

Top-Pick 스튜디오드래곤 (253450)

꿈의 크기가 다르다

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	100,000원	90,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (2/23)	80,400원
예상 주가상승률	24.4%
시가총액	22,542억원
비중(KOSDAQ내)	0.82%
발행주식수	28,037천주
52주 최저가/최고가	57,800 - 87,000원
3개월 일평균거래대금	394억원
외국인 지분율	1.1%
주요주주지분율(%)	
CJ E&M (외 6인)	75.7

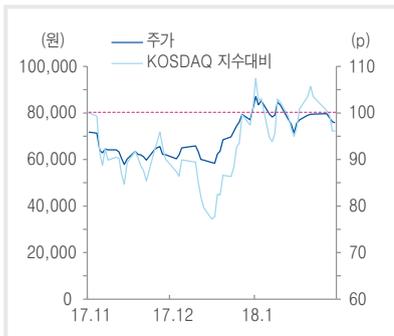
Valuation wide

	2016	2017P	2018E
PER(배)	n/a	109.2	33.4
PBR(배)	n/a	49.0	16.9
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	n/a	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(2.0)	n/a	n/a	23.7
KOSDAQ대비 상대수익률	0.2	n/a	n/a	14.1

Price Trend



Issue

2018년 연간 Top-pick으로 제시

Pitch

- 2/26 3개월 보호예수 주식 115만주가 풀릴 예정. 수급적 불균형 예상되면서 주가 조정 지속 중. 글로벌 판권판매 강화에 힘입어 1분기 실적 호조가 예상되며, 한-중 관계 개선에 따른 중국 판권 수출 재개 기대감이 살아날 것으로 전망하기에 주가 조정시 매수 권고
- 실적 추정치 상향 조정. 목표주가는 9만원에서 10만원으로 상향. 현 주가는 '18년 PER 33배에 해당되면서 peer 대비 다소 부담스러울 수 있으나, 향후 중국 판권 판매 재개될 시 실적 추정치는 크게 상향될 가능성이 높기 때문에 밸류에이션 프리미엄 정당화 될 수 있음

Rationale

- 1분기에 인식할 넷플릭스 판권 매출은 '화유기'와 '라이브'. 라이브의 방영 시점에 따라 100억원에서 130억원 수준의 판권판매 수익이 인식될 예정. 전년 1분기는 '도깨비'의 유례없는 흥행에 따른 역기저 효과가 있으나, 글로벌 판권판매 효과만으로도 전년 1분기를 상회하는 실적을 기록할 것
- 우리는 동사가 보유한 2017년 드라마 IP 목록에도 주목하고 있음. 한한령의 여파로 2017년 중국 수출에 실패한 드라마들의 중국 판권 가치는 약 600억원 규모로 추정. 중국에서 어느 정도의 흥행이 보장된 작품들만 판매에 성공하더라도 약 250억원의 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 전망
- 올해 확보할 드라마 판권 개수도 증가하지만, 개별작 규모도 작년 대비 커질 가능성. 특히 3분기 방영 예정인 '미스터션사인'은 tvN 드라마 중 가장 높은 제작비가 투입될 것으로 전망 됨. 김은숙 작가와 배우 이병헌 출연만으로도 국내 흥행이 보장된 가운데, 글로벌 판권 수출 금액도 사상 최대치를 경신할 가능성 높음

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	154	287	415	506	590	680
영업이익	n/a	17	33	87	121	158	204
EBITDA	n/a	39	55	108	138	173	218
순이익	n/a	8	19	64	89	118	154
순차입금	n/a	17	(15)	(74)	(152)	(250)	(376)
매출증가율	n/a	n/a	85.7	44.6	21.9	16.6	15.3
영업이익률	n/a	10.8	11.5	21.1	23.8	26.8	30.0
순이익률	n/a	5.3	6.8	15.3	17.6	20.1	22.6
EPS증가율	n/a	n/a	139.0	226.7	40.3	32.5	30.0
ROE	n/a	n/a	13.1	33.1	33.3	31.8	30.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 분기 연결 실적 추정 변동

