

스튜디오드래곤 (253450)



예상보다 더욱 가파른 성장곡선

미디어·엔터/유통 이남준
nam.lee@ktb.co.kr
연구원 주윤혜
unae@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	140,000	100,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (5/31)	107,700원
예상 증가상승률	30.0%
시가총액	30,196억원
비중(KOSPI내)	1.07%
발행주식수	28,037천주
52주 최저가/최고가	57,800 - 107,800원
3개월 일평균거래대금	159억원
외국인 지분율	1.5%
주요주주지분율(%)	
CJ E&M (외 6인)	75.7

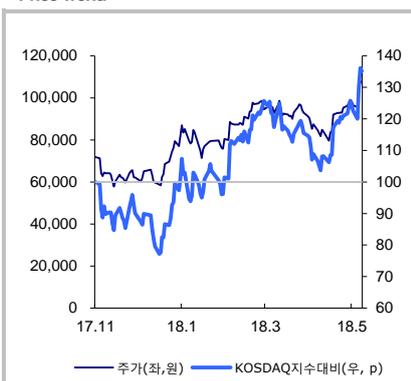
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	76.4	49.4	33.5
PBR(배)	7.6	9.1	6.7
EV/EBITDA(배)	22.1	23.5	19.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
증가상승률	27.3	67.0	n/a	65.7
KOSDAQ 대비 상대 수익률(%)	26.9	52.9	n/a	55.5

Price Trend



▶ Issue

탐방 보고서. 투자의견 및 목표주가 점검

▶ Pitch

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 14만원으로 상향. 목표주가는 19년 EPS에 PER 43x 적용. 올해 하반기 넷플릭스 오리지널 드라마 두 편 제작을 시작으로 글로벌 오리지널 드라마 제작 매출 본격적으로 발생할 전망. 넷플릭스 '19년 PER 67배, 2020년까지 적자기업인 IQIYI가 20조까지 주가 상승하는 등 글로벌 OTT의 고매출을 고려할 시 PER 40배 수준은 부담스럽지 않다는 의견

▶ Rationale

- 올해 상반기 국내 매출은 텐트폴 작품 부재 및 약재성 이슈(미투 운동 등) 등으로 부진했으며, 우리가 기대한 중국 판권판매도 발생하지 않으면서 실적은 기대치에 미흡. 다만, 탐방을 통해 확인한 하반기 현황은 우리의 기대치를 충분히 부합
- 3분기 가장 큰 기대작은 김은숙 작가의 미스터션샤인. 총 제작비는 약 400억원 수준으로 추정하며, 아직 해외 Pre-sales가 끝나지 않았기에 조심스럽지만, 현 분위기 상으로는 30%~40% 수준의 작품 GPM 달성 가능해 보임. 즉, 작품 하나의 수익만으로 150억원 수준의 GP가 발생할 전망. 이 외에도 약 6편의 드라마 매출이 발생할 것으로 예정되어 있어 3분기 영업이익은 상반기 합산 영업이익을 상회할 것
- 4분기는 중국 판권판매 매출이 본격적으로 발생할 가능성이 높아 보임. 4분기 최대 기대작은 현빈, 박신혜 주연의 '알함브라궁전의 추억'. 사전제작 드라마로 일부 조건하의 Pre sales가 중국 OTT들과 진행될 가능성. 최근 양국간의 개선된 분위기를 고려할 시 올해 하반기는 중국향 매출이 발생 가능하다고 판단
- 새롭게 업데이트된 사실은 동사가 올해 하반기에만 총 2편의 넷플릭스 오리지널 드라마를 제작할 예정이며, 이 중 하나는 국내 인기 웹툰을 토대로 제작. 생각보다 빠르게 글로벌 OTT향 주주 발생 중. 넷플릭스향 작품 GPM은 업계 평균보다 높은 20% 수준으로 동사의 GPM을 훼손시키지 않는 선에서 진행할 것. 전체 제작비가 150억원~200억원으로 가정할 시 30~40억원의 작품당 수익을 기대 (다음장 계속)

