

스튜디오드래곤

(253450)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	120,000		신규
Earnings			신규

Stock Information

현재가 (10/26)	92,800원
예상 주가상승률	29.3%
시가총액	26,019억원
비중(KOSDAQ내)	1.15%
발행주식수	28,037천주
52주 최저가 / 최고가	57,800 - 119,800원
3개월 일평균거래대금	191억원
외국인 지분율	2.7%
주요주주지분율(%)	
CJ E&M (외 6인)	75.7

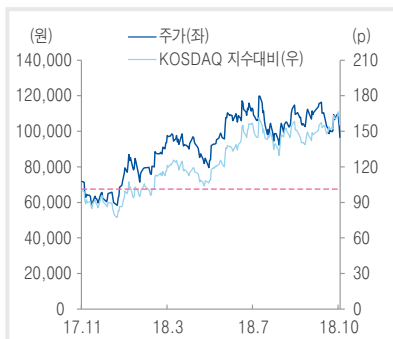
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	76.4	45.8	25.7
PBR(배)	4.9	6.1	4.9
EV/EBITDA(배)	22.1	22.7	14.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(16.2)	8.8	n/a	42.8
KOSDAQ대비 상대수익률	3.7	33.4	n/a	59.7

Price Trend



제작 캐파 확대로 수요에 화답

Issue

스튜디오드래곤 커버리지 개시

Pitch

목표주가 12만원 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 2019년 EPS에 Target PER 33.3배를 적용하여 산출. Target PER은 저장화처필름&TV와 화이브라더스의 11~15년 평균 47.5배를 30% 할인한 수준이며, 동 기간 저장화처와 화이브라더스의 영업이익 성장률과 최근 동사의 영업이익 성장률의 유사성을 고려하면 합당한 수준. 글로벌 플랫폼으로의 콘텐츠 판매 확대로 18, 19년 영업이익 성장률은 각각 79%, 83%에 달할 전망

Rationale

- 캡티브 채널 경쟁력 상승으로 인한 드라마 슬롯 확대와 국내외 플랫폼의 콘텐츠 확보 수요를 감안하면 연간 27편 규모의 제작 캐파는 지속적으로 확대될 전망. 동사는 드라마/영화 작가 발굴 프로그램 '오픈(O'PEN)' 등 운영으로 신인 작가 수 늘려갈 계획. 회사의 목표는 2020년까지 제작 캐파를 40편까지 늘리는 것으로 캐파 확대와 함께 지속적인 실적 성장이 전망됨
- 넷플릭스 등 글로벌 OTT의 대작 콘텐츠 확보 수요에 힘입어 동사는 레버리지 효과를 향유할 수 있을 전망. 최근 방영된 '미스터션사인'의 넷플릭스향 판권 판매 금액은 약 300억원(제작비의 70%). 매출총이익률은 24%에 달했음. 중국 수출이 재개될 경우 사전제작 텐트폴 작품뿐 아니라 구작 판매도 발생할 수 있어 레버리지 효과는 더욱 확대. 한한령 해제 여부에 관심 필요
- 넷플릭스 오리지널 제작도 기대됨. 확정 마진을 확보할 수 있다는 점에서 안정적이고, 넷플릭스 한국 오리지널 콘텐츠의 제작비 규모가 점차 커지고 있는 점을 고려하면 확정 마진의 규모 자체도 커질 수 있음
- 19년 총 작품 수 32편, OTT 판매 편수 2종을 가정해 19년 매출액 5,256억원(YoY 35.2%), 영업이익 1,084억원(YoY 83.4%) 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	154	287	389	526	640	747	865
영업이익	17	33	59	108	142	183	221
EBITDA	39	74	106	159	203	255	304
순이익	8	24	57	101	128	161	192
순차입금	17	(182)	(194)	(250)	(346)	(487)	(668)
매출증가율	적지	85.7	35.5	35.2	21.8	16.8	15.7
영업이익률	10.8	11.5	15.2	20.6	22.2	24.5	25.5
순이익률	5.3	8.3	14.6	19.3	20.0	21.5	22.2
EPS증가율	n/a	n/a	138.3	78.1	26.6	25.7	19.0
ROE	n/a	9.5	14.3	21.3	21.7	21.9	21.0

