

2018년 11월 20일

스튜디오드래곤 (253450)

향후 리레이팅은 시즌제 제작에서 나올 것

목표주가 14.5만원, 최선호주로 커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 2020년 EPS에 목표 P/E 48배를 시간가치로 할인해 145,000원으로 커버리지를 개시한다. 넷플릭스 등 글로벌 OTT 성장에 따른 수혜와 중국과의 관계 개선에 따른 추가적인 판권 판매 가능성 모두 긍정적이다. 다만, 이 모든 것은 현재의 밸류에이션이 충분히 담겨 있다. 추가적인 업사이드는 넷플릭스의 리레이팅 스토리처럼, 빠르면 2019년부터 가시화될 텐트폴 시즌제 드라마의 성공 여부에 따라 더 가치 있는(비싼) 제작사가 될 가능성이 충분하다. 현재의 채널/작가/컨텐츠/자금력 등을 감안할 때 성공 가능성은 매우 높다. 최선호주로 제시한다.

넷플릭스의 현지 오리지널 제작의 수혜는 이미 시작되었다

넷플릭스는 과거 1) '하우스 오브 카드'의 에미상 노미네이트, 2) 글로벌 시장 진출, 그리고 3) 나르코스로 대변되는 현지 오리지널 제작 확대의 순으로 리레이팅 되어 왔다. 그리고, 스튜디오드래곤은 넷플릭스의 한국 진출 3년차인 2019년부터 가시화 될 현지 오리지널 드라마 제작(혹은 라이선싱)에 대한 완전한 수혜가 시작된다. 이미 미스터선샤인/알함브라 궁전의 추억 등 주요 텐트폴 드라마에 대한 판권을 판매하였으며, 넷플릭스향 시즌제 드라마인 '좋아하면 울리는' 제작도 확정했다.

시즌제를 제작하기 위한 스텝을 밟아가고 있다

보이스 시즌3, 시그널 시즌2 등 이미 시즌제 드라마를 제작하거나 논의 중에 있으며, 아직 확정된 것은 아니지만 아스달 연대기의 시즌제도 검토 하고 있다. 아스달 연대기를 기점으로 만약 기획 단계부터 텐트폴 시즌제 드라마가 제작이 가능하다면 향후 기대할 수 있는 꿈을 무궁무진하다. 중국 드라마와의 공동 제작 추진, 넷플릭스와의 오리지널 제작, Fox 등 해외사업자들과의 IP 리메이크에 대한 것 역시 스튜디오드래곤만의 아이덴티티를 쌓아서 향후 시즌제 드라마를 만들기 위한 단계들이다.

Top Pick

BUY(신규)

| TP(12M): 145,000원(신규) | CP(11월16일): 108,700원

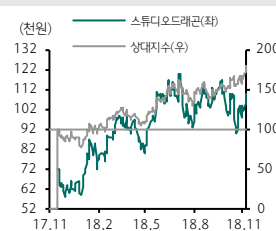
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.18
52주 최고/최저(원)	119,800/57,800
시가총액(십억원)	3,047.6
시가총액비중(%)	1.33
발행주식수(천주)	28,037.2
60일 평균 거래량(천주)	160.3
60일 평균 거래대금(십억원)	16.9
18년 배당금(예상.원)	0
18년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	2.39
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3 인	75.66
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.1 17.0 0.0
상대	14.5 44.2 0.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	384.4	506.6
영업이익(십억원)	58.2	100.5
순이익(십억원)	48.2	80.5
EPS(원)	1,718	2,873
BPS(원)	14,849	17,651

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	386.7	537.5	648.9
영업이익	십억원	16.6	33.0	52.4	88.4	120.9
세전이익	십억원	10.5	30.3	57.4	91.6	125.0
순이익	십억원	8.1	23.8	44.3	69.4	94.8
EPS	원	569	1,050	1,579	2,477	3,381
증감율	%	N/A	84.5	50.4	56.9	36.5
PER	배	N/A	61.90	68.83	43.89	32.15
PBR	배	N/A	4.95	7.38	6.32	5.28
EV/EBITDA	배	N/A	22.08	28.43	23.94	19.47
ROE	%	5.98	9.45	11.33	15.51	17.89
BPS	원	6,176	13,141	14,731	17,208	20,588
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 14.5만원으로 커버리지 개시

지배주주순이익('20년)	95	십억원
주식 수	28,037	천주
EPS	3,381	원
목표 P/E	43	배
	146,039	
목표 주가	145,000	원
현재 주가	108,700	원
상승 여력	33	%

자료: 하나금융투자

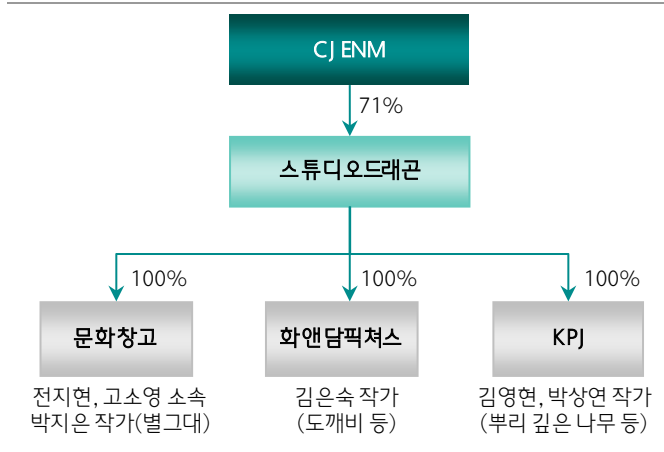
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 억원)

