

스튜디오드래곤 (253450)

미디어/엔터

박성호



02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	90,000원 (U)
현재주가 (2/7)	71,400원
상승여력	26%

시가총액	20,019억원
총발행주식수	28,037,240주
60일 평균 거래대금	451억원
60일 평균 거래량	651,910주
52주 고	87,000원
52주 저	57,800원
외인자분율	1.02%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.6	0.0	0.0
상대	19.3	0.0	0.0
절대(달러환산)	17.0	0.0	0.0

2018년 이익급증 + 알파(넷플릭스 오리지널 + 미주 공동제작)

4Q17 Review 연결실적은 매출총이익 74억원(-30% QoQ), 영업이익 35억원(-49% QoQ), 당기순이익(지배주주) 20억원(-65% QoQ)을 기록해 2017년 들어 가장 낮은 분기 영업이익 기록. 1Q17의 경우, 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 해외판매, 2Q17의 경우, 『비밀의 숲』의 넷플릭스향 판매가 있었음. 3Q17에도 『비밀의 숲』의 넷플릭스향 판매 일부 인식. **4Q17의 경우, 『화유기』 효과가 1Q18로 넘어가는 가운데, Captive 채널향 드라마 편성량이 QoQ로 감소하는 분기였던 관계로 실적이 약세였음.** 드라마 1개 슬롯은 16부작 기준 분기당 1.5편의 드라마 편성 가능. tvN의 월화, 수목, 토일 슬롯과 OCN의 슬롯을 감안하면 분기 편성 가능 드라마는 6편(4개 슬롯 x 1.5편). 4Q17의 경우, **CJ E&M 본사가 『막돼먹은 영애씨 16』과 『슬기로운 감빵생활』을 자체 제작한 관계로 드래곤의 입장에서 2편의 드라마 감소효과가 있었음**

동사의 1Q18 실적은 QoQ로 급증 예상. 현재, 캡티브 드라마 슬롯은 tvN의 월화, 수목, 토일과 OCN의 월화, 토일 슬롯 등 5개 슬롯이 있음. 이론적으로, 분기당 7.5편 편성 가능. 이들 중에서, 드래곤은 OCN 월화드라마인 『멜로홀릭』을 제외한 1Q18의 모든 캡티브 드라마를 제작. 이에 더해, 1Q18에는 『화유기』의 넷플릭스 판매가 실적에 반영. 한편, 노회경 작가의 기대작인 『라이브』(3월 편성)도 넷플릭스 판매 확정 파악. 1Q18 또는 2Q18 실적 반영 예상. 박해영 작가의 『나의 아저씨』(3월 편성)도 기대작. **2018년 대작드라마로는 김은숙 작가의 『미스터 션샤인』(7월 편성 예상)과 송재정 작가의 『알함브라 궁전의 추억』(편성시점 미정) 등 2편이 있음.** 당사는 이들 대작드라마 2편이 중국 OTT 및 넷플릭스에 모두 판매된다는 가정을 추정모델에 반영. 동사의 2018년 영업이익은 이러한 가정을 바탕으로 832억원으로 추정[표2 참조]

중국 및 넷플릭스향 판매 이외의 성장잠재력 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 6만원 → 9만원으로 **상향 조정**. 신규 목표주가 9만원은 2018E EPS 2,356원에 **Target PER 38배**를 적용해 산출. Target PER 38배는 중국 드라마 제작 5개사의 2016~18년 12MF PER 평균치인 32배에 프리미엄 20%를 적용한 것. 프리미엄 적용 이유는 동사 실적 추정치에 반영한 중국향 대작드라마 판매 및 넷플릭스향 라이선스 판매 외에도 **넷플릭스 오리지널 드라마 제작, 미주 드라마 공동제작(현지 크리에이터 소속사 인수 및 주요 방송/콘텐츠 기업과의 JV 설립 검토)과 같은 실적 추정치 미반영 사업들이 추진 단계에 있기 때문.** 2017년엔 ABC방송의 월요드라마 『굿닥터』가 한 국드라마 리메이크를 통해 대성공을 거둠. 이로 인해, 미국 방송/콘텐츠 기업들의 한국 드라마 IP 확보에 대한 관심도 상승 전망. 동사는 지상파 방송국을 제외시 국내에서 가장 많은 드라마 IP를 보유하고 있는 회사이며, 국내에서 가장 뛰어난 제작역량을 갖추고 있는 제작사. 동사의 미주 드라마 공동제작 사업진출 가능성에 대해서도 관심을 기울일 필요가 있다는 판단

Quarterly earning forecasts

	4Q17E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	719	-	-7.3	665	8.1
영업이익	35	-	-48.5	85	-59.2
세전계속사업이익	17	-	-73.8	70	-75.8
지배순이익	20	-	-65.2	-	-
영업이익률 (%)	4.8	-	-3.9 %pt	12.8	-8.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-	-4.6 %pt	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액		1,544	2,868	3,898	4,611
영업이익		166	331	832	998
지배순이익		81	239	661	794
PER		-	73.1	30.3	25.2
PBR		-	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA		-	53.6	20.6	16.4
ROE		12.0	9.4	16.4	16.7

