

# 스튜디오 드래곤 (253450)

## 잘 키운 용 한 마리 힘차게 날아라



김희재

김수민

hojae.kim@daishin.com

soomin.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

46,000

신규

현재주가

(17.11.21)

미디어업종

|             |        |
|-------------|--------|
| KOSDAQ      | 789.38 |
| 시가총액        | -      |
| 시가총액비중      | -      |
| 자본금(보통주)    | 14십억원  |
| 52주 최고/최저   | -      |
| 120일 평균거래대금 | -      |
| 외국인지분율      | -      |
| 주요주주        | -      |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|----|----|----|-----|
| 절대수익률    | -  | -  | -  | -   |
| 상대수익률    | -  | -  | -  | -   |

투자의견 매수(Buy) 신규, 목표주가 46,000원 제시

- 목표주가는 2018E EBITDA 1,113억원에 EV/EBITDA 9.9배 적용(CJ E&M 2014~2016년 EV/EVITDA High 9배 대비 10% 할증), PER 29배 수준, RIM 기준 목표주가 44천원

11/24(금) 스튜디오 드래곤 상장. 공모가 35,000원 확정

- 총 공모금액 2,100억원 중 420억원은 단기 차입금 및 사채 상환용. 핵심 크리에이터 확보 및 국내외 사업기반 강화, 글로벌 대작 제작에 각각 1천억원, 662억원 투자  
- 상장 이후 주주구성. CJ E&M 70.9%, 공모주 21.3%, 우리사주 0.5%, 기타 7.2%. 보호예수 물량 제외한 유통 가능 물량은 17.1%(480만주) 추정

Valuation 및 주가 전망. 제작 및 판권 매출의 높은 성장률과 마진에 주목

- 드래곤은 드라마 제작 및 판권 수익을 매출로 인식. 수익은 제작비 대비 70% 수준의 방영권 판매, 약 20%의 PPL(협찬광고), 30% 이상의 판권 판매로 구성  
- 드래곤의 사업은 E&M 방송 매출 중 수신료를 제외한 기타 부분으로, E&M이 본격적으로 주목 받기 시작한 '14년 이후 E&M 방송 매출의 45%까지 성장해온 핵심 비즈니스  
- 드래곤 OPM은 기존 E&M 방송부문 OPM 5% 수준 대비 높은 16% 수준 전망. 따라서, 프리미엄 부여는 정당하다고 판단. 상장 이후 글로벌 사업 확장 및 크리에이터 투자 확대로 향후 5년간 매출 CAGR 18% 전망. 만약 연간 1~2편이 넷플릭스 또는 중국에 판매될 경우, 당사 기존 추정 영업이익 대비 약 40% 수준 증가 가능하고, 이를 반영한 당사 추정 시가총액은 1.5조(54천원)까지 가능할 것으로 전망  
- 방송 성수기는 연말. 상장 시즌과 겹치며 초기 주가는 강세 전망. 다만 18.2월 평창 동계올림픽 시즌 시청자 관심과 광고가 스포츠 이벤트로 몰릴 가능성이 있어 상대적으로 시청률 약세와 함께 주가는 다소 부진 전망. 이후 여름 성수기 진입과 동시에 해외에서 의미 있는 계약 성사될 경우 주가는 좋은 흐름을 보일 것

스튜디오 드래곤을 소개합니다

- CJ E&M 방송사업부에서 출발, 16.5월 분사. 현재 문화창고, 화앤담픽처스, KPJ 등 제작사 보유 중. 연간 드라마 제작 편수 '16년 19편에서 '20년 35편 수준까지 확대 예정  
- 기회요인 1) CJ E&M(tvN, OCN)이라는 든든한 Captive 채널 보유, 2) 국내 콘텐츠 시장의 변화(TV플랫폼과 In-house 제작사), 3) 글로벌 사업(넷플릭스, 중국시장 등) 확대 가능성  
- 다만, 중국향 콘텐츠는 사전제작, 한류 배우, 장르 및 소재 등에 제한이 있기 때문에, 중국발 매출의 경우 실제로 검증 된 이후 실적에 반영하더라도 늦지 않다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2015A | 2016A | 2017F  | 2018F  | 2019F  |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액     | N/A   | 154   | 292    | 353    | 387    |
| 영업이익    | N/A   | 17    | 39     | 52     | 61     |
| 세전순이익   | N/A   | 10    | 38     | 60     | 70     |
| 총당기순이익  | N/A   | 8     | 28     | 45     | 53     |
| 지배지분순이익 | N/A   | 8     | 28     | 45     | 53     |
| EPS     | N/A   | 5,691 | 1,240  | 1,622  | 1,884  |
| PER     | N/A   | N/A   | N/A    | N/A    | N/A    |
| BPS     | N/A   | 6,176 | 13,346 | 14,718 | 16,252 |
| PBR     | N/A   | N/A   | N/A    | N/A    | N/A    |
| ROE     | N/A   | 12.0  | 11.0   | 11.6   | 12.2   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

## Contents

|     |                      |    |
|-----|----------------------|----|
| I   | 스튜디오 드래곤 IPO 개요      | 3  |
| II  | Valuation 및 주가 전망    | 4  |
| III | 스튜디오 드래곤을 소개합니다.     | 8  |
| IV  | 드래곤, 세계 3대 스튜디오를 꿈꾸다 | 14 |
| V   | 재무제표                 | 18 |

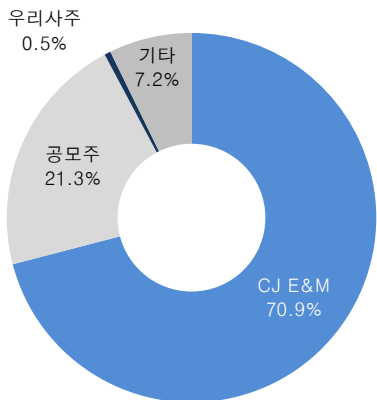
# I. 스튜디오 드래곤 IPO 개요

## IPO 개요

공모가 35,000원  
상장일 11/24

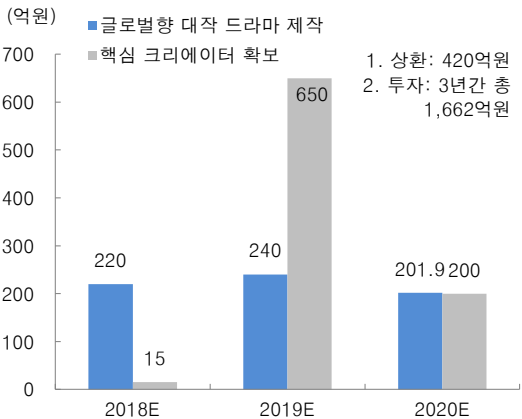
- 1) 공모가: 스튜디오 드래곤은 600만주를 일반공모한 후 상장한다. 희망 공모가는 주당 30,900원~35,000원으로 산정되었고, 수요예측결과 보인 540:1의 경쟁률과 기타 주식시장 상황 등을 감안하여 공모가는 주당 35,000원으로 확정되었다.
- 2) 주주 구성: 상장 후 주주 구성은 CJ E&M 70.9%, 공모주 21.3%, 우리사주 0.5%, 기타 7.2%이다. 1개월~1년의 보호예수 물량을 제외한 유통가능 물량은 480만주, 17.1%로 추정된다.
- 3) 공모자금 사용 계획: 총 공모금액은 2,100억원이고, 이 중 420억원은 단기 차입금 및 사채 상환에 사용된다. 나머지 1,662억원은 2018년~2020년 동안 글로벌향 대작 드라마 제작에 662억원, 핵심 크리에이터 확보 및 국내외 사업기반 강화에 1천억원이 사용된다.
- 4) 상장일: 상장일은 11/24이다.