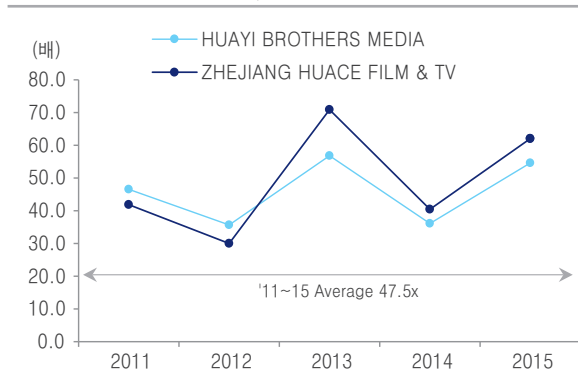
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
2019E 순이익(십억원)	101.2	저장 화처 필름 & TV, 화이브라더스 미디어 그룹의
Target PER	33.3x	2011~2014년 PER 평균(47.5x)을 30% 할인
적정 시총(십억원)	3,364.7	
주식 수(천주)	28,037.0	
적정 주가(원)	120,008	
목표 주가(원)	120,000	반올림 적용
현재 주가(원)	92,800	10/26 종가 기준
상승 여력	29.3%	

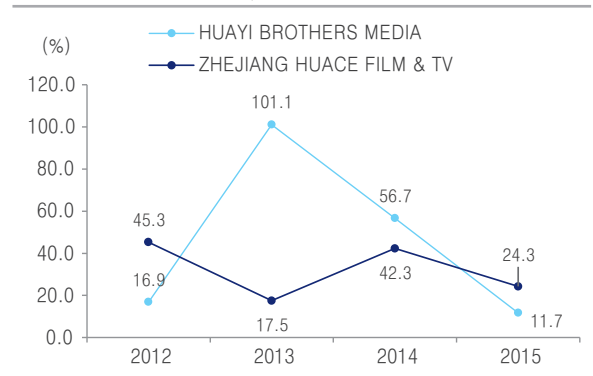
Source: KTB투자증권

Figure 02 11~15년 저장화처, 화이브라더스 PER 평균



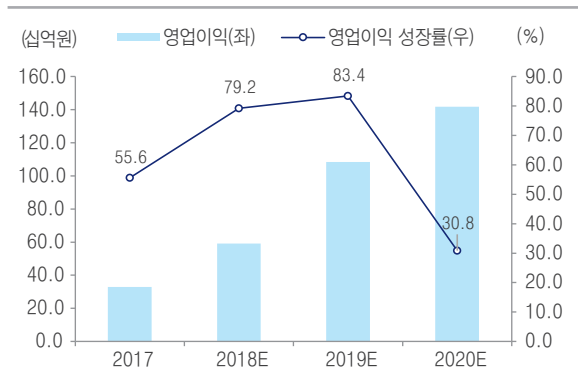
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 03 동 기간 저장화처, 화이브라더스의 영업이익 성장률



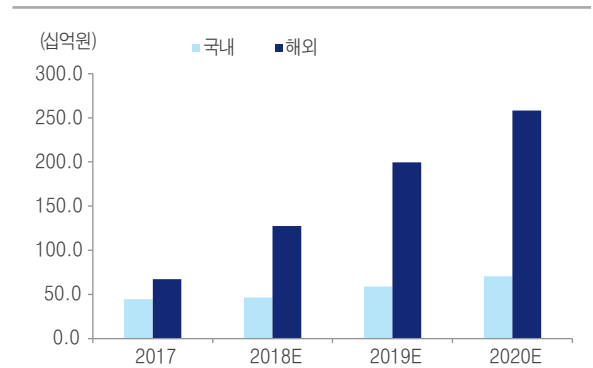
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 04 스튜디오드래곤 연간 영업이익 및 영업이익 성장률 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 05 스튜디오드래곤 국내/해외 매출 전망



