

스튜디오드래곤 (253450)

드라마 산업 변화의 최대 수혜주

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Buy (신규)

목표주가(신규): 120,000원

현재 주가(5/18)	95,300원
상승여력	▲25.9%
시가총액	26,719억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	98,600 / 57,800원
90 일 일평균 거래대금	156.31억원
외국인 지분율	1.1%

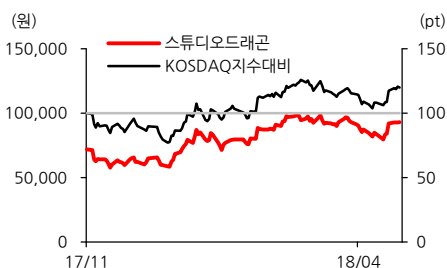
주주 구성	
CJ E&M(외 6인)	75.7%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.3	19.9	-	-
상대수익률(KOSDAQ)	1.3	17.3	-	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	154	287	364	467
영업이익	17	33	54	82
EBITDA	39	74	95	111
지배주주순이익	8	24	41	63
EPS	n/a	851	1,478	2,241
순차입금	17	-182	-247	-330
PER	n/a	112.0	64.5	42.5
PBR	n/a	7.3	6.5	5.7
EV/EBITDA	0.4	33.5	25.5	21.2
배당수익률	n/a	0.0	0.0	0.0
ROE	n/a	9.5	10.6	14.2

주가 추이



본 보고서의 수혜를 가장 많이 받는 1 등 드라마 제작사입니다. 일본 애니메이션 산업에서 확인한 한국 드라마 산업 BIG CYCLE의 리딩 업체로 성장성에 대한 투자가 필요합니다.

국내 최대 드라마 제작사, IP 라이브러리도 최대 규모

동사는 CJ E&M 계열의 국내 1위 드라마 제작사다. 김은숙, 박지은 작가 등 국내 최고 크리에이터들이 소속돼있으며 <도깨비>, <푸른바다의 전설> 등을 만들어낸 3개의 핵심 제작사를 통합한 국내 최초의 드라마 스튜디오를 완성했다.

채널경쟁력 높은 모회사로부터 안정적인 편성을 확보함과 동시에 드라마 기획부터 자금조달, 제작, 판매까지 모든 수직계열화 프로세스를 내재화시켜 IP도 소유하는 비즈니스 모델로서 2017년 누적 IP 라이브러리는 총 107편에 달한다.

신규 드라마의 판매 실적 외에도 이미 비용 정산이 완료된 드라마 IP의 재판매로 점진적으로 원가율은 하락하며 드라마 산업의 핵심인 IP를 활용한 이익 레버리지를 가장 잘 시현하는 회사다. 제작 경쟁력을 기반한 평균 시청률 상승, 텐트폴 단일 콘텐츠 수익률 또한 상승추세가 지속되고 있다.

2017년 22편에 불과했던 드라마 라인업은 1) 캡티브 채널의 드라마 편성 확대, 2) 넷플릭스 등 글로벌 오리지널 콘텐츠 제작, 3) 글로벌 제작사와 공동제작 확대, 3) 아시아, 미주 내 M&A 및 JV를 통해 2018년 25편 → 2020년 40편으로 늘어날 전망이다.

모든 불꽃은 하반기에, 드라마 산업의 최대 수혜주로 평가

연간 실적의 핵심인 텐트폴 콘텐츠는 모두 하반기에 편성돼있어 실적 및 주가 모멘텀은 2Q18를 지나가면서 부각(5/2 자료)되고 있다.

일본 애니메이션 산업의 사례를 보았듯이 필자는 본격적인 국내 드라마 산업 변화의 BIG CYCLE을 기대하는 가운데, 그 중에서도 가장 많은 IP 판권, 크리에이터, 글로벌 네트워크를 구축한 동사를 최대 수혜주로 제시한다. 매수 의견과 목표주가 12만 원을 제시한다.

