

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

판돈이 커지면 따는 금액도 크다

모회사인 CJ E&M의 캡티브 물량 덕에 연간 확보하는 드라마 IP수 국내 최대. 중국 시장 재개 시 가장 높은 판권 판매 기록할 것. 넷플릭스 공급 시작한 점 반영 적용 밸류에이션 기준 변경, 목표주가 12만원으로 상향함

CJ E&M이 보장하는 캡티브 물량 바탕으로 상승장구 중

동사는 국내 최대 유료 채널 보유 업체인 CJ E&M의 자회사로 모회사가 운영중인 드라마 슬롯은 현재 4개. 이론상 연간 24~26개 드라마가 필요함

이 덕분에 동사는 국내 최대 드라마 IP를 확보함. 참고로 실제 제작 여부와 관계 없이 IP를 보유함. 지난해 모회사에서 방영된 드라마 중 '슬기로운 감빵생활', '멜로홀릭', '막돼먹은 영애씨'를 제외, 모든 IP를 동사가 보유

판돈이 커지면 따는 금액도 크다: 대작 많아 판권 매출 클 가능성 높아

동사는 올해 분기당 1개의 대작을 투자/제작할 것으로 추정됨. 이러한 작품은 투자 금액이 타작품 대비 3배 가량 크나 절대 액수 기준 높은 판권매출을 기록할 가능성이 높음. 현재는 동남아 시장을 주요 대상으로 판권 매출 올리고 있으나 중국 시장이 재개된다면 매출처가 늘어나게 되므로 이익 레버리지 기대됨. 당사가 추정하는 동사의 중국 판권 매출은 올해 300억원으로, 3, 4분기 각각 150억원 규모의 1건씩 총 2건의 판권 계약이 이뤄질 것으로 예상. 이는 '푸른 바다의 전설' 대상 논의되던 계약금액의 80% 수준

공급처인 '넷플릭스' 밸류에이션 활용, 목표주가 12만원으로 상향

당사는 CJ E&M의 OTT인 Tving 글로벌 전략을 고려 시 동사의 드라마 해외 판권이 Tving으로 집중될 수밖에 없다고 판단한 바 있음. 그러나 최근 동사의 행보는 당사의 지난 판단과 달리, 완전 경쟁 체제 아래 판권을 판매하기 시작함. 이를 반영하여 2018년 해외 판권(중국 제외) 매출 추정을 기존 537억원에서 900억원으로 상향함. 중국 포함 시 1,200억원 예상

동사에 대한 목표주가를 4.2만원(상장 전)에서 12만원으로 상향함. 이는 1) 밸류에이션 기준 변경 및 2) 밸류에이션 산정 기간 변경에 따름. 기존에는 2018년 예상 EBITDA에 13배(콘텐츠 평균)를 적용했으나, 넷플릭스 벤더로 들어가며 Peer군 변화한 점을 반영하여 넷플릭스를 기준으로 활용. 즉, 지적 재산권 개발/판매 기업에 적용된 시장승수가 플랫폼 사업자의 58%인 점 활용해, 넷플릭스의 지난해 평균 EV/EBITDA 46배의 58%인 27배를 적용함. 밸류에이션 산정 기간은 중국 판권 발생할 것으로 기대하는 올 하반기 이후(2H18~1H19)로 설정함. 콘텐츠 산업 관심 종목으로 추천

Buy (유지)

