

2018년 5월 30일

# 스튜디오드래곤(253450)

## Go abroad!

### 하반기 콘텐츠의 해외판매 가시화될 듯

OTT 시장 플레이어들의 콘텐츠 확보 경쟁이 치열해지고 있는 가운데 한류콘텐츠에 대한 관심이 증가하고 있어 이는 하반기 판매계약이라는 가시적인 성과로 나타날 전망이다. 상반기에도 주요 드라마콘텐츠에 대한 넷플릭스 판매 등이 이루어졌고, 하반기에는 대표적인 텐트폴 드라마 “미스터 션샤인”, “알함브라 궁전의 추억” 등이 방영을 앞두고 있어 다양한 채널로 판매성과를 거둘 수 있을 것으로 기대한다. 또한 제작비가 증가되는 만큼 판매단가의 상승이 이루어지며 이는 어느 정도 이익단에 레버리지 효과로 작용할 수 있을 것으로 기대되어 더욱 긍정적이다. 이 외에도 넷플릭스와의 오리지널콘텐츠 제작 관련된 뉴스플로우가 가시화될 것으로 보이는 만큼 실적과 투자심리 측면에서 주가를 강하게 끌어올리는 역할을 할 수 있을 것으로 기대한다.

### 가시적인 실적 개선에 대한 기대와 플러스 알파

콘텐츠의 질적인 측면, 시장환경 등을 고려할 때 하반기 편성 및 판매매출을 포함한 전체 매출은 두드러진 성장을 할 것이다. 전체 매출은 2,314억원으로 상반기대비 39% 증가하고 영업이익은 450억원으로 100% 증가할 것으로 추정하고 있다. 특히 판매매출은 65% 증가할 것으로 추정하고 있으나, 실제 판매액은 판매단가 상승 등으로 예상을 상회할 것으로 판단된다. 중국진출에 대한 부분도 보수적으로 반영되어 있는 만큼 가시화된다면 기대 이상의 성과도 가능할 것으로 판단된다.

### Valuation 선순환

Valuation 선순환이라는 용어를 쓸 때가 있다. 어떤 기업의 현재 Valuation이 부담스러운 수준임에도 불구하고 실적개선에 따라 부담이 지속적으로 완화되면서 시장은 성장에 대한 프리미엄을 지속적으로 부여하며 주가를 끌어올리는 상태이다. 이러한 관점에서 스튜디오드래곤은 Valuation 선순환 국면에 있다고 판단된다. 단가 상승에 따른 기본적인 매출증가에 콘텐츠 수요의 공격적인 확대로 급격한 실적개선이 기대되고 있기 때문이다. 여기에 압도적인 시장지배력은 신뢰도를 높이고 있다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 127,000원 | CP(5월29일): 102,700원

Key Data		Consensus Data		
KOSDAQ 지수 (pt)	870.08		2018	2019
52주 최고/최저(원)	102,700/57,800	매출액(십억원)	376.0	483.5
시가총액(십억원)	2,879.4	영업이익(십억원)	66.9	101.5
시가총액비중(%)	1.01	순이익(십억원)	51.8	79.4
발행주식수(천주)	28,037.2	EPS(원)	1,848	2,834
60일 평균 거래량(천주)	165.4	BPS(원)	15,023	17,832
60일 평균 거래대금(십억원)	15.3			
18년 배당금(예상, 원)	0			
18년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	1.42			
주요주주 지분율(%)				
씨제이이엔엠 외 3인	75.66			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	17.5 63.5 0.0			
상대	19.7 46.9 0.0			

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	397.9	598.1	749.8
영업이익	십억원	16.6	33.0	67.4	139.3	207.6
세전이익	십억원	10.5	30.3	68.1	140.0	207.6
순이익	십억원	8.1	14.2	52.4	107.8	157.4
EPS	원	569	2,297	1,871	3,845	5,612
증감율	%	N/A	303.7	(18.5)	105.5	46.0
PER	배	114.21	41.62	54.90	26.71	18.30
PBR	배	10.52	16.72	13.53	8.98	6.02
EV/EBITDA	배	47.38	43.20	22.96	13.17	9.25
ROE	%	5.98	9.57	28.11	40.43	39.41
BPS	원	6,176	5,718	7,589	11,434	17,046
DPS	원	0	0	0	0	0



인터넷/게임/미디어 Analyst 황승택  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA 허제나  
02-3771-7375  
jn.huh@hanafn.com

