

스튜디오드래곤



KOSDAQ IPO

미디어/광고

한류를 만든 주역들을 소개합니다

2018년 영업이익은 71.9% YoY 증가한 667억원 예상

2018년 매출액은 3,121억원(+30.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 667억원(+71.9%)을 전망한다. 2017년(영업이익 82.9% 증가 추정)에 이어 이익 고성장이 지속되겠다. 드라마 제작 편수 증가(기존 22편에서 26편)에 따른 지속적인 수혜가 예상된다. 고마진의 판권 판매(유통) 매출액은 48.4% 증가한 1,529억원이 예상된다. 국내는 VOD(주문형비디오) 구매 증가, 해외는 판권 수출이 실적 개선을 견인한다.

시장이 원하는 완벽한 사업 구조 보유

2H17 기준 핵심 크리에이터(작가, 연출, 기획) 133명을 보유하고 있다. 10년 가까이 드라마를 통한 한류 해외 수출을 견인한 주역들이다. 드라마 제작과 판권 판매로 구성된 사업 구조 덕분에 광고 경기와 무관하게 실적 창출이 가능하다. 해외 판권 수출은 중국 없이도 40%를 상회하는 성장률을 보이고 있다. 중국이 가세하면 실적 개선세는 가속화된다. 플랫폼의 다변화와 콘텐츠 수요 증가로 제작 매출액 역시 증가할 수 밖에 없는 구조다.

목표 시가총액 1.25조원, 공모예정가 상단 대비 28% 상승 여력

미디어 산업은 그 특성상 중국형 수출주가 20배 이하의 밸류에이션을 받을 수 없다. 30%에 육박하는 외형 성장률과 70%에 달하는 영업이익 증감률은 고밸류에이션을 정당화한다. 당사가 추정하는 2018년 순이익은 500억원이다. 25배의 Multiple을 적용할 경우 예상 시가총액은 1.25조원이 기대된다. 공모가 상단 대비 상승 여력은 충분하다.

[Analyst]

홍세종 ☎ (02) 3772-1584
책임연구원 ✉ sejonghong@shinhan.com

구현지 ☎ (02) 3772-1508
연구원 ✉ hyunji.ku@shinhan.com

KOSPI	2,546.36p
KOSDAQ	694.96p
액면가	500 원
공모 예상가	30,900~35,000 원
공모 주식수	6,000,000 주
상장 예정일	11월 24일
상장 주식수	28,037,240 주
시가총액(공모가 기준)	8,664~9,813 억원
보통주비중	79.03%
최대주주 등	CJ E&M 71.33%
	기타 7.27%
	우리사주 0.43%

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액 (십억원)	n.a	154.4	239.9	312.1	373.0
영업이익 (십억원)	n.a	16.6	38.8	66.7	92.1
순이익 (십억원)	n.a	8.1	27.8	50.0	68.2
EPS (원)	n.a	289	991	1,783	2,431
영업이익률 (%)	n.a	10.8	16.2	21.4	24.7
순이익률 (%)	n.a	5.3	11.6	16.0	18.3
ROE (%)	n.a	6.0	18.5	26.5	27.5
(% YoY)					
매출액	n.a	n.a	22.7	30.1	19.5
영업이익	n.a	n.a	82.9	71.9	38.1
순이익	n.a	n.a	113.5	80.0	36.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2016년 5월 사업 분할 이후의 재무제표만 공시, 2015년과 2016년 잠정 실적은 당사 분기 추정 참고

Contents

3 Valuation: 상승 여력은 충분하다

중국향 미디어주는 20~30배의 Multiple 부여 타당

목표 시가총액 1.25조원 추정, 공모가 상단 대비 28% 상승 여력 보유

5 Investment Points

1. 시장이 원하는 완벽한 수익 구조 보유
2. 해외 매출액의 급격한 증가
3. 드라마 제작 편수 증가세 지속

11 산업 분석

1. 국내 드라마 시장: 빈익빈 부익부의 시작
2. 중국향 수익의 현재와 가능성
3. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리

17 기업 개요

지금의 한류를 만든 그들이 모이다
점유율 1위의 초대형 제작사

19 실적 전망

17년과 18년 영업이익 각각 82.9%, 71.9% YoY 증가 전망

22 이슈: 핵심 인력 이탈 가능성

불가능은 아니지만 가능성은 매우 낮다

23 Global Peers

Valuation: 상승 여력은 충분하다

중국향 미디어주는 20~30배의 Multiple 부여 타당

CJ E&M, 제이콘텐트리, SBS,
쇼박스가 대표 중국주

미디어 콘텐츠 사업자에 대한 밸류에이션은 항상 어렵다. 흥행 산업의 특성상 이익 추정이 쉽지 않고 분기 변동성이 크다. 의미있는 해외 수출이 발생할 경우 연간 영업이익이 20% 이상 증가하는 경우도 흔하다. 수출에서는 중국이 가장 중요한 시장이다. 국내 콘텐츠 수요도 강하고 플랫폼 사업자도 많다. 미디어 대표 수출주라고 볼 수 있는 사업자는 CJ E&M(130960), 제이콘텐트리(036420), SBS(034120), 쇼박스(086980)다. CJ E&M의 경우 넷마블게임즈에 대한 지분 가치가 밸류에이션에 반영되어 있기 때문에 Multiple 활용이 쉽지 않다. SBS는 지상파인 관계로 직접적인 비교가 쉽지 않다. 결국 제이콘텐트리와 쇼박스가 그나마 유사하다.

중국향 수출 기대가 큰 동시에 대내외 불확실성 우려가 공존한 2015~16년의 PER(주가수익비율)을 밸류에이션의 잣대로 삼을 필요가 있다. 예능 대표 수출주 제이콘텐트리(JTBC 콘텐츠 협상 및 유통 담당)의 15~16년 PER 평균은 21.1배를 기록했다. 메가박스의 높은 수익성을 감안하면 실제 방송에 부여하는 Multiple은 더 높다고 보는 게 맞다. 쇼박스는 영화 대표 수출주다. 2015~2016년 PER은 38.0배를 기록했다. 국내에서의 이익률이 높고 중국향 기대감이 크다는 점에서 스튜디오드래곤의 밸류에이션 산정에 도움이 될 수 있다.

밸류에이션 하단은 20배,
상단은 30배로 접근이 가능

제이콘텐트리와 쇼박스를 감안한 콘텐츠 사업자의 PER 평균은 20배 이상이 가능하다는 결론이 도출된다. 대내외 불확실성이 완화되고 판권 수출이 활발한 경우에는 30배에 가까운 Multiple을 부여하는 경우도 많다. 스튜디오드래곤의 매출 성장률은 30%에 육박한다. 급격한 외형 확대와 이익 증가를 감안하면 밸류에이션의 하단은 20배, 상단은 30배로 접근할 수 있다.

제이콘텐트리의 Valuation Multiple 추이

(배)	2012	2013	2014	2015	2016	15~16년 평균
PER 상단	13.0	90.6	20.5	29.1	34.4	31.8
PER 하단	6.8	60.0	13.8	13.0	18.2	15.6
PER 평균	9.5	73.0	16.6	18.7	23.5	21.1

자료: 신한금융투자

쇼박스의 Valuation Multiple 추이

(배)	2012	2013	2014	2015	2016	15~16년 평균
PER 상단	N/A	64.6	N/A	55.7	48.7	52.2
PER 하단	N/A	17.6	N/A	25.9	24.2	25.1
PER 평균	N/A	34.6	N/A	38.2	37.8	38.0

자료: 신한금융투자

주: 2012년과 2014년에는 적자

SBS의 Valuation Multiple 추이

(배)	2012	2013	2014	2015	2016	15~16년 평균
PER 상단	32.6	35.2	적자	24.1	적자	30.6
PER 하단	21.3	23.1	적자	14.8	적자	19.7
PER 평균	24.9	29.6	적자	19.4	적자	24.6

자료: 신한금융투자

주: 2014년과 2016년에는 적자

스튜디오드래곤의 공모예정가는
30,900~35,000원, 예상 시가총액
은 8,700~9,800억원

2018년 예상 EPS에 25배의
Multiple 적용 시 1.25조원의
시가총액 가능

목표 시가총액 1.25조원 추정, 공모가 상단 대비 28% 상승 여력 보유

스튜디오드래곤의 공모주식수는 6,000,000주다. 공모예정가는 30,900~35,000원이다. 예상 시가총액은 대략 8,700~9,800억원이다. 총 공모 규모는 1,850~2,100억원이다. 상장 주관사가 사용한 밸류에이션은 EV/EBITDA다. 무형자산에 대한 투자가 많은 사업자에 유리한 방식이다. 2017년 동사의 EBITDA는 878억원(+126% YoY, 2016년 재무제표가 5월부터 반영인 점을 참고)으로 추정된다. 약 10~11배의 Multiple을 적용했다고 볼 수 있다. 제이콘텐트리의 2017년 EV/EBITDA가 11배인 점을 감안하면 공격적인 추정은 아니다.

성장성이 높은 사업자를 분석할 때 결국 필요한 지표는 PER(주가수익비율) Multiple이다. 2017년과 2018년의 매출액과 영업이익 증감률을 추정할 수 있다면 굳이 EV/EBITDA 지표를 사용할 필요가 없다. 2017년 예상 매출액은 2,399억원(+22.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 388억원(+82.9%)이다. 외형과 이익이 모두 큰 폭으로 증가한다. 당사가 추정한 2018년 예상 매출액은 3,121억원(+30.1%), 영업이익은 667억원(+71.9%)이다. 드라마 제작 편수 증가와 중국향 수출 재개를 일정 부분 감안했다. 영업외비용과 법인세를 감안한 내년 순이익은 500억원(+71.0%)으로 추정된다.

2018년 예상 PER은 공모가 밴드 기준 17.3~19.6배로 추정된다. 수익 추정 변동성이 높은 점은 사실이지만 결론적으로는 20배를 하회한다. 콘텐츠 산업을 떠나 매출과 영업이익 증감률이 30%를 상회하는 소비재가 20배 미만의 Multiple을 받기도 어렵다. 2017년을 보면 비싸 보이지만 2018년을 보면 비싸지 않다. 중국향 수출이 전방위적으로 재개되면 실제 영업이익은 당사 추정을 충분히 상회할 수도 있다. Target Multiple은 25배가 현실성이 있다. 쇼박스의 지난 2년 하단에 10% 할증, 제이콘텐트리의 상단과 평균의 중간값이다. 제이콘텐트리의 방송 부문 Multiple이 극장 사업으로 인해 실제보다 낮게 보인다는 점을 감안했다. 중국향 기대감이 상승하고 있는 지금 25배 이하의 Multiple 부여는 타당성이 없다.

당사 추정 기업 가치 밸류에이션: 목표주가 45,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	27.8	2018년 순이익	50.0	2019년 순이익	68.2
EPS (원)	991	EPS (원)	1,783	EPS (원)	2,431
목표주가 (원)	25,000	목표주가 (원)	45,000	목표주가 (원)	61,000
Target PER (x)	25	Target PER (x)	25	Target PER (x)	25
		공모가 밴드	30,900~35,000		
		예상 PER	17.3~19.6		

자료: 신한금융투자 추정

주: 매출 성장률 추정은 30%(회사 가이드스), 이익 증감률은 중국 수익 감안해서 회사 가이드스를 상회하게 추정

스튜디오드래곤 상장 관련 주요 내역

개요	내용
공모주식수	6,000,000주
공모예정가	30,900~35,000원
액면가	500원
총 공모예정금액	1,850~2,100억원
예상 시가총액	8,663~9,813억원
상장예정주식수	28,037,240주
수요 예측일	11월 9~10일
청약 예정일	11월 16~17일
상장 예정일	11월 24일

자료: Dart, 신한금융투자

II. Investment Points

1. 시장이 원하는 완벽한 수익 구조 보유

약 11조원의 국내 광고 시장은
연평균 3% 내외 성장,
투자자들은 광고보다 제작과
유통의 성장에 주목

전 세계 광고 시장은 이미 성숙기에 진입했다. 광고 시장 성장률은 GDP 증감률에 수렴하는 구조다. 선진국에서는 2~3%, 신흥국(일부 국가 제외)에서는 6~7%가 기대 성장률이다. 많은 글로벌 광고대행사들의 매출총이익과 영업이익 증감률이 5% 내외인 이유다. 빠른 유기적 성장이 쉽지 않은 글로벌 광고 시장의 해결책은 비유기적 성장이다. WPP, Omnicom, Publicis와 같은 글로벌 사업자들의 중장기 전략 중 하나가 M&A인 이유다.

