

스튜디오드래곤 (253450)

콘텐츠 제작의 플랫폼화

2018년 4월 3일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동률
02-6114-2960 drlee@kbf.com

투자 의견 Buy, 목표주가 115,000원으로 커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 115,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 현금흐름할인 (DCF) 밸류에이션을 통해 산정했으며, 적정 기업가치는 3.2조원으로 산출되었다. 현주가 대비 상승여력은 18.8%, 2020년 실적 기준 Implied EV/EBITDA는 28.5배다. 스튜디오드래곤의 투자포인트는 1) 안정적인 수익인식구조, 2) 콘텐츠 유통채널 확대에 따른 판권판매 매출 상승이다.

콘텐츠 제작의 플랫폼화: 안정적인 제작기반을 바탕으로 한 실적성장

스튜디오드래곤은 콘텐츠 제작기반을 플랫폼화하여 안정적인 수익창출이 가능하고, 다작을 통해 리스크를 최소화했다. 제작 및 편성단계에서 제작원가의 70~80% 내외를 커버하고, 판권판매를 통해 추가적인 수익을 발생시키는 수익구조를 보유하고 있어 작품별 마진을 안정적으로 유지할 수 있다. 또한 현재 보유하고 있는 80여 명의 작가진을 바탕으로 콘텐츠 제작편수가 2017년 22편에서 2020년 40편까지 증가하면서 외형과 수익성이 모두 증가할 전망이다.

콘텐츠 유통채널 확대에 따른 판권 판매 매출액 고성장

콘텐츠 유통경로가 지상파, 종편, 케이블, OTT 등으로 확장하는 과정에서 양질의 콘텐츠에 대한 수요는 높아지고 있으며, 국내 최대 드라마 제작기업인 스튜디오드래곤에 대한 수혜가 집중될 전망이다. 지상파 채널로의 콘텐츠 판매 확대에 이어 2017년부터 넷플릭스형 매출이 가파르게 증가 추세이다. 한중관계 개선에 따른 판권수익 인식에 대한 기대감 역시 높다.

리스크요인: 중국향 콘텐츠 판매시점 지연, 높은 밸류에이션

스튜디오드래곤의 리스크는 1) 중국향 콘텐츠 판매시점 지연, 2) 높은 밸류에이션이다. 중국의 한한령 완화시점은 불확실성이 존재하나, 2018년 중 판매 재개, 2019년 온기 반응을 가정하고 있다. 스튜디오드래곤의 2018년 예상 PER과 EV/EBITDA는 각각 50.6배, 37.7배로 peer 대비 높지만, 2019년부터 해외 판권판매가 본격적으로 인식될 것임을 감안하면 장기적인 실적 성장에 대한 가시성이 높다고 판단되며, 밸류에이션 부담 역시 완화될 전망이다.

Buy 신규

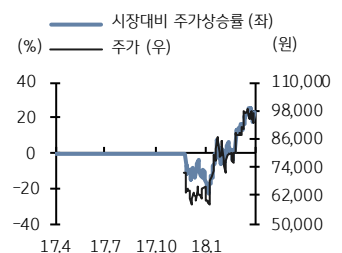
목표주가 (원)	115,000
Upside / Downside (%)	18.8
현재가 (4/2, 원)	96,800
Consensus Target Price (원)	107,333
시가총액 (조원)	2.7

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	23.2
외국인 지분율 (%)	0.9
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	47.1	NA	NA
시장대비 상대수익률	9.9	37.7	NA	NA

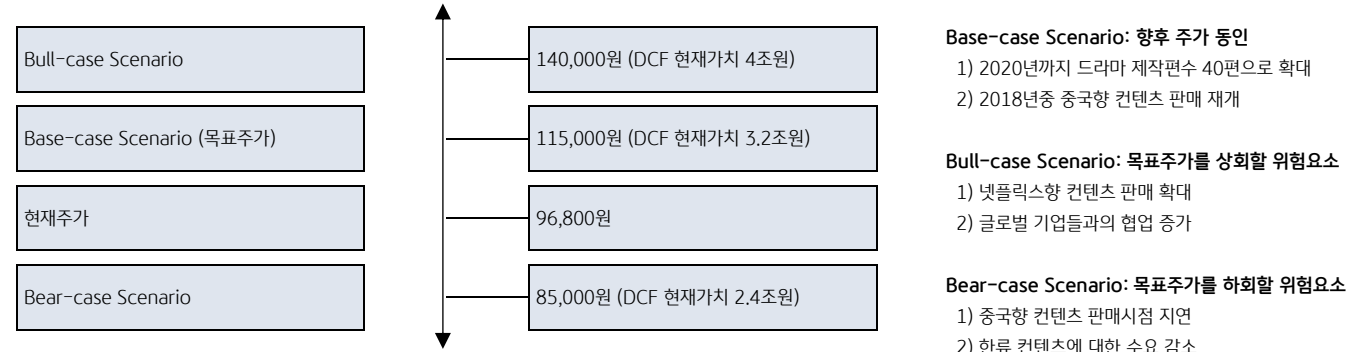
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	376	463	529
영업이익 (십억원)	33	67	94	112
지배주주순이익 (십억원)	24	54	75	90
EPS (원)	1,050	1,912	2,657	3,197
증감률 (%)	84.5	82.1	39.0	20.3
PER (X)	61.9	50.6	36.4	30.3
EV/EBITDA (X)	22.1	37.7	26.2	21.1
PBR (X)	4.9	6.4	5.5	4.6
ROE (%)	9.5	13.6	16.2	16.6
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	375.5	463.0	-	-	-	-
영업이익	67.2	93.8	-	-	-	-
지배주주순이익	53.6	74.5	-	-	-	-

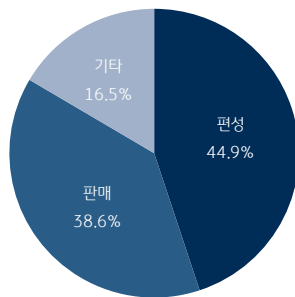
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	375.5	463.0	387.1	490.6	-3.0	-5.6
영업이익	67.2	93.8	71.2	102.4	-5.7	-8.4
지배주주순이익	53.6	74.5	54.7	79.5	-2.1	-6.2

자료: Wisedfn, KB증권 추정

매출액 구성 (%): 2017년 기준



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	923	27.4	22.0	5.2	4.2	15.2	12.9	22.2	21.7	n/a	1.9
Netflix	135,180	96.0	58.3	27.9	20.0	68.3	44.2	25.8	27.5	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	3,607	27.3	21.4	2.8	2.5	23.3	18.2	10.7	12.6	0.4	0.4
Beijing Hualu Baina	1,588	20.4	14.6	1.4	1.3	22.2	19.7	5.3	5.9	0.8	0.9

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
현금흐름할인모형 (DCF)

2) 목표주가 산정:
 $COE = R_f + R_p \times \beta = 8.4\%$
 $R_f = 2.6\%, \beta = 0.8$
 $WACC = 8.2\%$
 영구성장률 1.3%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
140,000원 ~ 85,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2020E Implied EV/EBITDA 28.5배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
1) 금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
2) 환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

Contents

I. Executive Summary	4
II. Focus Charts	5
III. 투자 의견 및 Valuation	6
IV. Investment points	10
1. 콘텐츠 제작의 플랫폼화: 안정적인 제작기반을 바탕으로 한 실적성장	10
2. 콘텐츠 유통채널 확대에 따른 판권 판매 매출액의 고성장	12
V. 실적추이 및 전망	13
VI. 기업개요	14
VII. Appendix	16

I. Executive Summary

동영상 콘텐츠 시장의 높은 성장성

동영상 콘텐츠 시장은 국내외 플랫폼 기업들의 주도하에 빠른 속도로 성장하고 있다. 소비자들의 동영상 콘텐츠 소비패턴은 지상파 TV → 케이블 TV → OTT (Over The Top)로 확장되었고, 모바일 디바이스의 보급과 맞물려 시청시간이 폭발적으로 증가하고 있다. 글로벌 시장에서는 넷플릭스가 새로운 강자로 급부상했다. 아마존, 텐센트, 애플 등의 기업들도 동영상 유통사업을 영위하는 동시에 콘텐츠 제작 및 판권에 대한 투자 역시 공격적으로 집행하고 있다.

