

Company Update



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com

02 2020 7813

정재훈

Research Associate

jh.cheong@samsung.com

02 2020 7760

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
------	------	-----

목표주가 53,000원 (51.4%)

공모가 35,000원

시가총액	9,813억원
Shares (float)	28,037,240 (21.4%)
52주 최저/최고	n/a
60일-평균거래대금	n/a

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	n/a	n/a	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	n/a	n/a	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	n/a	
목표주가	53,000	n/a	n/a
2017E EPS	1,294	n/a	n/a
2018E EPS	1,522	n/a	n/a

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	46,600
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2017. 11. 23

스튜디오드래곤 (253450)

세계로 진출하는 한국 대표 콘텐츠

- <도깨비>, <푸른 바다의 전설>을 비롯한 대표 작품을 배출한 국내에서 독보적인 역량을 갖춘 드라마 제작사. 콘텐츠 완성도에 초점을 맞춘 차별적인 사업 전략 보유
- 뉴미디어 시장 확대의 최대 수혜자. 국내는 VoD 수요 증가를 통한 꾸준한 성장, 해외는 글로벌 OTT 플랫폼을 통한 진출 가속화 예상
- BUY 투자의견과 목표주가 53,000원(2018E P/E 35배)으로 커버리지 개시

WHAT'S THE STORY

투자 포인트 #1 완성도 높은 콘텐츠: 국내에서 독보적인 역량을 갖춘 드라마 제작사이다. 기존 외주 제작사는 방영권 확보를 위해 스타에 의존하는 영세화된 사업 구조를 벗어나지 못했다. 그러나 당사는 CJ E&M을 통한 연간 15편 수준의 안정적인 편성을 기반으로, 작가·감독 중심의 콘텐츠 완성도에 초점을 맞춘 사업 전략을 10년 이상 유지해 왔다. 그 결과 <도깨비>, <푸른 바다의 전설>을 비롯한 다수의 흥행 콘텐츠를 배출하며, 대규모 제작 역량과 시스템이라는 모방이 어려운 차별적 경쟁력을 갖추게 되었다.

투자 포인트 #2 뉴미디어 시장의 잠재력: 뉴미디어 시장 확대에 따른 최대 수혜자이다. 당사는 편성·협찬 매출을 통해 제작원가의 대부분을 보전하고, 국내외 판권 판매를 통해 수익성을 극대화시키는 사업모델을 가지고 있다. 즉 전통 미디어를 통해 안정성을 갖춘 동시에 뉴미디어에서 성장을 누리는 구조이다. 국내 시장은 VoD 수요 증가를 통한 꾸준한 성장이 예상되며, 해외 시장은 Netflix와 같은 글로벌 OTT 플랫폼을 통한 진출이 가속화될 예정이다.

BUY 의견으로 커버리지 개시: BUY 투자의견과 함께 12개월 목표주가 53,000원(2018E P/E 35배, EV/EBITDA 11.8배)으로 커버리지를 개시한다. Peer 그룹인 국내외 영화·제작사 대비 30% 프리미엄을 적용하였는데, 이는 1) 관객수에 좌우되는 국내 영화 제작사와 달리 확보된 방영권에 기반해 실적 가시성이 높은 안정적인 사업 구조를 가지며, 2) 중국 사업자에 비해 상대적으로 협소한 국내 미디어 시장 규모로 인해 월등한 원가 경쟁력을 가져 글로벌 시장에서의 성장 잠재력이 높기 때문이다.

Upside risk - 한중 관계 정상화에 따른 중국 수출 본격화, 기대 이상의 작품 흥행

Downside risk - 해외 사업자의 국내 제작 시장 진출, CJ E&M의 판매 수수료율 인상

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	154	287	357	426
순이익 (십억원)	8	29	43	55
EPS (adj) (원)	370	1,294	1,522	1,968
EPS (adj) growth (%)	n/a	250.2	17.6	29.3
EBITDA margin (%)	25.1	28.8	30.2	32.2
ROE (%)	6.0	11.5	10.8	12.4
P/E (adj) (배)	94.7	27.1	23.0	17.8
P/B (배)	5.7	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA (배)	25.7	9.6	7.1	5.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

1. 기업 개요 및 사업 모델

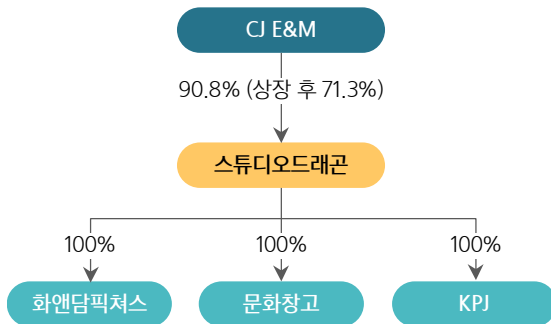
CJ E&M의 드라마 제작부문, 글로벌 진출을 위해 상장

인력과 IP가 핵심자산

스튜디오드래곤은 모회사 CJ E&M의 드라마 제작부문이 2016년 5월 분사하여 설립된 회사이다. 2016년 1월부터 사극·로맨스 등 다양한 장르의 작가 라인업 보장을 위해 인수한 3개의 자회사(화앤담픽처스, 문화창고, KPJ)를 보유하고 있다. 지난 10년동안 검증 받은 작가, 감독, 제작진과 작품 라이브러리(IP)가 동사의 핵심 자산이라 할 수 있다.