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	2018.03	2018.06	2018.09	2018.12	2018.03	2018.06	2018.09	2018.12	2018.03	2018.06	2018.09	2018.12
매출액	84.7	90.5	107.3	104.9	92.1	90.5	117.3	114.9	8.7	0.0	9.3	9.5
영업이익	22.9	16.6	18.0	15.6	17.2	16.6	28.0	25.6	(24.7)	0.0	55.4	63.9
영업이익률(%)	27.0	18.3	16.8	14.9	18.7	18.3	23.9	22.3	(8.3)	0.0	7.1	7.4
EBITDA	28.2	21.7	23.0	20.4	22.6	21.7	33.0	30.5	(20.0)	0.0	43.5	49.0
EBITDA이익률(%)	33.3	24.0	21.4	19.5	24.5	24.0	28.1	26.5	(8.8)	0.0	6.7	7.0
순이익	14.5	13.0	14.1	10.8	10.2	13.0	21.9	18.5	(30.1)	0.0	54.9	72.0

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

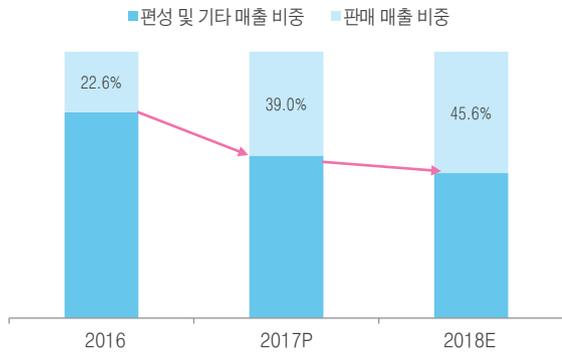
Figure 02 연간 연결 실적 추정 변동

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%p)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	387.5	472.7	553.6	414.8	505.8	589.6	7.1	7.0	6.5
영업이익	73.1	101.4	134.5	87.5	120.5	157.9	19.6	18.9	17.4
영업이익률(%)	18.9	21.4	24.3	21.1	23.8	26.8	2.2	2.4	2.5
EBITDA	93.4	119.0	150.0	107.8	138.2	173.5	15.4	16.1	15.7
EBITDA이익률(%)	24.1	25.2	27.1	26.0	27.3	29.4	1.9	2.1	2.3
순이익	52.4	74.4	100.1	63.6	89.2	118.2	21.3	20.0	18.2

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 03 판권판매 매출 비중 확대 전망



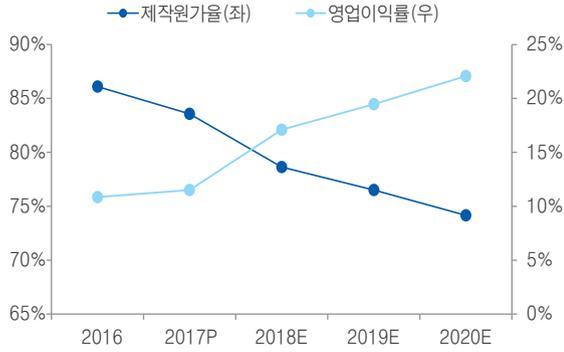
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 04 판권 매출 성장에 따른 수익성 개선 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 05 라이브러리 누적에 따른 수익성 개선



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 06 넷플릭스와 중국항 판권판매 모멘텀 발생



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 07 실적추정 Summary

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(E)	2Q18(E)	3Q18(E)	4Q18(E)	2017(p)	2018(E)	2019(E)
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	92.1	90.5	117.3	114.9	286.8	414.8	505.8
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.5	36.8	47.8	47.8	131.2	172.9	212.4
기타매출	12.5	11.6	12.4	7.2	8.0	11.6	12.4	10.0	43.7	42.1	44.2
판매매출	22.6	16.1	13.1	15.4	32.6	31.1	46.1	46.1	67.2	155.9	187.1
영업비용	61.4	53.2	70.8	68.4	74.8	74.0	89.3	89.3	14.1	16.9	19.4
매출 원가	58.6	49.9	66.8	64.4	71.5	70.0	84.5	84.5	0.0	0.0	0.0
판권비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.3	4.0	4.8	4.8	14.1	16.9	19.4
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	17.2	16.6	28.0	25.6	33.0	87.5	120.5
OPM	19%	14%	9%	5%	19%	18%	24%	22%	11%	21%	24%