자료: 유안타증권

[표 1] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

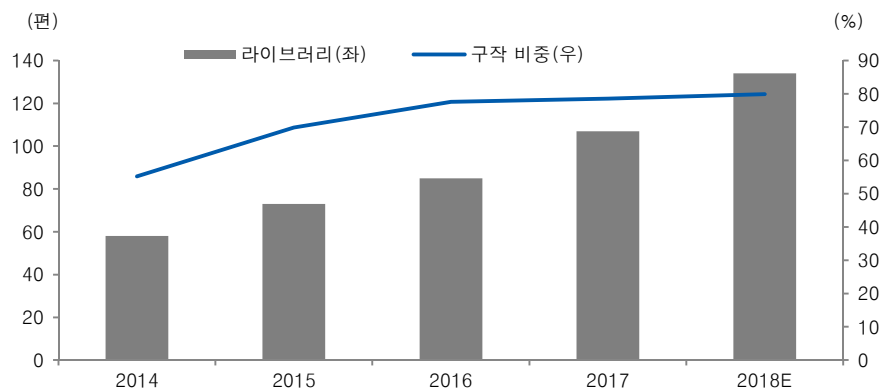
(단위: 억원)

	분기 실적				반기 실적				연간 실적						
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1H16	2H16	1H17	2H17	2014	2015	2016	2017	2018(e)	2019(e)	2020(e)
총제작편수(편)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16	19	22	27	33	40
매출액	753	621	775	719	661	1,294	1,374	1,494	1,031	974	1,955	2,868	3,898	4,611	5,552
- 편성	263	241	418	390	-	-	505	808	581	548	878	1,312	1,611	1,968	2,386
- 판매	365	263	233	257	-	-	628	490	402	390	754	1,118	1,704	1,952	2,385
- 기타	125	116	124	72	-	-	241	196	48	36	323	437	583	691	781
매출액(YoY)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6%	101%	47%	36%	18%	20%
- 편성	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6%	60%	49%	23%	22%	21%
- 판매	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3%	93%	48%	52%	15%	22%
- 기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-25%	797%	35%	33%	19%	13%
국내판매	139	102	102	103	-	-	241	205	155	151	312	446	-	-	-
해외판매	226	161	131	154	-	-	387	285	247	239	442	672	-	-	-
매출원가	586	499	668	644	563	1,120	1,085	1,312	947	911	1,683	2,397	2,916	3,433	4,138
COGS Ratio	78%	80%	86%	90%	85%	87%	79%	88%	92%	94%	86%	84%	75%	74%	75%
매출총이익	168	122	106	74	98	174	289	181	84	63	272	470	982	1,178	1,414
GPM	22%	20%	14%	10%	15%	13%	21%	12%	8%	6%	14%	16%	25%	26%	25%
판매비	28	33	40	40	13	47	61	80	42	37	60	141	150	180	216
SG&A Ratio	4%	5%	5%	6%	2%	4%	4%	5%	4%	4%	3%	5%	4%	4%	4%
영업이익	140	89	66	35	85	127	229	101	42	26	212	331	832	998	1,198
OPM	19%	14%	9%	5%	13%	10%	17%	7%	4%	3%	11%	11%	21%	22%	22%
세전이익	132	90	64	17	-	-	222	80	-	-	-	303	872	1,047	1,258
RPM	18%	14%	8%	2%	-	-	16%	5%	-	-	-	11%	22%	23%	23%
순이익	134	28	57	20	-	-	162	77	-	-	-	238	661	794	954
NIM	18%	5%	7%	3%	-	-	12%	5%	-	-	-	8%	17%	17%	17%
[성장률: YoY]															
매출액	-	-	-	-	-	-	108%	15%	-	-6%	101%	47%	36%	18%	20%
영업이익	-	-	-	-	-	-	169%	-20%	-	-38%	715%	56%	152%	20%	20%
순이익	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	177%	20%	20%

주: 2016년 5월 CJ E&M 으로부터 분사(물적분할 설립). 2016년 실적은 분사 이전인 1~4월 실적 합산. 분사 이전의 실적은 삼정회계법인으로부터 검토받은 수치

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 스튜디오드래곤의 드라마 라이브러리 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 스튜디오드래곤의 2018년 실적 시나리오 분석

(단위: 억원)

