

## 스튜디오드래곤

지금까지의 드라마 산업은 잊어라

Nov. 2017

8

미디어/엔터/유통 이남준

nam.lee@ktb.co.kr

연구원 주윤혜

unae@ktb.co.kr

## BUY

|          | 현재     | 직전 | 변동 |
|----------|--------|----|----|
| 투자의견     | BUY    |    | 신규 |
| 목표주가     | 47,000 |    | 신규 |
| Earnings |        |    | 신규 |

## IPO Information

|            |                   |
|------------|-------------------|
| 공모 예정가     | 30,900원 ~ 35,000원 |
| 공모 예정금액    | 1,854억원~2,100억원   |
| 공모 주식수     | 6,000,000 주       |
| 상장 예정 주식수  | 28,037,240 주      |
| 상장 예정 시가총액 | 8,664억원~9,813억원   |

## IPO Schedule

|        |                  |
|--------|------------------|
| 수요 예측일 | 2017년 11월 9~10일  |
| 청약 예측일 | 2017년 11월 16~17일 |
| 상장 예정일 | 2017년 11월 24일    |

## 공모 후 보호예수 지분율 (%)

|              |       |
|--------------|-------|
| 최대주주 및 특수관계인 | 71.33 |
| 공모주          | 20.97 |
| 기타주주         | 7.27  |
| 우리사주조합       | 0.43  |

## Valuation wide (공모가 상단 기준)

|              | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|------|-------|-------|
| PER(배)       | n/a  | 29.5  | 19.2  |
| PBR(배)       | n/a  | 2.5   | 2.0   |
| EV/EBITDA(배) | n/a  | 8.5   | 5.8   |
| 배당수익률(%)     | n/a  | 0.0   | 0.0   |

## ▶ Issue

11월 24일 스튜디오드래곤 신규 상장에 따른 투자의견 신규 제시

## ▶ Pitch

- 투자의견 BUY, 목표주가 4.7만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 '18년 Target PER 26배 적용. Target PER은 중국 Peer 6개사 평균에서 시장 할인률 20% 적용

- 2019년까지 2개년 EPS CAGR 성장률 44% 추정. 이는 미디어/엔터 평균 30%를 크게 상회하는 수준. 반면, 동사 '18년 PER은 업종 평균 대비 낮은 19배 수준에 불과. 공모가 상단으로 상장되어도 우리의 목표주가 대비 Upside는 약 34% 발생. 투자의견 BUY로 커버리지 신규 편입

## ▶ Rationale

- 글로벌 매출이 본격적으로 발생하는 2018년 동사 예상 실적은 매출 3,855억원 (YoY +37.5%), 영업이익 699억원 (YoY +51%), 순이익 509억원 (YoY +53.4%)

- 동사의 높은 실적 성장세는 크게 i) 드라마 제작 편수 증가, ii) 글로벌 OTT향 해외 수출 모멘텀, iii) 라이브러리 축적 따른 수익성 향상에 따른 것

- 드라마 제작 편수는 2016년 19편에서 2020년 40편까지 확대될 예정. TVN과 OCN등 CJ E&M 채널 향 드라마는 Captive로 가져가는 가운데, 국내 지상파, 종편, 그 밖에 다양한 해외매체로 드라마 공급 확대될 전망

- 넷플릭스와 아마존프라임은 올해 각각 60억불, 45억불을 비디오 콘텐츠 구입에 지출. 넷플릭스 가입자 순증의 80%가 해외에서 발생. 향후 글로벌 OTT의 국내 드라마 소싱은 필연적으로 확대될 것. 이에 발맞춰 동사도 내년 넷플릭스 오리지널 드라마 제작을 예정에 두고 있으며, 종영작 판권판매도 점진적으로 확대되는 중

- 한한령 해빙기로 접어들면서 중국향 판권판매도 재개될 가능성이 높음. 2018년 중국을 포함한 아시아 지역 매출은 YoY +40% 성장할 것으로 전망하며, 전체 매출 중 약 20%를 차지할 전망

- 드라마 제작사업은 라이브러리가 구축될수록 수익성이 좋아지는 구조. 비용이 동반되지 않는 구작 매출이 지속적으로 발생하기 때문. 또한, 단일 작품이 기여하는 매출 비중이 낮아지면서 흥행성 리스크에 갈수록 낮게 노출. 동사 OPM은 2017년 16.5%에서 2019년 19.6%까지 상승할 것으로 전망



## C.o.n.t.e.n.t.s

---

|    |                                              |
|----|----------------------------------------------|
| 03 | <b>I. IPO 서론</b>                             |
|    | I-1. 기업 소개                                   |
|    | I-2. IPO 개요                                  |
| 06 | <b>II. 실적 추정 및 Valuation</b>                 |
|    | II-1. 2018년 매출 YoY 37.5%, 영업이익 YoY 51% 성장 전망 |
|    | II-2. Valuation 및 목표주가                       |
| 10 | <b>III. 투자포인트 1: 넷플릭스 머니가 온다</b>             |
|    | III-1. 글로벌 OTT와의 협업. 왜 이제서야 인가?              |
|    | III-2. 넷플릭스 머니가 국내에 상륙한다                     |
|    | III-3. 아마존 프라임 비디오, 국내 진출 임박                 |
|    | III-4. 한한령 해빙기. 중국 판권판매 매출 재개                |
| 21 | <b>IV. 투자포인트 2: Library가 갖는 힘</b>            |
|    | IV-1. IP 라이브러리가 곧 기업 경쟁력                     |
|    | IV-2. 갈수록 좋아지는 영업이익률의 의미                     |
| 24 | <b>V. 제작 Capacity는 곧 기업가치</b>                |
|    | V-1. 작가 이탈 우려는 기우                            |
| 26 | <b>VI. 재무제표</b>                              |

---



## I. IPO 서론

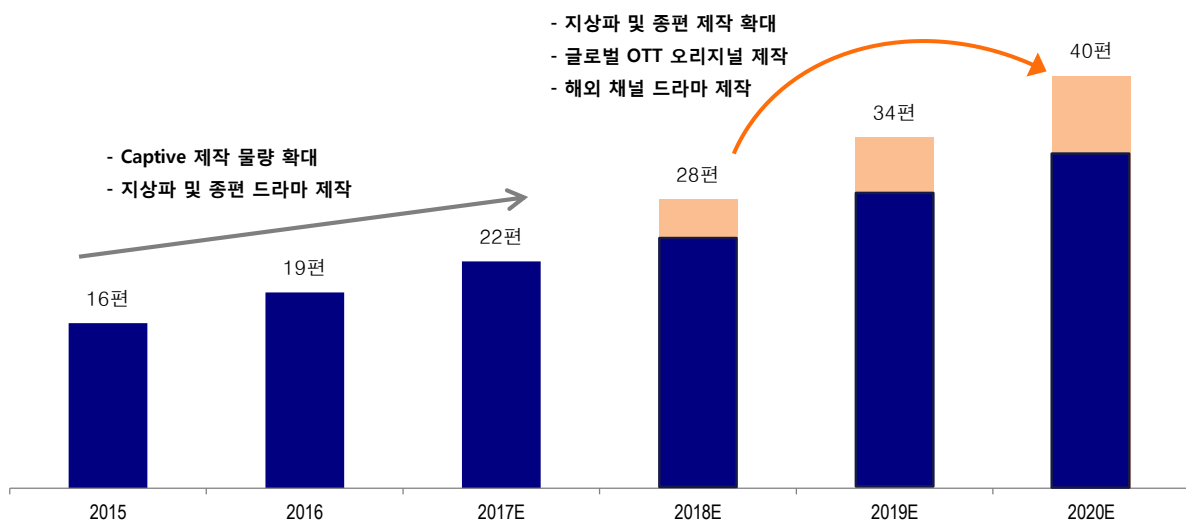
### I-1. 기업 소개

스튜디오드래곤은 국내 최대 규모의 드라마 제작사다. 동사는 모회사 CJ E&M의 TVN, OCN 채널에 편성되는 드라마를 제작할 뿐 아니라 경쟁 매체인 지방파와 중편방송에 편성되는 드라마까지 외주제작하고 있다. 2017년 반기 기준 CJ E&M 채널로 드라마를 공급하면서 발생하는 Captive 매출이 전체 매출 중 약 38%를 차지하고 있으며, 나머지는 기타 국내 매출, 협찬 광고 매출, 및 부가관련 매출로 발생된다.

연간 드라마 제작 편수는 2017년 기준 약 22편에 달한다. 2018년은 28편 정도를 목표로 두고 있으며, 궁극적으로 2020년까지 40여편까지 확대할 예정이다. 국내 외주제작사들의 연간 드라마 제작 편수가 2편에서 3편정도임을 고려하면 압도적인 제작 CAPA 능력을 보유하고 있다. 국내 TV 드라마가 연간 약 80여편이 제작 및 편성된다. 제작 편수 기준으로 국내에서는 현재 약 30%의 점유율을 보유하고 있으며, 2020년까지 점유율은 40%까지 확대될 것으로 전망한다. 글로벌 OTT 업체와 협업하여 오리지널 드라마 제작 편수도 2018년부터는 본격적으로 상승할 것으로 전망한다.

주요 크리에이터 현황을 살펴보면 도깨비, 태양의 후예 등으로 유명한 김은숙 대표작가를 비롯해 푸른바다의전설의 박지은, 뿌리깊은 나무의 김영현, 박상연 작가, 환상의커플의 홍자매 작가들이 동사에 소속된 대표적인 크리에이터들이다. 현재까지 작가 64명, 연출35명, 기획 34명 등 총 133명의 핵심 크리에이터들이 소속되어 있다. 또한 신인 작가 육성 플랫폼 OPEN을 통해 지속적으로 재능 있는 신인 크리에이터들을 등용하고 있어 인적 자원 강화 측면에서도 국내 드라마 제작사 중 가장 뛰어나다고 판단된다. 올해 OPEN을 통해 입봉한 신인 크리에이터로는 비밀의 숲의 이수연 작가, 터널의 이은미 작가, 신용휘 감독 등이 있다.

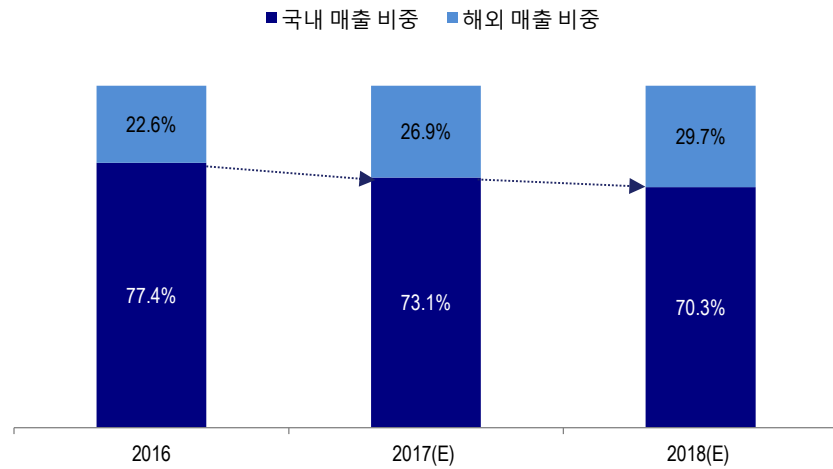
Fig. 01: 연도별 드라마 제작 전망: 2017년까지는 내수 채널 위주, 2018년부터는 글로벌 제작편수 확장



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



Fig. 02: 국내 / 해외 매출 비중 변화 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 03: 스튜디오드래곤 주요 크리에이터 소개

| 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, 냉혈재 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<br>(홍정은, 홍미란) | 주국의 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, 학교2013 등                             |
|       | 김도훈               | 해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트 등                                     |
|       | 김윤철               | 우리가 사랑할 수 있을까, 케세라세라, 내 이름은 김삼순, 사랑을 그대 품안에, 마지막 승부, 질투 등     |
|       | 박홍균               | 최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대 등                                     |

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## I-2. IPO 개요

스튜디오드래곤은 오는 9~10일 수요예측을 진행할 예정이며, 11월 16~17일 공모 청약 후, 11월 24일 상장 예정이다. 공모는 100% 신주 발행이며, 공모주식수는 600만주로, 전체 주식수의 21.4%를 차지한다.

