

스튜디오드래곤
(253450.KQ)

Analyst 김아영
aykim0515@gmail.com

투자의견 : BUY (Maintain)

목표주가 : 140,000원 / 현재주가 :108,700원 (상승여력 +28.8%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

스튜디오드래곤, 국내 콘텐츠 업체 중 단연 1등.

3분기, 드라마 경쟁력 + 매출인식 시기 + 넷플릭스계약 3박자가 맞아 떨어졌다

3분기는 매출액 1,237억 (YoY +59.7%, QoQ +66.5%), 영업이익 215억 (YoY +172.0%, QoQ +193.3%) 기록했다. 시장 컨센서스 (매출액 1,220억, 영업이익 250억) 대비 하회하는 실적이었으나, <미스터션샤인> 등 드라마 영향력 확대로 국내외 편성 및 판매 매출 상승이 두드러져 분기 최대 성과를 달성했다. 특히, 24부작인 미스터션샤인이 3Q에 온전히 반영돼 편성 및 판매 매출 기여도가 컸다. 또한, <미스터션샤인>의 넷플릭스향 해외 판매 매출 반영으로, 2Q 판매 매출 288억에서 3Q 634억으로 크게 증가했다. 영업이익레버리지 높은 판매매출비 증가와 비용절감 효과로 3Q18 은 17.4% (vs 2Q18 9.9%) 의 높은 영업이익률을 기록했다.

추가 모멘텀: 넷플릭스 + 중국 OTT

해외 OTT 플랫폼과의 협업 통한 외형 확장 기대된다. 1) 넷플릭스와 <알함브라 궁전의 추억> 판매 계약 완료했으며 넷플릭스 오리지널 버전으로 <좋아하면 울리는> 작품제작 중이다. 연내 오리지널 버전으로 1편 이상 계약 기대된다. 2) 추가적으로 중국 OTT 플랫폼 사업자와 <알함브라 궁전의 추억> 판매계약 확정된 상황이다. 4Q 방영 예정인 <남자친구> 포함 동사에서 제작한 모든 작품에 대해 판매계약/리메이크 가능한 IP판매 등도 추가적인 매출 모멘텀이다. 계약 변동성에 따라 중국향 매출은 현재 매출 추정에 반영되지 않은 상황으로 가시화될 경우 규모의 경제화에 따른 외형 확장 및 이익 개선이 기대된다.

4Q 실적 하락 우려보다는 YoY 성장성에 초점을

18년은 매출 YoY 30% 증가한 3,716억원, 영업이익 YoY 65% 증가한 571억원 기대된다. 3분기 매출 1,237억, 영업이익 215억 대비 4분기는 매출 975억, 영업이익 152억원 예상돼 QoQ 기준 실적 하락이 불가피하다. 주요 원인은 1) 텐트폴 작품의 4Q18~1Q19에 걸쳐서 매출에 반영 예정, 2) 영업이익레버리지 높은 판매매출비 3분기 51%에서 4분기 40%까지 감소 예상 (넷플릭스 오리지널버전으로 방영됐던 <미스터션샤인> 매출이 3분기에 온전히 반영), 3) <남자친구>, <알함브라궁전의 추억> 텐트폴 작품 2개 및 <미스터션샤인>의 무형상각비 부담 지속 등이 있다. 성장성이 떨어졌다는 해석보다는 업 특성상 분기별 변동폭이 크고, 3분기가 워낙에 좋았던 것으로 해석하는 것이 바람직하다. 동사는 3Q18 기준 사상 최대실적을 기록 후 4Q18 실적 소폭 하락 예상되나 4Q18<1Q19<2Q19 흐름으로 실적 지속 상승 기대된다. 고성장주로 인식됐던 동사 주가는 최근 대내외 주식시장 변동 심화로 18년 고점대비 30%까지 하락했었으나 실적과 방향성에 대한 확인으로 주가 회복 중이다. 국내 시장에서의 경쟁력 강화, 해외로의 플랫폼 확장이라는 동사의 성장성을 감안, 투자의견 buy에 목표주가 140,000원 유지한다.

