



스튜디오드래곤 (253450)

콘텐츠 판권가격 상승 지속

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 140,000원

현재 주가(6/21)	116,100원
상승여력	▲ 20.6%
시가총액	32,551억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	117,100 / 57,800원
90 일 일평균 거래대금	173.44억원
외국인 지분율	1.9%

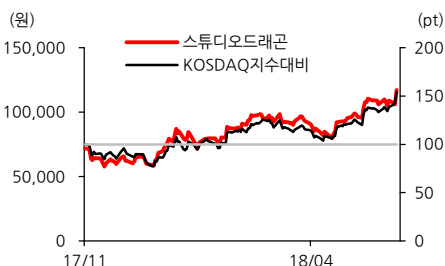
주주 구성	
CJ E&M(외 6 인)	75.7%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.7	17.9	86.7	-
상대수익률(KOSDAQ)	26.0	24.6	75.1	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	287	392	531	647
영업이익	33	63	97	146
EBITDA	74	104	126	167
지배주주순이익	24	48	75	112
EPS	851	1,726	2,658	3,984
순차입금	-182	-251	-344	-465
PER	76.4	67.3	43.7	29.1
PBR	4.9	7.8	6.6	5.4
EV/EBITDA	22.1	28.8	23.1	16.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.5	12.3	16.4	20.4

주가 추이



콘텐츠 해외판권가격 상승과 우호적인 산업 변화의 흐름이 빠르게 진행 중입니다. 최대 수혜주인 동사에 대해 긍정적인 의견을 유지합니다.

<미스터션샤인> 넷플릭스 글로벌 유통망에 판매

전일(6/21)동사는 넷플릭스와 7/7 방영 예정인 드라마 <미스터션샤인>의 방영권 라이선스 계약 체결을 공시했다. 계약 금액은 공개되지 않았으나, 단일판매 공급계약 체결의 공시 기준을 고려할 때 동사의 작년 매출액인 2,867억원의 10%인 290억 원 이상일 것이 자명하다.

<미스터션샤인>은 대표 텐트폴 작품으로 제작비만 400억 원이 들었다. 큰 제작비 규모에도 불구하고 CJ E&M 방영권료와 넷플릭스 판매 실적, 그리고 방영 이후 실시간 반영되는 국내 VOD 수익까지 고려해볼 때 텐트폴 타겟 GPM 30% 대비 상회할 가능성이 커졌다. 원가 이상의 전가가 가능하고 추가 수익이 늘어날만큼 높은 가격대에서 거래가 이뤄지고 있음을 보여준다. 아직 중국 수출이 재개되지 않은 상황에서 단일 콘텐츠, 단일 플랫폼 판매로 이뤄낸 성과라는 점에서 유의미하다.

구조적인 콘텐츠 해외판권가격 상승에 주목

제 2의, 제 3의 넷플릭스 같은 아마존프라임비디오, 구글의 유튜브 등 다양한 OTT 플랫폼이 아시아 진출을 가속화하고 있다. 지난 5월 유튜브는 넷플릭스와 동일한 비즈니스모델인 무제한 스트리밍 월정액 '유튜브 프리미엄' 서비스를 출시했고, 아마존은 현재 일본에서 자리잡고 있는 단계다. 넷플릭스 움직임과 매우 유사하게 아마존도 아시아 권역에서 일본 다음 한국을 겨냥할 가능성이 높고, 콘텐츠 역시 수출경쟁력과 가성비 높은 드라마로 집중될 전망이다.

아시아 콘텐츠 시장을 향한 해외자본유입은 지속될 전망이고 최근 스튜디오드래곤도 유튜브 등 다양한 플랫폼과 콘텐츠 제작관련해 논의를 진행 중이다. 지난 5/21 산업자료에서 피력한대로 향후 글로벌 플랫폼 경쟁에 따라 1) 구조적인 한국 드라마의 해외판권가격 상승, 2) 우호적인 환경 변화에 따른 제작사의 장기간 수혜가 기대된다.