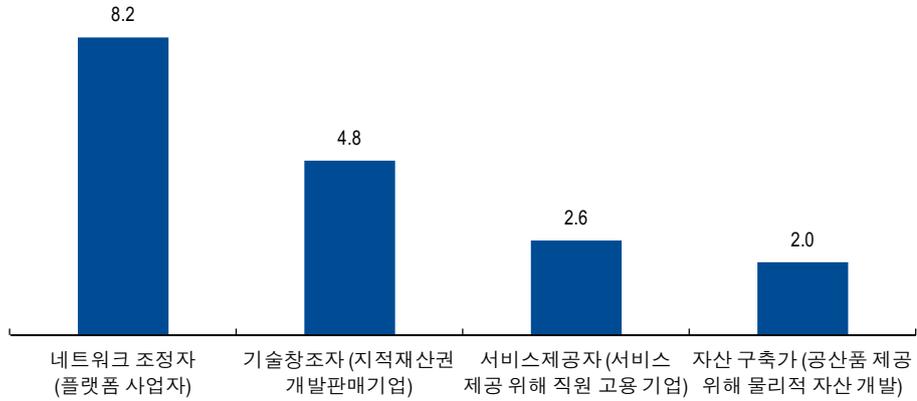
| | | | | |
|---------------------|-------------------|-------|-------|-------|
| 목표주가 | 120,000원 (상향) | | | |
| 현재가 ('18/03/30) | 92,600원 | | | |
| 업종 | 오락, 문화 | | | |
| KOSPI / KOSDAQ | 2,445.85 / 871.09 | | | |
| 시가총액(보통주) | 2,596.2십억원 | | | |
| 발행주식수(보통주) | 28.0백만주 | | | |
| 52주 최고가 ('18/03/21) | 98,500원 | | | |
| 최저가 ('17/12/07) | 57,800원 | | | |
| 평균거래대금(60일) | 23.0십억원 | | | |
| 배당수익률(2018E) | 0.00% | | | |
| 외국인지분율 | 0.9% | | | |
| 주요주주 | 75.7% | | | |
| CJ E&M외 3인 | | | | |
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 | |
| 절대수익률 (%) | 42.5 | N/A | N/A | |
| 상대수익률 (%p) | 30.6 | N/A | N/A | |
| | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 287 | 375 | 447 | 540 |
| 증감률 | 86.4 | 30.7 | 19.2 | 20.8 |
| 영업이익 | 33 | 61 | 98 | 125 |
| 영업이익률 | 11.5 | 16.3 | 21.8 | 23.1 |
| (지배지분)순이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |
| EPS | 1,050 | 1,706 | 2,896 | 3,667 |
| 증감률 | 84.5 | 62.5 | 69.8 | 26.6 |
| PER | 61.9 | 54.3 | 32.0 | 25.3 |
| PBR | 4.9 | 4.2 | 3.7 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 21.1 | 14.4 | 10.6 |
| ROE | 9.5 | 9.6 | 12.2 | 13.6 |
| 부채비율 | 24.7 | 15.2 | 17.6 | 18.3 |
| 순차입금 | -182 | -449 | -513 | -567 |

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전담



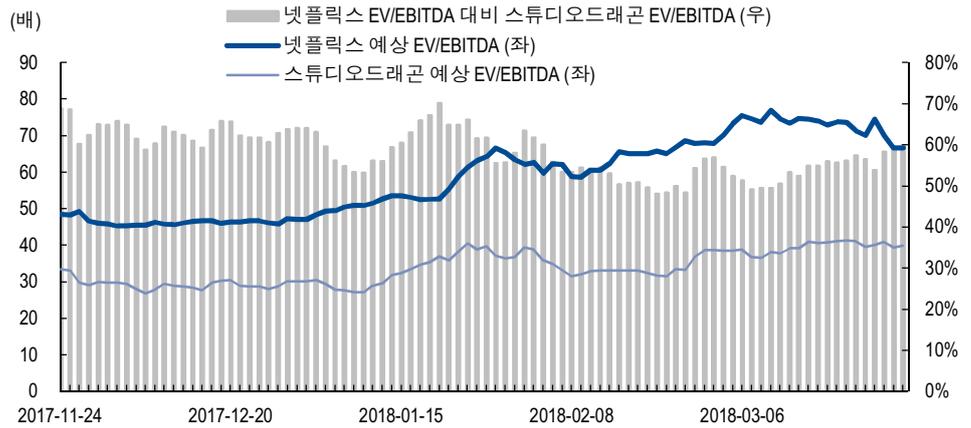
Analyst 이효진
 02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

그림1. 지적재산권 개발/판매기업에 적용된 시장 승수(multiplier)는 넷플릭스와 같은 플랫폼 사업자의 58% 수준



주: Marshall W. Van Alstyne 외 2인 저서 『플랫폼 레볼루션』 인용
 Harvard Business Review 『What Airbnb, Uber, and Alibaba Have in Common』 (Barry Libert 외 2인) 재인용
 자료: 『플랫폼 레볼루션』 내용을 NH투자증권 리서치본부 재구성

