

스튜디오드래곤 (상장예정)

1등 드라마 스튜디오가 온다

Company Report | 2017. 11. 21

동사는 저명한 작가 및 감독뿐 아니라 OPEN 시스템을 통해 신인 크리에이터까지 확보하고 있는, 가장 이상적인 드라마 스튜디오. 해외 판권 판매는 모회사의 정책에 반하지 않는 선에서 가능할 것으로 보임. 지상파 방영작 중심으로 높은 해외 판권 성과 기대할 수 있을 것

가장 '한국스러운 드라마'를 만들 수 있는 드라마 스튜디오

동사는 지난해 CJ E&M의 드라마 부문을 물적분할해 만든 기업으로, 한국인의 입맛에 맞는 트렌디한 드라마를 만들기로 정평이 난 업체. 화엔담픽처스, 문화창고, KPJ 인수를 통해 저명한 작가 및 감독을 확보하고 있을 뿐 아니라, OPEN 시스템을 통해 신인 작가까지 확보하고 있는 가장 이상적인 드라마 스튜디오

CJ E&M의 tvN과 OCN 두 채널 내 드라마 슬롯은 기존 1개에서 4개로 증가함. 동사는 두 채널 드라마를 책임지고 있어 계열사 captive 물량을 통해 빠르게 성장 중. 연간 약 3편의 드라마를 직접 제작하며 이외의 작품은 일부 인력 혹은 투자를 통해 IP를 확보하는 구조. 당사의 추정대로라면 드라마 방영 매출은 내년 1,348억원으로 22% y-y 증가할 것

최근 동사는 넷플릭스, 워너브라더스 등과 드라마 제작을 준비 중이라 밝힘. 저명한 글로벌 업체와의 협업은 드라마 제작사로서 동사의 위상을 한층 높여줄 것. 그러나 이런 작품의 경우 IP를 동사가 보유하지 않아 제작 수수료외에 추가적인 RS는 없음. 참고로 넷플릭스가 드라마 제작사에 보장하는 마진율은 일반적으로 15~20%로 알려져

해외 판권은 지상파 방영 드라마 위주로 기대해야

동사의 드라마는 국내뿐만 아니라 해외 시장에서도 매력적인 콘텐츠로 꼽힘. 다만 동사에서 제작된 드라마 대부분은 모회사인 CJ E&M 채널을 통해 방영되는 만큼, 모회사의 채널 정책(특히 동남아)에 반하는 방향으로 해외 판권 매출이 발생하기를 기대한다면 다소 무리가 있다는 판단

동사는 연간 1~2편의 지상파 드라마 제작에 참여하고 있는데, 모회사와 이해관계 충돌이 없는 이러한 작품의 IP(지적재산권)에서는 높은 해외 판권 성과를 기대할 수 있을 것. 당사가 기대하는 2018년 해외 판권 매출은 중국 200억원(100억원*2편)을 포함하여 737억원에 달함

동사에 대해 Buy 투자 의견과 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시함. 목표주가는 2018년 예상 EBITDA에 11배를 적용한 것으로, 이는 2018년 기준 PER 36배에 해당됨

Buy (신규)

목표주가 42,000원 (신규)

상장 예정가(11/24) 35,000원

업종 엔터테인먼트

KOSPI / KOSDAQ 2,533.99 / 775.85

예상 시가총액(보통주) 981.3십억원

발행주식수(보통주) 28.0백만주

배당수익률(2017E) 0.0%

외국인지분율 0.0%

주요주주

CJ E&M 외 특수관계인 75.7%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) N/A N/A N/A

상대수익률 (%) N/A N/A N/A

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	154	266	372	415
증감률	N/A	72.3	39.9	11.5
영업이익	17	28	41	51
영업이익률	10.8	10.3	11.0	12.2
(지배지분)순이익	8	20	33	40
EPS	N/A	705	1,167	1,439
증감률	N/A	N/A	65.5	23.4
PER	N/A	49.6	30.0	24.3
PBR	N/A	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	25.7	10.2	7.1	6.4
ROE	6.0	7.9	8.6	9.7
부채비율	77.8	29.1	21.7	19.7
순차입금	16	-205	-223	-214