판권가격 상승이 생각보다 빠르게 이뤄지고 있는만큼 실적 상향 조정을 통해 목표주가는 14만 원으로 상향(2020E EPS*35배)한다.

[그림1] <미스터션사인> 주연배우: 이병헌, 김태리



자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, 한화투자증권

[그림2] 스튜디오드래곤 하반기 텐트폴 <미스터션사인>



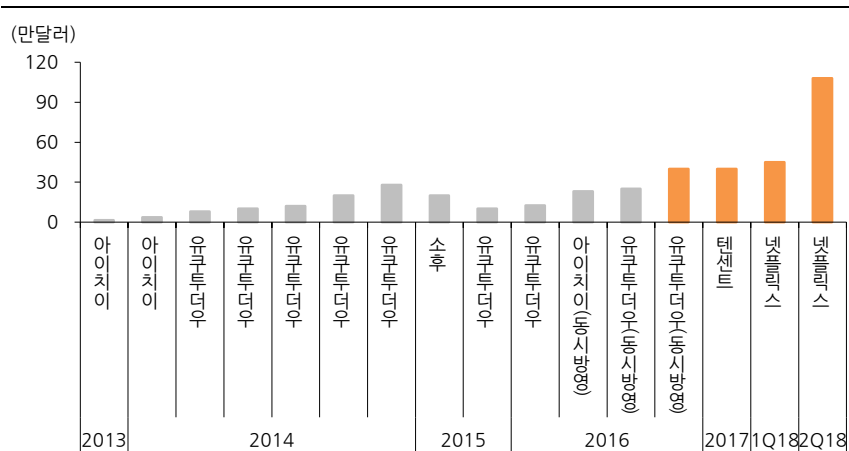
자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, 한화투자증권

[표1] 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 및 라이선싱 계약 내역

구분	콘텐츠	제목	투자비/판권금액	방영시기	효과 및 내용
오리지널 콘텐츠	영화	옥자	5천만 달러 (한화 600억 원)	2017년 6월	봉준호 감독 영화, 넷플릭스 독점 방영, 영화상영권에서는 동시 방영되지 않은 첫 사례, 넷플릭스 한국가입자 증가에 기여
	예능	범인은 바로 너	회당 1억원 이상	2018년 5월	스태프 200-300명 투입, 카메라 100대 이상 동원, 전 에피소드가 사전제작으로 5월부터 190여개국에 동시방영 중, 긴 호흡에서 기획/제작해 작품성을 높이는 데 주력
	드라마	킹덤	200억 원	2018년 하반기	드라마 <시그널> 집필한 김은희 작가의 6부작 신작, 배우 주지훈, 류승룡, 배두나 등 출연
라이선싱 계약	드라마	맨투맨	60억 원(회당 35만달러)	2017년 4월	제이콘텐트리 IP
		화유기	100억 원(회당 45만달러)	2017년 12월	스튜디오드래곤 IP
		미스터 션사인	최소 290억 원(회당 109만달러)	2018년 7월	스튜디오드래곤 IP