그림 1. 상장 후 주주 구성



자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 공모자금 중 1.7천억원은 3년간 투자 재원



자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 보호예수 현황

(주, %)

| 주주명               | 주식수        | 비중   | 기간  |
|-------------------|------------|------|-----|
| CJ E&M 외 3인       | 21,211,810 | 75.2 | 6개월 |
| 그 외 보호예수 대상자      | 825,430    | 2.9  | 6개월 |
| 우리사주조합            | 120,000    | 0.4  | 1년  |
| 기관투자자 공모 중 6개월 확약 | 73,144     | 0.3  | 6개월 |
| 기관투자자 공모 중 3개월 확약 | 511,351    | 1.8  | 3개월 |
| 기관투자자 공모 중 1개월 확약 | 637,051    | 2.3  | 1개월 |
| 상장 후 유통 가능 물량     | 4,815,454  | 17.1 |     |

자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 공모 중 의무보유 확약 물량은 수요예측 참여결과 기준으로 당사에서 계산한 내용

## II. Valuation & 주가 전망

### Valuation

TP 46,000원  
CJ E&M 대비 할증

1) 목표주가: 46,000원은 2018년 예상 EBITDA 1,113억원에 EV/EBITDA 9.9배와 순차입금 -2,011억원을 적용하여 산출하였다. 이는 2018년 예상 EPS 1,622원에 PER 29배를 적용한 수준이고, 잔여이익모델 기준 적정주가는 44,000원이다.

2) EV/EBITDA 배수 적용 이유: 스튜디오 드래곤은 드라마의 채널(tvN, OCN)방영권을 CJ E&M에게 판매하고 제작비의 약 70% 정도를 받는다. 제작비의 나머지 30% 정도는 드래곤이 부담하고, 이를 무형자산으로 인식 후 1.5년 동안 상각한다. 따라서, EBITDA를 기준으로 접근하는 것이 보다 정확한 분석이라 판단한다.

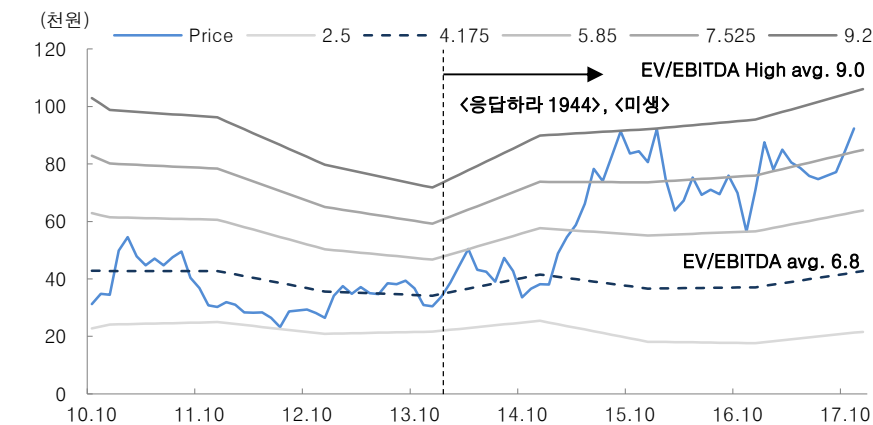
3) 프리미엄 근거: 제작 및 판권 판매의 높은 성장률과 마진

스튜디오 드래곤은 드라마를 제작하고(대부분 CJ E&M향. 연간 1~2편 지상파향. 향후 지상파, 글로벌 및 넷플릭스 등으로 확대 계획) 판권 수익을 인식하는 회사이다. 매출은 제작비의 약 70%에 해당하는 방영권 판매, 약 20% 수준인 PPL(협찬광고), 그리고 제작비 대비 30%를 상회하는 판권 판매로 구성된다.

CJ E&M의 방송 매출은 광고와 수신료 및 기타로 구분되는데, 드래곤의 드라마 제작 및 판권 유통이 바로 CJ E&M의 기타 매출에 해당하는 부분이다. <응답하라 1944>로 CJ E&M이 본격적으로 주목받기 시작한 이후 2014~2016년 동안 방송 매출은 CAGR 18%로 성장한 반면, 기타 매출은 CAGR 44%로 성장해왔다.

영업이익률은 드래곤의 사업이 16% 정도로 전망되는 반면, CJ E&M의 방송 영업이익률은 5% 수준을 유지해왔다.

그림 3. CJ E&M 12M FWD EV/EBITDA Band. 2014년 이후 급격한 성장



자료: Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

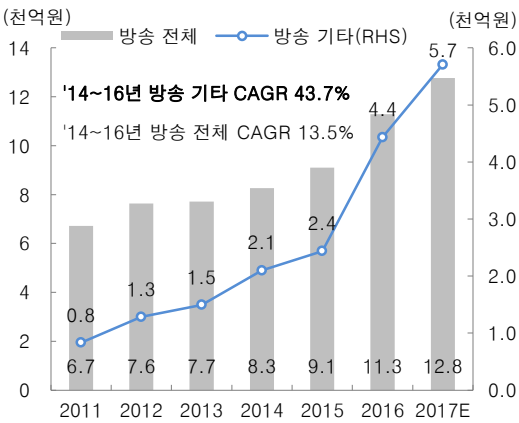
표 2. Studio Dragon Valuation

(억원, 배)

|   | 항목        | 기업가치    | 할인율                                    | 적정가치    | 주당가치    |
|---|-----------|---------|----------------------------------------|---------|---------|
| A | 영업가치      | 11,056  | 0%                                     | 11,056  | 39,213  |
|   | OP        | 516     |                                        |         |         |
|   | Dep.      | 596     |                                        |         |         |
|   | EBITDA    | 1,113   |                                        |         |         |
|   | EV/EBITDA | 9.9     | CJ E&M 2014~2016 High 평균 9.0 대비 10% 할증 |         |         |
| C | 총기업가치     | 11,056  |                                        | 11,056  | 39,213  |
| D | 순차입금      | (2,011) |                                        | (2,011) | (7,132) |
| E | 주주가치(C-D) | 13,067  |                                        | 13,067  | 46,345  |

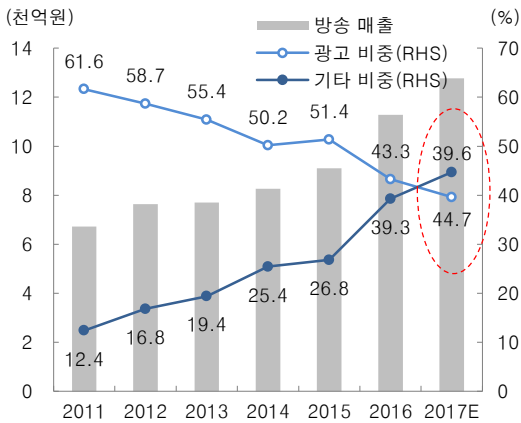
자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: EV/EBITDA 5.5배는 2014~2016년 CJ E&M High 평균 9.0 대비 10% 할증 적용

그림 4. CJ E&M 방송 기타는 CAGR 44%로 성장



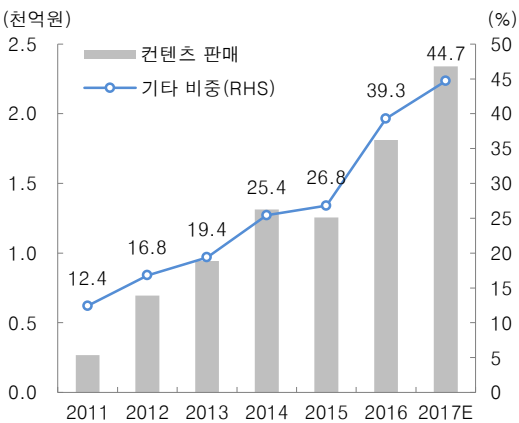
자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. CJ E&M 방송 기타 비중은 45%까지 성장



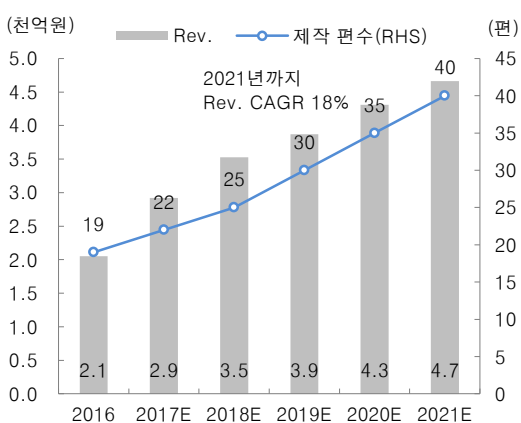
자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. CJ E&M 방송 기타 중 콘텐츠 판매 비중 45%



