

스튜디오드래곤 (IPO 예정)

2017/11/02

우수 크리에이터를 태운 용의 활약

인터넷/게임/미디어

김민정

(2122-9180)

mjkim@hi-ib.com

오대식

(2122-9212)

dsoh@hi-ib.com

■ 회사 개요

스튜디오드래곤은 CJ E&M 의 자회사로 드라마 기획·제작·배급 및 부가사업을 영위하고 있다. 주요 콘텐츠는 '미생', '또 오해영', '도깨비', 비밀의 숲' 등으로 다양한 장르에서 제작 역량을 입증했다. 1H17 기준 사업부문별 매출 비중은 드라마편성 34.3%, 드라마 판매 45.8%, 기타 19.9%로 구성되어 있다. 과거 드라마 산업이 지상파, 유료 방송 중심이었을 때는 드라마편성 매출 비중이 가장 높았으나 미디어 플랫폼이 다변화되면서 드라마 판매 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 공모 후 주요 주주는 CJ E&M 71.3%, 공모주 21.0%, 기타주주 7.3%, 우리사주조합 0.4%로 구성된다.

■ 투자포인트

스튜디오드래곤의 투자포인트는 1) 제작역량 기반의 지배력 강화, 2) 해외 매출 확대, 3) 수익성 우위이다.

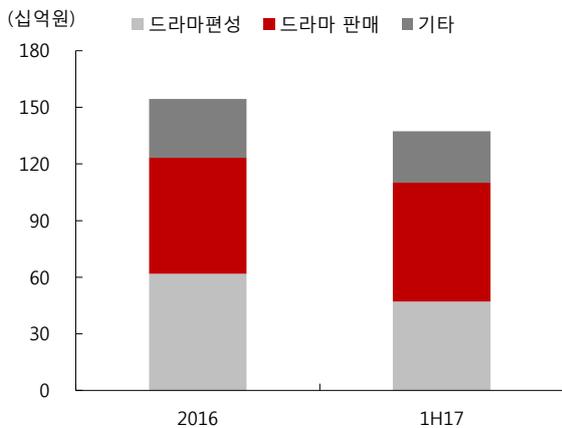
- 1) 제작역량 기반의 지배력 강화: 드라마 사업의 핵심은 크리에이터인데 그 중에서 작가 보유가 가장 우선적이다. 지난 2016 년 3 개의 제작사를 인수하며 검증된 작가, 감독, 연기자를 확보했다. 동사의 올해 제작편수는 22 편으로 지상파와 유료방송 및 중편채널의 연 평균 제작편수가 각각 70 편, 30 편인 점을 감안하면 지배력이 상당히 높다. 풍부한 IP 확보를 기반으로 기존 외주 제작 역할에 그쳤던 구조에서 벗어나 방송사에 대한 협상력 우위를 확보할 수 있다.
- 2) 해외 매출 확대: 동사의 해외 매출은 2014 년부터 연간 34% 증가하는 고성장을 기록하고 있다. 전세계적으로 한류 콘텐츠에 대한 관심이 증가하고 있고, OTT 등 뉴미디어 플랫폼의 사용자 트래픽 상승으로 한국 드라마의 판매 채널이 다양화되고 판매 단가는 상승하고 있다. 더불어 제작, 기획, 스토리의 핵심역량 기반의 공동제작에 대한 니즈가 증가하고 있는 가운데 넷플릭스, AMC 등 글로벌 미디어 업체에 단순 수출하는 것이 아닌 공동제작을 협의하고 있는 단계이다. 현재 30% 수준의 매출 비중을 차지하고 있는 해외 매출은 지속적으로 비중이 확대될 전망이다. 해외 미디어 업체와의 공동제작 및 해외투자자 유치는 드라마 제작규모의 증가로 이어지고 이는 국내 드라마 시장의 확대, 양질의 드라마 제작이라는 선순환을 구축하게 한다.

3) 수익성 우위: 드라마 제작사의 수익 구조는 편성과 협찬 매출이 제작원가의 60~90%를 채우고 부가판권 판매에서 추가적인 수익이 발생한다. 즉 콘텐츠의 질과 흥행 성과에 따라 프로그램 수익률이 좌지우지된다. 국내 드라마 제작사의 연간 평균 제작편수는 1~2 편으로 수익률의 변동성이 높지만 동사의 제작편수는 2020년까지 40 편수로 확대할 예정으로 안정적인 수익 구조를 갖췄다. 또한 지난 10년동안 축적한 95 편의 IP 판매를 통해 수익성을 향상시킬 수 있다. 방영이 종료된 드라마는 이미 제작비가 비용으로 인식되어 추가적으로 판매가 이루어질 경우 이익 레버리지가 확대된다.