그림2. 상장 이후 넷플릭스 대비 60% 수준에 형성되고 있는 스튜디오드래곤 EV/EBITDA



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | - 수정 후 | 286.8 | 375.4 | 447.1 | 539.8 |
| | - 수정 전 | - | 340.7 | 381.9 | 444.7 |
| | - 변동률 | - | 10.2 | 17.1 | 21.4 |
| 영업이익 | - 수정 후 | 33.0 | 61.0 | 97.5 | 124.5 |
| | - 수정 전 | - | 40.8 | 50.7 | 51.1 |
| | - 변동률 | - | 49.5 | 92.4 | 143.7 |
| 영업이익률(수정 후) | | 11.5 | 16.3 | 21.8 | 23.1 |
| EBITDA | | 74.3 | 102.0 | 144.9 | 191.3 |
| (지배지분)순이익 | | 23.8 | 47.8 | 81.2 | 102.8 |
| EPS | - 수정 후 | 1,050 | 1,706 | 2,896 | 3,667 |
| | - 수정 전 | - | 1,167 | 1,440 | 1,465 |
| | - 변동률 | - | 46.2 | 101.1 | 150.3 |
| PER | | 61.9 | 54.3 | 32.0 | 25.3 |
| PBR | | 4.9 | 4.2 | 3.7 | 3.2 |
| EV/EBITDA | | 22.1 | 21.1 | 14.4 | 10.6 |
| ROE | | 9.5 | 9.6 | 12.2 | 13.6 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**실적 전망 상향 조정
내역**

당사는 지난 11월 동사에 대한 리포트를 통해, CJ E&M의 OTT인 Tving 글로벌 전략을 고려 시 동사의 드라마 해외 판권이 기존과 같이 Tving으로 집중될 수밖에 없다고 판단한 바 있다. 당사 추정에 따르면 동사는 드라마 제작비의 77%를 방송사 방영료 및 PPL로 회수하고 있는데, 이는 업계 최고 수준이며 이에 따라 모회사 입김이 반영될 수밖에 없다고 판단했다.

그러나 최근 동사의 행보는 당사의 지난 판단과 달리, 완전 경쟁 체제(bidding) 아래 판권을 판매하기 시작했다. 이를 반영하여 2018년 해외 판권 매출 추정을 기존 737억원(중국 200억원 포함)에서 1,200억원(중국 300억원 포함)으로 상향했다.

표2. 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 97.4 | 195.5 | 286.8 | 375.4 | 447.1 | 539.8 |
| (y-y, %) | | 100.7% | 46.7% | 30.9% | 19.1% | 20.7% |
| 드라마 부문 | 97.4 | 195.5 | 262.0 | 349.4 | 419.8 | 511.1 |
| 1. 작품 방영 매출액 | 54.8 | 87.8 | 131.2 | 160.1 | 141.6 | 146.6 |
| 작품당 편성매출 | 3.4 | 4.6 | 5.6 | 5.6 | 5.1 | 5.1 |
| 작품 수 | 16.0 | 19.0 | 21.0 | 24.0 | 24.0 | 25.0 |
| CJE&M 필요 작품 수 | | 6 | 15 | 24 | 27 | 30 |
| CJE&M 보유 드라마 슬롯 | 1 | 1 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 2. PPL | 3.6 | 32.3 | 19.0 | 25.8 | 24.3 | 25.0 |
