

Company Update

2018. 11. 29

스튜디오드래곤 (253450)

NDR·Marketing takeaways - 드래곤의 승천을 기다리며



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

최준성

Research Associate
junsung.choi@samsung.com
02 2020 7837

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가	140,000원	(28.3%)
현재주가	109,100원	
시가총액	3,1조원	
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)	
52주 최저/최고	57,800원/119,800원	
60일-평균거래대금	160.4억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	21.9	6.2	73.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	10.4	32.9	95.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	140,000	0.0%
2018E EPS	1,423	1,423	0.0%
2019E EPS	2,409	2,409	0.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	17
Target price	137,588
Recommendation	4.0

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

- 최근 미주 투자자 대상으로 동사에 대한 pitch와 아시아 지역에서 NDR을 진행.
- OTT에 기반한 성장 잠재력에 대하여, Netflix를 잘 이해하는 미주 투자자는 높은 관심을 보인 반면, 아시아에서는 룬숏 위주의 아이디어로 접근하는 모습이었음.
- 미국 투자자들까지도 아직 충분히 공감하지 못하는 것으로 판단되는 iQiyi를 비롯한 중국 OTT의 성장 잠재력까지 감안하면 여전히 upside가 충분하다는 판단.

WHAT'S THE STORY

[Marketing] OTT의 성장성에 공감: 미주 투자자 대상으로 동사에 대한 pitch를 진행하였다. 투자포인트로 1) 한국 시장의 특수성에 따른 미디어 산업의 성장성, 2) 유료방송 시스템 형성에 따른 경쟁 환경, 3) 지속적인 투자를 통한 콘텐츠 완성도를 제시하였다. 투자자들은 동사에 대해 다소 생소한 모습이었으나, OTT의 성장성에는 공감하고 높은 관심을 보였다.

- **한국이라는 특수성:** 미디어 산업은 TV 광고 시장에 비례하여 성장하기 때문에 경제와 인구 규모에 밀접한 관련이 있다. 아시아에서 일본을 제외하면 한국이 경제와 인구 측면에서 가장 우수한 미디어 산업의 성장 여력을 갖춘 국가라는 판단이다.
- **치열한 유료방송 시장:** 공영방송 중심의 일본 방송시장과 달리, 한국은 90년대 케이블 방송 도입 이후 유료방송 시스템을 형성하였다. 이에 따라 채널 간 경쟁을 통해 콘텐츠의 경쟁력 강화가 이루어지는 산업 환경을 갖추었다.
- **높아진 콘텐츠 완성도:** 2006년 tvN의 개국 이후 CJ ENM은 드라마 콘텐츠에 투자를 지속해왔다. 꾸준한 투자를 통해 케이블을 넘어 지상파와 경쟁할 수 있는 완성도를 갖춘 상황이다. 이에 기반해 Netflix 등 해외 플랫폼으로의 진출이 확대될 전망이다.

[NDR] 해외 사업 업데이트: 아시아 지역 투자자들은 주로 룬숏 위주의 아이디어로 접근하였다. 회사측이 전달한 주요 업데이트로는 1) Netflix 오리지널 <좋아하면 울리는> 제작 계약 체결, 2) 중국 OTT에 <알함브라 궁전의 추억> 판매, 3) 중국 OTT 사업자와 현지 드라마 제작 계획이 있었다. Netflix의 한국 콘텐츠 투자 증가와 중국 OTT향 콘텐츠의 성장 잠재력을 감안하면 아직 upside는 충분하다는 판단이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	394	562	736
순이익 (십억원)	24	40	68	87
EPS (adj) (원)	1,050	1,423	2,409	3,109
EPS (adj) growth (%)	84.5	35.6	69.2	29.1
EBITDA margin (%)	25.9	29.1	32.4	32.8
ROE (%)	9.5	10.3	15.3	16.8
P/E (adj) (배)	103.9	76.6	45.3	35.1
P/B (배)	8.3	7.5	6.4	5.4
EV/EBITDA (배)	38.7	24.8	15.2	11.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

[북미 Marketing takeaways] "진짜 '드래곤'인가요...?"