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhq.com

표1. 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F
매출액	97.4	154.4	266.1	372.2	415.0	444.7
(y-y, %)		58.6%	72.3%	39.9%	11.5%	7.2%
드라마 부문	97.4	195.5	236.1	340.7	381.9	410.0
1. 작품 방영 매출액	54.8	87.8	110.8	145.2	149.6	159.6
작품당 편성매출	3.4	4.6	5.0	5.2	5.3	5.5
작품 수	16	19	22	28	28	29
CJ E&M 필요 작품 수				26	29	33
CJ E&M 보유 드라마 슬롯				4	5	5
2. PPL	3.6	32.3	25.9	33.9	34.9	37.2
작품당 PPL	0.2	1.7	1.2	1.2	1.2	1.3
3. VOD 매출	15.1	31.2	48.6	68.0	74.8	85.2
작품당 VOD	0.9	1.6	2.2	2.4	2.7	2.9
4. 해외판권	23.9	44.2	50.9	73.7	82.6	88.0
작품당 해외판권	1.5	2.3	2.3	2.6	3.0	3.0
1) 일본	8.9	9.1	16.8	17.6	22.6	23.8
2) 아시아(일본 외)	11.0	32.3	23.3	44.5	47.7	51.2
- 중국				20.0	22.0	24.2
3) 미주	3.6	2.6	10.6	11.1	11.7	12.3
4) 기타국가	0.4	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8
5. 글로벌				20.0	40.0	40.0
작품당				20.0	20.0	20.0
작품수				1	2	2
엔터테인먼트 부문			30.0	31.5	33.1	34.7
매출원가	91.1	168.3	224.4	315.6	346.8	374.5
% of sales	93.5%	86.1%	95.0%	92.6%	90.8%	91.3%
제작비	59.2	109.4	145.9	209.9	234.7	252.6
작품당 제작비	3.7	5.8	6.6	7.0	7.3	7.7
CJ E&M 수수료			16.3	25.7	27.4	29.6
감가상각			48.6	65.0	68.2	74.2
기타			13.6	15.0	16.5	18.2
판권비	3.7	6.0	14.2	15.8	17.5	19.1
% of sales	3.8%	3.9%	5.3%	4.3%	4.3%	4.3%
매니지먼트 수수료			3.0	3.2	3.3	3.5
드라마 관련 판권비		6.0	11.2	12.7	14.2	15.7
영업이익			27.5	40.8	50.7	51.1
드라마 부문	2.6	21.2	25.1	38.3	48.1	48.3
엔터테인먼트 부문			2.4	2.5	2.6	2.8
영업이익률			10.3%	11.0%	12.2%	11.5%
드라마 부문	2.7%	10.8%	10.6%	11.2%	12.6%	11.8%
엔터테인먼트 부문			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

주: 2015~2016 데이터는 스튜디오드래곤이 컨설팅 업체를 통해 받은 추정 재무제표 기준으로 작성된 당사 추정치

자료: 스튜디오드래곤, NH 투자증권 리서치본부 전망

표2. 공모자금 활용 계획 중 사업자금 세부 내역

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	TOTAL
글로벌 대작	22.0	24.0	20.2	66.2
핵심 크리에이터 확보 및 국내외 사업기반 강화	15.0	65.0	20.0	100.0

주: 상장을 통해 1,838억원이 유입될 예정. 이 중 420억원은 차입 상환에 활용, 향후 1,662억원을 사업자금으로 활용할 계획
 자료: 스튜디오드래곤 증권신고서, NH투자증권 리서치본부

표3. 스튜디오드래곤 공모 이후 주주 구성

구분	주식수 (주)	지분율 (%)
최대주주 등 (보호예수 6 개월)	2,121만	75.66
그 외 보호예수대상 (보호예수 6 개월)	82.5만	2.94
우리사주 (보호예수 1 년)	12만	0.43
유통제한	2,216만	79.03
공모주	588만	20.97
합계	2,804만주	100.00

