

2018. 7. 12

Company Update



양승우, CFA
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 140,000원 (16.9%)

현재주가	119,800원
시가총액	3,4조원
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)
52 주 최저/최고	57,800원/119,800원
60 일-평균거래대금	189.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	9.0	74.9	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	16.4	86.4	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	100,000	40.0%
2018E EPS	1,441	1,582	-8.9%
2019E EPS	2,391	2,406	-0.6%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	126,182
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

스튜디오드래곤 (253450)

제작 규모 확대를 통한 성장여력 부각

- 텐트폴 드라마 <미스터 션샤인>은 1·2회 시청률 8.9%와 9.7%로 순조로운 출발을 보임.
- 2분기 실적은 컨센서스를 소폭 하회할 예상이나, 콘텐츠 질적 측면의 성과가 돋보였음.
- 목표주가를 14만원으로 상향. 글로벌 OTT 시장은 성장의 초기단계로서 제작비 확대 측면에서 중장기적 관점으로 상승여력이 존재한다는 판단.

WHAT'S THE STORY

<미스터 션샤인>, 순조로운 출발: 올해 두 번째 텐트폴 드라마인 <미스터 션샤인>이 지난 주말부터 방영을 시작하였다. 1·2회의 시청률은 각각 8.9%와 9.7%(vs <도깨비> 6.3%, 7.9%)로 역대 tvN 드라마 중 가장 높은 수준이다. 향후 추이를 지켜볼 필요가 있겠지만, 기대에 부합하는 순조로운 출발로 평가된다. 언론보도에 따르면 제작비는 약 400억원으로, Netflix에 대해 글로벌 판권을 판매한 가운데 CJ ENM이 책정한 광고 단가가 지상파를 추월한 1,840만원으로서 수익성 측면에서도 충분히 성과를 거둘 것으로 판단된다.

2Q18 Preview, 콘텐츠 질적 측면의 성과: 2분기 영업이익은 93억원(+4.7% y-y)으로 컨센서스(103억원)를 소폭 하회할 예상이다. 텐트폴 작품의 부재로 Netflix에 대한 <라이브> 판매를 제외하면 해외 판매매출이 크지 않기 때문이다. 그러나 양호한 흥행 성적을 통해 콘텐츠 질적 측면의 성과를 보였다. tvN 수목 드라마에서는 <나의 아저씨>에 이어 <김비서가 왜 그럴까>로 높은 시청률을 지속되고 있으며, 토일 라인업에서도 <무법 변호사>의 흥행이 <미스터 션샤인>으로 강화되는 모습이다.

목표주가 14만원, 제작 규모가 upside 요인: 12개월 목표주가를 14만원(표 2)으로 +40% 상향한다. 현재 주가가 valuation 측면에서 부담스러움은 사실이다. 다만 과거 회당 3~5억원 수준이었던 제작비가 최근 17억원까지 가파르게 상승하고 있음을 주목할 필요가 있다. 이는 Netflix의 국내 콘텐츠 수급 확대에 기인하며, 중국을 비롯한 글로벌 OTT 시장은 초기단계로 여전히 성장판이 열려있다. 현재 시가총액을 정당화하는 회당 평균제작비는 12억원으로 추정되는데, 미국 콘텐츠가 회당 40억원 이상임을 감안하면 중장기적으로 상승여력이 존재한다는 판단이다.

Upside 모멘텀: <미스터 션샤인> 기대를 상회하는 흥행, Netflix 오리지널 제작규모 확장(2H18 예정), 중국 OTT 사업자에 대한 콘텐츠 공급 등

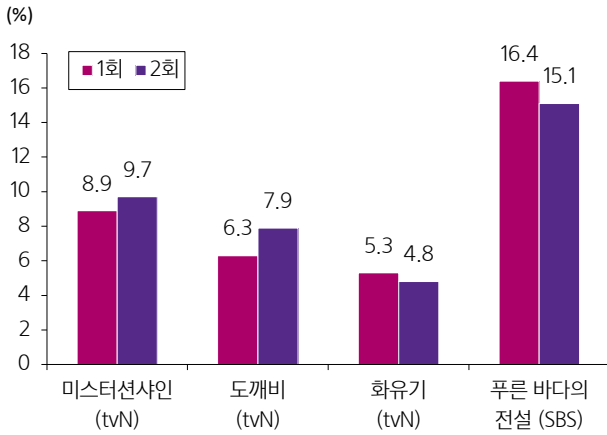
Downside 리스크: 흥행 저조, 콘텐츠 제작·공급계약 지연, 성장주 valuation 하락