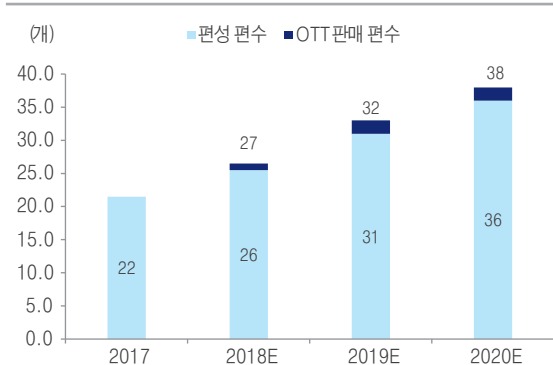
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 06 스튜디오드래곤 수익 추정 표

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
주요 가정											
전체 작품 수	7.0	6.0	6.0	7.5	7.5	8.5	8.0	9.0	21.5	26.5	33.0
편성 편수	7.0	6.0	6.0	6.5	7.5	7.5	8.0	8.0	21.5	25.5	31.0
OTT 판매 편수				1.0		1.0		1.0		1.0	2.0
매출액	79.9	74.3	123.5	111.1	98.4	141.3	129.1	156.7	286.9	388.7	525.6
편성	40.7	34.1	50.9	41.0	44.5	41.8	62.2	53.0	131.2	166.7	201.5
Captive	33.0	33.1	42.6	34.8	37.4	35.0	53.4	45.9	105.5	143.5	171.7
Non-captive	7.7	1.0	8.3	6.2	7.1	6.7	8.8	7.1	25.7	23.1	29.8
판매	32.1	28.8	56.1	56.7	39.4	86.0	46.7	86.5	111.9	173.7	258.6
국내	9.4	12.3	13.1	11.5	10.7	15.9	16.8	15.5	44.7	46.2	59.0
해외	22.7	16.5	43.0	45.3	28.7	70.1	29.9	71.0	67.2	127.5	199.7
기타(PPL, MGMT, OST 등)	7.1	11.4	16.5	13.3	14.5	13.6	20.2	17.2	43.7	48.3	65.4
YoY growth rate											
매출액	6.0%	19.6%	59.3%	54.2%	23.2%	90.2%	4.6%	41.1%	46.8%	35.5%	35.2%
편성	54.5%	41.1%	21.9%	5.2%	9.4%	22.6%	22.2%	29.2%	49.5%	27.0%	20.9%
Captive	64.0%	51.0%	20.9%	23.4%	13.2%	5.9%	25.2%	31.7%	50.8%	36.0%	19.6%
Non-captive	23.7%	-56.0%	27.4%	-42.5%	-7.0%	588.4%	6.7%	15.2%	44.3%	-10.0%	29.0%
판매	-12.0%	9.5%	140.6%	119.9%	22.8%	198.4%	-16.6%	52.5%	48.4%	55.2%	48.9%
국내	-32.6%	21.0%	28.0%	10.5%	14.9%	28.8%	28.3%	35.7%	43.4%	3.5%	27.6%
해외	0.6%	2.2%	228.6%	195.0%	26.0%	325.5%	-30.3%	56.7%	51.8%	89.8%	56.6%
기타(PPL, MGMT, OST 등)	-43.4%	-1.9%	32.8%	85.7%	104.2%	18.8%	22.2%	29.2%	35.3%	10.5%	35.3%
영업비용	69.2	67.0	97.5	95.9	80.6	109.6	103.7	123.2	253.9	329.6	417.2
매출원가	66.2	63.7	93.1	91.8	76.8	104.8	99.2	118.1	239.7	314.8	398.9
제작비	39.2	31.5	54.0	40.6	44.1	41.3	61.6	52.5	124.1	165.3	199.5
무형자산상각비	12.5	13.6	9.7	11.2	12.0	12.4	12.5	13.7	38.7	47.1	50.6
판매관리비	3.0	3.3	4.4	4.1	3.8	4.8	4.5	5.1	14.3	14.8	18.3
영업이익	10.7	7.3	26.0	15.1	17.8	31.7	25.4	33.5	33.0	59.1	108.4
영업이익률	13.3%	9.9%	21.0%	13.6%	18.1%	22.4%	19.7%	21.4%	11.5%	15.2%	20.6%
세전이익	10.8	11.0	30.3	19.5	22.1	36.1	29.7	37.9	30.3	71.7	125.8
법인세비용	3.0	2.2	5.9	3.8	4.3	7.1	5.8	7.4	6.4	14.9	24.6
당기순이익	7.9	8.9	24.4	15.7	17.8	29.0	23.9	30.5	23.8	56.8	101.2
당기순이익률	9.8%	12.0%	19.8%	14.1%	18.1%	20.5%	18.5%	19.5%	8.3%	14.6%	19.3%