국내도 크게 다르지 않다. 약 11조원의 국내 시장은 규모 기준 전 세계 9위다. 기저효과와 글로벌 이벤트 효과가 있을 때는 4~5%의 성장이 기대된다. 대내외 불확실성이 확대되면 증감률은 1~2%까지도 낮아진다. 중장기적으로는 연평균 3% 내외의 성장률이다. 성장이 크지 않은 가운데 대내외 변수에 민감한 광고 시장을 투자자들은 크게 선호하지 않는다. 국내 광고대행사에 투자하는 이유는 주력 광고주(삼성, 현대차그룹)의 비용 증가를 통한 선별적 성장성(해외 비중 역시 70%에 육박)이지 국내 광고 시장이 아니다.

스튜디오드래곤은 IP를 직접
보유, 제작 역량을 수익성으로
이어갈 수 있는 구조

시장이 원하는 미디어 투자 부문은 상대적으로 명확하다. 광고 경기 흐름과 무관한 콘텐츠 제작과 유통 기능이다. 플랫폼의 다변화와 OTT(Over the Top, 인터넷을 통해 볼 수 있는 동영상 서비스)의 발전은 궁극적으로 콘텐츠 제작에 대한 수요를 강화한다. 또한, IP(지적재산권)를 보유하고 유통할 수 있는 기능이 있다면 실제 제작 역량을 수익성으로 이어갈 수 있다. 스튜디오드래곤은 JTBC콘텐츠허브(제이콘텐츠리의 방송 자회사)와 함께 이 기능을 모두 갖춘 제작사다. VOD(주문형비디오) 성수기인 겨울 실적이 상대적으로 강하긴 하지만 계절성이 있지는 않다.

국내 매체별 광고비 추이 및 전망

(십억원)	13	14	15	16	17F	18F	19F	17년 성장률 (%)	18년 성장률 (%)	19년 성장률 (%)
TV	1,827	1,974	1,970	1,658	1,500	1,582	1,585	(9.5)	5.5	0.2
라디오	225	274	297	289	281	285	289	(2.8)	1.5	1.5
신문	1,545	1,494	1,501	1,471	1,412	1,405	1,391	(4.0)	(0.5)	(1.0)
잡지	465	438	417	378	366	364	361	(3.2)	(0.4)	(0.9)
4대매체 계	3,989	4,181	4,185	3,796	3,558	3,637	3,627	(6.3)	2.2	(0.8)
케이블TV	1,383	1,522	1,777	1,866	1,936	1,973	1,983	3.8	1.9	0.5
SO	71	76	76	75	111	113	113	47.3	2.1	0.5
위성방송	15	19	20	20	-	-	-	-	-	-
IPTV	39	64	80	77	79	80	81	2.2	2.1	0.5
DMB	12	11	9	8	-	-	-	-	-	-
온라인	2,003	1,867	1,722	1,637	1,536	1,457	1,377	(6.2)	(5.1)	(5.5)
모바일	460	839	1,280	1,745	2,301	2,796	3,193	31.9	21.5	14.2
뉴미디어 계	3,983	4,398	4,963	5,428	5,962	6,419	6,747	9.8	7.7	5.1
옥외광고	965	936	1,005	1,009	1,027	1,044	1,061	1.8	1.7	1.6
매체 합계	8,936	9,515	10,153	10,233	10,547	11,100	11,434	3.1	5.2	3.0
광고제작 및 기타	581	585	574	643	693	733	741	7.8	5.9	1.1
총광고비	9,589	10,100	10,727	10,876	11,240	11,833	12,176	3.3	5.3	2.9

자료: KOBACO, 제일기획, 언론 자료, 신한금융투자 추정

주: 17년부터 SO, 위성방송, DMB는 SO 항목으로 통합 분류

제작비의 50~70%는 방영권 판매의 형식으로 회수

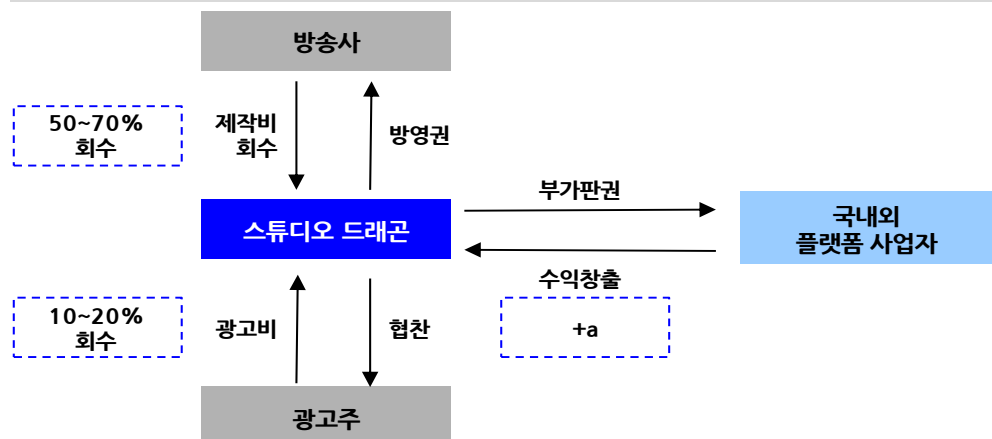
스튜디오드래곤은 궁극적으로 소재를 기획 개발하고 이를 드라마로 연결하는 초대형 제작사다. 10년의 사업 노하우와 133명의 핵심 크리에이터(작가 64명, 연출 35명, 기획 34명)를 바탕으로 연간 20편 이상의 드라마를 제작한다. 국내에서 작가가 보유한 영향력은 상당하다. 시나리오는 물론 캐스팅까지 양질의 작가 보유 여부가 제작사의 향후 성장성을 결정한다. 김은숙 작가, 박지은 작가 등 국내 대표 작가들을 보유한 동사의 기초체력이 돋보이는 이유다. 제작된 드라마의 대부분은 안정된 캡티브 방송사인 CJ E&M에 공급된다. 지상파/중편으로의 제작도 확대되고 있다. 제작비의 50~70%는 방영권 판매의 형식으로 회수된다.

또 다른 장점은 판매(유통) 기능이다. 동사 핵심 전략 중 하나는 IP(지적재산권)의 직접 보유다. 통상 국내와 해외 판권의 30~40%를 보유하는 기존 구조와는 다르게 판권을 100% 소유한다. CJ E&M에 지불하는 판매수수료(15% 추정)를 제외한 나머지 국내외 판권을 모두 수익으로 인식할 수 있다. PPL(간접광고)과 국내외 판권을 포함한 드라마 수익률은 통산 BEP~20%에 육박한다. 2016년에 방영한 19개의 작품 중 손실이 난 작품은 손에 꼽는다(2017년에 방영한 도깨비의 경우 61%의 수익률을 기록). 전사 영업이익이 20%에 달하는 원동력 중 하나다. 매출액의 증가가 큰 폭의 이익 증가로 이어지는 매력적인 사업 구조를 갖고있다.

판권 판매의 이익률은 80%를 상회, 20%의 전사 영업이익률이 가능한 구조

2016년 전체 매출액 내 판매(유통) 비중은 38.6%를 기록했다. 2017년에는 비중이 43.0%(+4.4%p YoY)까지 상승하겠다. 드라마 제작이 증가하는 2018년에는 이 비중이 49.0%(+6.0%p YoY)까지 상승할 전망이다. 판매 매출액의 이론 이익률은 80%를 상회한다. 향후 실적 개선을 주도할 사업 부문이다.

스튜디오드래곤의 사업 구조



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2017년 상반기 채널별 시청률 TOP 콘텐츠

채널	순위	프로그램명	장르	제작사
KBS	1	월계수 양복점 신사들	드라마	팬엔터테인먼트
	2	아버지가 이상해	드라마	싸이더스HQ
MBC	1	불어라 미풍아	드라마	DK E&M
	2	복면가왕	오락	MBC
SBS	1	낭만닥터 김사부	드라마	삼화네트웍스
	2	푸른바다의 전설	드라마	스튜디오드래곤
tVN	1	도깨비	드라마	스튜디오드래곤
OCN	1	터널	드라마	스튜디오드래곤
JTBC	1	대통령후보초청토론회	교양	JTBC

자료: 회사 자료, 신한금융투자

공모 자금 중 약 80%는
공동제작(글로벌형 드라마)과
지분투자(미주)에 쓰일 전망

국내외에서 넷플릭스와 밀접한
협업 지속될 전망, '블랙'과
'화유기'가 이미 유통 계약 체결

2. 해외 매출액의 급격한 증가

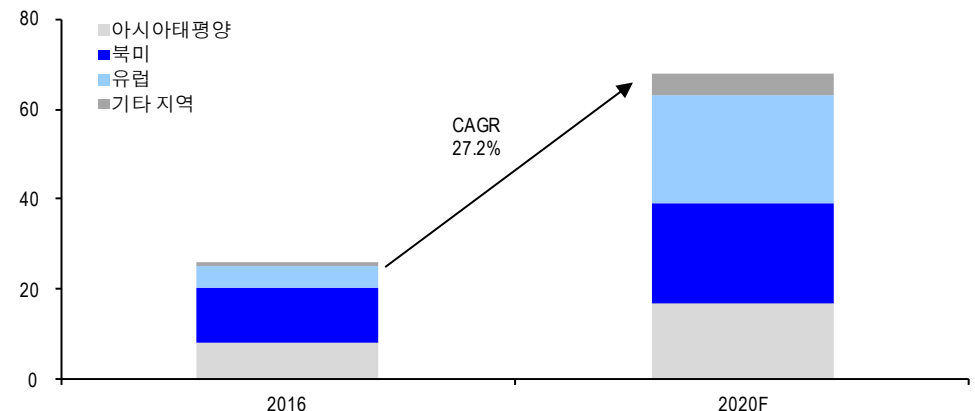
해외 플랫폼의 다변화와 OTT(Over the Top, 인터넷을 통해 볼 수 있는 동영상 서비스)의 발전은 궁극적으로 콘텐츠 제작에 대한 수요를 강화한다. 아시아에서 가장 호환성 높은 콘텐츠를 제작할 수 있는 국내 사업자들에게는 큰 기회다. 당사는 이미 많은 플랫폼 사업자와 유통 영향력 강화를 위해 협업하고 있다. 중장기 유통 수익이 큰 폭으로 증가할 가능성이 높다. 실제 공모 자금의 사용 계획은 대부분 글로벌 역량 확보다. 공모 자금 중 약 80%는 공동제작(글로벌형 드라마)과 지분투자(미주 지역)에 쓰일 전망이다.

국내외 제작/유통 판매의 핵심은 넷플릭스다. 이미 '블랙(17년 10월 방영)'과 '화유기(17년 12월 방영)'에 대한 유통 계약을 체결했다. 제이콘텐츠리는 '맨투맨'을 2Q17에 넷플릭스에 판매하면서 50억원 이상의 매출액을 창출했다. 2Q17 제이콘텐츠리의 방송 영업이익은 90억원(+483% YoY)까지 상승했었다. 동사도 유통의 큰 손인 넷플릭스향 공급 손해가 예상된다. 제작 역시 기대되는 부분이다. 현재 글로벌 드라마 공동 제작을 협의 중이다. 판권은 대부분 넷플릭스에 귀속되지만 제작 마진과 글로벌 영향력 강화라는 두 마리 토끼를 동시에 잡을 수 있다.