시나리오		실적 추정치	일반드라마 평균 프로젝트 마진		
			20%	30%	40%
2018년 일반드라마 27편 (참고용)		매출총이익	432	648	864
		판권비	150	150	150
		영업이익	282	498	714
2018년 일반드라마 25편 + 대작드라마 2편 (『미스터선사인』, + 『알람브라 궁전의 추억』) + 2017년도 이연작품 『화유기』	중국 1편 판매	매출총이익	582	782	982
	넷플릭스 1편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	432	632	832
	중국 1편 판매	매출총이익	632	832	1,032
	넷플릭스 2편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	482	682	882
	중국 1편 판매	매출총이익	682	882	1,082
	넷플릭스 3편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	532	732	932
	중국 2편 판매	매출총이익	682	882	1,082
	넷플릭스 1편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	532	732	932
	중국 2편 판매	매출총이익	732	932	1,132
	넷플릭스 2편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	582	782	982
	중국 2편 판매	매출총이익	782	982	1,182
	넷플릭스 3편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	632	832	1,032
	중국 3편 판매	매출총이익	782	982	1,182
	넷플릭스 1편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	632	832	1,032
	중국 3편 판매	매출총이익	832	1,032	1,232
	넷플릭스 2편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	682	882	1,082
	중국 3편 판매	매출총이익	882	1,082	1,282
	넷플릭스 3편 판매	판권비	150	150	150
		영업이익	732	932	1,132

주: 당사는 일반드라마 평균 프로젝트 마진 30%, 중국향 대작 2편 판매, 넷플릭스향 대작 3편 판매를 가정해 실적 추정

중국향 대작 판매는 편당 100 억원, 넷플릭스향 대작 판매는 편당 50 억원으로 가정

2018년 대작드라마는 2편 제작 예정. 2017년 작품인 『화유기』의 해외 판매시점이 2018년에 이뤄지는 관계로 2018년 대작드라마는 총 3편임

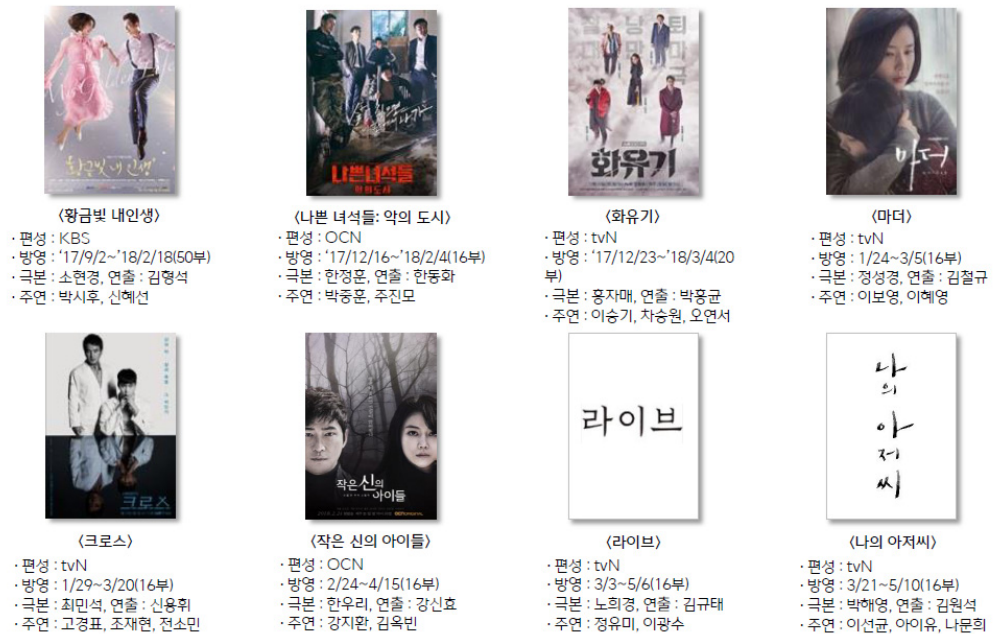
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] CJ E&M PP 방영드라마 및 스튜디오드래곤의 Non-captive 채널향 제작드라마 (3Q17 이후 작품 리스트)

