

2018년 11월 7일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동훈 연구원 손정훈
02-6114-2960 drlee@kbf.com 02-6114-2910 jhson@kbf.com

투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원 유지

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원을 유지한다. 국내외 환경에서 프리미엄 콘텐츠에 대한 수요가 지속적으로 높게 유지되고 있는 점을 감안하여 긍정적인 시각을 유지한다.

3Q18 매출액 +60% YoY, 영업이익 223% YoY 고성장 시현

3Q18 실적은 매출액 1,237억원 (+60% YoY), 영업이익 215억원 (+223% YoY)을 기록했다. 편성매출은 +17% YoY 성장했으며, 판매매출은 +172% YoY의 고성장을 시현하면서 높은 이익성장에 기여했다. 텐트폴 콘텐츠인 '미스터션샤인'의 판권이 넷플릭스에 300억원 내외의 높은 가격대에 판매되었고, 판매매출이 큰 폭으로 성장하는 모습을 보였다. 미스터션샤인의 제작원가대비 매출총이익률은 130% 내외로 추정된다.

텐트폴 라인업 확대와 판매처 확대

콘텐츠 판매처 확대에 따른 제작편수 상승과 제작비 상승이 유기적인 성장의 축이 될 것으로 기대한다. 스튜디오드래곤은 제작역량을 바탕으로 기존의 캡티브 (CJ ENM) 중심에서 지상파, OTT까지 수요처가 확대되고 있다. 3분기 미스터션샤인에 이어 4분기에도 '남자친구', '알함브라 궁전의 추억' 등 텐트폴 콘텐츠 방영이 예정되어 있어 편성과 판매매출 상승에 대한 기대감이 모두 높은 상황이다. 4Q18 실적은 매출액 1,113억원 (+55% YoY), 영업이익 170억원 (+390% YoY)으로 추정된다.

2019년 중국시장 진입 가시성 높아질 전망

2019년에는 중국이 성장의 축으로 재부상할 전망이다. 아직 상영된 사례는 없었으나, 한국의 드라마, 영화의 판권이 중국에 판매되기 시작하는 등 수출 재개에 대한 기대감이 높아지고 있다. 알함브라 궁전의 추억은 12월 방영을 앞두고 중국 판권 판매를 추진 중이다. 또한 스튜디오드래곤은 2019년 상반기 제작을 목표로 자체 IP를 활용한 중국 현지 드라마 공동제작을 기획하는 등 중국 시장 개화에 대비하기 시작했다. 2019년 내 본격적인 시장 진입이 기대된다.

Buy 유지

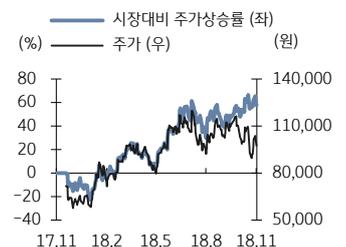
목표주가 (유지, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	33.3
현재가 (11/7, 원)	97,500
Consensus Target Price (원)	135,688
시가총액 (조원)	2.7

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	18.0
외국인 지분율 (%)	2.3
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	5.7	16.2	0.0
시장대비 상대수익률	1.8	21.6	45.8	0.0

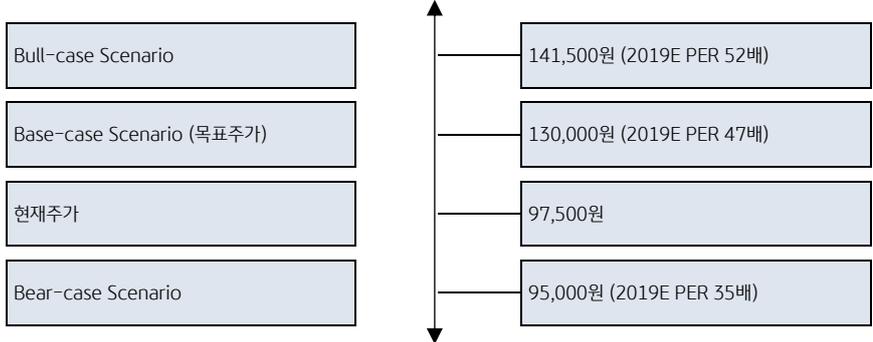
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	389	499	580
영업이익 (십억원)	33	56	99	127
지배주주순이익 (십억원)	24	48	80	104
EPS (원)	1,050	1,706	2,870	3,701
증감률 (%)	84.5	62.5	68.2	29.0
PER (X)	61.9	57.2	34.0	26.3
EV/EBITDA (X)	22.1	24.2	18.9	15.9
PBR (X)	4.9	6.6	5.5	4.6
ROE (%)	9.5	12.2	17.6	18.9
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 알함브라 궁전의 추억 중국 판권 판매
 2) 2019년 중국 시장 진입