아마존과는 일본 내 드라마 유통을 협의 중이다. 지난 5년간 고전을 면치 못한 일본향 수출이 다시 활성화 될 수 있는 기회다. 베트남에서는 CJ BLUE(CJ E&M의 베트남 자회사)를 통해 베트남향 드라마 리메이크를 추진 중이다. 국내 IP를 기반으로 태국향 드라마 역시 리메이크를 진행하고 있다. 미주에서는 워너브라더스와 드라마 공동 제작 MOU(업무협약)를 체결했다. 미주를 중심으로 한 글로벌형 드라마를 기획 중이다.

글로벌 OTT 시장 규모 추이 및 전망

(십억달러)



자료: KCC, 스튜디오드래곤, 신한금융투자

스튜디오드래곤의 글로벌 성장 전략

지역	파트너	전략
아시아 : 핵심 역량 기반, 로컬 제작 및 유통 영향력 강화	아마존 CJ CJ BLUE 신규	일본내 드라마 유통 협의 중 IP 기반, 태국향 드라마 리메이크 IP 기반, 베트남향 드라마 리메이크 현지 제작사 JV 및 M&A
미국 : 해외 메이저사와 공동제작 확대	워너브라더스 넷플릭스 AMC ITV 신규	드라마 공동 제작 MOU, 글로벌형 드라마 기획 중 <블랙>, <화유기> 등 유통 계약 글로벌형 드라마 공동제작 협의 중 글로벌형 드라마 공동제작 협의 중 현지 제작사 JV 및 M&A

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2017년 해외 매출액은 622억원(+40.8% YoY) 기대

2017년 해외 매출액은 622억원(+40.8% YoY, 이하 YoY)을 전망한다. 2016년에 이어 큰 폭의 성장세다. 지역별로도 고른 성장세가 이어지고 있다. 아시아 매출액은 13.0% 증가한 365억원이 예상된다. 베트남, 대만, 태국 시장이 부각되면서 중국의 부재를 상쇄하고 있다. 일본 매출액은 86.6% 증가한 170억원을 전망한다. 1Q17에 판매한 '도깨비'가 큰 희망을 줬다. 향후 아마존을 통한 시장 활성화가 기대된다. 미주 매출액은 전년 대비 3배 이상 증가한 84억원이 기대된다. 돌파하기가 쉽지 않은 시장이지만 글로벌 사업자와의 협업을 통해 도전이 지속되고 있다. 2017년 전체 매출액 내 해외 비중은 25.9%(+3.3%p)까지 상승이 기대된다.

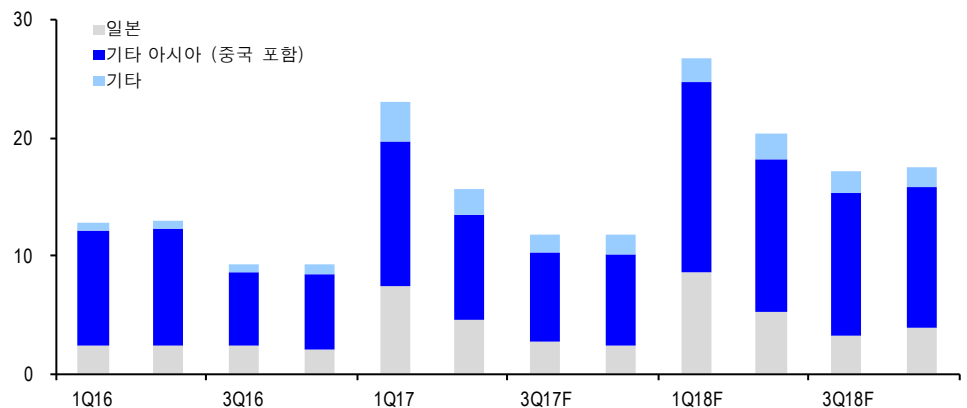
2018년 해외 매출액은 819억원 (+31.6% YoY)까지 증가 기대, 중국에 다시 가세 시작

2018년 수익 추정에 큰 변화를 줄 요인은 중국향 판권이다. 2016년 중국향 판권 매출액은 60억원에 불과했다. 모두 상반기에 인식된 수익이다. 대내외 불확실성이 확대된 하반기 수익은 전무하다. 2017년도 역시 마찬가지다(중국향 매출액 없다고 추정). 2018년에 중국향 수익이 인식되기 시작하면 해외 매출액은 급증이 예상된다.

2016년 하반기에 방영한 '푸른 바다의 전설(전지현, 이민호)'은 박지은 작가가 극본을 담당한 동사의 대표 드라마 중 하나다. 언론자료에 따르면 중국향 판권은 100억원 이상이 기대됐었다. 사드 여파로 인해 결국 수출에는 실패했지만 중국 내 국내 드라마 수요를 가늠케한다. 2018년 중국 수익 추정은 140억원이다. 2~3편의 주요 작품 수출만으로도 확보 가능한 규모다. 중국 수익을 반영한 2018년 해외 매출액은 819억원(+31.6%)까지 증가가 기대된다. 사드 여파로 인해 수출하지 못한 기존 보유 드라마까지 수출할 경우 성장률은 더욱 가속화 될 수 있다.

스튜디오드래곤의 해외 매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

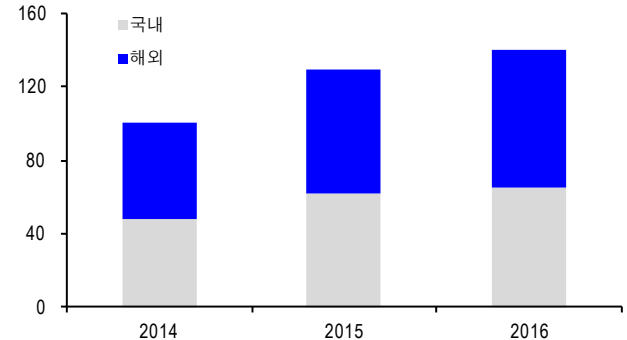
푸른바다의 전설



자료: 언론 자료, 신한금융투자

지역별 드라마 라이브러리 판매 추이

(편)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2016년에 19편을 기록한
제작 편수는 2017년에 22편으로
증가, 2018년에는 26편 예상

제작 편수 증가는 전 사업 부문
외형 성장으로 이어지는 구조

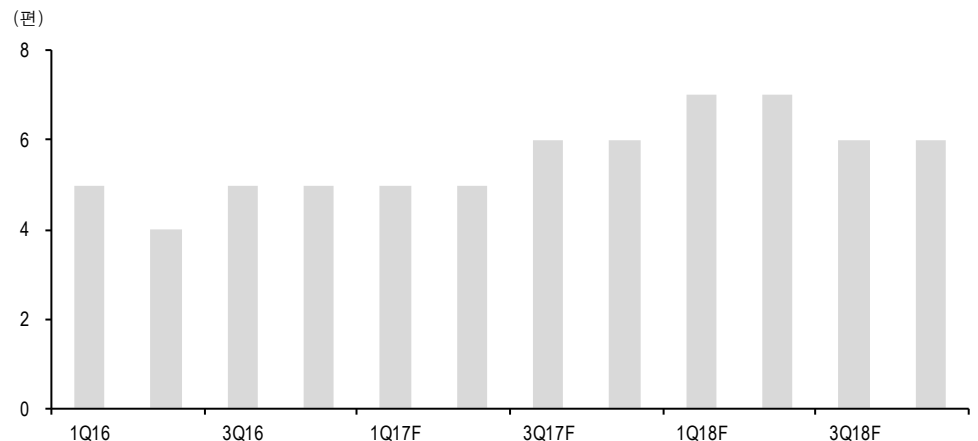
3. 드라마 제작 편수 증가세 지속

드라마 제작 편수는 지속적인 증가세다. 2015년 16편 기록한 제작 편수는 2016년에 18.8% YoY(이하 YoY) 증가한 19편을 기록했다. 2017년 제작 편수는 22편(+15.8%)으로 추정된다. 제작 편수 증가는 바로 매출액 증가로 이어진다. CJ E&M은 제작비의 약 50~70%를 국내 방영권 구입 형태로 지불한다. 지상파와 종편도 크게 다르지 않다. 예로 제작비 100억원의 드라마를 가정할 경우 이 중 50~70억원이 편성(제작) 매출액으로 인식된다. 결론적으로 동사가 부담하는 제작비는 전체의 약 30~50%밖에 되지 않는다.

제작 매출액 증가는 기타(PPL) 매출액 증가와 판매(유통) 매출액 증가로 직결된다. 기타(PPL) 매출액은 협찬광고다. 드라마를 방영하는 내내 판매되는 협찬광고는 모두 방송사가 아닌 동사의 수익으로 인식된다. 기타(PPL) 매출액의 이론 영업이익률은 90%를 상회한다. 비용을 전혀 수반하지 않는 고마진 사업군이다. 드라마 경쟁력 강화에 따라 협찬광고 수요는 지속적으로 상승하고 있다. 전체 제작비의 약 10~20%가 협찬으로 인해 회수되는 구조다.

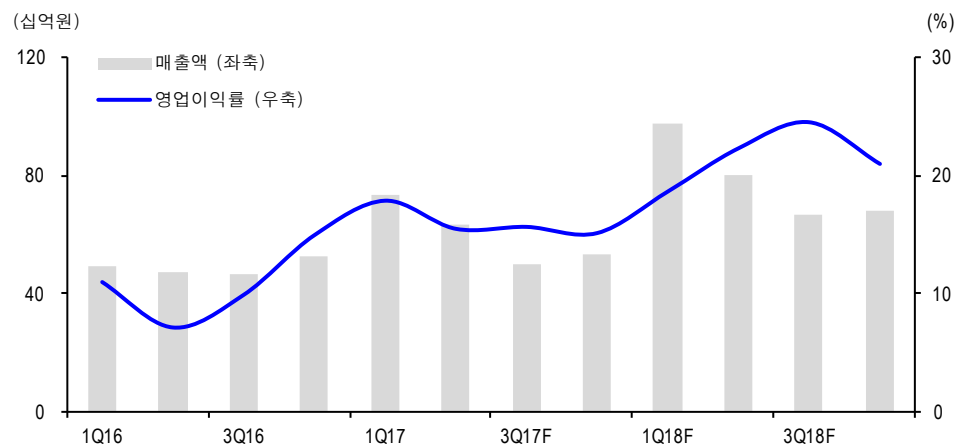
판매(유통) 매출액은 동사의 주력 수익원이다. 국내에서는 VOD(주문형비디오), 해외에서는 판권 수출이 주를 이룬다. 소비자가 플랫폼을 통해 VOD를 구매하면 40%의 수익은 먼저 플랫폼에 귀속된다. 예로 소비자가 도깨비 VOD를 만원에 구입하면 CJ헬로비전 케이블 TV가 4천원의 수익을 인식한다. 통신사와 기타 플랫폼도 유사하다. 나머지 60%의 수익은 동사에 귀속된다. 순매출액의 약 15%는 CJ E&M에 판매수수료로 지불한다. 해외의 경우도 유사하다(수익 배분 형식은 아님, 미니멈 개런티 형식이 대부분). 판매(유통) 매출액의 수익성은 80%를 상회한다.

드라마 제작 편수 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2018년 편성(제작) 매출액은
13.3% YoY 증가한
1,039억원 기대

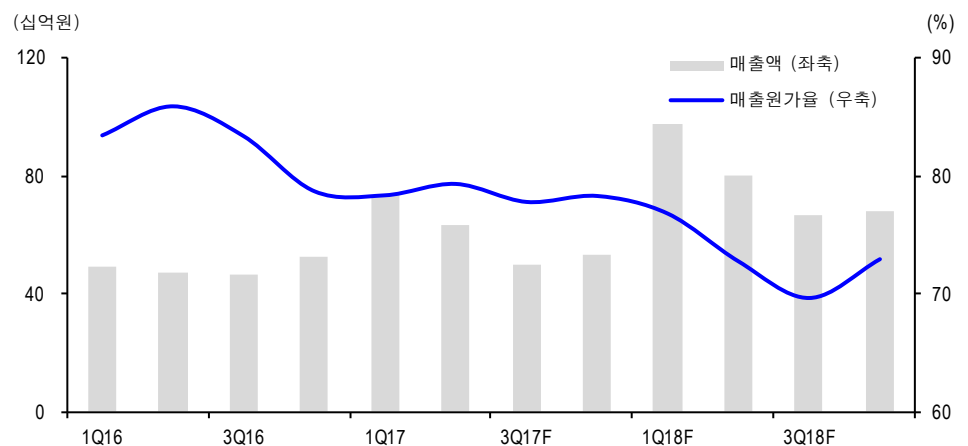
2018년에는 CJ E&M의 드라마 편성 확대 의지(주당 1개 드라마 → 2~3개까지 확대)와 JTBC(2017년 9편 → 2018년 13편)를 필두로 한 종편의 추격이 드라마 제작 수요를 강화하겠다. 전 사업 부문의 고성장이 기대되는 이유다. 드라마 편성이 4개 가까이 증가하는 2018년 편성(제작) 매출액은 13.3% YoY, 이하 YoY) 증가한 1,039억원이 기대된다(당사 추정치는 26편, 회사 가이드는 25~28편). 2015년 36억원에 그쳤던 기타(협찬) 매출액도 빠른 증가세다. 2017년에는 451억원(+39.6%), 2018년에는 553억원(+22.5%)까지 증가할 전망이다.

