

Company Update



양승우, CFA
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	100,000원	(11.0%)
현재주가	90,100원	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)	
52주 최저/최고	57,800원/91,000원	
60일 평균거래대금	231.8억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	18.2	n/a	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	8.8	n/a	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이건	BUY	BUY	
목표주가	100,000	90,000	11.1%
2017E EPS	851	851	0%
2018E EPS	1,642	1,553	5.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	95,429
Recommendation	3.9

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

2018. 3. 13

스튜디오드래곤 (253450)

글로벌 잠재력을 입증할 시점

- <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
- 높아지고 있는 중국향 콘텐츠 판매 재개 가능성을 감안하며 목표주가를 10만원으로 상향.

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 유지해왔다. 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, 국내의 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.

목표주가 10만원으로 상향: 1분기는 전년 동기 <도깨비> 흥행으로 인해 역기저효과에 따른 부담이 존재하는 것은 사실이다. 다만 넷플릭스를 통한 <화유기>, <라이브> 판권판매와 국내 작품의 꾸준한 흥행 성적을 감안하면, 영업이익은 전년 대비 소폭 성장이 전망된다. 최근 중국 향으로 <나인>과 <시그널> 판권을 판매하였는데, 중국 시장에 대한 콘텐츠 판매 재개 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 이익 추정치를 6% 상향하며, 이를 반영하여 12개월 목표주가로 10만원을 제시한다.

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

Downside risk - 해외 사업자의 국내 제작 시장 진출

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017	2018E	2019E
매출액 (십억원)	154	287	405	519
순이익 (십억원)	8	24	46	69
EPS (adj) (원)	569	851	1,642	2,453
EPS (adj) growth (%)	n/a	49.4	93.1	49.4
EBITDA margin (%)	25.1	27.3	30.8	33.7
ROE (%)	6.0	9.4	11.7	15.3
P/E (adj) (배)	158.3	105.9	54.9	36.7
P/B (배)	14.6	6.8	6.1	5.2
EV/EBITDA (배)	65.5	30.0	18.6	13.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

1. 기업 개요 및 사업 모델

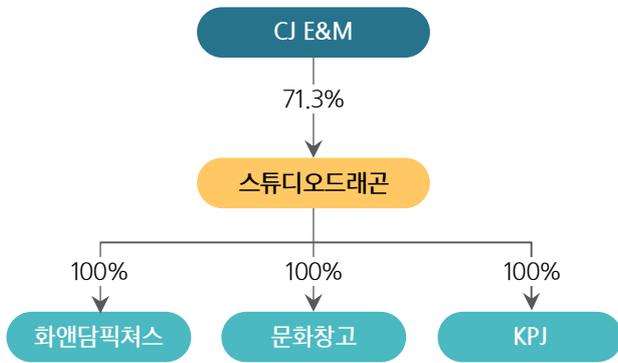
CJ E&M의 드라마 제작부문, 글로벌 진출을 위해 상장

인력과 IP가 핵심자산

스튜디오드래곤은 모회사 CJ E&M의 드라마 제작부문이 2016년 5월 분사하여 설립된 회사이다. 2016년 1월부터 사극·로맨스 등 다양한 장르의 작가 라인업 보강을 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.

작년 11월 상장하여 신주 발행(600만주, 21.4%)을 통해 2,100억원을 조달하였다. 일부는 차입금 상환(300억원)에 사용될 계획이며, 나머지는 글로벌 사업을 확대하기 위한 드라마 공동제작 및 해외 스튜디오 지분투자 목적으로 투입될 예정이다.

그림 132. 스튜디오드래곤 지분 구조



자료: 스튜디오드래곤

표 28. 인수 자회사 개요

자회사	시기	가액	기업 개요
화앤담픽처스	2016년 상반기	650억원* (합계)	2007년 설립 - 드라마 제작사 - 김은숙 작가 소속 (도깨비, 태양의 후예 등 집필)
문화창고	2016년 상반기	650억원* (합계)	2010년 설립 - 연예기획공연 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)