| 작품당 PPL | 0.2 | 1.7 | 0.8 | 0.76 | 0.8 | 0.8 |
| 3. VOD 매출 | 15.1 | 31.2 | 44.6 | 43.4 | 44.7 | 47.9 |
| 작품당 VOD | 0.9 | 1.6 | 2.12 | 1.8 | 1.9 | 1.9 |
| 4. 해외판권 | 23.9 | 44.2 | 67.2 | 120.2 | 164.3 | 221.5 |
| 작품당 해외판권 | 1.5 | 2.3 | 3.2 | 5.0 | 6.8 | 8.9 |
| 1) 일본 | 8.9 | 9.1 | 16.8 | 18.5 | 20.5 | 21.5 |
| 2) 아시아(일본 외) | 11.0 | 32.3 | 36.0 | 62.3 | 102.3 | 156.6 |
| L중국 | | | | 30.0 | 40.0 | 50.0 |
| 3) 미주 | 3.6 | 2.6 | 14.1 | 39.0 | 41.0 | 42.7 |
| 4) 기타국가 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 5. 글로벌 | | | | 0.0 | 25.0 | 50.0 |
| 작품당 | | | | | 25.0 | 50.0 |
| 작품수 | | | | | 1 | 2 |
| 엔터테인먼트 부문 | | | 30.0 | 31.5 | 33.1 | 34.7 |
| 매출원가 | 91.1 | 168.4 | 239.7 | 296.0 | 327.7 | 388.9 |
| % of sales | 93.5% | 86.1% | 83.6% | 78.9% | 73.3% | 72.1% |
| 제작비 | 58.4 | 120.1 | 150.2 | 185.9 | 184.6 | 209.2 |
| 작품당 제작비 | 3.7 | 6.3 | 6.4 | 6.4 | 5.8 | 5.8 |
| CJ E&M 수수료 | | 11.3 | 16.9 | 24.5 | 31.3 | 40.4 |
| 감가상각 | | 22.0 | 40.7 | 47.2 | 66.6 | 85.0 |
| 기타 | | 2.2 | 3.4 | 6.0 | 9.9 | 15.5 |
| 판권비 | 3.8 | 5.9 | 14.1 | 18.4 | 21.8 | 26.3 |
| % of sales | 3.9% | 3.0% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% |
| 매니지먼트 수수료 | | 0.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.8 |
| 드라마 관련 판권비 | | 3.1% | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 6.2% |
| 영업이익 | 2.6 | 21.2 | 33.0 | 61.0 | 97.5 | 124.5 |
| 드라마 부문 | 2.6 | 21.2 | 32.5 | 60.0 | 96.5 | 123.4 |
| 엔터테인먼트부문 | | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 영업이익률 | 2.7% | 10.8% | 11.5% | 16.3% | 21.8% | 23.1% |
| 드라마 부문 | 2.7% | 10.8% | 12.4% | 17.2% | 23.0% | 24.2% |
| 엔터테인먼트부문 | | | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |

주: 2015~2016 데이터는 스튜디오드래곤이 컨설팅 업체를 통해 받은 추정 재무제표 기준으로 작성된 당사 추정치
 자료: 스튜디오드래곤, NH 투자증권 리서치본부 전망

표3. 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, 편, %)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2016 | 2017 | 2018E |
|----------------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total Revenue | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 75.3 | 62.1 | 77.5 | 71.9 | 83.2 | 70.6 | 114.9 | 106.7 | 195.5 | 286.8 | 375.4 |
| (y-y, %) | 0% | 0% | 0% | 0% | 10% | 14% | 48% | 48% | 101% | 47% | 31% |
| 드라마 부문 | 69.1 | 56.5 | 68.8 | 67.7 | 79.0 | 61.9 | 109.3 | 99.2 | 195.5 | 262.0 | 349.4 |
| 1. 작품 방영 매출액 | 26.3 | 24.1 | 41.8 | 39.0 | 37.0 | 27.6 | 54.2 | 41.3 | 87.8 | 131.2 | 160.1 |
| 작품당 편성매출 | 5.9 | 4.6 | 6.3 | 6.2 | 6.4 | 4.6 | 6.3 | 5.2 | 4.6 | 5.6 | 5.6 |
| 작품 수 | 4.5 | 5.3 | 6.3 | 5.0 | 5.0 | 6.0 | 7.0 | 6.0 | 19.0 | 21.0 | 24.0 |
| E&M 필요 작품 수 | | | | | | | | | 6.0 | 15.0 | 24.0 |
| E&M 드라마 슬롯 | | | | | | | | | 1.0 | 4.0 | 4.0 |
| 2. PPL | 6.3 | 6.0 | 3.7 | 3.0 | 7.2 | 6.9 | 6.5 | 5.2 | 32.3 | 19.0 | 25.8 |
| 작품당 PPL | 1.4 | 1.1 | 0.5 | 0.1 | 1.1 | 1.1 | 0.5 | 0.4 | 1.7 | 0.8 | 0.8 |
| 3. VOD 매출 | 13.9 | 10.2 | 10.2 | 10.3 | 9.7 | 9.7 | 13.6 | 10.2 | 31.2 | 44.6 | 43.4 |
| 작품당 VOD | 3.1 | 1.9 | 1.6 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 2.1 | 1.8 |
| 4. 해외판권 | 22.6 | 16.1 | 13.1 | 15.4 | 25.0 | 17.7 | 35.0 | 42.5 | 23.9 | 44.2 | 67.2 |
| 작품당 해외판권 | 5.0 | 3.1 | 2.1 | 3.1 | 5.0 | 3.0 | 5.0 | 7.1 | 1.5 | 2.3 | 3.2 |
| L중국 | | | | | | | 15.0 | 15.0 | | | 0.0 |
| 5. 글로벌 | | | | | | | | | | | 0.0 |
| 작품당 | | | | | | | | | | | 25.0 |
| 작품수 | | | | | | | | | | | 0.0 |
| 엔터테인먼트 부문 | 6.3 | 5.6 | 8.7 | 4.2 | 4.2 | 8.7 | 5.6 | 7.5 | 16.8 | 24.7 | 26.0 |
| 매출원가 | 58.6 | 49.9 | 66.8 | 64.4 | 68.5 | 58.1 | 88.8 | 80.7 | 168.4 | 239.7 | 296.0 |
| % of sales | 78% | 80% | 86% | 90% | 82% | 82% | 77% | 76% | 86% | 79% | 73% |
| 제작비 | 32.6 | 30.2 | 45.5 | 42.0 | 44.2 | 34.5 | 60.7 | 46.5 | 120.1 | 150.2 | 185.9 |
| 작품당 제작비 | 7.2 | 5.7 | 6.7 | 6.3 | 7.8 | 5.7 | 8.7 | 7.7 | 6.3 | 6.4 | 6.4 |
| CJ E&M 수수료 | 5.8 | 4.0 | 3.6 | 3.6 | 5.2 | 4.1 | 7.3 | 7.9 | 11.3 | 16.9 | 24.5 |
| 감가상각 | 10.1 | 9.2 | 10.1 | 11.2 | 11.7 | 10.7 | 11.7 | 12.9 | 22.0 | 40.7 | 47.2 |
| 기타 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 1.3 | 0.9 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 3.4 | 6.0 |
| 판관비 | 2.8 | 3.3 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.5 | 5.2 | 4.6 | 5.9 | 14.1 | 18.4 |
| % of sales | 4% | 5% | 5% | 6% | 5% | 6% | 4% | 4% | 3% | 5% | 5% |
| 매니지먼트 수수료 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.7 | 0.4 | 0.1 | 0.5 | 1.5 | 1.6 |
| 드라마 관련 판관비 | 2.3 | 2.8 | 3.3 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 4.7 | 4.5 | 5.4 | 12.6 | 16.8 |
| Profitability | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 14.0 | 8.9 | 6.6 | 3.5 | 10.6 | 8.1 | 21.0 | 21.4 | 21.2 | 33.0 | 61.0 |
| 드라마 부문 | 14.2 | 8.5 | 6.5 | 3.4 | 10.5 | 7.9 | 20.9 | 20.8 | 21.2 | 32.5 | 60.0 |
| 엔터테인먼트부문 | -0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.6 | 1.2 | 0.9 | 1.0 |
| % of sales | 18.5% | 14.3% | 8.6% | 4.8% | 12.7% | 11.4% | 18.3% | 20.0% | 10.8% | 11.5% | 16.3% |
| 드라마 부문 | 20.5% | 15.0% | 9.4% | 5.0% | 13.3% | 12.7% | 19.1% | 20.9% | 10.8% | 12.4% | 17.2% |
| 엔터테인먼트부문 | -3.0% | 7.0% | 2.0% | 2.8% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 8.2% | 0.0% | 3.8% | 3.8% |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 2017 스튜디오드래곤 드라마 library