핵심인 판매(유통) 매출액은 실적 개선을 견인할 원동력이다. 2015년 390억원을 기록한 판매 매출액은 2017년 1,031억원(+36.7%)까지 증가할 전망이다(2016년에는 93.3% 증가). 드라마 편성이 증가하면 흥행하는 콘텐츠도 확률적으로 많아질 수 밖에 없다. 플랫폼도 기존 대비 다변화되는 추세다. VOD(주문형비디오)와 해외 판권 증가가 기대된다. 2018년 판매 매출액은 1,529억원(+48.4%)까지 성장이 예상된다.

현재 인력은 드라마 30편까지도
소화 가능, 2018년 매출원가율은
5.1%p 개선 예상

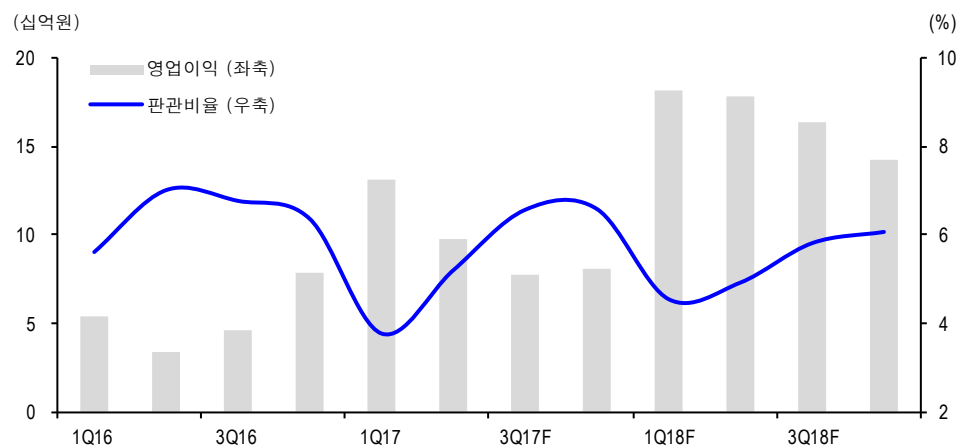
제작 편수는 3~6편 증가하지만 이익단에서의 레버리지 효과는 훨씬 크다. 먼저 현재 인력(133명의 크리에이터)은 드라마 30편까지도 소화가 가능하다. 추가 인력 고용이 필요하지 않기 때문에 원가율과 판관비율이 지속적인 개선세를 보이겠다. 2017년 78.5%(-4.2%p)가 예상되는 매출원가율은 2018년에 73.4%(-5.1%p)까지 하락이 기대된다. 2017년 5.4%(-1.0%p)가 예상되는 판관비율은 2018년에는 5.3%(-0.1%p)가 예상된다. 2017년 16.2%(+5.4%p)의 전사 영업이익률은 2018년에는 20%를 상회할 가능성이 매우 높다.

스튜디오드래곤의 매출액, 매출원가율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 영업이익, 판관비율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

산업 분석

기존 방송 시장에서는
방송사가 방영권과 판권의
대부분을 소유

1. 국내 드라마 시장: 빈익빈 부익부의 시작

국내외 방송 시장에서 드라마는 핵심 콘텐츠 중 하나다. 국내에서 수출되는 방송 콘텐츠 중 약 70% 가까이가 드라마다. 약 20부작에 걸쳐 진행되기 때문에 VOD(주문형비디오) 판매와 광고 수익 창출이 예능 대비 용이하다. 예능에서 두각을 보인 종합편성채널이 최근 드라마 라인업을 확대하는 이유도 여기에 있다. 과거에는 방송사가 방영권과 판권(IP)을 대부분(60~70% 이상) 보유했다. 방송사가 절대 '갑(甲)'의 위치에 있었기 때문에 가능한 일이다.

최근에는 흐름이 점차 변하고 있다. 그 시작점은 중국 시장의 부각이다. 중국향 판권이 적게는 10~20억원, 많게는 100억원의 수익을 창출하면서 제작사의 IP 소유 의지가 강해졌다. 스튜디오드래곤이 제작하고 SBS에서 방영된 '푸른바다의 전설'이 대표적인 예다. SBS는 전체 제작비의 70%가 아닌 40~50%만 지불하고 국내 방영권을 보유했다. 방송사의 경우 비용을 효율화하고 투자 위험을 낮추는 효과가 있었다. 반대로 CJ E&M(스튜디오드래곤)은 판권을 보유하고 해외 수익을 극대화 할 수 있는 기회를 가졌다.

제작사 경쟁력 강화는
판권 소유와 투자비율 상승으로
이어질 전망

안타깝게도 IP의 귀속이 모든 제작사에 가능한 일은 아니다. 드라마 제작사의 규모의 경제가 전제되어야 한다. 연 1~2편의 드라마를 제작하는 드라마 제작사의 경우 방송사와의 협상에서 유리한 협상을 이끌어가기 어렵다. 많은 작가를 보유하고 연 7~10편 이상의 드라마를 제작하는 사업자는 이가 가능하다. 캡티브 방송사가 있다면 더 높은 안정성 보유가 가능하다.

안정적인 현금 흐름도 저작권 보유에 필수적이다. 국내 드라마 제작비는 편 당 100억원에 육박하고 있다. 작가/연출/출연진 관련 인건비도 지속적인 증가세다. 협찬과 광고를 통해 회수할 수 있는 투자금액은 최대 75%에 불과하다. 방송사 입장에서는 치솟는 제작비가 손익에 부담으로 작용할 수 밖에 없다. 방송사가 40~50%의 제작비만 부담하기 위해서는 기본적으로 제작사가 나머지 50~60%의 제작비를 부담할 재무 능력을 갖춰야 한다. 이 역시도 연 7~10편 이상의 제작이 가능한 제작사 위주로 가능한 일이다.

드라마 제작비 회수율 계산

(십억원)

<제작비>

회당 제작비	0.5
드라마 회 차	20
총 제작비(a)	10

<협찬>

제작비 대비 협찬 회수율	15
협찬 매출액(b)	1.5

<광고>

광고 단가(지상파 SA 기준, 15초)	0.015
광고 슬롯	400
광고 매출액(c)	6

<수익성>

협찬 + 광고 매출액(b+c)	7.5
제작비 - 협찬 - 광고(a-b-c)	(2.5)
회수율 (%)	75

자료: 신한금융투자 추정

향후 대형 제작사의 기능 확대 기대, 광고 수익 배분형 모델도 좋은 예

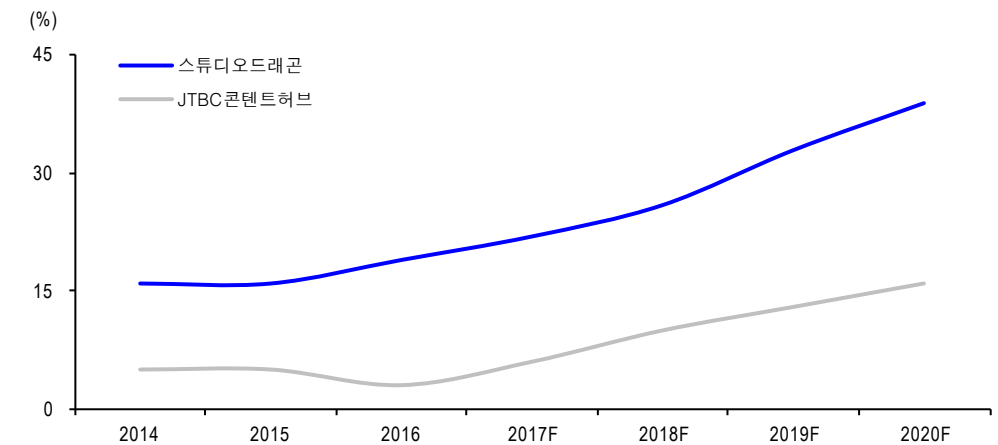
향후 대형 제작사의 기능 확대 가능성도 충분하다. 가장 대표적인 예는 광고 수익 배분형 모델이다. 좋은 작품의 경우 투자비율을 상향하고 방송사가 인식하는 광고의 일부를 가져오는 형태다. 방송사의 경우 제작비 투자와 광고 경기 변동성을 낮추는 효과가 있다. 제작사의 경우 선별적 계약을 통해 이익을 극대화하는 방향성 확보가 가능하다. 물론, 여전히 강한 영향력을 보유한 방송사가 광고 수익 배분 모델을 허용할 지 여부는 향후 확인해야 할 부분이다.

결론적으로 국내 드라마 시장의 변화를 주도할 사업자는 스튜디오드래곤과 JTBC콘텐츠허브(구 드라마하우스앤드콘텐츠허브, 제이콘텐츠리의 방송 자회사)로 판단된다. 스튜디오드래곤은 CJ E&M이라는, JTBC콘텐츠허브는 JTBC라는 안정적 수요처를 보유하고 있다. 양 사는 2018년에 각각 25~28편, 8~10편의 드라마 제작이 기대된다. 국내에서 연간 100편의 드라마가 방영된다는 점을 감안하면 상당한 점유율이다. 2018년 양 사 합산 점유율은 35%에 육박할 전망이다. 2020년까지는 50%를 상회하는 점유율을 보유할 가능성이 높다.

스튜디오드래곤과 JTBC콘텐츠 허브의 합산 드라마 점유율은 2020년 50% 상회 예상

드라마 점유율 상승은 더 좋은 작가 확보와 노하우 축적이라는 선순환으로 이어진다. 연간 20편 이상의 드라마를 방영하는 지상파 역시 대형 제작사 위주의 발주를 선호할 가능성이 높다. 수십개에 달하는 제작사 시장 재편이 멀지 않았음을 알리는 신호탄이다.

