

Bookook Research Center

이준규 (02)368-9523

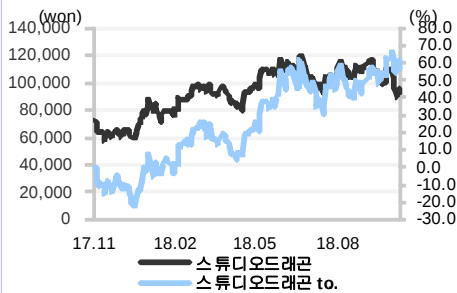
Ridden79@bookook.co.kr

Buy (신규)

목표주가 130,000원(28.1%)

현재가 (원)	101,500
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	140
시가총액 (억원)	27,000
상장주식수 (만주)	2,804
외국인보유비중 (%)	2.39
60일 평균거래량 (주)	175,855
52주 최고/최저 (원)	119,800
주요주주	CJ ENM 71.33 %

Stock Performance



스튜디오드래곤 (253450)

No.1 한류 드라마 Creator

- 3Q18 매출액 1,184억원(+52.8% YoY), 영업이익 198억원(+200.0% YoY) 추정
- 2018년 매출액 3,823억원(+33.3% YoY), 영업이익 564억원(+70.9% YoY) 추정
- 2020년까지 연간 콘텐츠 40편 이상 제작가능한 업체로 성장 계획

3분기는 양호한 실적 예상

3Q18 예상실적은 1,184억원(+52.8% YoY), 영업이익 198억원(+200.0% YoY)으로 양호한 실적을 기록할 것으로 추정. 이는 3Q18 방영한 콘텐츠들이 우수한 시청률을 기록했고, 넷플릭스 같은 실규 유통플랫폼도 편입되었기 때문. 특히 넷플릭스 편입으로 인해 수익성도 전분기/전년동기대비 개선이 가능할 전망이다.

4분기도 중국 불확실성을 제외하면 괜찮다

하반기 넷플릭스라는 신규 유통플랫폼을 통한 수익창출이 지속될 예정. 만약 중국수출이 4Q18내에 재개될 수 있다면 추가적인 실적증가도 가능할 수 있을 전망이다. 다만, 아직 한한령 해제에 대한 불확실성이 상존해있기 때문에 중국판권판매에 대한 추정치는 일단 배제. 따라서 2018년 예상 매출액 3,823억원(+33.3% YoY), 영업이익 564억원(+70.9% YoY)으로 추정

글로벌 콘텐츠 수요 증가의 대표 수혜주

동사는 연평균 매출 20% 이상의 성장세는 달성할 수 있을 것으로 기대. 이는 국내외 콘텐츠 수요의 구조적 증가세로 인해 CJ ENM Captive는 물론 OTT형 물량도 꾸준히 증가할 것으로 기대되기 때문. 이와 더불어 각 플랫폼들의 오리지널 콘텐츠 제작, 경쟁심화로 인해 콘텐츠 판매단가도 꾸준히 상승하면서 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2015	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA
2016	1,544	166	105	81	387	NA	0.4	NA	NA
2017	2,868	330	303	238	1,051	61.9	22.1	6.0	9.5
2018E	3,823	564	557	434	1,549	62.2	23.3	7.8	11.1
2019E	4,846	915	931	735	2,623	36.7	18.6	6.3	16.4

투자포인트

투자포인트

- 1) 핵심 유통채널 물량의 꾸준한 증가세
- 2) 신규플랫폼 판매물량 증가
- 3) 중국시장 재개방에 대한 기대감
 - 오리지널 콘텐츠 제작 증가도 긍정적

동사의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 핵심 유통채널인 CJ ENM Captive물량이 꾸준히 증가하는 추세이고, 2) 넷플릭스 등 신규 OTT플랫폼 판권판매가 중장기적으로 늘어나면서 매출/이익성장에 크게 기여할 것이며, 3) 향후 중국시장 재개방에 따른 수혜도 기대된다. 국내에서도 오리지널 콘텐츠 제작 편수가 증가하는 추세여서 제작비 보전비용 증가에 따른 이익률 상승도 당분간 지속될 전망이다. 뿐만 아니라 향후 넷플릭스 외 글로벌 OTT플랫폼들의 국내진출이 예정되어 있어서 판권 판매단가 역시 꾸준히 상승하면서 외형성장에 기여할 것으로 예상된다.