북미 지역 투자자는 Netflix를 10년 넘게 피부로 경험

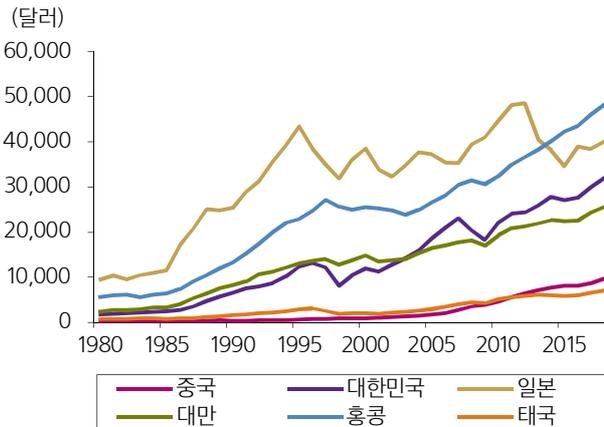
지난 11월 5~9일까지 북미 LA, 플로리다, 보스턴, 뉴욕 지역에서 마케팅 pitch를 진행하였다. 전달하였던 세 가지 포인트 중 하나는 강력한 한류 콘텐츠와 Netflix의 만남에 따른 한국 미디어 산업의 성장성이었다. 특히 당 리서치센터는 스튜디오드래곤이 아시아 지역, 아니 적어도 한국 시장에서는 향후 최소 3년 이상 '드래곤'으로 남아있을 것이며, Netflix 역시 이를 인지한 상황으로 판단한다. 따라서 Netflix의 성장성과 한국 콘텐츠에 대한 투자 강도에 비례해, 현재로서는 upside에 대해 valuation으로는 접근하기 어렵다는 입장이다.

스튜디오드래곤을 진짜 '드래곤'으로 판단하는 이유는 다음과 같다.

이무기에서 드래곤이 될 확률을 60% 이상으로 추정

첫 번째로 '한국'이라는 국가의 특이성이다. 미디어·엔터테인먼트 산업은 경제 성장의 마지막 과실이다. 아시아 시장에서 이러한 과실을 키워낼 수 있는 시장으로 일본, 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르 등을 들 수 있다. 그러나 지금까지 미국을 제외한 전세계 미디어 산업은 대부분 TV광고에 기반해 성장하고, TV광고 시장은 인구 수에 비례한다. 따라서 인구 규모가 작은 홍콩, 싱가폴은 미디어 콘텐츠가 충분히 성숙할 수 있는 환경이 아니다. 또한 대만의 경우 2,300만명 이상의 인구에 기반해 미디어 산업이 충분히 발달해왔으나, 2000년대 이후 중국 시장이 팽창하면서 심각한 제작 인력 유출을 겪었다. 즉 한국은 인구와 경제 규모 측면에서 우위를 가진 일본을 제외하고는 아시아에서 가장 우수한 미디어 콘텐츠가 등장할 수 있는 배경을 가지고 있다.

그림 1. 아시아 주요국 인당 명목 GDP



자료: IMF

표 1. 아시아 주요국 인구 및 GDP

국가	명목 GDP (십억달러)	인구 (백만명)
중국	12,015	1,415
일본	4,872	127
인도	2,611	1,354
한국	1,538	51
인도네시아	1,015	267
터키	849	82
대만	579	24
태국	455	69
홍콩	342	7
싱가폴	324	6

