2018년 1월 11일

기업분석 | 통신/미디어

스튜디오드래곤 (253450)

대체 불가의 한류 콘텐츠 제작사

Analyst
김현용
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	72,000 원
현재주가	62,400 원

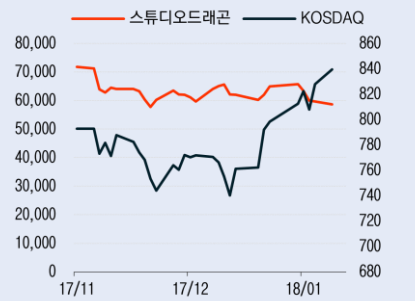
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (1/10)		834.91pt
시가총액		17,495 억원
발행주식수		28,037 천주
52 주 최고가/최저가		71,800 / 57,800 원
90 일 일평균거래대금		524.03 억원
외국인 지분율		1.0%
배당수익률(17.12E)		0.0%
BPS(17.12E)		7,520 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1 개월	-14.5%
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	CJ E&M 외 6 인	75.7%

Stock Price



논란 딛고 일어선 화유기에 크로스, 마더, 라이브까지 화려한 1분기

최근 논란이 일었던 화유기는 방송을 재개하고 시청률을 6~7%까지 끌어올리며 우려 대비 선전하고 있다는 판단이다. 여기에 더해 1월 하순 수목드라마 마더(이보영, 이혜영 주연)와 월화드라마 크로스(조재현, 고경표, 전소민 주연), 2월 주말극 라이브(정유미, 이광수 주연) 등 화려한 라인업이 1분기 대기 중이다. 게다가 OCN의 월화 멜로드라마와 주말극이 더해지며 tvN/OCN의 당분기 드라마 편성편수는 6~7편에 달할 전망이다.

강력한 진용의 국내 라인업 바탕으로 해외 실적기여 가속화

핵심 드라마 채널 중 2018년 라인업을 가장 많이 확정(채널편성 확률이 상당히 높은 준확정 상태를 포함)한 사업자는 단연 스튜디오드래곤의 캡티브 채널인 tvN/OCN이다. 올해 예상되는 90여편(미니드라마, 웹드라마 등을 제외)의 드라마 중 채널 편성이 정해진 작품은 약 60편에 달한다. 이 중 tvN/OCN 예정 작품은 18편으로 압도적 1위다. 이를 바탕으로 올해는 넷플릭스 판매를 포함한 해외 유통의 실적기여가 가속화될 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 72,000원(상향)

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 72,000원으로 60% 상향 제시한다. 목표주가는 2018~2019년 예상 평균 EPS 1,978원에 Target PER 36배(중국 피어그룹 평균)를 적용하여 산정하였다. Target PER는 올해부터 글로벌 프로젝트 본격화로 해외발 성장이 시작되며, 전년 실적 기고(매출액, OP 기준 YoY +76%, +120%)에도 올해 YoY +71% 증익이 전망되는 점을 감안할 때 타당한 수준으로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	154.4	271.8	379.7	486.7
영업이익	-	16.6	36.6	62.7	80.9
세전계속사업손익	-	10.5	32.6	60.0	76.4
순이익	-	8.1	26.1	49.8	61.1
EPS (원)	-	290	931	1,776	2,179
증감률 (%)	-	-	220.5	90.8	22.7
PER (x)	-	-	69.8	34.3	28.0
PBR (x)	-	-	4.9	4.1	3.6
EV/EBITDA (x)	-	-	22.6	18.5	15.6
영업이익률 (%)	-	10.8	13.5	16.5	16.6
EBITDA 마진 (%)	-	25.1	21.9	22.8	21.8
ROE (%)	-	6.0	10.3	12.6	13.6
부채비율 (%)	-	77.8	27.6	22.2	17.7

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

아쉬웠던 4분기를 뒤로 하고, 강력한 라인업의 1분기가 도래

지난 4분기 동사에서 제작 방영한 드라마는 총 5편이었으나, 4부작 1편(세상에서 가장 아름다운 이별)을 제외하면 16부작 이상의 드라마는 4편이었던 것으로 나타났다. tvN 슬기로운 감빵생활, tvN 막돼먹은 영애씨 시즌 16, OCN 블랙, OCN 나쁜 녀석들: 악의 도시 중 시청률과 화제성 면에서 합격점을 받은 작품은 슬기로운 감빵생활 뿐이었던 것으로 판단되어 다소 아쉬움을 남겼다.