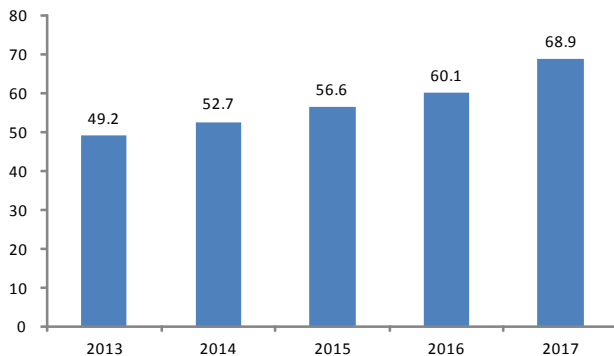
목표주가: 130,000원(신규)

투자의견: Buy

당사는 동사의 목표주가 130,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 130,000원은 2019년 실적추정치 EPS에 Target PER 49.6배를 적용하여 산출하였다. Target PER이 다소 높긴 하나, 아시아 시장에서의 동사의 입지와 콘텐츠 수요증가에 비례한 중장기 성장성, 이미 거래중인 해외 동종업체들의 Valuation을 고려할 때, 불가능하지는 않은 수준으로 판단된다. 미디어 콘텐츠 업종 내 Top pick으로 제시한다.

[그림 1] 국내 콘텐츠산업 수출동향

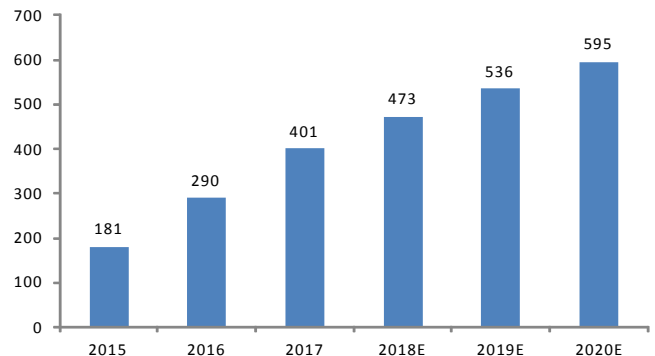
(단위: 억불)



자료: 한국콘텐츠진흥원 부국증권

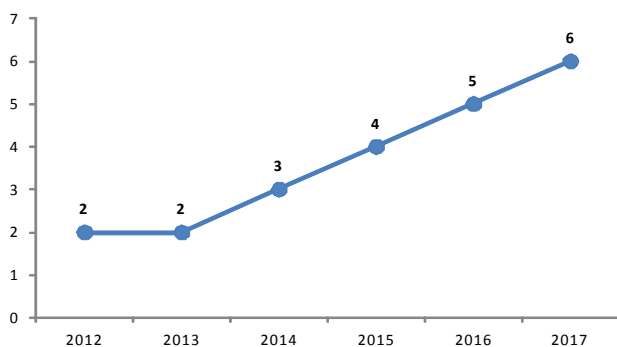
[그림 2] 글로벌 OTT가입자수 전망

(단위: 백만명)