양질의 콘텐츠에 대한 수요는 높아지고 있음

동영상 유통 플랫폼의 확산에 힘입어 콘텐츠 제작기업들은 유례없는 호황을 맞이할 것으로 예상된다. 오리진 콘텐츠를 바탕으로 충성도 높은 이용자기반을 구축한 넷플릭스의 사례와 같이 콘텐츠의 경쟁력이 플랫폼의 경쟁력으로 직결되면서 양질의 콘텐츠에 대한 수요가 높아지고 있다.

투자포인트 요약

CJ E&M (130960)의 드라마 사업부문이 물적분할하여 설립된 스튜디오드래곤은 2017 년 기준 국내 드라마콘텐츠 시장점유율 20% (제작편수 기준)을 보유하고 있는 국내 최대 드라마제작사다. 주요 투자포인트는 1) 안정적인 제작기반과 제작편수 확대를 통한 실적성장, 2) 콘텐츠 유통채널 확대에 따른 판권 판매매출 증가다.

안정적인 마진구조와 제작편수 증가를 통한 실적성장

스튜디오드래곤은 제작 및 편성단계에서 제작원가의 70~80% 수준을 커버해 작품당 마진을 일정부분 보장받고, 다작을 통해 경쟁사대비 리스크가 현저히 낮다는 장점이 있다. 스튜디오드래곤은 CJ E&M 의 캡티브 수요 (tvN, OCN 등)를 중심으로 콘텐츠를 공급하는 동시에 지상파와 OTT 영역으로 공급채널을 확대하고 있다. 콘텐츠 제작편수는 2017 년 22 편에서 2018 년 40 편까지 증가하면서 외형과 수익성이 모두 증가할 것으로 예상된다.

콘텐츠 판권판매 매출액 고성장 전망

2018 년부터 콘텐츠 판권판매 매출 확대에 따른 실적상승이 기대된다. 스튜디오드래곤은 지난 수 년간 지상파 채널로의 콘텐츠 판매를 확대해왔으며, 최근에는 글로벌 OTT 플랫폼인 넷플릭스에도 콘텐츠를 공급하고 있다. 2017 년에도 4 편의 콘텐츠를 판매한 바 있으며, 이 중 화유기는 100 억원에 판매된 것으로 알려지면서 단가 상승에 대한 기대감이 높다.

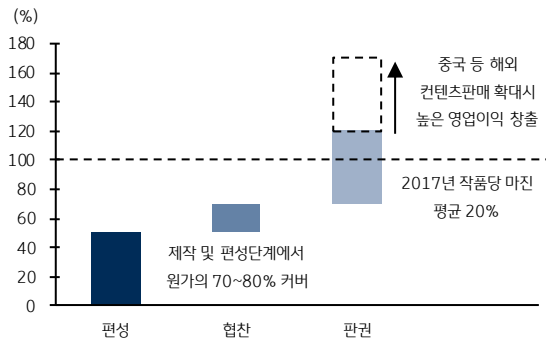
중국 콘텐츠 판매 재개 시 실적에 큰 업사이드 존재

중국 정부의 한한령 완화에 대한 기대감이 높아지는 가운데 중국향 콘텐츠 판매재개는 실적의 업사이드 요인으로 작용할 전망이다. KB 증권은 중국 관련 판권판매 수익이 2018 년부터 인식되기 시작해 2019 년부터 온기로 인식될 것으로 추정한다.

글로벌 시장에서 한류 콘텐츠에 대한 수요가 지속적으로 증가 추세인 가운데 국내 선두기업인 스튜디오드래곤에 대한 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

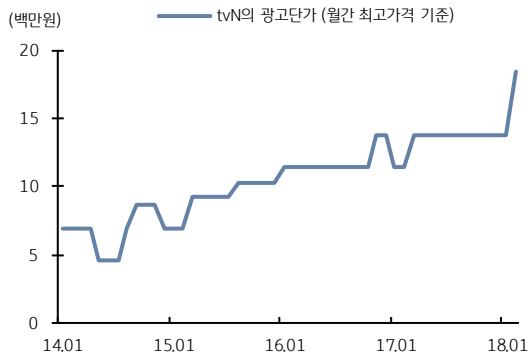
II. Focus Charts

콘텐츠 제작의 플랫폼화: 안정적인 제작기반을 바탕으로 한 실적성장



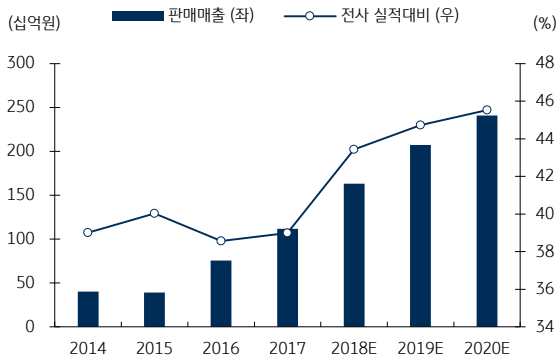
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 정리

높은 콘텐츠 경쟁력은 가격상승으로 이어질 전망



자료: CJ E&M, KB증권 정리

스튜디오드래곤의 콘텐츠 판매매출 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

- 스튜디오드래곤은 제작 및 편성단계에서 제작원가의 상당부분을 커버하고 있어 콘텐츠별 마진을 안정적으로 유지할 수 있음
- 제작원가 대비 수익은 편성 50~70%, 협찬 10~20%, 부가판매 매출 30%+α로 구성되어 있어 손익분기점을 넘기기 용이한 구조
- 2017년의 경우 22개 콘텐츠의 평균 매출총이익률은 20% 수준이었음
- CJ E&M의 캡티브 수요를 중심으로 콘텐츠 제작편수는 2017년 22편에서 2020년 40편까지 증가하면서 실적 상승세가 지속될 전망
- 다수의 작가, PD, 연출인력을 바탕으로 콘텐츠 제작이 플랫폼화되어 있음. 콘텐츠 사업은 일반적으로 드라마의 흥행여부에 따른 실적 변동성이 높지만, 매년 20편 이상의 드라마를 제작하여 경쟁사대비 리스크가 현저히 낮음

- 스튜디오드래곤은 KPJ, 화앤담픽쳐스, 문화창고 등을 자회사로 보유하고 있는 국내 최대 제작사로 업계 최고수준의 제작인력을 보유
- 콘텐츠의 경쟁력은 높은 시청률과 광고단가에서 확인할 수 있음
- tvN의 시청률은 2014년 초 0.6%에서 2018년 2월 기준 1.4%까지 상승했으며, 동 기간 광고단가 (최고가격대 기준)는 690만원에서 1,840만원까지 상승
- 지상파 프라임타임의 광고단가가 1,300~1,600만원대에 형성되어 있음을 감안하면 tvN의 콘텐츠는 시청률이나 화제성 측면에서 지상파 콘텐츠에 뒤지지 않음
- CJ E&M의 채널인 tvN과 OCN 모두 드라마를 확대 편성하는 과정에서 스튜디오드래곤의 캡티브 수요는 안정적인 증가세를 유지할 전망