스튜디오드래곤과 JTBC콘텐츠허브의 점유율 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 도깨비(2017년)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

JTBC콘텐츠허브의 '맨투맨'(2017년)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

중국 런닝맨은 시즌 당
약 150억원의 영업이익 창출,
SBS 영업이익의 50% 이상
기여 가능

드라마 '태양의 후예'는
약 50억원의 MG와 조희수 당
수익(RS)까지 확보

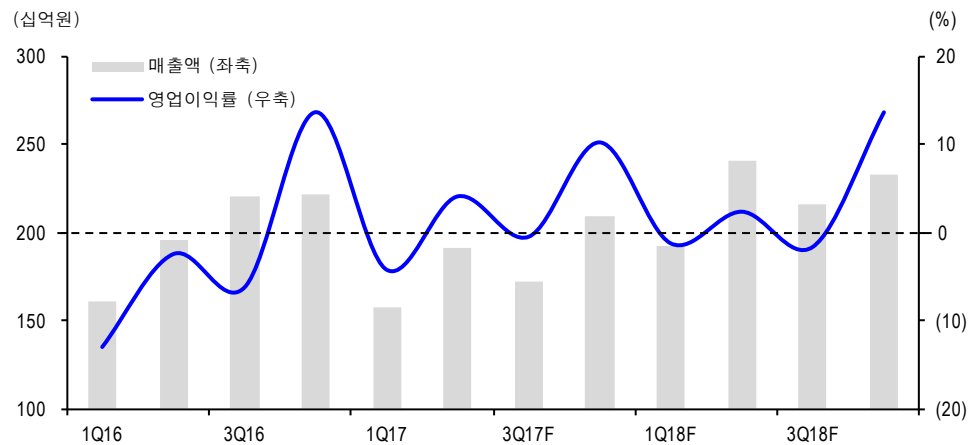
2. 중국향 수익의 현재와 가능성

중국향 수익 구조를 이해하기 위해서는 SBS의 런닝맨(달려라형제)을 이해해야 한다. 런닝맨은 현재까지 가장 성공한 공동제작의 형태다. 런닝맨의 수익 구조는 MG(미니멈 개런티, 기본급)와 RS(수익 배분)가 복합된 형태다. MG의 경우 방영 직후, RS는 약 2개 분기 이후 인식된다. 중국 런닝맨 시즌 1은 중국에서 약 500~700억원의 광고비를 창출한 것으로 추정된다. 런닝맨 시즌 2의 경우 시청률이 5%(국내 시청률 50%에 상응)에 육박했다. 약 1천억원 이상의 광고비를 창출한 것으로 추정된다. 흥행을 지속한 시즌 3와 시즌 4의 광고비도 지속적으로 상승했다.

결론적으로 런닝맨은 시즌 당 약 150억원의 영업이익을 창출하는 중국 내 킬러 콘텐츠로 거듭났다. 런닝맨 수출이 활성화 된 2015년 SBS의 별도 영업이익은 403억원(흑자전환 YoY, 이하 YoY)을 기록했다. 2017년에는 전사 차원의 비용 효율화 노력에도 약 200억원(흑자전환)의 영업이익 창출에 그치겠다. 대내외 불확실성 확대로 중국 내 런닝맨 방영에 실패했기 때문이다. 반대로 런닝맨이 방영되면 전사 영업이익은 70% 가까이 증가한다. 국내 중간광고 기대감과 함께 2018년 지상파를 긍정적으로 평가하는 이유다.

드라마도 마찬가지다. 회당 3천만원(20부 작 6억원 추정)에 중국 아이치이에 판매된 '별에서 온 그대(전지현)'를 시작으로 중국 내 국내 드라마 가격은 지속적으로 상승했다. SBS에서 방영된 피노키오(IHQ 제작)의 경우 약 60억원에 판매됐다(1년 만에 가격 10배 상승). 2016년에 방영된 '태양의 후예(송혜교, 송중기)'는 약 50억원의 MG(미니멈개런티, 기본급)는 물론 조희수 당 수익(RS)까지 확보한 초유의 드라마다. '푸른바다의 전설(전지현)' 역시 마찬가지다. 사드 여파만 아니었다면 최소 100억원에서 많게는 150억원의 판권 인식이 기대됐었다. CJ E&M 2016년 방송 영업이익(465억원)의 30%에 육박하는 규모다.

SBS의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대형 작품의 중국 판권 판매 추이

드라마 제목	판매가 (억원)	제작사	방영 시기
별에서 온 그대	6	HB엔터테인먼트	2H13
상속자들	6	화앤답픽쳐스	2H13
운명처럼 널 사랑해	24	넘버쓰리픽쳐스, 페이지원	2H14
피노키오	62	iHQ	2H14
태양의 후예	50+RS	화앤답픽쳐스	1H16
달의 연인: 보보경심 려	91	바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능했음	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리	62	그룹에이트	1H17

자료: 언론 자료, 신한금융투자 추정

중국 영화 시장 수익 배분 방식
투자자에게 유리, 중국 최전방
주 쇼박스는 중국 수익에서 약
37%를 인식

영화도 예능/드라마와 크게 다르지 않다. 중국 영화시장은 수익 배분 방식이 투자자에게 유리하다. 전체 제작비 내 마케팅 비용의 비중은 국내보다 다소 높다. 국내는 전체 제작비의 약 70%가 실제 영화 제작(순제작비)에 쓰인다. 중국은 약 50%가 실제 영화 제작에 쓰인다. 국내와 가장 큰 차이점은 제작사다. 제작사는 전체 제작비의 약 10%에 해당하는 금액을 선지급의 형태로 받는다. 일종의 수수료라고 볼 수 있다. 투자에 대한 옵션 행사는 가능하지만 국내와 같은 수익 배분 형식은 존재하지 않는다.

영화 부문 중국 최전방 사업자는 쇼박스다. 화이브라더스와 6편의 작품을 계약했고 실제 첫 작품(미호적외)을 2017년 6월에 선보였다. 작품에 대해 쇼박스에 허용된 투자비율은 30%다. 100% 자회사 쇼박스 차이나(Showbox China)가 기획/개발을 담당하는 대가로 손익분기점을 상회하는 수익의 10%를 배당금의 형태로 선인식한다. 그 이후 남은 90%의 30%를 수익으로 인식하는 구조다. 결국 이익에서 가져가는 비중은 37%라고 볼 수 있다. 수익성 측면에서 굉장히 유리한 계약 조건이다. 국내 배급사의 중국 내 위상을 보여준다.

**중국 영화 흥행 시 쇼박스의
영업이익은 50% 이상 증가**

쇼박스는 국내에서 가장 수익성이 좋은 배급사다. 2016년 영업이익은 153억원(+8.7% YoY, 영업이익률 12.1%)을 기록했다(2017년 영업이익 119억원 추정). 사실상 배급사의 국내 한계는 현재 극장 시장을 감안할 때 150억원 내외라고 볼 수 있다. 중국에서의 영화 작품 한 편 흥행 시 영업이익 기여는 100억원(제작비 100억원, 관객 1,500만명 가정)을 상회할 수 있다. 쇼박스가 중국을 포함한 해외를 성장 동력으로 보는 이유다.

쇼박스의 중국 관객수에 따른 영업이익 민감도 분석

(RMB, KRW, 백만명, 십억원)							
흥행 기준	미스터고	이별계약	20세여 다시	런닝맨 극장판			
영화 ATP (위안)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
적용 환율 (원/위안)	182.0	182.0	182.0	182.0	182.0	182.0	182.0
영화 ATP (원)	6,370.0	6,370.0	6,370.0	6,370.0	6,370.0	6,370.0	6,370.0
영화 수 (편)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
관객 수 (백만명)	3.4	5.0	7.0	10.0	12.0	15.0	35.0
<China OP Forecast>							
전체 제작비 (십억원)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
순제작비, 60%	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
마케팅 비용, 40%	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
배급수수료 할당 (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
배급수수료(HUAYI)	1.1	1.6	2.2	3.1	3.7	4.7	10.9
제작사수수료 할당 (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
제작사수수료	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
관리수수료 및 인센티브 할당 (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
관리수수료	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
영화 총 비용	12.6	13.1	13.7	14.6	15.2	16.2	22.4
쇼박스 부담분 (%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
쇼박스 제작비	3.8	3.9	4.1	4.4	4.6	4.9	6.7
쇼박스 매출액	3.3	4.8	6.7	9.6	11.5	14.4	33.6
쇼박스 제작비	3.8	3.9	4.1	4.4	4.6	4.9	6.7
쇼박스 영업이익	(0.5)	0.9	2.6	5.2	7.0	9.6	26.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

제이콘텐트리의 매출액 70%는 극장이 기여, JTBC콘텐트허브에 지주회사의 투자 기능을 더해야 스튜디오드래곤과 유사

2017년 제이콘텐트리의 방송 영업이익은 100% YoY 증가, 기업 가치는 저평가 상태

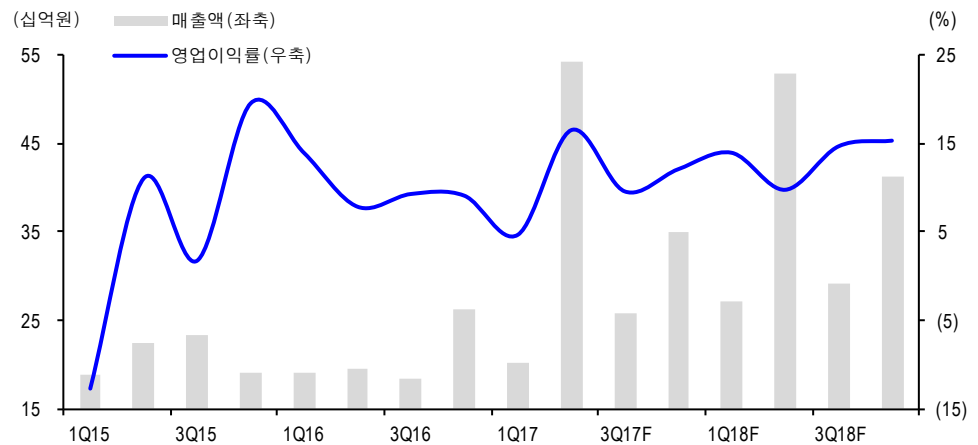
3. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리

11월 24일 스튜디오드래곤의 기업 상장을 앞두고 가장 많이 회자되는 사업자는 제이콘텐트리다. 성공적 IPO가 제이콘텐트리의 기업 가치 제고에도 도움이 될 가능성이 높기 때문이다. 결론적으로 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 직접 비교는 어렵다. 제이콘텐트리는 매출액의 70%를 메가박스(극장)가 기여한다. 공격적인 신규 출점을 앞세워 점유율 상승을 지속하고 있다. 전사 수익성은 하락했지만 여전히 연간 기준 8~9%의 영업이익률을 자랑한다. 스튜디오드래곤과 비교가 가능한 법인은 제이콘텐트리의 방송 자회사 JTBC콘텐트허브(구 드라마하우스앤드콘텐트허브)다. 여기에 지주회사의 방송 투자 기능까지 더한다면 스튜디오드래곤과 유사해진다.

제이콘텐트리의 방송에는 크게 3개의 부문이 있다. JTBC콘텐트허브 산하의 드라마하우스는 국내에서 가장 큰 제작 법인 중 하나다. 단독 또는 공동 제작을 통해 JTBC에 드라마를 공급한다. 타 제작사와는 다르게 안정적인 수요처가 있다. 향후 JTBC가 드라마 라인업을 확대할 경우 수혜가 예상된다. 두 번째는 유통이다. JTBC 예능을 포함한 모든 판권이 방송 자회사를 통해 판매된다. JTBC와 드라마하우스의 방송 경쟁력 강화는 국내 VOD(주문형비디오)와 해외 판권 매출 증가로 이어진다. 마지막은 투자다. 2016년에 잡지 부문을 매각한 지주회사가 드라마/영화 IP(지적재산권) 투자에 나서고 있다.

2017년 제이콘텐트리의 방송 영업이익은 167억원(100% YoY, 이하 YoY)을 전망한다. 드라마 흥행을 앞세워 유통 이익이 급증하고 있다. 2018년 영업이익은 보수적으로도 197억원(+17.7%)이 기대된다. Multiple 25배를 부여한 제이콘텐트리의 방송 자회사 가치는 약 5천억원으로 추정된다(제작+유통+투자 기능). 지분율을 감안한 가치는 2018년 기준 2,800억원 내외다. 전체 시가총액이 5천억원을 하회하는 점을 감안하면 기업 가치 저평가로 볼 수 있다.