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 연내 알함브라 궁전의 추억 중국 판권 판매
 2) 2018년 중국 시장 진입

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
 1) 알함브라 궁전의 추억 중국 판권 판매 지연
 2) 중국 시장 진입 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	376.6	474.4	389.1	499.0	3.3	5.2
영업이익	66.4	101.7	56.5	99.3	-14.9	-2.3
지배주주순이익	53.9	78.7	47.8	80.5	-11.3	2.2

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

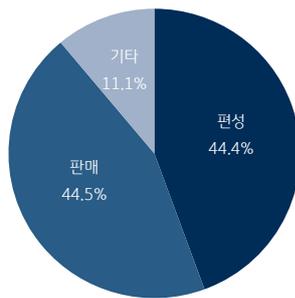
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	389.1	499.0	385.9	506.5	0.8	-1.5
영업이익	56.5	99.3	61.4	100.2	-8.0	-0.9
지배주주순이익	47.8	80.5	51.9	81.2	-7.9	-1.0

자료: Fnguide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): PER Valuation
- 2) 목표주가 산정: 2020E EPS 3,511 x multiple 37배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 141,500원 ~ 95,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2019E PER 47배

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

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

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	649	25.6	20.4	2.6	2.3	11.2	9.2	11.5	12.3	n/a	2.1
Netflix	151,674	103.5	68.7	27.1	19.1	69.8	46.4	25.7	28.0	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	3,067	24.3	19.0	2.5	2.2	20.2	16.0	10.5	12.2	0.4	0.5
Beijing HualuBaina Film&TV	659	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 3Q18 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	3Q18P	2Q18	QoQ	3Q17	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	123.7	74.3	66.5	77.5	59.6	113.8	8.7	121.9	1.5
영업이익	21.5	7.3	193.5	6.7	223.0	25.7	(16.5)	24.5	(12.3)
<i>영업이익률</i>	<i>17.4</i>	<i>9.9</i>	<i>7.5</i>	<i>8.6</i>	<i>8.8</i>	<i>22.6</i>	<i>(5.2)</i>	<i>20.1</i>	<i>(2.7)</i>
지배주주순이익	17.3	8.9	94.2	5.7	204.6	19.7	(12.4)	20.3	(14.9)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>14.0</i>	<i>12.0</i>	<i>2.0</i>	<i>7.3</i>	<i>6.6</i>	<i>17.3</i>	<i>(3.4)</i>	<i>16.6</i>	<i>(2.7)</i>

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	111.3	286.8	389.1	499.0	580.0
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	(7.0)	66.5	(10.0)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.6	54.8	46.7	35.7	28.2	16.2
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	49.1	131.2	172.8	204.1	242.7
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	48.9	111.8	173.1	246.4	286.4
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	13.3	43.7	43.1	48.5	50.9
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	17.0	33.0	56.5	99.3	127.4
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	(31.3)	193.5	(20.9)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	(17.7)	223.0	389.8	55.6	71.2	75.9	28.4
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>18.5</i>	<i>14.3</i>	<i>8.6</i>	<i>4.8</i>	<i>13.3</i>	<i>9.9</i>	<i>17.4</i>	<i>15.3</i>	<i>11.5</i>	<i>14.5</i>	<i>19.9</i>	<i>22.0</i>
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	13.8	23.8	47.8	80.5	103.8
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	13.0	94.2	(19.9)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	217.2	204.6	592.1	-	100.5	68.3	29.0
<i>순이익률 (%)</i>	<i>17.8</i>	<i>4.5</i>	<i>7.3</i>	<i>2.8</i>	<i>9.8</i>	<i>12.0</i>	<i>14.0</i>	<i>12.4</i>	<i>8.3</i>	<i>12.3</i>	<i>16.1</i>	<i>17.9</i>

