



기업분석 | 통신/미디어

Analyst

김현용

02 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가	45,000 원
현재주가	상장 예정

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (11/21)	789.38pt
시가총액	상장 예정
발행주식수	28,037 천주
52 주 최고가/최저가	-
90 일 일평균거래대금	-
외국인 지분율	-
배당수익률(17.12E)	-
BPS(17.12E)	13,450 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1 개월 n/a
	6 개월 n/a
	12 개월 n/a
주주구성(공모후)	CJ E&M 외 3 인 75.6%

Stock Price



스튜디오드래곤

(253450)

한류 콘텐츠 선도기업의 등판

아시아 최강으로 도약 중인 스튜디오드래곤

스튜디오드래곤은 씨제이이엔엠으로부터 물적분할을 통해 2016년 5월 설립된 기업으로 주력 사업은 드라마의 제작/편성, 드라마 판권 및 VOD의 국내외 유통이다. 동사는 CJ E&M 연간 드라마 편성(18편 내외)의 약 90%를 담당하고 있으며, Non-Captive 채널형 드라마를 포함하여 국내 시장의 20~25%를 점유하는 최대 드라마 제작사다. 나아가 한류 콘텐츠의 해외 유통망 확충, 중국/베트남 등 아시아를 중심으로 해외 공동 제작 경험 축적을 통해 글로벌 스튜디오로 성장 중이다.

투자포인트: 케이블/지상파 섭렵, 핵심 연출/작가풀 보유, 해외 진출

동사에 대한 투자포인트는 1) 탄탄한 Captive 시장, 2) 핵심 연출/작가풀 보유, 3) Non-Captive 비중 확대, 4) 해외 공동제작 강화로 요약된다. tvN과 OCN은 올해 드라마 편성편수 기준 국내 Top 3 채널로 자리매김했고, 김은숙/박지은 작가 등 핵심인력 보유로 드라마 흥행 가능성이 높아졌다. 그리고 2011년부터 꾸준히 지상파 드라마도 제작 경험을 쌓아 왔고, 이제는 글로벌 공동 제작 드라마 흥행에 심혈을 기울이고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 45,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 45,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표가는 2018년 예상 EPS 1,583원에 Target PER 28배(중국 피어그룹 평균 35배에서 20% 할인)를 적용하여 산정하였다. 목표가는 확정공모가 35,000원 대비 29% 상승여력을 보유하고 있다. 올해 실적의 기고(매출액, OP 기준 YoY +66%, +169%)에도 불구하고, 내년에 YoY +34% 증익을 당사는 전망한다. 그 이유는 Non-Captive 비중이 아직 20%로 업사이드가 크고, 상장후 글로벌 프로젝트 본격화로 해외발 성장이 시작되기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	154.4	296.6	379.7	436.7
영업이익	-	16.6	46.7	62.7	72.0
세전계속사업손익	-	10.5	41.4	55.5	63.8
순이익	-	8.1	33.1	44.4	51.0
EPS (원)	-	290	1,181	1,583	1,820
증감률 (%)	-	-	306.5	34.0	15.0
PER (x)	-	-	-	-	-
PBR (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	10.8	15.8	16.5	16.5
EBITDA 마진 (%)	-	25.1	23.5	22.8	22.2
ROE (%)	-	6.0	12.9	11.1	11.4
부채비율 (%)	-	77.8	27.4	22.1	17.6

주: IFRS 연결 기준

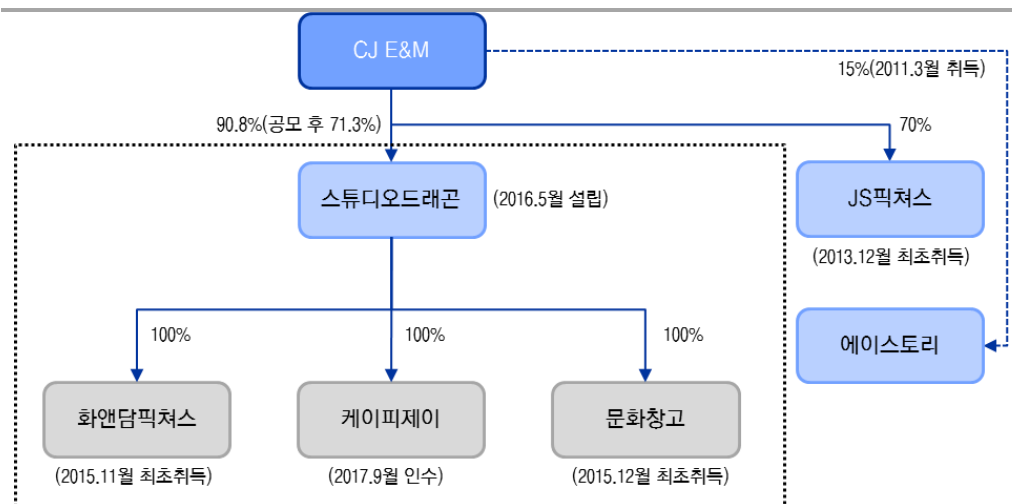
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 기업 개요

스튜디오드래곤은 씨제이엔엠으로부터 물적분할을 통해 2016년 5월 설립된 기업으로 주력 사업은 드라마의 제작/편성, 드라마 관련 및 VOD의 국내외 유통이다. 지분구성은 모회사 CJ E&M이 공모전 기준 90.8%를 보유하고 있으며, 공모후 지분율은 71.3%에 해당한다.

스튜디오드래곤은 CJ E&M 방송부문 내 드라마 사업을 진두지휘하는 핵심 자회사로 볼 수 있다. 스튜디오드래곤 매출액이 CJ E&M 방송사업 매출액에서 차지하는 비중은 15~20%, 방송사업부문에서 광고와 채송수수료를 제외한 콘텐츠 및 기타 매출액 대비 차지하는 비중은 40% 이상에 달하기 때문이다. 동사는 사업 초기인 2011년부터 지상파 드라마 제작에도 일찌감치 진출하여, 케이블과 지상파를 아우르며 미생(2014년), 오 나의 귀신님(2015년), 시그널(2016년), 도깨비(2017년) 등을 꾸준히 흥행시키며 현재에 이르렀다.