자료: IMF, UN

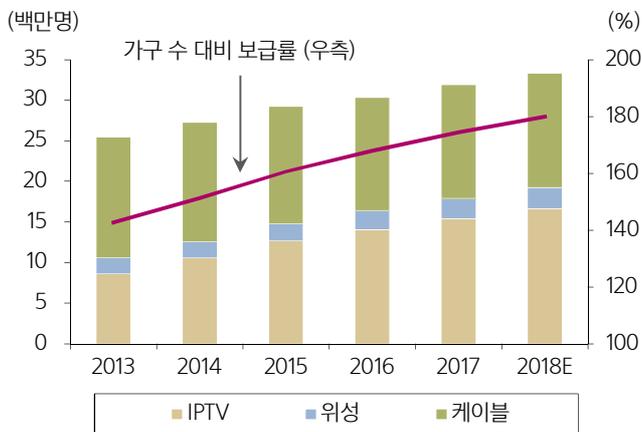
두 번째는 한국이 '유료방송' 시스템을 가지고 있다는 점이다. 일본 시장은 공영방송 중심의 산업이 형성되어있다. 모든 TV 보유 가구는 공영방송인 NHK에 매년 14,000엔(14만원)을 내면서 방송을 시청하고 있다. 그리고 이를 자원으로 전국 어디서든 TV만 구입하면 지상파 또는 위성을 통해서 방송을 시청할 수 있는 시스템이 구축되어 있다. 이에 따라 일본 내 유료방송 보급률은 호텔 등 일부 상업시설을 제외하면 극히 낮은 것으로 파악된다. 그러나 이는 라이선스라는 진입장벽을 의미하며, 이에 따라 NHK를 비롯한 6개의 지상파 간에만 경쟁이 벌어지고 있다. 그러나 한국 시장은 90년대 후반 케이블이라는 유료방송 시스템을 적극적으로 도입한 이후, 통신사의 IPTV가 한번 더 시장을 차지하면서 현재 엄청난 보급률(이론적으로는 170% 이상)을 보이고 있다. 즉 채널을 채울 콘텐츠만 있다면 누구든지 신고를 통해 시장에 진입할 수 있는 산업 환경인 것이다. 지난 20년동안 100여개가 넘는 채널 간의 경쟁을 살아남은 콘텐츠와 일본 방송사의 콘텐츠 간에 경쟁력 차이가 없다고 판단하지 않는다.

표 2. 일본의 주요 지상파 채널

채널	NHK	후지TV	니혼TV	TV아사히	도쿄방송 (TBS)	TV도쿄
						
후지TV	공영	민영	민영	민영	민영	민영
개국	1953	1959	1953	1959	1955	1964
운영	일본 방송 협회	산케이 신문	요미우리 신문	아사히 신문	마이니치 신문	닛케이 신문

자료: 각 사, 삼성증권

그림 2. 국내 유료방송 보급률



자료: 각 사, 케이블TV 방송협회

표 3. 국내 방송채널 사업자 및 채널 현황

방송사업 현황	참고	
방송사업자 (개)	352	
지상파	51	
유료방송	96	
방송채널 (PP)	158	
IPTV (CP)	44	
DMB	3	
승인 채널 (개)	429	
지상파	6	KBS(2), EBS(2), MBC, SBS
종편	4	JTBC, MBN, 채널A, TV조선
지역민방	12	
케이블 등	407	CJ ENM(20), 티캐스트(8), IHQ(5) 등

자료: 방송통신위원회, 과학기술정보통신부, 삼성증권

일본 공영방송 NHK의 수신계약 관련 쟁점

일본은 방송법 제64조에서 TV 등 방송 수신 설비를 설치한 세대·사업소는 NHK와의 수신계약을 체결하는 것을 의무로 규정하고 있다. 2011년 9월, NHK는 수신계약을 거부하고 수신료를 미납한 60대 남성을 상대로 소송을 제기하였다. NHK의 방송이 편향되었으며, 계약을 강제하는 법 조항은 헌법에 위반된다는 사유로 수신계약을 거부한 피고에 대해 계약의 체결과 미납분 지급을 청구하는 내용이었다. 1·2심에서 법원은 공공의 복지에 필요하다는 취지에서 수신계약 체결이 의무라 판단하면서 피고에게 약 20만엔을 지급할 것을 명령하였다.

2017년 12월 6일, 일본 대법원은 이 사건의 상고심 재판에서 NHK의 수신료 수취 제도가 헌법을 위반하지 않는다는 판결을 내렸다. 2017년까지 NHK는 미계약자를 대상으로 약 300여 건의 유사한 소송을 제기했지만, 이번 소송이 최고위 법정의 판결으로는 첫 결정이었다. 법정은 수신료 지급 의무를 강제하는 것이 표현의 자유와 알 권리를 충족하는 것으로, 입법 재량의 영역에서 허용될 수 있다고 판단하였다.