이번 IPO에서는 공모가가 밴드 상단에 결정되면서 신주 발행(600만주, 21.4%)을 통해 2,100억원을 조달하게 된다. 일부는 차입금 상환(300억원)에 사용될 계획이며, 나머지는 글로벌 사업을 확대하기 위한 드라마 공동제작 및 해외 스튜디오 지분투자 목적으로 투입될 예정이다.

그림 1. 스튜디오드래곤 지분 구조



자료: 스튜디오드래곤

표 1. 인수 자회사 개요

자회사	시기	가액	기업 개요
화앤담픽처스 & 문화창고	2016년 상반기	650억원 (합계)	• 화앤담픽처스(2007년 설립): - 드라마 제작사 - 김은숙 작가 소속 (도깨비, 태양의 후예 등 집필) • 문화창고(2010년 설립): - 연예기획·공연 전문회사 - 전지현, 조정석 및 박지은 작가 소속 (별에서 온 그대 등 집필)
KPJ	2016년 9월	150억원	2014년 설립 - 드라마 제작사 - 김영현·박상연 작가 소속 (대장금, 선덕여왕 등 집필)

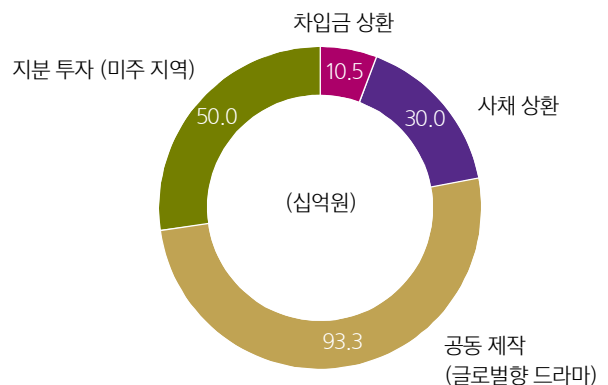
자료: 언론 보도, 삼성증권

표 2. 상장 이후 지분율 및 valuation

1) 상장 전후 지분율		
기존 주식수	22,037,240주	
신주 발행 주식수	6,000,000주	
상장 후 주식수	28,037,240주	
CJ E&M 보유 주식수	20,000,999주	
상장 전 지분율	90.8%	
상장 후 지분율	71.3%	
2) 시가총액 및 valuation		
	밴드 하단	밴드 상단
주당발행가 (원)	30,900	35,000
모집가액 (십억원)	185	210
시가총액 (십억원)	866	981
2017E P/E (배)	29.6	33.5
2017E P/B (배)	2.3	2.6

자료: 한국거래소, 삼성증권 추정

그림 2. 공모자금은 글로벌 진출에 활용 예정



참고: 모집총액 2,100억원 중 회사 측이 사용처를 밝힌 금액

자료: 스튜디오드래곤

주요 사업 모델은 드라마 제작·판매

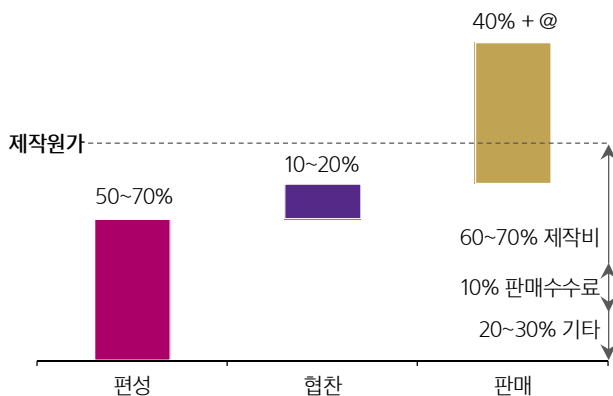
판권 판매를 통한
수익성 레버리지

스튜디오드래곤은 2017년 현재 연간 20편 이상의 드라마를 제작할 수 있는 역량을 갖추고 있다 (2017E 22편). 그 중 15편 정도가 CJ E&M을 통해 방영되며, 나머지는 지상파, 종편 등 여타 채널에 편성된다. 향후에는 한정된 국내 시장을 벗어나 해외 OTT 플랫폼 또는 해외 공동제작의 형태로 제작 편수를 늘려 갈 계획이다.

작품 당 평균 제작비는 80억원 수준으로, 이 중 70~80%가 편성(방영권 판매), 협찬(PPL 등) 매출을 통해 보전된다. 국내 VoD 판매 또는 해외 판권 판매를 통한 추가적인 매출로 수익성을 확보하는 구조이다. 작품 평균 20% 수준의 마진이 발생하며, <도깨비>와 같은 흥행작이 나타날 경우 보다 높은 수익성을 달성하게 된다.