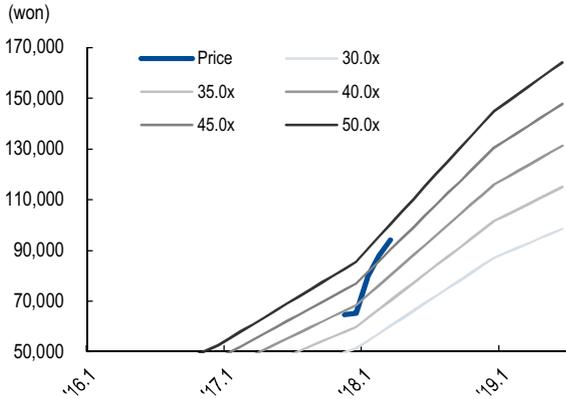
| 편성 | 작품명 | 방영일자 | 회차 | 극본 | 주연 | 제작사 |
|-----------------|-----------------|------------------|-----|---------------|---------------|-------------|
| tvN | 도깨비 | 16.12.2~17.1.21 | 16부 | 김은숙 | 공유, 이동욱, 김고은 | 화앤담픽처스(SD) |
| | 내성적인 보스 | 1.16~3.14 | 16부 | 주화미 | 연우진, 박혜수 | KBS미디어, SD |
| | 내일 그대와 | 2.3~3.25 | 16부 | 허성혜 | 신민아, 이재훈 | 콘텐츠K, SD |
| | 그녀는 거짓말을 너무 사랑해 | 3.20~5.9 | 16부 | 김경민 | 이현우, 조이, 이정진 | 본팩토리, SD |
| | 시카고타자기 | 4.7~6.3 | 16부 | 진수완 | 유아인, 임수정, 고경표 | 더 유니콘, SD |
| | 서클 | 5.22~6.27 | 12부 | 김진희 등 | 여진구, 공승연 | KPJ (SD) |
| | 비밀의 숲 | 6.10~7.30 | 16부 | 이수연 | 조승우, 배두나 | 씨그널엔터, SD |
| | 하백의 신부 | 7.3~8.22 | 16부 | 정윤정 | 신세경, 남주혁 | 넘버쓰리픽처스, SD |
| | 크리미널 마인드 | 7.26~9.28 | 20부 | 홍승현 | 손현주, 이준기, 문채원 | 태원엔터, SD |
| | 명불허전 | 8.12~10.1 | 16부 | 김은희 | 김남길, 김아중 | 히든시퀀스, SD |
| | 아르곤 | 9.4~9.26 | 8부 | 전영신 | 김주혁, 천우희 | 본팩토리, SD |
| | 이번생은 처음이라 | 10.9~11.28 | 16부 | 윤난중 | 이민기, 정소민 | MI, SD |
| | 부암동 복수자들 | 10.11~11.16 | 12부 | 김이지 | 이요원, 라미란, 명세빈 | JS픽처스, SD |
| | 변혁의 사랑 | 10.14~12.3 | 16부 | 주현 | 최시원, 강소라 | 삼화네트웍스, SD |
| 세상에서 가장 아름다운 이별 | 12.9~12.17 | 4부 | 노희경 | 원미경, 유동근, 최지우 | 지티스트, SD | |
| OCN | 보이스 | 1.14~3.12 | 16부 | 마진원 | 장혁, 이하나 | 쇼 모드, SD |
| | 터널 | 3.25~5.21 | 16부 | 이은미 | 최진혁, 윤현민 | SD |
| | 듀얼 | 6.3~7.23 | 16부 | 김윤주 | 정재영, 김정은 | SD |
| | 구해줘 | 8.5~9.24 | 16부 | 정이도 | 옥택연, 서예지 | 히든시퀀스, SD |
| | 블랙 | 10.14~12.10 | 18부 | 최란 | 송승헌, 고아라 | 아이윌미디어, SD |
| 그 외 | 품위있는 그녀 | 6.16~8.19 | 20부 | 백미경 | 김희선, 김선아 | JS픽처스, SD |
| | 황금빛 내인생 | 17.9.2~18.2.18 | 50부 | 소현경 | 박시후, 신혜선 | SD |
| | 브라보 마이 라이프 | 17.10.21~18.2.2 | 56부 | 정지우 | 도지원, 정유미, 연정훈 | SD |
| Ex-library | 슬기로운 감빵생활 | 17.11.22~18.1.18 | 16부 | 정보훈 | 박해수, 정경호, 정수정 | CJ E&M |
| | 멜로홀릭 | 11.6~12.5 | 10부 | 박소영 | 이윤호, 경수진 | 몬스터유니온 |
| | 막돼먹은 영애씨 시즌16 | 17.12.4~18.1.23 | 16부 | 한설희 | 김현숙, 이승준 | CJ E&M |