Financial Data

	매출 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	154.4	16.6	10.5	8.1	n/a	n/a	38.8	n/a	0.4	n/a	n/a
2017	286.8	33.0	30.3	23.8	851	n/a	74.3	76.4	22.1	4.9	9.5
2018E	371.6	57.1	61.6	44.4	1,583	86.1	104.3	69.4	27.4	7.5	11.4
2019E	505.0	103.0	103.8	79.3	2,827	78.7	136.7	38.9	20.2	6.3	17.5

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

<3Q.18 요약>

[표1] 스튜디오드래곤 3Q.18 실적

	3Q18	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	동사추정	Diff. (%)	컨센서스	Diff. (%)
(억원)									
매출	1,237	743	66.5	775	59.7	1,105	12.0	1,220	1.4
편성	489	341	1.5	418	17.1	425	15.1		
판매	634	288	3.5	233	172.0	510	24.2		
기타	115	114	0.0	124	(7.8)	170	(32.6)		
영업이익	215	73	193.3	66	223.0	191	12.4	250	(14.1)
OP/GP(%)	17.4	9.9		8.6		17.3		20.5	
당기순이익	173	89	95.2	57	206.3	145	19.6	200	(13.3)
NP/GP(%)	14.0	12.0		7.3		13.1		16.4	

자료: 스튜디오드래곤, 골드브릿지투자증권 리서치센터

매출액 1,237억 (YoY +59.7%, QoQ +66.5%)

영업이익 215억 (YoY +172.0%, QoQ +193.3%), 당기순이익 173억 (YoY +206.3%, QoQ +95.2%)

3분기는 미스터션샤인 등 드라마 영향력 확대로 국내외 편성 및 판매 매출 상승이 두드러져 분기 최대 성과 달성함. 특히, 24부작, 최고시청률 18.1%를 기록했던 미스터션샤인이 매출/수익 인식이 회차별로 인식되는 만큼 3Q에 온전히 반영된 효과가 컸음. 또한, 영업이익레버리지가 높은 판매매출이 YoY +172.0% 상승한 634억 기록해 영업이익률 개선에 기여함. 비용은 매출원가 989억원(vs 2Q18 637억)으로 QoQ +55.3% 증가한 효과로 2Q18 670억→ 3Q18 1022억으로 증가. 다만 3Q 큰 폭의 매출 상승으로 원가율 79.9% (2Q 85.7%), 판관비율 2.7% (2Q 4.4%) 기록하며 영업이익률 큰 폭으로 개선됨.

<향후 성장 전략>

1. 채널 전략 / 크리에이터 전략

점차 드라마 슬롯 확대 → 동사가 제작한 작품의 편성 확대 → tvN, OCN 중심에서 플랫폼 수 확대로 규모의 경제화 기대. 현재 tvN, OCN 2개 채널에 동사 제작 드라마 편성 중이며, Olive 채널에 추가적으로 슬롯 확대.

- tvN 은 한 슬롯에 6~8개/연 * 3 (월화, 수목, 토일 드라마) = 18개/연 의 드라마 대략적으로 방영 가능. 요일별 슬롯당 1~3개까지도 <식샤를 합시다>, <슬기로운 감빵생활> 등 타회사 제작 드라마 방영. 점차 동사 제작드라마 편성수 확대 예정

- OCN 은 수목, 토일에만 방영하다, 월화드라마도 슬롯 추가.

- Olive 는 네이버 웹툰 기반 <은주의 방> 방영 예정. 점차 채널별 인지도 확대 및 프리미엄 드라마 제작 통해 국내 경쟁력 확대 예정.

추가적으로 현재 151명의 크리에이터 보유 (작가 74명, 감독 36명, 프로듀서 41명). 문화창고/KPJ/화앤담픽처스 등 자회사 역량 통해 분기에도 7~8개의 다른 장르 소화하면서 체력 강화 중. 18년 현재 기준 총 25개의 드라마 제작했으며 40편/연 규모의 드라마 제작 편수 목표로 하는 만큼 크리에이터 확보 전략에 지속적으로 힘쓸 예정.

2. 글로벌 플레이어와 공동 제작/파트너십 구체화 노력 중

1) 중국시장

<알함브라 궁전의 추억> 주요 3대 OTT 플랫폼 (BAT) 중 하나와 판매계약 확정. 현재 가격 부분에서 조율 예정. 국내와 마찬가지로 회차별로 인식될 것으로 예상하나, 구체적으로 정해진 바 없으며 일정 부분에 있어서는 변동성 큼. 사드 이후 IP 판권 판매 외 신작 형태로 판매하는 계약은 첫 사례로 큰 의미.