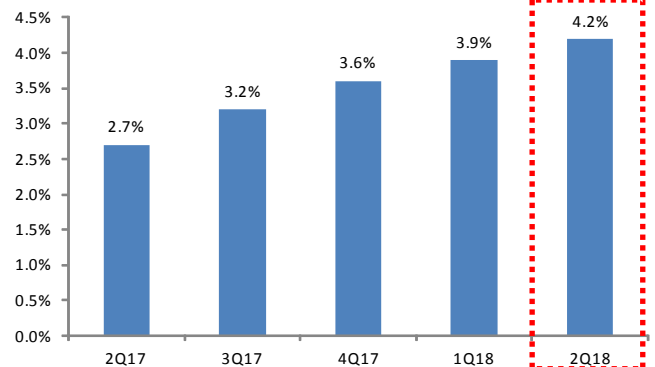
자료: 정보통신정책진흥원 부국증권

[그림 3] 글로벌 유료TV 수익 내 OTT의 비중 추이



자료: 정보통신정책진흥원

[그림 4] 분기별 콘텐츠 평균 시청률



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

3분기 및 2018년 실적 Preview

3Q18 예상실적 매출액 1,184억원
(+52.8% YoY), 영업이익 198억원
(+200.0% YoY)으로 추정

3Q18는 경기침체와 광고비수기임에도 불구하고 양호한 실적을 기록할 전망이다. 일단 3분기부터 편입되기 시작하는 신규 플랫폼(넷플릭스) 판권판매 매출이 본격적으로 인식될 예정이고, 이에 따른 넷플릭스 판권판매 매출은 약 300억원으로 기대된다. 넷플릭스의 경우, 마진율이 고정되어 있어 수익성에도 일부 기여할 것으로 예상된다. 또 '아는 와이프', '김비서가 왜 그럴까', '라이프 온 마스' 등 3분기까지 준수한 시청률을 기록한 라인업들로 인해 유통매출도 전년동기대비 증가가 유력하다. 따라서 3Q18 예상실적은 매출액 1,184억원(+52.8% YoY), 영업이익 198억원(+200.0% YoY)으로 추정된다

일부 실적 불확실성에도 불구하고 4Q18
도 양호한 실적흐름이 이어질 전망

4Q18은 일부 불확실성이 남아있지만 양호한 실적흐름을 이어갈 전망이다. 이는 4Q18 동사의 텐트폴이라 할 수 있는 '남자친구'와 '알함브라 궁전의 추억'의 방영일이 11/28일과 12/1일로 확정되면서 11월부터 해외 수출에 대한 협상이 방영 전부터 시작되고, 협상결과에 따라 실적의 향방이 좌우되기 때문이다. 이 중 '알함브라 궁전의 추억'같은 경우는 공동제작임에도 불구하고 판권을 동사가 보유하고 있으며, 넷플릭스로부터 제작비를 최소 50%이상 보전받을 가능성이 큰 상황이다. 따라서 수출 금액에 따라 마진은 물론 비용보전에 대한 불확실성이 해소될 수 밖에 없는 상태인데, 문제는 핵심 수출 대상국이 중국이라는 점이다. 물론 중국 판권 판매가 가능하기만 한다면 강력한 실적모멘텀이 될 것은 분명하다.

2018년 예상실적 매출액 3,823억원
(+33.3% YoY), 영업이익 564억원
(+70.9% YoY) 추정

결과적으로 2018년 예상실적 매출액 3,823억원(+33.3% YoY), 영업이익 564억원(+70.9% YoY)으로 추정되며 전년대비 큰 폭의 실적개선이 예상된다. 하반기에도 넷플릭스라는 신규 유통플랫폼을 통한 수익창출이 지속될 예정이다. 그리고 만약 중국수출이 4Q18내에 재개될 수 있다면 추가적인 실적증가도 가능할 수 있을 전망이다. 다만, 아직 한한령 해제에 대한 불확실성이 상존해 있기 때문에 중국판권판매에 대한 추정치는 일단 배제한다.

[표 1] 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출	편성	263	241	418	390	1,313	407	341	514	550	1,812
	판매	365	263	233	257	1,118	321	288	581	472	1,662
	기타	125	116	124	72	437	71	114	89	75	349
매출액(합계)		753	620	775	719	2,868	799	743	1,184	1,097	3,823
비용	매출원가	586	499	668	644	2,397	662	637	941	870	3,110
	판권비	28	33	40	40	141	30	33	45	41	149
비용(합계)		614	532	708	684	2,538	692	670	986	911	3,259
영업이익		140	89	66	35	330	107	73	198	186	564
당기순이익		134	28	57	20	238	79	89	147	119	434