공모가 band는 30,900원~35,000원으로 **시가총액으로 환산 시 8,664억원~9,813억원**이며, **당사 수익 추정치 기준 '17년 PER 28~30배에 해당된다.**

공모 후 최대주주 등 의무보호예수 지분 75.7%는 6개월간, 그 외 보호예수대상자 및 우리사주조합 지분 2.9%, 0.4%는 각각 6개월과 1년간 보호예수 대상이다. 신주발행으로 인한 공모자금은 향후 차입금 상환과 향후 3년 글로벌 투자에 각각 405억원, 1,433억원 집행할 예정이다. (차입금 상환 105억원, 사채 상환 300억원, 글로벌향 드라마 공동제작 933억원, 미주지역 M&A 및 JV추진 500억원)

Fig. 04: 공모 개요 및 일정

|       |          |                  |
|-------|----------|------------------|
| 공모 개요 | 공모주식수    | 6,000,000 주      |
|       | 공모예정가    | 30,900원~35,000원  |
|       | 총 공모예정금액 | 1,854억원~2,100억원  |
|       | 예상 시가총액  | 8,664억원~9,813억원  |
|       | 상장예정주식수  | 28,037,240 주     |
| 공모 일정 | 수요 예측일   | 2017년 11월 9~10일  |
|       | 청약 예정일   | 2017년 11월 16~17일 |
|       | 상장 예정일   | 2017년 11월 24일    |

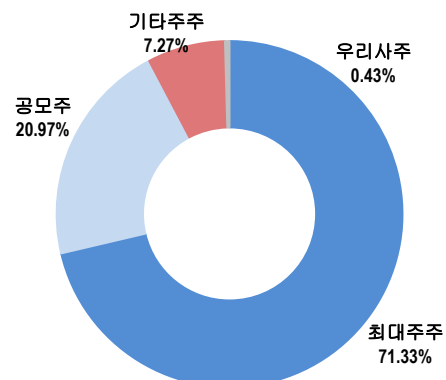
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 05: 보호예수 사항

| 주주명         | 주식수(주)     | 비중(%) | 기간  |
|-------------|------------|-------|-----|
| 최대주주 등      | 21,211,810 | 75.7  | 6개월 |
| 그 외 보호예수대상자 | 825,430    | 2.9   | 6개월 |
| 우리사주조합      | 120,000    | 0.4   | 1년  |
| 합계          | 22,157,240 | 79.0  | -   |

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 06: 공모 후 주주구성



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## II. 실적 추정 및 Valuation

### II-1. 2018년 매출 YoY 37.5%, 영업이익 YoY 51% 성장 전망

올해 상반기는 양(量)적 성장보다는 질(質)적 성장을 이루어 냈다. 동사 2017년 상반기 매출 및 영업이익은 각각 1,374억원, 228억원을 기록해 매출은 전년 하반기와 유사한 수준을 기록했지만, 영업이익은 전년 하반기 대비 무려 37% 성장했으며, 이는 이미 2016년 연간 영업이익 수준을 넘어선 수준이다. 작년에는 연결 자회사 인수 효과가 온기로 반영되지 않은 점은 고려해도 큰 폭의 수익성 개선을 확인할 수 있었다. 올해 상반기 제작된 드라마는 총 9편이었다. ‘듀얼’, ‘비밀의 숲’, ‘품위 있는 그녀’의 실적이 절반만 반영되었으나, ‘도깨비’와 ‘푸른바다의 전설’의 후반 매출이 인식되면서 예상 대비 높은 매출 및 수익률을 기록한 것으로 판단한다.

우리는 ‘17년 하반기 매출 및 영업이익을 각각 1429억원, 234억원으로 전망한다. 이는 상반기 대비 각각 YoY 4%, 2.5% 상승한 수준이다. 도깨비, 푸른바다의 전설 등 대작 영향으로 상반기는 높은 베이스 영향이 부담스러울 수 있으나, 하반기는 ‘듀얼’, ‘비밀의 숲’, ‘품위 있는 그녀’의 하반기 실적이 반영되는 가운데 총 13편의 드라마가 제작되었다. 질적 성장을 이룰지의 여부는 향후 방영작들의 흥행 성과에 달려있지만, 양적인 면에서는 상반기를 압도한다. 또한, 상반기 방영 작품의 판권 판매 매출이 지속적으로 발생하고 있어 하반기 실적도 상반기 대비 둔화되지 않을 전망이다.

글로벌 진출이 본격화 되는 동사 2018년 예상 실적은 매출 3,855억원 (YoY +37.5%), 영업이익 699억원 (YoY +51%)이다. 매출 고성장의 주요 가정으로 i) 드라마 제작 편수가 올해 대비 6편 (YoY +27%) 증가, ii) 중국 판권판매 재개, iii) 글로벌 OTT와의 오리지널 드라마 1편 제작 등을 반영했다. 이 결과, 2018년 국내 매출은 YoY +32% 성장, 해외매출은 YoY +52% 성장할 것으로 전망한다.

매출 대비 영업이익 성장률이 높은 원인으로는 i) 라이브러리 강화에 따른 중영 드라마 판권 매출 증가, ii) 추가적 비용이 동반되지 않는 글로벌 판권판매 (중국 포함) 성장, iii) 20%~25%의 마진을 보장받는 글로벌 OTT 오리지널 드라마 제작 등이 있다. 이로 인해 2018년 예상 매출총이익률은 22%로 YoY 1.1%pt 상승할 것으로 전망한다.



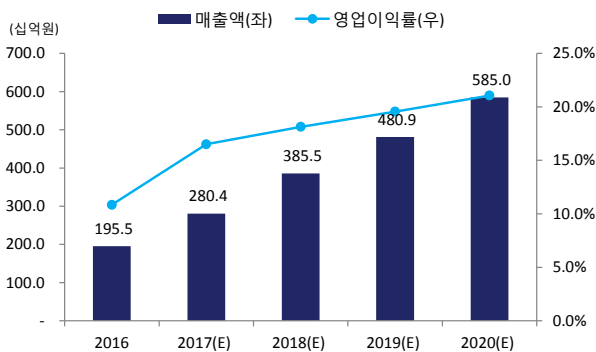
Fig. 07: 스튜디오드래곤 실적 추정표

|                |       | 3Q16   | 4Q16   | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17(E) | 4Q17(E) | 1Q18(E) | 2Q18(E) | 3Q18(E) | 4Q18(E) | 2016  | 2017(E) | 2018(E) | 2019(E) |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|
| <b>실적 추정</b>   |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |       |         |         |         |
| 매출액            | [Wbn] | 77.2   | 77.2   | 71.3   | 66.2   | 56.1    | 86.9    | 99.4    | 92.5    | 76.0    | 117.5   | 195.5 | 280.4   | 385.5   | 480.9   |
| YoY            |       |        |        | 333.8% | 168.6% | -27.4%  | 12.6%   | 39.5%   | 39.9%   | 35.6%   | 35.2%   |       | 43.4%   | 37.5%   | 24.8%   |
| QoQ            |       | 213.4% | 0.0%   | -7.7%  | -7.1%  | -15.3%  | 55.0%   | 14.4%   | -6.9%   | -17.9%  | 54.5%   |       |         |         |         |
| 국내 매출          | [Wbn] | 62.2   | 58.5   | 51.2   | 47.5   | 40.8    | 65.5    | 69.3    | 64.4    | 52.8    | 84.7    | 151.3 | 205.0   | 271.2   | 335.5   |
| YoY            |       |        |        | 303.7% | 165.6% | -34.4%  | 11.9%   | 35.4%   | 35.4%   | 29.4%   | 29.4%   |       | 35.5%   | 32.3%   | 23.8%   |
| 편성매출           | [Wbn] | 36.0   | 45.0   | 37.8   | 35.1   | 33.6    | 53.9    | 56.3    | 52.3    | 42.9    | 68.8    | 108   | 160     | 220     | 268     |
| YoY            |       |        |        | 260.0% | 116.7% | -6.7%   | 19.8%   | 49.0%   | 49.0%   | 27.7%   | 27.7%   |       | 48.9%   | 37.3%   | 21.8%   |
| 부가판권 및 기타      | [Wbn] | 26.2   | 13.5   | 13.4   | 12.4   | 7.2     | 11.6    | 13.0    | 12.1    | 9.9     | 15.9    | 44    | 45      | 51      | 67      |
| YoY            |       |        |        | 514.3% | 633.3% | -72.6%  | -14.4%  | -2.9%   | -2.9%   | 37.5%   | 37.5%   |       | 2.2%    | 14.1%   | 32.0%   |
| 해외매출           | [Wbn] | 15.0   | 18.7   | 20.1   | 18.6   | 15.3    | 21.5    | 30.1    | 28.2    | 23.2    | 32.8    | 44    | 75      | 114     | 145     |
| YoY            |       |        |        | 435.7% | 176.4% | 1.9%    | 14.6%   | 50.1%   | 51.3%   | 52.2%   | 52.7%   |       | 70.6%   | 51.6%   | 27.2%   |
| % of Sales     |       | 19.4%  | 24.3%  | 28.2%  | 28.2%  | 27.2%   | 24.7%   | 30.3%   | 30.5%   | 30.5%   | 27.9%   | 22.6% | 26.9%   | 29.7%   | 30.2%   |
| 아시아 incl 중국    | [Wbn] | 10.9   | 13.7   | 14.7   | 13.6   | 10.9    | 16.4    | 20.5    | 19.1    | 15.3    | 23.0    | 32    | 56      | 78      | 93      |
| 미국             | [Wbn] | 0.9    | 1.1    | 1.2    | 1.1    | 1.2     | 1.1     | 5.2     | 5.0     | 4.7     | 5.6     | 3     | 5       | 20      | 35      |
| 일본             | [Wbn] | 3.1    | 3.9    | 4.1    | 3.8    | 3.1     | 3.9     | 4.3     | 4.0     | 3.2     | 4.0     | 9     | 15      | 16      | 16      |
| 기타             | [Wbn] | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 매출총이익          | [Wbn] |        |        | 15.0   | 13.9   | 11.8    | 18.3    | 22.0    | 20.5    | 16.8    | 26.0    |       | 59.0    | 85.2    | 111.7   |
| YoY            |       |        |        |        |        |         |         | 46.5%   | 46.9%   | 42.4%   | 41.9%   |       |         | 44%     | 31%     |
| 매출총이익률         |       |        |        | 21%    | 21%    | 21%     | 21%     | 22%     | 22%     | 22%     | 22%     |       | 21%     | 22%     | 23%     |
| 판권비            | [Wbn] |        |        | 3.2    | 2.9    | 3.5     | 3.2     | 3.8     | 3.5     | 4.2     | 3.9     | -     | 12.8    | 15.3    | 17.6    |
| YoY            |       |        |        |        |        |         |         | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |       |         | 20.0%   | 15.0%   |
| 영업이익           | [Wbn] |        |        | 11.9   | 11.0   | 8.3     | 15.1    | 18.2    | 16.9    | 12.6    | 22.1    |       | 46.3    | 69.9    | 94.0    |
| YoY            |       |        |        |        |        |         |         | 53.6%   | 54.0%   | 51.7%   | 46.6%   |       |         | 51%     | 35%     |
| OP Margin      |       |        |        | 16.6%  | 16.6%  | 14.9%   | 17.4%   | 18.3%   | 18.3%   | 16.6%   | 18.8%   |       | 16.5%   | 18.1%   | 19.6%   |
| <b>주요 가정</b>   |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |       |         |         |         |
| 국내 드라마 제작 편수   | [편]   | 5      | 5      | 4.5    | 4.5    | 6       | 7       | 6       | 6       | 8       | 9       | 18    | 22      | 28      | 33      |
| 평균 드라마 단가      | [Wmn] | 12,000 | 15,000 | 14,000 | 13,000 | 8,000   | 11,000  | 15,400  | 14,300  | 8,800   | 12,100  | 9,500 | 11,500  | 12,650  | 13,915  |
| CJ E&M 콘텐츠 매출  | [Wbn] | 56.4   | 84     | 66     | 45     | 65      | 92      | 69      | 47      | 68      | 97      | 204   | 268     | 281     | 295     |
| TV 편성료 비율      | [%]   | 0.60   | 0.60   | 0.60   | 0.60   | 0.70    | 0.70    | 0.65    | 0.65    | 0.65    | 0.65    | 0.00  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 부가판권 및 광고매출 비율 | [%]   | 0.44   | 0.18   | 0.21   | 0.21   | 0.15    | 0.15    | 0.15    | 0.15    | 0.15    | 0.15    | 0.00  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |

