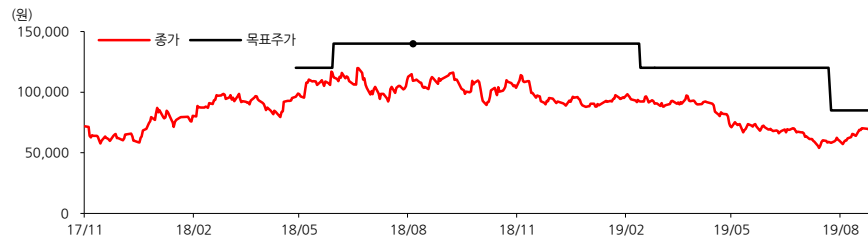
(공표일: 2019년 9월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.05.18	2018.05.19	2018.06.18	2018.06.22	2018.07.04	2018.08.06
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2018.08.09	2018.10.04	2018.11.08	2018.11.30	2019.02.01	2019.03.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	120,000
일 시	2019.05.03	2019.05.10	2019.05.17	2019.08.16	2019.09.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	120,000	120,000	120,000	85,000	85,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.19	Buy	120,000	-11.67	-2.42
2018.06.22	Buy	140,000	-27.54	-14.43
2019.03.08	Buy	120,000	-35.10	-18.92
2019.08.16	Buy	85,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.5%	11.5%	0.0%	100.0%