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연
KBS 주말	황금빛 내 인생	50	2017.09.02~2018.02.18	스튜디오드래곤	김형석	소현경	박시후, 신혜선, 이태환
SBS 주말	브라보 마이 라이프	56	2017.10.21~2018.02.03	스튜디오드래곤, 화앤담	정효	정지우	도지원, 박상민, 연정훈
JTBC 월화	품위있는 그녀	20	2017.06.16~2017.08.19	제이에스픽처스	김윤철	백미경	김희선, 김선아, 정상훈
tvN 월화	하백의 신부	16	2017.07.03~2017.08.22	넵버스리픽처스	김병수	정윤정	신세경, 남주혁, 임주환
	아르곤	8	2017.09.04~2017.09.26	데이즈림 엔터테인먼트	이운정	전영신 등	김주혁, 천우희
	이번 생은 처음이라	16	2017.10.09~2017.11.28	엠아이	박준화 등	윤난중	이민기, 정소민
	막돼먹은 영애씨 16	16	2017.12.04~2017.01.23	CJ E&M	정형건 등	한설희 등	김현숙, 이승준
	크로스	16	2018.01.29~2018.03.20	로고스필름	신용휘	최민석	고경표, 조재현, 전소민
	시를 잊은 그대에게	-	2018년 3월~	tvN	한상재	명수현 등	이유비, 이준혁, 장동윤
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	-	2018년 5월~	스토리티브이	김형식	추혜미	이상윤, 이상경, 임세미
tvN 수목	크리미널 마인드	20	2017.07.26~2017.09.28	태원엔터테인먼트	양윤호 등	홍승현 등	이준기, 손현주, 문재원
	부암동 복수자들	12	2017.10.11~2017.11.16	제이에스픽처스	권석장 등	김이지 등	이요원, 라미란, 명세빈
	슬기로운 감빵생활	16	2017.11.12~2018.01.18	CJ E&M	신원호	정보훈	박해수 등
	마더	16	2017.01.24~2018.03.05	The Unicorn	김철규	정서경	이보영, 허율, 이해영
	나의 아저씨	16	2018.03.21~2018.05.10	초록됀미디어	김원석	박해영	이선균, 아이유
tvN 토일	비밀의 숲	16	2017.06.10~2017.07.30	시그널엔터테인먼트	안길호	이수연	조승우, 배두나
	명불허전	16	2017.08.12~2017.10.01	본팩토리	홍종찬 등	김은희	김남길, 김아중
	변혁의 사랑	16	2017.10.14~2017.12.03	삼화네트웍스	송현욱 등	주현	최시원, 강소라, 공명
	세상에서 가장 아름다운 이별	4	2017.12.09~2017.12.17	지티스트	홍종찬	노희경	원미경, 유동근, 김영옥
	화유기	20	2017.12.23~2018.03.04	제이에스픽처스	박홍균 등	홍자매	이승기, 차승원, 오연서
	라이브	16	2018.03.03~2018.05.06	지티스트	김규태	노희경	정유미, 이광수, 배성우
	드라마(미정)	-	2018년 5월~	-	-	-	-
	미스터 션샤인(예상)	24	2018년 7월~	화앤담픽처스	이응복	김은숙	이병헌, 김태리, 유연석
OCN 월화	멜로홀릭	10	2017.11.06~2017.12.05	몬스터 유니온	송현욱	박소영	유노윤호, 경수진
	애간장	10	2018.01.08~2018.02.06	SBS 플러스	민영홍	박기연	이정신, 서지훈, 이열음
	그 남자 오수	-	2018.03.05~	IMTV	남기훈	정유선	이종현, 김소은, 강태오
OCN 토일	듀얼	16	2017.06.03~2017.07.23	초록됀미디어	이종재 등	김윤주	정재영, 김정은, 양세종
	구해줘	16	2017.08.05~2017.09.24	히든시퀀스	김성수	정신규	택연, 서예지, 조성하
	블랙	18	2017.10.14~2017.12.10	아이윌미디어	김홍선	최란	송승헌, 고아라, 이엘
	니쁜 녀석들 : 악의 도시	16	2017.12.16~2018.02.04	얼반웍스미디어	한동화	한정훈	박중훈, 주진모, 양익준
	작은 신의 아이들	16	2018.2.24~2018.04.15	스튜디오드래곤, KPJ	강신호	한우리	강지환, 김옥빈, 심희섭
	미스트리스	-	2018년 4월~	-	-	고정운 등	한가인
	보이스 2	-	2018년	-	-	-	이하나 등

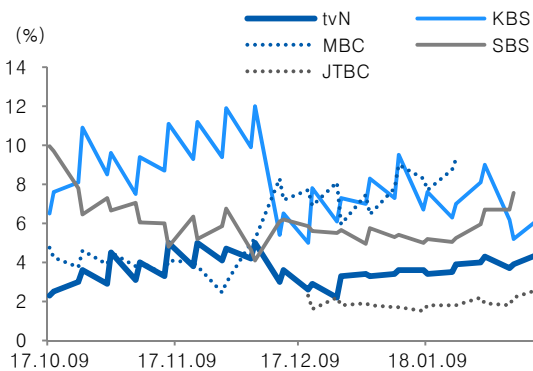
주: 『막돼먹은 영애씨 16』과 『슬기로운 감빵생활』은 CJ E&M의 자체제작 드라마임
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 스튜디오드래곤 1Q18 라인업



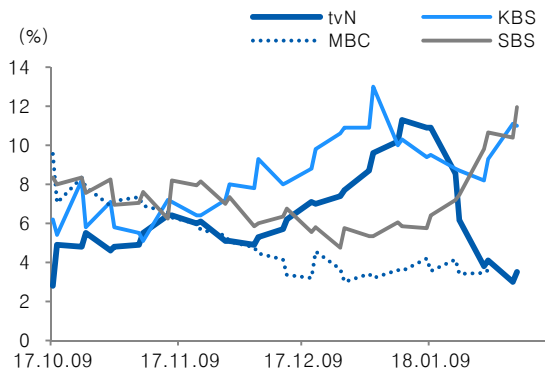
자료: 스튜디오드래곤

[그림 3] 월화드라마 채널별 시청률 비교 (tvN 드라마 편성시간 9시반으로 이동 이후)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 수목드라마 채널별 시청률 비교 (tvN 드라마 편성시간 9시반으로 이동 이후)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 스튜디오드래곤 지역별 매출액 추이

(단위: 억원)