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

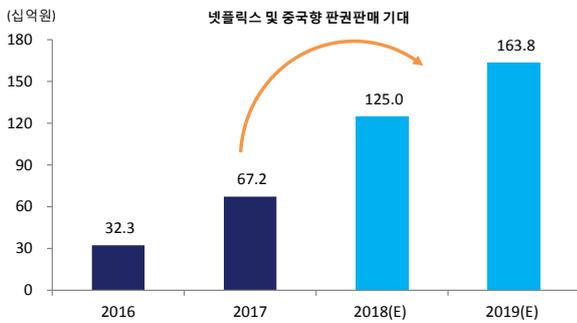
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	154	287	376	491	589	682	797
영업이익	17	33	76	110	148	174	195
EBITDA	39	74	118	138	169	189	205
순이익	8	24	61	90	121	143	160
자산총계	242	459	521	625	753	905	1,076
자본총계	136	368	430	520	641	784	944
순차입금	17	(182)	(256)	(362)	(496)	(644)	(803)
매출액증가율	적지	85.7	31.0	30.7	20.0	15.7	16.8
영업이익률	10.8	11.5	20.4	22.4	25.2	25.5	24.4
순이익률	5.3	8.3	16.3	18.4	20.6	20.9	20.1
EPS증가율	n/a	192.9	156.4	47.5	34.6	17.7	12.2
ROE	n/a	9.5	15.3	19.0	20.9	20.0	18.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권



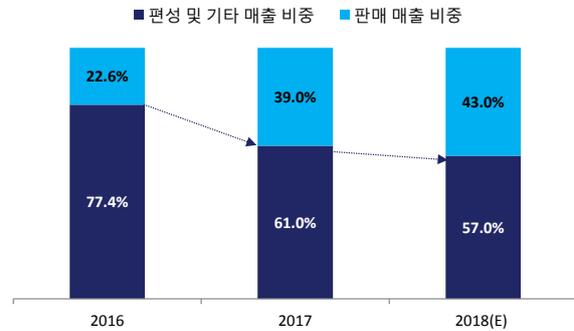
- 최근 유튜브브레드의 본격적인 국내 시장 진출, 아마존프라임의 글로벌 투자 확대, IQiyi의 오리지널 콘텐츠 투자 확대 등을 고려하면 동사 콘텐츠 기획 능력의 수요는 갈수록 증가할 예정. 현재 작가 인력 71명 및 기타 프로듀서들의 CAPA는 연간 30편 수준. 2020년까지 연간 40편의 드라마 제작을 목표로 하는 점을 고려하면 2019년 오리지널 드라마 제작 편수는 약 4편~6편, 2020년은 6편~8편까지 확대 가능
- 2018년 3분기는 미스터션샤인의 국내의 드라마 매출, 4분기는 알함브라하 궁전의 국내의 매출 및 중국 판권판매 매출 등이 반영되면서 상반기 대비 큰 폭의 실적 성장이 예상되며, 내년 상반기부터는 글로벌 OTT향 오리지널 드라마 제작 매출이 반영될 것. 상반기 기대치에 미흡한 실적을 기대했지만, 하반기부터 계단식으로 증가할 매출 증가세를 기대하면 주가 상승 추세는 당분간 지속될 것으로 전망

Fig. 01: 해외 판권판매 매출 증가 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 02: 판권 매출 성장에 따른 수익성 개선 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 03: 미스터션샤인 (김은숙 집필/이병현, 김태리 주연)



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 04: 스튜디오드래곤 분기 영업이익 전망치



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



Fig. 05: 글로벌 PEER 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/ 영화/ 드라마	CJ E&M	한국	3,246	0.9	0.1	4.6	1.8	(7.3)	25.6	20.6	1.6	1.5	6.2	7.1	8.2	7.9
	SBS	한국	405	(4.8)	(7.0)	0.0	4.6	(7.2)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	IHQ	한국	309	13.1	6.8	(16.0)	(12.8)	(10.0)	22.1	18.6	1.4	1.3	6.5	7.2	10.6	7.2
	NEW	한국	223	(0.1)	4.8	7.4	7.3	(3.8)	33.0	16.3	1.8	1.6	5.5	10.4	12.9	9.5
	초록됰미디어	한국	107	2.6	(6.5)	20.9	2.3	27.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	WALT DISNEY	미국	147,887	(3.3)	(0.9)	(3.6)	(5.1)	(7.5)	13.7	12.9	3.3	3.0	25.1	23.0	9.6	9.6
	TIME WARNER	미국	73,663	0.2	(0.7)	1.3	2.9	2.9	11.7	11.5	2.1	1.8	19.9	17.8	9.5	8.1
	CBS CORP	미국	19,099	(0.3)	2.4	(4.9)	(10.1)	(14.6)	9.6	8.5	6.3	4.6	81.4	61.8	8.3	7.5
	VIACOM INC	미국	11,147	(0.3)	(10.1)	(18.7)	(4.3)	(12.0)	6.7	6.2	1.5	1.3	24.1	21.5	7.0	6.2
	NEWS CORP	미국	8,845	(2.9)	(5.9)	(6.8)	(7.0)	(7.3)	31.8	29.0	0.8	0.8	(1.2)	3.0	8.3	7.2
NIPPON TELEVISION	일본	4,447	(4.2)	(3.1)	(9.8)	(10.4)	(5.1)	14.1	12.8	0.7	0.7	5.1	5.2	5.4	5.3	
FUJI MEDIA	일본	3,941	(3.9)	2.9	1.4	8.8	3.3	20.1	19.8	0.6	0.6	3.1	2.9	11.4	11.5	
OTT	아프리카TV	한국	488	15.2	35.0	78.6	136.5	143.2	22.6	17.4	5.7	4.5	29.0	29.6	15.6	11.3
	NETFLIX	미국	152,838	2.0	12.5	20.7	87.4	83.2	106.6	68.7	31.6	22.4	26.4	28.5	75.4	50.6
	PANDORA MEDIA	미국	1,925	(2.4)	28.7	63.7	44.4	49.8	n/a	n/a	23.4	n/a	(38.7)	(19.0)	n/a	n/a
	YY INC	중국	7,364	9.8	20.9	(9.9)	12.9	3.1	14.6	11.8	3.8	2.9	28.9	26.7	10.3	7.4