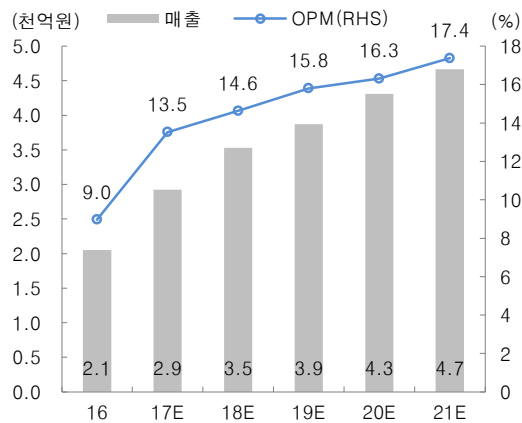
자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. CJ E&M의 방송 기타 부분이 드래곤의 역할



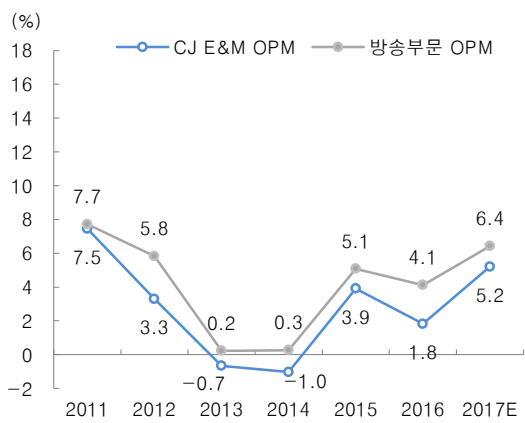
자료: Studio Dragon, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 드래곤 OPM 16% 수준



자료: Studio Dragon, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. CJ E&M의 방송 OPM 5% 수준



자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

드래곤 상장 이후의 CJ E&M

CJ E&M 기업가치도  
소폭 상승 가능

4) 드래곤 상장 이후의 CJ E&M: 드래곤의 상장 후에도 여전히 CJ E&M은 드래곤의 지분 71%를 보유하고 연결실적에 반영하기 때문에, 드래곤의 상장 전 후 CJ E&M의 연결 실적의 변화는 없고, 기업가치에도 변화는 없다.

하지만, 드래곤이 상장 자금을 통해 글로벌 사업을 확장하면서 매출이 당사 추정향후 5년간 연평균 18%로 성장할 것으로 전망되기 때문에, 드래곤에 대한 성장 프리미엄을 반영하고, CJ E&M의 기존 사업에 대해서는 기존 가치 대비 할인율 적용하더라도, CJ E&M의 기업가치 역시 소폭 상승할 것으로 전망한다.

당사의 CJ E&M 적정주가는 10만원이고 드래곤의 가치 반영시 11만원 적용 가능하다.

표 3. CJ E&M SOTP Valuation (억원, 배)

|   | 항목         | 기업가치   | 할인율                               | 적정가치   | 주당가치    |
|---|------------|--------|-----------------------------------|--------|---------|
| A | 영업가치       | 21,451 | 0%                                | 21,451 | 55,384  |
|   | OP         | 603    |                                   |        |         |
|   | Dep.       | 3,330  |                                   |        |         |
|   | EBITDA     | 3,933  |                                   |        |         |
|   | EV/EBITDA  | 5.5    | CJ E&M 2014~2016 평균 6.8 대비 20% 할인 |        |         |
| B | 비영업가치      | 35,807 |                                   | 27,192 | 70,205  |
|   | 투자지분증권     | 35,807 |                                   | 27,192 | 70,205  |
|   | 넷마블        | 28,717 | 30%                               | 20,102 | 51,900  |
|   | 스튜디오 드래곤   | 7,090  | 0%                                | 7,090  | 18,305  |
| C | 총기업가치(A+B) | 57,258 |                                   | 48,643 | 125,589 |
| D | 순차입금       | 4,548  |                                   | 4,548  | 11,742  |
| E | 주주가치(C-D)  | 52,710 |                                   | 44,095 | 113,846 |

자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 넷마블의 기업가치는 상장 후 평균인 13조원 반영. 스튜디오 드래곤의 기업가치는 IPO 기준 가격인 주당 35,000원, 1조원으로 반영  
주: EV/EBITDA 5.5배는 2014~2016년 평균 6.8 대비 20% 할인 적용

주가 전망: 겨울 성수기 강세. 18.2월 고비 후, 2Q18 방송 성수기 회복 전망

시청률 vs. 주가  
겨울에 강한 시청률  
18.2월 평창이 고비

주가는 기본적으로 실적 또는 실적을 가늠할 수 있는 선행지표를 반영한다. 드래곤의 주가는 상장 후 당분간 드래곤이 제작한 작품의 시청률에 민감하게 반응할 것으로 전망한다.

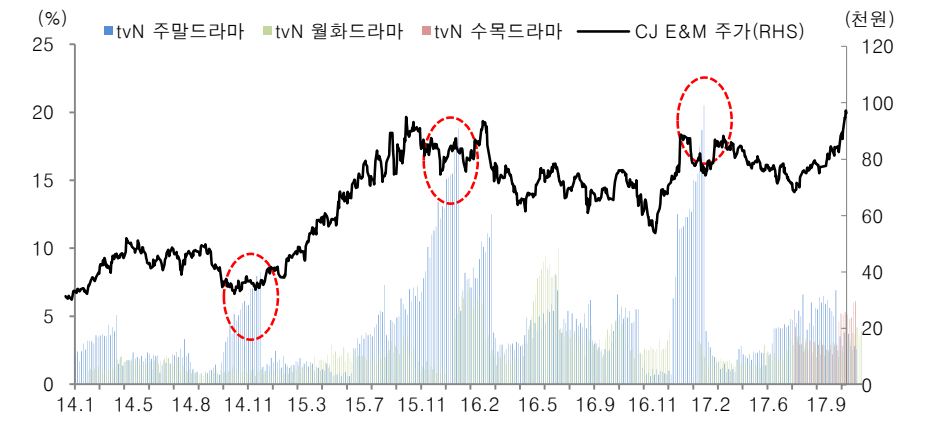
드래곤은 드라마 제작과 판권 매출을 인식하고, 제작 매출에는 방영권(약 70%)과 협찬 광고가 포함되어 있다. 방영권은 어느 정도 사전에 보장된 수익이고, 협찬광고와 판권 수익은 시청률뿐만 아니라 주연 배우와 스토리 등 다양한 요소에 의해 결정되지만, 일단 표면에 드러나는 시청률을 중요한 판단 기준으로 봐야한다.

드래곤이 제작하는 드라마 중 연간 가장 공들인 작품은 주로 겨울 성수기에 tvN을 통해 방영된다. tvN 채널 역대 최고 시청률인 20.5%를 기록한 <도깨비>는 16.12월~17.1월에 방영됐고, SBS에 납품하여 최고 시청률 21%를 기록한 <푸른 바다의 전설> 역시 16.11월~17.1월의 겨울 시즌에 방영됐다.

국내 광고시장은 쇼핑 성수기인 4분기와 2분기에 가장 활발하기 때문에, 광고를 주 수익으로하는 TV 플랫폼의 드라마도 4분기와 2분기에 기대작(작가, 배우, PD, 제작비 등의 관점에서)을 편성한다.

드래곤은 방송 성수기인 겨울에 상장되기 때문에 주가는 초기에 강세를 보일 것으로 전망한다. 이미 공모 과정에서도 수백대 1의 경쟁률을 보이면서 공모가 밴드 상단에서 공모가가 결정된바 있다. 이후, 18.2월 평창 동계올림픽이 진행되는 과정에서는 시청자들의 관심이 스포츠 이벤트로 몰리고, 광고도 올림픽에 편중될 가능성이 높기 때문에, 올림픽을 방송하지 않는 채널과 드라마 및 예능 등의 장르는 시청률이 하락할 가능성이 높다. 이 위기를 지나면 다시 3월부터 여름 성수기에 진입하고, 그 동안 진행되고 있는 한국의 TV 플랫폼 이외로의 판매가 실제로 성사된다면 주가는 다시 강세를 보일 것으로 전망한다.