	1H16	2H16	1H17	비고
매출액	661	1,294	1,374	-
- 한국	-	1,020	1,074	-
- 중국	-	153	6	2017년 한한령에 따른 중국향 수출절벽 현상
- 일본	-	48	121	1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매
- 미국	-	9	23	-
- 기타	-	65	149	1Q17 『푸른바다의 전설』 및 『도깨비』 판매, 2Q17 넷플릭스향 『비밀의 숲』 매출 일부 인식

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] iflix 에서 전송되는 『푸른 바다의 전설』



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] Viu 에서 전송되는 『도깨비』



자료: 유안타증권 리서치센터

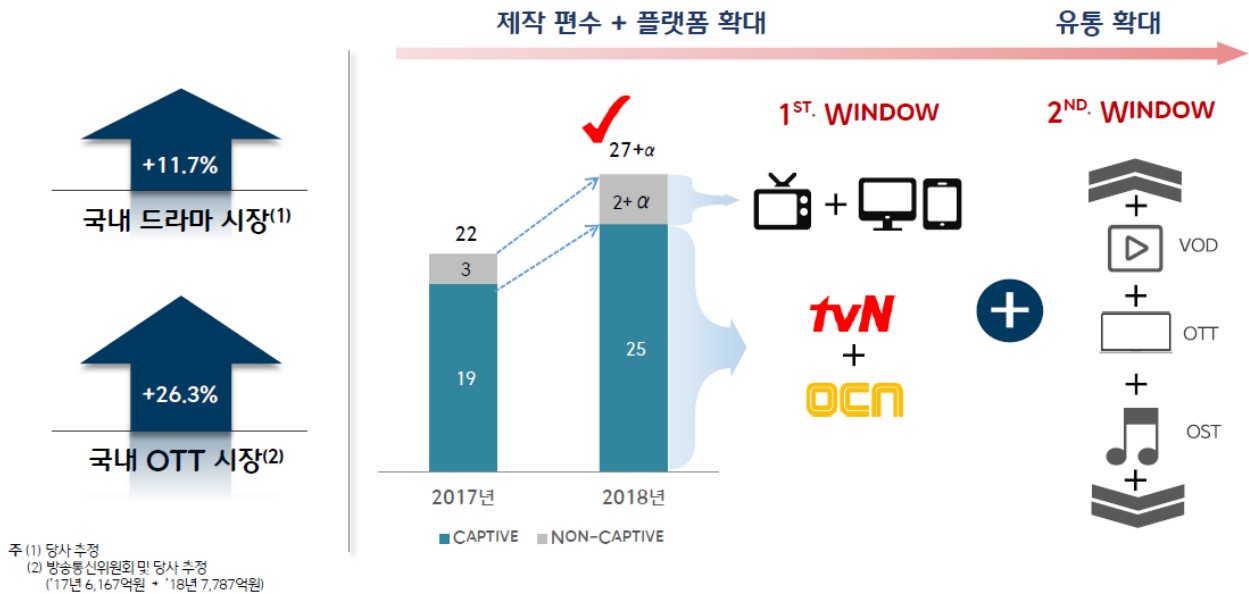
[그림 7] 글로벌 OTT 사업자 증가는 콘텐츠 사업자에게 우호적 환경으로 작용



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 스튜디오드래곤의 2018년 국내시장 성장 전략

드라마 제작 편수 확대, 완성도 및 HIT RATIO 강화 → 시장 내 영향력 강화 집중



자료: 스튜디오드래곤

[그림 9] 스튜디오드래곤의 2018년 해외시장 성장 전략

메이저 플레이어와 파트너십 확대, 글로벌 제작 역량 강화 → 글로벌 제작사 도약



자료: 스튜디오드래곤

[그림 10] 2018 년 넷플릭스 오리지널 드라마 예정작 2 편 확정 → 스튜디오드래곤도 넷플릭스 오리지널 드라마 수주 가능성 존재

킹덤 (6부작)

제작사 : 에이스토리
제작비 총액 : 100억원 + α
극본 김은희, 연출 김성훈

조선의 왕세자가 의문의 역병을 조사하는 과정에서 나라 전체를 위협하는 잔혹한 진실을 밝혀내는 이야기

[출연진]



주지훈



류승룡



배두나

좋아하면 울리는 (12부작)

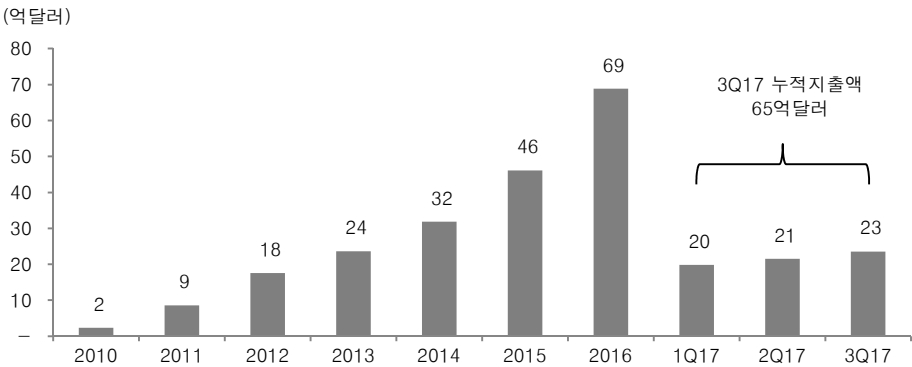
천계영 작가 인기 웹툰 원작드라마
연출 이재문

누군가를 좋아하는 마음을 알려주는 ‘애플리케이션’ 으로 인해 일어나는 대인관계와 사회적 환경 속에서도 자신의 진심을 알고 싶어 하는 인물들의 이야기