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

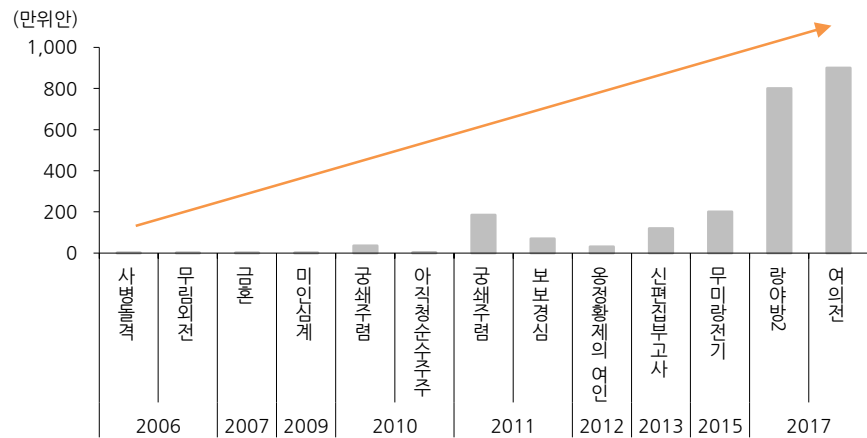
[그림3] 중국 vs. 넷플릭스의 한국 콘텐츠 회당 판권금액



주: 중국은 해외 플랫폼 진입이 법적으로 금지된 국가로서 넷플릭스와 중국은 온전히 별개의 시장, 넷플릭스와 중국의 공통점은 플랫폼 경쟁 → 양질의 콘텐츠 수급 경쟁 심화 → 콘텐츠 판매가격 상승

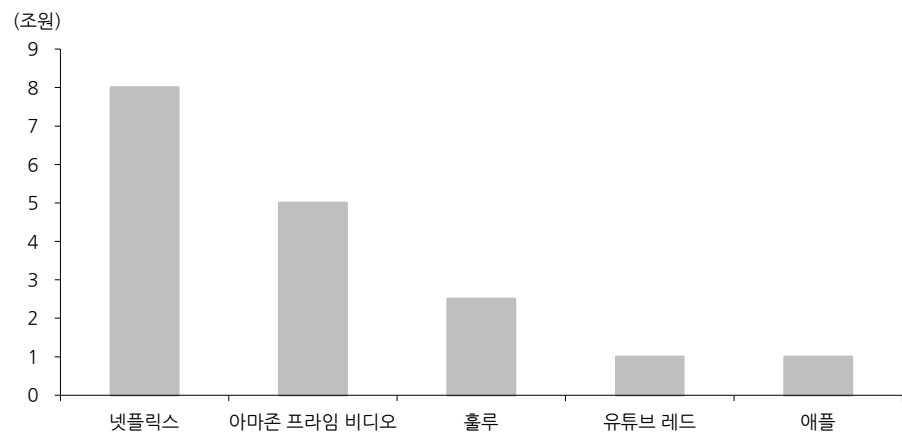
자료: KOCCA, 언론보도취합, 한화투자증권

[그림4] 중국 드라마의 온라인 판권 가격 변화



자료: 한중콘텐츠연구소, 한화투자증권

[그림5] 글로벌 OTT 사업자들의 2018년 콘텐츠 투자비



주: 홀루는 2017년 기준

자료: 언론보도, 한화투자증권

[그림6] 글로벌 OTT 플랫폼, 북미와 유럽 장악 → 아시아로 이동 중



자료: 한화투자증권

[그림7] 중국과 동남아의 OTT 플랫폼



자료: 한화투자증권

[표2] 스튜디오드래곤 연간 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	363.6	466.8	566.8	392.3	531.1	646.8	7.9	13.8	14.1
영업이익	54.1	82.0	123.6	63.2	97.4	146.2	16.8	18.8	18.3
영업이익률	14.9	17.6	21.8	16.1	18.3	22.6	1.2	0.8	0.8

