



스튜디오드래곤 (253450)

하반기부터 콘텐츠 판매 본격화될 전망

2018년 6월 1일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동훈
02-6114-2960 drlee@kbf.com

중국향 콘텐츠 수출 재개에 대한 기대감 고조

사드배치 결정 이후 동결되었던 한국 기업들의 대중국 콘텐츠 판매 재개 가능성이 높아지는 가운데 스튜디오드래곤이 최대 수혜주로 부각되고 있다. 이미 한국 아티스트들이 중국 온라인 방송이나 음원차트에 등장하기 시작했고, 예능프로그램 판권판매도 잇따라 성사되고 있다. 또한 최근 언론보도에 따르면 6월로 예정된 상하이TV페스티벌에 한국공동관이 2년 만에 재오픈하고, 지상파 3사, 종편채널, CJ E&M 등이 참여할 것으로 알려지면서 중국 플랫폼 기업들의 한류콘텐츠 계약이 재개될 가능성이 높아 보인다.

하반기 텐트폴 라인업 편성에 따른 콘텐츠 판매매출 성장 가속화 전망

하반기에는 스튜디오드래곤의 텐트폴 작품 편성과 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작에 따른 실적성장이 기대된다. 2018년 최대 기대작인 미스터션샤인 (김은숙 극본, 이병헌 김태리 주연)은 7월 방영이 예정되어 있으며, 제작비는 400억원 내외로 추정된다. 해외지역 및 글로벌 OTT 수요가 높은 것으로 파악되어 손익분기점을 넘기는 데 무리가 없어 보인다. 참고로 2017년에 방영한 도깨비의 경우 50% 내외의 매출총이익률을 기록한 바 있다. 4분기에는 또 하나의 텐트폴 작품인 알함브라 궁전의 추억 (송재정 극본, 현빈, 박신혜 주연)의 편성이 예정되어 있다. 중국향 판권 판매는 하반기 중 가시화될 가능성이 높아 보인다. 또한 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 역시 두 편을 제작할 것으로 예상되어 실적은 상저하고의 흐름을 보일 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 130,000원으로 18.2% 상향조정

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 130,000원으로 기존대비 18.2% 상향 조정한다. 2020년 예상 EPS에 peer 그룹 평균 PER 36배를 적용해 산정했다. 목표주가 상향조정은 콘텐츠 판매매출 상승에 따른 2018-2020E 수익추정치 상향조정에 기인한다. 스튜디오드래곤의 주가는 연초대비 65.7% 상승하면서 양호한 수익률을 기록 중이며, 하반기부터 텐트폴 라인업 편성과 콘텐츠 확대가 본격화되는 점을 감안하면 추가적인 상승여력이 존재한다고 판단한다. 6월 15일 코스닥 150 편입이 예정되어 있어 수급 환경도 우호적이다.

Buy 유지

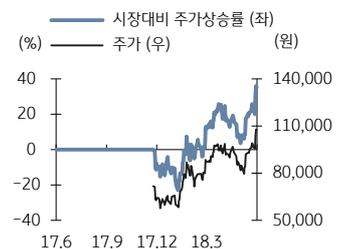
목표주가 (상향, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	20.7
현재가 (5/31, 원)	107,700
Consensus Target Price (원)	112,615
시가총액 (조원)	3.0

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	15.6
외국인 지분율 (%)	1.5
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

Performance				
추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.3	22.8	67.0	0.0
시장대비 상대수익률	26.8	19.6	46.4	0.0