그림 10. 겨울 시즌에 강한 시청률과 주가



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

III. 스튜디오 드래곤을 소개합니다.

드라마 제작 및 판매, 연예매니지먼트 전문 기업

드라마 제작, 판매  
연예매니지먼트

스튜디오 드래곤은 CJ E&M의 방송사업부로 출발, 2016년 5월 분사했다. 2014년 제작한 <미생(tvN)>이 케이블 채널에서는 보기 드문 최고 시청률 8.2%라는 경이로운 기록을 수립하면서 스튜디오 드래곤은 본격적으로 주목받기 시작했다.

2016년 제작사 3개(문화창고, 화앤답픽쳐스, KPJ)를 인수하면서 규모를 확장했고, 미디어 환경 변화(국내 TV 플랫폼은 CJ E&M(tvN/OCN), JTBC, SBS로 재편, 해외 콘텐츠 판매 확대)에 대응하기 위해 분사 후 상장을 결정했다. 상장 자금은 글로벌향 대작 드라마 제작과 핵심 크리에이터 확보 등의 투자에 활용할 계획이다.

드라마 제작 편수는 2016년 19편이고, 2020년에는 35편까지 확대될 것으로 전망한다. 연예매니지먼트는 배우 전지현, 조정석 관련 매출이다.

표 4. 스튜디오 드래곤 자회사

| 제작사    | 소속 작가 | 대표작                                                                                           |
|--------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 문화창고   | 박지은   | 내조의 여왕(2009), 역전의 여왕(2010), 넝쿨째 굴러온 당신(2012), 별에서 온 그대(2013), 프로듀사(2015), 푸른바다의 전설(2016)      |
|        |       | - 연예매니지먼트, 전시기획, 공연, 영상 제작 등                                                                  |
|        |       | - 소속 연예인: 전지현, 조정석 등                                                                          |
|        |       | - 15.12월 박지은 작가와 계약, 본격적으로 드라마 제작 사업 확장                                                       |
| 화앤답픽쳐스 | 김은숙   | 파리의 연인(2004), 프라하의 연인(2005), 시크릿가든(2010), 신사의 품격(2012), 상속자들(2013), 태양의 후예(2016), 도깨비(2017)   |
| KPJ    | 김영현   | 대장금(2003), 서동요(2005), 히트(2007), 섣덕여왕(2009), 로열 패밀리(2011), 뿌리깊은 나무(2011), 육룡이 나르샤(2015)        |
|        | 박상연   | 히트(2007), 섣덕여왕(2009), 로열 패밀리(2011), 뿌리깊은 나무(2011), 청담동 앨리스(2012), 육룡이 나르샤(2015)               |
|        | 홍자매   | 마이걸(2005), 환상의 커플(2006), 미남이시네요(2009), 내 여자친구는 구미호(2010), 최고의 사랑(2011), 빅(2012), 주군의 태양(2013) |

자료: 대신증권 Research&Strategy본부

표 5. Studio Dragon 실적 전망

(억원, %, 편)

|                  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출               | 1,544 | 2,923 | 3,529 | 3,869 | 4,309 |
| 1) 드라마 제작        | 1,376 | 2,631 | 3,176 | 3,482 | 3,878 |
| - CJ E&M recoup  |       | 1,043 | 1,575 | 1,666 | 1,866 |
| - PPL            |       | 309   | 450   | 513   | 574   |
| - 판권 판매          |       | 1,279 | 1,151 | 1,303 | 1,437 |
| 2) 연예매니지먼트       | 168   | 292   | 353   | 387   | 431   |
| 영업이익             | 166   | 395   | 516   | 611   | 703   |
| 당기순이익            | 81    | 282   | 456   | 529   | 596   |
| OPM              | 9.0   | 13.5  | 14.6  | 15.8  | 16.3  |
| EBITDA           | 657   | 896   | 1,113 | 1,140 | 1,355 |
| 드라마 제작 편수        | 19    | 22    | 25    | 30    | 35    |
| - CJ E&M 향       | 15    | 21    | 24    | 28    | 32    |
| - 지상파, Netflix 등 | 3     | 1     | 1     | 2     | 3     |

자료: Studio Dragon, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2016년 실적은 CJ E&M으로부터 물적 분할한 이후인 5.1~12.30 기준



드라마 제작 및 수익인식 프로세스

제작, PPL, 판권

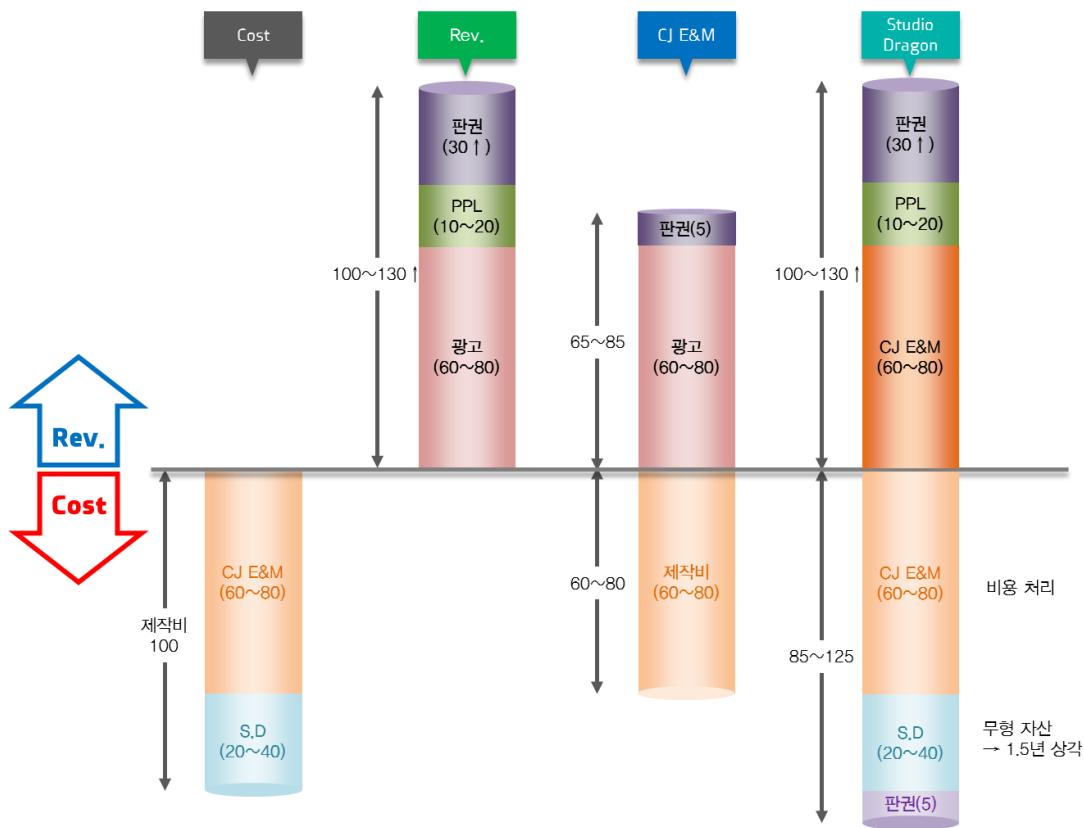
드래곤은 주로 CJ E&M 채널(tvN, OCN)에 방영되는 드라마를 제작하고, 제작비의 약 60~80%의 대가로 방영권을 판매한다. 지상파에도 연간 2편 정도를 판매하는데(2016년 <공항 가는 길, KBS2>, <캐리어를 끄는 여자, MBC>, <푸른 바다의 전설, SBS>. 2017년 <황금빛 내인생, KBS2>) recoup 규모는 유사할 것으로 추정한다.

CJ E&M은 드라마를 tvN과 OCN에 방영하는 권리를 갖고, 드라마로 인해 판매되는 광고수익은 CJ E&M의 몫이다.

드래곤은 제작비의 나머지인 20~40%를 투자하는데, 이는 무형자산으로 인식 후 1.5년 동안 상각한다.

드래곤의 수익은 방영권 판매, PPL(협찬광고), 국내 VOD 및 해외 판권이다. 제작비 대비 방영권은 60~80%, PPL은 10~20% 정도 규모이고, 판권은 30% 정도 규모이기 때문에, 제작으로 인한 수익은 제작비 대비 100%~130% 정도이다.