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	378	499	640
순이익 (십억원)	24	40	67	93
EPS (adj) (원)	1,050	1,441	2,391	3,324
EPS (adj) growth (%)	84.5	37.2	65.9	39.0
EBITDA margin (%)	25.9	30.2	34.6	35.8
ROE (%)	9.5	10.4	15.2	17.8
P/E (adj) (배)	114.1	83.1	50.1	36.0
P/B (배)	9.1	8.2	7.1	5.9
EV/EBITDA (배)	42.8	27.5	17.8	12.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

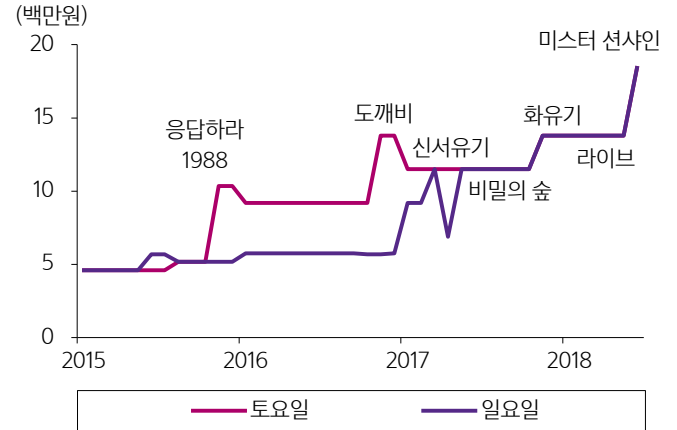
자료: 삼성증권 추정

그림 1. 역대 텐트폴 드라마 시청률 비교



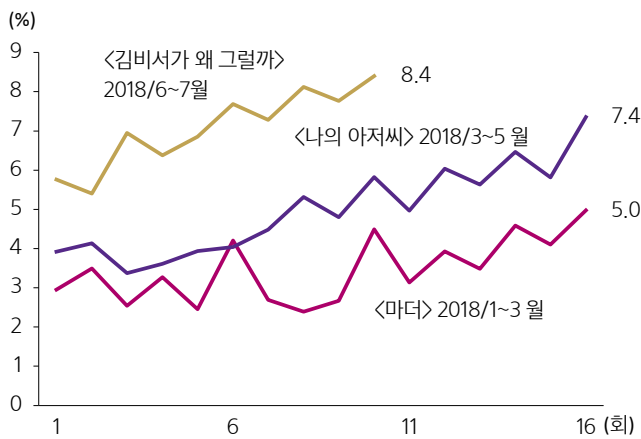
자료: AGB 닐슨 미디어리서치

그림 2. CJ ENM 토일 드라마 광고단가 추이



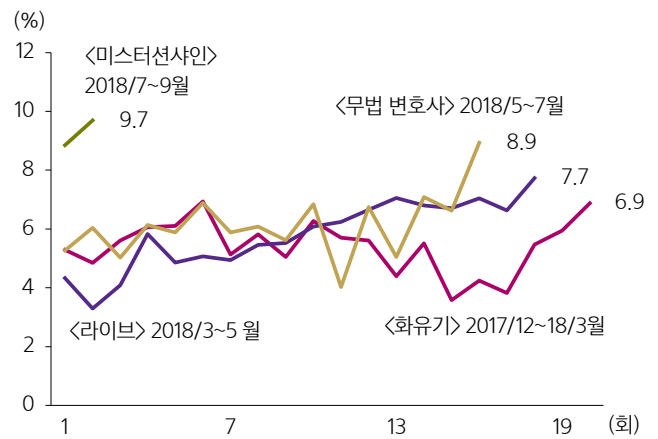
자료: CJ ENM

그림 3. tvN 수목 드라마 시청률 추이



자료: AGB 닐슨 미디어리서치

그림 4. tvN 토일 드라마 시청률 추이



자료: AGB 닐슨 미디어리서치

표 1. Netflix 오리지널 시리즈 제작비

(백만달러)	House of Cards	Orange Is the New Black	Marco Polo	Sense8	The Get Down	The Crown
시즌당 제작비	60	50	90	108	120	130
회당 제작비	4.6	3.8	9.0	9.0	10.9	13.0
방영시기	2013~	2013~	2014~2016	2015~2018	2016~2017	2016~

자료: Netflix, 삼성증권

목표주가 14만원 제시, 텐트폴 작품 제작비 1,000억원 가정

해외 판권매출의
불확실성이 난점이나

동사의 목표주가를 산정하는데 있어서 최대 난점은 해외 판권판매 관련한 매출 및 실적 추정이 불확실하다는 점이다. 현재 가장 강력한 성장 모멘텀은 Netflix의 글로벌 판권 구입에 따른 작품의 제작 규모 확대이다. 약 400억원(회당 17억원)으로 알려진 <미스터 션샤인>의 제작비도 과거 (3~5억원)에 비하면 크게 상승하였지만, 미국 또는 중국 시장에 비교하면 여전히 낮다. 향후 한 중관계 개선에 따라 중국 OTT 사업자에 대한 판매가 더해진다면 제작 규모는 더욱 확대될 가능성이 높다.