Note: 분기 실적 및 지역별 매출은 당사 추정치

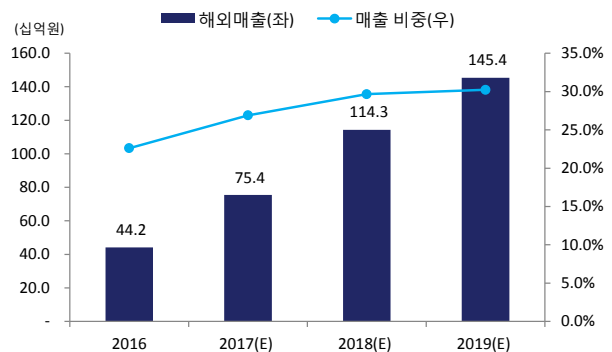
Source: KTB투자증권

Fig. 08: 매출 및 영업이익률 추이



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 09: 해외 매출 및 비중 추이



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## II-2. Valuation 및 목표주가

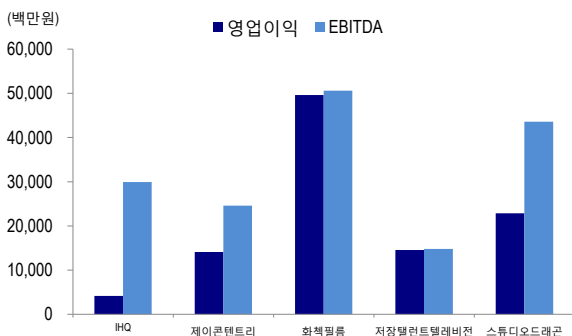
동사가 희망하는 공모가 밴드는 국내외 경쟁사들의 EV/EBITDA 멀티플 평균치를 시장 현황에 맞게 조정하여 적용한 값이다. 공모 시가총액은 8천억원 ~ 1조원 규모이며 주당 가격은 30,900원~35,000원 이다.

공모 주가를 산정하는데 사용한 밸류에이션 로직에 대한 갑론을박이 있다. 우선 공모가 선정에서 사용한 EV/EBITDA 밸류에이션의 신뢰도가 떨어지기 때문이다. 드라마 제작비를 무형자산화하며 일정 연수로 상각하는 회계방식을 택한 업체는 경쟁사 중 동사와 IHQ가 유일하다. 글로벌 Peer로 제시한 저장화책필름과 저장TV텔런트의 EBITDA를 영업이익과 비교해보면 차이가 없다. 위 두 회사는 드라마 제작비를 자산화하지 않고 방영 일시에 영업비용으로 처리하는 회계방식을 택하고 있기 때문이다. 중국 업체들은 매출이 대부분이 편성매출로 구성되지만, 동사는 편성 매출 비중이 50% 수준에 불과해 방영 이후에도 꾸준히 매출이 발생하기 때문이다. 제이콘텐트리 역시 메가박스 극장 사이트들의 상각비용이 많이 발생하기에 EBITDA 적용이 용이하지 않다고 판단한다.

우리는 목표주가를 사용하는데 있어 PER 멀티플을 이용했다. 공모 시총 상단 기준으로 동사 2017년 PER은 30배 수준이다. 국내 미디어/엔터 '17년 평균 PER 23.2배 대비 30% 가량 높은 수준이다. 하지만 동사의 높은 EPS 성장률을 적용하면 2018년 PER은 19.2배로 낮아진다. 19년까지 2개년 CAGR 영업이익 성장률이 국내 미디어/엔터사 평균치인 30% 대비 22%가량 높음에도 불구하고 PER은 오히려 평균 대비 소폭 낮은 수준이다. 따라서 우리는 공모가 상단으로 증시에 입성한다 하더라도, 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도는 높다고 판단한다.

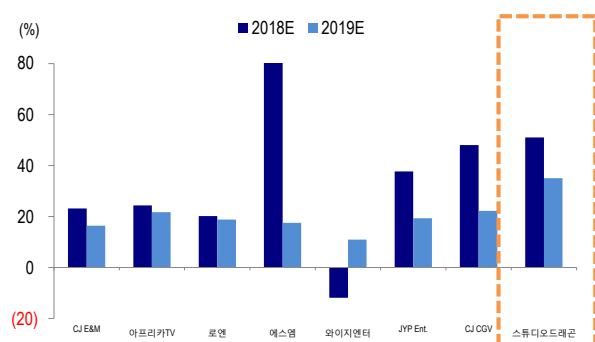
스튜디오드래곤의 Target PER로 중국 Peer 업체들 (Zhejiang Huach Film, Zhejiang Talent Television, Shanghai New Culture, Beijing HualuBaina, Huayi Brothers, Beijing Jingxi Culture, 이상 6개사) 평균 PER 32.2에 시장 디스카운트 20%를 적용한 26배를 산정했다. 목표 시총으로는 2018년 순이익 509억원에 26배를 적용한 1.32조원을 제시한다. 이에 따라 목표주가는 47,000원이며, 상장 시 투자 의견 BUY와 함께 커버리지를 개시한다.

Fig. 010: PEER 업체와 영업이익, EBITDA 비교



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 011: 국내 미디어/엔터 업체들 영업이익 성장률 비교



Source: Dataguide, KTB투자증권





Fig. 012: 목표주가 산정에 이용된 중국 드라마제작사 PEER

|                                    | TICKER | Mkt cap<br>(bn CNY) | Tr PER<br>(x) |
|------------------------------------|--------|---------------------|---------------|
| Zhejiang Huace Film and TV         | 300133 | 18.99               | 37.1          |
| Zhejiang Talent Television and Flm | 300426 | 9.53                | 47.2          |
| Shanghai New Culture Media         | 300336 | 7.56                | 25.1          |
| Beijing HualuBaina Film&Tv         | 300291 | 10.76               | 34.0          |
| HUAYI BROTHERS                     | 300027 | 23.72               | 30.2          |
| Beijing Jingxi Culture             | 300802 | 10.63               | 19.6          |
| PER 평균                             |        |                     | 32.2          |
| Discount Rate                      |        |                     | 20%           |
| 적용 PER                             |        |                     | 25.7          |

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 013: 국내외 미디어/엔터 Peer Valuation Table

|        |                    |                        | Mkt Cap.<br>(Mii. USD) | Performance(%) |        |        |        |        |        | PER (X) |       | PBR(X) |       | ROE(%) |        | EV/EBITDA(X) |       |
|--------|--------------------|------------------------|------------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------------|-------|
|        |                    |                        |                        | 1W             | 1M     | 3M     | 6M     | YTD    |        | 2017E   | 2018E | 2017E  | 2018E | 2017E  | 2018E  | 2017E        | 2018E |
| 미디어/엔터 | 미디어/<br>영화/<br>드라마 | CJ E&M (+)             | 한국                     | 3,086          | 5.0    | 14.9   | 23.9   | 5.7    | 25.1   | 7.7     | 21.8  | 1.6    | 1.5   | 25.5   | 7.3    | 5.9          | 6.0   |
|        |                    | CJ헬로비전                 | 한국                     | 467            | (8.2)  | (6.5)  | (22.4) | (29.3) | (28.4) | 17.1    | 9.5   | 0.5    | 0.5   | 3.2    | 5.4    | 3.5          | 3.3   |
|        |                    | KT스카이라이프               | 한국                     | 561            | (6.1)  | (9.4)  | (21.1) | (19.9) | (24.6) | 10.2    | 9.6   | 1.1    | 1.0   | 10.9   | 10.8   | 3.5          | 3.5   |
|        |                    | SBS (+)                | 한국                     | 421            | 1.8    | 6.2    | (10.3) | 1.8    | (2.3)  | -       | -     | -      | -     | -      | -      | -            | -     |
|        |                    | WALT DISNEY            | 미국                     | 158,448        | 5.0    | 2.6    | (3.5)  | (8.3)  | (1.5)  | 17.7    | 16.1  | 4.0    | 3.9   | 21.5   | 23.4   | 10.4         | 9.7   |
|        |                    | COMCAST                | 미국                     | 168,419        | 0.0    | (5.2)  | (9.0)  | (7.6)  | 4.4    | 17.4    | 16.1  | 3.0    | 2.8   | 17.4   | 18.0   | 8.2          | 7.7   |
|        |                    | TIME WARNER            | 미국                     | 73,858         | (3.5)  | (8.2)  | (7.4)  | (3.6)  | (1.7)  | 15.3    | 14.5  | 2.6    | 2.4   | 18.6   | 17.2   | 10.7         | 10.0  |
|        |                    | DISH NETWORK           | 미국                     | 23,413         | 3.5    | (5.8)  | (16.3) | (18.5) | (13.3) | 21.8    | 20.9  | 3.9    | 3.2   | 21.8   | 17.7   | 12.9         | 14.2  |
|        |                    | CBS CORP               | 미국                     | 23,618         | 5.1    | 1.1    | (8.6)  | (9.6)  | (7.3)  | 13.8    | 11.8  | 7.8    | 6.4   | 45.8   | 57.7   | 10.7         | 9.6   |
|        |                    | VIACOM INC             | 미국                     | 10,203         | 2.5    | (9.3)  | (19.5) | (33.1) | (29.8) | 6.4     | 6.2   | 1.7    | 1.4   | 31.4   | 25.6   | 7.0          | 6.7   |
|        |                    | NEWS CORP              | 미국                     | 8,420          | 5.1    | 8.0    | 0.1    | 13.1   | 25.2   | 30.7    | 27.9  | 0.8    | 0.7   | 2.6    | 2.7    | 7.6          | 7.3   |
|        |                    | LIBERTY<br>INTERACTIVE | 미국                     | 9,898          | (3.5)  | (5.0)  | (9.5)  | 3.5    | 9.7    | 12.5    | 12.1  | 2.1    | -     | 16.0   | -      | 8.0          | 7.6   |
|        |                    | VIVENDI                | 프랑스                    | 32,191         | 0.7    | 1.4    | 7.4    | 14.5   | 18.9   | 28.4    | 22.2  | 1.4    | 1.4   | 4.8    | 6.1    | 19.0         | 14.5  |
|        |                    | NIPPON<br>TELEVISION   | 일본                     | 4,795          | 1.4    | 5.8    | 7.0    | 9.7    | (2.4)  | 14.0    | 13.2  | 0.8    | 0.7   | 5.9    | 5.8    | 6.5          | 6.2   |
|        |                    | FUJI MEDIA             | 일본                     | 3,580          | 5.0    | 6.5    | 3.6    | 7.9    | 5.5    | 19.8    | 19.3  | 0.6    | 0.6   | 3.0    | 2.9    | 11.0         | 10.1  |
|        | OTT                | 아프리카TV                 | 한국                     | 190            | 8.7    | (4.7)  | (14.2) | (14.7) | (21.3) | 14.7    | 11.8  | 3.0    | 2.5   | 22.8   | 23.9   | 8.1          | 6.6   |
|        |                    | NETFLIX                | 미국                     | 85,361         | 0.4    | (0.4)  | 8.8    | 26.0   | 59.3   | 116.0   | 76.8  | 26.0   | 20.1  | 17.1   | 23.5   | 82.1         | 46.0  |
|        |                    | PANDORA MEDIA          | 미국                     | 1,324          | (27.2) | (34.4) | (38.1) | (50.2) | (59.2) | -       | -     | 3.1    | 6.1   | (49.2) | (20.0) | -            | -     |
|        | 음악/출판              | YY INC                 | 중국                     | 5,644          | 1.0    | 2.9    | 19.2   | 77.5   | 131.5  | 15.2    | 12.6  | 4.6    | 3.5   | 36.1   | 31.0   | 12.0         | 9.6   |
|        |                    | 로엔 (+)                 | 한국                     | 2,390          | (1.2)  | 20.4   | 23.2   | 17.3   | 38.6   | 32.7    | 26.6  | 7.6    | 6.3   | 25.3   | 25.9   | 19.7         | 16.7  |
|        |                    | 빅스                     | 한국                     | 126            | (0.8)  | (2.8)  | (15.6) | (25.0) | (18.5) | -       | 15.6  | 2.0    | 1.7   | (2.3)  | 12.3   | -            | 9.2   |
|        |                    | SM (+)                 | 한국                     | 676            | 4.1    | 19.7   | 20.1   | 27.7   | 33.6   | 74.9    | 25.7  | 2.3    | 2.1   | 2.7    | 9.2    | 16.7         | 10.0  |
|        |                    | YG 엔터 (+)              | 한국                     | 501            | 2.7    | 12.9   | 7.5    | (3.3)  | 8.3    | 21.2    | 22.9  | 1.8    | 1.7   | 8.8    | 7.5    | 11.1         | 12.3  |
|        |                    | JYP                    | 한국                     | 343            | (4.7)  | 10.6   | 54.1   | 58.5   | 124.4  | 22.6    | 17.5  | 3.9    | 3.2   | 22.5   | 23.2   | 15.2         | 11.4  |
|        | 멀티플렉스              | AVEX GROUP             | 일본                     | 575            | (7.1)  | (5.0)  | (2.4)  | (12.1) | (13.6) | 22.4    | 12.2  | -      | -     | -      | -      | -            | -     |
|        |                    | CJ CGV (+)             | 한국                     | 1,292          | (2.3)  | 5.6    | (0.3)  | (20.9) | (3.4)  | 88.6    | 27.3  | 4.1    | 3.7   | 4.8    | 14.6   | 12.7         | 11.0  |
|        |                    | CINEMARK<br>HOLDINGS   | 미국                     | 3,940          | (6.9)  | (10.2) | (11.0) | (21.6) | (11.8) | 16.5    | 15.2  | 2.8    | 2.5   | 18.1   | 17.4   | 7.7          | 7.2   |
|        |                    | REGAL<br>ENTERTAINMENT | 미국                     | 2,409          | (6.2)  | (8.6)  | (17.1) | (28.9) | (25.5) | 16.0    | 14.4  | -      | -     | (19.3) | (22.5) | 7.6          | 7.1   |
|        |                    | WANDA CINEMA<br>LINE   | 중국                     | 9,203          | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 1.0    | (3.8)  | 34.3    | 26.3  | 5.1    | 4.3   | 15.9   | 17.7   | 19.6         | 15.4  |
|        |                    | VILLAGE<br>ROADSHOW    | 호주                     | 476            | 2.7    | (1.3)  | (2.5)  | 6.9    | (15.6) | 20.6    | 15.3  | 1.4    | 1.3   | 6.6    | 8.0    | 8.2          | 7.5   |