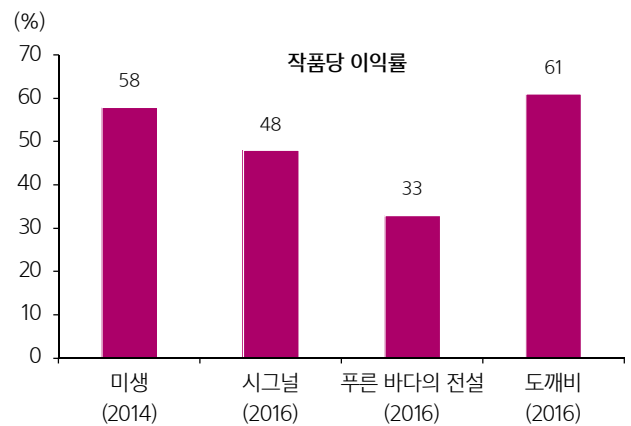
매출원가는 제작비 60~70%, 판권판매 수수료 10%, 매니지먼트를 포함한 기타비용으로 구성되어 있다. 제작비 중 70%는 당기 비용으로 인식하며, 30%는 무형자산화하여 18개월동안 상각한다. 판권판매 수수료는 모회사 CJ E&M이 판매를 대행하고 매출 중 일부를 수취함에 따른 비용이다.

그림 3. 제작원가 보전 및 이익 창출 구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 흥행 작품은 높은 수익성을 달성



자료: 스튜디오드래곤

표 3. 스튜디오드래곤: Financial summary

손익계산서				재무상태표			
(십억원)	2016	2017E	2018E	(십억원)	2016	2017E	2018E
매출	196	287	357	자산	242	494	532
편성	88	114	140	유동자산	81	316	339
판매	75	117	149	비유동자산	161	177	193
기타	32	56	67	무형자산	124	134	144
매출	196	287	357	부채	106	118	114
국내	151	215	263	유동부채	84	116	111
해외	44	72	93	비유동부채	21	3	3
매출원가	168	234	288	사채	20	(0)	(0)
영업이익	21	40	53	자본	136	375	418
영업이익률(%)	10.8	13.9	14.9	자본금	11	14	14
순이익	13	29	43	주식발행초과금	115	322	322
순이익률(%)	6.5	10.2	12.0	기타	10	39	82

참고: 2016년은 분할 전 CJ E&M 드라마사업부 실적과 분할 후 실적의 단순 합산

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

2. 투자 포인트

(1) 완성도 높은 콘텐츠

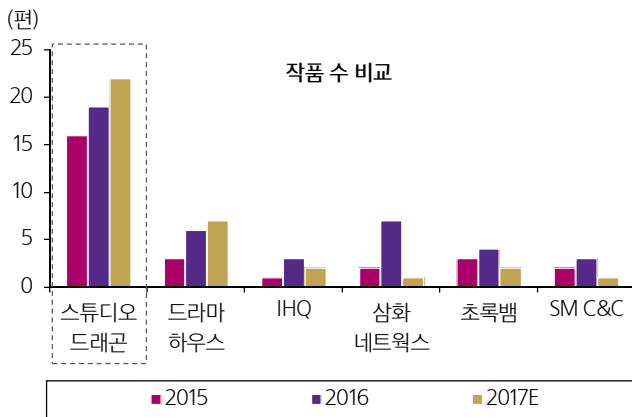
국내 외주 제작사는
영세화된 반면

스튜디오드래곤은 국내에서 양적, 질적 측면에서 모두 독보적인 역량을 갖춘 드라마 제작사이다. 90년대 지상파의 외주제작 제도가 도입된 이래로, 다수의 드라마 외주 제작사가 생겨났다. 하지만 소수에 불과한 지상파 채널을 상대로 꾸준한 방영권 확보가 어려웠기 때문에 연간 제한적인 숫자의 작품만을 제작하는 영세화된 규모를 벗어나지 못하였다. 또한 그마저도 화제성을 위해 톱스타에 의존하는 동시에 판권까지 방송사가 주로 차지하면서 최소한의 수익성만을 보장받는 사업구조를 가지게 되었다.

안정적인 편성권을
기반으로 완성도에 집중

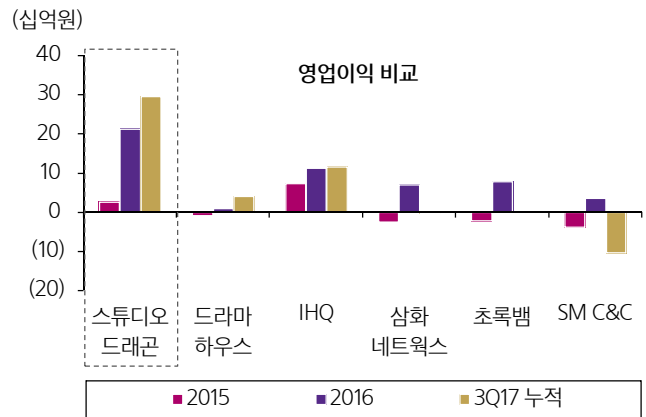
그러나 동사의 경우, 2000년대 중반 케이블 채널 시장에 진출한 CJ E&M을 통한 연간 15편 수준의 안정적인 편성에 기반해 스타가 아니라 작가·PD·연출 중심으로 콘텐츠 완성도에 초점을 맞춘 사업 전략을 중장기적인 시각을 가지고 10년 이상 유지해왔다. 그 결과 기존 드라마와는 차별적인 소재와 장르를 통해 2012년부터 다수의 흥행 콘텐츠를 배출할 수 있었다. 즉 높은 완성도를 가능케 하는 대규모 제작 역량과 시스템은 안정적인 편성과 장기간에 걸친 사업전략에 기반해 구축한 것으로, 자체 채널을 확보하지 못한 경쟁사 대부분은 모방이 어려운 구조적인 경쟁력이라는 판단이다.