향후 동사의 체력 강화 및 센터 개선에 따라 중국향으로 추가적으로 리메이크 가능한 IP 판매, 작가별 라인업 번들 판매 등 이뤄진다면, 높은 이익으로 이어질 것.

2) 해외 OTT 플랫폼과의 협업

- 넷플릭스와 <알함브라 궁전의 추억> 판매 계약. 한국을 제외한 일부 국가는 동시 방영 예정이며 한국은 <미스터 션샤인>과는 다르게 몇 주간의 간격을 두고 업로드 될 것으로 예상.

- 넷플릭스 오리지널 형태로 <좋아하면 울리는> 계약 완료. 8부작, 청소년물로 아시아 10대를 타겟으로 함. 주인공은 김소현/송강. 11월 2째주부터 촬영 시작했으며 시즌 2도 염두한 만큼 동사 매출확대 기여도 높을 것으로 예상. 통상적으로 1년정도 소요 예상돼 2Q19~3Q19 경 매출 인식 예정.

- 추가적으로 18년 연내 넷플릭스 오리지널로 1편 이상 논의 중. 넷플릭스가 제작비 지원, 10~15%의 opm 마크업 가능. 글로벌 시장을 타겟으로 하는 만큼 텐트폴급의 매출도 기대 가능.

3. 작품 라인

- 4분기는 전분기에 이어 퀄리티 높은 드라마 제작을 통한 국내시장에서의 영향력 확대 전략 이어갈 예정.

<백일의 낭군님>에 이어 <남자친구>, <알함브라 궁전의 추억> 등 대작 및 장르물 확대 예정. 다만, <남자친구>, <알함브라 궁전의 추억>은 4Q18~1Q19에 걸쳐 방영 예정으로 매출 및 비용 인식은 2분기에 걸쳐 반영 예정.

- 19년 <아스달연대기> 또한 기대되는 텐트폴 작품. 고조선 도시 아스달을 배경으로 권력/투쟁의 내용 담고 있음.