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

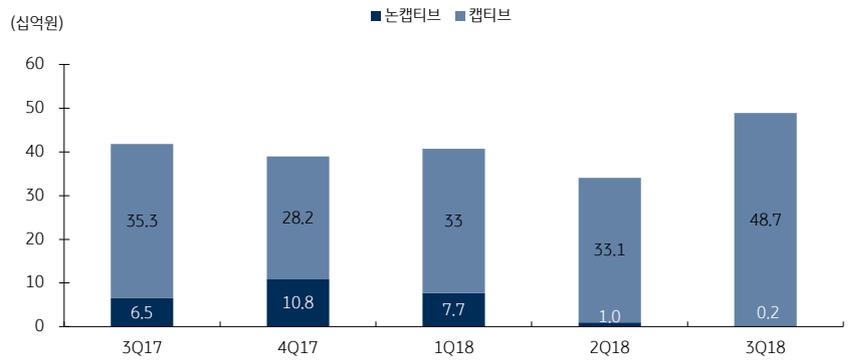
표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2018E					2019E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	389.1	376.6	3.3	385.9	0.8	499.0	474.4	5.2	506.5	(1.5)
영업이익	56.5	66.4	(14.9)	61.4	(8.0)	99.3	101.7	(2.3)	100.2	(0.9)
<i>영업이익률</i>	<i>14.5</i>	<i>17.6</i>	<i>(3.1)</i>	<i>15.9</i>	<i>(1.4)</i>	<i>19.9</i>	<i>21.4</i>	<i>(1.5)</i>	<i>19.8</i>	<i>0.1</i>
지배주주순이익	47.8	53.9	(11.3)	51.9	(7.9)	80.5	78.7	2.2	81.2	(1.0)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>12.3</i>	<i>14.3</i>	<i>(2.0)</i>	<i>13.5</i>	<i>(1.2)</i>	<i>16.1</i>	<i>16.6</i>	<i>(0.5)</i>	<i>16.0</i>	<i>0.1</i>