- 국내외 시장에서 지상파, 종편, 케이블, OTT 등으로 영상콘텐츠 유통경로가 다변화되는 과정에서 양질의 콘텐츠에 대한 수요는 지속적으로 증가 추세
- 스튜디오드래곤은 콘텐츠 판권판매와 VOD 매출을 포함한 판권수익에 따라 작품의 수익성이 크게 달라질 수 있음
- 최근 수 년간 지상파 채널로의 콘텐츠 판매를 지속적으로 확대해왔으며, 2017년부터 넷플릭스형 판권판매가 가파르게 증가함
- 중국 정부의 한한령 완화에 대한 기대감이 높아지는 가운데 스튜디오드래곤의 수혜가 부각될 전망. 2017년 실적은 최대 수출시장인 중국향 콘텐츠 수출이 제한적이었으며, 수출 재개 시 실적의 업사이드는 더욱 높음
- 스튜디오드래곤의 콘텐츠 판매 매출액은 2018년 45.9% YoY, 2019년 27.0% YoY 증가하면서 실적 성장을 견인할 전망

III. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 Buy, 목표주가 115,000원 제시

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 115,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 현금흐름할인모형 (DCF) 밸류에이션을 통해 산정했으며, 적정 기업가치는 3.2조원으로 산출되었다. 자기자본의 주요 가정사항은 무위험이자율 2.6% (국고채 5년물), 시장위험프리미엄 7.3% (시장 12개월 fwd. PER 11배의 역수 - 무위험이자율), 베타 0.8 (2017년 11월 24일 상장 이후 베타)이다.

2018년부터 현금흐름 상승세 진입 전망

스튜디오드래곤은 2017년 기준 국내시장 점유율 20%를 보유하고 있는 국내 최대 드라마 제작사다. 2016년 CJ E&M으로부터 물적분할 이후에 모기업인 캡티브 (tvN, OCN 등) 수요를 중심으로 성장해왔으며, 최근 수 년간 지상파 채널, 넷플릭스로도 콘텐츠 공급을 확대해왔다. 스튜디오드래곤의 현금흐름은 2018년부터 가파르게 성장할 것으로 전망된다. 이는 CJ E&M 및 지상파 채널로의 콘텐츠 공급편수 증가와 넷플릭스 및 중국시장으로의 콘텐츠 판매확대에 기인한다.

2020E Implied EBITDA 28.5배

Implied EV/EBITDA는 2020년 EBITDA 기준 28.5배로, 이는 peer group의 2017년 EBITDA와 유사한 수준이다. 현주가 대비 18.8%의 상승여력이 존재하는 점을 감안해 투자 의견 Buy를 제시한다.

표 1. 스튜디오드래곤의 현금흐름할인모형 (DCF) 밸류에이션

(십억원, 천주, 원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
잉여현금흐름	(7)	59	81	97	115	125	157	196	245	294
WACC	8.2%									
할인계수	-	0.94	0.87	0.80	0.74	0.69	0.63	0.59	0.54	0.50
잉여현금흐름의 현재가치	869	55	70	78	86	86	99	115	133	147
영구성장률	1.3%									
영구가치										4,294
영구가치의 현재가치	2,147									
영업가치	3,016									
순현금	182									
적정 시가총액	3,199									
총 주식수	28,037									
적정주가	114,081									
목표주가	115,000									
현재주가	96,800									
Upside	18.8%									
Implied EV/EBITDA	28.5	(2020년 실적 기준)								

자료: 스튜디오드래곤, Bloomberg, KB증권 추정

주: $COE(8.37\%) = Rf(2.55\%) + \text{리스크프리미엄}(7.26\%) \times \text{베타}(0.80)$, $WACC(8.37\%) = COE(8.37\%) \times \text{자기자본비중}(97.4\%) + \text{타인자본비용}(3.23\%) \times \text{타인자본비중}(2.60\%)$

Rf는 국고채 5년물 (2.55%) 기준, 영구성장률은 2060년 한국경제성장률 (OECD 기준)

Peer Group 평균 EV/EBITDA를 적용한 산출주가는 115,746원

보조적인 밸류에이션 방법으로 사용한 EV/EBITDA 산출주가는 115,746원이다. Target EV/EBITDA는 유사한 수익모델을 보유한 기업인 제이콘텐트리, Zhejiang Huace, Huala Baina의 2017년 평균값을 적용했다. 스튜디오드래곤의 2018년 예상 실적 기준 밸류에이션은 PER 50.6배, EV/EBITDA 37.7배로 peer group의 평균 (2018E PER 25.0배, EV/EBITDA 20.2배)을 큰 폭으로 상회하고 있다. 이는 스튜디오드래곤의 현 주가가 2018년 실적이 아닌 향후 2~3년간의 높은 성장여력을 상당부분 선반영하고 있기 때문으로 보여진다.

Peer 대비 밸류에이션 높지만, 2020년까지 확실한 실적가시성 감안하면 무리 없는 수준

스튜디오드래곤의 실적은 1) 콘텐츠 제작편수가 2017년 22편에서 2020년 40편까지 증가하면서 편성매출이 큰 폭의 성장이 예상되고, 2) 중국 한한령 완화시점에는 불확실성이 존재하나, 2019년부터는 12개월 온기로 반영될 전망이다 점을 감안하면 2020년까지는 고성장을 지속할 가능성이 높아 보인다. 2020년 예상 EBITDA를 통해 산출한 적정 기업가치는 3.2조원 (주당 115,000원)이다. 2018년 실적 기준으로는 peer대비 밸류에이션이 높지만, 향후 확실한 실적가시성을 감안하면 무리 없는 수준으로 판단된다.

표 2. 스튜디오드래곤의 Peer Group과의 비교를 통한 EV/EBITDA 밸류에이션 (보조)

(십억원, %, 천주, 원)	비교	
2020E EBITDA	112.3	
Target EV/EBITDA	25.8	제이콘텐트리, Zhejiang Huace, Huala Baina의 2017E 평균
적정 EV	2,897	
순현금	348	
적정 시가총액	3,245	
총 주식수	28,037	완전희석 기준
산출주가	115,746	
현재주가	96,800	
Upside	19.6%	

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권 추정

표 3. Global Peer와의 밸류에이션 비교

	스튜디오 드래곤	제이콘텐트리	삼화네트웍스	Netflix	Zhejiang Huace	Beijing HualuBaina
현재주가 (USD)	91.8	7.7	1.9	295.4	1.9	1.9
시가총액 (백만USD)	2,573	875	81	128,167	3,420	1,505
PER (X)						
2017	99.1	64.4	76.5	175.0	33.2	25.3
2018c	50.9	27.4	13.8	96.0	27.3	20.4
2019c	33.0	22.0	9.4	58.3	21.4	14.6
PBR (X)						
2017	8.7	6.4	2.1	37.8	3.1	1.4
2018c	6.6	5.2	1.8	27.9	2.8	1.4
2019c	5.4	4.2	1.6	20.0	2.5	1.3
ROE (%)						
2017	11.6	12.9	2.8	17.7	9.4	4.4
2018c	13.5	22.2	14.3	25.8	10.7	5.3
2019c	16.9	21.7	18.0	27.5	12.6	5.9
EV/EBITDA (X)						
2017	34.0	21.5	22.3	121.1	30.2	26.2
2018c	20.8	15.2	6.0	68.3	23.3	22.2
2019c	15.0	12.9	4.3	44.2	18.2	19.7

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권 정리

스튜디오드래곤의 주가흐름은 넷플릭스와 동조하는 모습을 보임

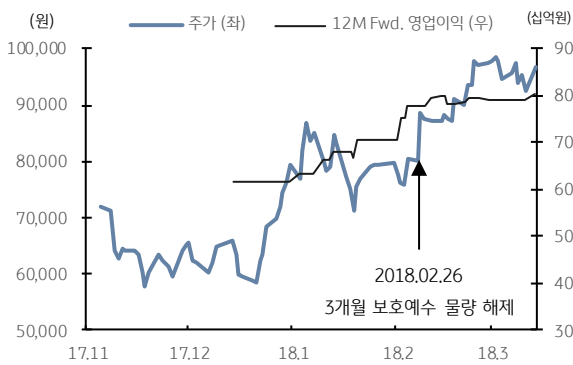
스튜디오드래곤의 주가는 상장 이후 공모가 대비 176.6%의 높은 수익률을 시현했다. 1) CJ E&M의 핵심 자회사로서 콘텐츠 경쟁력을 인정받았고, 2) 글로벌 최대 OTT 플랫폼인 넷플릭스로의 콘텐츠 수출이 가시화되면서 큰 폭의 실적성장이 예상되었으며, 3) 중국과의 관계개선에 따른 콘텐츠 판매 재개 기대감이 가파른 주가상승에 기여했다. 또한 넷플릭스가 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 글로벌 시장에서 입지를 확대하는 과정에서 국내 콘텐츠 기업인 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 역시 주가 상승흐름에 동조하는 모습을 보였다.