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[표3] 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	392.3	531.1	646.8
growth %					6.0%	-5.5%	100.7%	46.7%	36.8%	35.4%	21.8%
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	54.8	87.8	131.2	171.0	231.4	276.9
growth %					54.5%	-5.6%	60.1%	49.5%	30.3%	35.4%	19.7%
sales %	35.0%	38.9%	53.9%	54.2%	51.0%	56.3%	44.9%	45.8%	43.6%	43.6%	42.8%
Captive	20.1	21.9	35.3	28.2	33.0	50.3	70.0	105.5	140.2	173.6	207.7
growth %					64.0%	-13.5%	39.3%	50.8%	32.8%	23.8%	19.7%
sales %	26.7%	35.3%	45.5%	39.3%	41.3%	51.6%	35.8%	36.8%	35.7%	32.7%	32.1%
Non-Captive	6.2	2.2	6.5	10.8	7.7	4.6	17.8	25.7	30.8	57.9	69.2
growth %					23.7%	-	289.4%	44.3%	19.7%	88.0%	19.7%
sales %	8.2%	3.6%	8.4%	15.0%	9.6%	4.7%	9.1%	9.0%	7.8%	10.9%	10.7%
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	39.0	75.4	111.8	163.8	221.4	271.3
growth %					-12.0%	-3.0%	93.4%	48.3%	46.4%	35.2%	22.5%
sales %	48.4%	42.4%	30.1%	35.8%	40.2%	40.0%	38.6%	39.0%	41.7%	41.7%	41.9%
국내	13.9	10.2	10.2	10.4	9.4	15.1	31.2	44.7	58.8	80.0	100.7
growth %					-32.6%	-2.3%	106.2%	43.4%	31.6%	36.0%	26.0%
sales %	18.4%	16.4%	13.2%	14.4%	11.7%	15.5%	15.9%	15.6%	15.0%	15.1%	15.6%
해외	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	23.9	44.2	67.2	105.0	141.4	170.6
growth %					0.6%	-3.5%	85.3%	51.8%	56.3%	34.8%	20.6%
sales %	30.0%	26.0%	16.9%	21.4%	28.5%	24.5%	22.6%	23.4%	26.8%	26.6%	26.4%
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	3.6	32.3	43.7	57.6	78.3	98.6
growth %					-43.4%	-25.0%	796.5%	35.3%	31.6%	36.0%	26.0%
sales %	16.6%	18.7%	16.0%	10.0%	8.9%	3.7%	16.5%	15.2%	14.7%	14.7%	15.2%
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	91.1	168.4	239.7	310.3	409.4	468.6
growth %					13.1%	-3.9%	85.0%	42.3%	29.5%	31.9%	14.5%
margin %	77.8%	80.4%	86.1%	89.6%	82.9%	93.5%	86.1%	83.6%	79.1%	77.1%	72.4%
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	6.4	27.1	47.1	81.9	121.7	178.2
growth %					-18.6%	-23.6%	325.7%	73.9%	73.8%	48.5%	46.5%
margin %	22.2%	19.6%	13.9%	10.4%	17.1%	6.5%	13.9%	16.4%	20.9%	22.9%	27.6%
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.8	5.9	14.1	18.5	24.0	31.8
growth %					7.8%	-9.5%	56.6%	138.2%	31.4%	29.6%	32.6%
margin %	3.7%	5.3%	5.2%	5.5%	3.8%	3.9%	3.0%	4.9%	4.7%	4.5%	4.9%
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.6	2.6	21.2	33.1	63.4	97.7	146.5
growth %					-23.8%	-37.8%	716.7%	56.1%	91.8%	54.0%	49.9%
margin %	18.5%	14.3%	8.7%	4.8%	13.3%	2.7%	10.8%	11.5%	16.2%	18.4%	22.6%