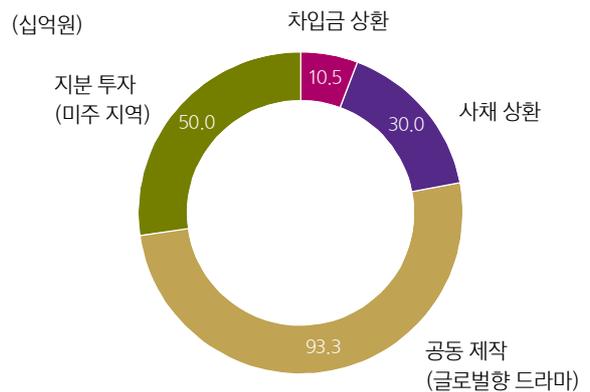
참고: * 화앤담픽처스, 문화창고 합산 금액
자료: 언론 보도, 삼성증권

그림 133. 상장 이후 주가 추이



자료: 삼성증권

그림 134. 공모자금은 글로벌 진출에 활용 예정



참고: 모집총액 2,100억원 중 회사 측이 사용처를 밝힌 금액
자료: 스튜디오드래곤

주요 사업 모델은 드라마 제작·판매

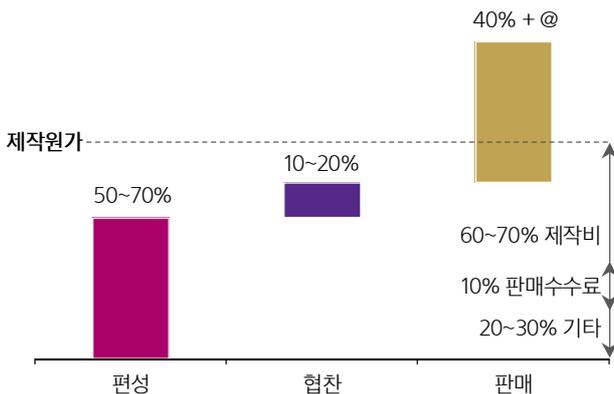
판권 판매를 통한
수익성 레버리지

스튜디오드래곤은 연간 25편 이상의 드라마를 제작할 수 있는 역량을 갖추고 있다. 2017년 23편의 드라마를 제작하여, 그 중 20편이 CJ E&M을 통해 방영되었으며, 나머지는 지상파, 종편 등 여타 채널에 편성되었다. 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 흥행작은 보다 높은 수익성을 달성하게 된다.

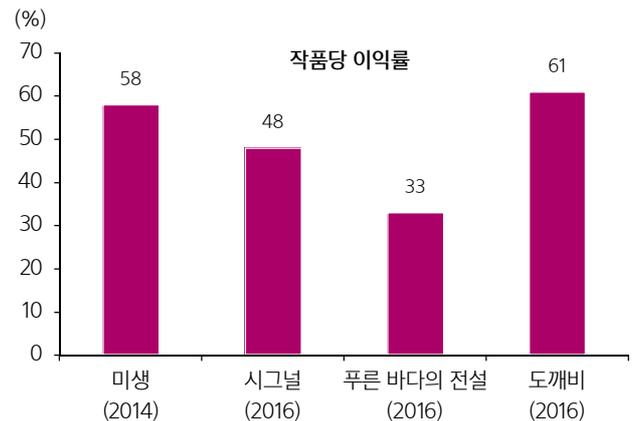
매출원가는 제작비 60~70%, 판권판매 수수료 10%, 매니지먼트를 포함한 기타비용으로 구성되어 있다. 제작비 중 70%는 당기 비용으로 인식하며, 30%는 무형자산화하여 18개월동안 상각한다. 판권판매 수수료는 모회사 CJ E&M이 판매를 대행하고 매출 중 일부를 수취함에 따른 비용이다.

그림 135. 제작원가 보전 및 이익 창출 구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 136. 흥행 작품은 높은 수익성을 달성



자료: 스튜디오드래곤

표 29. 스튜디오드래곤: Financial summary

(십억원)	손익계산서			(십억원)	재무상태표		
	2016	2017	2018E		2016	2017	2018E
매출	196	287	401	자산	242	490	548
편성	88	131	162	유동자산	81	308	346
판매	75	112	169	비유동자산	161	182	202
기타	32	44	69	무형자산	124	139	153
매출	196	287	401	부채	106	118	128
국내	151	220	288	유동부채	84	116	124
해외	44	67	113	비유동부채	21	3	4
매출원가	168	240	323	사채	20	(0)	(0)
영업이익	21.2	33.0	60.7	자본	136	370	413
영업이익률(%)	10.8	11.5	15.2	자본금	11	14	14
순이익	12.7	23.8	43.5	주식발행초과금	115	322	322
순이익률(%)	6.5	8.3	10.9	기타	10	34	78