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 넷플릭스의 스트리밍 콘텐츠 관련 현금지출액 추이 (전세계 기준)



자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] CJ E&M의 한중 합작드라마 『상애천사천년』 - tvN 드라마 『인현왕후의 남자』의 리메이크작

상애천사천년 (相愛穿梭千年) (22부작)

편성기간 : 2015.02.15~2015.03.23

편성 : 중국 후난위성TV

극본 서재원/권소라, 연출 장영우

기원전 16년, 한나라 공명은 허황후의 폐위를 막으려다가 목숨을 위협받던 절체절명의 순간 2천년의 공간을 뛰어넘어 2015년으로 가게 되고, 그 곳에서 드라마 속 허황후 배역을 맡은 당돌한 매력의 상상을 만나 과거와 현대를 오가며 사랑에 빠지게 되는 타임 슬립 로맨스 드라마

**[출연진]**정백연
(공명 役)정상
(린상상 役)사의림
(진징 役)천시양
(왕망 役)황백균
(한위페이 役)

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 한국 원작드라마를 리메이크한 중국 드라마 리스트 (2015년 이후)

중국판 리메이크 드라마				한국 원작드라마		
리메이크 드라마 제목	방영연도	방영 플랫폼	제작사	원작 드라마 제목	방영연도	방영 플랫폼
처자적황언	2015	후난위성	저장화처영상, 저장진시영상	내 딸 서영이	2012	KBS
상애천사천년	2015	후난위성	후난위성, 텐위미디어유한공사 등	인현왕후의 남자	2012	tvN
상애주보	2015	상하이드라마채널	베이징중시허천투자유한공사	금 나와라 뚝딱	2013	MBC
번성사월	2017	장쑤위성, 안휘위성	신푸관하이영상문화그룹 등	태양의 여자	2008	KBS
표량적리취전	2017	후난위성	자싱미디어, 망고영상 등	그녀는 예뻤다	2015	MBC
미정	미정	미정	JW 문화투자공사	낭랑 18세	2004	KBS
미정	미정	미정	자싱미디어	옥탑방 왕세자	2012	SBS
영지신생	미정	미정	크로툰미디어	미생	2014	tvN
칠개아	미정	미정	화처미디어유한공사	킬미힐미	2015	MBC
청춘시대	미정	미정	화처미디어유한공사	청춘시대	2016	JTBC
아침애적봉우문	미정	미정	저장둥양신메이칭핀유한공사	디어마이프렌즈	2016	tvN

자료: 베이징레전드미디어, 한중콘텐츠연구소

[그림 13] CJ E&M의 한-베트남 합작드라마 『오늘도 청춘』

오늘도 청춘 (36부작)

편성기간 : 2014.12.17~2015.04.23

편성 : 베트남 VTV

극본 강지숙, 연출 명현우/카잉안

유복하지만 철없는 베트남 여대생 링이 어디로 될지 모르는 하숙집 아들이자 아이돌 연습생인 준수, 댄디한 매력의 친오빠 같은 베트남 청년 카잉, 또래의 대학생들과 함께 사랑과 우정을 그려가는 청춘 드라마



[출연진]



강태오



이아현



노행하



유재명



이규복

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 한국드라마 리메이크작이 미국에서 제작되는 사례가 나타나고 있음 - 스튜디오드래곤에게 기회요인



한국 드라마 『굿닥터』 (2013)

KBS 월화드라마 (20부작)

제작사 : 로고스필름

연출 : 기민수, 김진우

극본 : 박재범, 오하나

출연 : 주원, 문채원, 주상욱

평균 시청률 17.3% (TNms 전국기준)



미국 드라마 『굿닥터』 (2017)

ABC방송 (시즌1 18부 방영 예정)