국내 최대 드라마 스튜디오,
본 보고서의 모든 수혜를
흡수, 드라마 산업 리딩 지속

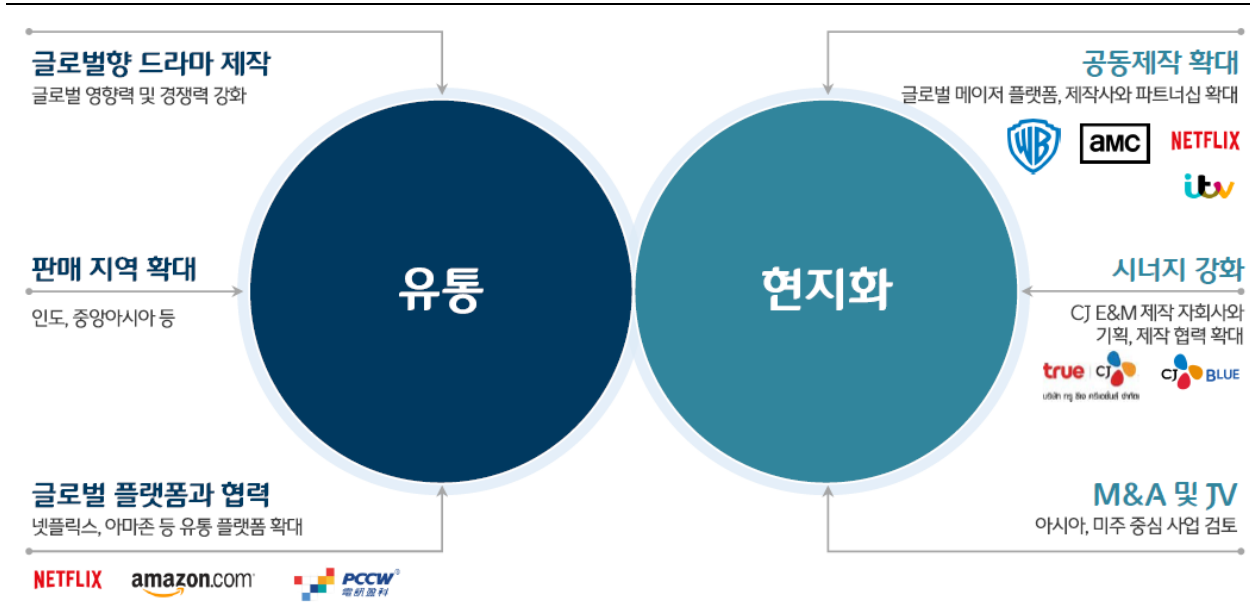
CJ E&M 계열의 드라마 제작사인 스튜디오드래곤은 긴 설명이 필요 없는 회사다.

1) CJ E&M 채널의 안정적인 드라마 편성(제작비에 50~80%에 해당하는 방영권료를 인식)을 받고, 2) 김은숙, 박지은 등 주요 크리에이터(작가, 연출, PD) 약 145명을 보유 해 3) <미생>, <도깨비>, <푸른바다의 전설>, <비밀의 숲> 등을 제작한 회사다. 작가 집 필부터, 안정적인 자금조달, 높은 제작경쟁력, 국내외 네트워크를 통한 유통 판매 등 전 체 프로세스를 총괄해 IP까지 보유하는 국내 최초의 스튜디오 모델이다.

연간 드라마 제작개파는 22개 작품으로 국내 가장 큰 규모이기 때문에 흥행 의존도를 분산시킬 수 있으며 그간 축적한 IP만 107편이 넘는다. 따라서 본 보고서의 핵심인 1) 국내외 플랫폼 확대에 따른 수출, 2차판권 등 국내외 유통 판매 증가, 부가 매출 창출, 2) 축적된 IP 라이브러리의 재판매를 통한 수익성 개선을 가장 확실하게 보여주고 있다.

내년부터는 스튜디오드래곤이 내수에 안주하지 않고 글로벌 제작사로 한걸음 도약하는 해다. 넷플릭스의 오리지널 콘텐츠를 제작하고, 아마존 프라임 비디오, 워너브라더스와 MOU 등 다양한 글로벌 파트너사와 함께 드라마 공동제작 확대, 유통판매를 활성화할 계획이기 때문이다. 필요하다면 해외에서도 M&A, JV는 언제든지 열려있다. 자금력은 문 제 없다.