주가 상승요인:

- 1) 한국 기업들의 중국향 콘텐츠 판매 재개
- 2) 해외 OTT 플랫폼과의 제휴 및 콘텐츠 판매 확장

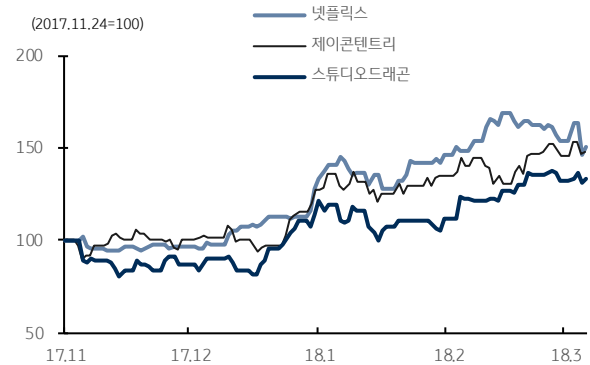
스튜디오드래곤의 주가는 가파른 EPS 성장을 바탕으로 중장기적으로 우상향 흐름을 보일 것으로 예상된다. 단기 주가상승요인으로는 1) 한국 기업들의 중국향 콘텐츠 판매 재개, 2) 넷플릭스를 비롯한 해외 OTT 플랫폼과의 제휴 및 콘텐츠 판매 확장이다. 특히 중국 시장의 경우 한중 관계가 악화된 이후 지난 1년간 콘텐츠 판매가 없었으나, 최근 언론보도를 통해 한중 관계개선에 대한 기대감이 높아지면서 이르면 상반기 중 판매가 재개될 것으로 예상된다. 굳이 스튜디오드래곤이 계약주체가 되지 않더라도 한국기업의 중국향 수출 소식은 콘텐츠 업종 전반적인 주가 상승으로 이어질 가능성이 높아 보인다.

그림 1. 스튜디오드래곤의 주가와 12개월 fwd. 영업이익 추이



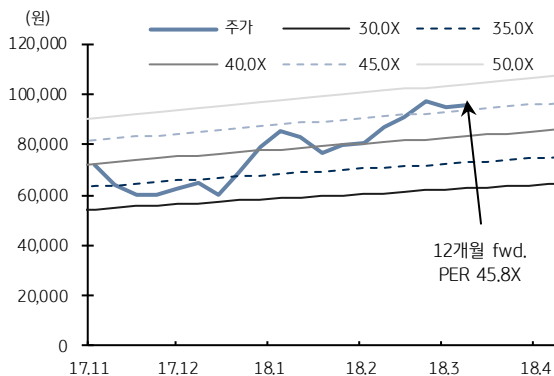
자료: Wisefn 컨센서스, KB증권 정리

그림 2. 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, 넷플릭스의 주가 추이



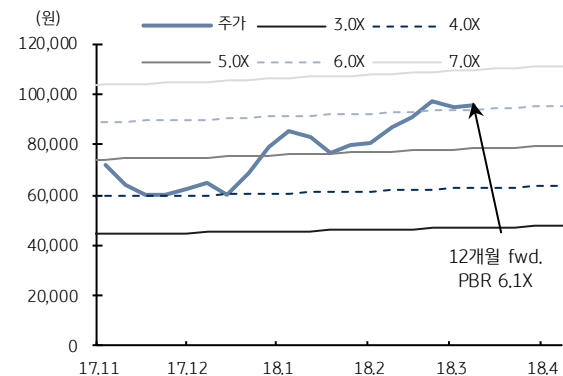
자료: Bloomberg, KB증권 정리

그림 3. 12개월 fwd. PER 밴드차트



자료: Wisefn, KB증권 추정

그림 4. 12개월 fwd. PBR 밴드차트



자료: Wisefn, KB증권 추정

리스크요인 점검

스튜디오드래곤의 리스크 요인은 중국으로의 콘텐츠 판매시점 지연과 peer대비 부담스러운 밸류에이션이다.

1) 중국 콘텐츠 판매관련 불확실성

지난 2017년 국내 사드배치 결정 이후 한국 기업들의 대중국 콘텐츠 판매는 급속히 위축되었으며, 2017년 초 이후 중국향 수출은 전혀 없다시피 했다. 최근 한중관계 개선에 대한 기대감이 높아지는 과정에서 스튜디오드래곤은 최대 수혜주로 각광받고 있다. KB증권은 한국 기업들의 중국 수출 재개시점에 대한 불확실성은 존재하나, 2018년 내 성사될 가능성이 높다고 판단하며, 2019년에는 관련 매출액이 온기로 반영될 것으로 예상한다. 중국 수출시점이 당초 예상보다 지연되거나 한류 콘텐츠에 대한 규제가 강화될 경우 실적 추정치와 주가에 모두 부정적 영향을 미칠 수 있다.

2) 높은 밸류에이션 부담

스튜디오드래곤은 콘텐츠 산업의 높은 성장잠재력과 2020년까지 실적성장의 방향성이 뚜렷하여 peer 중 최고 수준의 밸류에이션을 받고 있다 (2018년 예상 실적 기준 PER 50.6배, EV/EBITDA 37.7배). 상장 이후 주가가 꾸준히 상승세를 보였음에도 불구하고 중국 및 넷플릭스향 판매에 대한 기대감이 꺾이지 않으면서 높은 밸류에이션이 유지되고 있다. 다만 높은 밸류에이션은 중국을 비롯한 신규 모멘텀 관련 기대감이 유효할 경우에만 가능하며, 부정적 뉴스 흐름으로 인한センチ먼트 악화는 주가 하락으로 이어질 여지가 있다. 일례로 미국 기술주의 주가가 전반적으로 부진했던 지난 3월 28일 넷플릭스의 주가가 5.0% 하락했던 가운데 스튜디오드래곤의 주가 역시 3.7% 하락한 바 있다.

IV. Investment points

1. 콘텐츠 제작의 플랫폼화: 안정적인 제작기반을 바탕으로 한 실적성장

안정적인 제작기반과 콘텐츠 제작 편수 증가에 의한 실적성장

스튜디오드래곤은 제작단계에서부터 일정 마진을 보장받는 제작구조와 다작을 통한 리스크 분산으로 안정적인 수익창출이 가능하다. 향후에도 캡티브 고객사인 CJ E&M 계열채널의 수요성장을 바탕으로 콘텐츠 제작편수가 확대될 전망이다.

제작 및 편성단계에서 일정 마진을 보장받는 수익구조

스튜디오드래곤은 제작 및 편성단계에서 제작원가의 상당부분을 커버하고 있어 작품별 마진을 안정적으로 유지할 수 있다. 제작원가 대비 스튜디오드래곤의 수익은 편성 50~70%, 협찬 10~20%, 부가판매 매출 30%+α로 구성되어 있다. 평균적으로 제작원가의 70~80% 내외를 TV편성과 협찬을 통해 충당하기 때문에 손익분기점을 넘기기 용이한 구조다. 2017년의 경우 22개 콘텐츠의 판권 판매수익을 포함한 평균 매출총이익률은 20% 수준이었다. 1~2개의 콘텐츠가 손익분기점을 달성했고, 최대 흥행 콘텐츠인 ‘도깨비’는 50% 이상의 마진을 기록한 것으로 추정된다.