미국 지상파 프라임타임에 방송되는
한국드라마 리메이크 첫 작품

미국 월요 드라마 선호도 1위

자료: 유안타증권 리서치센터

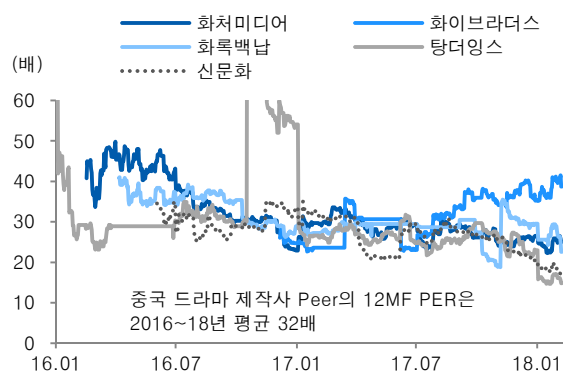
[표 6] 스튜디오드래곤, Peer 실적 및 Valuation 비교

	종목코드	단위	시총	2017E			2018E			2019E		
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
스튜디오드래곤	253450 KS	(억원)	20,019	2,930	386	295	3,898	832	661	4,611	998	794
제이콘텐트리	036420 KS	(억원)	7,368	4,109	365	147	4,929	506	338	5,491	613	397
CJ E&M	130960 KS	(억원)	34,820	17,501	632	4,286	20,282	1,429	1,469	21,881	1,749	1,786
넷플릭스	NFLX US	(백만달러)	115,309	11,681	834	749	15,755	1,583	1,377	19,324	2,550	2,081
화처미디어	300133 CH	(백만달러)	3,289	839	106	98	1,033	138	123	1,239	175	161
화이브라더스	300027 CH	(백만달러)	4,327	608	178	141	760	203	163	891	239	183
화록백남	300291 CH	(백만달러)	1,298	336	-	43	389	-	55	435	-	63
탕더잉스	300426 CH	(백만달러)	1,130	226	49	44	284	84	76	346	112	99
신문화	300336 CH	(백만달러)	880	222	56	49	290	76	66	372	94	76
				2017E			2018E			2019E		
				PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE
스튜디오드래곤		(배, %)		73.1	5.4	9.4	30.3	4.6	16.4	25.2	3.9	16.7
제이콘텐트리		(배, %)		53.1	4.8	12.1	23.1	4.0	19.2	19.6	3.3	18.7
CJ E&M		(배, %)		8.1	1.7	23.9	23.7	1.5	6.8	19.5	1.4	7.5
넷플릭스		(배, %)		157.4	34.0	17.7	86.6	23.4	25.8	54.3	16.5	28.0
화처미디어		(배, %)		32.9	2.9	9.0	25.8	2.7	10.6	21.0	2.4	12.4
화이브라더스		(배, %)		31.6	2.7	9.1	25.9	2.5	9.5	23.6	2.3	9.8
화록백남		(배, %)		21.8	1.2	4.4	17.6	1.2	5.3	14.7	1.1	5.9
탕더잉스		(배, %)		25.2	5.7	18.2	14.8	4.2	29.1	11.2	3.1	27.9
신문화		(배, %)		17.3	1.8	10.0	13.5	1.6	11.9	11.4	1.4	12.6
중국 드라마 Peer 평균		(배, %)		25.8	2.9	10.1	19.5	2.4	13.3	16.4	2.1	13.7

주: 스튜디오드래곤, CJ E&M은 당사 추정치 기준. 중국 드라마 제작사 Peer는 컨센서스 기준

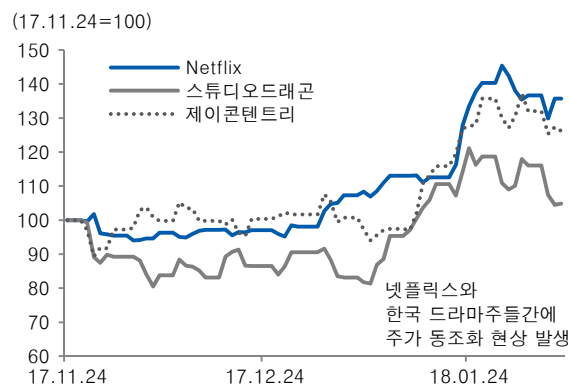
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 중국 드라마 제작사 Peer의 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 넷플릭스와 한국 드라마주 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 스튜디오드래곤 상장 이후 주주 구성

			공모후 주식수(주)	공모후 지분율(%)	상장후 매도제한기간
유통제한물량	CJ E&M		20,000,000	71.3	6개월
	김선정 (문화창고 대표)		636,360	2.3	6개월
	윤하림 (화앤담픽처스 대표)		545,450	1.9	6개월
	장진욱 (KPJ 대표)		30,000	0.1	6개월
	그외 보호예수대상자		825,430	2.9	6개월
	6개월 보호예수 물량 소계		22,037,240	78.6	-
	우리사주조합		120,000	0.4	1년
	전체 보호예수 물량 소계		22,157,240	79.0	-
유통가능물량	공모주주	기관	4,680,000	16.7	-
		일반	1,200,000	4.3	-
		소계	5,880,000	21.0	-
합계			28,037,240	100.0	-

자료: 스튜디오드래곤

[표 8] 스튜디오드래곤 신주 배정 내역

모집대상	배정주식수(주)	배정비율	주당 모집가액(원)	모집총액(억원)	비고
우리사주조합	120,000	2%		42	우선배정
일반청약자	1,200,000	20%	35,000	420	-
기관청약자	4,680,000	78%		1,638	고위험고수익투자신탁배정수량 포함
합계	6,000,000	100%		2,100	-