그러나 1분기에 들어와 동사 라인업에 대한 강한 기대감이 형성되는 분위기다. 최근 논란이 일었던 화유기는 방송을 재개하고 시청률을 6~7%까지 끌어올리며 우려 대비 선전하고 있다는 판단이다. 여기에 더해 1월 하순 수목드라마 마더(이보영, 이혜영 주연)와 월화드라마 크로스(조재현, 고경표, 전소민 주연), 2월 주말극 라이브(정유미, 이광수 주연) 등 화려한 라인업이 1분기 대기 중이다. 게다가 OCN의 월화 멜로드라마와 주말극이 더해지며 tvN/OCN의 당분기 드라마 편성편수는 6~7편에 달할 전망이다.

그림1 1분기 tvN 월화 라인업, 크로스 (1.29 일 방영)

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 1분기 tvN 수목 라인업, 마더 (1.24 일 방영)

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 1분기 tvN 주말 라인업, 라이브 (2 월 방영)

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 1분기 OCN 주말 라인업, 작은 신의 아이들 (2 월)

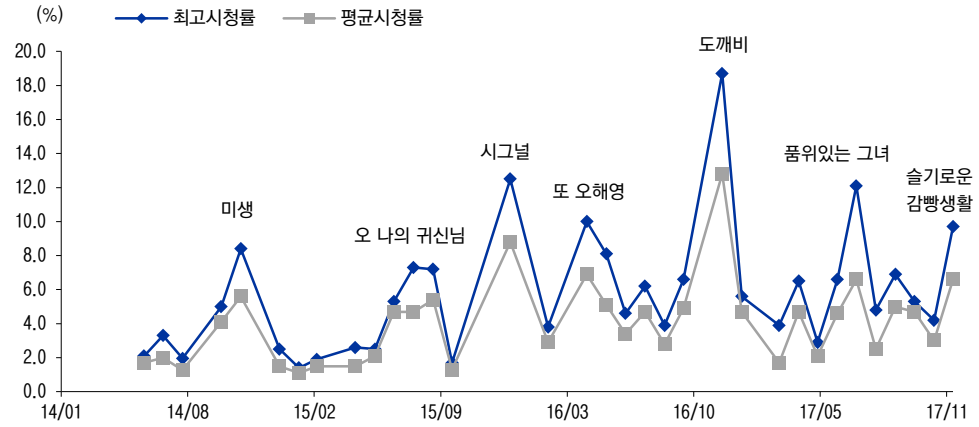
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

동사에게 더 이상 두 자릿수 시청률은 놀라운 일이 아니다!

스튜디오드래곤은 사업 태동기부터 케이블 뿐만 아니라 지상파 제작 경험을 동시에 축적하며 성장하여 왔다. 미생, 시그널, 또 오해영, 도깨비 등 tvN을 한 단계씩 점프업시켰던 드라마들이 모두 동사가 기획/제작한 드라마다. 동사의 최근 3년 케이블 라인업의 평균시청률 추이를 보면 대박 작품의 시청률 레벨도 증가했지만, 흥행에 실패한 작품의 시청률도 2~3%대는 되는 것으로 판단된다. 현재 방영 중인 수목드라마 슬기로운 감빵생활은 최근 회차 시청률이 10%에 육박하며 다시 한 번 동사의 콘텐츠 기획/제작 역량이 입증되고 있다.