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

표4. 스튜디오드래곤 드라마: 직접 만든 작품은 올해 3개(자회사 포함). 나머지 19개는 외부 제작

작품명	방영일자	연출	작가	채널	제작사
푸른바다의 전설	16.11.16~17.01.25	진혁	박지은	SBS	문화창고 (자회사)
도깨비	16.12.02~17.01.21	이응복	김은숙	tvN	화앤담픽처스 (자회사)
내성적인 보스	17.01.16~17.03.14	송현욱	주화미	tvN	KBS미디어
더보이스	17.01.14~17.03.12	김홍선	마진원	OCN	쥬 모드
내일 그대와	17.02.03~17.03.25	유제원	허성해	tvN	콘텐츠K
그녀는 거짓말을 너무 사랑해	17.03.20~17.05.09	김진민	김경민	tvN	본팩토리
터널	17.03.25~17.05.21	신용휘	이은미	OCN	스튜디오드래곤
시카고타자기	17.04.07~17.07.03	김철규	진수완	tvN	The Unicorn
써클:이어진 두 세계	17.05.22~17.06.27	민진기	김진희 등	tvN	KPJ (자회사)
듀얼	17.06.03~17.07.23	이종재	김윤주	OCN	스튜디오드래곤
비밀의숲	17.06.10~17.07.30	안길호	이수연	tvN	씨그널엔터테인먼트
품위있는 그녀	17.06.16~17.08.19	김윤철	백미경	JTBC	제이에스픽처스
하백의 신부	17.07.03~17.08.22	김병수	정윤정	tvN	넘버쓰리픽처스
크리미널 마인드	17.07.26~17.09.28	양윤호 등	홍승현 등	tvN	태원엔터테인먼트
구해줘	17.08.05~17.09.24	김성수	정신규	OCN	히든시퀀스
명불허전	17.08.12~17.10.01	홍종찬	김은희	tvN	본팩토리
황금빛 내 인생	17.09.02~	김형석	소현경	KBS2	씨그널엔터테인먼트
아르곤	17.09.04~17.09.26	이윤정	전영신 등	tvN	데이드림엔터테인먼트
이번 생은 처음이라	17.10.09~	박준화	윤난중	tvN	MI
부암동 복수자들	17.10.11~	권석창	김이지 등	tvN	제이에스픽처스
변혁의 사랑	17.10.14~	송현욱 등	주현	tvN	삼화네트웍스
블랙	17.10.14~	김홍선	최란	OCN	아이윌미디어
세상에서 가장 아름다운 이별	17.12~	홍종찬	노희경	tvN	지티스트
나쁜녀석들: 악의 도시	17.12~	한동화	한정훈	OCN	알반웍스미디어

자료: DART, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	154	266	372	415
증감률 (%)	N/A	72.3	39.9	11.5
매출원가	133	224	316	347
매출총이익	22	42	57	68
Gross 마진 (%)	14.0	15.7	15.2	16.4
판매비와 일반관리비	5	14	16	17
영업이익	17	28	41	51
증감률 (%)	N/A	65.5	48.4	24.2
OP 마진 (%)	10.8	10.3	11.0	12.2
EBITDA	39	76	106	119
영업외손익	-6	1	3	3
금융수익(비용)	-1	1	3	3
기타영업외손익	-5	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	28	44	54
법인세비용	2	8	11	13
계속사업이익	8	20	33	40
당기순이익	8	20	33	40
증감률 (%)	N/A	142.8	65.5	23.4
Net 마진 (%)	5.3	7.4	8.8	9.7
지배주주지분 순이익	8	20	33	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	8	20	33	40

Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	N/A	49.6	30.0	24.3
PBR(X)	N/A	2.7	2.5	2.2
PCR(X)	N/A	12.8	9.3	8.2
PSR(X)	N/A	3.7	2.6	2.4
EV/EBITDA(X)	25.7	10.2	7.1	6.4
EV/EBIT(X)	60.0	28.2	18.6	15.1
EPS(W)	N/A	705	1,167	1,439
BPS(W)	N/A	12,985	14,152	15,591
SPS(W)	N/A	9,491	13,276	14,800
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	7.9	8.6	9.7
총자산이익률(ROA, %)	3.4	5.6	6.9	8.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	N/A	12.0	19.5	24.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	12.1	-56.4	-56.3	-48.9
총부채/ 자기자본(%)	77.8	29.1	21.7	19.7
이자발생부채	28	28	8	8
유동비율(%)	96.4	358.8	356.4	345.2
총발행주식수(mn)	0	28	28	28
액면가(W)	0	500	500	500
주가(W)	35,000	35,000	35,000	35,000
시가총액(십억원)	981	981	981	981

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	12	233	231	222
매출채권	37	37	37	37
유동자산	81	303	301	292
유형자산	1	1	1	1
투자자산	2	2	17	67
비유동자산	161	167	182	231
자산총계	242	470	483	523
단기성부채	8	8	8	8
매입채무	6	6	6	6
유동부채	84	84	84	84
장기성부채	20	20	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	21	21	2	2
부채총계	106	106	86	86
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	115	323	323	323
이익잉여금	8	28	61	101
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	136	364	397	437

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	-12	68	95	106
당기순이익	8	20	33	40
+ 유/무형자산상각비	22	49	65	68
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	35	76	106	119
- 운전자본의증가(감소)	-46	0	0	0
투자활동 현금흐름	-70	-5	-12	-47
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-2	0	-15	-50
Free Cash Flow	-13	68	95	106
Net Cash Flow	-82	63	84	59
재무활동현금흐름	93	207	-21	0
자기자본 증가	126	208	0	0
부채증감	-32	-1	-21	0
현금의증가	12	222	-2	-9
기말현금 및 현금성자산	12	233	231	222
기말 순부채(순현금)	16	-205	-223	-214