자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

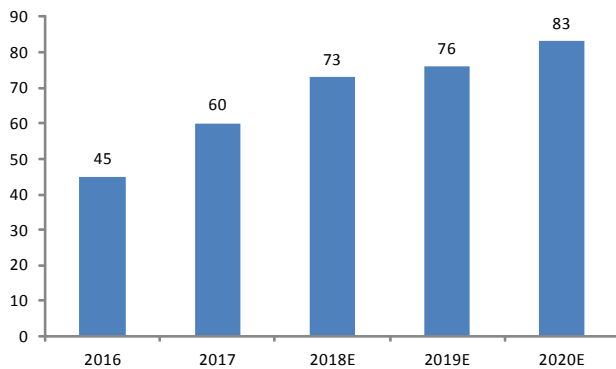
2019년 실적 Preview

2018년 예상실적 매출액 4,846억원
(+26.8% YoY), 영업이익 915억원
(+62.2% YoY)으로 추정

2019년 예상실적은 매출액 4,846억원(+26.8% YoY), 영업이익 915억원(+62.2% YoY)으로 추정되고 전년대비 실적성장세가 지속될 것으로 기대된다. 이와 같은 실적성장세가 예상되는 이유는 1) 3Q18부터 신규로 편입된 넷플릭스를 통해서 신규 플랫폼 입점을 통해 판권판매 매출이 온기로 인식할 수 있고, 2) 넷플릭스 오리지널 시리즈 제작을 통해 확정마진을 향유하면서 안정적인 매출원이 추가로 확보될 수 있으며 3) 여전히 불확실성이 잔존해있긴 하지만 '19년부터 중국 판권판매 매출도 서서히 회복될 가능성이 있기 때문이다. 특히 넷플릭스의 경우, OTT시장의 경쟁강도 상승으로 인해 오리지널 콘텐츠 제작비 규모가 커지고 있으므로, 당분간 확정 마진 자체의 규모도 늘어나고 콘텐츠 공급 편수도 증가할 수 있어 중장기적으로 동사 실적에 크게 기여할 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 국내 콘텐츠 수요 증가로 인해 CJ ENM의 Captive물량 역시 당분간 안정적으로 증가할 전망이므로 이 역시 동사의 실적에는 긍정적으로 작용할 것이다.

[그림 5] 작가 수 보유 전망

(단위: 명)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

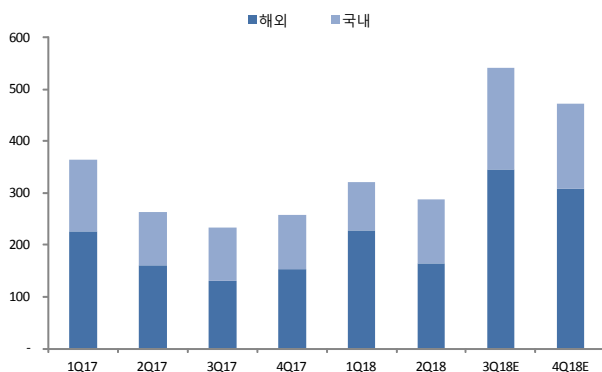
[그림 6] 하반기 라인업



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

[그림 7] 국내/해외 판매 매출 전망

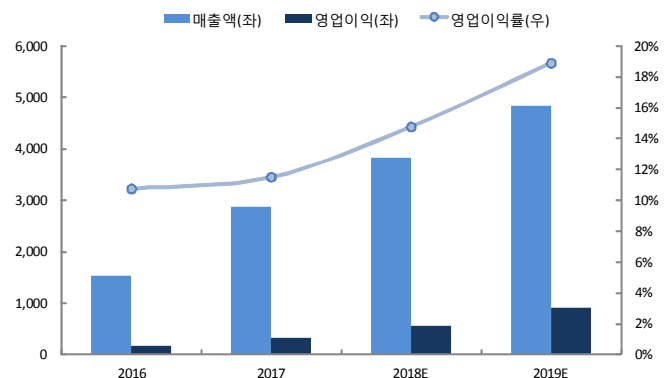
(단위: 억원)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

[그림 8] 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

중장기적으로 성장 가능한 우량한 콘텐츠 제작업체

실적성장세의 배경

- 1) 디지털 콘텐츠의 구조적 수요증가
- 2) 콘텐츠 판권/수출금액 상승
- 3) 신규 유통플랫폼 확보

동사는 2016년부터 현재까지 매년 꾸준한 실적성장세를 보이고 있다. 이는 1) 여가시간 증가와 콘텐츠 플랫폼의 다양화로 인한 디지털 콘텐츠의 수요 증가와 2) 방송 플랫폼들의 경쟁 심화로 인한 콘텐츠 자체의 판권/수출금액 상승, 3) CJ ENM, 넷플릭스 등 강력한 신규 유통플랫폼 확보에 기인한다.