자료: Fnguide, KB증권 추정

그림 1. 편성 매출 추이

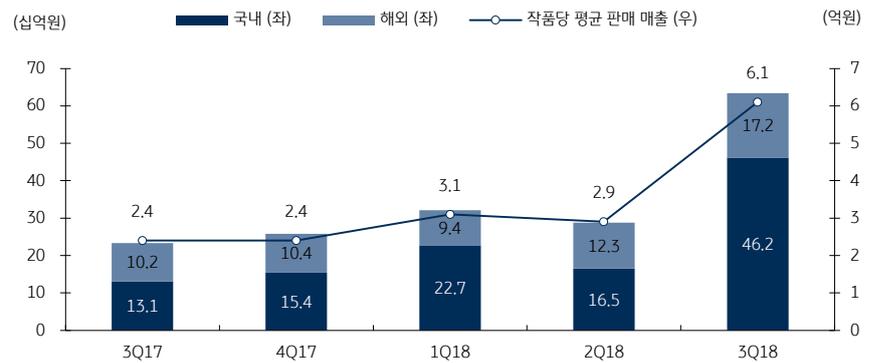
대표 드라마 강화로 편성 매출 성장 지속



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

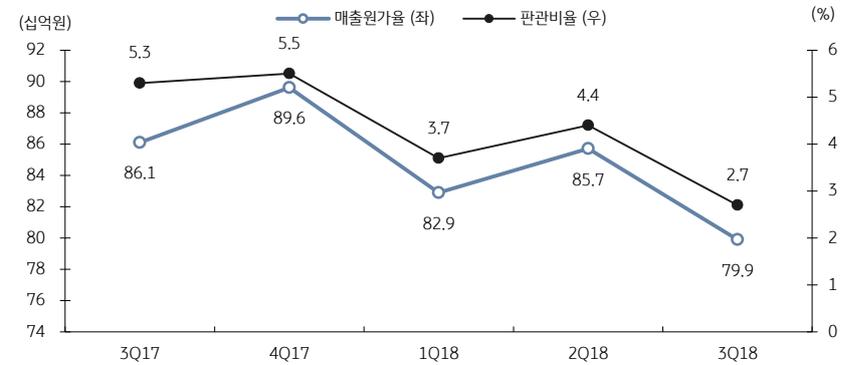
그림 2. 판매 매출 추이

판매 매출 분기 최대 성과 달성



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 3. 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

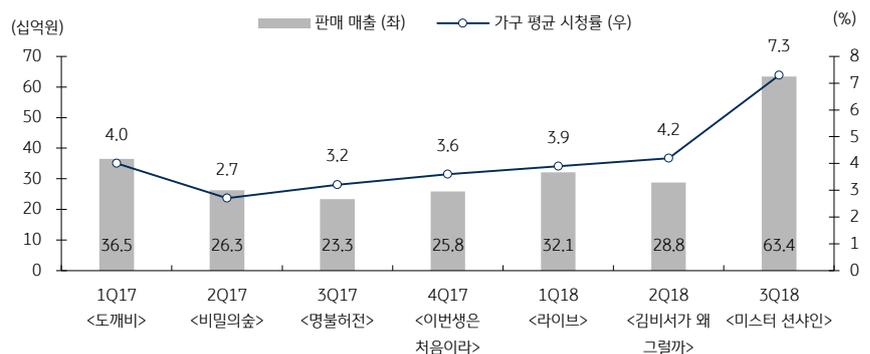
표 4. 스튜디오드래곤 드라마 방영 라인업

방영일	제목	편성	부작	극본	연출	주연
2018-01-08	애간장	OCN	10	박가연	민연홍	이정신, 서지훈
2018-01-24	마더	tvN	16	정서경	김철규	이보영, 이재운
2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경현, 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	16	정유선	이철민	이종현, 김소은
2018-03-21	나의 아저씨	tvN	16	박해영	김원석	이선균, 아이유, 나문희
2018-03-26	시를 잊은 그대에게	tvN	16	명수현	한상재	이유비, 이채영
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
2018-06-16	라이프 온 마스	OCN	16	이대일	이정호	정경호, 박성웅
2018-07-07	미스터 션사인	tvN	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리
2018-07-16	식사를 합시다3	tvN	16	임수미	최규식	윤두준, 백진희
2018-08-01	아는 와이프	tvN	16	양희승	이상엽	지성, 한지민
2018-08-11	보이스2	OCN	12	마진원	이승영	이진욱, 이하나
2018-09-10	백일의 낭군님	tvN	16	노지설	이종재	도경수, 남지현
2018-09-12	손: The Guest	OCN	16	서재원, 권소	김홍선	김재욱, 정은채
2018-09-29	플레이어	OCN	14	신재형	고재현	송승헌, 정수정
2018-10-03	하늘에서 내리는 일억개의 별	tvN	16	송혜진	유제원	서인국, 정소민, 박성웅
2018-10-06	나인룸	tvN	16	정성희	지영수	김희선, 김해숙
2018-11-05	계룡선녀전	tvN	16	유경선	김윤철	문채원, 윤현민
2018-11-07	신의 퀴즈: 리부트	OCN	16	강은선	김종혁	류덕환, 윤주희
2018-11-17	프리스트	OCN	16	문만세	김종현	연우진, 정유미
2018-11-28	남자친구	tvN	16	유영아	박신우	박보경, 송해교
2018-12-01	알함브라 궁전의 추억	tvN	16	송재정	안길호	현빈, 박신혜