그림1 CJ E&M 드라마 제작/편성 관련 계열회사 지분 구조



자료: CJ E&M, 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 대표작 4선



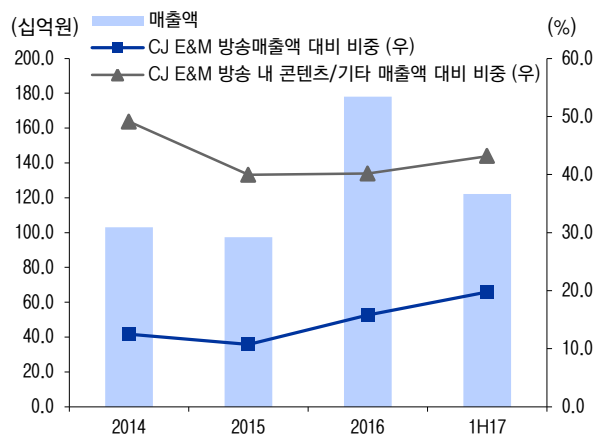
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

2. CJ E&M 콘텐츠 제작 역량의 결정체

스튜디오드래곤은 CJ E&M 콘텐츠 제작 역량의 결정체라고 봐도 과언이 아니다. 매년 연평균 15~20편의 드라마를 제작하여 온 동사는 CJ E&M의 연간 드라마 편성에서 80~90% 이상을 점유하고 있기 때문이다. 게다가 국내 시장점유율(편성편수 기준) 20% 이상을 지속 중인 국내 최대 드라마 제작사로서, 해외 유통 확대 및 해외 프로젝트 경험을 통해 한류를 선도하고 있다는 판단이다.

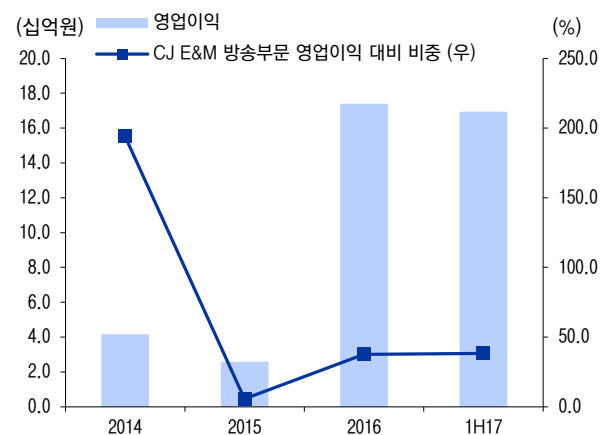
동사 연결 재무지표가 모회사 CJ E&M의 방송사업 내에서 차지하는 비중은 40% 이상으로 핵심 자회사인 것으로 파악된다. 상반기 동사 매출액은 CJ E&M 방송사업 매출액의 19.8%(2016년은 15.8%)지만, 광고와 재송신수수료를 제외한 콘텐츠 및 기타 매출액에서 차지하는 비중은 43.2%(2016년은 40.2%)를 기록했다. 한편, 영업이익 비중은 동기간 38.4%(2016년은 37.5%)를 보이며 매출과 이익 측면에서 모두 스튜디오드래곤의 중요성이 입증되고 있다.

그림3 스튜디오드래곤 매출액 & CJ E&M 대비 비중



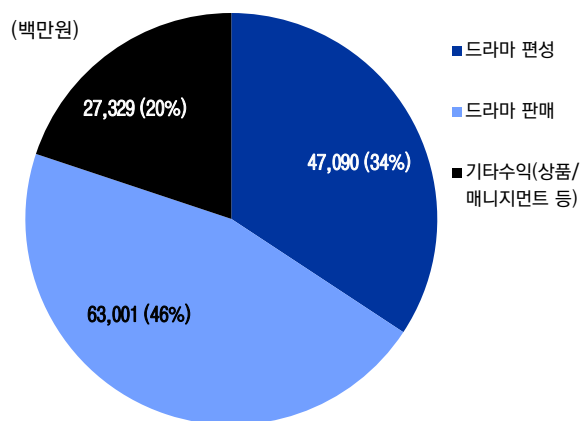
자료: 스튜디오드래곤, CJ E&M, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 & CJ E&M 대비 비중



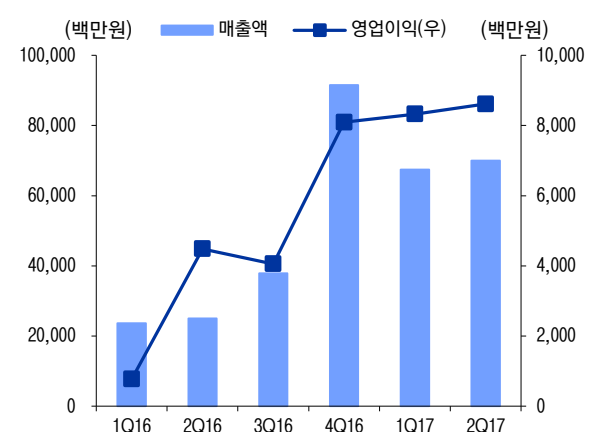
자료: 스튜디오드래곤, CJ E&M, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 상반기 매출액 구성



자료: 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 스튜디오드래곤 분기별 매출액 & 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

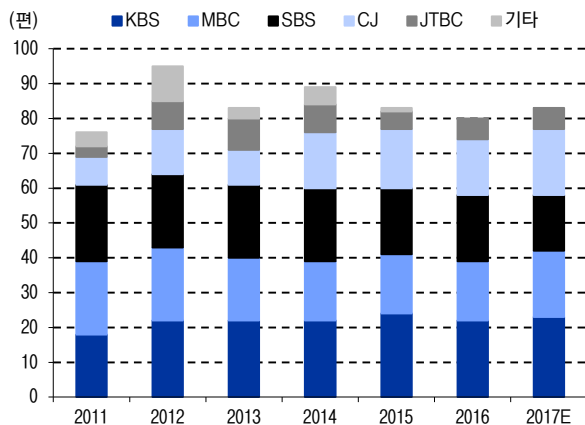
주: 1Q16은 '16.1.1~4.30, 2Q16은 '16.5.1~6.30을 기준으로 표기

3. 투자포인트 (1) 탄탄한 Captive 바탕으로 국내시장 독보적 입지

CJ E&M은 산하에 tvN과 OCN을 통해서 드라마를 방영 중이며, tvN이 드라마의 70%, OCN이 30%를 담당하고 있다. tvN의 드라마 경쟁력 제고의 최종심에 있는 자회사가 바로 스튜디오드래곤이며, 현재 예비심사청구서 승인, 수요예측, 청약을 거쳐 11월 24일 상장을 예정하고 있다. 상장후 기준 CJ E&M의 스튜디오드래곤 보유지분율은 71.3%에 해당한다.

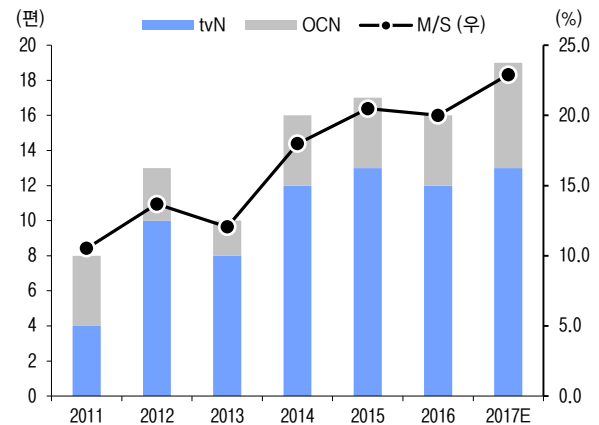
CJ E&M은 2011년만 해도 연간 드라마 편성편수는 8편(tvN 4편, OCN 4편)으로 점유율 10.5%에 불과했다. 그러나 2012년 응답하라1997이 공전의 히트를 기록한 이래 연간 드라마 편성편수는 tvN 12~13편, OCN 5~6편으로 연간 20편에 육박하고 있다. 이는 지상파 채널 중 KBS만 제외하면 MBC나 SBS와는 대등하거나 더 많은 수준에 해당한다. 드라마계의 다크호스에서 이제는 명실상부 메이저 채널로 자리잡은 것이 바로 동사의 모회사 CJ E&M이다.

