

스튜디오드래곤 (253450)

프리미엄 콘텐츠의 수요는 2019년에도 높게 유지될 전망

2018년 11월 19일

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

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원 유지
2019년 미디어 업종 Top Pick으로 제시

스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 130,000원을 유지한다. 2019년에도 콘텐츠 수요처 확대에 따른 구조적인 성장이 지속될 것임을 감안해 미디어 업종 Top Pick으로 제시한다.

콘텐츠 제작편수와 평균단가의 성장에 따른
실적성장 지속

콘텐츠 판매처 확대에 인한 제작편수 증가와 제작비 상승이 유기적인 성장의 축이 될 것으로 기대한다. 스튜디오드래곤은 제작역량을 바탕으로 기존의 캡티브 (CJ ENM) 중심에서 지상파, OTT까지 수요처가 확대되고 있다. 2019년 드라마 제작편수는 캡티브 수요증가와 외부편성 확대에 힘입어 2018년 (26편) 대비 증가한 30편 내외가 될 것으로 추정된다. 편당 제작비 10억원 이상이 투입되는 텐트폴 드라마 역시 2018년 3편에서 2019년에는 4~5편까지 증가할 것으로 예상되어 평균 제작비 역시 증가할 전망이다.

국내의 기업들의 영상플랫폼 투자 확대는
스튜디오드래곤의 가격협상력에 긍정적

국내의 기업들의 영상플랫폼 관련 투자가 확대되고, 프리미엄 콘텐츠에 대한 수요가 증가하는 과정에서 스튜디오드래곤의 가격협상력은 더욱 높아질 전망이다. 넷플릭스는 2019년에도 CJ ENM에 이어 가장 큰 공급처가 될 것이다. 넷플릭스는 스튜디오드래곤의 주력 콘텐츠의 판권을 제작원가대비 70% 수준의 가격으로 구매한 것으로 파악되며, 2019년에도 다수의 판권계약이 예상된다. 오리지널 콘텐츠의 경우 지난 9월 웹툰 IP를 기반으로 한 ‘좋아하면 울리는’ (2019년 상반기 중 방영 예정)의 계약을 시작으로, 향후 추가적인 수주가 기대된다.

중국향 매출은 2019년 중 가시화될
가능성이 높다고 판단

중국으로의 드라마 판매 재개에 대한 기대감 역시 높아지는 국면이다. 아직 상영된 사례는 없었으나, 한국의 드라마, 영화의 판권이 중국에 판매되기 시작했으며, 텐센트는 예능프로그램 ‘프로듀스 101’의 포맷 판권을 정식 계약하여 현지에서 제작 및 방영한 바 있다. 2019년에는 중국향 콘텐츠 공급 계약이 본격적으로 가시화될 것으로 전망하며, 특히 ‘아스달 연대기’와 같이 100% 사전제작이 예상되는 대작 콘텐츠의 판매에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다.

Buy 유지

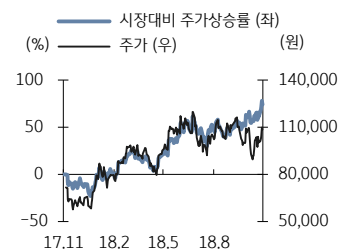
목표주가 (유지, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	19.6
현재가 (11/16, 원)	108,700
Consensus Target Price (원)	137,125
시가총액 (조원)	3.0

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	16.9
외국인 지분율 (%)	2.4
주요주주 지분율 (%)	씨제이엔엠 외 3인 75.7

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.1	3.2	17.0	0.0
시장대비 상대수익률	14.5	13.8	44.2	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	63.7	37.9	29.4
EV/EBITDA (X)	22.1	27.2	21.4	18.1
PBR (X)	4.9	7.3	6.1	5.1
ROE (%)	9.5	12.2	17.6	18.9
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	141,500원 (2019E PER 52배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) '알함브라 궁전의 추억' 판권 중국에 판매 2) 2019년 중국 시장 진출
Base-case Scenario (목표주가)	130,000원 (2019E PER 47배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 연내 '알함브라 궁전의 추억' 중국에 판권 판매 2) 2018년 중국 시장 진출
현재주가	108,700원		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) '알함브라 궁전의 추억' 중국 판권 판매 지연 2) 중국 시장 진출 지연
Bear-case Scenario	95,000원 (2019E PER 35배)		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	389	499	389	499	-	-
영업이익	56	99	56	99	-	-
지배주주순이익	48	80	48	80	-	-

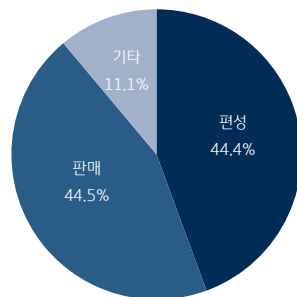
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	389	499	384	507	1.2	-1.5
영업이익	56	99	58	100	-2.9	-1.2
지배주주순이익	48	80	48	81	-0.7	-0.1

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	683	27.5	21.5	2.7	2.4	9.7	8.0	11.7	12.8	n/a	2.0
Netflix	139,964	96.1	63.6	24.9	17.6	65.1	43.2	25.7	28.0	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,957	23.5	18.4	2.4	2.1	19.5	15.4	10.5	12.2	0.4	0.5
Beijing HualuBaina Film&TV	741	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