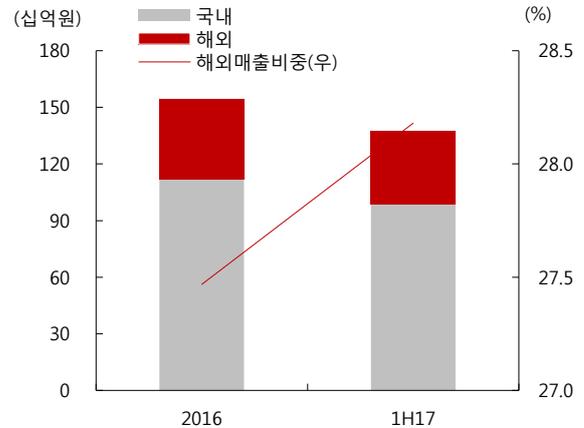
■ 공모 희망가 밴드 30,900~35,000원은 적정 수준

1H17 기준 매출액과 영업이익은 각각 1,374 억원과 229 억원이다. 드라마 제작사는 제작비의 일부를 무형자산으로 인식하기 때문에 무형자산상각비 비중이 높다. 이에 따라 기업가치 산정 방식은 EV/EBITDA 활용이 적합하다고 판단한다. 스튜디오드래곤의 제작비의 30% 수준을 무형자산으로 인식하는 것으로 파악되며 1H17 기준 무형자산상각비는 206 억원, EBITDA 는 436 억원이다. 지난 1 분기 '도깨비'의 흥행 성과가 높았던 점을 감안하여 올해 하반기 EBITDA 가 지난 상반기 대비 80% 수준이라고 가정하면 2017년 예상 EBITDA 는 785 억원이다. Target EV/EBITDA 는 넷플릭스를 제외한 글로벌 제작사의 평균 EV/EBITDA 대비 20% 할인한 12.9 배를 적용할 경우 주당 평가가격은 36,000 원으로 산정된다. 향후 사드 갈등 완화로 인한 중국과의 콘텐츠 교류가 정상궤도에 접어들 경우 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 동시에 이루어질 수 있다.

<그림 1> 스튜디오드래곤의 매출 구성



<그림 2> 스튜디오드래곤의 해외 매출 비중 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 (2016년 설립 이후 2016.5.1~12.31 실적)

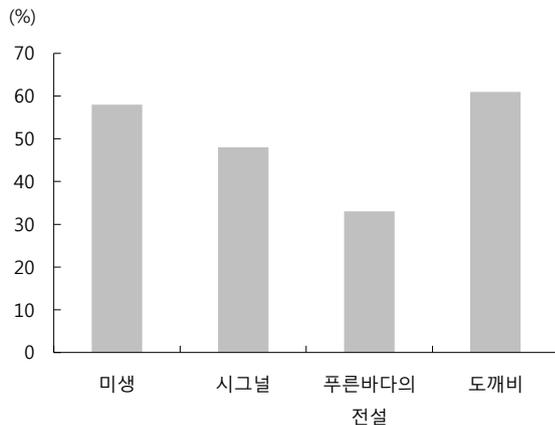
자료: 스튜디오드래곤 하이투자증권 (2016년 설립 이후 2016.5.1~12.31 실적)

<표 1> 주요 크리에이터 현황

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

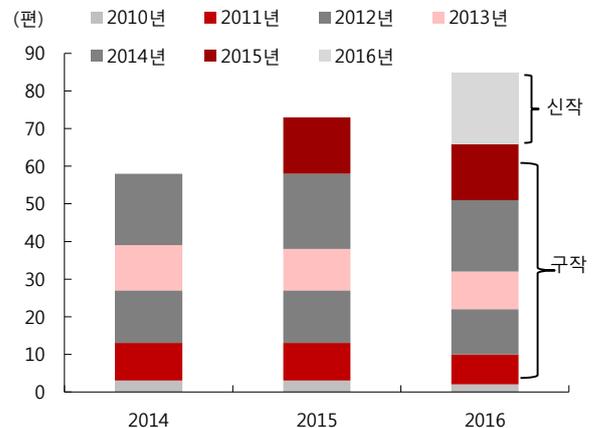
자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<그림 3> 스튜디오드래곤의 주요 드라마 이익률



자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<그림 4> 드라마 라이브러리 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<표 2> 스튜디오드래곤의 주당 평가가격 산정

구분	비고
2017 예상 EBITDA (십억원)	78.5
Target EV/EBITDA (배)	12.9 넷플릭스 제외한 글로벌 경쟁사 대비 20% 할인
예상 시가총액 (십억원)	1,012
공모 후 주식수 (천주)	28,037
주당 평가가격 (원)	36,112

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<표 3> Global peer 의 Valuation Table