그림 5. 스튜디오드래곤 vs 소형 스튜디오



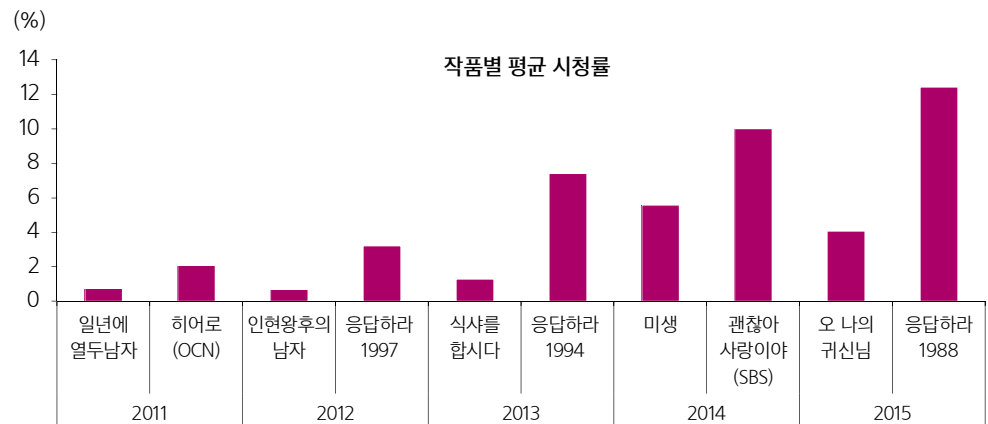
자료: 각 사, 삼성증권

그림 6. 스튜디오드래곤 vs 소형 스튜디오



자료: 각 사, 삼성증권

그림 7. 작품 완성도에 기반해 2012년부터 콘텐츠 인지도 상승



자료: CJ E&M, TNmS, AGB닐슨, 삼성증권

표 4. 스튜디오드래곤 - 최근 주요 작품 라인업

또! 오해영 (tvN, 2016년 5월) 평균 시청률 6.9% 최고 시청률 10.0%	디어 마이 프렌즈 (tvN, 2016년 5월) 평균 시청률 5.1% 최고 시청률 8.1%	38사기동대 (OCN, 2016년 6월) 평균 시청률 3.4% 최고 시청률 4.6%	푸른 바다의 전설 (SBS, 2016년 11월) 평균 시청률 17.6% 최고 시청률 21.0%
도깨비 (tvN, 2016년 12월) 평균 시청률 12.8% 최고 시청률 18.7%	비밀의 숲 (tvN, 2017년 6월) 평균 시청률 4.6% 최고 시청률 6.6%	품위있는 그녀 (JTBC, 2017년 6월) 평균 시청률 6.6% 최고 시청률 12.1%	황금빛 내 인생* (KBS, 2017년 9월) 평균 시청률 30.0% 최고 시청률 37.9%

참고: * 11월 23일 현재

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

(2) 뉴미디어 시장의 잠재력

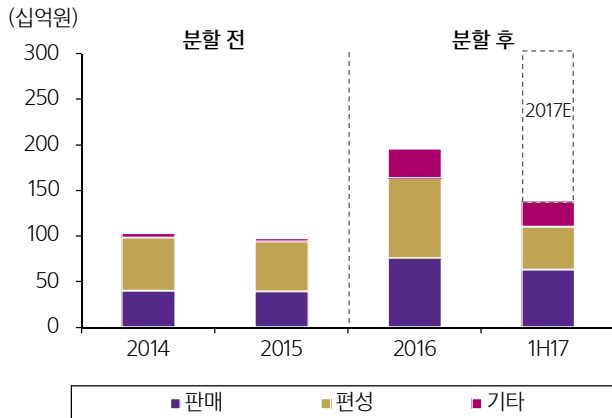
안정성과 성장성을 동시에

스튜디오드래곤은 뉴미디어 시장 확대에 따른 최대 수혜자로 판단된다. 이는 편성·협찬 매출을 통해 제작원가의 대부분을 보전하면서도, 국내외 시장에서의 판권 판매를 통해 수익성을 극대화시키는 사업모델을 가지고 있기 때문이다. 즉 실시간 방송 기반의 전통 미디어를 통해 안정적인 수익을 확보하는 동시에, 확대되는 뉴미디어 시장에서의 판권 판매를 통해 성장성까지 누릴 수 있는 사업 구조인 것이다.