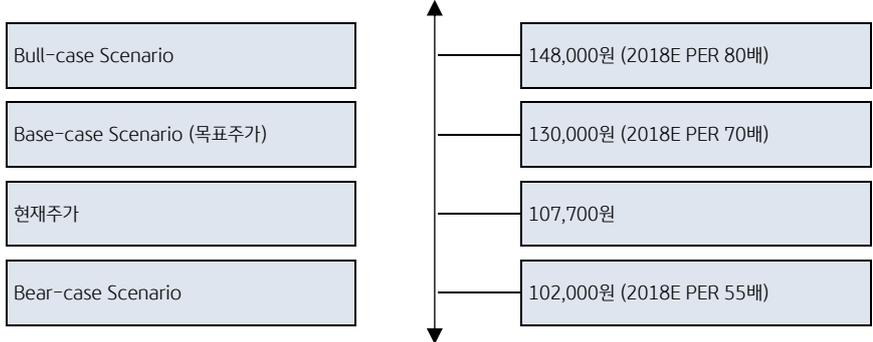
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	373	478	552
영업이익 (십억원)	33	67	102	128
지배주주순이익 (십억원)	24	52	79	101
EPS (원)	1,050	1,858	2,835	3,593
증감률 (%)	84.5	77.0	52.6	26.7
PER (X)	61.9	58.0	38.0	30.0
EV/EBITDA (X)	22.1	25.8	21.7	18.3
PBR (X)	4.9	7.2	6.0	5.0
ROE (%)	9.5	13.2	17.3	18.3
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2020년까지 드라마 제작편수 40편으로 확대
- 2) 2018년 중국향 콘텐츠 판매 재개

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스향 콘텐츠 판매 확대
- 2) 중국향 콘텐츠 판매 확대

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 넷플릭스향 콘텐츠 판매 지연
- 2) 중국향 콘텐츠 판매 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	374	468	373	478	-0.3	2.2
영업이익	64	90	67	102	5.9	12.7
지배주주순이익	49	71	52	79	5.7	12.1

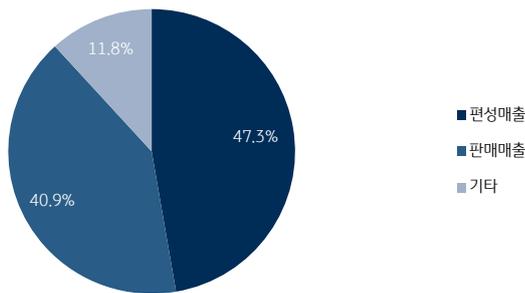
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	373	478	376	484	-0.9	-1.1
영업이익	67	102	67	101	0.5	0.2
지배주주순이익	52	79	52	79	0.6	0.0

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이코넨트리	881	29.6	22.4	4.8	3.9	12.2	10.2	17.7	20.0	n/a	1.3
Netflix	164,408	106.6	68.7	31.6	22.4	74.2	49.3	26.4	28.5	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film & TV	3,023	23.2	18.1	2.4	2.1	19.2	14.5	10.5	12.4	0.5	0.5
Beijing HualuBaina Film & TV	1,206	12.6	10.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

PER Valuation

2) 목표주가 산정:

2018E EPS 3,593원 x multiple 36배 (Peer 그룹 평균 PER 적용)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

148,000원 ~ 102,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

PER 70배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
1) 금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
2) 환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	77.3	106.8	108.7	286.8	372.7	478.4	551.7
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	(3.2)	38.2	1.8	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	24.5	37.8	51.2	46.7	29.9	28.4	15.3
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	39.2	47.2	49.1	131.2	176.2	217.9	254.7
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	27.7	46.6	46.3	111.8	152.6	211.2	245.3
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	10.5	13.1	13.3	43.7	43.9	49.2	51.7
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	10.0	24.0	22.6	33.0	67.3	101.7	128.4
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	(6.4)	140.5	(5.6)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	12.2	260.8	552.4	55.6	104.0	51.2	26.3
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>18.5</i>	<i>14.3</i>	<i>8.6</i>	<i>4.8</i>	<i>13.3</i>	<i>12.9</i>	<i>22.5</i>	<i>20.8</i>	<i>11.5</i>	<i>18.1</i>	<i>21.3</i>	<i>23.3</i>
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.0	18.6	17.6	23.8	52.1	79.5	100.7
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	2.1	131.6	(5.2)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	186.6	228.3	782.6	-	118.5	52.6	26.7
<i>순이익률 (%)</i>	<i>17.8</i>	<i>4.5</i>	<i>7.3</i>	<i>2.8</i>	<i>9.8</i>	<i>10.4</i>	<i>17.4</i>	<i>16.2</i>	<i>8.3</i>	<i>14.0</i>	<i>16.6</i>	<i>18.3</i>