제이콘텐트리의 방송 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

제이콘텐트리의 방송 가치 평가

(십억원)	2017F	2018F
방송(제작유통) 영업이익	13.5	15.1
방송 적용 Multiple	25.0	25.0
방송(제작유통) 가치	336.6	376.5
지분율 (%)	42.5	42.5
지분율 적용 방송(제작유통) 가치(a)	143.1	160.0
방송(투자) 영업이익	3.3	4.6
방송 적용 Multiple	25.0	25.0
방송(투자) 가치(b)	81.7	115.9
전체 방송사업 가치(a+b)	224.7	276.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

제이콘텐트리의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]																
(십억원, 천명, 원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
<영화 시장 가정>																
전국 관객 추이	50.5	44.6	73.1	49.2	50.9	45.1	71.7	50.0	50.9	45.0	64.0	52.5	217.4	216.3	213.7	220.4
메가박스 관객 추이	4.8	4.2	7.0	4.8	4.8	4.6	7.1	5.4	5.6	4.7	6.5	5.8	20.9	21.9	22.7	24.5
메가박스 점유율	9.5	9.5	9.6	9.8	9.7	10.2	9.8	10.8	10.7	10.5	10.2	11.1	9.6	10.1	10.6	11.1
메가박스 ATP	6,356	6,891	6,307	6,510	6,301	6,891	7,058	7,088	6,557	7,167	6,912	7,067	6,516	6,834	6,926	6,965
<실적 추정>																
매출액	80.2	77.7	103.0	88.3	91.8	79.7	105.7	58.0	86.9	96.6	96.7	100.9	349.2	335.1	381.0	429.9
방송 수익	18.8	22.4	23.4	19.0	28.4	29.5	28.5	(2.0)	20.3	54.2	25.7	35.0	83.6	83.2	135.1	150.4
- 유통/제작	18.8	22.4	23.4	19.0	19.1	19.4	18.4	26.2	16.5	41.4	20.7	28.0	83.6	83.2	106.6	114.6
- 투자(제이콘)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	12.8	5.0	7.0	0.0	0.0	28.5	35.8
잡지 수익	10.4	11.6	10.3	12.8	9.3	10.1	10.1	(28.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	45.1	1.3	0.0	0.0
신문/문화 수익	0.3	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0
극장/영화 수익	53.0	48.4	71.6	58.9	64.1	51.4	78.3	61.2	68.3	57.3	73.1	68.0	231.9	255.1	266.7	288.4
- 상영(추정)	30.5	29.2	44.2	31.2	30.2	31.7	49.8	38.5	36.7	34.0	45.1	41.1	135.2	150.1	156.9	170.5
- 매점(추정)	11.0	10.5	15.9	11.2	11.6	12.2	19.2	14.8	14.3	13.3	17.2	15.6	48.7	57.8	60.3	66.5
- 광고(추정)	7.6	7.3	11.1	7.8	8.4	8.9	13.9	10.8	10.7	9.9	12.6	11.9	33.8	42.0	45.1	49.4
연결조정	(2.3)	(5.8)	(2.3)	(2.5)	(0.8)	(1.3)	(1.1)	(1.2)	(1.7)	(15.0)	(2.0)	(2.1)	(12.9)	(4.4)	(20.8)	(8.8)
매출 내 극장 비중	66.1	62.2	69.5	66.8	69.9	64.6	74.1	105.5	78.6	59.4	75.5	67.4	66.4	76.1	70.0	67.1
매출원가/판관비	78.4	67.8	91.2	80.1	79.8	77.9	90.3	58.3	81.7	87.7	82.7	89.0	317.6	306.2	341.1	381.5
영업이익	1.7	9.9	11.8	8.2	12.0	1.8	15.4	(0.2)	5.2	8.9	14.0	11.9	31.6	28.9	40.0	48.4
- 방송	(2.4)	2.5	0.4	3.7	2.7	1.5	1.7	2.4	1.0	9.0	2.5	4.3	4.3	8.4	16.7	19.7
- 잡지	(0.3)	0.5	(0.5)	0.1	(1.8)	(2.1)	(1.8)	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	(1.4)	0.0	0.0
- 신문/문화	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
- 극장/영화	4.0	6.3	11.6	5.0	11.4	2.3	15.4	(6.9)	4.3	(0.0)	11.5	7.6	27.0	22.3	23.5	28.8
세전이익	3.3	9.3	13.7	4.3	8.3	0.9	15.5	10.4	5.1	8.8	15.3	15.8	30.5	35.1	45.1	54.8
순이익	2.1	7.3	8.6	2.7	6.6	(0.9)	12.3	4.4	3.8	6.3	11.2	12.0	20.7	22.4	33.3	40.5
<% YoY growth>																
매출액	(12.6)	(24.3)	(12.4)	7.7	14.5	2.5	2.6	(34.3)	(5.3)	21.2	(8.5)	73.8	(11.4)	(4.0)	13.7	12.8
영업이익	(51.1)	30.1	(16.4)	(14.4)	596.8	(82.2)	30.6	적전	(56.8)	404.6	(9.1)	흑전	(9.2)	(8.4)	38.1	21.2
순이익	(4.3)	89.9	(46.5)	흑전	218.8	적전	42.2	63.1	(42.8)	흑전	(9.0)	53.5	42.7	8.1	29.0	21.6
<이익률, %>																
영업이익률	2.1	12.8	11.5	9.2	13.1	2.2	14.6	(0.4)	6.0	9.2	14.5	11.8	9.0	8.6	10.5	11.3
순이익률	2.6	9.4	8.4	3.1	7.2	(1.2)	11.6	7.6	4.4	6.5	11.6	11.9	5.9	6.7	8.7	9.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 4Q16에 잡지 부문 매각 효과를 일시에 반영(나머지 차액은 임대 수익)

기업 개요

지금의 한류를 만든 그들이 모이다

한류의 시작은 드라마예능,
미디어의 경쟁력이 면세점,
화장품 산업의 활성화로 이어짐

한류의 시작은 드라마라고 해도 과언이 아니다. 2013년 말에 SBS에서 방영된 박지은 작가의 '별에서 온 그대(전지현)'가 한류 수출의 시작점이다. 중국에서 80억 누적 조회를 기록한 이 작품을 시작으로 한류 콘텐츠는 주목을 받기 시작했다. 편당 10억원을 넘지 못한 국내 드라마는 약 1년 만에 적게는 3배에서 많게는 10배까지 가격이 상승했다. 2014년 말부터는 SBS의 런닝맨(달려라형제)이 중국에서 방영되며 예능 공동제작의 포문을 열었다.

2016년 초에 중국에서 동시 방영된 '태양의 후예(김은숙 작가, 이응복 감독 연출)'는 국내 드라마의 중국 수출 본격화를 위한 기반을 닦았다. 약 50억원으로 추정되는 MG(미니멈개런티)는 물론 조회수에 따른 RS(수익 배분)까지 보장받았다. 지난 4년 간 국내 작가와 연출진이 만든 한류 열풍은 관련 산업의 전방위적인 수혜로 이어졌다. 미디어 경쟁력은 중국인 입국자 증가로, 중국인 입국자 증가는 면세점과 화장품 산업 활성화로 이어졌다. 사드 배치에 따른 불확실성이 불어졌을 때 중국이 미디어 산업을 가장 먼저 규제한 점도 이런 이유다.

스튜디오드래곤의 자회사들은
각각의 분야에서
국내 드라마를 대표

스튜디오드래곤은 바로 이런 한류를 만든 주역들이 모인 회사다. 자회사 문화창고, 화앤담픽스, 케이피제이는 각각의 분야에서 국내 드라마를 대표하는 제작사들이다. 문화창고와 화앤담픽스는 판타지/트렌디 드라마에서 강한 영향력을 가졌다. 케이피제이(KPJ)는 '대장금', '뿌리깊은 나무', '육룡이 나르샤' 등 사극에서의 강자다. 바로 이 제작사들이 보유한 크리에이터(작가와 연출)들이 한류의 원천이자 무형자산 수출의 원동력이다.

주요 크리에이터 현황

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

자료: 회사 자료, 신한금융투자

태양의 후예의 김은숙 작가



자료: 언론 자료, 신한금융투자

푸른바다의 전설의 박지은 작가



자료: 언론 자료, 신한금융투자

약 34명의 기획 인력이 작가와 연출을 지원

2020년 국내 드라마 시장 중장기 점유율 목표는 40%, 연평균 매출 증감률은 30% 육박 기대

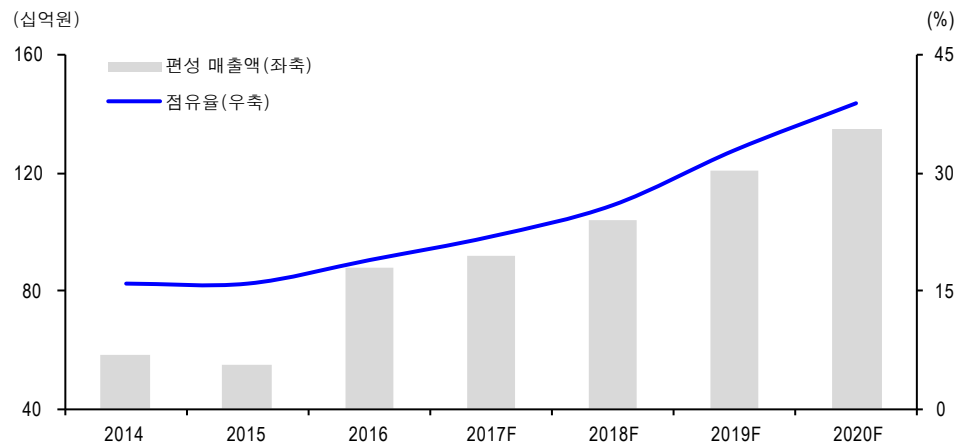
점유율 1위의 초대형 제작사

주 사업은 결국 드라마의 기획, 제작, 그리고 부가 권리의 유통이다. 기획은 소비자가 원하는 차별화된 스토리의 개발에서 시작한다. VOD(주문형비디오) 구매를 선도하는 젊은층은 다변화된 소재와 경험해 보지 못했던 스토리 라인을 원한다. 약 34명의 기획 인력이 이 부분에서 작가와 연출을 지원한다. 안정적인 스토리가 완성되면 실제 제작이 진행된다. 동사가 보유한 작가와 감독(연출)의 역량이 녹아드는 과정이다. 제작이 완료된 드라마는 방송사에 공급되고 부가관련 수익은 동사 실적 개선의 원동력으로 작용한다.

2020년 국내 드라마 시장 중장기 점유율 목표는 40%다. 2017년 기준 20%(19편 기준) 내외의 점유율을 가정할 경우 가야할 길이 멀다. 2018년에 26편, 2019년에 33편, 2020년에 40편의 드라마를 제작해야 달성 가능한 목표다. 드라마 편수가 매년 5편 이상 증가할 경우 연평균 매출 증감률은 30%에 육박할 가능성이 높다.

향후 기대되는 부분은 해외 공동제작이다. 공동제작이 활성화 될 경우 국내와는 차원이 다른 규모의 이익 창출이 가능하다. 글로벌 최대 OTT(Over the Top, 인터넷을 통해 볼 수 있는 동영상 서비스) 사업자 중 하나인 넷플릭스가 동사를 주목하는 이유는 하나다. 13억 인구를 보유한 중국 시장으로 향하는 교두보 역할이 가능하기 때문이다. 향후 글로벌 플랫폼 사업자로부터의 투자 유치, 드라마 제작, 중국 내 수익 배분 등은 충분히 예상 가능한 시나리오다. 국내 배급사 쇼박스가 보유한 중국과 미국 파트너십 전략과 크게 다르지 않다.