[그림112] 스튜디오드래곤 중장기 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

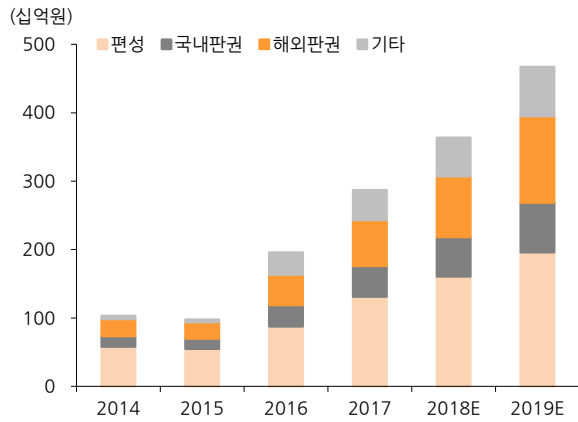
[표21] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	97.4	195.5	286.8	363.6	466.8	566.8
growth %					6.0%	-5.5%	100.7%	46.7%	26.8%	28.4%	21.4%
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	54.8	87.8	131.2	160.6	195.9	228.6
growth %					54.5%	-5.6%	60.1%	49.5%	22.3%	22.0%	16.7%
sales %	35.0%	38.9%	53.9%	54.2%	51.0%	56.3%	44.9%	45.8%	44.2%	42.0%	40.3%
Captive	20.1	21.9	35.3	28.2	33.0	50.3	70.0	105.5	131.7	160.7	187.5
growth %					64.0%	-13.5%	39.3%	50.8%	24.8%	22.0%	16.7%
sales %	26.7%	35.3%	45.5%	39.3%	41.3%	51.6%	35.8%	36.8%	36.2%	34.4%	33.1%
Non-Captive	6.2	2.2	6.5	10.8	7.7	4.6	17.8	25.7	28.9	35.3	41.1
growth %					23.7%	-	289.4%	44.3%	12.4%	22.0%	16.7%
sales %	8.2%	3.6%	8.4%	15.0%	9.6%	4.7%	9.1%	9.0%	7.9%	7.6%	7.3%
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	39.0	75.4	111.8	146.6	199.5	251.3
growth %					-12.0%	-3.0%	93.4%	48.3%	31.1%	36.1%	26.0%
sales %	48.4%	42.4%	30.1%	35.8%	40.2%	40.0%	38.6%	39.0%	40.3%	42.7%	44.3%
국내	13.9	10.2	10.2	10.4	9.4	15.1	31.2	44.7	57.6	72.9	88.8
growth %					-32.6%	-2.3%	106.2%	43.4%	29.0%	26.5%	21.7%
sales %	18.4%	16.4%	13.2%	14.4%	11.7%	15.5%	15.9%	15.6%	15.9%	15.6%	15.7%
해외	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	23.9	44.2	67.2	89.0	126.6	162.6
growth %					0.6%	-3.5%	85.3%	51.8%	32.5%	42.3%	28.4%
sales %	30.0%	26.0%	16.9%	21.4%	28.5%	24.5%	22.6%	23.4%	24.5%	27.1%	28.7%
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	3.6	32.3	43.7	56.4	71.4	86.9
growth %					-43.4%	-25.0%	796.5%	35.3%	29.0%	26.5%	21.7%
sales %	16.6%	18.7%	16.0%	10.0%	8.9%	3.7%	16.5%	15.2%	15.5%	15.3%	15.3%
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	91.1	168.4	239.7	291.5	363.4	419.1
growth %					13.1%	-3.9%	85.0%	42.3%	21.6%	24.7%	15.3%
margin %	77.8%	80.4%	86.1%	89.6%	82.9%	93.5%	86.1%	83.6%	80.2%	77.9%	73.9%
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	6.4	27.1	47.1	72.1	103.4	147.7
growth %					-18.6%	-23.6%	325.7%	73.9%	53.0%	43.3%	42.9%
margin %	22.2%	19.6%	13.9%	10.4%	17.1%	6.5%	13.9%	16.4%	19.8%	22.1%	26.1%
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.8	5.9	14.1	17.9	21.0	23.9
growth %					7.8%	-9.5%	56.6%	138.2%	27.0%	17.9%	13.4%
margin %	3.7%	5.3%	5.2%	5.5%	3.8%	3.9%	3.0%	4.9%	4.9%	4.5%	4.2%
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.6	2.6	21.2	33.1	54.3	82.3	123.8
growth %					-23.8%	-37.8%	716.7%	56.1%	64.1%	51.7%	50.5%
margin %	18.5%	14.3%	8.7%	4.8%	13.3%	2.7%	10.8%	11.5%	14.9%	17.6%	21.8%
추정 근거											
방영회수	60	77	118	117	80			372	400	496	592
회당 제작비	0.83	0.55	0.48	0.47	0.70			0.55	0.62	0.64	0.64
총제작비	49.8	42.4	56.7	54.8	56.3			204	247	316	381
방영권료 %	52.9%	56.9%	73.6%	71.2%	72.3%			64%	65%	62%	60%
회당 국내판권	0.23	0.13	0.09	0.09	0.12			0.12	0.14	0.15	0.15
회당 해외판권	0.38	0.21	0.11	0.13	0.28			0.18	0.22	0.26	0.27
회당 협찬	0.21	0.15	0.11	0.06	0.09			0.12	0.14	0.14	0.15