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 08 스튜디오드래곤 1분기 드라마 LINE UP

 <p>〈황금빛 내 인생〉 ·편성: KBS ·방영: '17/9/2~'18/2/18(50부) ·극본: 소현경, 연출: 김영석 ·주연: 박사희, 신혜선</p>	 <p>〈나쁜 녀석들: 악의 도시〉 ·편성: OCN ·방영: '17/12/16~'18/2/4(16부) ·극본: 한경운, 연출: 한동화 ·주연: 박종윤, 우진모</p>	 <p>〈화유기〉 ·편성: tvN ·방영: '17/12/23~'18/3/4(20부) ·극본: 홍자매, 연출: 박용군 ·주연: 이승기, 차승원, 오연서</p>	 <p>〈마더〉 ·편성: tvN ·방영: 1/24~3/5(16부) ·극본: 정성경, 연출: 김철규 ·주연: 이보영, 이혜영</p>
 <p>〈크로스〉 ·편성: tvN ·방영: 1/29~3/20(16부) ·극본: 최민석, 연출: 신용휘 ·주연: 고경표, 조재연, 전소민</p>	 <p>〈작은 신의 아이들〉 ·편성: OCN ·방영: 2/24~4/15(16부) ·극본: 한우리, 연출: 강신호 ·주연: 강지환, 김옥빈</p>	 <p>〈라이브〉 ·편성: tvN ·방영: 3/3~5/6(16부) ·극본: 노희경, 연출: 김규태 ·주연: 정유미, 이광수</p>	 <p>〈나의 아저씨〉 ·편성: tvN ·방영: 3/21~5/10(16부) ·극본: 박해영, 연출: 김원석 ·주연: 이선균, 아이유, 나문희</p>

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 09 Global peers valuation

			Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		EV/EBITDA(X)	
				1W	1M	3M	6M	YTD	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
미디어/	CJ E&M	한국	3,098	0.8	(8.4)	(10.2)	23.1	(11.8)	23.9	19.5	1.6	1.5	6.6	7.5	8.3	8.4
영화/	SBS	한국	418	2.1	(11.9)	3.3	(8.7)	(4.4)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
드라마	IHQ	한국	358	9.5	(0.7)	(7.3)	38.2	4.7	22.2	15.8	1.5	1.4	7.2	9.3	5.1	4.5
	NEW	한국	189	1.1	(32.3)	(18.8)	6.3	(18.6)	43.3	30.9	1.4	1.4	3.4	4.6	5.7	4.8
	초록백미디어	한국	91	5.9	1.7	2.0	10.9	8.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	WALT DISNEY	미국	158,247	0.6	(4.7)	2.4	3.7	(2.1)	14.8	13.7	3.6	3.4	24.2	23.8	10.3	10.2
	TIME WARNER	미국	73,595	(0.2)	0.8	4.8	(7.2)	3.2	12.7	11.7	2.1	1.9	19.0	17.1	9.5	8.9
	CBS CORP	미국	20,780	(2.7)	(5.6)	(3.4)	(16.1)	(7.9)	10.5	9.5	6.7	5.5	74.1	65.8	8.8	8.2
	VIACOM INC	미국	13,507	(2.9)	(1.4)	23.4	15.1	6.9	8.1	7.6	1.8	1.5	24.2	21.5	7.7	7.0
	NEWS CORP	미국	9,508	(0.7)	(5.0)	2.9	23.1	0.1	31.6	27.0	0.9	0.8	2.2	3.0	8.1	7.5
	NIPPON TELEVISION	일본	5,032	(0.3)	6.6	1.7	5.5	5.5	15.5	13.6	0.8	0.7	5.2	5.6	6.3	5.8
	FUJI MEDIA	일본	4,134	(0.6)	6.1	15.3	14.0	5.4	20.8	21.0	0.6	0.6	3.1	2.9	11.8	12.0
OTT	아프리카TV	한국	281	36.5	30.2	29.2	29.5	39.3	16.3	13.3	3.4	2.8	23.9	24.0	9.4	7.3
	NETFLIX	미국	120,698	4.6	11.1	41.7	64.5	44.9	91.0	57.0	26.3	18.9	25.8	28.0	66.2	43.1
	PANDORA MEDIA	미국	1,124	(7.8)	8.7	(15.2)	(45.9)	(6.2)	n/a	n/a	17.3	n/a	(32.9)	(0.2)	n/a	n/a
	YY INC	중국	8,180	0.7	(5.1)	6.7	74.8	14.8	16.4	13.2	4.4	3.6	31.1	30.4	11.2	8.4