드라마의 제작비가 증가하는 추세라는 점을 고려할 때, 판매단가도 상당 수준 상승할 것

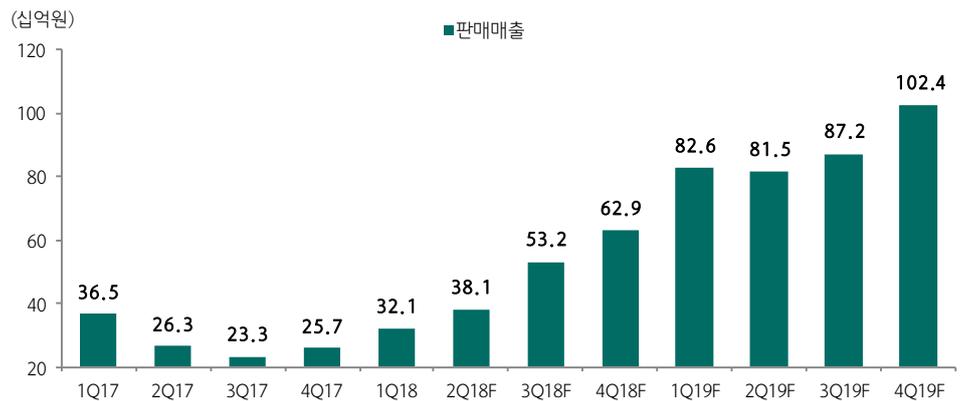
### 성장의 핵심은 판매매출의 증가

스튜디오드래곤 성장의 핵심은 판매매출의 증가에 있다. 특히 넷플릭스를 포함한 OTT 매출이 하반기 텐트폴 드라마들의 판매로 본격화 될 것으로 예상되며, 2019년 본격적인 성장국면을 맞을 것으로 기대하고 있다. 중국향 OTT 매출은 불확실성이 상존하나 최근 중국 파트너들과 다양한 채널을 통해 논의하고 있는 만큼 연내 성과를 거둘 가능성도 있을 것으로 판단한다. 2018년 하반기 OTT 매출을 포함한 판매매출은 1,161억원으로 상반기대비 65.4% 증가할 것으로 전망하고 있다. 2019년 판매매출은 오리지널콘텐츠 제작 매출 및 중국 수출까지 포함해 3,536억원으로 2018년 대비 89.8% 증가할 것으로 기대한다. 여기서 고려해야 할 것은 판매단가이다. 최근 드라마의 제작비가 증가하는 추세라는 점을 고려할 때 판매단가도 상당 수준 상승할 것으로 예상한다. 중요한 점은 제작비의 대부분이 편성매출과 PPL로 충당된다는 점이다. 편성매출로 충당이 되지 않는 일부 제작비를 제외하면 판매단가의 상승은 상당 부분 이익증가로 연결될 수 있다. 현재 추정치가 판매단가의 상승을 공격적으로 반영하고 있지 않다는 점을 고려하면 향후 실적은 예상을 상회할 가능성이 높다고 볼 수 있다.