그림7 채널별 연간 드라마 편성편수 추이



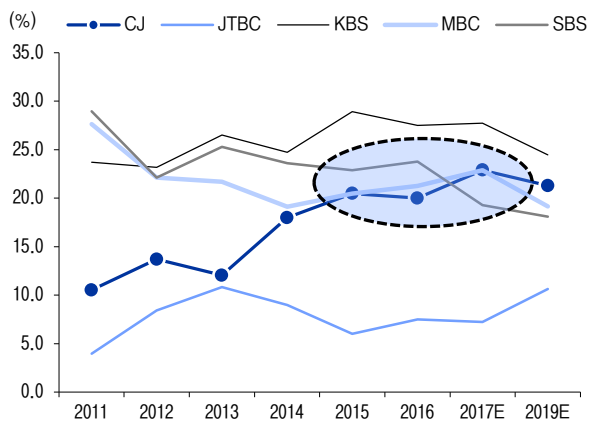
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 CJ E&M 드라마 연간 편성편수 & 점유율 추이



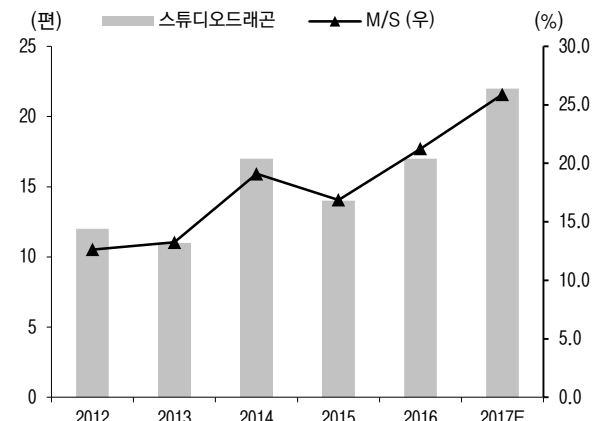
자료: CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 채널별 드라마 편성편수 기준 점유율 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 스튜디오드래곤 드라마시장 점유율 추이

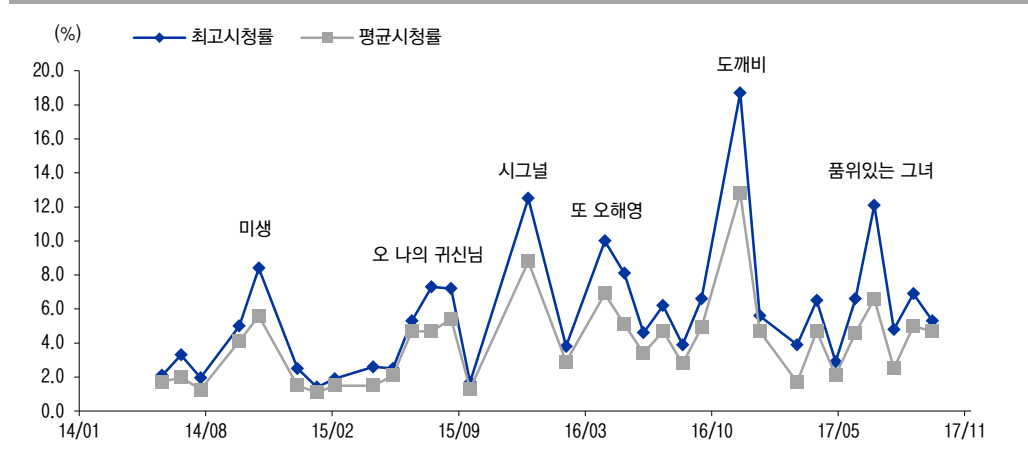


자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤은 사업 태동기부터 케이블 뿐만 아니라 지상파 제작 경험을 동시에 축적하며 성장하여 왔다. 케이블의 경우 tvN과 OCN을 주력 채널로 자리잡게 한 데 스튜디오드래곤 작품이 핵심 역할을 수행하였다고 판단된다. 미생, 시그널, 또 오해영, 도깨비 등 tvN을 한 단계씩 점프업시켰던 드라마들이 모두 동사가 기획/제작한 드라마다. 그리고 스튜디오드래곤의 최근 3년간 케이블 드라마를 전수 조사한 결과, 흥행 대박 작품의 시청률 레벨뿐만 아니라 전반적인 라인업의 평균시청률 하한값도 1%초반에서 현재 2%대 중반에 자리잡은 것으로 판단된다.

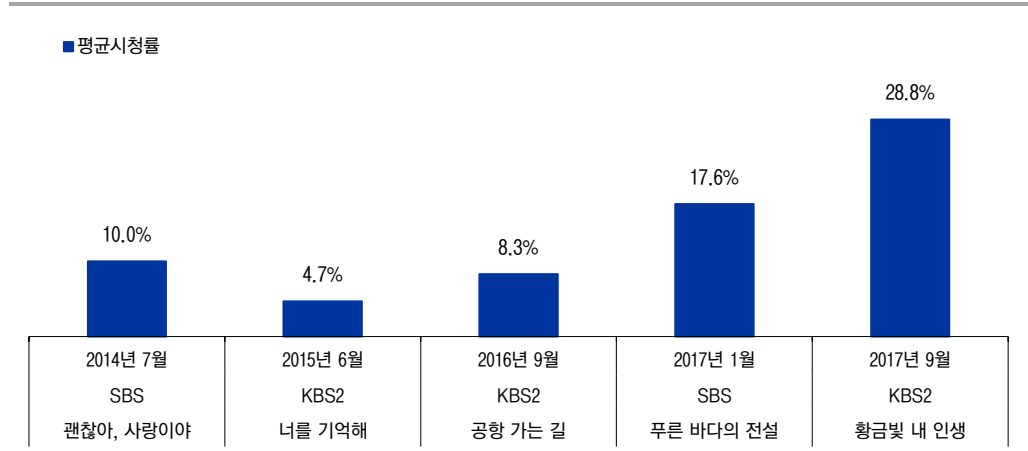
2011년 드림하이로 비롯하여 동사는 매년 1~2편의 지상파 드라마를 제작하여 왔다. 지상파 3사향을 골고루 경험하였으며 주중, 주말, 일일 드라마 모두 노하우를 축적한 상태로 판단된다. 평균 시청률도 2015년을 저점으로 최근 3년간은 우상향 추세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 올해에도 1월 종영한 SBS 푸른 바다의 전설 이후 KBS2 황금빛 내 인생과 SBS 브라보 마이 라이프를 방영 중에 있다.