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

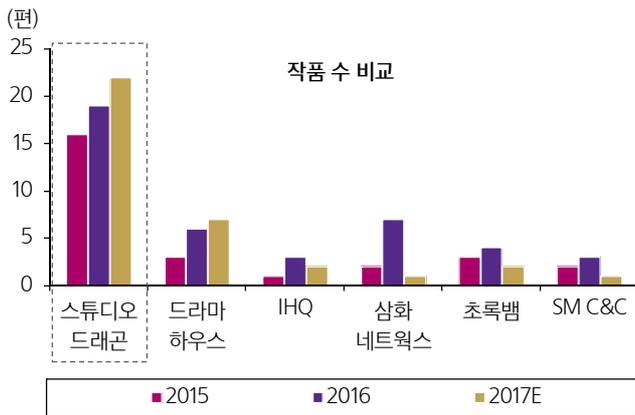
국내 외주 제작사는
영세화된 반면

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

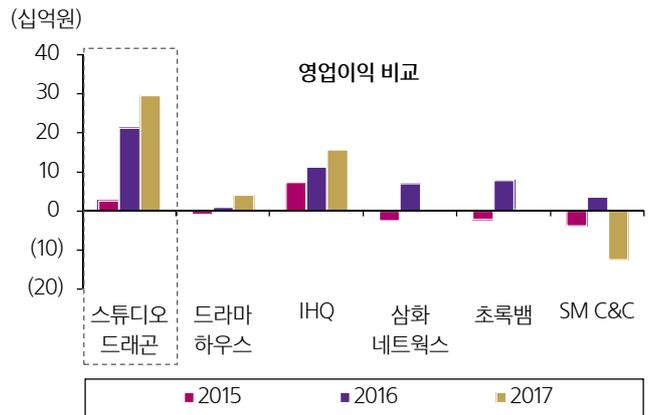
그러나 동사의 경우, 2000년대 중반 케이블 채널 시장에 진출한 CJ E&M을 통한 연간 15편 수준의 안정적인 편성에 기반해 스타가 아니라 작가·PD·연출 중심으로 콘텐츠 완성도에 초점을 맞춘 사업 전략을 중장기적인 시각을 가지고 10년 이상 유지해왔다. 그 결과 기존 드라마와는 차별적인 소재와 장르를 통해 2012년부터 다수의 흥행 콘텐츠를 배출할 수 있었다. 즉 높은 완성도를 가능케 하는 대규모 제작 역량과 시스템은 안정적인 편성과 장기간에 걸친 사업전략에 기반해 구축한 것으로, 자체 채널을 확보하지 못한 경쟁사 대부분은 모방하기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

그림 137. 스튜디오드래곤 vs 소형 스튜디오



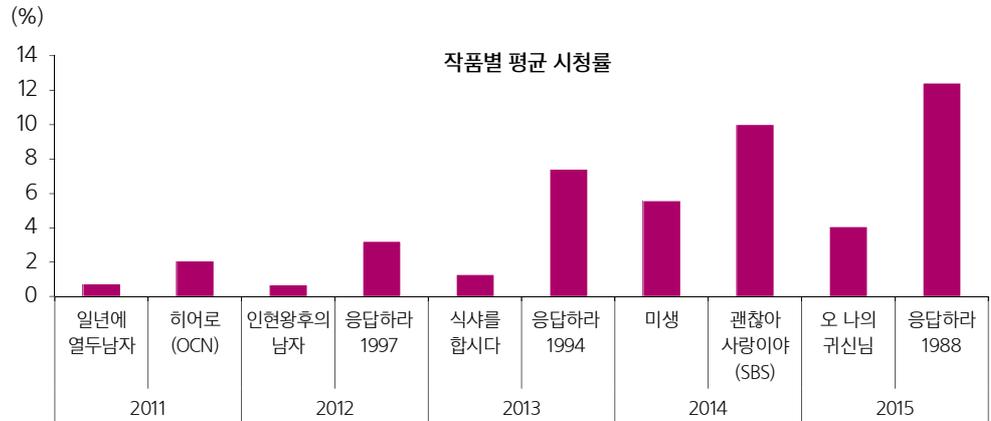
자료: 각 사, 삼성증권

그림 138. 스튜디오드래곤 vs 소형 스튜디오



참고: 드라마하우스는 3Q17 누적 기준
자료: 각 사, 삼성증권

그림 139. 작품 완성도에 기반해 2012년부터 콘텐츠 인지도 상승



자료: CJ E&M, TNmS, AGB닐슨, 삼성증권

표 30. 스튜디오드래곤 - 주요 작품 라인업

		
비밀의 숲 (tvN, 2017년 6월)	품위있는 그녀 (JTBC, 2017년 6월)	황금빛 내 인생* (KBS, 2017년 9월)
평균 시청률 4.6%	평균 시청률 6.6%	평균 시청률 30.0%
최고 시청률 6.6%	최고 시청률 12.1%	최고 시청률 37.9%
		