Source: Bloomberg, KTB투자증권



### III. 투자포인트1: 넷플릭스 머니가 온다

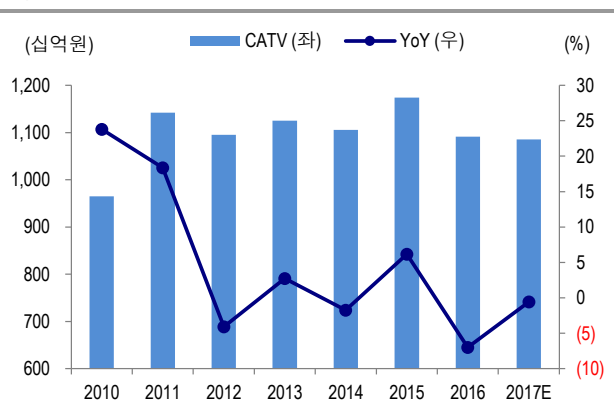
#### III-1. 글로벌OTT와의 협업. 왜 이제서야 인가?

스튜디오드래곤의 가장 큰 모멘텀인 해외 매출 성장을 전망하기에 앞서, 그 동안 CJ E&M을 포함한 국내 드라마 제작사들이 넷플릭스를 포함한 글로벌 OTT와 협업에 소극적이었던 이유를 살펴보자.

우리는 지난 2017년 1월 “윌트디즈니가 넷플릭스를 사려는 이유” 보고서를 통해, 글로벌 OTT의 부상이 초래한 일명 코드커팅(Code Cutting) 현상에 대해 다루었다. OTT와 TV는 상호 대체한다. 따라서 국내 MPP (Multi Program Providers)들은 TV 광고 시장을 빼앗기지 않기 위해서라도 넷플릭스를 견제해야 했다. 넷플릭스에게 자사 콘텐츠를 공급하면 단기 수익에는 긍정적일 수 있으나, 중장기적으로 주력 TV 광고에 타격을 줄 수 있기 때문이다.

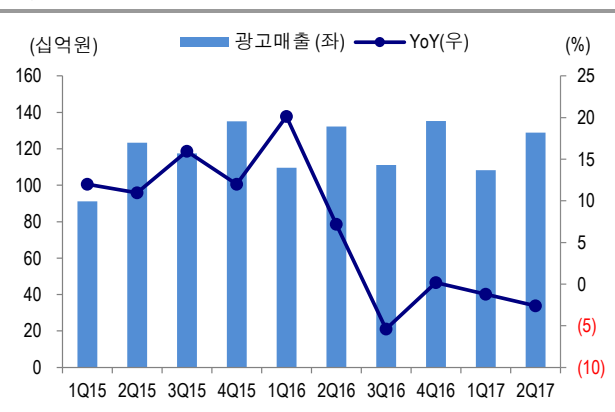
다만, 위와 같은 기조에 변화가 생기고 있다. 우선 TV광고의 성장세가 한계에 봉착했다. 크게 매출이 빠지고 있지는 않지만, 성장폭도 크게 둔화되고 있다. 제일기획이 발표한 국내 매체별 광고비 추이를 살펴보면 2015년까지 5% 성장률을 기록한 케이블TV는 2016년 들어 -0.4%로 역성장 할 것으로 전망했다. CJ E&M의 방송매출을 살펴보아도 작년 3분기 이후 TV광고는 줄곧 내리막길을 걷고 있다. 과거 지상파TV와 유사한 행보를 걷고 있다.

Fig. 014: 국내 CATV 광고 매출 및 성장률 추이



Source: 제일기획, KTB투자증권

Fig. 015: CJ E&M 방송 광고 매출 추이



Source: CJ E&M, KTB투자증권



글로벌 현상인 코드커팅에 발맞춰 CJ E&M도 자체 플랫폼인 TVING을 앞세워 전통 광고 매체인 TV의 대안책을 간구 중이지만, 아직 뚜렷한 성과를 보이지 못하고 있다. 국내는 지상파 콘텐츠를 중심으로한 'POOQ', SK텔레콤의 자체 플랫폼인 'OKSUSU', KT의 자체 OTT서비스 '텔레비', CJ헬로비전의 '뷰잉', NAVER의 '네이버TV', 카카오의 '카카오TV' 등이 서비스 중이다. 각각의 플랫폼들은 사용자 모집을 위해 많게는 수천억 원의 자금을 콘텐츠에 투자하고 있다. 미국을 포함한 글로벌 시장도 시장 경쟁 상황은 녹록하지 않다. 글로벌 시장조사 업체인 팍스 어소시에이츠에 따르면 미국에서 2016년과 2017년 사이에 60개의 새로운 OTT가 시작됐으며, 2017년 3분기를 기준으로 미국에서 서비스되는 OTT는 200개 이상으로 집계되었다. 경쟁에서 이기기위해 넷플릭스, 아마존, 애플등은 수십억 달러의 자금을 콘텐츠 구비에 사용하고 있다.

넷플릭스와 같이 전문화적인 콘텐츠 투자비용을 감당하면서 압도적인 보급률을 확보할 수 있으면 플랫폼에 투자하는 것이 맞는 방향이 일 수 있다. 하지만 플랫폼 경쟁은 갈수록 격화되고 있는 점을 고려하면 확신 없는 플랫폼 투자보다는 콘텐츠 제작 역량에 집중하는 것이 동사에게 맞는 방향일 것이다. 실제로 CJ E&M은 TV광고 매출 부진을 글로벌 판권판매 매출로 만회했다. 전체 방송 매출 중 콘텐츠 매출 비중은 2014년 12%에서 2017년에는 20% 수준까지 상승하는데 반해, 같은 기간 TV 광고 매출 비중은 55%에서 37%까지 하락할 것으로 전망한다. 즉, 향후의 매출 성장률은 TV광고가 아닌 판권판매 매출과 디지털광고 매출에 의해 좌지우지될 가능성이 높다.

이러한 일환에서 스튜디오드래곤의 IPO는 향후 CJ 그룹의 사업 방향성이 플랫폼 중심에서 콘텐츠 제작으로 우회된 것을 의미한다고 판단한다. 스튜디오드래곤의 드라마 콘텐츠 퀄리티는 아시아 최고 수준을 자랑한다. 글로벌 OTT업체들의 수요는 갈수록 증가할 수 밖에 없을 것이다.

Fig. 016: 국내 OTT 업체들 현황

| 사업체명        | 대표 콘텐츠            | 보유 콘텐츠 수                                          | 지급 방식                                                      | 대표 플랫폼        |
|-------------|-------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------|
| 옥수수(oksusu) | 예능, 스포츠           | - 100여개 실시간 채널<br>- 국내외 영화 8000여편                 | - 별도 구매 혹은 월정액 가입이 필요<br>- 현재 기본 월정액 제외 14개의 채널별 월정액 옵션 존재 | 스마트폰          |
| 푹(pooq)     | 지상파, 예능 등         | - 지상파, JTBC등 65개 이상의 채널<br>- 5,000편 이상의 국내외 최신 영화 | - 로그인 후 무료 실시간 TV 시청 가능                                    | 스마트폰, 태블릿, PC |
| 네이버TV캐스트    | 실시간 방송, 예능, 드라마 등 | - 정확한 수치는 집계되지 않으나 다른 OTT 플랫폼을 압도하는 수준            | - 핫클립은 광고 시청 후 무료<br>- 전체 영상은 N 스토어에서 건별로 구매 혹은 대여 가능      | 스마트폰, 태블릿, PC |
| 카카오TV       | 10분 이하의 국내 핫클립 영상 | - 주로 짧은 국내 영상들<br>- 해외 콘텐츠는 미흡                    | - 광고 후 무료 시청                                               | 스마트폰          |
| 티빙(tving)   | CJ E&M 방송 콘텐츠     | - 140여 개 실시간 채널<br>- 10만여 편의 VOD                  | - CJ E&M 실시간 TV 채널 무료<br>- 영화는 대여 혹은 소장 가능                 | 스마트폰, 태블릿, PC |

Source: Kobaco, 언론보도, KTB투자증권

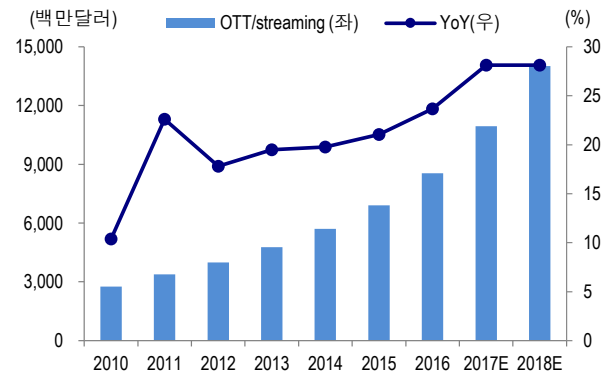


Fig. 017: 미국 OTT 사업체 Top 10



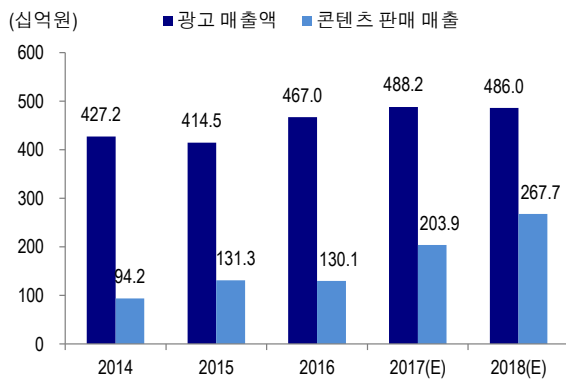
Source: Parks Associates, KTB투자증권

Fig. 018: 미국 OTT 시장규모 추이



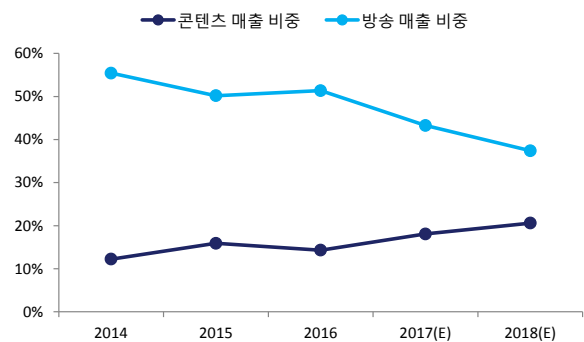
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Fig. 019: CJ E&M 콘텐츠 매출 성장을 추이