그림11 스튜디오드래곤 케이블 드라마 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 스튜디오드래곤의 꾸준한 지상파 제작 경험



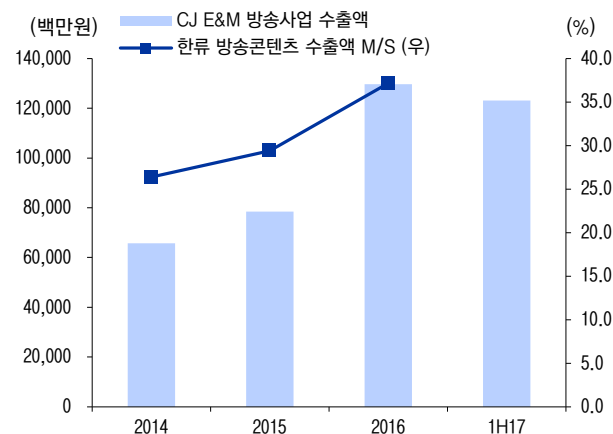
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 투자포인트 (1) 탄탄한 Captive 바탕으로 국내시장 독보적 입지

CJ E&M의 콘텐츠 경쟁력은 이미 한국을 넘어 아시아 전역, 나아가 전세계로 확산 중이다. CJ E&M 방송 콘텐츠 수출액은 2014년 657억원에 불과했지만, 2016년 1,297억원(YoY +65.2%)으로 연평균 40.5%의 고성장을 이어왔다. 사드 우려가 작년 하반기부터 본격화된 점을 감안하면 이제는 CJ 콘텐츠의 확산이 특정 국가에 의존하는 단계는 지났음이 확인되고 있다. 게다가 올해 상반기에는 수출액 1,231억원을 기록하며 작년 연간치에 거의 육박한 것으로 나타났다.

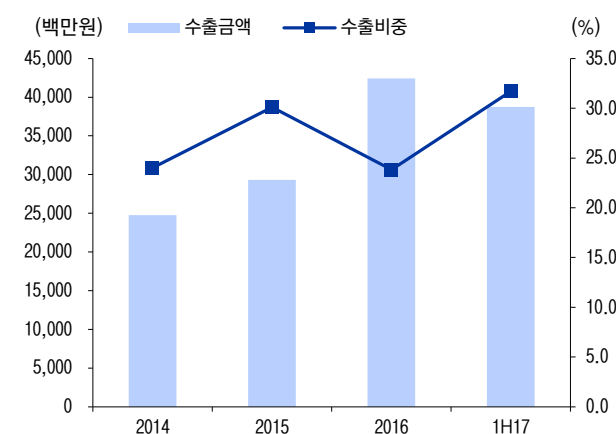
CJ의 드라마 콘텐츠를 거의 전적으로 담당하는 스튜디오드래곤의 수출액도 2014년 247억원에서 2016년 424억원으로 연평균 31% 급성장했다. 모회사 방송 콘텐츠 수출액에서 차지하는 비중은 올해 상반기 기준 32%에 해당한다. 그리고 올해 6월 방영한 비밀의 숲을 시작으로 넷플릭스 판매를 개시하였고, 블랙, 화유기 등 신작에 대한 추가 유통계약 확대로 해외 판로는 더욱 넓어질 것으로 전망된다.

그림13 CJ E&M 방송 콘텐츠 수출액 추이



자료: CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 스튜디오드래곤 수출액 추이



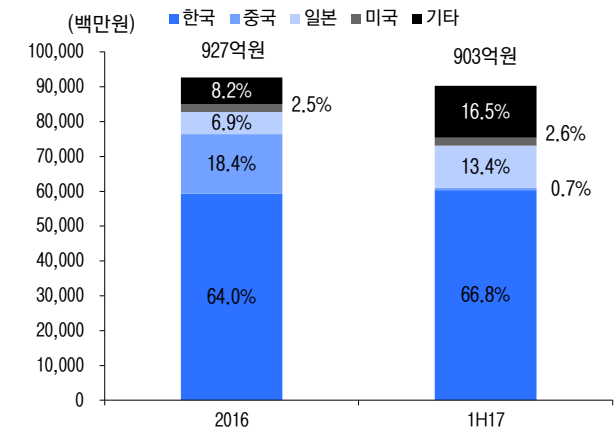
자료: 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 넷플릭스로 수출한 tvN 드라마 비밀의 숲



자료: 스튜디오드래곤, CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 스튜디오드래곤 유통 매출 지역별 구성



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 투자포인트 (2) 탁월한 연출진 & 작가 인력 보유

든든한 캡티브 마켓에 이은 동사의 강점은 바로 경쟁사 대비 탁월한 핵심인력군에 있다. 드라마 PD, 스타 작가, 스타 배우 등이 속한 연예기획사 및 드라마 제작사를 꾸준히 인수하며 동사 경쟁력은 점점 단단해지고 있다. 2016년 화앤담픽쳐스와 문화창고를 인수 완료하며 김은숙, 박지은 등 스타 작가와의 사업적인 동반자 관계는 더욱 견고해진 것으로 판단된다.

모회사 CJ E&M 차원에서도 2013년 JS픽쳐스(1999년 설립되어 매년 3~5편 드라마 제작) 지분 70%를 인수했고, 2011년말 15% 지분을 참여한 에이스토리(2004년 설립되어 매년 2~4편 드라마 제작) 등 드라마 제작/편성의 경쟁력은 압도적인 국내 최고라는 판단이다. 특히 CJ E&M 자회사인 JS픽쳐스는 압도적 경쟁우위 및 효율성 측면에서 스튜디오드래곤과의 단일화를 도모하는 것도 고려해 볼 만하다고 판단된다.

그림17 화앤담픽쳐스의 김은숙 작가 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 문화창고의 박지은 작가 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 스튜디오드래곤 핵심 감독 & 작가 풀

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

자료: 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 투자포인트 (3) Non-Captive 확장 전략 가속화

동사는 모회사 CJ E&M의 드라마 제작 & 판매 사업부문을 그 모태로 하고 있으며, 2010년부터 실질적인 사업을 영위하여 왔다. 동사의 강점으로 앞서 언급한 강력한 캡티브 마켓, 탄탄한 감독/작가 풀이 지금의 스튜디오드래곤을 만든 점이라면, 꾸준한 Non-Captive 비중 확대와 해외 프로젝트 경험 강화는 앞으로의 스튜디오드래곤을 키울 무기에 해당한다.