자료: 스튜디오드래곤

[표 9] 기관청약자 의무보유 확약기간별 배정 현황

확약기간	배정주식수(주)	비중
15일	179,340	3.8%
1개월	404,241	8.6%
3개월	1,153,160	24.6%
6개월	437,404	9.3%
미확약	2,505,855	53.5%
합계	4,680,000	100.0%

자료: 스튜디오드래곤

스튜디오드래곤 (253450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	1,544	2,868	3,898	4,611	5,552
매출원가	1,328	2,397	2,916	3,433	4,138
매출총이익	216	471	982	1,178	1,414
판매비	50	141	150	180	216
영업이익	166	331	832	998	1,198
EBITDA	388	331	832	998	1,198
영업외손익	-61	-20	40	49	60
외환관련손익	-3	0	0	0	0
이자손익	-8	16	40	49	60
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-50	-36	0	0	0
법인세비용차감전순이익	105	304	872	1,047	1,258
법인세비용	24	64	211	253	304
계속사업순이익	81	143	661	794	954
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	239	661	794	954
지배지분순이익	81	239	661	794	954
포괄순이익	83	77	661	794	954
지배지분포괄이익	83	0	0	0	0

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
유동자산	814	3,200	3,871	4,701	5,674
현금및현금성자산	115	2,637	3,219	3,996	4,901
매출채권 및 기타채권	394	172	252	298	359
재고자산	0	21	31	37	44
비유동자산	1,606	1,704	1,704	1,704	1,704
유형자산	12	11	11	11	11
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	23	19	19	19	19
자산총계	2,420	4,904	5,575	6,404	7,378
유동부채	845	1,093	1,104	1,139	1,158
매입채무 및 기타채무	205	247	258	293	313
단기차입금	81	65	65	65	65
유동성장기부채	0	200	200	200	200
비유동부채	214	107	107	107	107
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	100	100	100	100
부채총계	1,059	1,200	1,211	1,246	1,265
지배지분	1,361	3,704	4,365	5,159	6,112
자본금	110	140	140	140	140
자본잉여금	1,147	3,217	3,217	3,217	3,217
이익잉여금	83	323	983	1,777	2,731
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,361	3,704	4,365	5,159	6,112
순차입금	164	-2,277	-2,859	-3,636	-4,541
총차입금	281	364	364	364	364

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-124	261	582	777	905
당기순이익	81	77	661	794	954
감가상각비	2	0	0	0	0
외환손익	3	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-461	184	-79	-17	-49
기타현금흐름	250	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-695	0	0	0	0
투자자산	-3	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	0	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-682	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	935	2,100	0	0	0
단기차입금	73	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	199	0	0	0	0
자본	560	2,100	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	103	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	276	0	0	0
현금의 증감	115	2,637	582	777	905
기초 현금	0	0	2,637	3,219	3,996
기말 현금	115	2,637	3,219	3,996	4,901
NOPLAT	166	331	832	998	1,198
FCF	-121	444	552	740	859

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

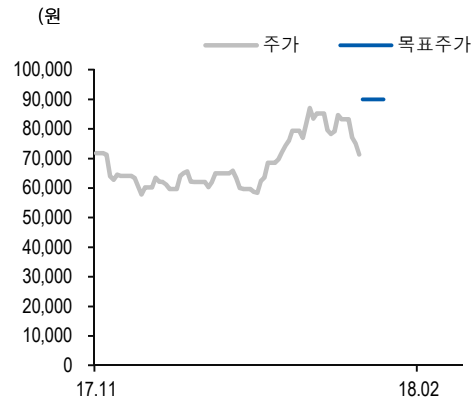
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	976	2,356	2,832	3,402
BPS	61,763	13,212	15,568	18,400	21,801
EBITDAPS	27,127	1,349	2,967	3,561	4,273
SPS	107,949	11,698	13,902	16,446	19,801
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	73.1	30.3	25.2	21.0
PBR	-	5.4	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	-	53.6	20.6	16.4	12.9
PSR	-	6.1	5.1	4.3	3.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	85.7	35.9	18.3	20.4
영업이익 증가율 (%)	na	98.9	151.6	20.0	20.0
지배순이익 증가율 (%)	na	193.9	176.1	20.2	20.1
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	25.2	25.6	25.5
영업이익률 (%)	10.8	11.5	21.3	21.7	21.6
지배순이익률 (%)	5.3	8.3	16.9	17.2	17.2
EBITDA 마진 (%)	25.1	11.5	21.3	21.7	21.6
ROIC	21.8	23.6	59.3	68.1	79.4
ROA	6.7	6.5	12.6	13.3	13.8
ROE	12.0	9.4	16.4	16.7	16.9
부채비율 (%)	77.8	32.4	27.7	24.1	20.7
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-61.5	-65.5	-70.5	-74.3
영업이익/금융비용 (배)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-02-08	BUY	90,000	1년		
2017-11-24	BUY	60,000	1년	14.10	45.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.4
Buy(매수)	85.4
Hold(중립)	13.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-02-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.