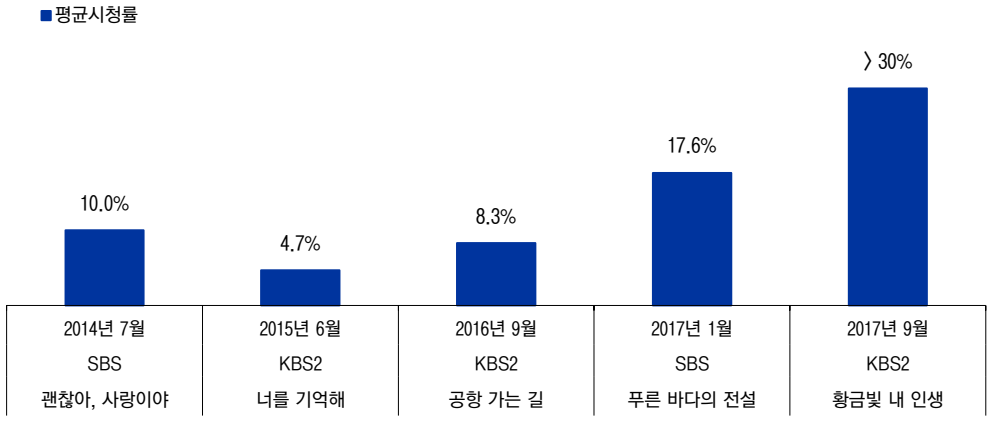
2011년 드림하이를 비롯하여 동사는 매년 1~2편의 지상파 드라마를 제작하여 왔다. 지상파 3사향을 골고루 경험하였으며 주중, 주말, 일일 드라마 모두 노하우를 축적한 상태로 판단된다. 평균 시청률도 2015년을 저점으로 최근 3년간은 우상향 추세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 올해에도 1월 종영한 SBS 푸른 바다의 전설 이후 KBS2 황금빛 내 인생과 SBS 브라보 마이 라이프를 방영 중에 있다.

그림5 스튜디오드래곤 케이블 드라마 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 스튜디오드래곤의 꾸준한 지상파 제작 경험



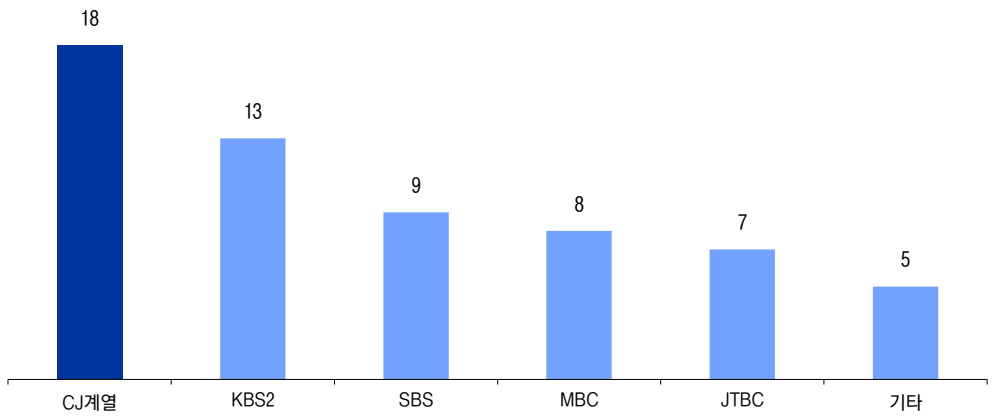
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2018 년 tvN / OCN 드라마 라인업