표5. 2018 스튜디오드래곤 드라마 library

| 편성 | 작품명 | 방영일자 | 회차 | 극본 | 주연 | 제작사 |
|------------|---------------|-----------------|-----|----------|---------------|------------------|
| tvN | 화유기 | 17.12.23~18.3.3 | 20부 | 홍정은, 홍미란 | 이승기, 오연서, 차승원 | SD, JS픽처스 |
| | 마더 | 1.24~3.15 | 16부 | 정서경 | 이보영 | SD |
| | 크로스 | 1.29~3.20 | 16부 | 최민석 | 고경표, 조재현, 전소민 | SD, 로고스필름 |
| | 라이브 | 3.10~4.29 | 16부 | 노희경 | 정유미, 이광수 | 지티스트, SD |
| | 나의 아저씨 | 3.21~5.10 | 16부 | 김원석 | 이선균, 아이유 | SD, 초록박스미디어 |
| | 무법 변호사 | 5.5~ | 16부 | 윤현호 | 이준기, 서예지 | SD, 로고스 필름 |
| | 김비서가 왜 그럴까 | 5.16~ | 16부 | 정은영 | 박서준, 박민영(유력) | 본팩토리, SD |
| | 미스터 션사인 | 7월예정 | 24부 | 김은숙 | 이병헌, 김태리 | 화앤담픽처스(SD) |
| | 알함브라 궁전의 추억 | 하반기 | 16부 | 송재정 | | 초록박스미디어 |
| 아는 와이프 | 하반기 | 16부 | 양희승 | 지성, 한지민 | SD, 초록박스미디어 | |
| OCN | 나쁜 녀석들: 악의 도시 | 17.12.16~18.2.4 | 16부 | 한동화, 황준혁 | 박중훈, 주진모 | SD, 얼반박스미디어 |
| | 작은 신의 아이들 | 2.24~4.15 | 16부 | 강신효 | 강지환, 김옥빈 | SD, KPJ |
| | 미스트리스 | 4.21~6.17 | 16부 | 한지승 | 한가인, 구재이 | SD, 초록박스미디어 |
| | 라이프 온 마스 | 하반기 | | | 정경호, 박성웅 | |
| Ex-library | 애간장 | 1.8~2.6 | 10부 | 박기연 | 이정신, 서지훈, 이얼음 | SBS플러스 |
| | 쇼트 | 2.12~2.20 | 4부 | 김영민 | 강태오, 여희연, 김도연 | GnG프로덕션, COPUS |
| | 그남자 오수 | 3.5~ | | 정유선 | 이종현, 김소은 | IMTV, Dramafever |
| | 시를 잊은 그대에게 | 3.26~5.15 | 16부 | 한상재 | 이유비, 이준기 | tvN |
| | 어바웃 타임 | 5.21~ | 16부 | 추혜미 | 이상윤, 이성경 | 스토리티브이 |

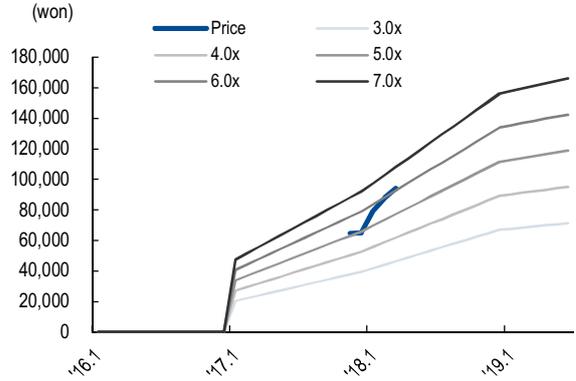
주: SD - 스튜디오드래곤, Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않은 작품
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 NH투자증권 리서치본부 정리

그림3. 12M forward PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

그림4. EV/EBITDA band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

표6. 스튜디오드래곤 중국 시장 재개 가능성 배제시 실적 추정

(단위: 십억원, %)

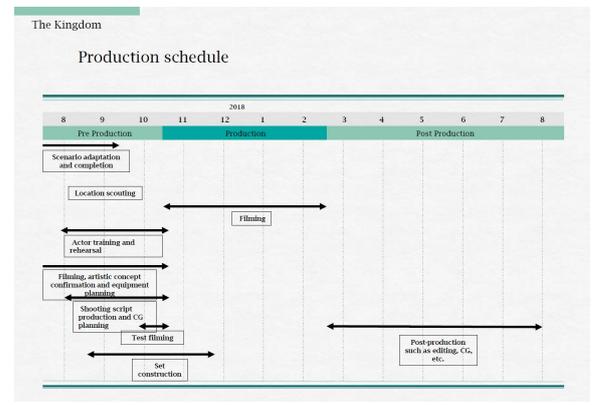
| | 기존 추정 (중국 매출 有) | | | 중국 배제시 | | |
|------------------|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019F | 2017 | 2018E | 2019F |
| 매출 (십억원) | 286.8 | 375.4 | 447.1 | 286.8 | 345.4 | 377.1 |
| 해외판권 | 67.2 | 120.2 | 164.3 | 67.2 | 95.2 | 100.4 |
| 영업이익 | 33.0 | 61.0 | 97.5 | 33.0 | 43.6 | 75.1 |
| % to total sales | 11.5% | 16.3% | 21.8% | 11.5% | 12.0% | 17.0% |

자료: 스튜디오드래곤, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림5. 넷플릭스 오리지널 드라마 논의중인 스튜디오드래곤: 한국 첫 오리지널인 '킹덤'(6부작)은 제작비 200억원 받은 것으로 알려져