그림 11.드라마 제작 및 수익 인식 프로세스

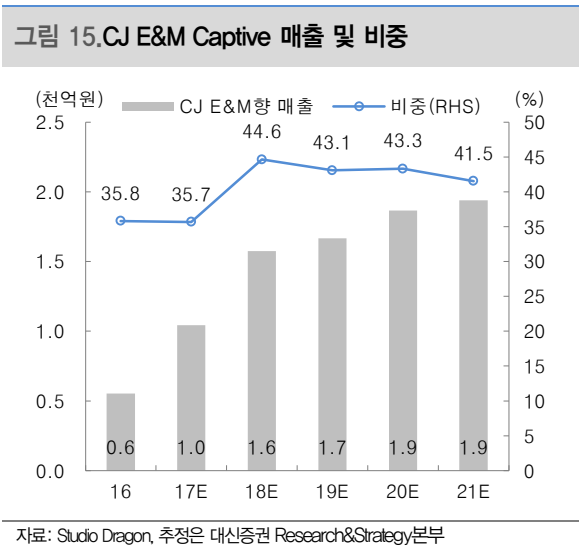
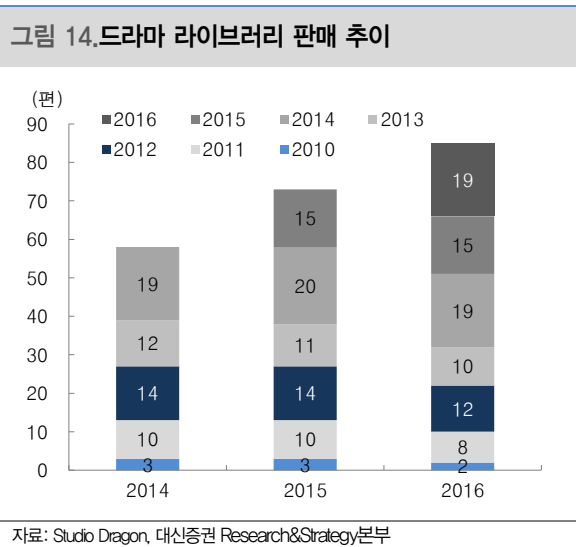
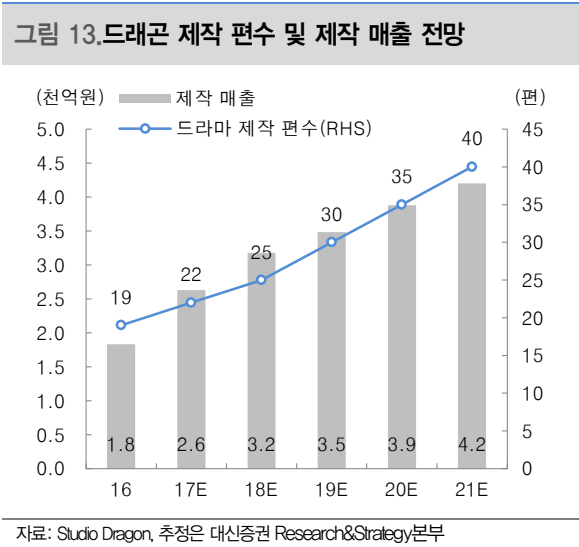
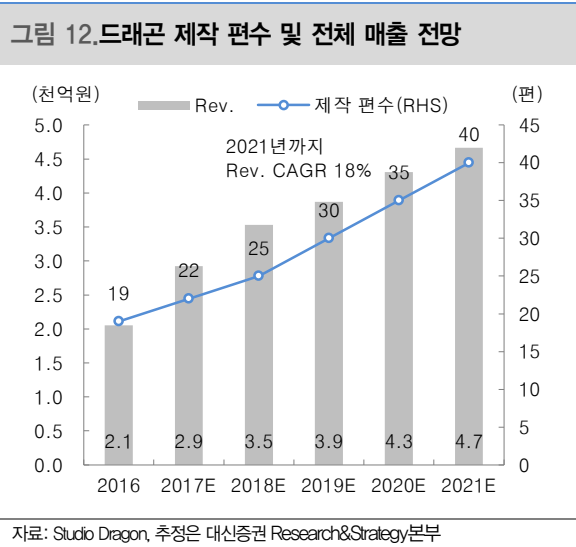


자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부

기획 요인 1. CJ E&M 이라는 든든한 Captive

**강력한 CJ E&M 채널** CJ E&M은 tvN, OCN, O’live, Mnet 등 16개의 다양한 채널을 보유하고 있는 국내 최대 MPP(Multi Program Provider)이다. 그 중 tvN은 드라마와 예능 전문 채널이고, OCN은 영화 전문 채널이지만, 연간 약 3~4편의 드라마를 편성해왔다. OCN은 2016년에 <38사기동대>가 4.6%라는 역대 최고 시청률을 기록하면서 2017년 드라마 편성을 6편까지 확대했다. 이후 방영된 <터널>은 최고 시청률 6.5%를 기록하면서 기존의 OCN 시청률 기록을 경신했다.

지상파 방송사는 연간 약 20편의 드라마를 편성한다. 뉴스, 드라마, 예능, 교양 등 다양한 장르를 각각 일정 비율로 편성해야 하는 규정이 있기 때문에, 드라마 라인업을 마냥 확대할 수만은 없다. 그러나 이에 대한 부담이 없는 CJ E&M이 주요 채널(tvN/OCN)을 더욱 적극적으로 활용한다면, 드라마 편성은 연간 약 40편까지 확대 가능하다. 이는 2017년 드래곤의 제작 편수 22편의 2배 수준이다.



기획 요인 2. 한국 시장의 변화. TV 플랫폼과 In-house 제작사

CJ E&M, JTBC, SBS 지상파의 파업 이후 한국의 TV 플랫폼은 일반 PP와 종합편성 및 지상파에서 각 하나씩인, CJ E&M(tvN/OCN), JTBC, SBS의 3대 축을 중심으로 성장할 것으로 전망한다. 스튜디오 드래곤은 tvN, OCN, Olive 등 CJ E&M 채널 중심의 드라마를 제작하면서 지상파향 및 글로벌작품을 확대해 나갈 계획이다.

JTBC 계열에서는 제이콘텐트리와 자회사인 제이티비씨컨텐츠허브의 드라마 사업부인 드라마 하우스에서 JTBC향 작품을 2017년 7편, 2018년 12편까지 확대하고 지상파향도 연간 1~2편 규모를 제작할 예정이다.

지상파는 뉴스, 드라마, 예능, 교양을 모두 편성할 수 있는 여전히 강력한 영향력을 행사하겠지만, 파업 사태 이후 공영방송(KBS, MBC) 보다는 민영방송인 SBS 위주로 영향력이 집중될 것으로 전망한다. 아직 SBS의 연간 20편 정도의 드라마 중 대부분은 외주 제작이지만, SBS도 In-house 제작을 염두에 두면서 100% 자회사인 Story Works를 통해 2017년에는 3편 정도를 자체 제작한 상황이다.

지상파 파업을 전후로 벌어지고 있는 이런 TV 시장의 변화 속에서 드래곤은 상장과 함께 CJ E&M을 등에 업고 글로벌 진출까지 가속화할 것으로 전망한다.

그림 16.TV 시장은 3대 플랫폼 및 In-house 제작사 모델로 자리잡을 것



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

기회 요인 3. 글로벌 진출. 그러나, 중국은 검증이 필요하다

넷플릭스라는 기회  
중국을 검증 필요

JTBC의 <맨투맨>이 넷플릭스에 약 60억원 정도에 판매되었다고 알려져있다. 중국과의 관계가 악화되기 전 판매된 <태양의 후예(KBS)> 80억원과 거의 유사한 수준이다. 넷플릭스라는 시장에 주목해야하는 이유이다.