스튜디오드래곤의 드라마 편성 매출액, 국내 점유율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

쇼박스의 해외 사업



자료: 회사 자료, 신한금융투자

실적 전망

17년과 18년 영업이익 각각 82.9%, 71.9% YoY 증가 전망

2017년 매출액은 22.7% YoY
증가, 영업이익은 판매(유통)
매출액의 호조로 82.9% 증가

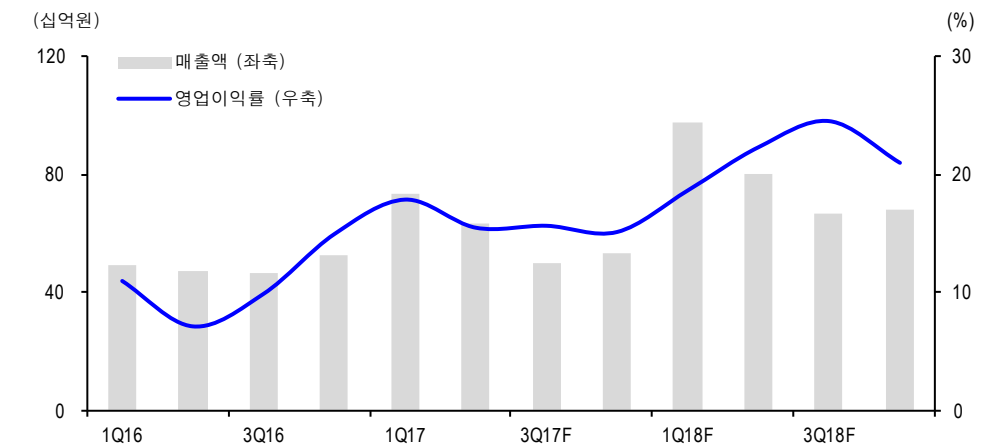
2017년 연결 매출액은 2,399억원(+22.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 388억원(+82.9%)을 전망한다. 제작 편수가 2016년 19편에서 2017년 22편으로 증가하면서 기초 체력이 상승한다. 1Q17에 인식한 '도깨비' 관련 수익도 큰 도움이 됐다. 제작 편수 증가에 따라 유통 매출액도 빠른 증가세다. 2017년 판매(유통) 매출액은 36.7% 증가한 1,031억원이 기대된다. 국내와 해외가 모두 호조세다. 국내는 VOD(주문형비디오) 관련 수익 증가, 해외는 아시아를 중심으로 한 판권 수출의 영향이 크다. 2017년 해외 매출액은 40.8% 증가한 622억원이 기대된다.

상반기 합산 영업이익은 이미 229억원을 기록했다. 1Q17에 판매된 '도깨비'가 제작비 대비 무려 61%의 수익률을 기록하면서 실적 개선을 견인했다. 하반기 합산 영업이익은 159억원(+27.4%)으로 여전히 견조하다. 이익 증감률이 상반기 대비 둔화되는 이유는 텐트폴(주력) 드라마의 수익 인식 시기 때문이다. 하반기 라인업 중 가장 기대되는 작품은 화유기(홍정은, 홍미란)다. 2017년 12월부터 tvN에서 방영되는 관계로 수익 인식은 1Q18이 될 전망이다. 4Q17 이익 증감률이 상대적으로 낮고 1Q18 이익 증감률이 높을 가능성이 높다.

2018년 매출액은 30.1% YoY,
영업이익은 71.9% 증가 추정,
매 분기 텐트폴 드라마 포진

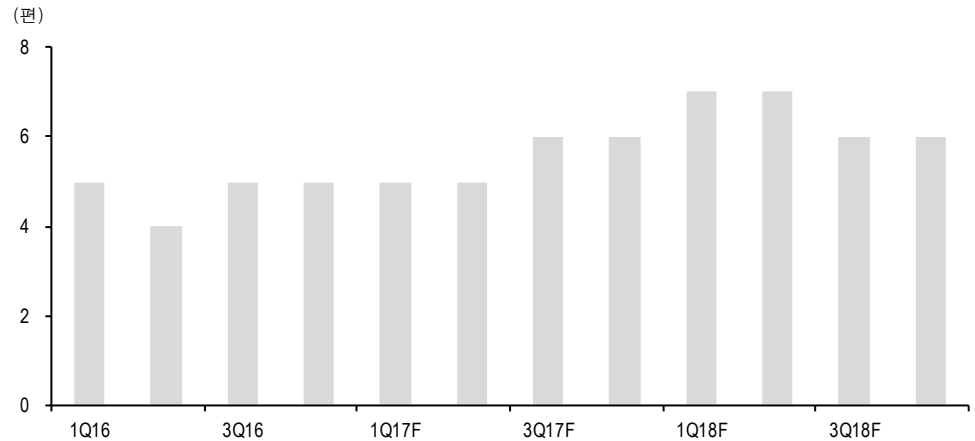
2018년 연결 매출액은 3,121억원(+30.1%), 영업이익은 667억원(+71.9%)을 전망한다. 매 분기 텐트폴 드라마가 실적 개선을 견인하겠다. 1Q18에는 앞서 언급한 '화유기' 판권 이익이 인식되겠다. 중국향 수출이 발생할 경우 관련 이익이 급증할 가능성도 배제할 수 없다. 2Q17에는 김은숙 작가의 미스터 션샤인(연출 이응복)이 있다. 신미양요(1871년) 군함에 승선해 미국에 떨어진 소년의 이야기를 그린 드라마다. 하반기에도 실적 개선이 기대된다. '더블유'로 알려진 송재정 작가의 차기작과 '또 오해영'으로 유명한 박해영 작가의 차기작이 방영된다. 드라마 제작 편수가 당사 추정인 26편을 넘어설 경우 추가적인 외형 성장도 가능하다.

스튜디오드래곤의 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 드라마 제작편수 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준, 분기는 당사 추정]

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
<제작 가정>																
드라마 (편)	5.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0	7.0	7.0	6.0	6.0	16.0	19.0	22.0	26.0
<실적 추정>																
전체 매출액	49.5	47.0	46.5	52.5	73.5	63.3	49.6	53.5	97.5	80.0	66.8	67.9	97.4	195.5	239.9	312.1
편성(제작) 수익	22.5	22.0	21.0	22.3	24.5	22.0	21.7	23.5	28.0	24.8	24.7	26.4	54.8	87.8	91.7	103.9
유통(판권) 수익	18.0	18.0	18.5	20.9	34.0	29.0	19.6	20.5	52.3	41.1	30.8	28.7	39.0	75.4	103.1	152.9
기타(PPL) 수익	9.0	7.0	7.0	9.3	15.0	12.3	8.3	9.5	17.3	14.1	11.2	12.7	3.6	32.3	45.1	55.3
<해외 추정>																
해외 매출액	12.8	13.0	9.3	9.3	23.0	15.7	11.7	11.8	26.7	20.3	17.2	17.6	23.9	44.2	62.2	81.9
해외 비중 (%)	25.8	27.6	19.9	17.6	31.3	24.8	23.7	22.0	27.4	25.4	25.8	25.9	24.5	22.6	25.9	26.2
일본	2.3	2.3	2.4	2.1	7.5	4.5	2.7	2.3	8.6	5.2	3.3	3.9	8.9	9.1	17.0	21.0
중국 포함 아시아	9.8	10.0	6.2	6.3	12.2	9.0	7.5	7.8	16.2	13.0	12.0	11.9	11.0	32.3	36.5	53.1
중국	3.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0	4.0	4.0	6.0	6.0	0.0	14.0
미주	0.6	0.6	0.6	0.8	3.2	2.1	1.5	1.6	1.8	2.0	1.8	1.8	3.6	2.6	8.4	7.5
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3
매출원가	41.3	40.4	38.8	41.3	57.6	50.2	38.6	41.9	74.9	58.2	46.5	49.5	85.7	161.8	188.2	229.0
판매관리비	2.8	3.3	3.2	3.3	2.8	3.3	3.3	3.5	4.4	3.9	3.9	4.1	9.1	12.6	12.9	16.4
영업이익	5.4	3.3	4.6	7.8	13.1	9.8	7.8	8.1	18.2	17.9	16.4	14.3	2.6	21.2	38.8	66.7
세전이익	4.3	2.3	3.8	6.6	13.0	9.3	7.4	7.8	18.2	17.8	16.1	14.2	1.9	17.1	37.5	66.2
순이익	3.3	1.8	2.9	5.1	9.6	6.7	5.6	5.9	13.7	13.4	12.1	10.7	1.4	13.0	27.8	50.0
<% YoY growth>																
매출액	100.8	98.3	96.2	107.1	48.5	34.7	6.6	1.9	32.7	26.4	34.6	26.9	(5.5)	100.7	22.7	30.1
영업이익	4,721.5	흑전	325.5	266.9	142.0	193.4	69.0	3.1	38.5	82.1	111.1	76.1	(37.8)	717.1	82.9	71.9
순이익	흑전	흑전	386.5	184.3	190.2	275.0	95.8	16.7	43.9	100.9	115.1	81.2	9.8	802.7	113.5	80.0
<이익률, %>																
영업이익률	11.0	7.1	9.9	15.0	17.9	15.5	15.7	15.1	18.7	22.3	24.5	21.0	2.7	10.8	16.2	21.4
순이익률	6.6	3.8	6.2	9.6	13.0	10.5	11.4	11.0	14.1	16.8	18.2	15.7	1.5	6.6	11.6	16.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) 분기 실적은 연간을 바탕으로 한 당사 추정(분기 자료 없음)

2) 매출액 세부 항목 역시 분기는 당사 추정

드라마 라인업 현황

NO.	제품	채널	방영일자	연출	작가
1	기억	tvN	16.03.18~16.05.07	박찬홍	김지우
2	뱀파이어탐정	OCN	16.03.27~16.06.12	김가람	유영선
3	또! 오해영	tvN	16.05.02~16.06.28	송현욱	박해영
4	디어 마이 프렌즈	tvN	16.05.13~16.07.02	홍종찬	노희경
5	38사 기동대	OCN	16.06.17~16.08.06	한동화, 황준혁	한정훈
6	굿 와이프	tvN	16.07.08~16.08.27	이정효	한상운
7	싸우자 귀신아	tvN	16.07.11~16.08.30	박준회	이대일
8	신데렐라와 네명의 기사	tvN	16.08.12~16.10.01	권혁찬, 이민우	민지은 등
9	공항가는 길	KBS2	16.09.21~16.11.10	김철규	이숙연
10	THE K2	tvN	16.09.23~16.11.12	곽정환	장혁린
11	캐리어를 끄는 여자	MBC	16.09.26~16.11.15	강대선, 이재진	권음미
12	안투라지	tvN	16.11.04~16.12.24	장영우	서재원, 권소라
13	푸른바다의 전설	SBS	16.11.16~17.01.25	진혁	박지은
14	도깨비	tvN	16.12.02~17.01.21	이응복	김은숙
15	상애천사천년2	호남 위성	16.11.14~16.12.29	김병수	박영숙
16	내성적인 보스	tvN	17.01.16~17.03.14	송현욱	주화미
17	더보이스	OCN	17.01.14~17.03.12	김홍선	마진원
18	내일 그대와	tvN	17.02.03~17.03.25	유재원	허성혜
19	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	tvN	17.03.20~17.05.09	김진민	김경민
20	터널	OCN	17.03.25~17.05.21	신용휘	이은미
21	시카고타자기	tvN	17.04.07~17.07.03	김철규	진수완
22	써클: 이어진 두 세계	tvN	17.05.22~17.06.27	민진기	김진희 등
23	듀얼	OCN	17.06.03~17.07.23	이종재	김윤주
24	비밀의 숲	tvN	17.06.10~17.07.30	안길호	이수연
25	품위있는 그녀	JTBC	17.06.16~17.08.19	김윤철	백미경
26	하백의 신부	tvN	17.07.03~17.08.22	김병수	정윤정
27	크리미널 마인드	tvN	17.07.26~	양원호 등	홍승현 등
30	구해줘	OCN	17.08.05~	김성수	정신규
28	명불허전	tvN	17.08.12~	홍종찬	김은희
29	황금빛 내 인생	KBS2	17.09.02~	김형석	소현경
31	아르곤	tvN	17.09.04~	이운정	전영신 등
32	이번 생은 처음이라	tvN	17.10.09~	박준화	윤난중
33	부암동 복수자들	tvN	17.10.11~	권석장	김이지 등
34	변혁의 사랑	tvN	17.10.14~	송현욱 등	주현
35	블랙	OCN	17.10.14~	김홍선	최란
36	tvN토일드라마	tvN	17.12~	<변혁의 사랑> 후속	
37	tvN월화드라마	tvN	17.12~	<이번 생은 처음이라> 후속	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

이슈: 핵심 인력 이탈 가능성

불가능은 아니지만 가능성은 매우 낮다

주요 작가로 김은숙, 박지은, 김영현, 송재정, 홍자매 등을 보유, 국내 최고 경쟁력 자랑

동사의 핵심 크리에이터는 2H17 기준 133명이다. 작가가 64명, 연출이 35명, 기획이 34명이다. 작가는 제작사에게 가장 중요한 인력이다. 동사가 보유한 주요 작가로는 김은숙(시크릿 가든, 도깨비), 박지은(별에서 온 그대, 푸른바다의 전설), 김영현(선덕여왕, 대장금), 송재정(나인, 더블유) 등이 있다. 연출도 작가 못지않게 중요하다. 주요 연출 인력으로는 미생과 시그널로 유명한 김원석 감독, 태양의 후예와 도깨비로 유명한 이응복 감독이 있다.