2020년까지 연간드라마 40편 이상 제작
능력 보유 계획

동사는 2020년까지 연간 드라마 40편 이상을 제작할 수 있는 능력을 갖출 계획이다. 그리고 높아지는 드라마 제작 능력에 비례해서 실적 역시 우상향할 것으로 예상된다. 이미 축적된 채널 브랜드 파워(tN, OCN 등)는 안정적인 가격 인상 기반을 구축해왔고, 글로벌 OTT플랫폼을 통한 유통채널 확대는 가격상승을 자극할 것이다. 특히 현재 국내에 진출한 글로벌 OTT플랫폼은 넷플릭스 정도이지만, 이미 디즈니가 폭스(Fox)인수를 통해 당장 내년부터 글로벌 OTT시장에 진출할 예정이고 AT&T나 아마존 역시 늦어도 2020년부터는 신규 플랫폼 진입이 유력하다. 이러한 OTT시장의 경쟁심화는 콘텐츠 단가상승을 가속화시킬 것이고, 이는 동사의 실적과 바로 연계되어 그 효과가 입증될 것으로 기대된다. 또, 각 유통채널 별 오리지널 시리즈가 유행하면서 수익성도 점점 커질 것이다.

중국시장 재개방은 시간 문제. 재개방시
동사가 최대수혜주 등극 전망

동사의 다른 기대요인은 수출지역 확대, 정확하게 중국시장 재개방이다. 이미 동남아시아나 일본을 넘어서 북미나 유럽, 남미까지 한류 콘텐츠 수출지역이 확대되고 있는 상황이므로 앞으로 진출 가능한 지역은 중국시장이 유일하다. 물론 '17년 사드이슈 이후로 발효된 한한령이 아직까지 해소될 기미가 보이지 않고 미중 무역전쟁의 여파로 인해 단기적으로 판권 수출재개가 본격화되기는 어렵다고 판단된다. 하지만 중국시장에서 한류 콘텐츠에 대한 수요가 여전히 높고, 중국 내 콘텐츠 공급부족 현상도 단기적으로 해결되기 어려운 상황이기 때문에 결과적으로 이를 해소하기 위해서는 시장개방을 통한 콘텐츠 수입으로 공급부족분을 채우는 방법밖에 없다. 따라서 시간의 문제이지만 중국시장은 재개방될 수 밖에 없으며, 그에 따라 국내 최대 콘텐츠 제작사인 동사가 최대 수혜자가 될 것임은 의심할 여지가 없다.

[그림 9] 하반기 성장 전략(해외)



자료: 스튜디오드래곤

[그림 10] 디즈니 OTT시장진출도 새로운 기회요인



자료: 언론자료

Compliance Note

투자의견 구분

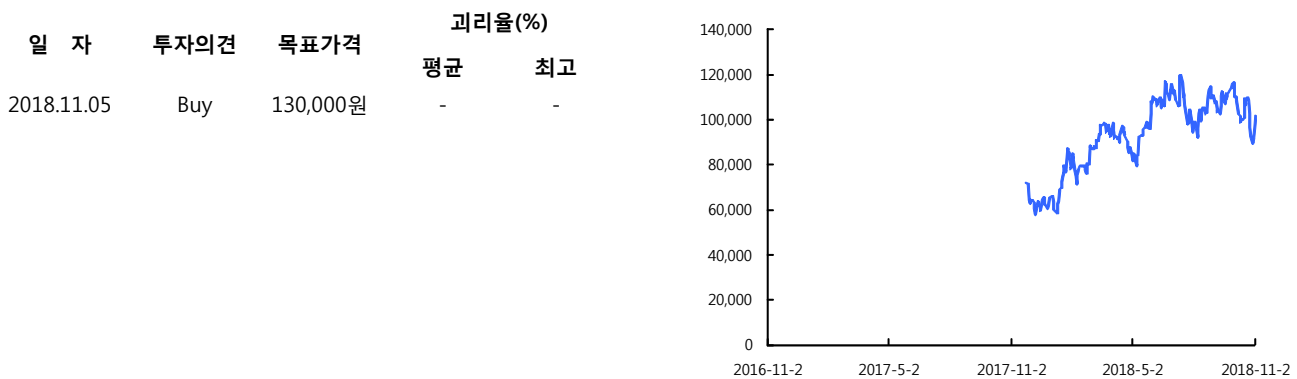
Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