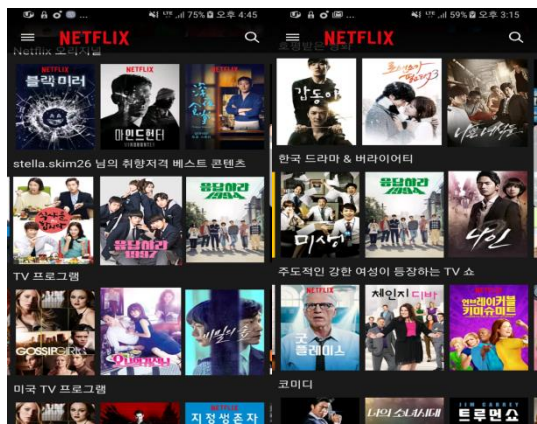
<태양의 후예(KBS)> 이후, 중국 시장을 목표로 다수의 사전제작 드라마들이 쏟아져 나왔다. 그러나 이후 외부 환경에 따른 변수들로 국내 콘텐츠의 중국 수출길이 막히면서 결과적으로는 흐지부지되었고, 그렇다고 이들이 국내에서 크게 성공한 사례 또한 많지 않다.

그런 의미에서 지난 17.7월 종영한 <비밀의 숲(tvN)>은 상당히 의미있는 작품이라고 할 수 있다. 중국 시장이 막혀있는 상황에서 100% 사전제작이었던 <비밀의 숲>은 동시 방영을 조건으로 넷플릭스에 약 36억원 수준에 판매되면서, 새로운 가능성을 보여주었다.

이미 <미생>, <응답하라> 시리즈, <오 나의 귀신님> 등 CJ E&M의 다양한 콘텐츠들이 넷플릭스에 판매되었다. 하지만, 한국에서 방영이 끝나고 판매되는 콘텐츠의 단가는 낮기 때문에, <비밀의 숲>과 같이 넷플릭스 동시 방영을 염두에 둔 작품이 중요하다. 이 경우는 해외 판권 유통의 형태로 수익이 인식된다. 또는, 아예 투자 단계부터 넷플릭스와 협력해 넷플릭스 독점 방영의 형태로 제작될 수 있는데, 이 경우 넷플릭스에서 일정 수준의 마진을 보장해주기 때문에 드래곤 입장에서는 오히려 안정적인 수익원이 될 수 있다.

넷플릭스를 포함한 글로벌 플랫폼향 콘텐츠들은 아직까지 당사의 실적 추정에는 반영되어 있지 않지만, 1년에 1~2편 정도만 성사되어도 당사 추정 대비 100억원이 넘는 추가 수익이 가능하기 때문에, 넷플릭스로의 진출은 지속해서 점검해야할 사항이다.

그림 17.Netflix 에 판매된 CJ E&M 의 라이브러리



자료: Netflix, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18.태양의 후예, 아이치이(iQiyi) 누적 조회 수 47억건



자료: iQiyi, 대신증권 Research&Strategy본부

넷플릭스라는 기회  
중국을 검증 필요

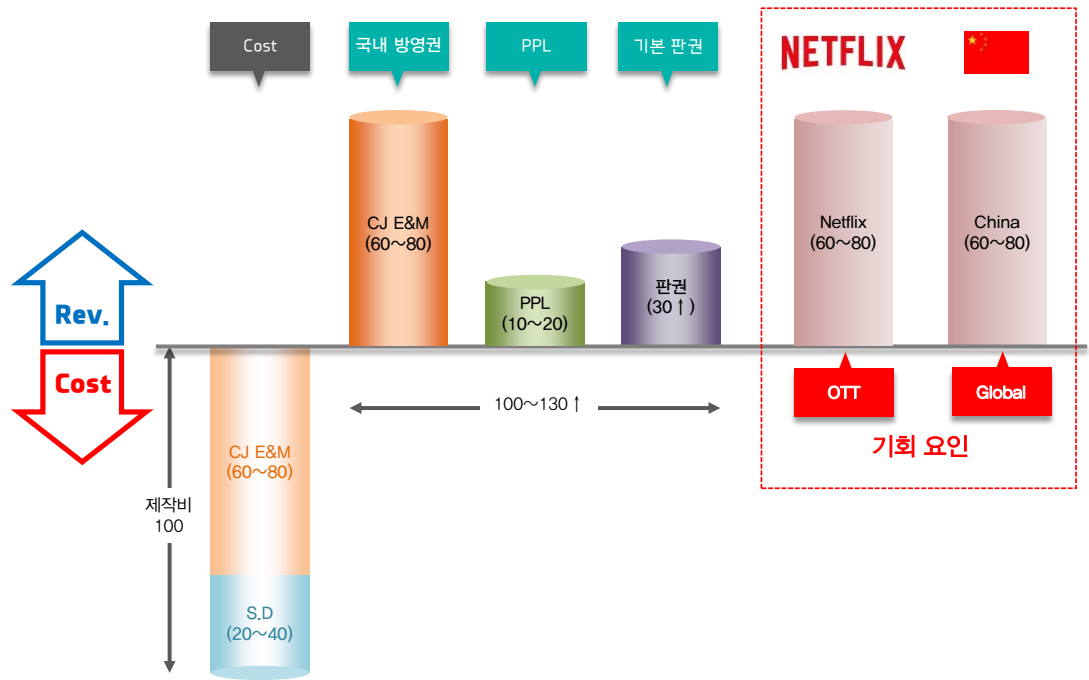
반면 중국도 거대한 시장임에는 분명하지만, 중국 판매를 실적 추정에 반영하는 것은 조금 더 조심스럽게 접근해야할 사항이라고 판단한다.

〈별에서 온 그대(SBS)〉 회당 0.5억원, 〈태양의 후예(KBS)〉 회당 5억원, 〈달의 연인: 보보경심 려(SBS)〉 회당 5억원의 사례를 가지고 한중 관계가 개선되면 엄청난 판권 수익을 기대하지만, 중국에 판매되는 콘텐츠에는 전제조건이 따른다.

- 1) 사전 제작: 중국 국가신문출판광전총국의 사전 심사를 받아야 한다. 또한, 한국과 동시에 방영되지 않고 시차를 두고 방영될 경우 블랙 마켓을 통해 이미 유통된 후이기 때문에 높은 가격을 받을 수 없다. 하지만, 사전 제작은 제작비용이라는 부담과 중국에서 한국 방영 시점에 맞게 제때 심의를 끝내줄 것이라는 보장이 없기 때문에, 중국시장만을 노리고 사전 제작 편수를 무한정 늘릴 수는 없다.
- 2) 한류 배우: 중국에서 성공한 작품들의 또 다른 공통점은 한류 배우들이 출연한다는 점이다. 하지만, 한류 배우의 정의는 명확하지 않고, 작품은 감독과 작가의 창작물이어서, 중국에서 높은 가격에 판매될 것만 염두에 두고 제작할 수는 없다.
- 3) 장르: 중국은 공산국가이기 때문에 광전총국의 사전 심사를 받아야 하는데, 심의의 기준이 명확하지 않다는 점 역시 중국향 작품 제작의 걸림돌이다.

따라서, 이러한 조건을 모두 충족할 수 있는 작품은 드래곤의 2018년 25편 제작 작품 중 1~2편 정도라고 판단한다. 당사에서는 아직 중국향 작품에 대한 실적 추정은 반영하지 않았지만, 판매가 성사될 경우 넷플릭스 사례처럼 역시 당사 추정 대비 100억원이 넘는 추가 수익이 발생할 수 있을 것으로 전망한다.

그림 19. Netflix와 중국 시장은 추가 기회 요인



자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부

## Ⅳ. 드래곤, 세계 3대 스튜디오를 꿈꾸다

### 드라마 스튜디오의 1 위는 나야!

드라마: 드래곤  
영화: 마블  
애니메이션: 지브리

왜 스튜디오인가? 스튜디오(Studio)란 할리우드에서 영화 제작사 또는 대규모 메이저 영화사, 애니메이션 회사 등을 일컫는 용어이다. 우리에게 잘 알려진 스튜디오로는 할리우드 영화 제작사인 Marvel Studios와 일본의 애니메이션 제작사인 Studio Ghibli가 있다.

스튜디오 드래곤이 “스튜디오”라는 이름을 사용한 것은, Marvel과 Ghibli 처럼 드라마 분야의 대형 제작사로서 글로벌 진출을 시도하기 위한 의도이다.