중장기적으로
제작 규모 확대는 필연적

현재 시가총액을 중장기적인 관점에서의 몇 가지 가정(P/E 20배, 순이익률 15%, 연간 40편 제작 등)을 통해 역산해보면, 평균 제작비로 200억원 수준이 반영된 것으로 추정된다. 이는 3분기 <미스터 션샤인>을 포함하여 계산한 130억원 수준보다는 높지만, 최근 텐트폴 작품의 제작비 상승 추세와 Netflix 오리지널 시리즈 공급 가능성을 감안하면 충분히 도달 가능한 수준으로 판단한다. 새롭게 제시하는 목표주가 14만원은 평균 제작비 230억원으로 텐트폴 작품(연간 6편)의 제작비가 중장기적으로 1,000억원 수준까지 상승한다는 가정을 반영한 것이다.

표 2. 목표주가 산정

(십억원)	현재주가	목표주가	2016	2017	2018E	2019E	비고
주가 (원)	119,800	140,000					
시가총액	3,359	3,925					
순이익	168	196	13	24	40	67	시가총액/A
매출	1,120	1,308	196	287	378	499	순이익/B
편당 매출	28	33	10.3	12.9	15.1	17.1	매출/C
편당 제작비	20	23	7.8	9.5	10.8	11.7	편당 매출*D
회당 제작비	1.2	1.4	0.48	0.59	0.67	0.73	편당 제작비/E
<주요 가정>							
Target P/E (배)	20	20	264.6	140.9	83.0	50.0	A
순이익률 (%)	15.0	15.0	6.5	8.3	10.7	13.5	B
제작편수 (편)	40	40	19	22	25	29	C
제작비 비중 (%)	70.0	70.0	75.4	73.1	71.3	68.4	D
편당 에피소드 (회)	16	16	16	16	16	16	E

자료: 삼성증권 추정

표 3. 평균 제작비 추정

(십억원)	편수	평균 제작비	전체 제작비
텐트폴	6	100	600
일반	34	10	323
전체	40	23	923

자료: 삼성증권

표 4. 글로벌 업체와 공동제작/유통 논의 중

업체명	업무 협의/제휴 사항
아마존	• 일본 내 드라마 유통 협의
워너브라더스	• 드라마 공동제작 MOU 체결 • 글로벌항 드라마 기획 중
넷플릭스	• <블랙>, <화유기> 등 유통계약 • 글로벌항 드라마 공동제작 협의 중
AMC (美)	• 글로벌항 드라마 공동제작 협의 중
ITV (英)	• 글로벌항 드라마 공동제작 협의 중

자료: 스튜디오드래곤

표 5. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	378	499	75	62	77	72	80	64	115	119	119	123	127	130
편성	131	155	209	26	24	42	39	41	27	41	46	49	51	53	55
판매	112	193	256	36	26	23	26	32	29	67	65	61	64	65	66
기타	44	30	34	13	12	12	7	7	7	8	8	8	8	9	9
매출원가	240	307	390	59	50	67	64	66	51	94	97	92	96	99	103
제작비	210	269	341	49	42	60	58	59	44	81	85	80	84	87	90
판매수수료	17	29	38	5	4	3	4	5	4	10	10	9	10	10	10
기타	13	9	10	4	3	4	2	2	2	2	2	2	3	3	3
매출총이익	47	70	109	17	12	11	7	14	13	21	22	27	27	28	27
판관비	14	17	20	3	3	4	4	3	4	5	5	4	5	6	6
영업이익	33	54	89	14	9	7	3	11	9	17	17	23	23	22	21
세전계속사업이익	30	54	90	13	9	6	2	11	9	17	17	23	23	22	21
당기순이익	24	40	67	13	3	6	2	8	7	13	13	17	17	17	16
수정 EPS (원)	1050	1,441	2,391												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	14.2	17.9	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	14.6	14.4	14.5	19.4	18.4	17.4	16.4
세전계속사업이익률	10.6	14.3	18.0	17.6	14.5	8.2	2.3	13.5	14.7	14.5	14.5	19.5	18.5	17.5	16.5
순이익률	8.3	10.7	13.5	17.8	4.5	7.3	2.8	9.9	11.0	10.9	10.9	14.6	13.9	13.1	12.4