- ❖ 본 자료는 2018년 11월 5일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이준규
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(2018. 01. 01~현재)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	합계
비중(%)	100%	-	-	100%

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	814	2,898	2,645	3,096
현금 및 현금성자산	115	513	495	793
매출채권	370	549	601	752
재고자산	0	13	22	24
비유동자산	1,606	1,696	1,771	1,968
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	12	11	11	9
무형자산	1,239	1,275	1,264	1,154
자산총계	2,420	4,595	4,416	5,064
유동부채	845	907	55	68
매입채무	58	61	44	57
단기금융부채	81	100	11	11
비유동부채	214	3	240	140
장기금융부채	199	0	208	104
기타비유동부채	11	1	31	38
부채총계	1,059	910	294	208
지배주주지분	1,361	3,684	4,122	4,856
자본금	110	140	140	140
자본잉여금	1,147	3,196	3,196	3,196
이익잉여금	83	321	754	1,490
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,361	3,684	4,122	4,856

현금흐름표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
영업활동으로 인한 현금흐름	-124	-72	126	970
당기순이익(손실)	105	303	434	735
비현금수익비용가감	248	458	658	596
유형자산감가상각비	2	3	2	1
무형자산상각비	220	410	518	415
영업활동으로 인한 자산 및	-461	-729	-853	-169
매출채권 감소(증가)	-271	-137	-41	-151
재고자산의(증가)감소	0	-21	-6	-2
매입채무 감소(증가)	110	90	-270	13
투자활동으로 인한 현금흐름	-695	-1,410	-262	-565
유형자산처분(취득)	-11	0	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	-158	-305
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-1,408	-119	-284
재무활동으로 인한 현금흐름	935	1,881	118	-106
장단기금융부채의 감소(증가)	272	-181	-81	-104
자본의 증가(감소)	560	2,078	0	0
배당금지급	0	0	0	0
현금의 증가	115	398	-18	298
기초현금	0	115	513	495
기말현금	115	513	495	793

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,544	2,868	3,823	4,846
매출원가	1,328	2,397	3,110	3,743
매출총이익	216	471	713	1,103
판매비와관리비	50	142	149	188
조정영업이익	166	330	564	915
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	166	330	564	915
이자손익	-8	-12	18	21
외환손익	-3	-14	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	105	303	557	931
법인세비용	24	64	123	196
계속사업이익	81	238	434	735
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	81	238	434	735
지배주주	81	238	434	735
EBITDA	388	743	1,084	1,331
FCF	53	412	326	667
EBITDA 마진율(%)	25.1	25.9	28.3	27.5
영업이익률(%)	10.8	11.5	14.7	18.9
지배주주귀속 순이익률(%)	5.3	8.3	11.4	15.2

주요투자지표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
P/E(x)	NA	61.9	62.2	36.7
P/CF(x)	NA	22.6	28.3	23.4
PBR(x)	NA	6.0	7.8	6.3
EV/EBITDA(x)	0.4	22.1	23.3	18.6
EPS(원)	387	1,051	1,549	2,623
CFPS(원)	1,443	2,871	3,402	4,108
BPS(원)	3,350	10,790	12,388	15,401
DPS(원)	0	0	0	0
매출액증가율(%)	NA	85.7	33.3	26.8
EBITDA 증가율(%)	NA	91.4	45.9	22.9
조정영업이익증가율(%)	NA	98.3	71.0	62.3
지배주주순이익증가율(%)	NA	192.9	82.1	69.4
EPS 증가율(%)	NA	171.2	47.4	69.4
매출채권회전율(회)	8.4	6.2	6.6	7.2
재고자산회전율(회)	NA	443.0	219.1	211.7
ROA(%)	3.4	6.8	9.6	15.5
ROE(%)	NA	9.5	11.1	16.4
부채비율(%)	77.8	24.7	7.1	4.3
순차입금/자기자본(%)	12.1	-49.3	-43.7	-45.4
영업이익/이자비용(x)	19.5	19.0	1240.3	491.8