화유기* (tvN, 2017년 12월)	마더* (tvN, 2018년 1월)	크로스* (tvN, 2018년 1월)
평균 시청률 5.4%	평균 시청률 3.3%	평균 시청률 3.9%
최고 시청률 6.9%	최고 시청률 4.6%	최고 시청률 4.7%

참고: * 3월 13일 기준

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

(2) 뉴미디어 시장의 잠재력

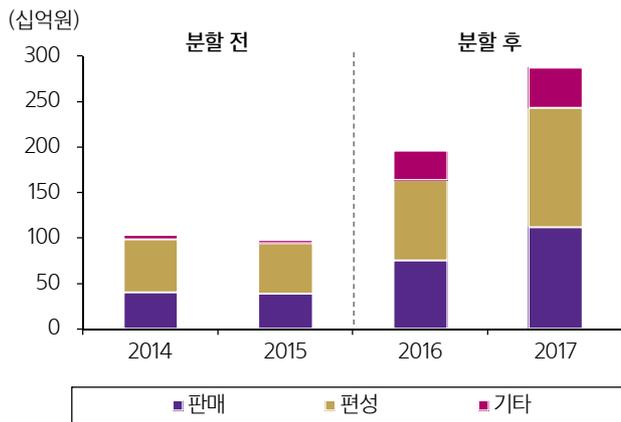
안정성과 성장성을 동시에

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

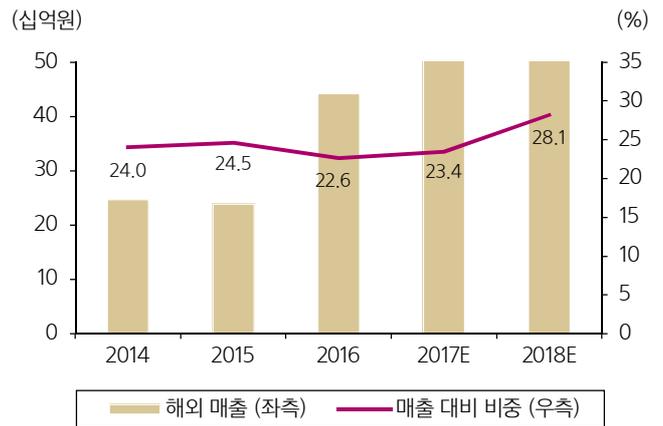
뉴미디어에서 콘텐츠의 무게 중심은 드라마로 이동하고 있다. 스트리밍 형태의 소비가 보편화되면서, 드라마는 영화에 비해 1) 긴 분량으로 폭넓은 소재와 스토리 전달이 가능하기 때문에 보다 높은 시청자의 몰입도를 이끌어낼 수 있고, 2) 시즌제를 통해 인지도 자체의 레버리지가 가능하기 때문이다. 국내 드라마 판권 시장은 VoD 수요 증가를 통해 연간 15~20% 이상의 꾸준한 성장이 예상된다. 또한 Netflix를 포함한 글로벌 OTT 플랫폼의 콘텐츠 확보 노력을 통해 한국 콘텐츠의 해외 진출이 가속화될 예정이다. 마치 과거 K-pop이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

그림 140. 제작편수·판권판매 확대를 통한 외형성장



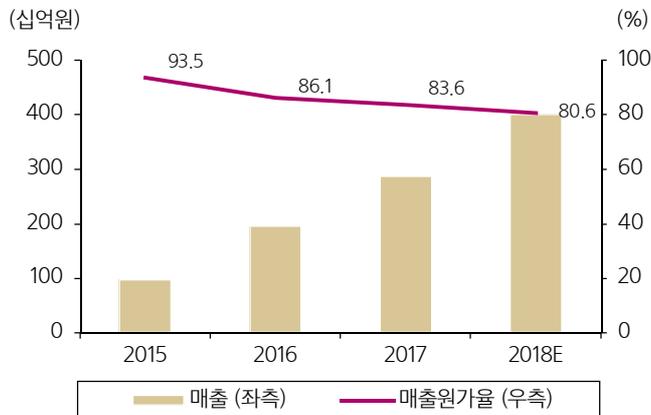
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 141. 해외 매출 비중은 20~30% 수준