Source: CJ E&M, KTB투자증권

Fig. 020: CJ E&M 광고 및 콘텐츠 매출 비중 변화



Source: CJ E&M, KTB투자증권



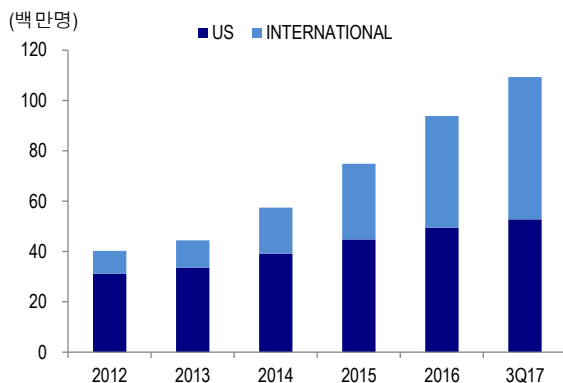
### III-2. 넷플릭스 머니가 국내에 상륙한다

2017년 국내 미디어 업계에서 가장 큰 화두는 넷플릭스 오리지널 영화 '옥자'였다. '옥자'는 일부 몇 개의 극장을 제외하고는 넷플릭스를 통해서만 관람이 가능했다. 업계는 옥자로 인해 넷플릭스 가입자 수도 2배 이상 늘었을 것이라는 것으로 파악하고 있다. 실제로 와이즈앱에 따르면 지난해 8월 6만 명 수준이었던 넷플릭스 앱 이용자는 올해 7월 35만 명으로 급증했다

넷플릭스는 지난 2분기 시장 컨센서스를 웃도는 가입자 수와 매출 상승세를 기록했다. 신규가입자 수는 총 520만명이었으며, 이 중 미국 가입자는 110만명, 나머지 410만명이 해외에서 발생했다. 이와 함께 2018년 예상 콘텐츠 버জে트도 공개를 했는데 2017년 60억달러 대비 약 15%~30% 높은 70억~80억달러에 육박한다. 신규 가입자 대부분이 해외, 특히 아시아에서 주로 모집되고 있는 점을 고려하면 넷플릭스의 향후 콘텐츠 버জে트 중 의미 있는 비중이 아시아 콘텐츠 소싱에 쓰일 가능성이 높아 보인다.

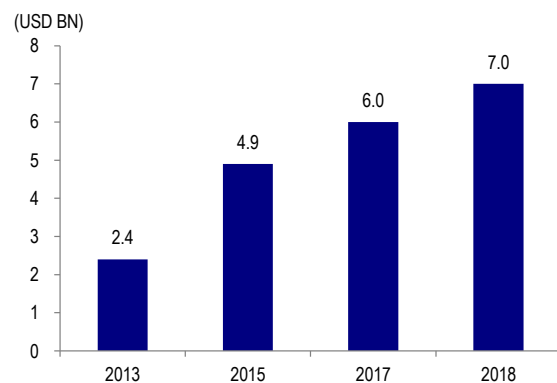
그 일환으로 넷플릭스는 내년 두 편의 국내 오리지널 드라마 제작을 앞두고 있다. 인기 웹툰을 기반으로 한 '좋아하면 울리는'도 12부작 드라마로 제작하기로 했으며, 제작은 히든시퀀스가 담당한다. 또한, 드라마 '시그널'의 김은희 작가, 영화 '터널'의 김성훈 감독이 만드는 좀비물 '킹덤'도 내년 넷플릭스 오리지널 드라마로 개봉한다. 총 8부작 '킹덤'은 제작비만 약 200억 원, 역대 한국 드라마 제작비와 비교가 힘든 수준이다. 두 작품은 전 세계 약 190개 나라에서 동시에 공개할 예정이다. 스튜디오드래곤도 내년 한편의 넷플릭스 오리지널 드라마 제작이 예정되어 있는 것으로 파악된다. 정확한 규모 및 극본 시놉시스는 공개되지 않고 있으나, 국내 최대 제작사와 글로벌 최대 플랫폼과의 협업이기에 큰 이슈를 불러 일으킬 가능성이 높다.

Fig. 021: 넷플릭스 지역별 가입자 증가 추세



Source: 넷플릭스, KTB투자증권

Fig. 022: 넷플릭스 연도별 콘텐츠 버জে트 추이



Source: Business Insider, KTB투자증권



Fig. 023: 넷플릭스 오리지널 드라마 킹덤 (2018년 개봉 예정)

|  | 킹덤 (6부작)                                                                                                                                                                            |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                    | <p>편성: 넷플릭스</p> <p>방송기간: 2018</p> <p>연출: 김성훈</p> <p>극본: 김은희</p> <p><b>내용:</b><br/>조선의 왕세자가 의문의 역병을 조사하는 과정에서 나라 전체를 위협하는 잔혹한 진실을 밝혀내는 이야기</p> <p><b>출연:</b><br/>주지훈, 류승룡, 배두나 등</p> |

Source: 언론 종합, KTB투자증권

Fig. 024: 넷플릭스 오리지널 드라마 좋아하면 울리는(2018년 개봉 예정)

|  | 좋아하면 울리는 (12부작)                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                     | <p>편성: 넷플릭스</p> <p>방송기간: 2018 (예정)</p> <p>연출: 히든시퀀스</p> <p>원작: 천계영</p> |

Source: 언론 종합, KTB투자증권

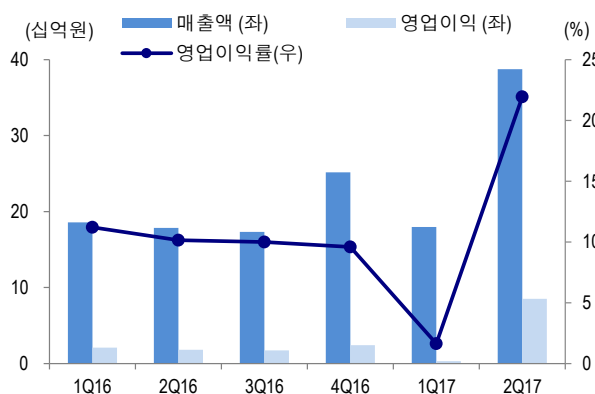


오리지널작품은 아니지만 국내에서 이미 개봉한 작품의 판권 판매도 향후 더욱 활발히 일어날 예정이다. 지금까지 넷플릭스에 드라마 판매를 가장 활발히 진행한 기업은 JTBC다. 넷플릭스는 JTBC와 약 600시간이 넘는 분량의 드라마와 그 외 주요 인기 콘텐츠의 글로벌 방영권 계약을 체결했으며, 그 결과 대표 드라마 ‘맨투맨’, ‘힘쎈여자도봉순’은 물론 ‘냉장고를 부탁해’, ‘아는형님’과 같은 예능 프로도 본방송 직후 넷플릭스 플랫폼에 업데이트 되어 왔다.

JTBC의 콘텐츠 제작 및 유통을 담당하는 제이콘텐츠의 실적을 살펴보면 올해 상반기까지 방송부문 매출 및 영업이익이 각각 YoY 55.7%, YoY 126.1% 성장한 것을 알 수 있다. JTBC만 유독 적극적으로 넷플릭스에 판권을 판매하였던 이유는 JTBC가 자체 온라인 플랫폼이 없었던 이유가 크다. 지상파 3사는 온라인 VOD플랫폼 POOQ을 통해 자체적으로 콘텐츠 VOD를 공급하고 있는 상황이며, CJ E&M도 TVING을 통해 지난 방송 VOD를 공급하고 있다. 따라서 지상파와 CJ &M은 넷플릭스에 콘텐츠를 제공하는 것이 부담스러웠다.

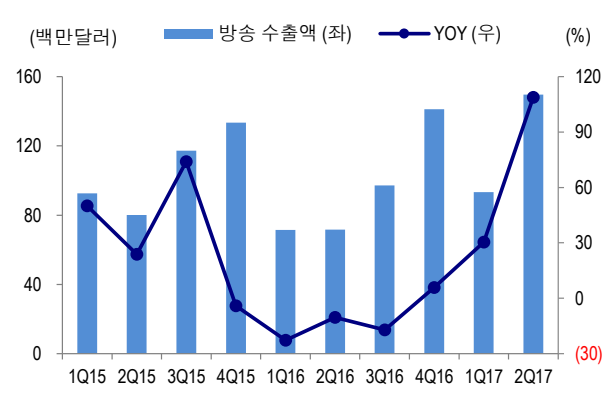
하지만, 우리가 위에서 언급한 바와 같이 판권판매의 중요성이 갈수록 증가하는 상황에서 스튜디오드래곤도 2018년부터는 적극적으로 넷플릭스와의 협업이 예상되고 있다. 2017년 상반기 기준 스튜디오드래곤의 미주 매출은 23억원에 불과하다. 전체 매출 중 1.7%, 아시아 매출의 8%수준이다. 아직 본격적으로 매출이 발생하지 않은 것이다. 하지만, 내년은 넷플릭스 오리지널드라마 제작을 포함해 다수의 드라마 콘텐츠 판권판매가 예정되어 있다. 우리가 예상하는 2018년 미주 매출은 약 200억원이다. 내년에 개봉하는 28편의 드라마 중 20%만 넷플릭스에 공급한다고 가정해도 연간 100억원 이상의 매출이 발생할 것으로 전망한다. 오리지널 제작 매출은 총 제작비에 15~20%의 수수료를 포함하기에 판권판매 매출보다 편당 매출 규모가 크다. 이를 감안하면 200억원의 매출 전망치는 공격적인 수준이 아니라고 판단한다.