마지막은 CJ 그룹이 집념을 통해 일궈낸 드라마 콘텐츠의 완성도이다. CJ ENM의 대표 채널인 tvN은 지난 2006년 개국한 이후, 수백개에 이르는 케이블 방송사 간의 경쟁을 거쳐, 한국 방송 시장을 수십년간 지배해온 지상파 채널까지 넘어선 상황이다. 적어도 10~30대의 젊은 세대에서는 그렇다고 확신할 수 있다. 이러한 성공을 뒷받침해온 핵심 콘텐츠는 드라마이며, 이를 제작해 온 사업 부문이 OTT 산업의 팽창을 앞두고, TV광고를 판매하는 CJ ENM과의 이해관계 상충을 막기 위해 2016년 분사한 것이 스튜디오드래곤이다. 국내에서 동사와 비견하게 드라마 콘텐츠에 꾸준한 투자를 해온 업체는 5년 늦게 2011년 레이스에 합류한 후발주자 제이콘텐츠를 제외하면 없다.

표 4. 케이블 드라마 VOD 판매 순위

순위	10월 5주차	11월 2주차	11월 3주차
1	tvN 백일의 낭군님	JTBC 뷰티 인사이드	JTBC 뷰티 인사이드
2	JTBC 뷰티 인사이드	tvN 백일의 낭군님	MBC 하나뿐인 내편
3	KBS1 내일도 맑음	MBC 하나뿐인 내편	SBS 신기생연
4	OCN 손 The Guest	OCN 플레이어	MBC 숨바꼭질
5	tvN 미스터 션샤인	MBC 숨바꼭질	tvN 백일의 낭군님
6	MBC 하나뿐인 내편	tvN 미스터 션샤인	KBS1 대조영
7	OCN 플레이어	MBC 내 뒤에 테리우스	OCN 플레이어
8	MBC 내 뒤에 테리우스	tvN 나인룸	tvN 미스터 션샤인
9	MBC 숨바꼭질	SBS 나도 엄마야	JTBC 제3의 매력
10	tvN 나인룸	SBS 신기생연	SBS 시크릿가든

참고: 음영은 CJ ENM 채널
 자료: 홈조이스

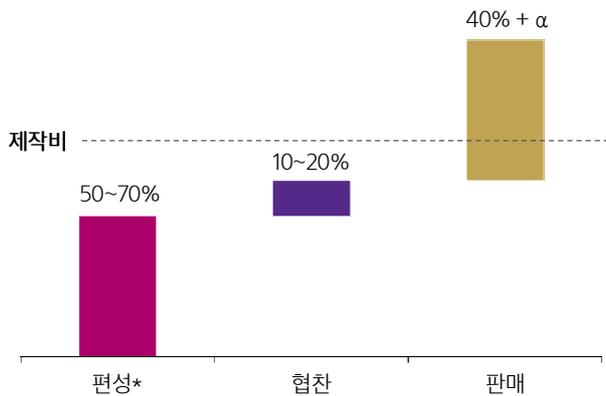
표 5. 스튜디오드래곤 주요 작품

작품	푸른 바다의 전설	도깨비	비밀의 숲	미스터 션샤인	알함브라 궁전의 추억
					
방영 시기	2016년 11월	2016년 12월	2017년 6월	2018년 7월	2018년 12월
작가	박지은	김은숙	이수연	김은숙	송재정
주연	전지현, 이민호	공유, 김고은	조승우, 배두나	이병헌, 김태리	현빈, 박신혜
제작비	220억원	150억원	60억원	400억원	200억원
시청률	평균 17.6%, 최고 21.0%	평균 12.8%, 최고 18.7%	평균 4.6%, 최고 6.6%	평균 13.0%, 최고 18.1%	n/a