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 4. 주요 드라마 판매 매출 및 시청률

시장 영향력 및 사업 성과 지속적으로 확대



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	154	287	389	499	580
매출원가	133	240	320	385	435
매출총이익	22	47	69	114	145
판매비와관리비	5	14	13	15	17
영업이익	17	33	56	99	127
EBITDA	39	74	103	126	143
영업외손익	-6	-3	5	4	5
이자수익	0	1	4	5	6
이자비용	1	2	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	0	0	0
세전이익	11	30	62	103	133
법인세비용	2	6	14	22	29
당기순이익	8	24	48	80	104
지배주주순이익	8	24	48	80	104
수정순이익	8	24	48	80	104

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	NA	85.7	35.7	28.2	16.2
영업이익 성장률	NA	98.3	71.2	75.9	28.4
EBITDA 성장률	NA	91.4	39.0	22.4	12.8
지배기업순이익 성장률	NA	193.0	100.5	68.3	29.0
매출총이익률	14.0	16.4	17.9	22.9	24.9
영업이익률	10.8	11.5	14.5	19.9	22.0
EBITDA이익률	25.1	25.9	26.5	25.3	24.6
세전이익률	6.8	10.6	15.8	20.6	22.9
당기순이익률	5.3	8.3	12.3	16.1	17.9

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12	-7	57	115	128
당기순이익	8	24	48	80	104
유무형자산상각비	22	41	47	27	15
기타비현금손익 조정	5	5	11	22	29
운전자본증감	-46	-73	-35	8	9
매출채권감소 (증가)	0	-14	-1	-2	-2
재고자산감소 (증가)	0	-2	0	0	0
매입채무증가 (감소)	11	9	7	1	1
기타영업현금흐름	-2	20	-13	-22	-29
투자활동 현금흐름	-70	-141	-17	-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	-1	-5	-6
재무활동 현금흐름	93	188	-10	0	0
금융부채 증감	27	-18	-10	0	0
자본의 증감	56	208	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	10	-2	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	12	40	30	101	113
기말현금	12	51	81	182	295
잉여현금흐름 (FCF)	-14	-7	57	114	127
순현금흐름	0	199	55	107	119
순현금 (순차입금)	-16	182	237	345	464

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	513	605	722
유동자산	81	290	343	455	578
현금 및 현금성자산	12	51	81	182	295
단기금융자산	0	141	156	163	169
매출채권	37	55	56	58	60
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	33	41	48	50	52
비유동자산	161	170	170	150	144
투자자산	2	4	4	5	5
유형자산	1	1	2	2	3
무형자산	124	128	118	92	79
기타비유동자산	33	36	43	49	55
부채총계	106	91	96	108	121
유동부채	84	91	95	107	121
매입채무	6	6	9	10	12
단기금융부채	8	10	0	0	0
기타유동부채	71	75	86	97	109
비유동부채	21	0	1	1	1
장기금융부채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	417	497	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	80	160	264
지배자본 계	136	368	417	497	601
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	NA	61.9	57.2	34.0	26.3
PBR	NA	4.9	6.6	5.5	4.6
PSR	NA	5.1	7.0	5.5	4.7
EV/EBITDA	0.4	22.1	24.2	18.9	15.9
EV/EBIT	1.0	49.7	44.2	24.1	17.8
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	569	1,050	1,706	2,870	3,701
BPS	6,176	13,141	14,857	17,727	21,428
SPS (주당매출액)	10,795	12,628	13,877	17,796	20,686
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	9.5	12.2	17.6	18.9
ROA	3.4	6.8	9.8	14.4	15.6
ROIC	16.9	15.6	24.8	48.8	72.3
안정성지표					
부채비율	77.8	24.7	23.0	21.7	20.2
순차입비율	12.1	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	3.2	3.6	4.2	4.8
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	86.3	82.7	106.2
활동성지표					
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	0.0	6.2	7.0	8.8	9.8
재고자산회전율	0.0	0.0	239.7	255.6	297.1

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. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.2	24.8	-

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.