국내를 대표하는 작가와 연출의 이탈 우려는 제작사에 투자하는 투자자들이 당연히 가질 수 있는 부분이다. 다행인 점은 그 가능성이 매우 낮다는 점이다. 먼저 동사는 주요 작가와 약 100회분의 계약을 체결한 상태다. 드라마 1편에 약 20회가 소요되는 점을 감안하면 약 5편의 드라마라고 볼 수 있다. 통상 대표 작가들이 1.5~2년에 1편의 드라마를 선보이는 점을 감안하면 약 7~10년의 주기다. 작가에게는 우호적인 영업 환경과 장기 계약에 따른 안정감을, 제작사에게는 필수 인력을 오랫동안 보유할 수 있는 기회를 준다.

장기 계약과 안정적인 캐스팅 방송사 보유 감안 시 인력 이탈 가능성 극히 낮음

안정적인 캐스팅을 보유하고 있다는 점도 장점이다. CJ E&M은 연간 20편 이상의 드라마를 방영하는 방송 강자다. tvN이나 OCN에서의 방영은 타 채널 대비 VOD(주문형비디오) 소모량이 높은 젊은층의 시청률을 보장한다. 성과에 연동되는 작가 인센티브를 감안할 경우 타 제작사로의 이직 이유가 낮다.

자체 신인 작가를 발굴하려는 노력도 지속되고 있다. 사업 오픈(OPEN)이 대표적인 예다. 오픈은 CJ E&M, 스튜디오드래곤, CJ문화재단이 재능있는 드라마/영화 신진을 발굴, 개발하는 사업이다. 공모전을 통해 작가를 선발하고 창작지원금을 지급한다. 육성이 성공적인 경우 제작을 통해 단막극 편성을 지원한다. 대표적인 입봉 작가로는 이수연(비밀의 숲), 이은미(터널), 이숙연(공황가는 길)이 있다.

스튜디오드래곤의 김영현 작가(선덕여왕, 대장금)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

오픈(OPEN)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

Global Peers

콘텐츠 사업자 Global Peers									
Ticker		036420 KS	003560 KS	160550 KS	047820 KS	DIS US	TWX US	300027 CH	300133 CH
회사명		제이콘텐츠리	'iHQ'	NEW	초록샘미디어	월트 디즈니	타임 워너	화이 브라더스	저장 화처 필름
시가총액 (십억원)		461.4	301.9	220.9	98.6	170,173.2	81,248.0	3,968.9	3,092.9
Sales	2016	335.2	109.4	125.7	105.9	64,550.7	34,030.8	608.9	774.0
(십억원)	2017F	397.7	-	103.0	-	61,973.6	34,498.8	650.4	902.8
	2018F	469.6	-	104.0	-	65,704.6	36,129.6	799.3	1,082.1
OP	2016	28.9	11.3	6.6	7.7	16,478.8	8,760.2	59.2	86.8
(십억원)	2017F	38.1	-	7.0	-	16,293.0	8,981.8	164.1	121.3
	2018F	47.1	-	5.0	-	17,502.2	9,586.8	213.5	150.2
OP margin	2016	8.6	10.3	5.3	7.3	25.5	25.7	9.7	11.2
(%)	2017F	9.6	-	6.8	-	26.3	26.0	25.2	13.4
	2018F	10.0	-	4.8	-	26.6	26.5	26.7	13.9
NP	2016	19.2	4.4	4.4	4.9	10,896.5	4,557.1	141.3	83.6
(십억원)	2017F	22.4	-	6.0	-	10,120.0	5,453.3	147.5	105.1
	2018F	29.4	-	5.0	-	10,729.3	5,776.3	170.2	126.4
Sales Growth	2016	(4.2)	3.0	52.2	326.3	10.3	6.9	(12.2)	62.6
(% YoY)	2017F	18.7	-	(18.1)	-	(4.0)	1.4	6.8	16.6
	2018F	18.1	-	1.0	-	6.0	4.7	22.9	19.9
EPS Growth	2016	27.5	(20.5)	220.0	(650.0)	21.0	9.5	(26.0)	(12.7)
(% YoY)	2017F	15.0	-	30.0	-	(3.6)	18.3	1.6	29.5
	2018F	31.8	-	(14.4)	-	10.3	5.9	21.9	25.4
P/E	2016	19.2	60.2	69.7	19.6	16.2	16.6	37.9	42.0
(x)	2017F	20.6	-	38.8	-	17.1	15.1	27.7	28.6
	2018F	15.6	-	45.3	-	15.5	14.3	22.8	22.8
P/B	2016	5.2	1.2	2.3	1.3	3.4	3.1	3.4	3.1
(x)	2017F	3.6	-	1.6	-	3.8	2.6	2.4	2.6
	2018F	2.9	-	1.6	-	3.7	2.3	2.2	2.4
EV/EBITDA	2016	16.2	4.4	32.1	9.8	10.1	11.8	80.8	40.9
(x)	2017F	11.6	-	18.9	-	10.0	10.5	23.8	25.8
	2018F	9.8	-	25.3	-	9.4	9.9	18.9	20.7
ROE	2016	26.3	2.0	3.3	7.2	21.4	16.4	8.5	7.8
(%)	2017F	21.6	-	4.1	-	21.5	18.7	8.4	9.1
	2018F	21.6	-	3.4	-	23.4	17.2	9.5	10.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	N/A	242.0	283.5	337.0	408.7
유동자산	N/A	81.4	120.9	164.1	227.8
현금및현금성자산	N/A	11.5	47.0	86.2	146.2
매출채권	N/A	37.0	38.9	40.8	42.8
재고자산	N/A	0.0	1.8	2.3	2.8
비유동자산	N/A	160.6	162.6	172.9	180.9
유형자산	N/A	1.2	1.4	1.9	2.2
무형자산	N/A	123.9	125.5	135.1	142.7
투자자산	N/A	2.3	2.5	2.6	2.8
기타금융투자자산	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	N/A	105.9	119.6	123.2	126.7
유동부채	N/A	84.5	107.4	110.2	113.1
단기차입금	N/A	8.1	6.1	6.1	6.1
매입채무	N/A	5.8	4.3	5.2	6.3
유동성장기부채	N/A	0.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	N/A	21.4	12.3	13.0	13.6
사채	N/A	19.9	9.9	9.9	9.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	136.1	163.9	213.9	282.0
자본금	N/A	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	N/A	114.7	114.7	114.7	114.7
기타자본	N/A	2.0	2.0	2.0	2.0
기타포괄이익누계액	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	N/A	8.3	36.1	86.1	154.3
지배주주지분	N/A	136.1	163.9	213.9	282.0
비지배주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	N/A	28.1	36.0	36.0	36.0
*순차입금(순현금)	N/A	16.4	(11.2)	(50.4)	(110.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	(12.4)	80.2	106.2	129.2
당기순이익	N/A	8.1	27.8	50.0	68.2
유형자산상각비	N/A	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	N/A	22.0	49.0	55.4	60.4
외화환산손실(이익)	N/A	0.3	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	N/A	(46.1)	1.9	(0.5)	(0.1)
(법인세납부)	N/A	(1.7)	(9.7)	(16.2)	(22.1)
기타	N/A	4.8	11.2	17.5	22.8
투자활동으로인한현금흐름	N/A	(69.5)	(50.7)	(64.9)	(67.0)
유형자산의증가(CAPEX)	N/A	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.3)
유형자산의감소	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	N/A	(0.1)	(50.6)	(65.0)	(68.0)
투자자산의감소(증가)	N/A	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
기타	N/A	(68.0)	0.3	0.8	1.4
FCF	N/A	N/A	78.6	104.0	129.0
재무활동으로인한현금흐름	N/A	93.5	6.0	(2.2)	(2.2)
차입금의증가(감소)	N/A	27.2	8.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	66.3	(2.0)	(2.2)	(2.2)
기타현금흐름	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	N/A	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	N/A	11.5	35.5	39.1	60.0
기초현금	N/A	0.0	11.5	47.0	86.2
기말현금	N/A	11.5	47.0	86.2	146.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	N/A	154.4	239.9	312.1	373.0
증가율 (%)	N/A	N/A	55.3	30.1	19.5
매출원가	N/A	132.8	188.2	229.0	261.1
매출총이익	N/A	21.6	51.7	83.1	111.9
매출총이익률 (%)	N/A	14.0	21.5	26.6	30.0
판매관리비	N/A	5.0	12.9	16.4	19.8
영업이익	N/A	16.6	38.8	66.7	92.1
증가율 (%)	N/A	N/A	133.4	71.9	38.1
영업이익률 (%)	N/A	10.8	16.2	21.4	24.7
영업외손익	N/A	(6.1)	(1.3)	(0.5)	(1.8)
금융손익	N/A	(1.1)	(2.5)	(1.1)	(0.6)
기타영업외손익	N/A	(5.0)	1.1	0.6	(1.2)
종속 및 관계기업관련손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	N/A	10.5	37.5	66.2	90.3
법인세비용	N/A	2.4	9.7	16.2	22.1
계속사업이익	N/A	8.1	27.8	50.0	68.2
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	8.1	27.8	50.0	68.2
증가율 (%)	N/A	N/A	241.1	80.0	36.4
순이익률 (%)	N/A	5.3	11.6	16.0	18.3
(지배주주)당기순이익	N/A	8.1	27.8	50.0	68.2
(비지배주주)당기순이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	N/A	8.3	27.8	50.0	68.2
(지배주주)총포괄이익	N/A	8.3	27.8	50.0	68.2
(비지배주주)총포괄이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	N/A	38.8	87.8	122.1	152.6
증가율 (%)	N/A	N/A	126.2	39.1	24.9
EBITDA 이익률 (%)	N/A	25.1	36.6	39.1	40.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	N/A	289	991	1,783	2,431
EPS (지배순이익, 원)	N/A	289	991	1,783	2,431
BPS (자본총계, 원)	N/A	844	1,017	1,327	1,750
BPS (지배지분, 원)	N/A	844	1,017	1,327	1,750
DPS (원)	N/A	-	-	-	-
PER (당기순이익, 배)	N/A	-	-	-	-
PER (지배순이익, 배)	N/A	-	-	-	-
PBR (자본총계, 배)	N/A	-	-	-	-
PBR (지배지분, 배)	N/A	-	-	-	-
EV/EBITDA (배)	N/A	-	-	-	-
배당성향 (%)	N/A	-	-	-	-
배당수익률 (%)	N/A	-	-	-	-
수익성	N/A				
EBITDA 이익률 (%)	N/A	25.1	36.6	39.1	40.9
영업이익률 (%)	N/A	10.8	16.2	21.4	24.7
순이익률 (%)	N/A	5.3	11.6	16.0	18.3
ROA (%)	N/A	3.4	10.6	16.1	18.3
ROE (지배순이익, %)	N/A	6.0	18.5	26.5	27.5
ROIC (%)	N/A	-	24.6	40.7	51.8
안정성	N/A				
부채비율 (%)	N/A	77.8	73.0	57.6	44.9
순차입금비율 (%)	N/A	12.1	(6.8)	(23.6)	(39.2)
현금비율 (%)	N/A	13.6	43.8	78.2	129.2
이자보상배율 (배)	N/A	19.5	19.9	30.5	42.1
활동성	N/A				
순운전자본회전율 (회)	N/A	-	(33.9)	(44.7)	(62.0)
재고자산회수기간 (일)	N/A	-	1.4	2.4	2.5
매출채권회수기간 (일)	N/A	-	57.7	46.6	40.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 홍세중, 구현지)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

매수	중립	축소	비중확대	중립	축소
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
				◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 3일 기준)

매수 (매수)	92.59%	Trading BUY (중립)	4.63%	중립 (중립)	2.78%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수원	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458	포항남	054) 274-3768	순천연향동	061) 727-6702		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								