Fig. 025: 제이콘텐츠 방송부문 매출 및 영업이익 추이



Source: 제이콘텐츠리, KTB투자증권

Fig. 026: 방송 콘텐츠 해외수출 추이

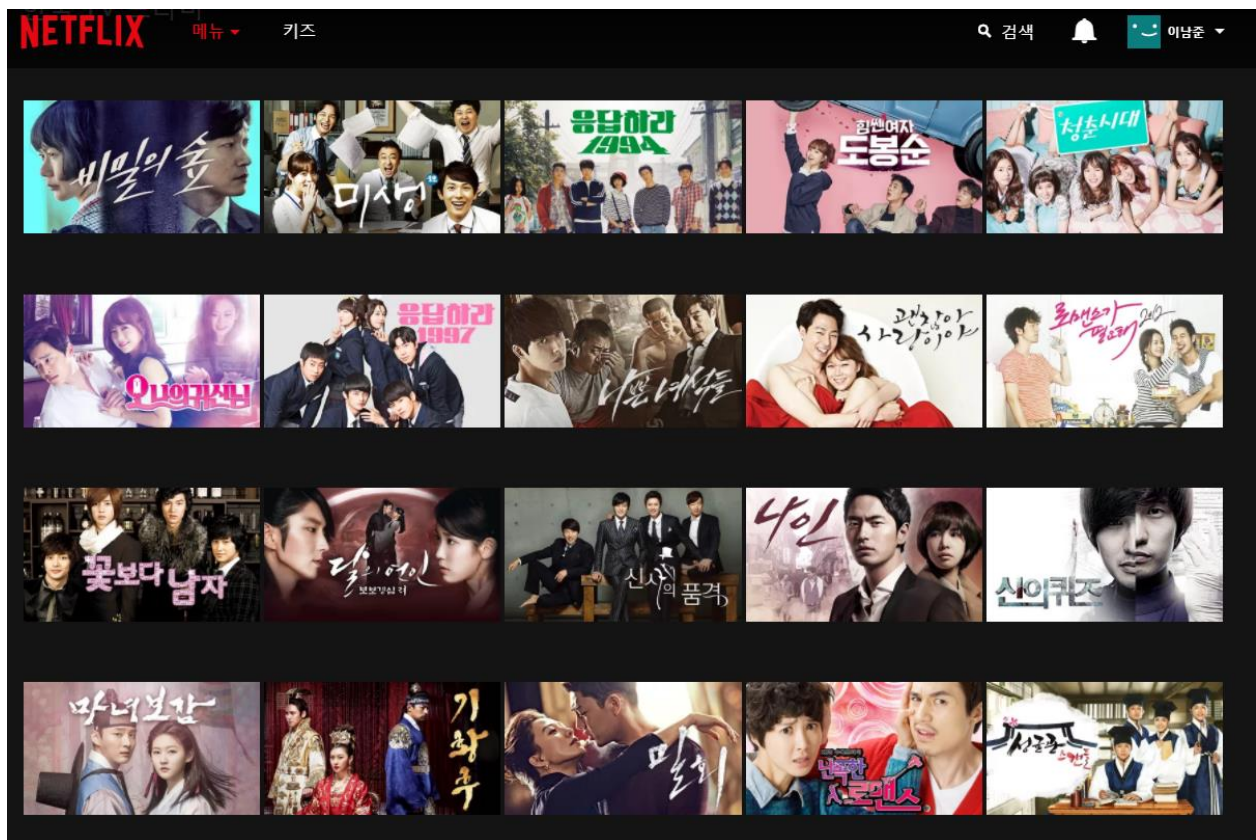


Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권



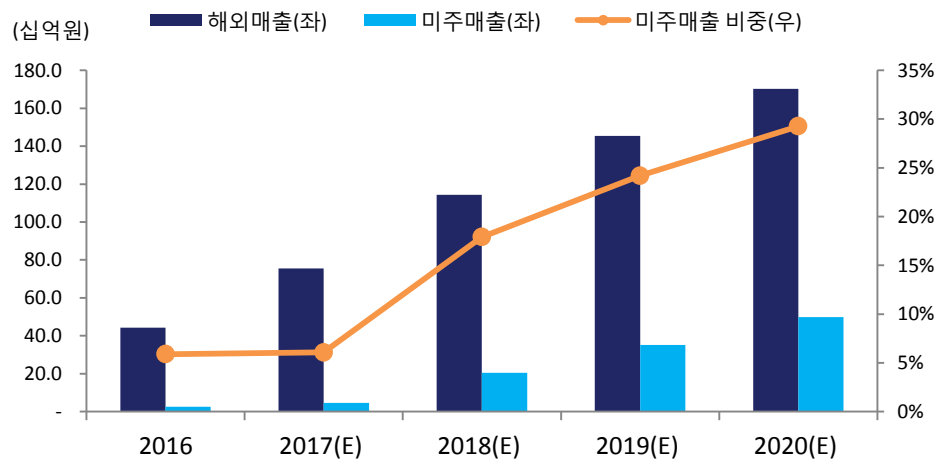


Fig. 027: 넷플릭스 내 한국 드라마 콘텐츠 현황



Source: 넷플릭스, KTB투자증권

Fig. 028: 스튜디오드래곤 해외 매출 및 미주 매출 추이



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권





### III-3. 아마존 프라임 비디오, 국내 진출 압박

아마존은 아마존 프라임 비디오 서비스를 통해 월 \$5.99 가격으로 자체 영상 콘텐츠를 제공하고 있다. 다만, 넷플릭스와는 달리 아직 국내 정식으로 출시되지 않았다. 따라서 아직 한국 드라마 콘텐츠가 전무하며, 영어 콘텐츠 중에서도 일부만 한국어 자막 서비스가 제공된다. 이러다 보니 국내 가입자 수는 미미한 수준이다.

다만, 아마존의 온라인쇼핑몰이 국내 진출을 목전에 두고 있어, 아마존 프라임 비디오 서비스도 함께 국내에 상륙할 가능성이 높아지고 있다. 실제로 아마존은 아마존재팬을 설립한 이후 온라인 쇼핑에서 물론 OTT사업까지 적극적으로 사업 영역을 확대하고 있다. 실제로 작년 아마존은 드라마, 다큐멘터리, 애니메이션 등 일본 현지 오리지널 시리즈 12편을 공개했으며, 총 20여편 제작을 계획에 두고 있다고 밝혔다. 올해에만 공상과학 드라마 'FACE', 수사물인 'Final Life' 등을 방영했다.

아마존의 한국 콘텐츠 라이브러리도 갈수록 강화될 것으로 전망한다. 실제로 아마존은 최근 '아이돌마스터' 라는 일본의 인기 게임 콘텐츠를 한국 드라마로 각색한 '아이돌마스터 KR' 을 제작, 방영할 것을 발표했다. 일본 오리지널 드라마 'Final Life' 에도 국내 이용자들이 친숙한 국내 아이돌 그룹 SHINee의 태민이 출연한다. 아직 구체화된 작업은 없지만, 연간 50억달러에 육박한 자금을 콘텐츠에 투자하는 기업인 만큼, 국내 드라마 콘텐츠 확대 가능성은 농후하며, 역시 스튜디오드래곤이 수혜를 입을 가능성이 높다.

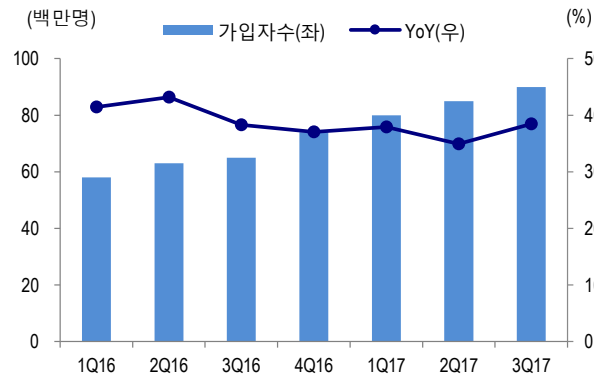
Fig. 029: 아마존 프라임 비디오



Source: IT World, KTB투자증권

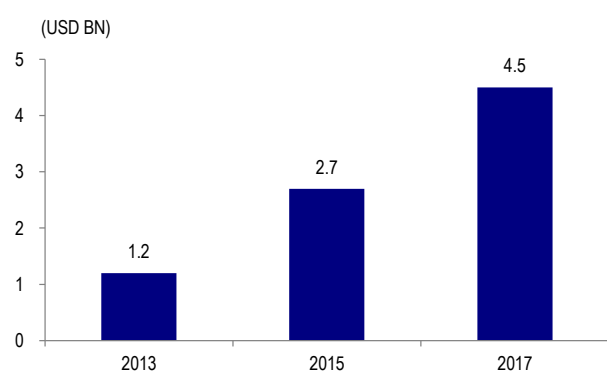


Fig. 030: 아마존 프라임 가입자수 추이



Source: Business Insider, Statista, KTB투자증권

Fig. 031: 아마존 프라임 콘텐츠 투자 버젓 추이



Source: Business Insider, KTB투자증권

Fig. 032: 아마존 오리지널 드라마 FACE



Source: Google, KTB투자증권

Fig. 033: 아마존 오리지널 드라마 Final Life



Source: Google, KTB투자증권



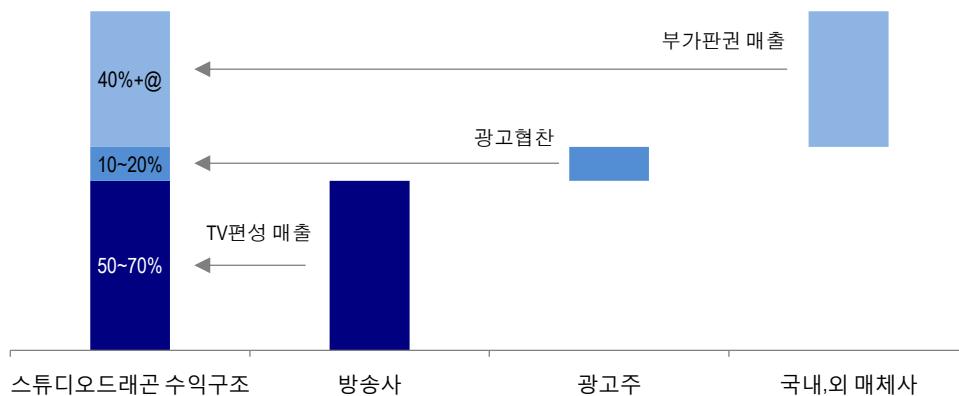
### III-4. 한한령 해빙기. 중국 판권판매 매출 재개

우리는 지난 2016년 “드라마제작사 활로를 찾다” 보고서에서 중국 OTT의 국내 투자와 함께 국내 드라마 제작 환경의 개선을 전망하였다. 전체 제작비를 충당하고도 남을 만큼 중국으로의 판권판매 가격(ASP)이 상승했기 때문이다. 이는 곧 드라마 작품당 수익성 향상으로 이어졌고, 드라마업체들은 한-중 동시 방영을 전제로 당시만 해도 생소했던 ‘사전제작’ 드라마 제작에 몰두했다. 하지만, 한한령이 이후 중국 업체들과의 협업이 단절되면서 국내 미디어/엔터주들의 중국 모멘텀은 소멸되었다. 중국판권이 판매되지 않은 사전제작드라마들은 예상했던 것보다 낮은 수익성을 올릴 수 밖에 없었고, 투자자들의 관심도 함께 멀어졌다.

하지만 최근 한한령 해빙 분위기로 미루어 보면 2018년은 중국과의 콘텐츠 판매가 재개될 가능성이 높다. 실제로 IHQ가 최근 제작한 ‘당신이 잠든 사이에’는 중국 플랫폼 업체와 높은 가격에 판매가 진행된 것으로 파악되며, 지난해 9월 촬영을 마쳤으나 한한령 이후 방영이 무기한 연기된 이다혜 주연 중국드라마 ‘나의 여신, 나의 어머니’도 최근 다시 편성이 추진되고 있는 것으로 보도되었다. 지난 1년간 스튜디오드래곤은 중국의 대안으로 동남아 매출 확대에 주력했고, 그 결과 올 상반기 중국 매출 없이도 큰 폭의 해외 수출 성장률을 이어갈 수 있었다. 이제는 여기에 더해 중국 매출이 발생할 가능성이 높다. 중국 판권 가격은 아직 판권당 가격이 동남아에 비해 현저히 높으며, 현지 드라마 제작비용 등을 고려해 볼 때 향후 ASP는 더욱 상승할 가능성이 높다.

중국 판권판매 재개는 곧 +@ 수익의 상승을 의미한다. 국내 드라마 수익구조를 살펴보면 제작비 100억원의 드라마는 통상적으로 국내 TV편성 매출로 50~70억원을 기록하며, 10억원 수준의 협찬광고 매출, 그리고 기타 부가판권 매출이 +@로 발생한다. 과거 TV를 제외한 방영매체가 전무하였을 당시에는 부가판권 매출은 곧 재방송 판권을 의미했고, +@매출이 크지 않았다. 하지만 지난 몇 년 새 플랫폼이 TV 외 부문으로 다각화되면서 부가판권 매출이 TV편성 매출을 상회하고 있다. 여기에 중국 판권 매출까지 더해지면 드라마 편당 수익성은 더욱 확대될 가능성이 농후하다.