동사는 이미 2011년 KBS2의 드림하이로 시작으로 다수의 지상파 드라마를 제작한 경험을 보유하고 있다. 올해 6월에는 품위있는 그녀를 드라마하우스와 공동 제작하며, 종편으로까지 존재감을 확대했다. 이런 점은 독립계 제작사들과 동사를 차별화시키는 매우 중요한 요인이다. 편성시간을 기준으로 동사의 Non-Captive 비중은 2014년 6%에서 2016년 18%로 증가했고, 올해는 21% 이상으로 예상되며 뚜렷한 우상향 추세를 그리고 있다는 판단이다.

그림19 첫 지상파 드라마 KBS2 드림하이 (2011년 1월)



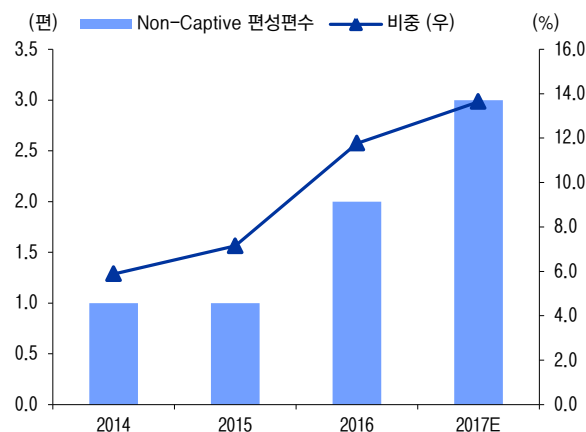
자료: 스튜디오드래곤, CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 방영 중인 SBS 주말드라마 브라운 아이스 라이프



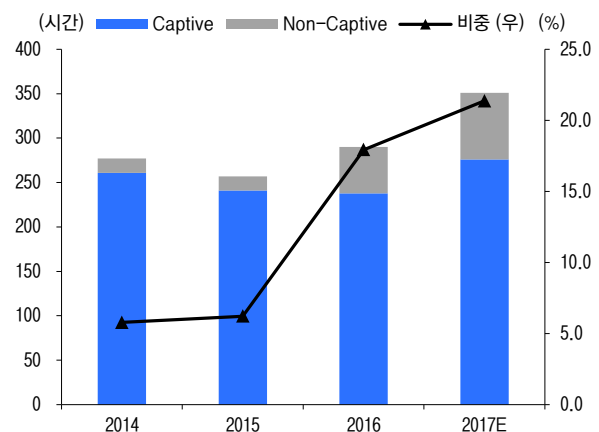
자료: 스튜디오드래곤, CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 Non-Captive 채널향 드라마 편성 확대



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 편성시간 기준 Non-Captive 비중 추이



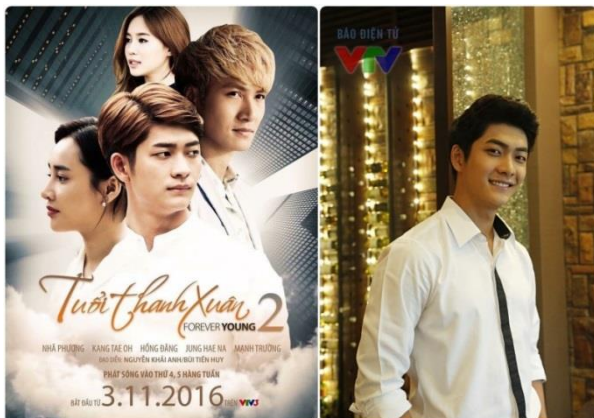
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 투자포인트 (4) 해외 공동제작 경험 다수 보유

동사는 2014년 12월부터 베트남 국영방송 VTV를 통해 방영했던 최초 한국-베트남 공동제작 드라마 오늘도 청춘1(2014.12월~2015.4월, 36부작)을 시작으로 다수의 해외 공동제작 경험을 가지고 있다. 오늘도 청춘은 베트남 연출, 한국 작가, 한국과 베트남 배우의 조합으로 콜라보한 작품으로 뜨거운 시장 반응과 더불어 2016년 시리즈 2편도 제작 및 방영을 마친 상태다.

그리고 중국에서도 동사는 공동 제작을 통한 현지 드라마 방영 경험이 있다. 상해천사천년은 2012년 방영한 tvN 드라마 인현왕후의 남자를 원작으로 한 중국 드라마로 후난위성TV와 CJ E&M(스튜디오드래곤)이 2015년 2월 공동 제작하여 방영하였다. 이 또한 시장의 호평을 동반하며 2016년말 시리즈 2편을 제작/방영했다. 이처럼 동사가 철저한 현지화를 통해 로컬 제작사로서 밀바닥부터 시작하여 내공을 쌓아가고 있는 점은 향후 범아시아를 무대로 하는 글로벌 제작사로 나가는 밑거름이 될 것으로 판단된다.

그림23 한국-베트남 공동제작 드라마 오늘도 청춘 2



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 한국-중국 공동제작 드라마 상해천사천년 2



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 글로벌 메이저들과 글로벌 向 드라마 공동제작 협의중



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 아마존과는 일본 내 드라마 유통 협의중



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 주요 기획·제작 드라마 일람 (2015~2017)

제목	채널	방영시간	방영회차	시작일	종영일
브라보 마이 라이프	SBS	토 9시	60	'17.10.21	
블랙	OCN	토일 10시 20분	16	'17.10.14	'17.12.03
변혁의 사랑	tvN	토일 9시	16	'17.10.14	'17.12.03
부암동 복수자들	tvN	수목 9시반	12	'17.10.11	'17.11.16
이번 생은 처음이라	tvN	월화 9시반	16	'17.10.09	'17.11.28
황금빛 내 인생	KBS2	토일 8시	50	'17.09.02	
아르곤	tvN	월화 11시	8	'17.09.04	'17.09.26
명불허전	tvN	토일 9시	16	'17.08.12	'17.10.01
구해줘	OCN	토일 10시 20분	16	'17.08.05	'17.09.24
크리미널 마인드	tvN	수목 11시	20	'17.07.26	'17.09.28
하백의 신부	tvN	월화 11시	16	'17.07.03	'17.08.22
품위있는 그녀	JTBC	금토 11시	20	'17.06.16	'17.08.19
비밀의 숲	tvN	토일 9시	16	'17.06.10	'17.07.30
듀얼	OCN	토일 10시	16	'17.06.03	'17.07.23
서클: 이어진 두 세계	tvN	월화 11시	12	'17.05.22	'17.06.27
시카고 타자기	tvN	금토 8시	16	'17.04.07	'17.06.03
터널	OCN	토일 10시	16	'17.03.25	'17.05.21
그녀는 거짓말을 너무 사랑해	tvN	월화 11시	16	'17.03.20	'17.05.09
내일 그대와	tvN	금토 8시	16	'17.02.03	'17.03.25
내성적인 보스	tvN	월화 11시	16	'17.01.16	'17.03.14
보이스	OCN	토일 10시	16	'17.01.14	'17.03.12
도깨비	tvN	금토 8시	16	'16.12.02	'17.01.21
푸른 바다의 전설	SBS	수목 10시	20	'16.11.16	'17.01.25
캐리어를 끄는 여자	MBC	월화 10시	16	'16.09.26	'16.11.15
더케이2	tvN	금토 8시	16	'16.09.23	'16.11.12
공항 가는 길	KBS	수목 10시	16	'16.09.21	'16.11.10
싸우자 귀신아	tvN	월화 11시	16	'16.07.11	'16.08.30
굿와이프	tvN	금토 8시반	16	'16.07.08	'16.08.27
38사기동대	OCN	금토 11시	16	'16.06.17	'16.08.06
디어 마이 프렌즈	tvN	금토 8시반	16	'16.05.13	'16.07.02
또 오해영	tvN	월화 11시	18	'16.05.02	'16.06.28
피리 부는 사나이	tvN	월화 11시	16	'16.03.07	'16.04.26
동네의 영웅	OCN	토일 11시	16	'16.01.23	'16.03.20
시그널	tvN	금토 8시반	16	'16.01.22	'16.03.12
치즈인더트랩	tvN	월화 11시	16	'16.01.04	'16.03.01
풍선껌	tvN	월화 11시	16	'15.10.26	'15.12.15
두번째 스무살	tvN	금토 8시반	16	'15.08.28	'15.10.17
오 나의 귀신님	tvN	금토 8시반	16	'15.07.03	'15.08.22
너를 기억해	KBS	월화 10시	16	'15.06.22	'15.08.11
아름다운 나의 신부	OCN	토일 11시	16	'15.06.20	'15.08.09
신분을 숨겨라	tvN	월화 11시	16	'15.06.16	'15.08.04
구여친클럽	tvN	금토 8시반	12	'15.05.08	'15.06.13
슈퍼대디 열	tvN	금토 8시반	16	'15.03.13	'15.05.02
호구의 사랑	tvN	월화 11시	16	'15.02.09	'15.03.31
하트 투 하트	tvN	금토 8시반	16	'15.01.09	'15.03.07