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 10 스튜디오드래곤 2017년 드라마 IP 목록

NO.	드라마명	채널	방영일자	예상 편당 판매가 (천불)	예상 총 판매가 (천불)	화제도
1	푸른바다의전설	SBS	16.11.16~17.01.25	200	3,200	★★★
2	도깨비	tvN	16.12.02~17.01.21	250	4,000	★★★
3	내성적인 보스	tvN	17.01.16~17.03.14	100	1,600	★
4	보이스	OCN	17.01.14~17.03.12	100	1,600	★★
5	내일 그대와	tvN	17.02.03~17.03.25	100	1,600	★
6	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	tvN	17.03.20~17.05.09	100	1,600	★
7	터널	OCN	17.03.25~17.05.21	150	2,400	★★
8	시카고타자기	tvN	17.04.07~17.07.03	150	2,400	★★
9	써클:이어진 두 세계	tvN	17.05.22~17.06.27	120	1,920	★
10	듀얼	OCN	17.06.03~17.07.23	120	960	★
11	비밀의숲	tvN	17.06.10~17.07.30	250	4,000	★★★
12	품위있는 그녀	JTBC	17.06.16~17.08.19	150	2,400	★★★
13	하백의 신부	tvN	17.07.03~17.08.22	150	2,400	★★
14	크리미널 마인드	tvN	17.07.26~	180	2,880	★
15	구해줘	OCN	17.08.05~	120	1,920	★
16	명불허전	tvN	17.08.12~	120	1,920	★
17	황금빛 내 인생	KBS2	17.09.02~	50	2,500	★★★
18	아르곤	tvN	17.09.04~	200	3,200	★
19	이번 생은 처음이라	tvN	17.10.09~	250	4,000	★★★
20	부암동 복수자들	tvN	17.10.11~	200	3,200	★★
21	변혁의 사랑	tvN	17.10.14~	200	3,200	★
22	블랙	OCN	17.10.14~	200	3,200	★★
23	나쁜녀석들: 악의도시	OCN	17.12~	200	3,200	★★
24	화유기	tvN	17.12~	300	4,800	★★★
합계					64,100	

Source: QQTV, KTB투자증권

재무제표 (스튜디오드래곤)