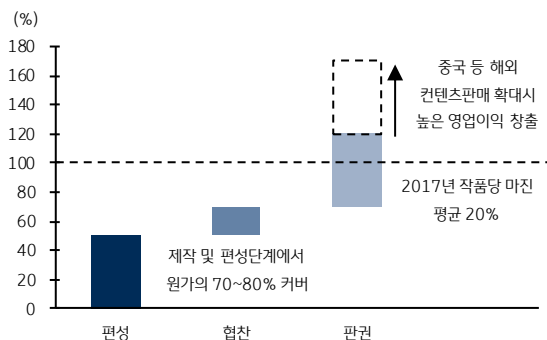
CJ E&M의 캡티브 수요를 중심으로 콘텐츠 제작편수 증가 전망

스튜디오드래곤은 CJ E&M의 캡티브 수요 (tvN, OCN 등)를 중심으로 안정적인 콘텐츠를 공급하고 있다. 콘텐츠 제작편수는 2017년 22편에서 2020년 40편까지 증가하면서 실적 상승세가 지속될 전망이다. 2017년 말 기준 작가 수는 77명이며, 일반적으로 작가 1명당 작품 집필주기가 2년인 점을 감안하면 콘텐츠 수급에는 큰 문제가 없을 것으로 판단한다. 콘텐츠의 제작편수가 증가하는 과정에서 외형과 수익성이 모두 성장할 전망이다.

다수의 콘텐츠를 생산하면서 리스크 최소화

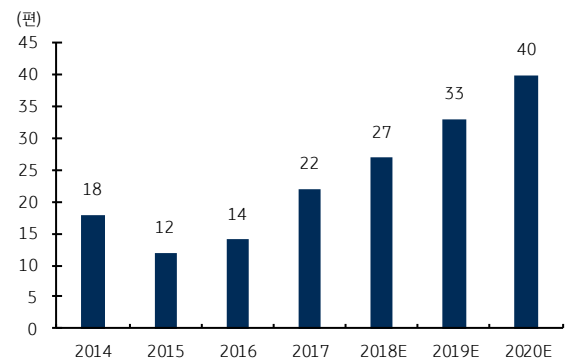
스튜디오드래곤은 다수의 작가, PD, 연출인력을 바탕으로 콘텐츠 제작이 플랫폼화되어 있다. 콘텐츠 산업은 일반적으로 드라마의 흥행여부가 실적에 미치는 영향이 크고, 실적 변동성이 높지만, 스튜디오드래곤은 매년 20편 이상의 드라마를 제작하여 경쟁사 대비 리스크가 현저히 낮다는 장점을 가지고 있다.

그림 5. 스튜디오드래곤의 수익구조



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 6. 스튜디오드래곤의 연간 콘텐츠 제작편수



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

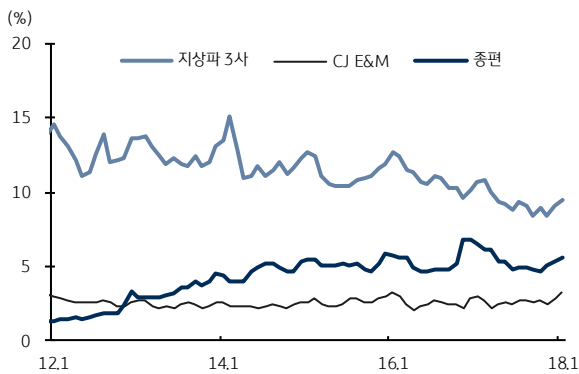
업계 최고 수준의 제작인력 보유

스튜디오드래곤은 KPJ, 화앤담픽쳐스, 문화창고 등을 자회사로 보유하고 있는 국내 최대 제작사로서 업계 최고 수준의 제작인력을 보유하고 있다. 특히 김은숙, 박지은 작가와 같이 스타작가의 경우 콘텐츠의 계약가격이 높게 책정되어 실적 기여도가 높다.

콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 시청률 및 광고단가 성장세 지속

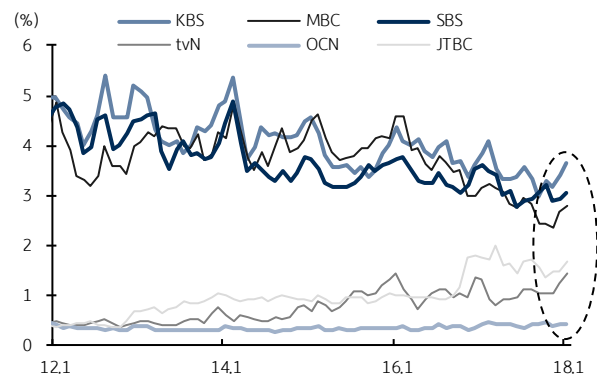
스튜디오드래곤의 콘텐츠 경쟁력은 높은 시청률과 광고단가에서 확인할 수 있다. CJ E&M의 주력 채널 중 하나인 tvN의 시청률은 2014년 초 0.6%에서 2018년 2월 기준 1.4%까지 상승했으며, 동 기간 광고단가 (최고가격대 기준)는 690만원에서 1,840만원까지 상승했다. 지상파 프라임타임의 광고단가가 1,300~1,600만원대에 형성되어 있음을 감안하면 tvN의 콘텐츠는 시청률이나 화제성 측면에서 지상파 콘텐츠에 뒤지지 않는다는 반증이다. tvN과 OCN 모두 드라마콘텐츠를 점점 확대 편성하는 과정에서 스튜디오드래곤의 캡티브 수요는 안정적인 증가세를 유지할 전망이다.

그림 7. 지상파, 종편, CJ E&M 계열 합산 시청률 점유율 비교



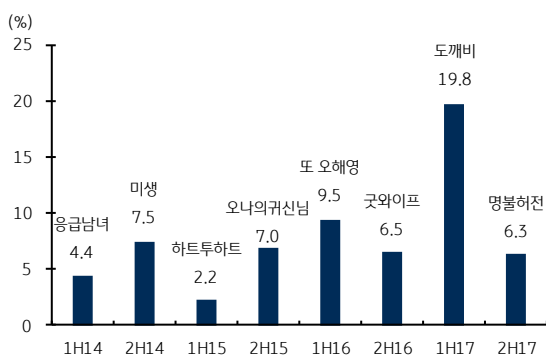
자료: 닐슨코리아, CJ E&M, KB증권 정리

그림 8. 주요 채널별 시청률 비교



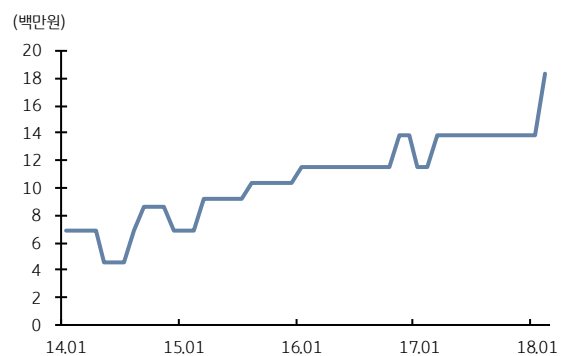
자료: 닐슨코리아, CJ E&M, KB증권 정리

그림 9. tvN의 주요 콘텐츠 시청률 (스튜디오드래곤 기준)



자료: CJ E&M, KB증권 정리

그림 10. CJ E&M의 콘텐츠 광고단가 추이 (최고 가격대 기준)



자료: CJ E&M, KB증권 정리

2. 콘텐츠 유통채널 확대에 따른 판권 판매 매출액의 고성장

지상파, 넷플릭스, 중국지역으로 콘텐츠 판매 확대 예상

국내외 시장에서 지상파, 종편, 케이블, OTT 등으로 영상콘텐츠 유통경로가 다변화되는 과정에서 양질의 콘텐츠에 대한 수요는 지속적으로 증가하는 추세이다. 국내 최대 드라마 제작기업인 스튜디오드래곤에 수혜가 집중될 것으로 전망한다. 기존의 CJ E&M 캡티브 수요 외에도 지상파, 넷플릭스, 중국으로의 콘텐츠 판매가 확대하면서 수익성이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

전술한 바와 같이 스튜디오드래곤의 수익구조는 편성단계에서 제작원가의 70% 내외를 보장받는 구조이며, 콘텐츠 판권판매와 VOD매출을 포함한 판권수익에 따라 작품의 수익성이 크게 달라질 수 있다. 스튜디오드래곤은 지난 수 년간 지상파 채널로의 콘텐츠 판매를 지속적으로 확대해왔으며, 최근에는 글로벌 OTT 플랫폼인 넷플릭스에도 콘텐츠를 공급하고 있다.