자료: 스튜디오드래곤, 언론 보도, AGB닐슨, 삼성증권

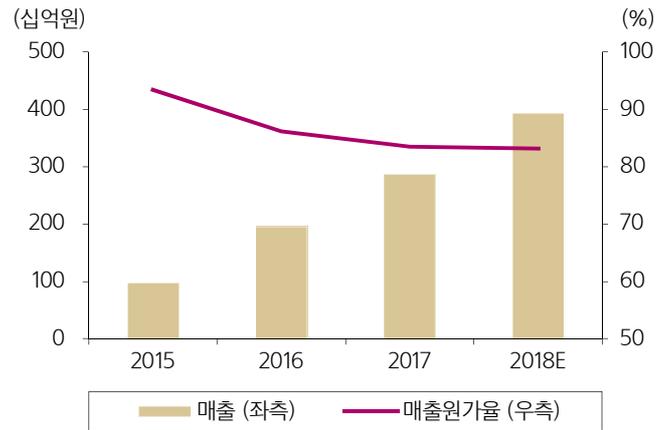
스튜디오드래곤의 유일한 리스크 요인은 OTT 플랫폼으로의 migration 전략이 얼마나 부드럽게 진행될 수 있는가이다. 아직까지는 CJ ENM에 대한 TV 방영권 판매 매출이 드라마 제작비의 50~70%를 차지하고 있기 때문에, 향후 국내 시장에 경쟁력 높은 OTT가 갑자기 출현한다면 CJ ENM의 TV광고 판매 둔화가 스튜디오드래곤까지 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 따라서 최근 언급되고 있는 CJ ENM이 보유한 스튜디오드래곤의 일부 지분 매각 등을 통해 향후 동사가 얼마나 기존 TV방송 환경에서 OTT 환경으로 적응할 수 있는가를 핵심적으로 지켜볼 필요가 있다.

그림 3. 제작 원가 대비 매출 구성



참고: * 주로 CJ ENM이 지급하는 TV 방영권 매출
 자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 매출 및 매출원가율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

북미 투자자 feedback - 아직은 半信半疑

Netflix를 실제로 이용하고 성장 과정을 지켜본 미국 투자자들은 OTT 시장의 성장성을 의심하지 않았다. 다만 아직은 국내외 주식시장에 동일한 스튜디오 사업모델을 갖춘 peer 업체가 부재(제이콘텐츠리 역시 아직 영화 상영관 사업이 수익의 상당한 부분을 차지)하며, 작년 11월에 상장한 동사가 북미 지역에서 NDR 등을 진행한 적이 없기 때문에, 다소 생소해하는 모습이였다. 하지만 현재 동사의 외국인 지분이 2.6%에 불과한 가운데, 북미 지역의 투자자들이 OTT의 성장성을 이해하고 있음을 감안할 필요가 있다.

[아시아 NDR takeaways] "4분기 실적은 얼마일까요?"

사실 미팅 대부분에 Non-broker policy(증권사 미팅 참석 불가)를 이유로 참관하지 못하였다. 따라서 스튜디오드래곤이 전달한 사업 관련된 업데이트 내용을 숙지하였을 뿐이다. 이는 주로 1) Netflix 오리지널 시리즈 제작, 2) 중국 OTT 대상 <알함브라 궁전의 추억> 판매 여부, 3) 중국 OTT 사업자와의 현지 드라마 제작 MOU 내용 등이다.

Netflix 오리지널을 통해
이무기의 가능성을
확인할 때

Netflix 오리지널 시리즈로 최근 <좋아하면 울리는> 계약이 마무리되었다. 총 8부작으로 제작비는 일반적인 텐트폴 드라마에 비견할 수 있는 수준이며, 최근 촬영을 개시하여 내년 하반기쯤 방영을 준비하고 있고, 시즌제를 계획하고 있다. 또한 내년 기준으로 1~2편의 추가적인 계약이 진행될 여지가 있다. Netflix 오리지널 제작은 기존 TV방송 중심의 사업 모델에서 OTT로 넘어가는 징검다리로서 의미가 크다. 스튜디오드래곤 역시 이를 인지한다면, 콘텐츠 완성도에 대단히 신경을 쓰지 않을까 추정된다. 동사가 제작한 오리지널 시리즈가 적어도 아시아 시장에서라도 반향을 일으킬 수 있다면, Netflix의 한국 콘텐츠에 대한 투자는 빠르게 증가할 개연성이 높다. Netflix 오리지널의 경우 제작비 대비 10~15% 수준의 마진을 기대할 수 있다. 다만 Netflix가 진출하지 못한 중국 시장에 IP를 판매할 경우 이를 공유(revenue sharing)하는 내용이 포함되어 있어, 추가적인 수익성 개선도 가능하다.