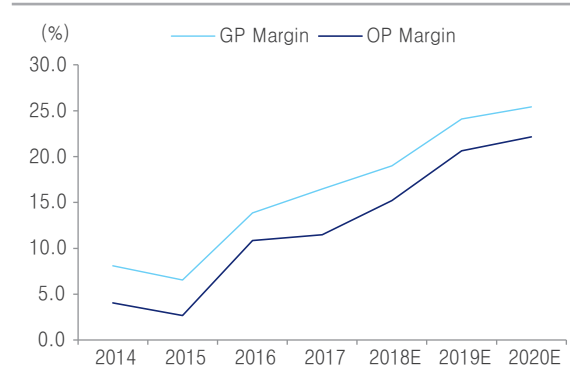
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 07 편성 편수 및 OTT 판매 편수 가정



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 08 해외 판매 확대에 수익성 지속적으로 개선될 전망



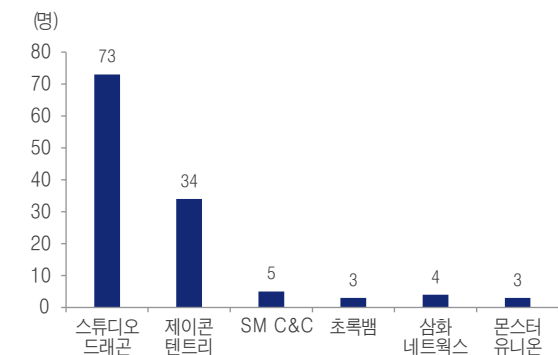
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 09 2017~2018 라이브러리 현황