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤의 2018년 콘텐츠 라인업

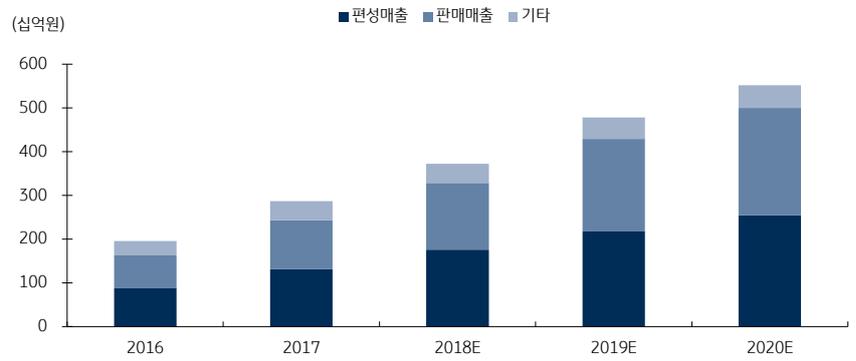
방영시기	방송일	제목	편성	부작	극본	연출	주연
1Q18	2018-01-08	애간장	OCN	10	박가연	민연홍	이정신, 서지훈
	2018-01-24	마더	tvN	16	정서경	김철규	이보영, 이재윤
	2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민
	2018-02-24	작은 신의 아이들	OCN	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈
	2018-03-03	라이브	tvN	18	노희경	김규태	정유미, 이광수
	2018-03-05	그남자 오수	OCN	10	정유선	이철민	이종현, 김소은
	2018-03-21	나의 아저씨	tvN	16	박해영	김원석	이선균, 아이유, 나문희
2018-03-26	시를 읽은 그대에게	tvN	16	명수현	한상재	이유비, 이채영	
2Q18	2018-04-28	미스트리스	OCN	12	고정운	한지승	한가인, 최희서
	2018-05-12	무법변호사	tvN	16	윤현호	김진민	이준기, 서예지
	2018-05-21	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	tvN	16	추혜미	김형식	이상윤, 이성경
	2018-06-06	김비서가 왜 그럴까	tvN	16	정은영	박준화	박서준, 박민영
	2018-06-09	라이프 온 마스	OCN	16	이대일	이정효	정경호, 박성웅
2H18	2018-07-07	미스터 션샤인	tvN	24	김은숙	이용복	이병헌, 김태리
	2018-07	식사를 합시다3	tvN	미정	임수미	최규식	윤두준, 백진희
	2018-08	하늘에서 떨어진 풀	tvN	미정	남지은	김상호	윤현민, 안우연
	2018-08	보이스2	OCN	미정	미정	미정	이진욱, 이하나, 손은서
	2018-11	알함브라 궁전의 추억	tvN	미정	송재정	안길호	현빈, 박신혜, 한보름
미정	하늘에서 내리는 1억개의 별	tvN	미정	미정	유재원	서인국, 정소민	

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 정리

주: 음영 처리된 부분은 2018년 하반기 기대작

그림 1. 사업부문별 매출액 추이

콘텐츠 확대로 향후 판매매출 성장 가속화될 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	154	287	373	478	552
매출원가	133	240	292	360	405
매출총이익	22	47	81	118	147
판매비와관리비	5	14	14	16	19
영업이익	17	33	67	102	128
EBITDA	39	74	107	122	140
영업외손익	-6	-3	3	4	6
이자수익	0	1	4	5	6
이자비용	1	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	-1	0	0
세전이익	11	30	70	106	134
법인세비용	2	6	18	27	34
당기순이익	8	24	52	79	101
지배주주순이익	8	24	52	79	101
수정순이익	8	24	52	79	101