하반기 텐트폴 드라마의 판매로 큰 폭의 증가 기대

제작단가의 상승은 판매단가의 상승으로 이어지며 수익확대에 기여

그림 121. 스튜디오드래곤의 분기별 판매매출 현황 및 전망

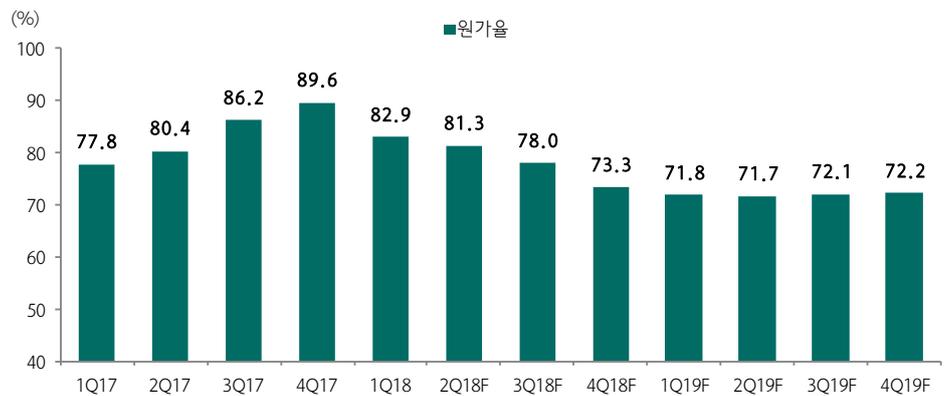


자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 122. 판매매출 증가에 따른 원가율 개선

제작비는 편성매출과 PPL을 통해 상당부분 보전

판매매출 증가는 원가율 하락으로 이어질 것



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

**스튜디오드래곤 최고의 강점은  
훼손되지 않는 시장지배력**

**압도적인 시장지배력 기반 실적개선에 대한 Conviction**

스튜디오드래곤 최고의 강점은 훼손되지 않는 시장지배력이다. 국내 최고수준의 작가, 기획, 연출진을 다수 보유하고 있어 콘텐츠 완성도가 상대적으로 뛰어날 수 밖에 없고 풍부한 인 프라를 통해 연간 30편 이상의 드라마를 제작할 수 있는 역량을 보유했다. 따라서 글로벌 OTT 플랫폼들의 콘텐츠 확보 경쟁이 치열해지고 해외에서 한류콘텐츠의 시장 흥행성이 높아질 수록 스튜디오드래곤이 제작한 드라마에 대한 수요가 확대, 판매단가도 상승될 전망이다. 자체 제작한 드라마를 유통할 수 있는 채널을 보유하고 있다는 점도 긍정적이다. 스튜디오드래곤은 제작한 드라마 콘텐츠를 CJ E&M 계열 채널(tvN, OCN 등)에 판매하고 CJ E&M은 광고매출과 해외유통 수수료로 수익을 보전한다. 또한 CJ E&M이 보유하고 있는 해외유통채널은 판매수익 확대에 긍정적인 기여를 할 전망이다.

**하반기 텐트폴 드라마들의 방영으로  
편성매출, 판매매출 모두 증가할  
전망**

**하반기 실적은 큰 폭으로 개선될 것**

하반기 매출은 텐트폴 드라마들의 방영으로 편성매출, 판매매출이 모두 증가할 전망이다. 전체매출은 상반기 대비 39% 증가한 2,314억원을 기록할 전망이다. 드라마의 OTT 판매단가 상승여지 및 중국향 판매 가능성 등을 염두에 두고 있으며, 이 경우 매출은 더욱 큰 폭으로 증가할 것이다. 판매매출의 확대는 원가율 하락으로 이어질 전망이며 하반기 영업이익은 상반기 대비 100% 증가한 450억원 수준을 기록할 전망이다.

표 27. 스튜디오드래곤의 실적현황 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	286.8	397.9	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	86.7	111.2	120.1
성장률(%)	46.7	38.7	127.9	87.9	19.8	11.1	6.0	39.6	43.6	67.1
편성	131.2	177.7	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	39.0	49.0	49.0
판매	111.8	186.3	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	38.1	53.2	62.9
기타	43.7	33.9	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	9.6	9.1	8.2
매출총이익	47.1	86.3	16.7	12.2	10.7	7.5	13.6	16.2	24.5	32.0
판매관리비	14.1	18.9	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	4.3	5.6	6.0
영업이익	33.0	67.4	13.9	8.9	6.7	3.5	10.6	11.8	18.9	26.0
성장률(%)	55.8	104.2	228.0	109.4	5.4	(45.0)	(23.7)	33.0	183.0	644.2
이익률(%)	11.5	16.9	18.5	14.3	8.6	4.9	13.3	13.7	17.0	21.7
순이익	23.8	52.0	13.3	2.8	5.7	2.0	7.8	9.2	14.7	20.2
성장률(%)	84.7	118.1	0.0	0.0	0.0	0.0	(41.2)	230.2	158.4	910.4
이익률(%)	8.3	13.1	17.7	4.5	7.3	2.8	9.8	10.7	13.2	16.8