연도	No.	편성	타이틀	방송일	극본	주연	시청률(%) (가구)		
							평균	최고	
2017	1	tvN	도깨비	16.12.2~17.1.21	16부	김은숙	공유, 이동욱, 김고은	13.3	19.8
	2		내성적인 보스	1.16~3.14	16부	주화미	연우진, 박혜수	1.9	3.1
	3		내일 그대와	2.3~3.25	16부	허성해	신민아, 이제훈	1.7	3.7
	4		그녀는 거짓말을 너무 사랑해	3.20~5.9	16부	김경민	이현우, 조이, 이정진	1.4	1.8
	5		사카고 타자기	4.7~6.3	16부	진수원	유아인, 임수정, 고경표	2.2	2.7
	6		쌈글: 이어진 두 세계	5.22~6.27	12부	김진희, 유혜미 외	여진구, 공승연	2.0	2.8
	7		비밀의 숲	6.10~7.30	16부	이수연	조승우, 배우나	4.4	6.3
	8		해백의 신부	7.3~8.22	16부	정윤정	신세경, 남주혁	3.0	3.5
	9		크라미널 마인드	7.26~9.28	20부	홍승현	손현주, 이준기, 문채원	2.7	4.0
	10		명불허전	8.12~10.1	16부	김은희	김남길, 김아중	5.1	6.3
	11		아르고	9.4~9.26	8부	전영신	김주혁, 천우희	2.6	3.0
	12		이번 생은 처음이라	10.9~11.28	16부	윤난중	이민기, 정소민	3.4	4.7
	13		부암동 복수자들	10.11~11.16	12부	김이지	이요원, 라미란, 명세빈	5.0	6.1
	14		변혁의 사랑	10.14~12.3	16부	주현	최사원, 강소라	2.8	3.7
	15		세상에서 가장 아름다운 이별	12.9~12.17	4부	노희경	원미경, 유동근, 최지우	4.2	6.2
	16	OCN	보이스	1.14~3.12	16부	마진원	장혁, 이하나	4.6	5.5
	17		타일	3.25~5.21	16부	이은미	최진혁, 윤현민	4.5	6.3
	18		듀얼	6.3~7.23	16부	김윤주	정재영, 김정은	1.7	2.1
	19		구해줘	8.5~9.24	16부	장지도	육택원, 서예지	2.4	4.6
	20	그 외	블랙	10.14~12.10	18부	최란	송승헌, 고아라	3.2	4.2
	21		꽃피는 그녀	6.16~8.19	20부	백미경	김희선, 김선아	6.3	11.6
	22		황금빛 내 인생	17.9.2~18.3.11	52부	소현경	박시후, 신해선	35.6	46.3
	23		브라보 마이 라이프	17.10.21~18.2.3	56부	정지우	도지현, 정유미, 연정훈	6.5	8.4
2018	1	tvN	화유기	17.12.23~18.3.4	20부	홍정은, 홍미란	이승기, 차승원, 오연서	5.2	6.7
	2		마더	1.24~3.15	16부	정서경	이보영, 이혜영	3.3	4.8
	3		크로스	1.29~3.20	16부	최민석	고경표, 전소민	3.7	4.6
	4		라이브	3.10~5.6	18부	노희경	정유미, 이광수, 배성우	5.6	7.5
	5		나의아저씨	3.21~5.17	16부	박해영	이선균, 이지은	4.8	7.1
	6		무법변호사	5.12~7.1	16부	윤현호	이준기, 서예지, 이혜영	5.9	8.6
	7		아바웃타임	5.21~7.10	16부	추혜미	이상운, 이상경	1.5	2.0
	8		김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부	백선우, 최보림	박서준, 박민영	7.2	8.7
	9		미스타션사인	7.7~9.30	24부	김은숙	이병헌, 김태리, 김민정	10.7	18.1
	10		아는 와이프	8.1~9.20	16부	양희승	지성, 한지민	7.4	8.6
	11		백일의 낭군님(방영중)	9.10~	16부	노지설	도경수, 남지현	-	-
	12		하늘에서 내리는 1억개의 별(방영중)	10.3~	16부	유영아	서인국, 정소민, 박성웅	-	-
	13		나인홀(방영중)	10.6~	16부	정성희	김희선, 김해숙, 김영광	-	-
	14		계룡선녀전(예정)	11.5~	16부	유경선	문채원, 고두심, 윤현민	-	-
	15		남자친구(예정)	11.28~	16부	송혜진	송혜교, 박보검	-	-
	16		알함브라 궁전의 추억(예정)	12~	16부	송재정	현빈, 박신혜, 한보름	-	-
	17	OCN	내편식들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부	한정훈	박종훈, 주진모, 김무열	3.6	4.6
	18		작은신들의 아이들	3.3~4.22	16부	한우리	강지환, 김옥빈	3.0	3.8
	19		미스트리스	4.28~6.3	12부	고정운, 김진욱	한기민, 신현빈 외	1.2	1.6
	20		라이프 온 마스	6.9~8.5	16부	이대일	정경호, 박성웅, 고아성	4.0	5.6
	21		보이스2	8.11~9.16	12부	마진원	이진욱, 이하나	-	7.1
	22		손: The Guest(방영중)	9.11~11.1	16부	서재원, 권소라	김재욱, 정은채	-	-
	23		플레이어(방영중)	9.29~11.11	14부	신재현	송승헌, 정수정	-	-
	24		프리스트(예정)	11.24~	16부작	문민배	연우진, 정유미	-	-
	25	Olive	은주의 방(예정)	11.6~	-	박상문, 김현철	류혜영, 김재영, 윤지은	-	-