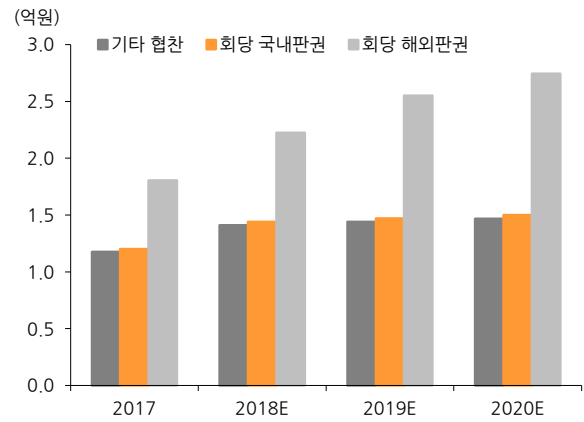
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림113] 스튜디오드래곤 부문별 매출액 추이 및 전망



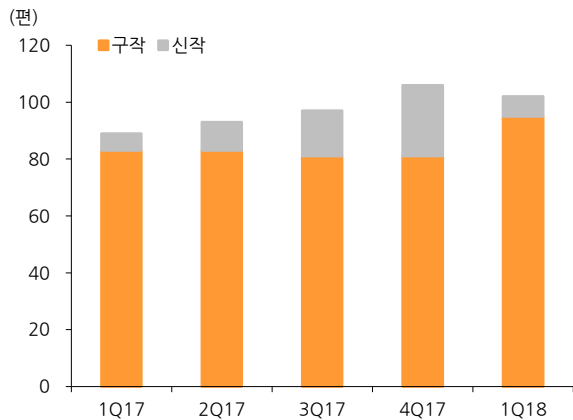
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림114] 회당 판권 추정



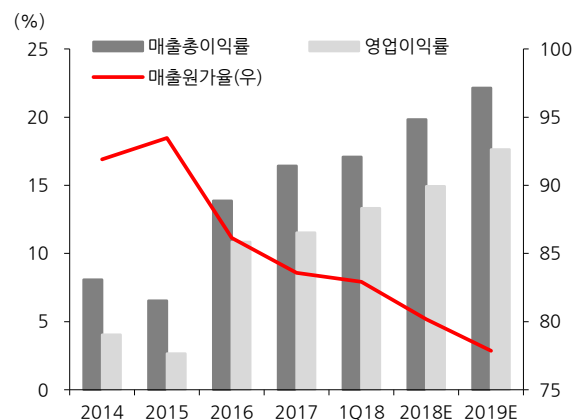
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림115] 라이브러리 판매 편수