	저장 화처 필름	하이 브라더스	넷플릭스	타임워너	디즈니	쇼박스	NEW	Global Average
현재주가(USD)	1.6	1.3	196.4	98.3	97.8	5.0	7.3	
시가총액 (백만달러)	2,891.6	3,653.6	85,001.4	76,527.9	150,967.9	314.1	199.5	
절대수익률								
1M	0.5	(3.2)	8.3	(3.7)	(0.8)	9.7	16.7	4.0
3M	(5.0)	(7.2)	8.1	(3.7)	(11.0)	(13.1)	0.6	-4.5
6M	1.6	2.6	29.1	0.2	(14.8)	0.7	(6.1)	1.9
YTD	(3.1)	(20.0)	58.7	3.5	(5.4)	(2.0)	(27.4)	0.6
초과수익률								
1M	(1.8)	(5.5)	6.0	(6.0)	(3.1)	7.4	14.4	1.6
3M	(9.8)	(12.0)	3.4	(8.4)	(15.8)	(17.8)	(4.1)	-9.2
6M	(7.5)	(6.5)	20.0	(8.9)	(23.9)	(8.4)	(15.2)	-7.2
YTD	(20.0)	(36.9)	41.8	(13.4)	(22.3)	(18.9)	(44.3)	-16.3
PER								
2016	42.0	37.9	287.9	16.6	16.2	26.3	69.7	71.0
2017E	29.8	28.5	113.9	15.9	16.9	44.8	39.0	41.3
2018E	23.7	23.4	77.7	15.0	15.3	27.6	45.6	32.6
PSR								
2016	4.5	8.8	6.0	2.6	2.7	2.8	2.4	4.3
2017E	3.6	6.3	7.3	2.5	2.7	3.2	2.2	4.0
2018E	3.0	5.1	5.7	2.4	2.6	2.6	2.1	3.3
EV/EBITDA								
2016	40.9	80.8	125.5	11.8	n/a	3.6	32.1	49.1
2017E	27.5	24.4	81.7	11.0	9.9	4.8	19.1	25.5
2018E	22.0	19.4	46.2	10.3	9.3	4.5	25.5	19.6
ROE								
2016	7.8	8.5	7.6	16.4	21.4	11.0	3.3	10.9
2017E	9.1	8.4	17.1	18.7	21.5	6.1	4.1	12.1
2018E	10.1	9.5	23.5	17.2	23.4	9.4	3.4	13.8
PEGR								
2016	1.4	2.9	2.3	1.2	3.0	(21.4)	9.5	-0.2
2017E	1.0	2.2	0.9	1.1	3.1	(36.5)	5.3	-3.3
2018E	0.8	1.8	0.6	1.1	2.8	(22.5)	6.2	-1.3
매출액성장률								
2016	58.6	(14.4)	30.3	4.3	6.0	(13.5)	48.5	17.1
2017E	20.9	10.8	32.2	5.6	0.0	(11.9)	(14.9)	6.1
2018E	19.7	22.9	27.8	4.7	6.0	25.3	1.0	15.4
영업이익성장률								
2016	(7.2)	(64.5)	24.2	9.9	7.8	6.1	흑전	-4.0
2017E	41.5	187.6	121.2	6.8	3.0	(30.4)	9.5	48.5
2018E	24.0	30.1	97.4	6.9	7.4	51.3	(28.6)	26.9
순이익성장률								
2016	(4.8)	(21.7)	52.2	2.4	12.0	13.8	209.8	37.7
2017E	30.3	8.3	301.4	24.6	(3.2)	(40.2)	42.0	51.9
2018E	20.8	15.4	54.4	6.3	5.9	64.3	(16.7)	21.5
영업이익률								
2016	11.2	9.7	4.3	25.7	25.5	12.1	5.3	13.4
2017E	13.1	25.2	7.2	26.0	26.3	9.6	6.8	16.3
2018E	13.6	26.7	11.1	26.6	26.6	11.6	4.8	17.3
순이익률								
2016	10.8	23.2	2.1	13.4	16.9	10.6	3.5	11.5
2017E	11.6	22.7	6.4	15.8	16.3	7.2	5.8	12.3
2018E	11.8	21.3	7.8	16.0	16.3	9.5	4.8	12.5
16-18 EPS CAGR								
	29.3	13.2	126.4	14.0	5.4	(1.2)	7.3	27.8

자료: Bloomberg, 하이투자증권

<표 4> 공모 개요

공모주식수 (천주)	6,000
공모예정가 (원)	30,900~35,000
액면가 (원)	500
총 공모예정금액 (십억원)	185.4~210.0
예상 시가총액 (십억원)	866.4~981.3
상장예정주식수 (천주)	28,037

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<표 5> 공모 일정

수요 예측일	2017.11.9~10
청약 예정일	2017.11.16~17
상장 예정일	2017.11.24

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<표 6> 공모 후 주주 구성

주주명	지분율 (%)
CJ E&M	71.33
공모주	20.97
기타주주	7.27
우리사주조합	0.43

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

<표 7> 보호예수 사항

주주명	주식수 (천주)	지분율 (%)	보호예수 기간
최대 주주 등	21,212	75.66	6 개월
그 외 보호예수대상자	825	2.94	6 개월
우리사주조합	120	0.43	1 년
합계	22,157	79.03	-

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

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

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-