넷플릭스와의 제휴관계는 지속적으로 강화될 것

스튜디오드래곤은 지난 2017년 비밀의 숲, 아르곤, 블랙, 화유기 등의 판권을 넷플릭스에 판매한 바 있으며, 이 중 화유기는 100억원에 판매된 것으로 알려졌다. 2018년에도 라이브를 시작으로 넷플릭스향 콘텐츠 판매는 지속적으로 증가할 전망이다.

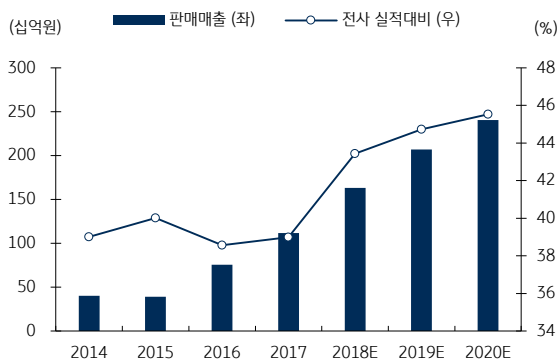
중국향 콘텐츠 판매 재개 시 실적에 업사이드 존재

중국 정부의 한한령 완화에 대한 기대감이 높아지면서 스튜디오드래곤의 수혜가 부각될 전망이다. 스튜디오드래곤의 2017년 실적은 최대 수출시장인 중국향 콘텐츠 수출이 매우 제한적이었던 가운데 달성한 실적임을 감안하면 향후 콘텐츠 수출 재개 시 실적의 업사이드는 더욱 높다. 연내 방영 예정인 드라마 외에도 최근 1년 사이 판매되지 못한 구작 드라마 역시 낮은 가격이지만 판매 가능성이 존재하며, 실적에 +α 요인으로 작용할 전망이다.

2018년 콘텐츠 판매 매출액 45.9% YoY 성장 전망

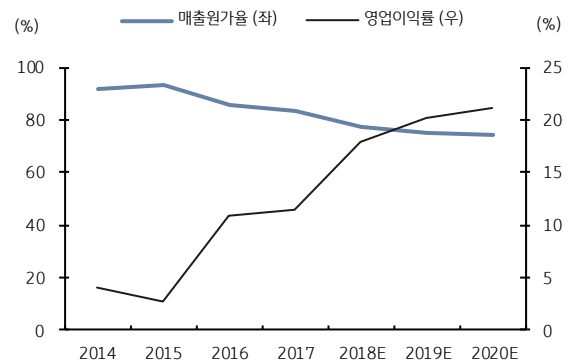
스튜디오드래곤의 콘텐츠 판매 매출액은 2018년 1,631억원, 2019년 2,026억원으로 예상되어 전년동기대비 각각 45.9%, 27.0% 증가할 전망이다. 글로벌 시장에서 한류 콘텐츠에 대한 수요는 지속적으로 증가 추세인 가운데 국내 선두기업인 스튜디오드래곤에 대한 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

그림 11. 스튜디오드래곤의 콘텐츠 판매매출 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 12. 스튜디오드래곤의 매출원가율과 영업이익률의 상관관계



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

V. 실적추이 및 전망

2018년 매출액 +30.9% YoY, 영업이익 +103.7% YoY 성장 전망

스튜디오드래곤의 2018년 실적은 매출액 3,755억원 (+30.9% YoY), 영업이익 672억원 (+103.7% YoY)으로 예상된다. 편성매출은 CJ E&M항 드라마 제작편수의 성장에 힘입어 전년 대비 +21.1% YoY의 성장이 예상된다. 판권판매의 경우 넷플릭스향으로 화유기, 라이브 등 콘텐츠 공급확대와 가격상승에 힘입어 +45.9% YoY의 고정장이 예상된다. 중국시장의 경우 판권 판매시점 재개에 대한 불확실성이 존재하나, 2018년 중 매출 인식 시작, 2019년 중 연간 온기 반영될 것으로 추정된다. 2019년에는 중국향 콘텐츠 판매실적이 연간으로 반영되면서 매출액 4,630억원 (+23.3% YoY), 영업이익 938억원 (+39.5% YoY)을 실현할 전망이다.

원가부담 완화와 판권판매 매출 상승으로 영업이익률 개선 전망

매출액 상승에 따른 원가부담 완화와, 판권판매 매출 상승으로 인한 이익 레버리지 효과에 힘입어 스튜디오드래곤의 영업이익률은 2017년 11.5%에서 2018년 17.9%, 2019년 20.2%로 개선세를 지속할 전망이다.

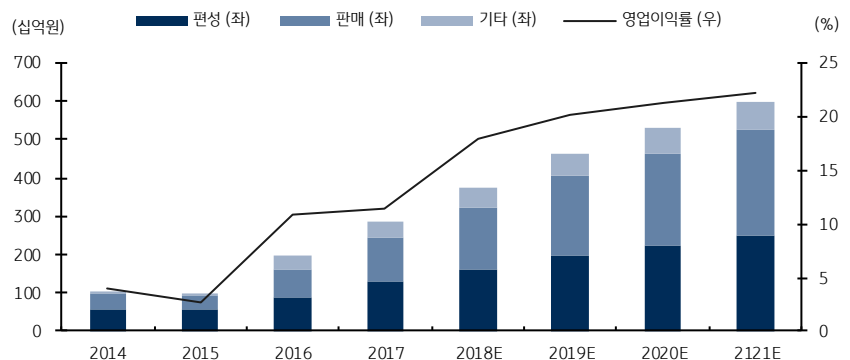
표 4. 스튜디오드래곤의 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	90.7	86.2	98.3	100.4	286.8	375.5	463.0
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	26.2	(4.9)	14.0	2.1	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	20.4	38.8	26.8	39.7	46.7	30.9	23.3
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	35.0	39.2	42.7	42.1	131.2	158.9	197.1
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	41.9	34.2	41.9	45.0	111.8	163.1	207.1
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	13.8	12.8	13.7	13.3	43.7	53.5	58.8
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	16.3	12.9	19.1	18.8	33.0	67.2	93.8
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	369.1	(20.5)	47.8	(1.6)	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	16.5	45.7	187.7	442.6	55.6	103.7	39.5
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	18.0	15.0	19.5	18.8	11.5	17.9	20.2
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	12.9	10.5	15.2	15.0	23.8	53.6	74.5
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	548.3	(19.0)	44.7	(1.2)	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(3.3)	274.4	168.0	651.1	-	124.8	39.0
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	14.3	12.2	15.4	14.9	8.3	14.3	16.1

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 13. 스튜디오드래곤의 매출액 및 영업이익률 전망

편성매출과 판매매출의 고른 성장 예상



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

VI. 기업개요

국내 최대 드라마 제작 스튜디오

국내 최대 드라마 종합 스튜디오인 스튜디오드래곤의 전신은 CJ E&M의 드라마 사업 부문이다. 2016년 5월 CJ E&M이 드라마 콘텐츠 제작 역량 강화를 위해 해당 사업부문을 물적 분할해 설립되었다. 현재 CJ E&M의 계열사로 드라마 제작 및 편성과 드라마 판권 및 VOD (주문형 비디오)의 국내유통사업을 주력 사업으로 영위해오고 있다.