시기	제목	채널	요일	회차	시작일	제작사	연출	작가	배우
4Q17	블랙	OCN	토일	18	'17.10.14	w/ 아이윌미디어	김홍선	최란	송승헌, 고아라
	슬기로운 감빵생활	tvN	수목	16	'17.11.22	tvN	신원호	정보훈	박해수, 정경호
	막돼먹은 영애씨	tvN	월화	16	'17.12.04	CJ E&M	정형건	한설희	김현숙, 이승준
	나쁜녀석들; 악의도시	OCN	토일	16	'17.12.09	스튜디오드래곤	한동화	한정훈	박중훈, 주진모
	세상에서 가장 아름다운 이별	tvN	토일	4	'17.12.09	스튜디오드래곤	홍종찬	노희경	원미경, 유동근
1Q18	화유기	tvN	토일	-	'17.12.23	스튜디오드래곤	박홍균	홍정은	이승기, 차승원
	애간장	OCN	월화	-	01.08	-	민연홍	박가연	이정신, 이열음
	마더	tvN	수목	-	01.24	스튜디오드래곤	김철규	정서경	이보영, 이재윤
	크로스	tvN	월화	-	01.29	w/ 로고스필름	신용휘	최민석	조재현, 전소민
	작은 신의 아이들	OCN	토일	-	2월	KPJ	강신효	한우리	강지환, 김옥빈
	라이브	tvN	토일	-	2월	w/ 지티스트	김규태	노희경	정유미, 이광수
	그 남자의 오수	OCN	월화	-	3월	w/ IMTV	이철민	정유선	이종현, 김소은
2Q18	미스트리스	OCN	토일	-	4월	-	한지승	-	-
	시를 잊은 그대에게	tvN	월화	-	4월	-	한상재	명수현	이채영, 이유비
	미스터 선샤인	tvN	토일	-	5월	화앤담픽쳐스	이응복	김은숙	이병헌, 김태리
	보이스 2	OCN	토일	-	6월	-	-	-	이하나
	나의 아저씨	tvN	수목	-	4월	-	김원석	박해영	이선균, 아이유
	어바웃 타임	tvN	월화	-	상반기	-	김형식	-	이성경
2H18	하늘에서 내리는 1억개의 별	tvN	토일	-	하반기	-	유제원	-	
	하늘에서 떨어진 풀	tvN	-	-	하반기	-	김상호	남지은	윤현민, 안우연
	여의도스캔들	tvN	-	-	하반기	-	유제원	이병헌	미정
	알함브라 궁전의 추억	tvN	-	16	하반기	-	안길호	송재정	
	식샤를 합시다 3	tvN	-	-	하반기	CJ E&M	최규식	임수미	윤두준
	라이프 온 마스	OCN	-	-	하반기	-	이정효	-	

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 채널별 2018년 편성완료 드라마수 비교



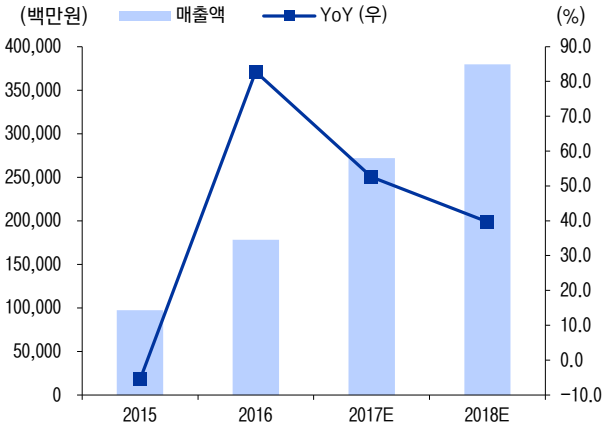
주: 채널 편성이 상당 부분 협의가 진행되어 잠정 확정된 경우(준확정)를 포함하여 산정
자료: 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & 밸류에이션

동사 4분기 실적은 매출액 569억원(YoY +8.4%), 영업이익 71억원(YoY -9.0%)으로 전망된다. 상장 초기 기대되었던 수준에는 다소 미달할 것으로 예상되며, 이는 제작 편성의 일시적 감소 및 차분기 이연에 따른 것으로 구조적 요인은 아닐 것으로 판단된다. 한편, 1분기 실적은 분기 편성편수가 6~7편으로 의미 있게 증가하고 화유기, 마더, 크로스 등 화제의 라인업이 대거 포진하여 있어 가파른 개선 모멘텀이 뒤 따를 전망이다. 동사 1분기 매출액 전망치는 949억원, 영업이익 전망치는 158억원으로 전년동기대비 영업이익은 2배에 가까운 수준이 예상된다.