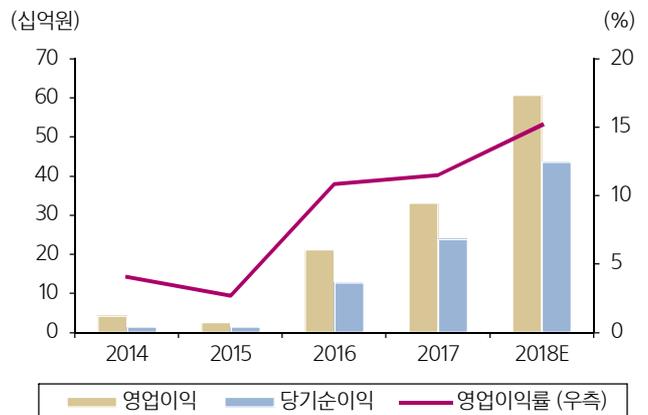
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 142. 편당 매출 증가로 원가율 하락하며...



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 143. 가파른 수익성 개선 추이



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 144. 국내 VoD 이용은 점차 대중화되는 추세



자료: 정보통신정책연구원 (KISDI)

표 31. 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. 2018년 및 1분기 실적 전망

실적 upside 측면에서 세 가지 변수 존재

올해 27편 이상의 드라마 제작(vs 2017년 23편)을 목표하고 있어, 기본적으로 외형성장을 지속할 전망이다. 다만 실적의 upside 측면에서 다음과 같은 세 가지 변수가 존재하기 때문에, 현재로서 정확한 전망은 쉽지 않다.

첫 번째는 텐트폴(tent poll) 작품의 흥행 수준이다. 올해는 현재 방영 중인 <화유기>에 이어 <미스터 션샤인>, <알함브라 궁전의 추억>과 같은 대형 작품이 예정되어 있다. 작년 <도깨비>의 높은 수익성을 통해 확인할 수 있듯이, 흥행 성적에 따라 실적 기여도는 크게 달라지게 된다.

두 번째는 해외 OTT 사업자를 통한 판권판매이다. 넷플릭스는 작년 <비밀의 숲>을 시작으로, 올해 1분기 <화유기>, <라이브> 판권을 구입한 것으로 확인되며, Amazon Prime을 비롯한 다른 사업자와도 협상이 진행 중이다. 또한 한중관계 개선에 따라 중국 OTT 사업자를 통한 판권판매 기대감이 높아지고 있다.

세 번째는 넷플릭스 오리지널 시리즈 제작 여부이다. 넷플릭스와 판권구입과 별도로 올해 중 방영을 목표로 오리지널 시리즈 제작이 논의되고 있다. 국내 드라마 대비 제작규모가 크고 안정적인 수익성을 보장받을 수 있는 구조이기 때문에 잠재력이 큰 사업모델이다.

1분기 역기저효과 불구하고, 실적 성장 전망

올해 1분기는 전년 동기 <도깨비> 흥행으로 인해 역기저효과에 따른 부담이 존재하는 것은 사실이다. 다만 넷플릭스를 통한 <화유기>, <라이브> 판권판매와 <마더>, <크로스> 등 국내 작품의 꾸준한 흥행 성적을 감안하면, 영업이익은 160억원으로 전년 대비 소폭 성장이 전망된다. 최근 중국 향으로 <나인>과 <시그널> 판권을 판매하였는데, 중국 시장에 대한 콘텐츠 판매 재개 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단된다.

표 32. 스튜디오드래곤 2018년 주요 작품

작품	화유기	마더	크로스	라이브
				
방영 시기	2017년 12월	2018년 1월	2018년 1월	2018년 3월
작가	홍정은, 홍미란	정서경	최민석	노희경
제작	JS픽처스	THE UNICORN	로고스필름	지티스트
주연	이승기, 차승원, 오연서	이보영, 이혜영	고경표, 조재현, 전소민	정유미, 이광수, 배성우
시청률*	평균 5.4%, 최고 6.9%	평균 3.3%, 최고 4.6%	평균 3.9%, 최고 4.7%	평균 3.8%, 최고 4.3%