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>154.4</b>	<b>286.8</b>	<b>397.9</b>	<b>598.1</b>	<b>749.8</b>
매출원가	132.8	239.7	311.6	430.4	506.6
매출총이익	21.6	47.1	86.3	167.7	243.2
판매비	5.0	14.2	18.9	28.4	35.6
<b>영업이익</b>	<b>16.6</b>	<b>33.0</b>	<b>67.4</b>	<b>139.3</b>	<b>207.6</b>
금융손익	(1.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(2.4)	0.7	0.7	0.0
<b>세전이익</b>	<b>10.5</b>	<b>30.3</b>	<b>68.1</b>	<b>140.0</b>	<b>207.6</b>
법인세	2.4	3.0	15.7	32.2	50.2
계속사업이익	8.1	13.9	52.4	107.8	157.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.1</b>	<b>23.8</b>	<b>52.4</b>	<b>107.8</b>	<b>157.4</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>8.1</b>	<b>14.2</b>	<b>52.4</b>	<b>107.8</b>	<b>157.4</b>
지배주주지분포괄이익	8.3	14.2	52.4	107.8	157.4
NOPAT	12.9	29.7	51.9	107.3	157.4
EBITDA	38.8	62.1	125.2	214.9	283.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	85.8	38.7	50.3	25.4
NOPAT증가율	N/A	130.2	74.7	106.7	46.7
EBITDA증가율	N/A	60.1	101.6	71.6	31.8
영업이익증가율	N/A	98.8	104.2	106.7	49.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	75.3	269.0	105.7	46.0
EPS증가율	N/A	303.7	(18.5)	105.5	46.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.0	16.4	21.7	28.0	32.4
EBITDA이익률	25.1	21.7	31.5	35.9	37.8
영업이익률	10.8	11.5	16.9	23.3	27.7
계속사업이익률	5.2	4.8	13.2	18.0	21.0
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	569	2,297	1,871	3,845	5,612
BPS	6,176	5,718	7,589	11,434	17,046
CFPS	2,468	8,648	4,490	7,690	10,101
EBITDAPS	2,713	10,058	4,466	7,666	10,101
SPS	10,795	46,423	14,192	21,333	26,744
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	114.2	41.6	54.9	26.7	18.3
PBR	10.5	16.7	13.5	9.0	6.0
PCFR	26.3	11.1	22.9	13.4	10.2
EV/EBITDA	47.4	43.2	23.0	13.2	9.3
PSR	6.0	2.1	7.2	4.8	3.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.0	9.6	28.1	40.4	39.4
ROA	3.4	5.3	14.4	20.5	22.6
ROIC	8.3	18.3	27.2	43.9	63.0
부채비율	77.8	80.3	107.3	90.6	64.1
순부채비율	12.1	2.4	(2.2)	(15.1)	(54.1)
이자보상배율(배)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>81.4</b>	<b>115.0</b>	<b>253.2</b>	<b>416.1</b>	<b>663.9</b>
금융자산	11.6	32.6	68.2	110.9	281.2
현금성자산	11.5	32.5	68.0	110.6	280.9
매출채권 등	39.4	52.0	134.2	234.7	294.2
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	30.4	30.4	50.8	70.5	88.5
<b>비유동자산</b>	<b>160.6</b>	<b>174.0</b>	<b>188.0</b>	<b>194.9</b>	<b>120.6</b>
투자자산	2.3	2.3	3.8	5.3	6.6
금융자산	2.3	2.3	3.8	5.3	6.6
유형자산	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
무형자산	<b>123.9</b>	<b>130.9</b>	<b>143.3</b>	<b>148.7</b>	<b>73.1</b>
기타비유동자산	<b>33.2</b>	<b>39.7</b>	<b>39.8</b>	<b>39.8</b>	<b>39.8</b>
<b>자산총계</b>	<b>242.0</b>	<b>289.0</b>	<b>441.1</b>	<b>611.0</b>	<b>784.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>84.5</b>	<b>117.2</b>	<b>216.9</b>	<b>278.9</b>	<b>294.2</b>
금융부채	8.1	26.5	54.5	54.5	14.5
매입채무 등	20.5	32.0	68.6	96.8	121.3
기타유동부채	55.9	58.7	93.8	127.6	158.4
<b>비유동부채</b>	<b>21.4</b>	<b>11.5</b>	<b>11.5</b>	<b>11.5</b>	<b>12.4</b>
금융부채	<b>19.9</b>	<b>10.0</b>	<b>9.0</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>
기타비유동부채	1.5	1.5	2.5	3.5	4.4
<b>부채총계</b>	<b>105.9</b>	<b>128.7</b>	<b>228.4</b>	<b>290.4</b>	<b>306.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>136.1</b>	<b>160.3</b>	<b>212.8</b>	<b>320.6</b>	<b>477.9</b>
자본금	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
자본잉여금	114.7	114.7	114.7	114.7	114.7
자본조정	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.2	84.6	192.4	349.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본배</b>	<b>136.1</b>	<b>160.3</b>	<b>212.8</b>	<b>320.6</b>	<b>477.9</b>
순금융부채	16.4	3.8	(4.8)	(48.4)	(258.8)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(12.4)</b>	<b>38.0</b>	<b>80.3</b>	<b>126.2</b>	<b>211.7</b>
당기순이익	8.1	23.8	52.4	107.8	157.4
조정	25.6	13.0	57.8	75.6	75.6
감가상각비	22.2	29.2	57.8	75.6	75.6
외환거래손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(16.2)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	1.2	(29.9)	(57.2)	(21.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(32.4)</b>	<b>(71.8)</b>	<b>(82.6)</b>	<b>(1.4)</b>
투자자산감소(증가)	(2.3)	0.0	(1.5)	(1.5)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(1.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(66.1)	(32.4)	(70.3)	(81.1)	(0.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>93.5</b>	<b>(0.6)</b>	<b>27.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(40.0)</b>
금융부채증가(감소)	28.1	8.4	27.0	(1.0)	(40.0)
자본증가(감소)	125.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.4)	(9.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>11.5</b>	<b>32.5</b>	<b>35.5</b>	<b>42.6</b>	<b>170.3</b>
Unlevered CFO	35.3	53.4	125.9	215.6	283.2
Free Cash Flow	(13.5)	38.0	80.3	126.2	211.7