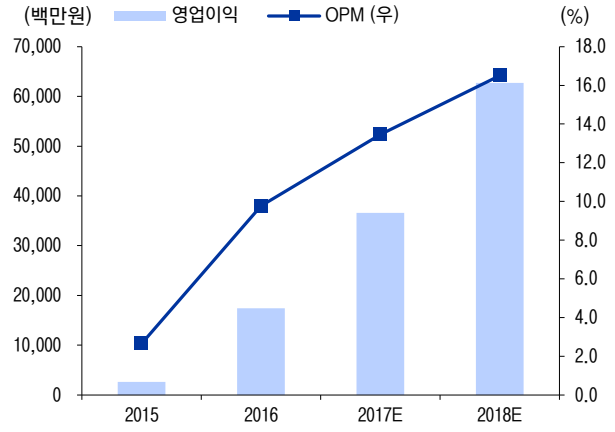
동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하고, 목표주가는 72,000원으로 기존 대비 60% 상향 제시한다. 목표주가는 2018~2019년 예상 평균 EPS 1,978원에 Target PER 36배(중국 피어그룹 평균)를 적용하여 산정하였다. Target PER는 올해부터 글로벌 프로젝트 본격화로 해외발 성장이 시작되며, 전년 실적 기고(매출액, OP 기준 YoY +76%, +120%)에도 올해 YoY +71% 증익이 전망되는 점을 감안할 때 타당한 수준으로 판단된다.

그림8 연간 매출액 & YoY 전망



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 연간 영업이익 & OPM 전망



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	-	81.4	304.3	272.3	240.0
현금 및 현금성자산	-	11.5	201.1	141.1	81.1
매출채권 및 기타채권	-	37.0	65.1	91.0	116.6
재고자산	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	-	32.9	38.1	40.2	42.3
비유동자산	-	160.6	114.7	165.1	223.8
관계기업투자등	-	0.0	0.0	60.0	120.0
유형자산	-	1.2	2.0	2.5	3.0
무형자산	-	123.9	112.7	102.6	100.8
자산총계	**-**	**242.0**	**472.3**	**513.2**	**566.0**
유동부채	-	84.5	85.3	81.4	78.1
매입채무 및 기타재무	-	5.8	10.2	14.3	18.3
단기금융부채	-	8.1	7.1	6.1	4.8
기타유동부채	-	70.6	68.0	61.0	55.0
비유동부채	-	21.4	16.9	11.9	6.9
장기금융부채	-	19.9	14.9	9.9	4.9
기타비유동부채	-	1.5	2.0	2.0	2.0
부채총계	**-**	**105.9**	**102.2**	**93.3**	**85.0**
지배주주지분	-	136.1	370.1	419.9	481.0
자본금	-	11.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	-	114.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	-	8.3	34.4	84.2	145.3
비지배주주지분(연결)	-				
자본총계	**-**	**136.1**	**370.1**	**419.9**	**481.0**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	**154.4**	**271.8**	**379.7**	**486.7**
매출원가	-	132.8	219.9	302.6	387.9
매출총이익	-	**21.6**	**51.9**	**77.1**	**98.8**
판매비 및 관리비	-	5.0	15.3	14.4	17.9
영업이익	-	**16.6**	**36.6**	**62.7**	**80.9**
(EBITDA)	-	38.8	59.6	86.7	105.9
금융손익	-	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	-	0.8	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	-	**10.5**	**32.6**	**60.0**	**76.4**
계속사업법인세비용	-	2.3	6.5	10.2	15.3
계속사업이익	-	8.1	26.1	49.8	61.1
중단사업이익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	**8.1**	**26.1**	**49.8**	**61.1**
지배주주	-	8.1	26.1	49.8	61.1
총포괄이익	-	**8.1**	**26.1**	**49.8**	**61.1**
매출총이익률 (%)	-	14.0	19.1	20.3	20.3
영업이익률 (%)	-	10.8	13.5	16.5	16.6
EBITDA마진률 (%)	-	25.1	21.9	22.8	21.8
당기순이익률 (%)	-	5.3	9.6	13.1	12.6
ROA (%)	-	3.4	7.3	10.1	11.3
ROE (%)	-	6.0	10.3	12.6	13.6
ROIC (%)	-	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