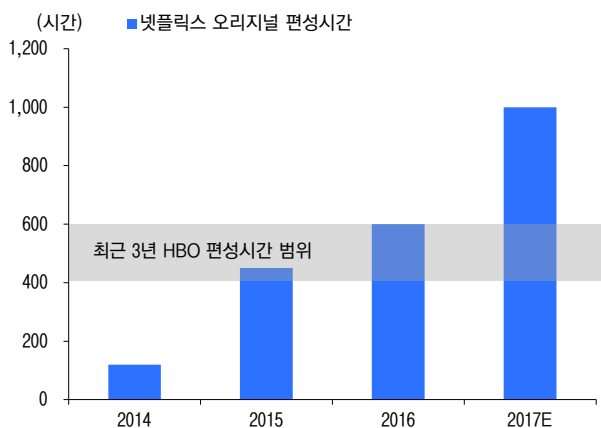
자료: 스튜디오드래곤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 피어그룹 비교: 글로벌 콘텐츠 제작업체와의 비교

동사는 올해 예상 기준 22편, 350시간의 드라마를 제작/편성할 것으로 전망된다. 이는 전년 대비 20% 이상 늘어난 수준으로 글로벌 콘텐츠 제작기업 탑티어인 넷플릭스(올해 예상 1,000시간)의 35% 수준에 해당한다. 지금은 넷플릭스에 추월 당했지만 오랜 기간 미국의 케이블 네트워크 전성기를 이끌고 있는 HBO(올해 예상 600시간 이상)와 비교시, 60%에 육박하는 수준으로 국내 1위는 물론이고 아시아 내에서도 탑티어에 속한 드라마 제작사가 바로 스튜디오드래곤이라는 판단이다.

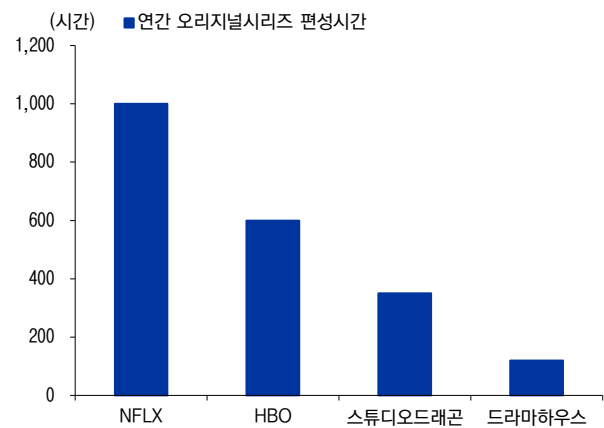
글로벌 콘텐츠 제작 및 유통에 일대 변혁을 가져 온 넷플릭스의 경우 2014년까지만 해도 연간 오리지널 콘텐츠 편성시간은 150시간 전후에 불과했다. 그러나 2015년 400시간을 돌파한 이래 작년 600시간, 올해 1,000시간으로 3년 만에 6배 이상의 콘텐츠를 제작하는 것으로 볼 수 있다. 동사의 경우 전연한 350시간은 국내 콘텐츠 제작 기준으로 내년부터 해외 현지 프로젝트 본격화시 중장기적으로 500시간 이상 레벨로 격상이 가능할 것으로 전망된다.

그림27 넷플릭스 연간 오리지널 편성시간 전망



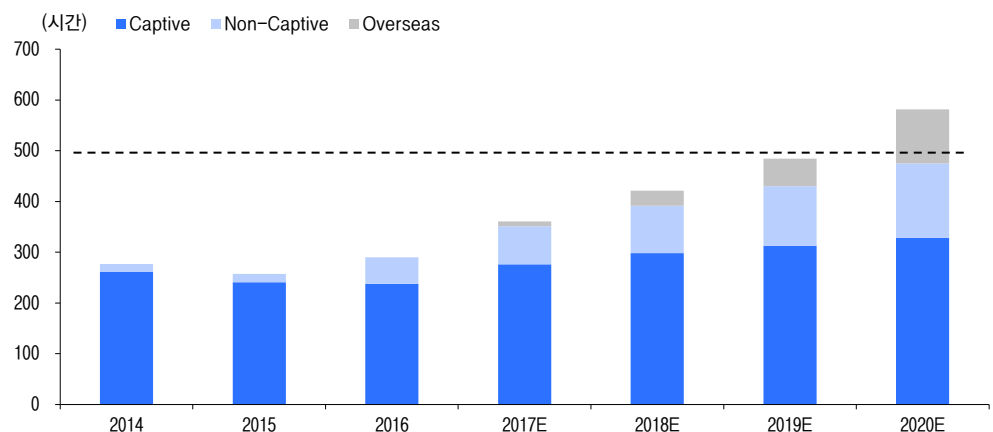
자료: 넷플릭스, 타임워너, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 주요 글로벌 TV 네트워크 vs 국내 제작사



자료: 각 사, 스튜디오드래곤, CJ E&M, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 예상 기준