Source: KTB투자증권

Fig. 06: 실적추정 Summary

(십억 원)	1Q18(P)	2Q18(E)	3Q18(E)	4Q18(E)	1Q19(E)	2Q19(E)	3Q19(E)	4Q19(E)	2017	2018(E)	2019(E)
매출액	79.9	63.9	117.9	114.0	100.9	107.0	133.6	149.2	286.8	375.7	490.8
방송 편성매출	40.7	35.0	55.0	49.5	47.5	42.0	63.5	57.1	131.2	180.2	210.1
기타매출	7.1	7.0	9.9	10.0	7.5	7.3	10.4	10.5	43.7	34.0	35.7
해외판권 매출	22.7	16.9	41.9	43.5	36.1	29.4	48.2	50.1	67.2	125.0	163.8
오리지널 드라마	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	20.0	0.0	0.0	40.0
VOD매출 등	9.4	5.0	11.0	11.0	9.9	8.3	11.6	11.6	44.6	36.4	41.2
영업비용	69.2	54.6	89.3	86.0	80.7	81.7	103.0	115.6	253.7	299.1	381.1
매출 원가	66.2	50.0	84.5	81.3	77.2	76.4	97.5	110.2	239.7	282.0	361.3
판권비	3.0	4.6	4.8	4.8	3.5	5.3	5.5	5.5	14.1	17.2	19.8
영업이익	10.7	9.3	28.6	28.0	20.2	25.3	30.6	33.6	33.0	76.5	109.7
OPM	13%	15%	24%	25%	20%	24%	23%	23%	11%	20%	22%

Source: KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.8	374.6	504.5	650.4
현금성자산	11.5	191.6	256.0	361.8	496.4
매출채권	39.4	55.4	74.7	97.7	108.3
재고자산	0.0	1.3	2.0	2.6	2.9
비유동자산	160.6	169.6	146.7	120.3	102.1
투자자산	35.5	41.0	46.5	48.4	50.3
유형자산	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
무형자산	123.9	127.5	99.2	71.0	50.8
자산총계	242.0	459.5	521.3	624.8	752.5
유동부채	84.5	90.7	91.0	104.3	110.7
매입채무	20.2	31.7	41.5	54.3	60.2
유동성이자부채	8.1	10.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.4	0.3	0.5	0.5	0.6
비유동이자부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	91.5	104.9	111.3
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	8.3	32.1	93.2	183.4	304.7
자본조정	2.0	2.7	2.9	2.9	2.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	429.8	519.9	641.3
투하자본	152.6	185.3	172.3	156.6	143.2
순차입금	16.5	(181.6)	(256.0)	(361.8)	(496.4)
ROA	na	6.8	12.5	15.7	17.6
ROE	na	9.5	15.3	19.0	20.9
ROIC	na	15.4	32.7	52.1	77.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	(12.4)	(7.2)	76.0	107.9	136.9
당기순이익	10.5	30.3	61.1	90.2	121.3
자산상각비	22.2	41.3	41.1	28.5	20.5
운전자본증감	(46.1)	(72.9)	(27.4)	(10.8)	(4.9)
매출채권감소(증가)	(27.1)	(13.7)	(19.4)	(23.0)	(10.6)
재고자산감소(증가)	0.0	(2.1)	(0.7)	(0.6)	(0.3)
매입채무증가(감소)	11.0	9.0	10.1	12.8	5.9
투자현금	(69.5)	(141.0)	(22.4)	(8.7)	(9.1)
단기투자자산감소	0.0	(140.3)	(21.0)	(6.5)	(6.8)
장기투자증권감소	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(1.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	93.5	188.1	(10.1)	0.0	0.0
차입금증가	27.2	(18.1)	(0.1)	0.0	0.0
자본증가	56.0	207.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	11.5	39.8	43.5	99.3	127.8
총현금흐름(Gross CF)	35.3	76.1	105.5	118.7	141.8
(-) 운전자본증가(감소)	(6.5)	24.0	10.1	10.8	4.9
(-) 설비투자	1.1	0.1	0.2	0.2	0.3
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(80.3)	(137.9)	55.7	99.3	127.8
(-) 기타투자	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	(80.6)	(137.9)	55.7	99.2	127.8