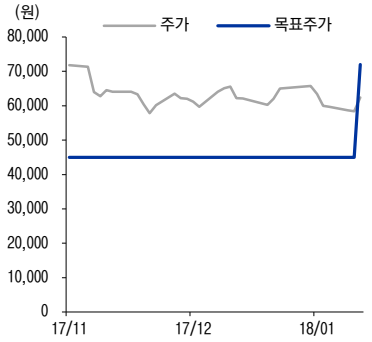
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	**-12.5**	**-24.8**	**1.4**	**10.0**
당기순이익(손실)	-	8.1	26.1	49.8	61.1
비현금수익비용가감	-	4.8	5.0	5.0	5.0
유형자산감가상각비	-	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	-	22.0	23.0	24.0	25.0
기타현금수익비용	-	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-	-47.4	-79.0	-77.5	-81.2
매출채권 감소(증가)	-	-24.7	-28.1	-25.9	-25.6
재고자산 감소(증가)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-	-1.1	4.4	4.1	4.0
기타자산, 부채변동	-	-21.6	-55.2	-55.7	-59.6
투자활동 현금	-	**-69.5**	**10.4**	**-50.4**	**-58.7**
유형자산처분(취득)	-	-1.1	-0.8	-0.5	-0.5
무형자산 감소(증가)	-	-0.1	11.2	10.1	1.8
투자자산 감소(증가)	-	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-	-67.8	0.0	-60.0	-60.0
재무활동 현금	-	**93.5**	**204.0**	**-11.0**	**-11.3**
차입금의 증가(감소)	-	27.2	-6.0	-6.0	-6.3
자본의 증가(감소)	-	56.0	210.0	0.0	0.0
배당금의 지급	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-	10.3	0.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	-	**11.5**	**189.6**	**-60.0**	**-60.0**
기초현금	-	0.0	11.5	201.1	141.1
기말현금	-	11.5	201.1	141.1	81.1

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	-	-	69.8	34.3	28.0
P/B	-	-	4.9	4.1	3.6
EV/EBITDA	-	-	22.6	18.5	15.6
P/CF	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	-	-	76.0	39.7	28.2
영업이익	-	-	120.5	71.2	29.1
세전이익	-	-	210.7	83.9	27.3
당기순이익	-	-	220.6	90.8	22.7
EPS	-	-	220.5	90.8	22.7
안정성 (%)					
부채비율	-	77.8	27.6	22.2	17.7
유동비율	-	96.3	356.7	334.7	307.4
순차입금/자기자본(x)	-	12.1	-48.4	-29.8	-14.8
영업이익/금융비용(x)	-	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	-	28.0	22.0	16.0	9.7
순차입금 (십억원)	-	16.5	-179.1	-125.1	-71.4
주당지표(원)					
EPS	-	290	931	1,776	2,179
BPS	-	4,854	13,200	14,977	17,156
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.11.07	N.R.	Not Rated									
2017.11.22	Buy	45,000원	59.6%	N/A	48.6%						
2018.01.11	Buy	72,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	91.6% 8.4%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 1. 1 ~ 2017. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)