중국 OTT 시장,
이미 이용률로는
미국을 추월

<알함브라 궁전의 추억>은 지난 CJ ENM 실적발표를 통해 중국 OTT 사업자에 대해 판매가 완료되었음이 알려졌다. 다만 아직 계약조건, 금액 등은 확정되지 않은 상황이다. 12월 1일 방영을 앞두고 있음을 감안하면, 그 전에는 조금 더 구체화될 가능성이 높다. 중국 OTT 시장의 성장성이 제대로 알려져 있지 않다. 동 애널리스트는 중국 iQiyi를 포함한 미디어 기업 방문과 시장 분석을 통해 중국 미디어 시장 분석 리포트를 발간한 적이 있는데, 중국 시장의 OTT 이용이 이미 미국을 추월한 것으로 판단하고 있다. iQiyi의 올해 콘텐츠 비용이 3조원(vs Netflix 9조원)에 이르며, 광고 성장과 유료화를 통해 연간 55%의 매출 성장률(vs Netflix 32%)을 기록하고 있음을 감안할 필요가 있다.

중국 OTT 간의
치열한 경쟁 강도를
엿볼 수 있는 내용

중국 OTT 사업자와의 현지 드라마 제작 MOU는 최근에 진행된 내용으로, 기존 제작된 드라마의 IP를 활용하여 내년 중 1~2편을 제작한다는 것을 제외하면 정해진 것이 없다. 다만 1) 중국 3개 OTT 사업자 간의 콘텐츠 투자를 통한 주도권 경쟁, 2) 중국 정부가 배우 출연료에 제재를 걸 정도로 치솟는 제작비, 3) THAAD 이슈 이후 한국 드라마 진입이 차단되었음에도 불구하고, 음성적 유통경로를 통해 여전히 높은 인기를 누리고 있음을 감안할 필요가 있다.

중국 배우 출연료 상한제 시행

공공중앙 선전부 등 중국 5개 기관은 2018년 6월 27일 배우 출연료에 상한선을 설정하는 내용의 공동성명을 발표하였다. 성명에 따르면 TV 또는 영화 등 영상제작물에서 배우들의 출연료 총합은 전체 제작비의 40%를 넘을 수 없으며, 주연급 배우의 출연료도 전체 출연료의 70%를 넘을 수 없다. 당국은 성명에서 상한을 결정하는 것은 연예계에 만연한 조세포탈과 배금주의를 배척하기 위한 것이라 설명하였다. 또한 영화 제작은 수입이나 영화에 대한 평가보다 공익성을 우선시해야 한다고도 강조하였다.

이 배경에는 최근 유명 배우의 조세 포탈을 위한 이중계약서 작성 사건이 있다. 올해 5월 중국 아나운서 추이유위안(崔永元)은 웨이보에 계약서 사진 2장을 업로드하면서 중국 유명 배우 판빙빙(范冰冰)이 이중계약서를 작성해 출연료 6,000만위안(약 102억원)을 받았으나, 당국에는 낮은 금액을 신고했다고 폭로하였다. 세무국은 판빙빙의 탈세에 대해 약 8.8억위안(1,431억원)을 추징하기로 결정하였다. 판빙빙은 작년 약 500억원의 수입으로 중국 연예인 중 최고 수입을 기록하였다.

표 6. 4분기 주요 라인업

제목	하늘에서 내리는 일억개의 별	나인룸	계룡선녀전	남자친구	알함브라 궁전의 추억
					
방영시기	10월 3일	10월 6일	11월 5일	11월 28일	12월 1일
작가	송혜진	정성희	유경선	유영아	송재정
채널	tvN	tvN	tvN	tvN	tvN
주연	서인국, 정소민, 박성웅	김희선, 김해숙	문채원, 윤현민	박보검, 송혜교	현빈, 박신혜