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

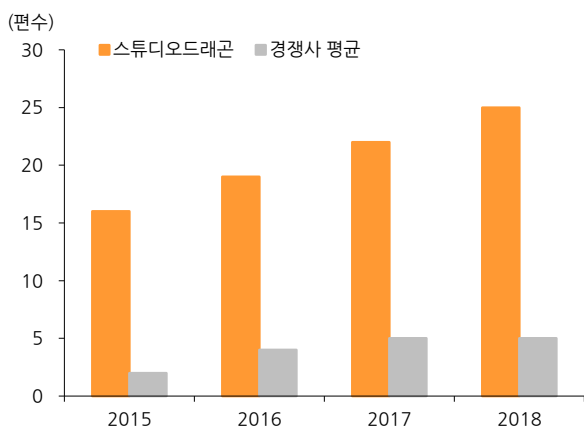
[그림116] 스튜디오드래곤 수익성 추이 및 전망



주: 라이브러리 재판매 지속 → 원가율 하락 → 총이익률과 영업이익률 개선

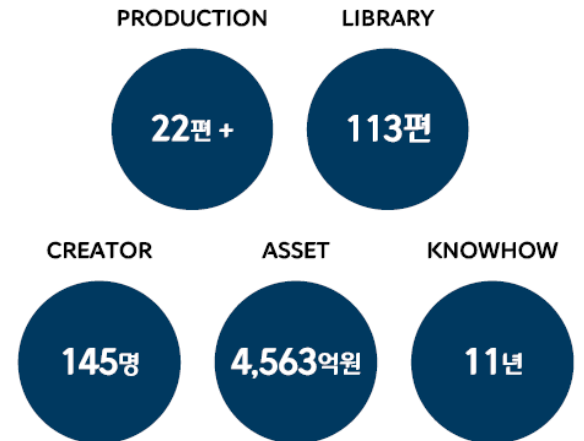
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림117] 월등한 제작 능력



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림118] 대규모 제작 역량과 시스템을 구축한 드라마 스튜디오



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

문제는 밸류에이션?
보호예수물량해제,
2Q18 미미한 실적이 문제?

그러나 시장에서는 이러한 비즈니스 모델과 성장성, 그리고 수익성을 시현하는 좋은 회사에게 밸류에이션 부담이라는 잣대를 논하고 있다. 2018년 PER 기준 60배 이상은 어찌 보면 단기적으로는 많은 프리미엄을 부여했는지도 모른다.

하반기 텐트폴을 중심의
실적 및 주가 모멘텀 예상

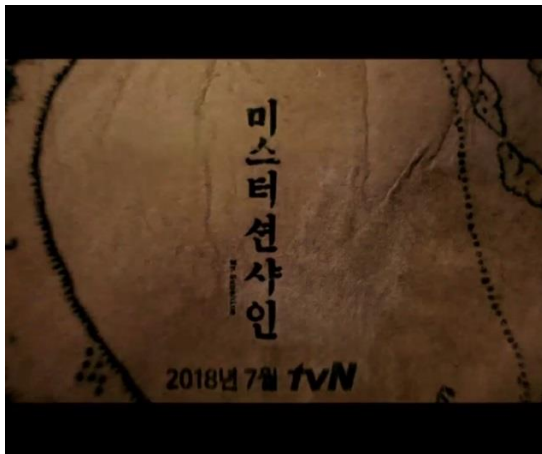
밸류에이션 부담에 상응하는 단기적 리스크는 두 가지가 있다. 1) 상장한지 어느덧 6개월이 지나 보호예수물량이 해제된다. 총 발행주식수 대비 76%인 대주주 물량과 3%인 제3자배정 물량이다. 2) 2Q18 실적도 쉬어갈 가능성이 높다. 주요 실적 드라이브 요소인 텐트폴 드라마가 1Q18 <화유기>, 3Q18 <미스터 션샤인>, 4Q18 <알함브라 궁전의 추억>이 있는 반면 2Q18만 부재하기 때문이다.

드라마 산업의 BIG CYCLE을
믿는다면 조정 시 적극 매수

그러나, 모든 주가 모멘텀과 실적은 하반기 텐트폴이 핵심이다. 필자가 지난 5/2 발간한 <스튜디오드래곤 미미한 1Q18 실적, 크게 중요할까요?> 자료를 통해 1Q18 단기 실적이 기대치를 하회했다고 해서 발생한 주가 조정은 하반기 모멘텀, 그리고 긴 그림에서 좋은 매수 기회라고 코멘트 했던 이유다.

국내외 플랫폼 확대, IP를 통한 드라마 제작사 레버리지, 무엇보다 일본 애니메이션 시장 분석을 통한 한국 드라마의 BIG CYCLE 변화를 믿는다면? 그 중 수혜를 가장 많이 받는 탑티어 스튜디오드래곤은 조정 받을 때마다 주저 없는 매수 전략이 유효하다.