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	392	531	647
매출총이익	22	47	82	122	178
영업이익	17	33	63	97	146
EBITDA	39	74	104	126	167
순이자손익	-1	-1	3	3	3
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	30	64	98	147
당기순이익	8	24	48	75	112
지배주주순이익	8	24	48	75	112
증가율(%)					
매출액	n/a	85.7	36.8	35.4	21.8
영업이익	n/a	98.3	91.8	54.1	50.0
EBITDA	n/a	91.4	40.4	20.8	32.3
순이익	n/a	192.9	102.9	54.0	49.9
이익률(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	20.9	22.9	27.6
영업이익률	10.8	11.5	16.1	18.3	22.6
EBITDA 이익률	25.1	25.9	26.6	23.7	25.8
세전이익률	6.8	10.6	16.3	18.5	22.8
순이익률	5.3	8.3	12.3	14.0	17.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	-12	-7	71	95	124
당기순이익	10	30	48	75	112
자산상각비	22	41	41	29	20
운전자본증감	-46	-73	-20	-8	-8
매출채권 감소(증가)	-27	-14	-13	-19	-19
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	11	9	6	10	11
투자현금흐름	-70	-141	-22	-9	-9
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-140	-21	-7	-7
재무현금흐름	93	188	-10	0	0
차입금의 증가(감소)	27	-18	0	0	0
자본의 증가(감소)	56	208	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	35	76	93	103	132
(-)운전자본증가(감소)	-6	24	2	8	8
(-)설비투자	1	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	41	52	90	94	124
(-)기타투자	121	49	18	2	2
잉여현금	-80	2	72	93	122
NOPLAT	13	26	48	74	111
(+) Dep	22	41	41	29	20
(-)운전자본투자	-6	24	2	8	8
(-)Capex	1	0	0	0	0
OpFCF	40	43	87	94	123

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	363	477	620
현금성자산	12	192	251	344	465
매출채권	39	55	68	87	106
재고자산	0	1	2	2	3
비유동자산	161	170	147	120	102
투자자산	35	41	46	48	50
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	99	71	51
자산총계	242	459	510	597	722
유동부채	84	91	92	105	118
매입채무	20	32	38	48	59
유동성이자부채	8	10	0	0	0
비유동부채	21	0	1	1	1
비유동이자부채	20	0	0	0	0
부채총계	106	91	93	106	118
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	80	155	267
자본조정	2	3	3	3	3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	417	492	603

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-	851	1,726	2,658	3,984
BPS	61,763	13,141	14,874	17,532	21,516
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	2,714	3,307	3,676	4,716
ROA(%)	-	6.8	10.0	13.5	16.9
ROE(%)	-	9.5	12.3	16.4	20.4
ROIC(%)	-	15.4	27.4	47.5	78.4
Multiples(x, %)					
PER	-	76.4	67.3	43.7	29.1
PBR	-	4.9	7.8	6.6	5.4
PSR	-	6.4	8.3	6.1	5.0
PCR	-	23.9	35.1	31.6	24.6
EV/EBITDA	0.4	22.1	28.8	23.1	16.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	77.8	24.7	22.3	21.5	19.6
Net debt/Equity	12.1	-49.3	-60.2	-69.9	-77.1
Net debt/EBITDA	42.6	-244.5	-240.7	-272.8	-279.1
유동비율	96.4	319.6	393.1	453.9	525.6
이자보상배율(배)	19.5	19.0	52.2	56.8	77.5
자산구조(%)					
투하자본	76.5	44.3	35.6	27.2	20.9
현금+투자자산	23.5	55.7	64.4	72.8	79.1
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]

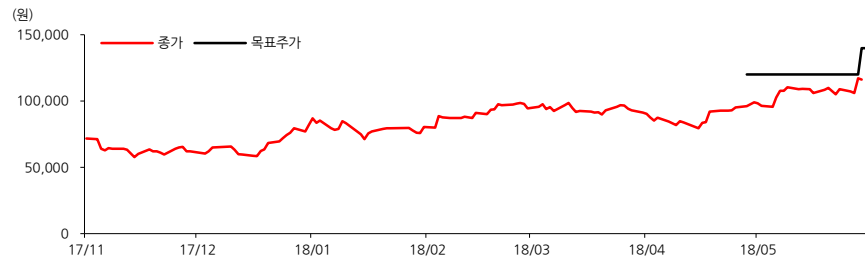
(공표일: 2018년 6월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.05.18	2018.05.19	2018.06.18	2018.06.22		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	지인해	120,000	120,000	140,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.19	Buy	120,000	-12.09	-2.42
2018.06.22	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2018년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	85.4%	14.6%	0.0%	100.0%