Netflix를 타고 해외로

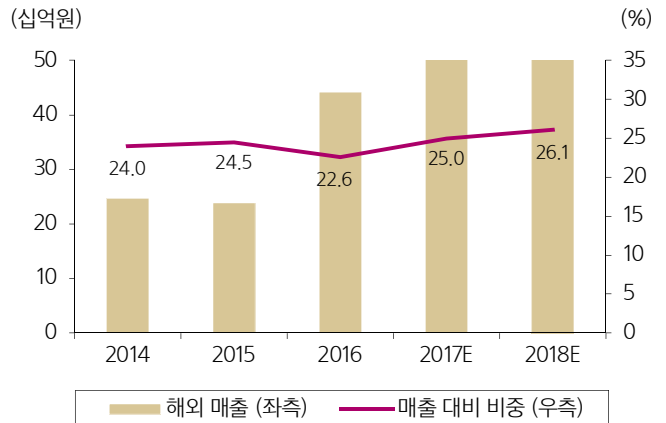
뉴미디어에서 콘텐츠의 무게 중심은 드라마로 이동하고 있다. 스트리밍 형태의 소비가 보편화되면서, 드라마는 영화에 비해 1) 긴 분량으로 폭넓은 소재와 스토리 전달이 가능하기 때문에 보다 높은 시청자의 몰입도를 이끌어낼 수 있고, 2) 시즌제를 통해 인지도 자체의 레버리지가 가능하기 때문이다. 국내 드라마 판권 시장은 VoD 수요 증가를 통해 연간 15~20% 이상의 꾸준한 성장이 예상된다. 또한 Netflix를 포함한 글로벌 OTT 플랫폼의 콘텐츠 확보 노력을 통해 한국 콘텐츠의 해외 진출이 가속화될 예정이다. 마치 과거 K-pop이 YouTube를 통해 해외 시장에서 높은 인지도를 확보할 수 있었듯이, Netflix는 한국 드라마의 해외 시장 진출을 위한 유통 채널 역할을 담당할 가능성이 높다.

그림 8. 제작편수·판권판매 확대를 통한 외형성장



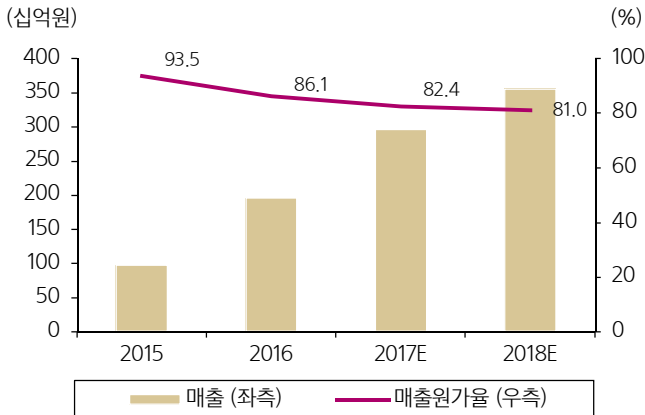
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 9. 해외 매출 비중은 20~30% 수준



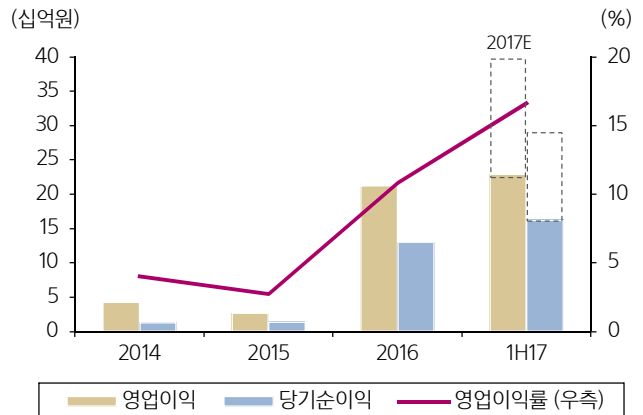
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 10. 편당 매출 증가로 원가율 하락하며...



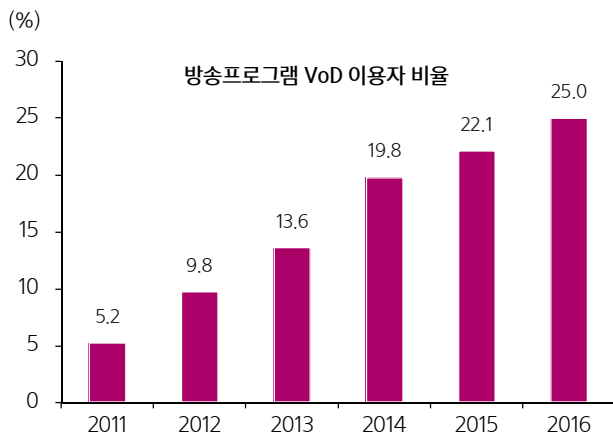
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 11. 가파른 수익성 개선 추이



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 12. 국내 VoD 이용은 점차 대중화되는 추세



자료: 정보통신정책연구원 (KISDI)

표 5. 글로벌 업체와 공동제작/유통 논의 중

업체명	업무 협의/제휴 사항
아마존	• 일본 내 드라마 유통 협의
워너브라더스	• 드라마 공동제작 MOU 체결 • 글로벌향 드라마 기획 중
넷플릭스	• <블랙>, <화유기> 등 유통계약 • 글로벌향 드라마 공동제작 협의 중
AMC (美)	• 글로벌향 드라마 공동제작 협의 중
ITV (英)	• 글로벌향 드라마 공동제작 협의 중

자료: 스튜디오드래곤

3. 목표주가 산정 및 valuation

BUY 투자 의견과 함께 12개월 목표주가 53,000원(2018E P/E 35배, EV/EBITDA 11.8배)으로 커버리지를 개시한다.