참고: Marvel Studios. 1993년에 설립되었고, 마블 시네마틱 유니버스에서 나오는 만화의 기반을 가지고 영화를 제작하는 스튜디오. 현재는 월트 디즈니 스튜디오에 흡수. 주요 작품 <엑스맨>, <아이언맨>, <토르>, <어벤져스> 시리즈 등. 출처: 위키백과

참고: Studio Ghibli. 1985년에 일본 도쿄에 설립된 애니메이션 제작 스튜디오. 미야자키 하야오 감독을 중심으로 주요 작품으로는 <천공의 섬 라퓨타>, <이웃집 토토로>, <모노노케 히메> 등. 출처: 네이버 백과

그림 20.세계 3대 스튜디오를 꿈꾸다



자료: 네이버, 대신증권 Research&Strategy본부



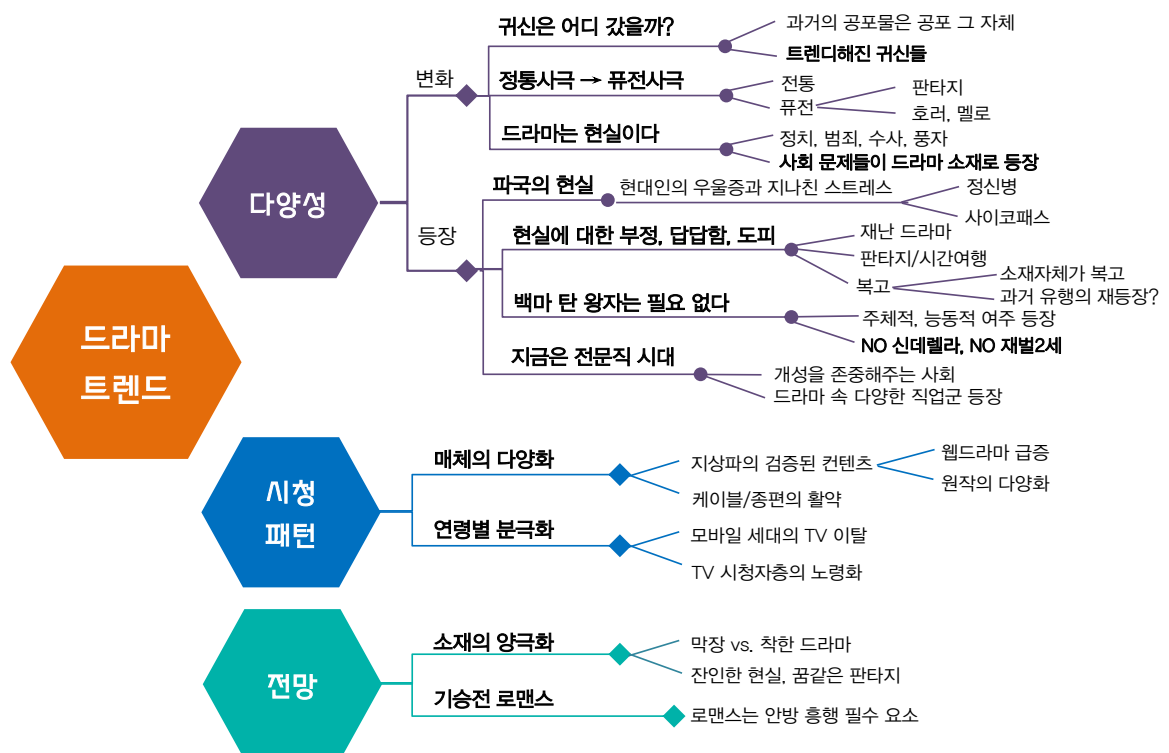
## Dragon, Trend Leader

### 드라마 트렌드 변화 중심에 드래곤이

아침에 출근한 직장인들, 등교한 학생들이 본격적인 하루 일과를 시작하기 전에 나누는 가벼운 대화의 대부분은, 전일 TV에서 본 드라마 내용이다. 드라마는 우리의 일상을 묘사하고, 우리는 그 드라마를 대화의 소재로 다룬다. 그런데, 드라마 패러다임이 변하고 있다. 그리고 그 중심에는 스튜디오 드래곤이 있다.

- 1) 오싹한 공포물이 가벼운 로코(로맨스 코미디물)로
  - 2) 백 회 이상의 정통 대하사극이 아닌 짧고 가벼운 퓨전/판타지 사극
  - 3) 드라마는 현실! 정치, 범죄, 수사, 풍자 등 각종 사회문제들이 주요 소재로
  - 4) 파국의 현실에 대한 부정과 답답함을 반영하는 복고/시간여행/판타지 소재
  - 5) No 신데렐라! 주체적이고 능동적인 여주인공들이 대세
  - 6) 개인의 자유와 개성을 존중해주는 사회 분위기 속에서 다양한 직업군 등장
- 당사의 “CJ E&M: 귀신은 어디 갔을까?(2016 드라마 트렌드)” (2016.08.29) 참조

그림 21.드라마 트렌드 변화. 그 중심에 스튜디오 드래곤이 있다!



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 22.공포물이 로코(로맨틱 코메디)물로



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 오 나의 귀신님(2015년) 최고 7.3% / 싸우자 귀신아(2016년), 최고 4.3%

그림 24.드라마는 현실 축소판, 사회문제를 소재로



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 미생(2014년) 최고 8.2% / 비밀의 숲(2017년) 최고 6.6%

그림 26.시간여행, 판타지



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 도깨비(2017년) 최고 20.5%

그림 23.짧고 가벼운 퓨전 판타지 사극



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 삼총사(2014년) 최고 2.0% / 명불하전(2017년) 최고 6.9%

그림 25.시간여행, 판타지



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 시그널(2016년) 최고 12.5% / 푸른 바다의 전설(2016년) 최고 17.9%

그림 27.능동적인 여주인공



자료: 대신증권 Research&Strategy본부  
주: 부암동 복수자들(2017년) 최고 6.3%



주당 내재가치

| RIM(잔여이익모델) |                            | (단위: 십억원, 원 %) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------|----------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |                            | 2017F          | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
| I           | 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>  | 28             | 45    | 53    | 60    | 68    | 78    | 90    | 103   | 119   | 136   |
| II          | 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup> | 374            | 413   | 456   | 456   | 501   | 558   | 617   | 684   | 756   | 833   |
|             | 추정ROE                      | 11.0           | 11.6  | 12.2  | 13.1  | 13.5  | 14.0  | 14.5  | 15.1  | 15.7  | 16.4  |
| III         | 필요수익률 <sup>(주3)</sup>      | 6.4            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 무위험이자율 <sup>(주4)</sup>     | 2.4            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>   | 4.0            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 베타                         | 1.00           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| IV          | Spread(추정ROE-필요수익률)        | 4.6            | 5.2   | 5.8   | 6.7   | 7.1   | 7.6   | 8.1   | 8.7   | 9.3   | 10.0  |
| V           | 필요수익                       | 9              | 24    | 26    | 29    | 29    | 32    | 36    | 39    | 44    | 48    |
| VI          | 잔여이익(I-V)                  | 19             | 22    | 26    | 31    | 39    | 46    | 54    | 64    | 75    | 88    |
|             | 현가계수                       | 0.99           | 0.93  | 0.88  | 0.83  | 0.78  | 0.73  | 0.69  | 0.64  | 0.61  | 0.57  |
|             | 잔여이익의 현가                   | 19             | 20    | 23    | 25    | 30    | 34    | 37    | 41    | 45    | 50    |
| VII         | 잔여이익의 합계                   | 325            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| VIII        | 추정기간 이후 잔여이익의<br>현가        | 783            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>   | 0.0%           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| IX          | 기초자기자본                     | 136            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| X           | 주주지분가치(VII+VIII+IX)        | 1,244          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 총주식수(천주)                   | 28,037         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| XI          | 적정주당가치(원)                  | 44,372         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | 공모가(원)                     | 35,000         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|             | Potential (%)              | 26.8%          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