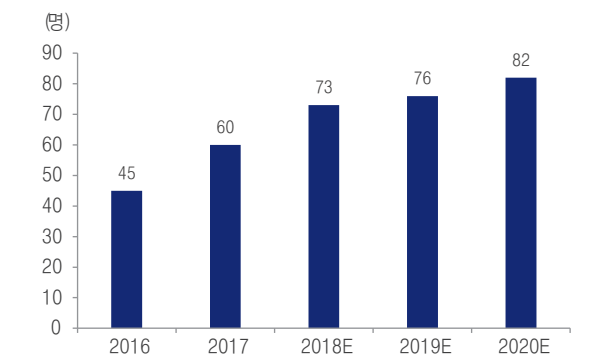
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 10 국내 주요 드라마 스튜디오 작가 수 현황(2018)



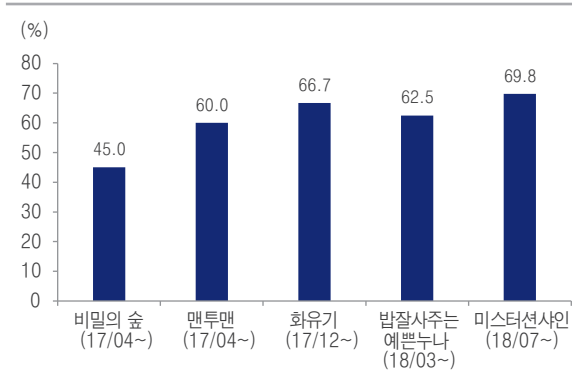
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 11 스튜디오드래곤 작가 수 추이 및 전망



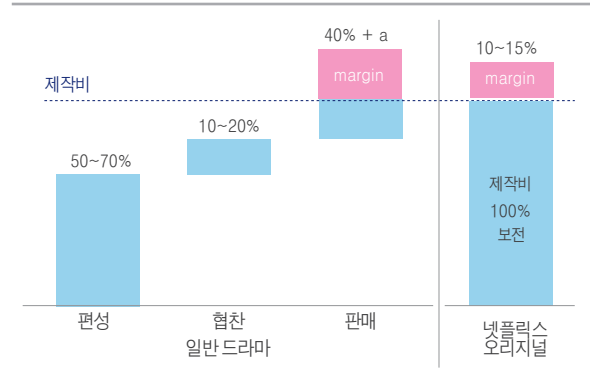
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 12 넷플릭스에 판매된 한국 드라마의 제작비 대비 판가



Source: 언론 보도, KTB투자증권

Figure 13 드라마 제작원가 대비 매출 구성



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 14 미스터션사인 수익 추정

구분	금액(십억원)	비고
매출액	62.4	(a)
방영권 판매	21.6	회당 방영권 9억원 x 24회
PPL 등	6.0	회당 약 2.5억원 가정
국내 VOD 판매	4.8	회당 약 2억원 가정
넷플릭스향 판권 판매	30.0	제작비의 약 70% 수준
매출원가	47.5	(b)
제작비	43.0	
판매대행 수수료	4.5	CJ ENM에 지급(15%)
매출총이익	14.9	(a) - (b)
GPM	23.9%	

Source: 언론 보도, KTB투자증권

Figure 15 사전제작 드라마 '알함브라 궁전의 추억'