드라마, 영화 제작사를
peer로 선정

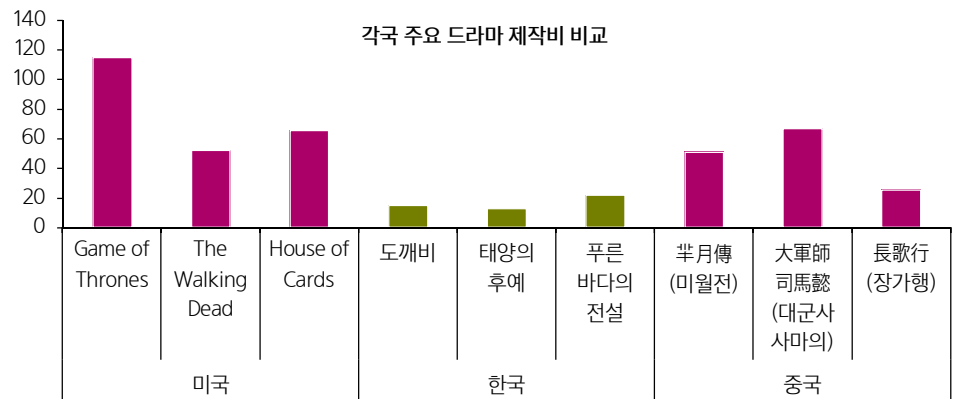
드라마 제작 사업을 영위하는 peer 그룹으로는 1) 국내 소형 스튜디오, 2) 종합 미디어 사업자, 3) 영화·드라마 제작사를 들 수 있다. 그러나 국내 소형 스튜디오의 경우 사업 구조나 규모 면에서 비교 대상이 아니며, 종합 미디어 사업자 역시 콘텐츠 판매보다는 방송광고와 프로그램 사용료가 주 매출원으로 사업 모델이 상이하다. 따라서 일정 수준의 규모를 갖춘 국내외 영화·드라마 제작사가 가장 적합한 peer 그룹이라고 판단된다.

안정적 사업 구조,
성장 잠재력에 기반해
프리미엄 부여

Peer 그룹의 경우 2018E P/E 27배에 거래되고 있는데, 스튜디오드래곤에 프리미엄 부여가 가능하다. 이는 1) 관객수에 따라 이익 변동성이 높은 국내 영화 제작사와 달리, 확보된 방영권에 기반해 실적 가시성이 높은 안정적인 사업 구조를 가지며, 2) 중국 사업자에 비해서는 높은 콘텐츠 완성도에도 불구하고 상대적으로 협소한 국내 미디어 시장 규모로 인해 월등한 원가 경쟁력을 가지기 때문에 글로벌 시장 진출을 통한 성장 잠재력이 높기 때문이다. 이에 따라 30%의 프리미엄을 부여한 target P/E multiple 35배를 적용하여 12개월 목표주가를 53,000원으로 산출하였다.

그림 13. 미국/중국 대비 확연히 낮은 제작비 - 작은 시장 규모에 기인

(십억원/시즌)



자료: 언론 보도, 삼성증권

표 6. 목표주가 산정

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	비고
매출	196	287	357	426	
국내	151	215	263	310	
해외	44	72	93	116	
영업이익	21	40	53	69	
(영업이익률, %)	10.8	13.9	14.9	16.2	
순이익	13	29	43	55	A
적용 multiple (배)			35.0		B
전체 기업가치			1,486		C=AxB
주식 수 ('000)			28,037		D
목표주가 (원)			53,000		C/D
상장가격 (원)			35,000		
Upside (%)			51.4		