그림29 스튜디오드래곤 연간 편성시간 중장기 전망



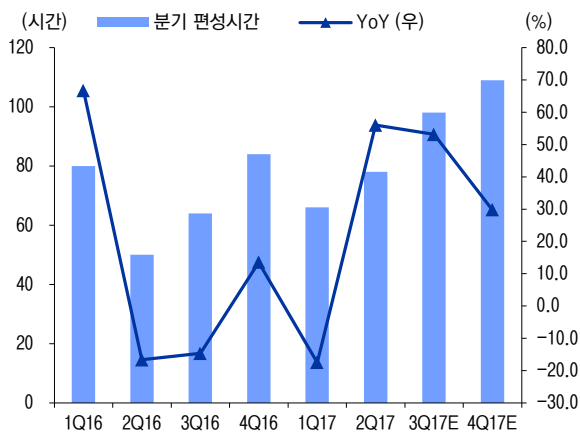
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 실적 전망 & 밸류에이션

동사의 매출구성은 드라마 제작/편성, 드라마 콘텐츠의 판매/유통, 그리고 매니지먼트 및 상품수익으로 이루어져 있다. 드라마 제작업의 특성상 실적 추정이 쉽지 않으나, 드라마 제작 매출은 기간당 편성시간과 정비례하고, 드라마 유통 매출은 기간내 방영 드라마의 흥행도와 비례하는 것이 합리적이므로 대략적인 방향성을 가늠할 수 있다.

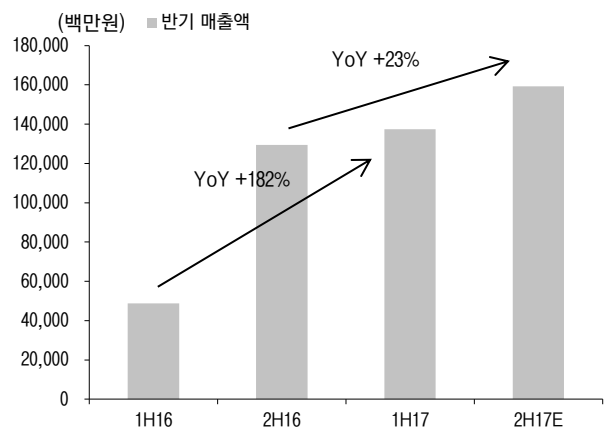
동사 하반기 예상 드라마 편성시간은 207시간(3분기 98시간, 4분기 109시간)으로 상반기 대비 +43.8%, 전년동기대비 +39.9% 증가할 것으로 전망된다. 따라서 상반기 대비 흥행성적이 다소 떨어지더라도 하반기 매출액 1,592억원(YoY +23%, HoH +16%), 영업이익 239억원(OPM 15.0%)이 예상된다. 상반기 대비 매출의 큰 폭 증가에도 불구하고 상대적인 흥행 둔화로 인해 마진은 HoH -1.6%p 감소하는 것으로 보수적인 가정을 적용했다.

그림30 분기별 편성시간 & YoY 전망



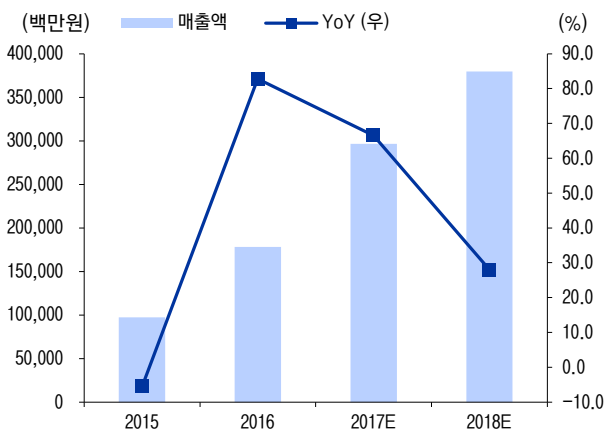
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 반기별 매출액 & YoY 전망



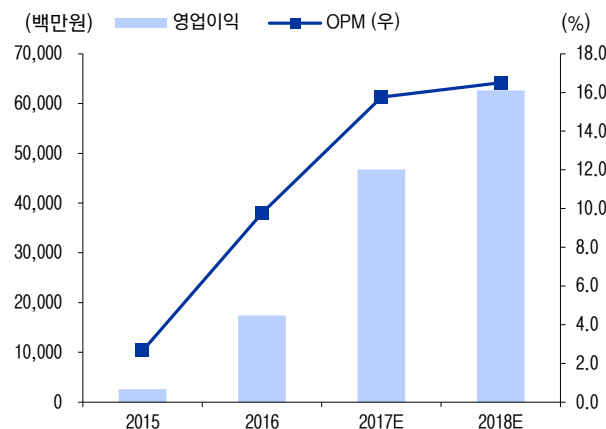
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 연간 매출액 & YoY 전망



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 연간 영업이익 & OPM 전망

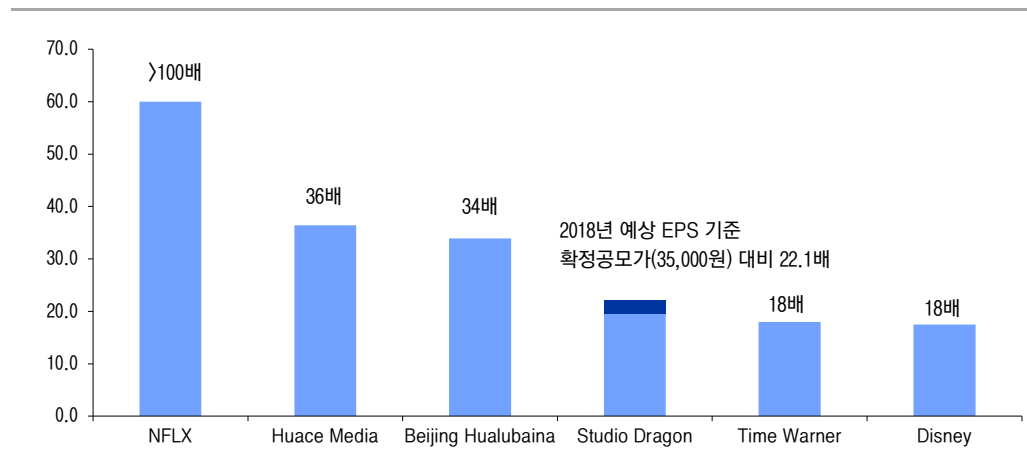


자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이에 따라 2017년 동사의 연간 실적은 매출액 2,966억원(YoY +66.5%), 영업이익 467억원(YoY +169%)으로 폭발적인 매출/이익 성장세를 시현할 것으로 전망된다. 2016년 6월 화엔담픽처스와 문화창고 지분인수 완료로 인해 연출/작가 라인업이 더욱 공고해지며 Captive 물량 증가 및 Non-Captive 비중 확대 수혜가 실적 성장의 주요 인으로 파악된다. 2018년 이후 동사의 고성장 지속가능성은 Non-Captive 채널향 국내 드라마 편성 확대, 해외 프로젝트 본격화, 국내 라인업의 해외 판매/유통 가속화 여부에 달려 있다. 금번 공모자금의 대부분을 글로벌 대작 드라마 제작 및 해외 유통망 확대에 투자하기로 밝힌 만큼 15~25% 범위의 고성장세는 지속 가능하다는 판단이다.