대차대조표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	n/a	81.4	110.6	200.5	308.4
현금성자산	n/a	11.5	52.0	124.9	222.9
매출채권	n/a	39.4	26.7	42.8	52.1
재고자산	n/a	0.0	1.1	1.7	2.1
비유동자산	n/a	160.6	161.0	145.6	133.4
투자자산	n/a	35.5	42.5	44.2	46.0
유형자산	n/a	1.2	1.9	3.9	5.9
무형자산	n/a	123.9	116.7	97.5	81.5
자산총계	n/a	242.0	271.7	346.1	441.9
유동부채	n/a	84.5	100.9	111.7	118.2
매입채무	n/a	20.2	17.1	27.3	33.2
유동성이자부채	n/a	8.1	27.1	27.1	27.1
비유동부채	n/a	21.4	10.7	10.8	10.8
비유동이자부채	n/a	19.9	10.0	10.0	10.0
부채총계	n/a	105.9	111.6	122.4	129.0
자본금	n/a	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	n/a	114.7	114.7	114.7	114.7
이익잉여금	n/a	8.3	31.9	95.5	184.7
자본조정	n/a	2.0	2.4	2.4	2.4
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	n/a	136.1	160.0	223.6	312.9
투하자본	n/a	152.3	145.1	135.8	127.1
순차입금	n/a	16.5	(14.9)	(87.8)	(185.8)
ROA	n/a	na	7.6	20.6	22.7
ROE	n/a	na	13.1	33.1	33.3
ROIC	n/a	na	17.5	48.3	71.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업현금	n/a	(12.4)	49.7	77.8	103.5
당기순이익	n/a	8.1	19.5	63.6	89.2
자산상각비	n/a	22.2	22.4	20.3	17.7
운전자본증감	n/a	0.3	(13.3)	0.0	0.0
매출채권감소(증가)	n/a	(46.1)	21.1	(6.2)	(3.5)
재고자산감소(증가)	n/a	(27.1)	35.9	(16.0)	(9.3)
매입채무증가(감소)	n/a	0.0	0.8	(0.6)	(0.4)
투자현금	n/a	11.0	(20.9)	10.2	6.0
단기투자자산감소	n/a	(30.1)	5.2	0.3	0.3
장기투자증권감소	n/a	(69.5)	(10.0)	(4.9)	(5.6)
설비투자	n/a	0.0	(0.5)	(0.0)	(0.0)
유무형자산감소	n/a	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
재무현금	n/a	(1.1)	(2.0)	(2.9)	(3.5)
차입금증가	n/a	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본증가	n/a	93.5	0.4	0.0	0.0
배당금지급	n/a	27.2	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	56.0	0.4	0.0	0.0
총현금흐름(Gross CF)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	11.5	40.0	72.9	97.9
(-) 설비투자	n/a	35.3	28.6	83.9	107.0
(+) 자산매각	n/a	(6.5)	(8.7)	6.2	3.5
Free Cash Flow	n/a	1.1	2.0	2.9	3.5
(-) 기타투자	n/a	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
잉여현금	n/a	40.6	35.1	74.6	99.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	n/a	154.4	286.8	414.8	505.8
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	85.7	44.6	21.9
영업이익	n/a	16.6	33.1	87.5	120.5
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	98.9	164.5	37.8
EBITDA	n/a	38.8	55.4	107.8	138.2
영업외손익	n/a	(6.1)	(8.3)	(5.5)	(5.4)
순이자수익	n/a	(0.8)	(1.5)	0.4	0.5
외화관련손익	n/a	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	10.5	24.8	82.0	115.1
당기순이익	n/a	8.1	19.5	63.6	89.2
지배기업당기순이익	n/a	8.1	19.5	63.6	89.2
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	139.0	226.7	40.3
NOPLAT	n/a	12.9	26.0	67.8	93.5
(+) Dep	n/a	22.2	22.4	20.3	17.7
(-) 운전자본투자	n/a	(6.5)	(8.7)	6.2	3.5
(-) Capex	n/a	1.1	2.0	2.9	3.5
OpFCF	n/a	40.5	55.1	79.1	104.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	48.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	93.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	52.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	122.1
영업이익률(%)	n/a	10.8	11.5	21.1	23.8
EBITDA마진(%)	n/a	25.1	19.3	26.0	27.3
순이익률(%)	n/a	5.3	6.8	15.3	17.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	694	2,268	3,183
BPS	n/a	n/a	1,546	4,498	8,251
DPS	n/a	n/a	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	109.2	33.4	23.8
PBR	n/a	n/a	49.0	16.9	9.2
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재무건전성(%)					
부채비율	n/a	n/a	69.7	54.8	41.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	n/a	109.6	179.5	260.9
이자보상배율	n/a	n/a	21.6	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	0.6	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	60.6	44.5	32.1
현금+투자자산(%)	n/a	n/a	39.4	55.5	67.9
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	18.8	14.2	10.6
자기자본(%)	n/a	n/a	81.2	85.8	89.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권