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

실적민감도 분석

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

표 7. 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)
영업이익률	17.4	9.9	7.5	8.6	8.8	22.6	(5.2)	20.1	(2.7)
지배주주순이익	17.3	8.9	94.2	5.7	204.6	19.7	(12.4)	20.3	(14.9)
지배주주순이익률	14.0	12.0	2.0	7.3	6.6	17.3	(3.4)	16.6	(2.7)

자료: Fnguide, KB증권 추정

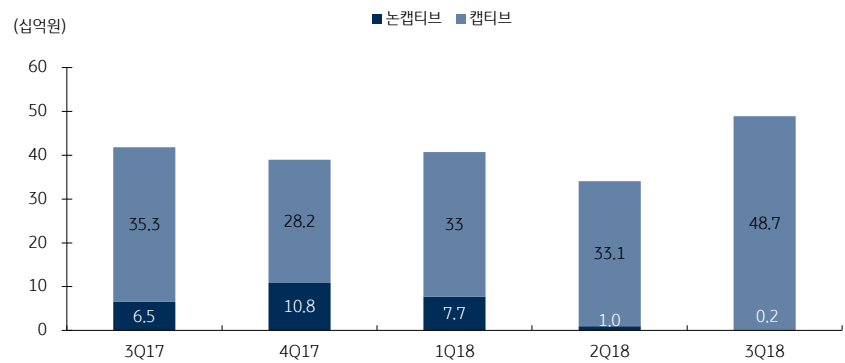
표 8. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(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
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	15.3	11.5	14.5	19.9	22.0
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
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	12.4	8.3	12.3	16.1	17.9

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 44. 편성 매출 추이

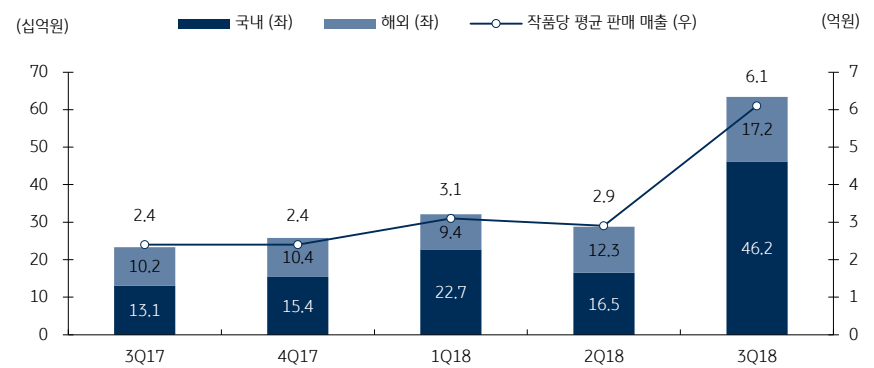
대표 드라마 강화로 편성 매출 성장 지속



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

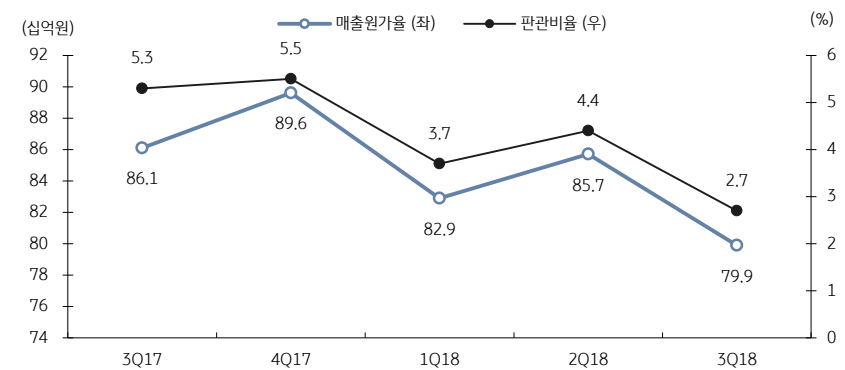
그림 45. 판매 매출 추이

판매 매출 분기 최대 성과 달성



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 46. 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

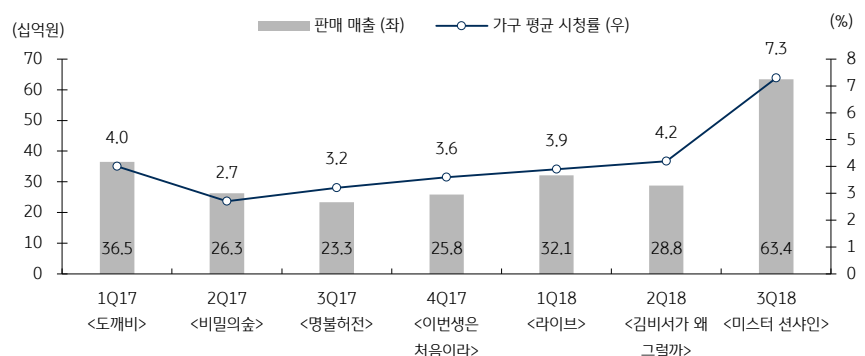
표 9. 스튜디오드래곤 드라마 방영 라인업

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, 이재윤
2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경표, 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 천사인	tvN	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리
2018-07-16	식샤를 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	박보검, 송혜교
2018-12-01	알함브라 궁전의 추억	tvN	16	송재정	안길호	현빈, 박신혜

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 47. 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
유형자산상각비	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: 스튜디오프래곤, 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	63.7	37.9	29.4
PBR	NA	4.9	7.3	6.1	5.1
PSR	NA	5.1	7.8	6.1	5.3
EV/EBITDA	0.4	22.1	27.2	21.4	18.1
EV/EBIT	1.0	49.7	49.8	27.2	20.3
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