주: Made in Korea 첫 넷플릭스 오리지널 드라마인 '킹덤'
 자료: 에이스토리, NH투자증권 리서치본부



자료: 에이스토리

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 매출액 | 287 | 375 | 447 | 540 |
| 증감률 (%) | 86.4 | 30.7 | 19.2 | 20.8 |
| 매출원가 | 240 | 296 | 328 | 389 |
| 매출총이익 | 47 | 79 | 119 | 151 |
| Gross 마진 (%) | 16.4 | 21.1 | 26.6 | 28.0 |
| 판매비와 일반관리비 | 14 | 18 | 22 | 26 |
| 영업이익 | 33 | 61 | 98 | 125 |
| 증감률 (%) | 94.1 | 84.8 | 60.7 | 27.6 |
| OP 마진 (%) | 11.5 | 16.3 | 21.9 | 23.1 |
| EBITDA | 74 | 102 | 145 | 191 |
| 영업외손익 | -3 | 1 | 7 | 8 |
| 금융수익(비용) | -3 | 1 | 7 | 8 |
| 기타영업외손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 30 | 62 | 105 | 133 |
| 법인세비용 | 6 | 14 | 23 | 30 |
| 계속사업이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |
| 당기순이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |
| 증감률 (%) | 200.0 | 100.0 | 68.8 | 27.2 |
| Net 마진 (%) | 8.4 | 12.8 | 18.1 | 19.1 |
| 지배주주지분 순이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| PER(X) | 61.9 | 54.3 | 32.0 | 25.3 |
| PBR(X) | 4.9 | 4.2 | 3.7 | 3.2 |
| PCR(X) | 21.2 | 25.5 | 17.9 | 13.6 |
| PSR(X) | 5.1 | 6.9 | 5.8 | 4.8 |
| EV/EBITDA(X) | 22.1 | 21.1 | 14.4 | 10.6 |
| EV/EBIT(X) | 49.7 | 35.2 | 21.4 | 16.3 |
| EPS(W) | 1,050 | 1,706 | 2,896 | 3,667 |
| BPS(W) | 13,141 | 22,273 | 25,169 | 28,836 |
| SPS(W) | 12,628 | 13,388 | 15,947 | 19,251 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 9.5 | 9.6 | 12.2 | 13.6 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 6.8 | 8.1 | 10.5 | 11.5 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 14.2 | 27.1 | 44.8 | 57.5 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당성장률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총현금배당금(십억원) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 보통주 주당배당금(W) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | -49.5 | -72.0 | -72.7 | -70.2 |
| 총부채/ 자기자본(%) | 24.7 | 15.2 | 17.6 | 18.3 |
| 이자발생부채 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 유동비율(%) | 319.6 | 600.8 | 539.9 | 510.5 |
| 총발행주식수(mn) | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 액면가(W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주가(W) | 65,000 | 92,600 | 92,600 | 92,600 |
| 시가총액(십억원) | 1,822 | 2,596 | 2,596 | 2,596 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 현금및현금성자산 | 51 | 243 | 242 | 245 |
| 매출채권 | 55 | 81 | 105 | 126 |
| 유동자산 | 290 | 569 | 669 | 754 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 투자자산 | 4 | 6 | 22 | 74 |
| 비유동자산 | 170 | 150 | 160 | 202 |
| 자산총계 | 459 | 719 | 830 | 956 |
| 단기성부채 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 6 | 9 | 12 | 14 |
| 유동부채 | 91 | 95 | 124 | 148 |
| 장기성부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 91 | 95 | 124 | 148 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 320 | 528 | 528 | 528 |
| 이익잉여금 | 32 | 80 | 161 | 264 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 368 | 624 | 706 | 808 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 영업활동 현금흐름 | -7 | 80 | 114 | 155 |
| 당기순이익 | 24 | 48 | 81 | 103 |
| + 유/무형자산상각비 | 41 | 41 | 47 | 67 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 70 | 102 | 145 | 191 |
| - 운전자본의증가(감소) | -73 | -8 | -8 | -6 |
| 투자활동 현금흐름 | -141 | -67 | -86 | -100 |
| + 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 투자자산의매각(취득) | -2 | -2 | -17 | -51 |
| Free Cash Flow | -7 | 80 | 114 | 155 |
| Net Cash Flow | -148 | 13 | 28 | 55 |
| 재무활동현금흐름 | 188 | 197 | 0 | 0 |
| 자기자본 증가 | 208 | 208 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -20 | -11 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 40 | 191 | -1 | 3 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 51 | 243 | 242 | 245 |
| 기말 순부채(순현금) | -182 | -449 | -513 | -567 |