참고: * 3월 13일 기준

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

표 33. 1분기 실적 추정

(십억원)	1Q18E		차이 (%)	1Q17	4Q17	증감 (%)	
	삼성증권	컨센서스				전년대비	전분기대비
매출	98	92	6.5	75	72	29.5	35.7
편성	39	n/a	n/a	26	39	48.0	0.0
판매	42	n/a	n/a	36	26	13.8	61.4
기타	17	n/a	n/a	13	7	36.0	137.2
매출원가	78	n/a	n/a	59	64	33.4	21.3
판관비	3	n/a	n/a	3	4	20.0	(16.1)
영업이익	16	17	(2.7)	14	3	14.9	362.5
세전계속사업이익	15	16	(3.3)	13	2	16.2	811.2
순이익	12	12	(7.0)	13	2	(13.8)	477.7
주요지표 (%)							
영업이익률	16.5	18.0		18.5	4.8		
세전계속사업이익률	15.8	17.4		17.6	2.3		
순이익률	11.8	13.5		17.8	2.8		

자료: 스튜디오드래곤, Fnguide, 삼성증권 추정

4. Valuation 및 리스크 요인

동사는 현재 사업모델이 국내 기반에서 해외로 확장되는 과도기에 위치한 단계이기 때문에, 앞서 언급한대로 변수에 따라 실적 추정치의 변동폭이 크다. 따라서 시나리오 분석에 기반한 valuation 및 목표주가 산정이 적합하다고 판단된다.

목표주가 10만원으로
11% 상향

현재 당사의 실적 추정치는 1) 작년과 유사한 연간 1~2편 수준의 텐트폴 작품 흥행, 2) 넷플릭스를 통한 5편 수준의 판권판매와 중국 콘텐츠 판매의 점진적인 재개(1~2편), 3) 넷플릭스 오리지널 시리즈의 연말 1편 제작·편성을 가정하고 있다. 최근 중국 향 콘텐츠 판매 가능성이 높아짐에 따라 이익 추정치를 6% 상향하며, 이를 반영하여 12개월 목표주가로 10만원을 제시한다. 현재 주가 대비 상승여력이 크지 않은 것은 목표주가 산정기간이 12개월로 상대적으로 짧으며, 불확실성을 배제한 보수적인 실적 추정에 근거하기 때문이다. 향후 중국 시장의 판권판매가 본격화되거나 또는 넷플릭스 오리지널 시리즈의 제작 규모 등에 따라 추가적으로 목표주가를 상향할 수 있다.

표 34. 시나리오 분석

	Normal case	Our assumption	Surprise case
시나리오	<ul style="list-style-type: none"> 연간 1~2편의 텐트폴 작품 국내외 판매판매 지속 성장 	<ul style="list-style-type: none"> 연간 2~3편의 텐트폴 작품 Netflix original 시리즈 제작, 중국 수출 본격화 	<ul style="list-style-type: none"> 해외 플랫폼을 통한 대작 흥행으로 수주 확대
주요 가정	<ul style="list-style-type: none"> 2018E 제작편수 27편 판매 매출 국내 25%, 해외 30% 성장 	<ul style="list-style-type: none"> 콘텐츠 제작 규모 확대 판매 매출 해외 70% 성장 	<ul style="list-style-type: none"> 콘텐츠 제작 편수 & 판매가 상승 판매 매출 해외 100% 성장
2018E 영업이익 (십억원)	45.0	64.1	69.0
2018E 순이익 (십억원)	35.0	46.1	51.8
적용 P/E	2018E 40배 / 2019E 28배	2018E 60배 / 2019E 40배	2018E 65배 / 2019E 50배
목표주가 (원)	50,000	100,000	120,000
Upside (%)	-44.5	+11.0	+33.2

자료: 삼성증권

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 시리즈를 제작할 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 수준의 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.

그림 145. 미국/중국 대비 확연히 낮은 제작비 - 작은 시장 규모에 기인

(십억원/시즌)



자료: 언론 보도, 삼성증권

표 35. 목표주가 산정

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	비고
매출	196	287	405	519	
국내	151	220	288	343	
해외	44	67	117	176	
영업이익	21.2	33.0	64.1	94.4	
(영업이익률, %)	10.8	11.5	15.8	18.2	
순이익	12.7	23.8	46.1	68.8	A
적용 multiple (배)				40	B
전체 기업가치				2,752	C=AxB
주식 수 ('000)				28,037	D
목표주가 (원)				100,000	C/D
현재가격 (원)				91,000	
Upside (%)				9.9	