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	378	499	640
매출원가	133	240	307	390	499
매출총이익	22	47	70	109	141
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	18.6	21.9	22.0
판매 및 일반관리비	5	14	17	20	24
영업이익	17	33	54	89	117
(영업이익률, %)	10.8	11.5	14.2	17.9	18.3
영업외손익	(6)	(3)	0	0	7
금융수익	1	1	4	5	7
금융비용	2	3	0	(1)	(1)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	(0)	(4)	(5)	(0)
세전이익	10	30	54	89	124
법인세	2	6	14	22	31
(법인세율, %)	22.4	21.2	25.4	25.0	25.0
계속사업이익	8	24	40	67	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	40	67	93
(순이익률, %)	5.3	8.3	10.7	13.4	14.6
지배주주순이익	8	24	40	67	93
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	114	173	229
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	30.2	34.6	35.8
EPS (지배주주)	569	1,050	1,441	2,391	3,324
EPS (연결기준)	569	1,050	1,441	2,391	3,324
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,441	2,391	3,324

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	118	174	233
당기순이익	8	24	40	67	93
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	71	101	136
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	61	84	113
기타	5	5	10	17	24
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	21	29	35
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(94)	(106)	(134)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(8)	(9)	(10)
기타	(66)	1	(86)	(97)	(124)
재무활동에서의 현금흐름	93	188	(17)	1	1
차입금의 증가(감소)	28	(18)	(16)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	208	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(2)	(0)	1	1
현금증감	12	40	7	69	100
기초현금	0	12	51	59	127
기말현금	12	51	59	127	227
Gross cash flow	35	70	111	168	230
Free cash flow	(14)	(7)	37	72	102

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	309	390	503
현금 및 현금등가물	12	51	59	127	227
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	200	220	240
투자자산	2	4	5	7	8
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	148	167	185
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	509	610	743
유동부채	84	91	100	134	174
매입채무	6	6	8	11	14
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	98	130	167
비유동부채	21	0	0	1	1
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	0	0	1	1
부채총계	106	91	100	134	174
지배주주지분	136	368	409	476	569
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	73	140	233
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	409	476	569
순부채	16	(182)	(213)	(289)	(396)

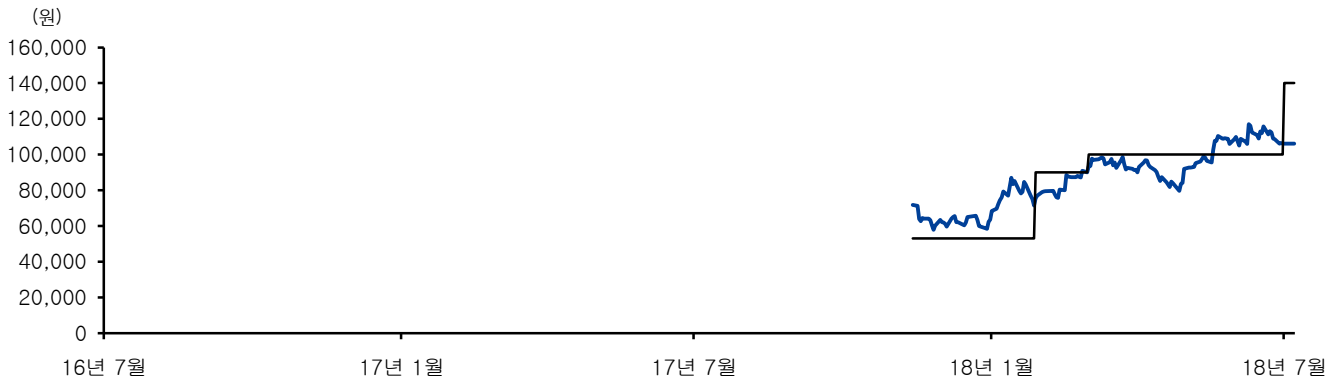
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	31.7	32.0	28.3
영업이익	n/a	98.3	63.2	65.7	31.1
순이익	n/a	192.9	69.4	65.9	39.0
수정 EPS**	n/a	84.5	37.2	65.9	39.0
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,441	2,391	3,324
EPS (연결기준)	569	1,050	1,441	2,391	3,324
수정 EPS**	569	1,050	1,441	2,391	3,324
BPS	6,176	13,141	14,582	16,973	20,297
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	210.5	114.1	83.1	50.1	36.0
P/B***	19.4	9.1	8.2	7.1	5.9
EV/EBITDA	87.0	42.8	27.5	17.8	12.9
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	10.4	15.2	17.8
ROA (%)	3.4	6.8	8.3	12.0	13.8
ROIC (%)	8.5	15.6	21.6	36.2	51.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용률 (%)	12.1	(49.4)	(52.1)	(60.7)	(69.6)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	337.6	(150.3)	(197.1)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	53,000	90,000	100,000	140,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	
과리율 (최대/최소)	64.15	1.11	17.10	

투자 기간 및 투자 등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자 등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자 등급 비율 2018년 6월 30일 기준

매수 (85.1%) | 중립 (14.9%) | 매도 (0%)