Fig. 034: 스튜디오드래곤 드라마 수익 구조



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

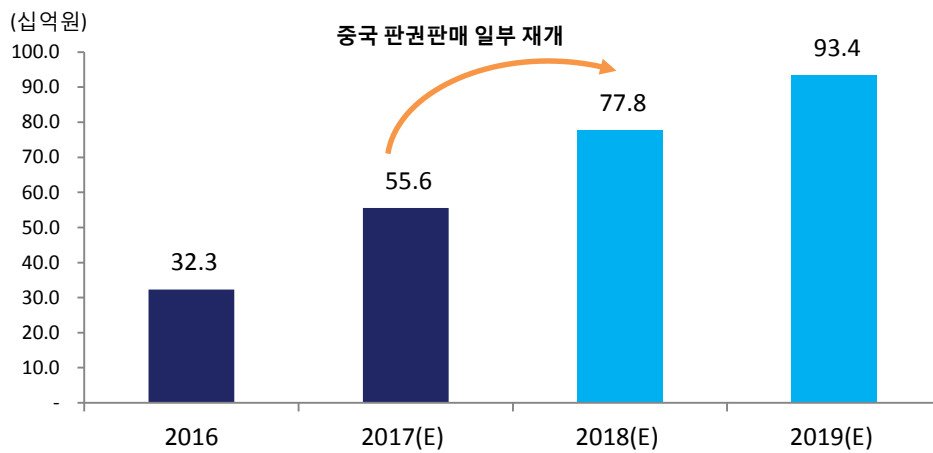


Fig. 035: 전통적인 방송 콘텐츠 제작사 수익 구조



Source: KTB투자증권

Fig. 036: 스튜디오드래곤 아시아매출 추이



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## IV. 투자포인트2: Library가 갖는 힘

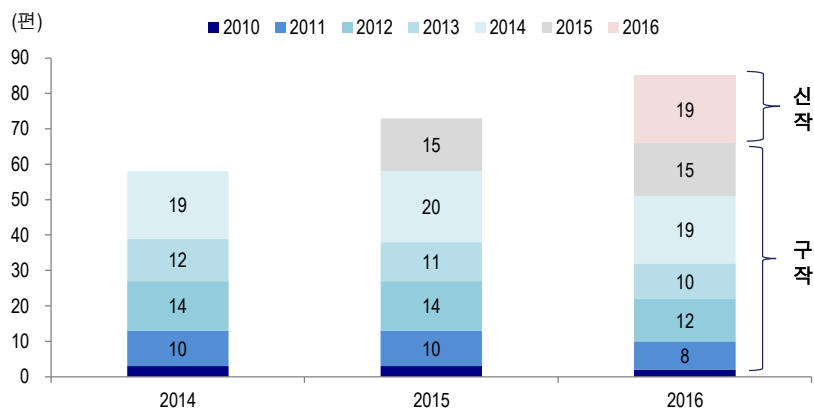
### IV-1. IP 라이브러리가 곧 기업 경쟁력

콘텐츠 라이브러리의 힘이라 하면 얼마나 방대한 콘텐츠 판권을 보유하고있는지를 의미한다. 과거에는 라이브러리가 갖는 힘은 미약했다. TV 편성 매출이 전체 매출 중 큰 비중을 차지했으며, 부가판권이 일으키는 매출은 미미했기 때문이다. 따라서 드라마 제작사들은 굳이 판권 라이브러리를 확보하려고 노력도 안 했으며, 방송국에 값 싼 가격으로 판권까지 일괄적으로 판매하였던 것이 관행이었다.

하지만 앞서 알아본 바와 같이 부가판권이 갖는 매출의 범위가 갈수록 확대되고 있다. 하나의 드라마는 중국을 포함한 동남아로, 나아가 미국과 유럽의 리메이크 작품으로까지 판매되고 있다. 지리적 확대뿐만 아니라 비디오 플랫폼 수의 증가도 판권의 중요성에 일조하고 있다. 플랫폼들은 각각의 경쟁력 제고를 위해 앞다투어 콘텐츠의 양적 증대에 심혈을 기울이고 있다. **이 결과, 과거에 종영된 작품들도 계속하여 판매가 이루어지고 있으며, 다수의 콘텐츠 판권을 보유한 드라마 제작사들은 추가적인 비용 없이 종영 작품의 부가판권 매출이 지속적으로 발생한다.**

스튜디오드래곤은 지금까지 총 95편의 드라마 제작을 집행했으며, 제작한 드라마의 판권을 모두 보유하고 있다. 2016년 기준으로 제작된 드라마의 90%인 85편이 지속적으로 매출을 발생시키고 있다. 고무적인 사실은 2010년에 제작된 드라마들도 아직 매출을 발생시키고 있는 점이다. 동사의 비용 회계처리 방식은 드라마 제작비는 무형자산으로 자산화시킨 후 1.5년에 걸쳐 상각한다. 수익비용 대응의 원칙(Matching principle)을 최대한 준수함에 따라 평균적으로 드라마 매출 발생 시기를 1.5년으로 가정하고 있으나, 실상은 1.5년 이후에도 지속적으로 매출을 발생시키고 있는 것이다. 따라서 IP가 누적될수록 ‘비용 없는 매출’이 늘어나고 있다.

Fig. 037: 스튜디오드래곤 제작 연도별 드라마 판매 현황



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## IV-2. 갈수록 좋아지는 영업이익률의 의미

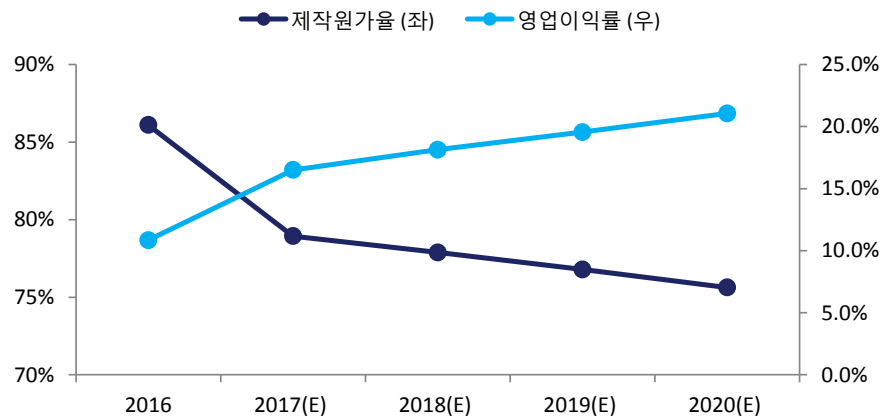
콘텐츠 라이브러리의 힘은 동사의 영업이익률을 살펴보면 쉽게 알 수 있다. 동사의 매출 원가율은 2015년 93.5%에서 2017년 상반기 78.9%로 낮아졌으며, 영업이익률도 2014년 3%에서 2017년 상반기 16.6%까지 상승했다. 우리는 2019년 동사 매출 원가율은 76%까지 낮아질 것으로 전망하며, 영업이익률은 20%까지 상승할 것으로 전망한다.

이론상으로 동사의 영업이익률 상한은 존재하지 않는다. 제작비 100억원 드라마는 1.5년에 걸쳐 비용이 정률로 상각 되지만, 기간에 따라 부가관련 매출이 그보다 훨씬 높게 발생할 가능성도 있다. 실제로 지난 1년간 제작된 드라마들은 비용이 대부분 상각 되었으나, 내년부터는 그 동안 중국에 판매되지 않았던 드라마 관련들이 일시에 매출을 발생시킬 가능성도 농후하다.

한가지 예로 들면, 스튜디오드래곤은 현 시점에서 지난 '17년 1월에 종영한 도깨비의 전체 수익률이 60%라고 공개했다. 하지만, 무형자산상각이 끝날 즈음인 내년 하반기 시점에서 도깨비 관련이 타국에 판매된다 하면 도깨비의 수익률은 추가적으로 상승할 가능성이 높다.

종합해보면, 현재의 드라마 산업은 라이브러리화 구축될수록 수익성이 좋아지는 구조를 갖고 있다. 또한, 단일 작품이 기여하는 매출 비중이 낮아지면서 흥행성 리스크에 갈수록 낮에 노출된다. 안정적인 이익 창출능력이 구축될수록 동사 기업가치는 상향될 것으로 전망한다.

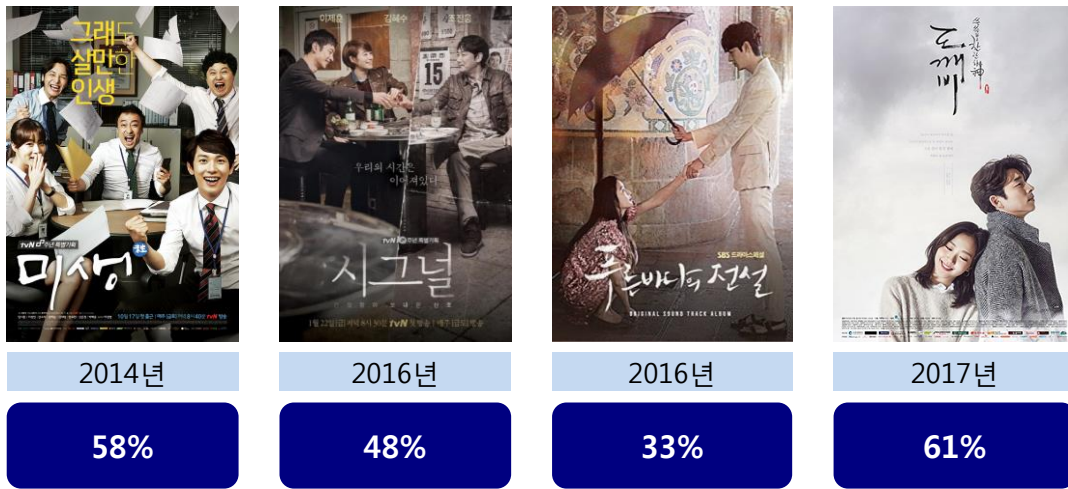
Fig. 038: 스튜디오드래곤 제작원가율 및 영업이익률 추이



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



Fig. 039: 작품별 수익률



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권





## V. 제작 Capacity는 곧 기업가치

### V-1. 작가 이탈 우려는 기우

제작 인력은 곧 연간 드라마 제작 Capacity를 의미한다. 현재 스튜디오드래곤의 평균 제작비 대비 수익률은 약 20%수준이다. 따라서 제작 편수 증가 = 절대 이익의 증가라는 공식이 설립되며, 제작 Capacity의 향상은 기업가치 제고로 직결된다.

현 시점에서 스튜디오드래곤의 제작 Capacity는 타의 추종을 불허한다. 연간 드라마 제작 편수는 2017년 기준 약 22편에 달한다. 2018년은 28편 정도를 목표로 두고 있으며, 궁극적으로 2020년까지 40여편까지 확대할 예정이다. 국내 외주제작사들의 연간 드라마 제작 편수가 2편에서 3편정도임을 고려하면 압도적인 제작 능력을 보유하고 있다. 국내 TV 드라마가 연간 약 80여편이 제작 및 편성된다. 따라서 동사는 현재 약 30%의 점유율을 보유하고 있으며, 2020년까지 국내 점유율은 약 40%에 육박할 것으로 전망된다.

기본적으로 CJ E&M의 드라마 편성수가 증가하는 이유도 있지만, 지상파로 판매된 드라마 편수도 매년 증가 추세에 놓여 있다. 올해 연초 SBS에서 방영한 ‘푸른바다의전설’과 현재 KBS에서 방영중인 ‘황금빛 내인생’이 대표적이다. 아직 편성 매출은 CJ E&M으로 가는 매출이 대부분이지만 내년 28편의 드라마 제작이 예정된 점을 고려하면 비계열사 편성 매출도 지속적으로 증가할 것이다.

주요 크리에이터 현황을 살펴보면 현재까지 작가 64명, 연출35명, 기획 34명 등 총 133명의 핵심 크리에이터들이 소속되어 있다. 또한 신인 작가 육성 플랫폼 OPEN을 통해 지속적으로 재능 있는 신인 크리에이터들을 등용하고 있어 인적 자원 강화 측면에서도 국내 드라마 제작사 중 가장 뛰어나다고 판단된다. 올해 OPEN을 통해 입봉한 신인 크리에이터로는 비밀의 숲의 이수연 작가, 터널의 이은미 작가, 신용휘 감독 등이 있다.

일각에서는 주요 크리에이터들의 이탈 우려를 일삼는다. 크리에이터들은 통상적으로 계약에 의해 콘텐츠를 공급을 하며, 더 좋은 조건을 제시하는 회사로 이직이 잦기 때문이다. 지금까지는 이와 같은 우려가 사실이었으나, 앞으로 크리에이터들에게 더 좋은 조건을 제시할 수 있는 회사는 규모가 큰 회사일 수밖에 없을 것이고, 이는 곧 승자 독식 체제로 갈 가능성이 높다.

과거의 드라마 제작 환경을 살펴보면, i) 자본금을 필요로 하지 않았으며, ii) 드라마 편당 기대할 수 있는 매출이 회사별로 대동소이했다. 따라서 드라마 작가로 하여금 높은 계약금을 제시할 것이냐가 회사를 결정하는데 있어 주요 변수였다. 다만 이제는 환경이 바뀌고 있다. 우선 오리지널 드라마 및 자체 사전제작 드라마의 증가로 편당 필요 제작비가 높아지는 추세며, 자본력이 받쳐주는 회사만이 제작비에 많은 규모를 쏟을 수 있는 환경이 되었다. 또한 해외 유통 채널이 확고해 야 드라마 한 편당 매출이 더욱 크게 발생한다. 작품당 매출 극대화를 위해서라도 크리에이터들은 대형 스튜디오와 협업하는 것이 상대적으로 유리하게 구조가 변하고 있다. 시장의 우려와는 달리 자본력과 해외유통망이 곧 인적 자원 확보의 용이로 이어지고 있어 주요 크리에이터 이탈 우려는 크지 않을 것으로 판단된다.