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.4	286.8	375.6	490.8	589.1
증가율 (Y-Y,%)	적지	85.7	31.0	30.7	20.0
영업이익	16.6	33.0	76.5	109.7	148.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	98.3	131.9	43.5	35.1
EBITDA	38.8	74.3	117.5	138.3	168.7
영업외손익	(6.1)	(2.7)	3.5	5.8	7.3
순이자수익	(0.8)	(1.2)	4.8	6.4	8.1
외화관련손익	(0.3)	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.5	30.3	80.0	115.6	155.5
당기순이익	8.1	23.8	61.1	90.2	121.3
지배기업당기순이익	8.1	23.8	61.1	90.2	121.3
증가율 (Y-Y,%)	적지	192.9	156.4	47.5	34.6
NOPLAT	12.9	26.0	58.4	85.6	115.6
(+) Dep	22.2	41.3	41.1	28.5	20.5
(-) 운전자본투자	(6.5)	24.0	10.1	10.8	4.9
(-) Capex	1.1	0.1	0.2	0.2	0.3
OpFCF	40.5	43.2	89.2	103.1	130.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	47.0	27.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	87.6	65.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	52.7	31.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	122.9	72.0
영업이익률(%)	10.8	11.5	20.4	22.4	25.2
EBITDA마진(%)	25.1	25.9	31.3	28.2	28.6
순이익률(%)	5.3	8.3	16.3	18.4	20.6

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	n/a	851	2,181	3,216	4,327
BPS	n/a	8,593	11,789	16,012	21,060
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	76.4	49.4	33.5	24.9
PBR	n/a	7.6	9.1	6.7	5.1
EV/ EBITDA	0.4	22.1	23.5	19.2	15.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	23.9	28.6	25.4	21.3
PSR	n/a	6.4	8.0	6.2	5.1
재무건전성 (%)					
부채비율	77.8	24.7	21.3	20.2	17.4
Net debt/Equity	12.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	42.6	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	96.4	319.6	411.6	483.6	587.4
이자보상배율	21.3	28.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.6	0.0	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	76.5	44.3	36.3	27.6	20.8
현금+투자자산(%)	23.5	55.7	63.7	72.4	79.2
자본구조					
차입금(%)	17.1	2.6	0.0	0.0	0.0
자기자본(%)	82.9	97.4	100.0	100.0	100.0



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	80%	HOLD :	18%	SELL :	2%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

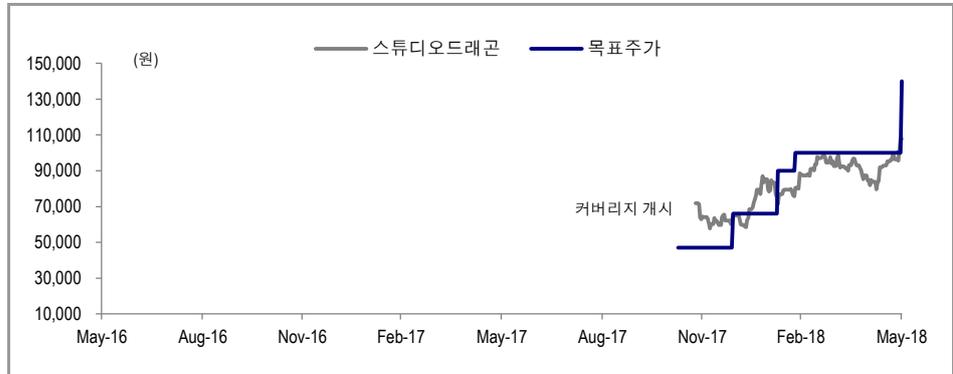
- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2017.11.08	2018.01.02	2018.02.08	2018.02.26	2018.06.01
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	47,000원	66,000원	90,000원	100,000원	140,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.01.01	66,000원	85,977원	107,800원	30.27	63.33
	2018.02.08	90,000원	90,591원	107,800원	0.66	19.78
	2018.02.26	100,000원	92,522원	107,800원	-7.48	7.8

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 5월 31일)
 ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사는 보장하지 않습니다. 모든 투자결정권은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.