[그림1] 스튜디오드래곤 4Q 라인업



〈하늘에서 내리는 일억개의 별〉

- 편성 : tvN
- 방영 : 10/3~11/27(16부)
- 극본 : 송혜진, 연출 : 유제원
- 주연 : 서인국, 정소민, 박성웅



〈나인룸〉

- 편성 : tvN
- 방영 : 10/6~11/25(16부)
- 극본 : 정성희, 연출 : 지영수
- 주연 : 김희선, 김해숙



〈계룡선녀전〉

- 편성 : tvN
- 방영 : 11/5~12/25(16부)
- 극본 : 유경선, 연출 : 김윤철
- 주연 : 문재원, 윤현민



〈플레이어〉

- 편성 : OCN
- 방영 : 9/29~11/11(14부)
- 극본 : 신재형, 연출 : 고재현
- 주연 : 송승헌, 정수경



〈신의 퀴즈 리부트〉

- 편성 : OCN
- 방영 : 11/7~12/27(16부)
- 극본 : 강은선, 연출 : 김중현
- 주연 : 류덕환, 윤주희



〈프리스트〉

- 편성 : OCN
- 방영 : 11/17~12/6(16부)
- 극본 : 문만세, 연출 : 김중현
- 주연 : 연우진, 정유미



〈남자친구〉

- 편성 : tvN
- 방영 : 11/28~1/17(16부)
- 극본 : 유영아, 연출 : 박신우
- 주연 : 박보검, 송혜교



〈알함브라 궁전의 추억〉

- 편성 : tvN
- 방영 : 12/1~1/20(16부)
- 극본 : 송재형, 연출 : 안길호
- 주연 : 연빈, 박신혜

자료: 스튜디오드래곤,

[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.0	77.5	72.0	79.9	70.5	123.7	97.5	286.8	371.6	505.0
드라마편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	35.0	48.9	45.0	131.2	169.6	210.0
드라마판매	36.5	26.3	23.3	25.8	32.1	28.2	63.4	40.0	111.9	163.7	240.0
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	7.3	11.5	12.5	43.7	38.4	55.0
매출원가	58.0	49.0	67.0	64.0	66.0	57.5	98.9	79.0	238.0	301.4	379.0
매출원가율	77.0	79.0	86.5	88.9	82.6	81.6	79.9	81.0	83.0	325.1	75.0
매출총이익	17.3	13.0	10.5	8.0	13.9	13.0	24.8	18.5	48.8	45.4	126.0
매출총이익률	23.0	21.0	13.5	11.1	17.4	18.4	20.1	19.0	17.0	12.2	25.0
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.5	3.3	3.3	14.1	13.1	23.0
판관비율	3.7	5.3	5.2	5.6	3.8	5.0	2.7	3.4	4.9	3.5	4.6
영업이익	14.5	9.7	6.5	4.0	10.9	9.5	21.5	15.2	34.7	57.1	103.0
영업이익률	19.3	15.6	8.4	5.6	13.6	13.5	17.4	15.6	12.1	15.4	20.4
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	7.3	17.3	11.9	23.9	44.4	79.3
당기순이익률	17.8	4.5	7.4	2.8	9.9	10.4	14.0	12.2	8.3	46.4	15.7

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[표3] 실적 추정 요약

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액	286.8	371.6	505.0
드라마편성	131.2	169.6	210.0
드라마판매	111.9	163.7	240.0
매출총이익	48.8	45.4	126.0
판관비	14.1	13.1	23.0
영업이익	34.7	57.1	103.0
당기순이익	23.9	44.4	79.3
매출액증가율(%)		29.6	35.9
원가율(%)	83.0	325.1	75.0
판관비율(%)	4.9	3.5	4.6
영업이익률(%)	12.1	15.4	20.4
순이익률(%)	8.3	11.9	15.7

자료: 스튜디오드래곤, 골든브릿지투자증권 리서치센터

Stock Data

KOSDAQ(11/16)	690.2pt
시가총액	30,476억원
발행주식수	28,037천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	119,800/57,800원
90일 일평균거래대금	170억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	14,734원

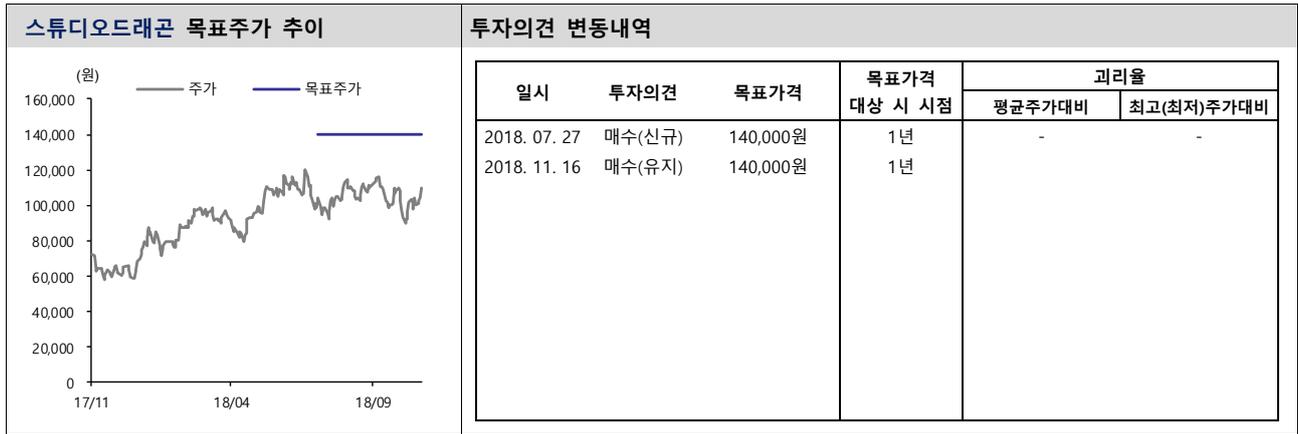
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	8.3%	8.1%	17.0%	67.2%
상대수익률	7.8%	13.7%	35.8%	80.8%

주주구성

CJ E&M (외 6 인)	75.7%
----------------	-------

Stock Price





Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김아영)

연락처: 02-3779-3541 / Email: aykim0515@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	49.5%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	48.9%	
		합계		100.0%	