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 45,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2018년 예상 EPS 1,583원에 Target PER 28배를 적용하여 산정하였다. 목표주가 45,000원은 확정공모가 35,000원 대비 29% 추가 상승여력을 보유하고 있다. Target PER는 중국 피어그룹 평균 35배에서 20% 할인 적용했다. 올해 실적의 기고(매출액 2,966억원, OP 467억원 전망으로 YoY 각각 +66%, +169%)에도 불구하고, 내년에도 YoY +34% 증익을 당사는 전망한다. 그 이유는 Non-Captive 비중이 이제 20%를 넘어 업사이드가 크고, 상장후 글로벌 프로젝트 본격화로 해외발 성장이 시작되기 때문이다.

그림34 글로벌 피어그룹 Fwd 12M PER 비교



자료: 스튜디오드래곤, DART, 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 밸류에이션 매트릭스

Fwd 12M 이익성장률	20% 하회	10% 하회	당사 추정치	10% 상회	20% 상회
EPS 전망치 (2018E)	1,266원	1,425원	1,583원	1,741원	1,900원
PER 24배	30,394 원	34,193 원	37,992 원	41,791 원	45,590 원
PER 26배	32,926 원	37,042 원	41,158 원	45,274 원	49,390 원
PER 28배	35,459 원	39,892 원	44,324 원	48,756 원	53,189 원
PER 30배	37,992 원	42,741 원	47,490 원	52,239 원	56,988 원
PER 32배	40,525 원	45,590 원	50,656 원	55,722 원	60,787 원

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	-	81.4	310.3	272.3	228.0
현금 및 현금성자산	-	11.5	201.1	141.1	81.1
매출채권 및 기타채권	-	37.0	71.1	91.0	104.6
재고자산	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	-	32.9	38.1	40.2	42.3
비유동자산	-	160.6	114.7	165.1	223.8
관계기업투자등	-	0.0	0.0	60.0	120.0
유형자산	-	1.2	2.0	2.5	3.0
무형자산	-	123.9	112.7	102.6	100.8
자산총계	-	242.0	480.2	514.7	555.6
유동부채	-	84.5	86.2	81.4	76.2
매입채무 및 기타채무	-	5.8	11.1	14.3	16.4
단기금융부채	-	8.1	7.1	6.1	4.8
기타유동부채	-	70.6	68.0	61.0	55.0
비유동부채	-	21.4	16.9	11.9	6.9
장기금융부채	-	19.9	14.9	9.9	4.9
기타비유동부채	-	1.5	2.0	2.0	2.0
부채총계	-	105.9	103.1	93.3	83.1
지배주주지분	-	136.1	377.1	421.5	472.5
자본금	-	11.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	-	114.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	-	8.3	41.4	85.8	136.8
비지배주주지분(연결)	-	-	-	-	-
자본총계	-	136.1	377.1	421.5	472.5

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	-12.5	-24.8	1.4	10.0
당기순이익(손실)	-	8.1	33.1	44.4	51.0
비현금수익비용가감	-	4.8	5.0	5.0	5.0
유형자산감가상각비	-	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	-	22.0	23.0	24.0	25.0
기타현금수익비용	-	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-	-47.4	-86.0	-72.1	-71.1
매출채권 감소(증가)	-	-24.7	-34.1	-19.9	-13.6
재고자산 감소(증가)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-	-1.1	5.3	3.1	2.1
기타자산, 부채변동	-	-21.6	-57.2	-55.3	-59.6
투자활동 현금	-	-69.5	10.4	-50.4	-58.7
유형자산처분(취득)	-	-1.1	-0.8	-0.5	-0.5
무형자산 감소(증가)	-	-0.1	11.2	10.1	1.8
투자자산 감소(증가)	-	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-	-67.8	0.0	-60.0	-60.0
재무활동 현금	-	93.5	204.0	-11.0	-11.3
차입금의 증가(감소)	-	27.2	-6.0	-6.0	-6.3
자본의 증가(감소)	-	56.0	210.0	0.0	0.0
배당금의 지급	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-	10.3	0.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	-	11.5	189.6	-60.0	-60.0
기초현금	-	0.0	11.5	201.1	141.1
기말현금	-	11.5	201.1	141.1	81.1

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	154.4	296.6	379.7	436.7
매출원가	-	132.8	237.6	302.6	348.0
매출총이익	-	21.6	59.0	77.1	88.6
판매비 및 관리비	-	5.0	12.3	14.4	16.6
영업이익	-	16.6	46.7	62.7	72.0
(EBITDA)	-	38.8	69.7	86.7	97.0
금융손익	-	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	-	0.8	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	-	10.5	41.4	55.5	63.8
계속사업법인세비용	-	2.3	8.3	11.1	12.8
계속사업이익	-	8.1	33.1	44.4	51.0
중단사업이익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	8.1	33.1	44.4	51.0
지배주주	-	8.1	33.1	44.4	51.0
총포괄이익	-	8.1	33.1	44.4	51.0
매출총이익률 (%)	-	14.0	19.9	20.3	20.3
영업이익률 (%)	-	10.8	15.8	16.5	16.5
EBITDA마진률 (%)	-	25.1	23.5	22.8	22.2
당기순이익률 (%)	-	5.3	11.2	11.7	11.7
ROA (%)	-	3.4	9.2	8.9	9.5
ROE (%)	-	6.0	12.9	11.1	11.4
ROIC (%)	-	n/a	n/a	n/a	n/a

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
P/CF	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	-	-	92.1	28.0	15.0
영업이익	-	-	181.6	34.0	15.0
세전이익	-	-	294.1	34.0	15.0
당기순이익	-	-	306.7	34.0	15.0
EPS	-	-	306.5	34.0	15.0
안정성 (%)					
부채비율	-	77.8	27.4	22.1	17.6
유동비율	-	96.3	359.8	334.7	299.3
순차입금/자기자본(x)	-	12.1	-47.5	-29.7	-15.1
영업이익/금융비용(x)	-	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	-	28.0	22.0	16.0	9.7
순차입금 (십억원)	-	16.5	-179.1	-125.1	-71.4
주당지표(원)					
EPS	-	290	1,181	1,583	1,820
BPS	-	4,854	13,450	15,033	16,853
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

스튜디오드래곤 목표주가 추이

(원)

주가

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

15/10

16/10

17/10

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.11.07	N.R.	Not Rated									
2017.11.22	Buy	45,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현웅)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	86.3% 13.7%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2016. 10. 1 ~ 2017. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)