자료: 삼성증권

표 7. 글로벌 peer 밸류에이션 테이블

기업명	시가총액 (십억원)	PER (x)			PBR (x)			ROE (x)			EV/EBITDA (x)			Performance (%)		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	1M	3M	6M
스튜디오드래곤	981	94.7	27.1	23.0	5.7	2.6	2.3	6.0	11.5	10.8	25.7	9.6	7.1	n/a	n/a	n/a
국내 소형 스튜디오		29.7	39.5	24.6	2.0	2.0	2.1	5.6	2.7	8.3	9.4	26.6	13.5	20.5	13.1	6.1
삼화네트웍스	62	9.2	n/a	n/a	1.8	n/a	n/a	21.6	n/a	n/a	5.8	n/a	n/a	4.4	7.5	(13.6)
초록밤	92	19.6	n/a	n/a	1.3	n/a	n/a	7.2	n/a	n/a	11.2	n/a	n/a	3.6	3.3	(24.4)
SM C&C	287	nm	nm	22.9	2.5	1.9	2.3	(0.9)	0.3	9.3	15.3	45.9	19.7	6.4	(9.6)	33.7
IHQ	459	60.2	39.5	26.3	1.2	2.0	1.8	2.0	5.1	7.3	5.3	7.3	7.2	76.3	60.3	67.9
화이브라더스코리아	117	nm	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a	(1.9)	n/a	n/a	nm	n/a	n/a	11.9	4.3	(32.9)
영화 드라마 제작사		43.8	38.9	27.1	2.9	2.1	2.0	7.6	6.1	7.8	39.3	16.9	13.3	(0.9)	(8.7)	(13.1)
NEW	241	69.7	69.3	40.1	2.3	1.7	1.6	3.3	2.5	4.1	40.7	15.9	10.4	20.8	24.5	(4.9)
쇼박스	354	26.3	44.7	29.1	2.8	2.7	2.5	11.0	6.1	8.9	5.3	3.9	3.3	9.1	(1.2)	(8.3)
Huayi Brothers	3,747	37.9	26.8	22.9	3.4	2.4	2.1	8.5	8.4	10.1	72.2	17.2	14.0	(6.0)	(9.9)	(2.6)
Huace Film & TV	2,883	42.0	27.8	22.3	3.1	2.5	2.2	7.8	9.3	10.5	39.0	22.4	17.3	(10.0)	(16.8)	(9.3)
Beijing Hualu Baina	1,591	43.3	25.8	20.9	2.8	1.5	1.4	7.4	4.4	5.3	39.4	25.0	21.3	(18.3)	(40.3)	(40.6)
종합 미디어 사업자		25.6	15.7	17.0	2.3	2.2	2.1	10.4	17.8	13.0	11.1	9.5	8.8	0.1	1.3	(0.2)
CJ E&M	3,563	44.0	8.1	22.5	1.8	1.8	1.7	4.0	26.9	7.4	6.4	8.8	8.7	9.5	29.2	17.9
SBS	444	nm	22.5	15.5	0.9	0.8	0.7	(0.1)	3.6	4.9	20.0	8.6	6.9	(0.6)	(12.1)	(6.0)
Disney	173,422	16.2	17.9	16.4	3.4	3.9	3.7	21.4	21.9	22.7	9.0	10.5	10.2	3.6	0.2	(4.3)
Time Warner	76,066	16.6	14.4	13.8	3.1	2.5	2.2	16.4	18.8	17.0	9.2	10.1	9.5	(12.0)	(12.0)	(8.5)
글로벌 OTT 사업자																
Netflix	92,629	287.9	106.4	89.6	19.9	22.6	16.4	7.6	17.1	23.5	121.4	81.8	50.6	1.1	15.9	24.9

자료: 삼성증권, Bloomberg

표 8. 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
매출	196	287	357	426
편성	88	114	140	166
판매	75	117	149	187
기타	32	56	67	73
국내	151	215	263	310
해외	44	72	93	116
매출원가	168	234	288	338
제작비	128	172	212	252
판매수수료	11	17	22	28
기타	29	45	53	58
매출총이익	27	53	69	88
판매관리비	6	13	16	19
영업이익	21	40	53	69
세전계속사업이익	15	39	57	74
당기순이익	13	29	43	55
EPS (원)	576	1,045	1,522	1,968
주요지표 (%)				
영업이익률	10.8	13.9	14.9	16.2
세전계속사업이익률	7.7	13.6	16.0	17.3
순이익률	6.5	10.2	12.0	13.0

참고: 2016년은 분할 전 CJ E&M 드라마사업부 실적과 분할 후 실적의 단순 합산

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

4. Upside / Downside risk

Upside 요인

- **THAAD 이슈 해소에 따른 중국 수출 본격화:** 최근 한중 관계가 개선되면서 작년부터 '한한령'으로 인해 위축되었던 중국향 콘텐츠 수출이 재개될 가능성이 있다. 중국 내 OTT 플랫폼 간의 경쟁이 치열해 콘텐츠 차별화를 위한 동인은 충분하다. 또한 Netflix 오리지널 시리즈의 경우, Netflix가 중국 시장에 진출하지 못한 관계로 판권을 확보할 가능성이 높다.
- **기대 이상의 작품 흥행:** 흥행 산업으로서 작품의 흥행 수준은 실적의 upside이자 downside 요인이다. 다만 영화 제작과 달리 드라마는 안정적인 수익성이 보장되며, 판권 판매를 통한 매출 상승여력은 보다 열려있어 upside 요인으로 작용할 가능성이 높다. 당사의 추정치는 연간 1~2편 이상의 텐트폴(tent pole) 작품 등장을 가정하고 있다.

Downside 요인

- **해외 사업자의 국내 드라마 제작 시장 진출:** 국내 영화 시장에서는 Warner Brothers의 <밀정>, Netflix의 <옥자>와 같이 해외 사업자가 직접 투자·제작까지 진출한 사례가 나타났다. 만약 드라마 시장에서도 Netflix와 같은 해외 사업자가 제작 영역에 본격적으로 진출한다면, 판매 채널을 일부 잃는 동시에 경쟁 심화에 따른 인적 자원 유출 또는 원가 상승이 가능하다.
- **CJ E&M의 판매수수료율 인상:** 현재 CJ E&M은 판권 판매를 대행하고 매출 일부를 수수료로 수취하고 있다. 유사하게 SBS와 계열사인 SBS콘텐츠허브는 SBS가 콘텐츠를 제작하고 SBS콘텐츠허브가 판매를 대행하는 구조인데, SBS 영업 상황에 따라 수수료율 인상이 나타나기도 한다. CJ E&M과 스튜디오드래곤은 제작과 판매에 있어 상반된 역할을 담당하고 있지만, 모회사 CJ E&M의 영업환경에 따라 수수료율이 변동될 우려는 있다.