[그림119] 스튜디오드래곤 텐트폴 <미스터 션샤인>



배우: 이병헌, 김태리, 유연석 / 연출: 이응복 <도깨비>, <태양의 후예> /
작가: 김은숙 <도깨비>, <태양의 후예>, <상속자들>, <신사의 품격>, <시크릿 가든>
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림120] 스튜디오드래곤 텐트폴 <알함브라 궁전의 추억>



배우: 현빈, 박신혜 / 연출: 안길호 <비밀의 숲> /
작가: 송재정 <W(더블유)>, <나인: 아홉 번의 시간여행>, <거침없이 하이킥>
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

투자의견 BUY,
목표주가 12만 원 제시

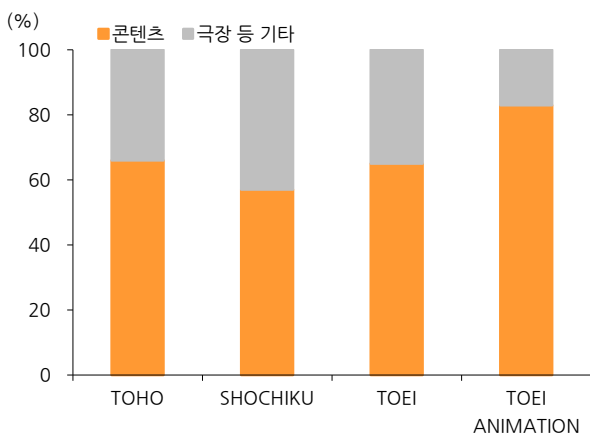
동사에 대해 매수 의견과 목표주가 12만 원을 제시한다. 넷플릭스는 일본에 관심을 둔 지 벌써 5년이 흘렀는데도 넷플릭스와 라이선스 계약 혹은 오리지널 콘텐츠를 제작하고 있는 업체의 평균 밸류에이션이 PER 30배에서 거래되고 있음을 기억해야 한다. 따라서 목표주가 산정은 2020년 EPS * 일본 PER 대비 15% 할증한 35배를 적용해 산출했다.

할증 근거는 1) 대표 일본 애니메이션 제작업체는 콘텐츠 제작뿐 아니라 다소 밸류에이션이 낮은 극장, 부동산, 개발 등의 비중이 높기 때문에 2) 스튜디오드래곤의 이익 레버리지 노출도가 훨씬 더 높으며 3) 실제 영업이익률 성장률도 큰 폭으로 상회하기 때문이다.

또한 중국 모멘텀을 강하게 부여 받고 있는 타업종의 탐티어 종목인 파라다이스와 호텔 신라의 2018년 기준 PER 밸류에이션도 116배, 38배로 고성장을 반영해 높은 수준이다.

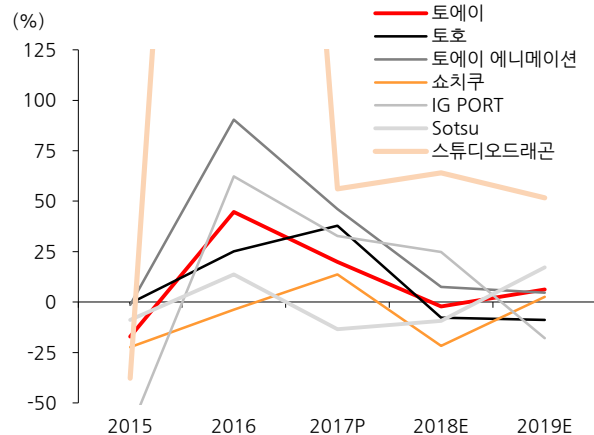
마지막으로, 아직 당사 추정치에 반영하지 않았지만 중국 콘텐츠 교류가 재개될 시, 현재 EPS는 의미가 없다. 해외 수출 판권 추정치가 2배 가까이 늘어날 수 있기 때문이다. 밸류에이션보다는 드라마 산업 BIG CYCLE 속 성장성과 바캐닝 파워가 높아지는 대표 수혜주라는 점에 주목해야 한다.