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	NA	85.7	29.9	28.4	15.3
영업이익 성장률	NA	98.3	104.0	51.2	26.3
EBITDA 성장률	NA	91.4	43.9	14.4	14.1
지배기업순이익 성장률	NA	193.0	118.5	52.6	26.7
매출총이익률	14.0	16.4	21.7	24.7	26.7
영업이익률	10.8	11.5	18.1	21.3	23.3
EBITDA이익률	25.1	25.9	28.7	25.6	25.3
세전이익률	6.8	10.6	18.7	22.2	24.3
당기순이익률	5.3	8.3	14.0	16.6	18.3

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12	-7	85	107	120
당기순이익	8	24	52	79	101
유무형자산상각비	22	41	40	21	11
기타비현금손익 조정	5	5	18	27	34
운전자본증감	-46	-73	-7	7	8
매출채권감소 (증가)	0	-14	5	-2	-2
재고자산감소 (증가)	0	-2	0	0	0
매입채무증가 (감소)	11	9	-5	0	0
기타영업현금흐름	-2	20	-17	-27	-34
투자활동 현금흐름	-70	-141	-26	-14	-15
유형자산투자감소 (증가)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-68	0	-3	-5	-6
재무활동 현금흐름	93	188	-10	0	0
금융부채 증감	27	-18	0	0	0
자본의 증감	56	208	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	10	-2	-10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	12	40	49	93	105
기말현금	12	51	100	193	298
잉여현금흐름 (FCF)	-14	-7	84	106	119
순현금흐름	0	199	80	99	112
순현금 (순차입금)	-16	182	262	361	473

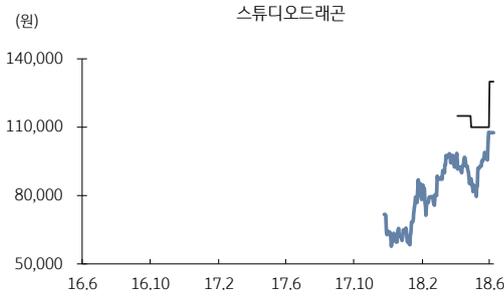
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	242	459	508	598	711
유동자산	81	290	356	459	574
현금 및 현금성자산	12	51	100	193	298
단기금융자산	0	141	161	168	175
매출채권	37	55	50	52	54
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	33	41	42	44	46
비유동자산	161	170	152	139	137
투자자산	2	4	5	5	5
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	124	128	102	82	73
기타비유동자산	33	36	43	48	54
부채총계	106	91	87	98	110
유동부채	84	91	87	98	110
매입채무	6	6	3	3	4
단기금융부채	8	10	0	0	0
기타유동부채	71	75	84	94	106
비유동부채	21	0	1	1	1
장기금융부채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	421	500	601
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
기타자본항목	2	3	3	3	3
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	8	32	84	164	264
지배자본 계	136	368	421	500	601
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	NA	61.9	58.0	38.0	30.0
PBR	NA	4.9	7.2	6.0	5.0
PSR	NA	5.1	8.1	6.3	5.5
EV/EBITDA	0.4	22.1	25.8	21.7	18.3
EV/EBIT	1.0	49.7	41.0	26.1	19.8
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	569	1,050	1,858	2,835	3,593
BPS	6,176	13,141	15,006	17,841	21,434
SPS (주당매출액)	10,795	12,628	13,291	17,061	19,679
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	9.5	13.2	17.3	18.3
ROA	3.4	6.8	10.8	14.4	15.4
ROIC	16.9	15.6	30.0	53.3	75.5
안정성지표					
부채비율	77.8	24.7	20.7	19.6	18.4
순차입비율	12.1	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	3.2	4.1	4.7	5.2
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	210.9	248.6	279.0
활동성지표					
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	0.9	0.8
매출채권회전율	0.0	6.2	7.1	9.4	10.4
재고자산회전율	0.0	0.0	270.3	327.1	377.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
72.9	27.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.