표 9. Best vs worst 시나리오 분석

	Worst	Base	Best
시나리오	• 텐트폴 작품 부재 • 해외 플랫폼 진입 지연	• 연간 1~2편의 텐트폴 작품 등장 • 국내외 판권 판매 지속 성장	• 해외 플랫폼을 통한 대작 흥행 • 중국 수출 본격화
주요 가정	• 2018E 제작편수 25편 • 판매 매출 국내 20%, 해외 20% 성장	• 2018E 제작편수 27편 • 판매 매출 국내 25%, 해외 30% 성장	• 2018E 제작편수 29편 • 판매 매출 국내 40%, 해외 50% 성장
순이익 (십억원)	39.4	42.7	53.4
적용 P/E (배)	30.0	35.0	40.0
목표주가 (원)	42,000	53,000	76,000
Upside (%)	20.0	51.4	117.1

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	357	426	495
매출원가	133	234	288	338	381
매출총이익	22	53	69	88	113
(매출총이익률, %)	14.0	18.5	19.3	20.6	22.9
판매 및 일반관리비	5	13	16	19	23
영업이익	17	40	53	69	91
(영업이익률, %)	10.8	13.9	14.9	16.2	18.3
영업외손익	(6)	(1)	4	5	6
금융수익	1	0	4	5	6
금융비용	2	1	0	(0)	(0)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	0	0	0	0
세전이익	10	39	57	74	97
법인세	2	10	14	18	24
(법인세율, %)	22.4	25.0	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	8	29	43	55	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	29	43	55	72
(순이익률, %)	5.3	10.2	12.0	13.0	14.6
지배주주순이익	8	29	43	55	72
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	82	108	137	172
(EBITDA 이익률, %)	25.1	28.8	30.2	32.2	34.8
EPS (지배주주)	370	1,294	1,522	1,968	2,584
EPS (연결기준)	370	1,294	1,522	1,968	2,584
수정 EPS (원)*	370	1,294	1,522	1,968	2,584

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	59	92	117	147
당기순이익	8	29	43	55	72
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	53	65	82	100
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	43	55	68	82
기타	5	11	10	14	18
영업활동 자산부채 변동	(46)	(14)	(1)	(1)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(60)	(66)	(73)	(81)
유형자산 증감	(1)	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(66)	(59)	(65)	(72)	(80)
재무활동에서의 현금흐름	93	207	(27)	0	0
차입금의 증가(감소)	28	(2)	(27)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	210	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(1)	(0)	0	0
현금증감	12	207	(1)	45	66
기초현금	0	12	218	217	262
기말현금	12	218	217	262	328
Gross cash flow	35	83	108	137	173
Free cash flow	(14)	6	27	41	61

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	316	339	408	497
현금 및 현금등가물	12	218	217	262	328
매출채권	37	37	46	55	64
재고자산	0	0	0	0	0
기타	33	61	76	91	106
비유동자산	161	177	193	202	207
투자자산	2	2	3	3	4
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	134	144	153	157
기타	33	40	45	45	45
자산총계	242	494	532	610	704
유동부채	84	116	111	132	154
매입채무	6	6	7	9	10
단기차입금	8	7	(0)	(0)	(0)
기타 유동부채	71	103	104	124	144
비유동부채	21	3	3	4	5
사채 및 장기차입금	20	(0)	(0)	(0)	(0)
기타 비유동부채	2	3	3	4	5
부채총계	106	118	114	136	159
지배주주지분	136	375	418	473	546
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	322	322	322	322
이익잉여금	8	38	80	136	208
기타	2	2	2	2	2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	375	418	473	546
순부채	16	(192)	(218)	(262)	(328)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	24.3	19.4	16.2
영업이익	n/a	139.8	32.9	29.8	31.8
순이익	n/a	259.8	45.7	29.3	31.3
수정 EPS**	n/a	250.2	17.6	29.3	31.3
주당지표					
EPS (지배주주)	370	1,294	1,522	1,968	2,584
EPS (연결기준)	370	1,294	1,522	1,968	2,584
수정 EPS**	370	1,294	1,522	1,968	2,584
BPS	6,176	13,390	14,912	16,880	19,464
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	94.7	27.1	23.0	17.8	13.5
P/B***	5.7	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	25.7	9.6	7.1	5.2	3.8
비율					
ROE (%)	6.0	11.5	10.8	12.4	14.2
ROA (%)	3.4	8.0	8.3	9.7	11.0
ROIC (%)	8.5	17.8	20.9	25.2	31.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	12.1	(51.2)	(52.1)	(55.4)	(60.2)
이자보상배율 (배)	19.5	43.1	118.2	nm	nm

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23
투자의견	BUY
TP (원)	53,000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 9월 30일 기준

매수 (82.2%) | 중립 (17.8%) | 매도 (0%)