Source: 스튜디오드래곤, 초록밤미디어, KTB투자증권

재무제표 (스튜디오드래곤)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.8	317.3	407.6	532.6
현금성자산	11.5	191.6	193.9	250.3	345.7
매출채권	39.4	55.4	78.9	111.3	139.5
재고자산	0.0	1.3	2.6	3.6	4.5
비유동자산	160.6	169.6	206.8	238.1	259.1
투자자산	35.5	41.0	48.4	50.3	52.4
유형자산	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
무형자산	123.9	127.5	157.4	186.8	205.6
자산총계	242.0	459.5	524.2	645.7	791.6
유동부채	84.5	90.7	97.8	118.2	136.0
매입채무	20.2	31.7	48.3	68.2	85.5
유동성이자부채	8.1	10.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.4	0.3	0.8	0.8	0.8
비유동이자부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	98.6	119.0	136.8
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	88.9	190.0	318.1
자본조정	2.0	2.7	3.1	3.1	3.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	425.6	526.8	654.8
투하자본	152.6	185.3	230.1	274.9	307.5
순차입금	16.5	(181.6)	(193.9)	(250.3)	(345.7)
ROA	na	6.8	11.6	17.3	17.8
ROE	na	9.5	14.3	21.3	21.7
ROIC	na	15.4	22.5	34.5	39.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	(12.4)	(7.2)	51.6	138.6	177.8
당기순이익	10.5	30.3	56.8	101.2	128.1
자산상각비	22.2	41.3	46.8	50.9	61.4
운전자본증감	(46.1)	(72.9)	(49.6)	(13.5)	(11.8)
매출채권감소(증가)	(27.1)	(13.7)	(22.8)	(32.4)	(28.2)
재고자산감소(증가)	0.0	(2.1)	(1.0)	(1.0)	(0.9)
매입채무증가(감소)	11.0	9.0	16.9	19.9	17.3
투자현금	(69.5)	(141.0)	(54.6)	(88.5)	(88.9)
단기투자자산감소	0.0	(140.3)	(14.7)	(6.3)	(6.6)
장기투자증권감소	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(1.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	(40.1)	(80.0)	(80.0)
재무현금	93.5	188.1	(10.1)	0.0	0.0
차입금증가	27.2	(18.1)	(10.0)	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	(13.2)	50.0	88.8
총현금흐름(Gross CF)	35.3	76.1	105.7	152.1	189.5
(-) 운전자본증가(감소)	(6.5)	24.0	8.1	13.5	11.8
(-) 설비투자	1.1	0.1	0.3	0.2	0.3
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(40.1)	(80.0)	(80.0)
Free Cash Flow	(80.3)	(137.9)	1.5	50.0	88.8
(-) 기타투자	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	(80.6)	(137.9)	1.5	50.0	88.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.4	286.8	388.7	525.6	639.9
증가율 (Y-Y, %)	적지	85.7	35.5	35.2	21.8
영업이익	16.6	33.0	59.1	108.4	141.8
증가율 (Y-Y, %)	적지	98.3	79.2	83.4	30.8
EBITDA	38.8	74.3	105.9	159.3	203.2
영업외손익	(6.1)	(2.7)	12.6	17.4	17.4
순이자수익	(0.8)	(1.2)	10.4	17.1	17.1
외화관련손익	(0.3)	(1.4)	2.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.5	30.3	71.7	125.8	159.2
당기순이익	8.1	23.8	56.8	101.2	128.1
지배기업당기순이익	8.1	23.8	56.8	101.2	128.1
증가율 (Y-Y, %)	적지	192.9	138.3	78.1	26.6
NOPLAT	12.9	26.0	46.8	87.2	114.1
(+) Dep	22.2	41.3	46.8	50.9	61.4
(-) 운전자본투자	(6.5)	24.0	8.1	13.5	11.8
(-) Capex	1.1	0.1	0.3	0.2	0.3
OpFCF	40.5	43.2	85.4	124.3	163.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	50.4	30.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	86.8	62.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	60.1	39.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	131.6	75.1
영업이익률(%)	10.8	11.5	15.2	20.6	22.2
EBITDA마진(%)	25.1	25.9	27.3	30.3	31.8
순이익률(%)	5.3	8.3	14.6	19.3	20.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	0	851	2,027	3,609	4,568
BPS	0	13,141	15,178	18,788	23,355
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	76.4	45.8	25.7	20.3
PBR	n/a	4.9	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA	0.4	22.1	22.7	14.8	11.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	23.9	24.6	17.1	13.7
PSR	n/a	6.4	6.7	5.0	4.1
재무건전성(%)					
부채비율	77.8	24.7	23.2	22.6	20.9
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	324.4	344.9	391.7
이자보상배율	21.3	28.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.6	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	76.5	44.3	48.7	47.8	43.6
현금+투자자산(%)	23.5	55.7	51.3	52.2	56.4
자본구조					
차입금(%)	17.1	2.6	0.0	0.0	0.0
자기자본(%)	82.9	97.4	100.0	100.0	100.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권