자료: 삼성증권

표 36. 글로벌 peer 밸류에이션 테이블

기업명	시가총액 (십억원)	PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)			Performance (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1M	3M	6M
스튜디오드래곤	2,526	105.9	54.9	36.7	6.8	6.1	5.2	9.4	11.7	15.3	30.0	18.6	13.0	14.1	44.9	n/a
국내 소형 스튜디오		54.0	23.7	16.9	2.7	1.7	1.5	1.2	7.2	9.3	13.8	4.1	4.2	12.2	13.6	26.4
삼화네트웍스	82	74.0	n/a	n/a	2.0	n/a	n/a	2.8	n/a	n/a	23.0	n/a	n/a	15.3	38.1	43.8
IHQ	411	34.0	23.7	16.9	1.8	1.7	1.5	5.3	7.2	9.3	4.6	4.1	4.2	18.7	13.9	39.4
화이브라더스코리아	121	nm	n/a	n/a	2.6	n/a	n/a	(4.5)	n/a	n/a	nm	n/a	n/a	1.1	5.8	28.3
영화 드라마 제작사		30.3	27.4	23.0	2.5	2.3	2.1	4.9	8.2	9.2	20.5	17.4	15.3	11.0	7.8	4.3
NEW	243	19.5	26.4	20.5	1.8	1.7	1.5	(5.6)	6.9	8.2	9.8	14.3	12.6	19.9	(9.4)	29.1
쇼박스	376	41.3	34.5	30.9	2.8	2.6	2.4	7.1	7.6	8.0	4.5	3.3	3.1	10.3	7.3	15.6
Huayi Brothers	4,619	33.8	29.1	28.5	3.0	2.9	2.7	9.4	10.0	10.8	27.1	20.9	19.8	6.6	11.5	8.4
Huace Film & TV	3,865	36.1	30.0	23.9	3.3	3.0	2.7	9.3	11.1	13.1	34.4	25.8	20.7	6.0	24.6	9.1
Beijing Hualu Baina	1,617	20.8	16.9	11.0	1.5	1.4	1.3	4.4	5.3	5.9	26.7	22.7	20.1	12.4	5.0	(40.5)
종합 미디어 사업자		16.6	17.3	15.2	2.2	2.0	1.8	17.1	13.5	13.5	9.2	9.1	8.5	3.9	2.3	6.8
CJ E&M	3,556	8.1	24.2	19.9	1.7	1.5	1.4	24.4	6.8	7.5	9.4	8.8	7.8	9.3	2.2	17.8
SBS	475	28.8	17.3	14.6	0.8	0.8	0.7	3.0	4.8	5.2	10.0	7.3	6.3	3.4	4.4	8.1
Disney	167,496	17.3	15.4	14.4	3.6	3.6	3.4	21.2	23.3	24.3	9.3	10.2	10.2	1.3	(2.5)	7.0
Time Warner	79,013	12.2	12.4	11.8	2.5	2.2	1.9	19.9	19.0	17.1	8.2	10.1	9.9	1.8	5.1	(5.7)
글로벌 OTT 사업자																
Netflix	152,975	143.8	104.5	62.0	23.2	37.2	28.0	17.9	28.5	30.9	91.0	78.3	47.7	28.5	78.5	79.0

자료: 삼성증권, Bloomberg

표 37. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	405	519	75	62	77	72	98	100	101	106	125	127	131	137
편성	131	162	208	26	24	42	39	39	41	41	41	52	52	52	52
판매	112	173	243	36	26	23	26	42	41	43	48	56	58	62	68
기타	44	69	68	13	12	12	7	17	17	17	17	17	17	17	17
매출원가	240	324	404	59	50	67	64	78	81	82	82	100	101	101	102
제작비	200	249	320	48	40	60	52	60	63	63	63	80	80	80	80
판매수수료	17	26	36	5	4	3	4	6	6	6	7	8	9	9	10
기타	23	49	48	5	6	3	9	12	12	12	12	12	12	12	12
매출총이익	47	81	115	17	12	11	7	19	18	19	24	24	26	30	35
판관비	14	17	20	3	3	4	4	3	4	5	5	4	5	6	6
영업이익	33	64	94	14	9	7	3	16	14	15	19	20	21	24	29
세전계속사업이익	30	61	92	13	9	6	2	15	14	14	19	20	21	23	28
당기순이익	24	46	69	13	3	6	2	12	10	10	14	15	16	17	21
EBITDA	78	124	175	30	19	17	12	32	26	23	43	41	36	33	65
EPS (지배주주, 원)	851	1,643	2,455												
DPS (원)	0	0	0												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	15.8	18.2	18.5	14.3	8.6	4.8	16.5	14.3	14.4	18.0	16.4	16.9	18.2	21.1
세전계속사업이익률	10.6	15.2	17.7	17.6	14.5	8.2	2.3	15.8	13.7	13.8	17.4	15.9	16.3	17.7	20.6
순이익률	8.3	11.4	13.3	17.8	4.5	7.3	2.8	11.8	10.2	10.3	13.1	11.9	12.2	13.3	15.5
EBITDA 마진	27.3	30.8	33.7	39.8	30.6	21.9	16.7	32.8	26.1	22.8	40.4	32.9	28.4	25.2	47.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0												