[그림121] 일본 애니메이션 제작업체의 매출 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림122] 영업이익 증감률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	-	154	287	364	467
매출총이익	-	22	47	72	103
영업이익	-	17	33	54	82
EBITDA	-	39	74	95	111
순이자수익	-	-1	-1	3	3
외화관련손익	-	0	-1	0	0
지분법손익	-	0	0	0	0
세전계속사업손익	-	10	30	55	83
당기순이익	-	8	24	41	63
지배주주순이익	-	8	24	41	63
증가율(%)	-				
매출액	-	n/a	85.7	26.8	28.4
영업이익	-	n/a	98.3	63.9	51.7
EBITDA	-	n/a	91.4	28.1	16.2
순이익률	-	n/a	192.9	73.8	51.6
이익률(%)	-				
매출총이익률	-	14.0	16.4	19.8	22.1
영업이익률	-	10.8	11.5	14.9	17.6
EBITDA 마진	-	25.1	25.9	26.2	23.7
세전이익률	-	6.8	10.6	15.1	17.8
순이익률	-	5.3	8.3	11.4	13.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	-	-12	-7	67	85
당기순이익	-	10	30	41	63
자산상각비	-	22	41	41	29
운전자본증감	-	-46	-73	-17	-6
매출채권감소(증가)	-	-27	-14	-7	-14
재고자산감소(증가)	-	0	-2	0	0
매입채무증가(감소)	-	11	9	3	8
투자현금흐름	-	-70	-141	-22	-9
유형자산처분(취득)	-	-1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-	0	-140	-21	-7
재무현금흐름	-	93	188	-10	0
차입금증가	-	27	-18	0	0
자본증가	-	56	208	0	0
배당금지급	-	0	0	0	0
총현금흐름	-	35	76	86	91
(-) 운전자본증가(감소)	-	-6	24	-1	6
(-) 설비투자	-	1	0	0	0
(+) 자산매각	-	0	0	0	0
Free Cash Flow	-	41	52	86	85
(-) 기타투자	-	121	49	18	2
잉여현금	-	-80	2	68	83
NOPLAT	-	13	26	41	62
(+) Dep	-	22	41	41	29
(-) 운전자본투자	-	-6	24	-1	6
(-) Capex	-	1	0	0	0
OpFCF	-	40	43	83	84

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	-	81	290	353	452
현금성자산	-	12	192	247	330
매출채권	-	39	55	62	76
재고자산	-	0	1	2	2
비유동자산	-	161	170	147	120
투자자산	-	35	41	46	48
유형자산	-	1	1	1	1
무형자산	-	124	128	99	71
자산총계	-	242	459	500	573
유동부채	-	84	91	89	99
매입채무	-	20	32	34	42
유동성이자부채	-	8	10	0	0
비유동부채	-	21	0	1	1
비유동이자부채	-	20	0	0	0
부채총계	-	106	91	89	100
자본금	-	11	14	14	14
자본잉여금	-	115	320	320	320
이익잉여금	-	8	32	74	136
자본조정	-	2	3	3	3
자기주식	-	0	0	0	0
자본총계	-	136	368	410	473

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표	-	n/a	851	1,478	2,241
EPS	-	61,763	13,141	14,626	16,867
BPS	-	0	0	0	0
DPS	-	0	0	0	0
CFPS	-	n/a	2,714	3,059	3,259
ROA(%)	-	-	6.8	8.6	11.7
ROE(%)	-	-	9.5	10.6	14.2
ROIC(%)	-	-	15.4	23.6	41.0
Multiples(x, %)	-				
PER	-	n/a	112.0	64.5	42.5
PBR	-	n/a	7.3	6.5	5.7
PSR	-	n/a	9.3	7.3	5.7
PCR	-	n/a	35.1	31.2	29.2
EV/ EBITDA	-	0.4	33.5	25.5	21.2
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)	-				
부채비율	-	77.8	24.7	21.8	21.1
Net debt/Equity	-	12.1	-49.3	-60.2	-69.8
Net debt/EBITDA	-	42.6	-244.5	-259.7	-298.5
유동비율	-	96.4	319.6	396.7	456.0
이자보상배율	-	19.5	19.0	44.6	47.8
자산구조(%)	-				
투하자본	-	76.5	44.3	35.5	27.2
현금+투자자산	-	23.5	55.7	64.5	72.8
자본구조(%)	-				
차입금	-	17.1	2.6	0.0	0.0
자기자본	-	82.9	97.4	100.0	100.0