포괄손익계산서

|             | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2015A     | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
| 매출액         | 0         | 154   | 292   | 353   | 387   |
| 매출원가        | 0         | 133   | 244   | 292   | 315   |
| 매출총이익       | 0         | 22    | 49    | 61    | 71    |
| 판매비와관리비     | 0         | 5     | 9     | 9     | 10    |
| 영업이익        | 0         | 17    | 39    | 52    | 61    |
| 영업이익률       | na        | 10.8  | 13.5  | 14.6  | 15.8  |
| EBITDA      | 0         | 39    | 90    | 111   | 114   |
| 영업외손익       | 0         | -6    | -2    | 8     | 9     |
| 관계기업손익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 0         | 1     | 1     | 8     | 8     |
| 외환관련이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | 0         | -2    | -3    | -1    | -1    |
| 외환관련손실      | 0         | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 기타          | 0         | -5    | 0     | 1     | 1     |
| 법인세비용차감전순손익 | 0         | 10    | 38    | 60    | 70    |
| 법인세비용       | 0         | -2    | -10   | -15   | -17   |
| 계속사업순손익     | 0         | 8     | 28    | 45    | 53    |
| 중단사업순손익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 0         | 8     | 28    | 45    | 53    |
| 당기순이익률      | na        | 5.3   | 9.6   | 12.9  | 13.7  |
| 비지배지분순이익    | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 0         | 8     | 28    | 45    | 53    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 0         | 8     | 28    | 46    | 53    |
| 비지배지분포괄이익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익    | 0         | 8     | 28    | 46    | 53    |

Valuation 지표

|           | (단위: 원 배, %) |         |        |        |        |
|-----------|--------------|---------|--------|--------|--------|
|           | 2015A        | 2016A   | 2017F  | 2018F  | 2019F  |
| EPS       | 0            | 5,691   | 1,240  | 1,622  | 1,884  |
| PER       |              | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| BPS       | 0            | 6,176   | 13,346 | 14,718 | 16,252 |
| PBR       | 0.0          | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EBITDAPS  |              | 27,127  | 3,957  | 3,976  | 4,068  |
| EV/EBITDA | 0.0          | 0.4     | -1.9   | -1.9   | -2.0   |
| SPS       | 0            | 107,949 | 12,906 | 12,586 | 13,798 |
| PSR       | 0.0          | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| CFPS      | 0            | 24,684  | 3,959  | 4,066  | 4,166  |
| DPS       | 0            | 0       | 250    | 350    | 500    |

재무비율

|          | (단위: 원 배, %) |       |       |          |          |
|----------|--------------|-------|-------|----------|----------|
|          | 2015A        | 2016A | 2017F | 2018F    | 2019F    |
| 성장성      |              |       |       |          |          |
| 매출액 증가율  | na           | na    | 89.2  | 20.7     | 9.6      |
| 영업이익 증가율 | na           | na    | 137.1 | 30.9     | 18.4     |
| 순이익 증가율  | na           | na    | 244.8 | 62.0     | 16.2     |
| 수익성      |              |       |       |          |          |
| ROIC     | 0.0          | 19.7  | 18.9  | 21.7     | 24.1     |
| ROA      | 0.0          | 13.7  | 10.6  | 10.3     | 11.8     |
| ROE      | 0.0          | 12.0  | 11.0  | 11.6     | 12.2     |
| 안정성      |              |       |       |          |          |
| 부채비율     | 0.0          | 77.8  | 35.0  | 20.7     | 19.0     |
| 순차입금비율   | 0.0          | 12.1  | -46.4 | -50.5    | -50.9    |
| 이자보상배율   | 0.0          | 19.5  | 822.4 | 32,153.6 | 38,070.5 |

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

|             | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2015A     | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
| 유동자산        | 0         | 81    | 324   | 326   | 357   |
| 현금및현금성자산    | 0         | 12    | 222   | 208   | 232   |
| 매출채권 및 기타채권 | 0         | 39    | 72    | 87    | 95    |
| 재고자산        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동자산      | 0         | 31    | 30    | 30    | 30    |
| 비유동자산       | 0         | 161   | 181   | 172   | 185   |
| 유형자산        | 0         | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 관계기업투자금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동자산     | 0         | 159   | 180   | 171   | 184   |
| 자산총계        | 0         | 242   | 505   | 498   | 542   |
| 유동부채        | 0         | 84    | 110   | 84    | 85    |
| 매입채무 및 기타채무 | 0         | 20    | 26    | 28    | 29    |
| 차입금         | 0         | 8     | 8     | 0     | 0     |
| 유동성채무       | 0         | 0     | 20    | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 0         | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 비유동부채       | 0         | 21    | 21    | 2     | 2     |
| 차입금         | 0         | 20    | 20    | 0     | 0     |
| 전환증권        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 0         | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 부채총계        | 0         | 106   | 131   | 85    | 87    |
| 자배지분        | 0         | 136   | 374   | 413   | 456   |
| 자본금         | 0         | 11    | 14    | 14    | 14    |
| 자본잉여금       | 0         | 115   | 322   | 322   | 322   |
| 이익잉여금       | 0         | 8     | 36    | 75    | 118   |
| 기타지분변동      | 0         | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 비지배지분       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 0         | 136   | 374   | 413   | 456   |
| 순차입금        | 0         | 16    | -174  | -208  | -232  |

현금흐름표

|           | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2015A     | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
| 영업활동 현금흐름 | 0         | -12   | 22    | 65    | 70    |
| 당기순이익     | 0         | 8     | 28    | 45    | 53    |
| 비현금항목의 가감 | 0         | 27    | 62    | 69    | 64    |
| 감가상각비     | 0         | 22    | 50    | 60    | 53    |
| 외환손익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지분법평가손익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 0         | 5     | 11    | 9     | 11    |
| 자산부채의 증감  | 0         | -46   | -58   | -42   | -37   |
| 기타현금흐름    | 0         | -2    | -10   | -7    | -10   |
| 투자활동 현금흐름 | 0         | -70   | -138  | -120  | -134  |
| 투자자산      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산      |           |       |       |       |       |
| 기타        | 0         | -68   | -138  | -120  | -134  |
| 재무활동 현금흐름 | 0         | 93    | 240   | -45   | 1     |
| 단기차입금     | 0         | 7     | 0     | -8    | 0     |
| 사채        | 0         | 20    | 0     | -20   | 0     |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0         | 56    | 210   | 0     | 0     |
| 현금배당      | 0         | 0     | 0     | -7    | -10   |
| 기타        | 0         | 10    | 30    | -10   | 10    |
| 현금의 증감    | 0         | 12    | 222   | -13   | 24    |
| 기초 현금     | 0         | 0     | 0     | 222   | 208   |
| 기말 현금     | 0         | 12    | 222   | 208   | 232   |
| NOPLAT    | 0         | 13    | 29    | 39    | 46    |
| FCF       | 0         | 34    | 9     | 47    | 34    |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김화재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

| 스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용 |          | 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20171119)    |         |                   |                  |
|-----------------------------------|----------|----------------------------------------|---------|-------------------|------------------|
|                                   |          | 구분                                     | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|                                   |          | 비율                                     | 78.2%   | 19.9%             | 0.5%             |
|                                   |          | 산업 투자의견                                |         |                   |                  |
|                                   |          | - Overweigh(비중확대)                      |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상   |         |                   |                  |
|                                   |          | - Neutral(중립)                          |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상    |         |                   |                  |
|                                   |          | - Underweigh(비중축소)                     |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상      |         |                   |                  |
|                                   |          | 기업 투자의견                                |         |                   |                  |
|                                   |          | - Buy(매수)                              |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상    |         |                   |                  |
|                                   |          | - Marketperform(시장수익률)                 |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 |         |                   |                  |
|                                   |          | - Underperform(시장수익률 하회)               |         |                   |                  |
|                                   |          | : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상    |         |                   |                  |
| 제시일자                              | 17.11.22 |                                        |         |                   |                  |
| 투자의견                              | Buy      |                                        |         |                   |                  |
| 목표주가                              | 46,000   |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(평균.%)                         |          |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(최대/최소.%)                      |          |                                        |         |                   |                  |
| 제시일자                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 투자의견                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 목표주가                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(평균.%)                         |          |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(최대/최소.%)                      |          |                                        |         |                   |                  |
| 제시일자                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 투자의견                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 목표주가                              |          |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(평균.%)                         |          |                                        |         |                   |                  |
| 과리율(최대/최소.%)                      |          |                                        |         |                   |                  |