참고: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	405	519	622
매출원가	133	240	324	404	472
매출총이익	22	47	81	115	151
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	20.0	22.1	24.2
판매 및 일반관리비	5	14	17	20	24
영업이익	17	33	64	94	126
(영업이익률, %)	10.8	11.5	15.8	18.2	20.3
영업외손익	(6)	(3)	(3)	(3)	6
금융수익	1	0	4	5	6
금융비용	2	1	0	(0)	(0)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	(2)	(6)	(7)	0
세전이익	10	30	61	92	132
법인세	2	6	15	23	33
(법인세율, %)	22.4	21.2	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	8	24	46	69	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	46	69	99
(순이익률, %)	5.3	8.3	11.4	13.3	16.0
지배주주순이익	8	24	46	69	99
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	78	124	175	225
(EBITDA 이익률, %)	25.1	27.3	30.8	33.7	36.2
EPS (지배주주)	569	851	1,642	2,453	3,541
EPS (연결기준)	569	851	1,642	2,453	3,541
수정 EPS (원)*	569	851	1,642	2,453	3,541

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	56	100	142	190
당기순이익	8	24	46	69	99
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	53	72	99	126
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	45	60	80	99
기타	5	7	12	18	27
영업활동 자산부채 변동	(46)	(14)	(2)	(2)	(2)
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(67)	(77)	(92)	(103)
유형자산 증감	(1)	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(66)	(67)	(76)	(91)	(102)
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	197	(3)	50	87
기초현금	0	12	208	205	255
기말현금	12	208	205	255	342
Gross cash flow	35	77	118	167	226
Free cash flow	(14)	(4)	26	46	82

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	306	344	432	555
현금 및 현금등가물	12	208	205	255	342
매출채권	37	37	52	67	80
재고자산	0	0	0	0	0
기타	33	61	86	111	133
비유동자산	161	182	202	219	228
투자자산	2	2	3	4	5
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	139	153	169	178
기타	33	40	45	45	45
자산총계	242	488	546	651	783
유동부채	84	116	126	161	193
매입채무	6	6	8	10	13
단기차입금	8	7	0	0	0
기타 유동부채	71	103	118	151	181
비유동부채	21	3	4	5	6
사채 및 장기차입금	20	(0)	(0)	(0)	(0)
기타 비유동부채	2	3	4	5	6
부채총계	106	118	130	166	199
지배주주지분	136	370	416	485	584
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	322	322	322	322
이익잉여금	8	32	78	147	246
기타	2	2	2	2	2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	370	416	485	584
순부채	16	(182)	(205)	(255)	(343)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	41.1	28.2	20.0
영업이익	n/a	98.3	94.4	47.3	33.8
순이익	n/a	192.9	93.1	49.4	44.4
수정 EPS**	n/a	49.4	93.1	49.4	44.4
주당지표					
EPS (지배주주)	569	851	1,642	2,453	3,541
EPS (연결기준)	569	851	1,642	2,453	3,541
수정 EPS**	569	851	1,642	2,453	3,541
BPS	6,176	13,195	14,837	17,290	20,831
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	158.3	105.9	54.9	36.7	25.4
P/B***	14.6	6.8	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	65.5	30.0	18.6	13.0	9.7
비율					
ROE (%)	6.0	9.4	11.7	15.3	18.6
ROA (%)	3.4	6.5	8.9	11.5	13.8
ROIC (%)	8.5	15.3	24.4	32.4	40.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	12.1	(49.2)	(49.4)	(52.7)	(58.7)
이자보상배율 (배)	19.5	35.6	143.0	nm	nm