드라마 판매경로의 확산으로 인한 콘텐츠 제작역량의 중요성 부각

과거 스튜디오드래곤의 드라마 판매경로는 CJ E&M 산하 채널 (tvN, OCN 등)에만 국한되어 있었으나, 최근에는 지상파, 종편, 케이블, OTT 등 다양한 방송매체들이 등장하면서 드라마 제작사들의 협상력이 점차 강화되고 있다. 과거 드라마 저작권을 방송사가 독과점하던 구조에서 벗어나 드라마 시장의 주도권이 지상파 방송국에서 드라마 제작사 중심으로 이동하고 있는 것이다. 이러한 국내 드라마 제작시장의 변모과정에서 안정적인 자본력과 자체 IP를 보유한 스튜디오드래곤의 독보적인 드라마 제작역량이 더욱 부각되면서 시장 선도기업으로 거듭나고 있다.

안정적인 제작 및 편성 환경을 바탕으로 지속적인 외형 성장 전망

스튜디오드래곤은 모회사인 CJ E&M으로부터 공급되는 안정적인 자금흐름을 바탕으로 연간 20편 내외의 드라마 제작을 이어나가고 있다. 이는 현재 국내 드라마시장 점유율 20%에 해당하는 수준으로 스튜디오드래곤은 향후 2020년까지 국내 드라마 시장 점유율 40%를 달성하겠다는 목표를 밝힌 바 있다. 2017년 기준 22편의 드라마를 제작하였으며, 이 가운데 20편이 CJ E&M의 자체 채널인 tvN, OCN 등을 통해 방송되면서 안정적인 편성 흐름 또한 이어나가고 있다. 외주 제작 규제 대상인 지상파 채널과 달리 케이블 채널을 보유한 CJ E&M은 외주제작 편성비율에서 상대적으로 자유로워 모회사와의 안정적인 드라마 편성이 가능한 것이다. 스튜디오드래곤은 안정적인 제작 지원과 편성 환경을 바탕으로 올해에도 27편 이상의 드라마 제작 계획을 밝히면서 향후 지속적인 외형 성장을 이어나갈 것으로 전망한다.

안정적인 재원을 바탕으로 양질의 드라마 제작

스튜디오드래곤의 드라마 제작 능력은 단순히 양적인 측면뿐만 아니라 질적인 측면에서도 확인할 수 있다. 스튜디오드래곤은 지상파 채널에 비해 상대적으로 접근성이 떨어지는 케이블 채널형 드라마를 주로 제작했음에도 불구하고, 미생, 또 오해영, 도깨비 등과 같은 유수의 히트작을 지속적으로 배출해왔다. 또한 사업초기부터 케이블 드라마뿐만 아니라 매년 1~2편의 지상파 드라마를 제작해오면서 다양한 채널로의 판매가 가능한 드라마 제작 능력을 축적해왔다.

드라마 제작역량은 안정적인 편성환경과 모기업의 제작지원에 기인

이러한 높은 수준의 드라마 제작능력은 캡티브 채널형의 안정적인 편성 환경과 모회사 기반의 안정적인 드라마 제작지원에 기인한 것으로 판단한다. 안정적인 제작비 지원과 편성 기회가 보장되면서 상대적으로 영세한 중소형 드라마 제작 스튜디오에 비해 보다 중장기적인 관점에서 콘텐츠 제작 경쟁력을 도모해 나갈 수 있었기 때문이다.

우수한 인적자원을 바탕으로 콘텐츠 경쟁력 지속 전망

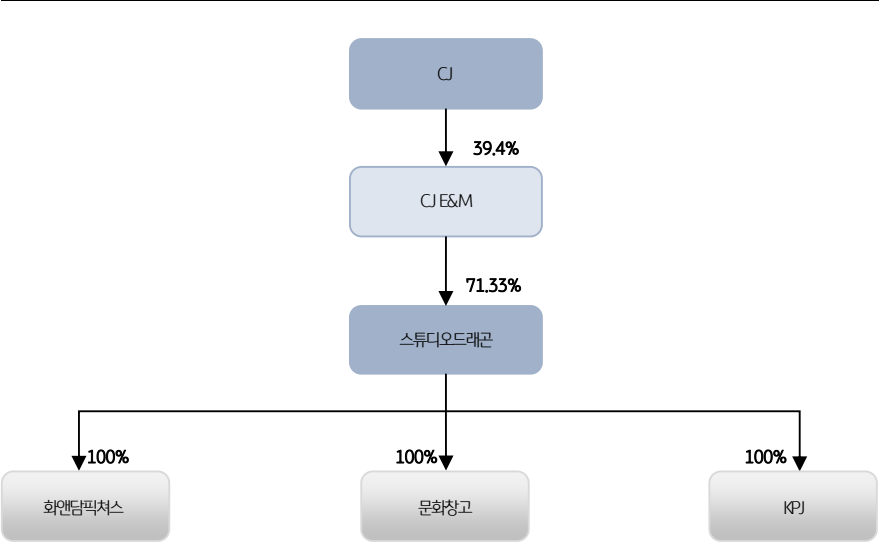
경쟁력 제고를 위한 노력은 자연스레 적극적인 인력 영입으로 이어졌고, 현재 80여 명의 작가진과 70여 명의 연출 및 프로듀서 인력을 확보하고 있다. 이는 자체적인 인력영입뿐만 아니라 국내 유명 제작사인 화앤담픽처스, 문화창고, KPJ를 지분 교환 방식으로 인수하면서 업계 최고 수준의 인적자원을 보유한 것으로 평가 받고 있다. 향후 지속적인 우수 인력 충원을 바탕으로 다양한 장르의 콘텐츠 제작을 시도하면서 글로벌 수준의 드라마 제작 역량을 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

표 5. 2018년 주요 드라마 라인업

방영시기	방송일	제목	편성	부작	극본	연출	주연
1Q18	2017-12-23	화유기	tvN	20	홍자매	박홍균	이승기, 차승원, 오연서
	2018-01-08	애간장	OCN	10	박가연	민연홍	이정신, 서지훈
	2018-01-24	마더	tvN	16	정서경	김철규	이보영, 이재윤
	2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민
	2018-03-03	작은 신의 아이들	OCN	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈
	2018-03-05	그남자 오수	OCN	10	정유선	이철민	이종현, 김소은
	2018-03-10	라이브	tvN	16	노희경	김규태	정유미, 이광수
	2018-03-21	나의 아저씨	tvN	16	박해영	김원석	이선균, 아이유, 나문희
	2018-03-26	시를 잊은 그대에게	tvN	16	명수현	한상재	이유비, 이채영
2Q18	2018-04	미스트리스	OCN	미정	고정운	한지승	한가인, 구재이
	2018-05	어바웃 타임	tvN	미정	추혜미	김형식	이상윤, 이성경
	2018-06	라이프 온 마스	OCN	미정	이대일	이정효	정경호, 박성웅, 고아성
2H18	2018-07	미스터 션샤인	tvN	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리
	2018-11	알함브라 궁전의 추억	tvN	미정	송재정	안길호	현빈 (검토중)
	미정	보이스2	OCN	미정	미정	미정	이하나
	미정	하늘에서 내리는 1억개의 별	tvN	미정	미정	유제원	미정
	미정	하늘에서 떨어진 풀	tvN	미정	남지은	김상호	윤현민, 안우연
	미정	식사를 합시다3	tvN	미정	임수미	최규식	윤두준, 백진희 (검토중)