Fig. 040: 스튜디오드래곤 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, 낭굴째 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<br>(홍정은, 홍미란) | 주국의 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, 학교2013 등                             |
|       | 김도훈               | 해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트 등                                     |
|       | 김윤철               | 우리가 사랑할 수 있을까, 케세라세라, 내 이름은 김삼순, 사랑을 그대 품안에, 마지막 승부, 질투 등     |
|       | 박홍균               | 최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대 등                                     |

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 041: 스튜디오드래곤 월별 드라마 편성 (2016)

| 2016   |       |         |        |      |        |        |              |        |            |      |         |
|--------|-------|---------|--------|------|--------|--------|--------------|--------|------------|------|---------|
| 1월     | 2월    | 3월      | 4월     | 5월   | 6월     | 7월     | 8월           | 9월     | 10월        | 11월  | 12월     |
| 치즈인더트랩 |       | 기억      |        | 디마프  |        | 싸우자귀신아 |              | The K2 |            | 안투라지 |         |
|        | 동네의영웅 |         | 뱀파이어탐정 |      | 38사기동대 |        | 신데렐라와 네명의 기사 |        | 캐리어를 끄는 여자 |      | 도깨비     |
|        | 시그널   |         |        | 또또해영 |        | 굿와이프   |              | 공항가는길  |            |      | 푸른바다전설  |
|        |       | 퍼리부는사나이 |        |      |        |        |              |        |            |      | 상애천사천년2 |

Source: KTB투자증권

Fig. 042: 스튜디오드래곤 월별 드라마 편성 (2017)

| 2017    |              |    |        |    |         |       |         |          |           |           |        |
|---------|--------------|----|--------|----|---------|-------|---------|----------|-----------|-----------|--------|
| 1월      | 2월           | 3월 | 4월     | 5월 | 6월      | 7월    | 8월      | 9월       | 10월       | 11월       | 12월    |
| 내성적인 보스 |              |    | 시카고타자기 |    | 듀얼      |       | 명불허전    |          | 블랙        |           | 화유기    |
| 도깨비     | 내일 그대와       |    |        | 서클 |         | 하백의신부 |         |          | 변혁의사랑     |           | 어바웃 타임 |
| 푸른바다전설  |              | 터널 |        |    | 비밀의숲    |       | 구해줘     |          | 부암동복수자들   |           | 나쁜 녀석들 |
| 더보이스    | 그녀는 거짓말을 사랑해 |    |        |    |         |       | 크리미널마인드 |          | 이번생은 처음이라 |           |        |
|         |              |    |        |    | 품위있는 그녀 |       |         | 황금빛 내 인생 |           | 슬기로운 감빵생활 |        |
|         |              |    |        |    |         |       |         | 아르곤      |           |           |        |

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

| (단위:십억원) | 2015 | 2016  | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------|------|-------|---------|---------|---------|
| 유동자산     | n/a  | 81.4  | 286.4   | 316.2   | 357.2   |
| 현금성자산    | n/a  | 11.5  | 206.0   | 230.8   | 266.8   |
| 매출채권     | n/a  | 37.0  | 47.5    | 52.5    | 57.5    |
| 재고자산     | n/a  | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동자산    | n/a  | 160.6 | 223.5   | 312.4   | 422.0   |
| 투자자산     | n/a  | 33.2  | 32.1    | 31.1    | 30.0    |
| 유형자산     | n/a  | 1.2   | 1.1     | 1.0     | 0.8     |
| 무형자산     | n/a  | 123.9 | 190.3   | 280.4   | 391.1   |
| 자산총계     | n/a  | 242.0 | 509.9   | 628.6   | 779.1   |
| 유동부채     | n/a  | 84.5  | 89.5    | 94.5    | 99.5    |
| 매입채무     | n/a  | 5.8   | 5.8     | 5.8     | 5.8     |
| 유동성이자부채  | n/a  | 8.3   | 13.3    | 18.3    | 23.3    |
| 비유동부채    | n/a  | 21.4  | 26.4    | 31.4    | 36.4    |
| 비유동이자부채  | n/a  | 19.9  | 24.9    | 29.9    | 34.9    |
| 부채총계     | n/a  | 105.9 | 115.9   | 125.9   | 135.9   |
| 자본금      | n/a  | 11.0  | 14.3    | 14.3    | 14.3    |
| 자본잉여금    | n/a  | 114.7 | 296.4   | 296.4   | 296.4   |
| 이익잉여금    | n/a  | 8.3   | 86.9    | 198.9   | 342.9   |
| 자본조정     | n/a  | 2.0   | (3.7)   | (7.1)   | (10.4)  |
| 자기주식     | n/a  | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계     | n/a  | 136.1 | 394.0   | 502.6   | 643.3   |
| 투하자본     | n/a  | 172.4 | 443.7   | 563.6   | 715.4   |
| 순차입금     | n/a  | 16.8  | (167.7) | (182.5) | (208.5) |
| ROA      | n/a  | 3.4   | 6.5     | 8.1     | 8.9     |
| ROE      | n/a  | 6.0   | 8.4     | 10.1    | 10.7    |
| ROIC     | n/a  | 17.1  | 42.5    | 52.9    | 59.0    |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)        | 2015 | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|-----------------|------|--------|--------|--------|---------|
| 영업현금            | n/a  | (12.4) | 0.6    | 15.9   | 27.1    |
| 당기순이익           | n/a  | 8.1    | 33.2   | 50.9   | 69.0    |
| 자산상각비           | n/a  | 22.2   | 44.3   | 60.0   | 73.9    |
| 운전자본증감          | n/a  | (46.3) | (76.9) | (95.1) | (115.8) |
| 매출채권감소(증가)      | n/a  | (24.7) | (10.5) | (5.0)  | (5.0)   |
| 재고자산감소(증가)      | n/a  | (24.5) | (66.4) | (90.1) | (110.8) |
| 매입채무증감(감소)      | n/a  | (1.1)  | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 투자현금            | n/a  | (69.5) | (1.1)  | (1.1)  | (1.1)   |
| 단기투자자산감소        | n/a  | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1     |
| 장기투자증권감소        | n/a  | (68.0) | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 설비투자            | n/a  | (1.1)  | (1.1)  | (1.1)  | (1.1)   |
| 유무형자산감소         | n/a  | (0.1)  | (0.1)  | (0.1)  | (0.1)   |
| 재무현금            | n/a  | 93.5   | 195.0  | 10.0   | 10.0    |
| 차입금증가           | n/a  | 27.2   | 10.0   | 10.0   | 10.0    |
| 자본증가            | n/a  | 56.0   | 185.0  | 0.0    | 0.0     |
| 배당금지급           | n/a  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 현금 증감           | n/a  | 11.5   | 194.5  | 24.8   | 36.0    |
| 총현금흐름(Gross CF) | n/a  | (16.0) | 0.6    | 15.9   | 27.1    |
| (-) 운전자본증가(감소)  | n/a  | 46.3   | 76.9   | 95.1   | 115.8   |
| (-) 설비투자        | n/a  | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 1.1     |
| (+) 자산매각        | n/a  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| Free Cash Flow  | n/a  | 31.4   | 78.6   | 112.1  | 144.0   |
| (-) 기타투자        | n/a  | (68.0) | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 잉여현금            | n/a  | 11.5   | 206.0  | 230.8  | 266.8   |

자료: KTB투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)            | 2015 | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|---------------------|------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액                 | n/a  | 154.4  | 280.4  | 385.5  | 480.9   |
| 증가율 (Y-Y,%)         | n/a  | n/a    | 81.5   | 37.5   | 24.8    |
| 영업이익                | n/a  | 16.6   | 46.3   | 69.9   | 94.0    |
| 증가율 (Y-Y,%)         | n/a  | n/a    | 178.3  | 51.1   | 34.5    |
| EBITDA              | n/a  | 38.8   | 90.6   | 130.0  | 167.9   |
| 영업외손익               | n/a  | (6.1)  | (2.7)  | 2.3    | 2.7     |
| 순이자수익               | n/a  | (1.1)  | (1.1)  | 2.3    | 2.7     |
| 외화관련손익              | n/a  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 지분법손익               | n/a  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 세전계속사업손익            | n/a  | 10.5   | 43.6   | 72.2   | 96.7    |
| 당기순이익               | n/a  | 8.1    | 33.2   | 50.9   | 69.0    |
| 지배기업당기순이익           | n/a  | 8.1    | 33.2   | 50.9   | 69.0    |
| 증가율 (Y-Y,%)         | n/a  | n/a    | 307.8  | 53.4   | 35.5    |
| NOPLAT              | n/a  | 13.0   | 36.1   | 54.5   | 73.4    |
| (+) Dep             | n/a  | 22.2   | 44.3   | 60.0   | 73.9    |
| (-) 운전자본투자          | n/a  | (46.3) | (76.9) | (95.1) | (115.8) |
| (-) Capex           | n/a  | (1.1)  | (1.1)  | (1.1)  | (1.1)   |
| OpFCF               | n/a  | (12.3) | 2.4    | 18.4   | 30.4    |
| 3 Yr CAGR & Margins | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    | 2.0     |
| 매출액증가율(3Yr)         | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a     |
| 영업이익증가율(3Yr)        | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a     |
| EBITDA증가율(3Yr)      | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a     |
| 순이익증가율(3Yr)         | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a     |
| 영업이익률(%)            | n/a  | 10.8   | 16.5   | 18.1   | 19.6    |
| EBITDA마진(%)         | n/a  | 25.1   | 32.3   | 33.7   | 34.9    |
| 순이익률(%)             | n/a  | 5.3    | 11.8   | 13.2   | 14.4    |

### 주요투자지표

| (단위:원, 배)       | 2015 | 2016 | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|------|------|--------|--------|--------|
| Per share Data  |      |      |        |        |        |
| EPS             | n/a  | n/a  | 1,186  | 1,819  | 2,465  |
| BPS             | n/a  | n/a  | 14,068 | 17,948 | 22,971 |
| DPS             | n/a  | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    |
| Multiples(x, %) |      |      |        |        |        |
| PER             | n/a  | n/a  | 29.5   | 19.2   | 14.2   |
| PBR             | n/a  | n/a  | 2.5    | 2.0    | 1.5    |
| EV/ EBITDA      | n/a  | n/a  | 8.5    | 5.8    | 4.2    |
| 배당수익률           | n/a  | n/a  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| PCR             | n/a  | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    |
| PSR             | n/a  | n/a  | 3.5    | 2.5    | 2.0    |
| 재무건전성 (%)       |      |      |        |        |        |
| 부채비율            | n/a  | 43.8 | 22.7   | 20.0   | 17.4   |
| Net debt/Equity | n/a  | 12.3 | n/a    | n/a    | n/a    |
| Net debt/EBITDA | n/a  | 43.2 | n/a    | n/a    | n/a    |
| 유동비율            | n/a  | 96.4 | 320.0  | 334.6  | 359.0  |
| 이자보상배율          | n/a  | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    |
| 이자비용/매출액        | n/a  | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    |
| 자산구조            |      |      |        |        |        |
| 투하자본(%)         | n/a  | 71.2 | 87.0   | 89.7   | 91.8   |
| 현금+투자자산(%)      | n/a  | 4.8  | 40.4   | 36.7   | 34.2   |
| 자본구조            |      |      |        |        |        |
| 차입금(%)          | n/a  | 26.7 | 33.0   | 38.3   | 42.9   |
| 자기자본(%)         | n/a  | n/a  | n/a    | n/a    | n/a    |



### ▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.

당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

### ▶ 투자등급 비율

|              |     |               |     |               |    |
|--------------|-----|---------------|-----|---------------|----|
| <b>BUY :</b> | 83% | <b>HOLD :</b> | 15% | <b>SELL :</b> | 1% |
|--------------|-----|---------------|-----|---------------|----|

### ▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치