자료: 스튜디오드래곤

표 7. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	394	562	75	62	77	72	80	74	124	116	132	144	137	149
편성	131	178	228	26	24	42	39	41	34	49	54	56	57	52	63
판매	112	175	283	36	26	23	26	32	29	63	50	64	74	72	73
기타	44	42	51	13	12	12	7	7	11	11	12	12	12	13	13
매출원가	240	328	454	59	50	67	64	66	64	99	99	105	117	106	125
제작비	210	289	396	49	42	60	58	59	56	86	88	92	102	92	111
판매수수료	17	26	42	5	4	3	4	5	4	10	8	10	11	11	11
기타	13	12	15	4	3	4	2	2	3	3	4	4	4	4	4
매출총이익	47	66	108	17	12	11	7	14	11	25	17	27	27	30	23
판관비	14	14	18	3	3	4	4	3	3	3	5	4	4	4	6
영업이익	33	52	90	14	9	7	3	11	7	21	12	23	23	26	17
세전계속사업이익	30	56	92	13	9	6	2	10	11	22	13	24	24	26	18
당기순이익	24	43	69	13	3	6	2	7	9	17	10	18	18	20	13
EPS (지배주주, 원)	1,050	1,423	2,409												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	13.1	16.0	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	9.9	17.4	10.6	17.7	16.0	19.0	11.7
세전계속사업이익률	10.6	14.2	16.4	17.6	14.5	8.2	2.3	12.3	14.9	17.8	11.1	18.1	16.4	19.4	12.1
순이익률	8.3	10.9	12.3	17.8	4.5	7.3	2.8	8.6	12.0	14.0	8.3	13.6	12.3	14.6	9.1

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	394	562	736
매출원가	133	240	328	454	604
매출총이익	22	47	66	108	133
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	16.8	19.2	18.0
판매 및 일반관리비	5	14	15	18	22
영업이익	17	33	52	90	111
(영업이익률, %)	10.8	11.5	13.1	16.0	15.1
영업외손익	(6)	(3)	0	0	7
금융수익	1	1	4	5	7
금융비용	2	3	0	(1)	(1)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	(0)	(4)	(5)	0
세전이익	10	30	52	90	118
법인세	2	6	12	23	31
(법인세율, %)	22.4	21.2	23.4	25.0	26.3
계속사업이익	8	24	40	68	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	40	68	87
(순이익률, %)	5.3	8.3	10.1	12.0	11.8
지배주주순이익	8	24	40	68	87
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	115	182	242
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	29.1	32.4	32.8
EPS (지배주주)	569	1,050	1,423	2,409	3,109
EPS (연결기준)	569	1,050	1,423	2,409	3,109
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,423	2,409	3,109

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	125	197	255
당기순이익	8	24	40	68	87
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	72	110	155
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	63	92	131
기타	5	5	8	17	24
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	25	42	44
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(100)	(124)	(162)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(8)	(10)	(10)
기타	(66)	1	(92)	(114)	(152)
재무활동에서의 현금흐름	93	188	(17)	1	1
차입금의 증가(감소)	28	(18)	(16)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	208	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(2)	(0)	1	1
현금증감	12	40	8	74	94
기초현금	0	12	51	59	133
기말현금	12	51	59	133	226
Gross cash flow	35	70	111	177	242
Free cash flow	(14)	(7)	38	78	96

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	290	309	396	503
현금 및 현금등가물	12	51	59	133	226
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	204	232	262
투자자산	2	4	5	7	10
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	151	178	205
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	513	628	765
유동부채	84	91	104	152	201
매입채무	6	6	8	12	16
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	103	146	192
비유동부채	21	0	0	1	1
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	0	0	1	1
부채총계	106	91	105	152	201
지배주주지분	136	368	408	476	563
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	72	140	227
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	408	476	563
순부채	16	(182)	(213)	(295)	(396)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	37.3	42.6	31.1
영업이익	n/a	98.3	57.0	73.5	23.5
순이익	n/a	192.9	67.4	69.2	29.1
수정 EPS**	n/a	84.5	35.6	69.2	29.1
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,423	2,409	3,109
EPS (연결기준)	569	1,050	1,423	2,409	3,109
수정 EPS**	569	1,050	1,423	2,409	3,109
BPS	6,176	13,141	14,565	16,973	20,082
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	191.7	103.9	76.6	45.3	35.1
P/B***	17.7	8.3	7.5	6.4	5.4
EV/EBITDA	79.2	38.7	24.8	15.2	11.0
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	10.3	15.3	16.8
ROA (%)	3.4	6.8	8.2	11.8	12.5
ROIC (%)	8.5	15.6	21.4	37.2	49.6
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	(49.4)	(52.3)	(61.9)	(70.3)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	324.8	(151.3)	(186.9)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 28일 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.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	
과리율 (최대/최소)	64.15	1.11	17.10	

투자 기간 및 투자 등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자 등급을 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 투자 등급 비율 2018년 9월 30일 기준

매수 (85%) | 중립 (15%) | 매도 (0%)