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 14. 스튜디오드래곤의 지분구조



자료: 금융감독원, KB증권

VII. Appendix

표 6. Peer Comparison

	스튜디오 드래곤	제이콘텐트리	삼화네트웍스	에스엠 엔터테인먼트	Netflix	Zhejiang Huace Film & TV	Beijing Hualu Baina
현재주가 (USD)	91.8	7.7	1.9	44.1	295.4	1.9	1.9
시가총액 (백만USD)	2,573	875	81	959	128,167	3,420	1,505
절대수익률 (%)							
1M	5.6	4.1	6.5	24.5	1.4	-7.3	5.1
3M	42.5	44.0	40.4	31.8	53.9	11.1	3.6
6M	n/a	109.6	45.2	58.3	62.9	10.4	-34.4
12M	n/a	84.9	29.8	93.9	99.8	9.1	-41.6
초과수익률 (%)							
1M	8.1	6.6	9.0	27.0	3.9	-4.8	7.6
3M	43.2	44.7	41.1	32.6	54.6	11.8	4.4
6M	n/a	103.8	39.4	52.5	57.0	4.5	-40.2
12M	n/a	71.0	15.8	79.9	85.8	-4.8	-55.6
PER (X)							
2017	99.1	64.4	76.5	53.0	175.0	33.2	25.3
2018c	50.9	27.4	13.8	29.9	96.0	27.3	20.4
2019c	33.0	22.0	9.4	26.9	58.3	21.4	14.6
PBR (X)							
2017	8.7	6.4	2.1	2.9	37.8	3.1	1.4
2018c	6.6	5.2	1.8	2.8	27.9	2.8	1.4
2019c	5.4	4.2	1.6	2.5	20.0	2.5	1.3
ROE (%)							
2017	11.6	12.9	2.8	5.6	17.7	9.4	4.4
2018c	13.5	22.2	14.3	9.8	25.8	10.7	5.3
2019c	16.9	21.7	18.0	9.9	27.5	12.6	5.9
EV/EBITDA (X)							
2017	34.0	21.5	22.3	24.4	121.1	30.2	26.2
2018c	20.8	15.2	6.0	12.4	68.3	23.3	22.2
2019c	15.0	12.9	4.3	12.0	44.2	18.2	19.7
매출액성장률 (%)							
2017	41.6	37.2	51.8	66.5	35.5	n/a	n/a
2018c	28.3	14.4	39.9	8.9	22.6	19.6	11.8
2019c	16.8	26.7	n/a	n/a	19.0	2.2	n/a
영업이익성장률 (%)							
2017	117.8	79.3	흑전	446.2	89.8	n/a	n/a
2018c	53.9	21.9	53.1	11.2	58.4	30.5	n/a
2019c	11.1	49.0	n/a	n/a	32.8	30.6	n/a
순이익성장률 (%)							
2017	138.3	449.3	n/a	718.2	118.3	n/a	n/a
2018c	54.5	24.2	46.8	11.7	55.1	29.8	14.8
2019c	12.2	50.9	n/a	n/a	53.6	32.1	n/a
영업이익률 (%)							
2017	n/a	10.4	21.1	9.9	10.0	13.1	n/a
2018c	n/a	11.0	23.1	10.1	13.0	14.3	n/a
2019c	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익률 (%)							
2017	14.0	6.1	20.5	5.8	7.7	11.7	14.1
2018c	16.8	6.7	21.5	6.0	9.7	12.7	14.4
2019c	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	154	287	376	463	529
매출원가	133	240	292	349	394
매출총이익	22	47	84	114	135
판매비와관리비	5	14	17	20	23
영업이익	17	33	67	94	112
EBITDA	39	74	67	94	112
영업외손익	-6	-3	4	6	7
이자수익	0	1	3	5	6
이자비용	1	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	1	1	1
세전이익	11	30	71	99	120
법인세비용	2	6	18	25	30
당기순이익	8	24	54	75	90
지배주주순이익	8	24	54	75	90
수정순이익	8	24	54	75	90

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	NA	85.7	31.0	23.3	14.2
영업이익 성장률	NA	98.3	103.7	39.5	19.8
EBITDA 성장률	NA	91.4	-9.5	39.5	19.8
지배기업순이익 성장률	NA	193.0	124.8	39.0	20.3
매출총이익률	14.0	16.4	22.4	24.5	25.5
영업이익률	10.8	11.5	17.9	20.3	21.2
EBITDA이익률	25.1	25.9	17.9	20.3	21.2
세전이익률	6.8	10.6	19.0	21.5	22.6
당기순이익률	5.3	8.3	14.3	16.1	17.0

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12	-7	60	82	98
당기순이익	8	24	54	75	90
유형자산상각비	22	41	0	0	0
기타비현금손익 조정	5	5	18	25	30
운전자본증감	-46	-73	6	7	9
매출채권감소 (증가)	0	-14	-2	-2	-2
재고자산감소 (증가)	0	-2	0	0	0
매입채무증가 (감소)	11	9	1	1	1
기타영업현금흐름	-2	20	-18	-25	-30
투자활동 현금흐름	-70	-141	-13	-14	-14
유형자산투자감소 (증가)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-68	0	-5	-5	-6
재무활동 현금흐름	93	188	1	1	2
금융부채 증감	27	-18	1	1	2
자본의 증감	56	208	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	10	-2	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	12	40	48	70	85
기말현금	12	51	48	118	203
잉여현금흐름 (FCF)	-14	-7	59	81	97
순현금흐름	0	199	1	74	90
순현금 (순차입금)	-16	182	184	258	348

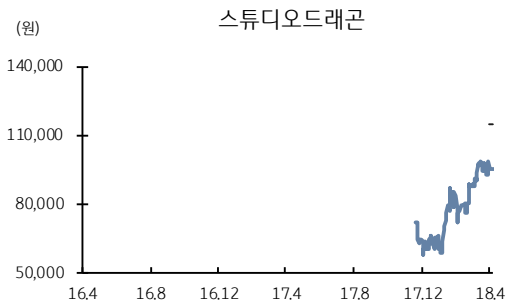
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	242	459	473	560	664
유동자산	81	290	296	376	472
현금 및 현금성자산	12	51	48	118	203
단기금융자산	0	141	147	153	159
매출채권	37	55	57	59	62
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	33	41	43	45	47
비유동자산	161	170	177	184	193
투자자산	2	4	4	4	4
유형자산	1	1	2	3	5
무형자산	124	128	129	130	131
기타비유동자산	33	36	40	45	51
부채총계	106	91	102	115	130
유동부채	84	91	102	115	129
매입채무	6	6	7	8	9
단기금융부채	8	10	11	13	14
기타유동부채	71	75	84	95	106
비유동부채	21	0	0	0	0
장기금융부채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	422	497	586
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
기타자본항목	2	3	3	3	3
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	8	32	86	160	250
지배자본 계	136	368	422	497	586
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	NA	61.9	50.6	36.4	30.3
PBR	NA	4.9	6.4	5.5	4.6
PSR	NA	5.1	7.2	5.9	5.1
EV/EBITDA	0.4	22.1	37.7	26.2	21.1
EV/EBIT	1.0	49.7	37.7	26.2	21.1
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	569	1,050	1,912	2,657	3,197
BPS	6,176	13,141	15,053	17,710	20,907
SPS (주당매출액)	10,795	12,628	13,394	16,515	18,856
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	9.5	13.6	16.2	16.6
ROA	3.4	6.8	11.5	14.4	14.6
ROIC	16.9	15.6	27.7	38.6	46.3
안정성성지표					
부채비율	77.8	24.7	24.3	23.2	22.1
순차입비율	12.1	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	3.2	2.9	3.3	3.7
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	184.9	229.2	243.9
활동성지표					
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	0.0	6.2	6.7	7.9	8.7
재고자산회전율	0.0	0.0	290.1	357.7	408.3

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
72.9	27.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.