	17	18F	19F	20F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
매출액	2,868	3,867	5,375	6,489	753	620	775	720	799	743	1,237	1,089
편성	1,312	1,714	1,937	2,228	263	241	418	390	407	341	489	478
판매	1,119	1,754	2,252	2,597	365	263	233	258	321	288	634	511
기타	437	399	465	512	125	116	124	72	71	114	114	100
오리지널			720	1,152								
매출총이익	472	659	1,045	1,394	168	121	107	76	136	106	248	168
GPM	16%	17%	19%	21%	22%	19%	14%	11%	17%	14%	20%	15%
영업이익	330	524	884	1,209	139	89	67	35	107	73	215	130
OPM	11%	14%	16%	19%	18%	14%	9%	5%	13%	10%	17%	12%
순이익	238	443	694	948	133	28	57	20	79	89	172	103

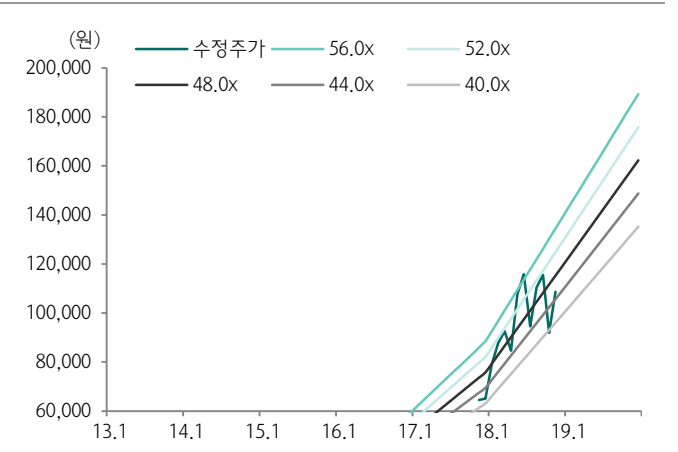
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 스튜디오드래곤 지분 구조



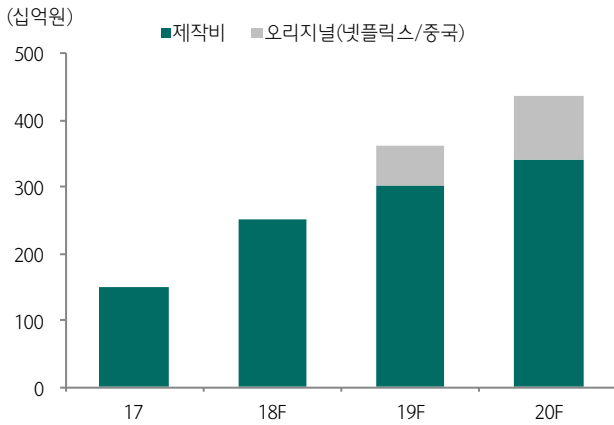
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 2. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드



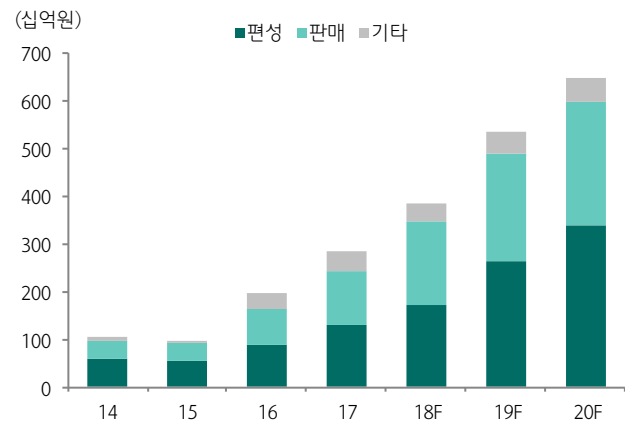
자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 3. 제작비 및 오리지널 제작 가정



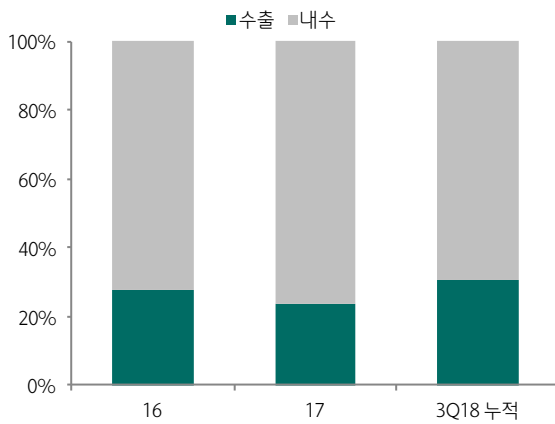
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 부문별 매출액 추이



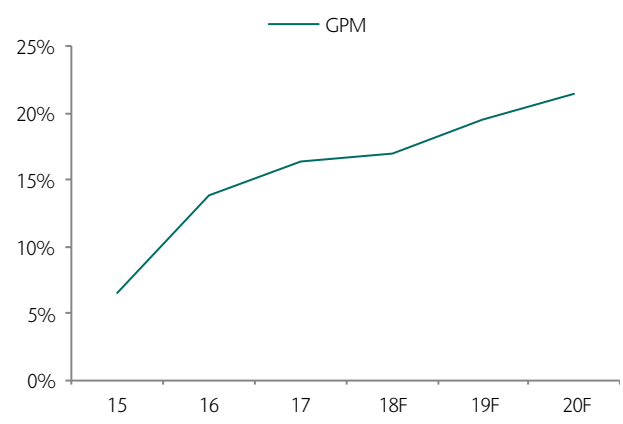
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 분기별 판매 비중 추이 - 3Q18누적 31%



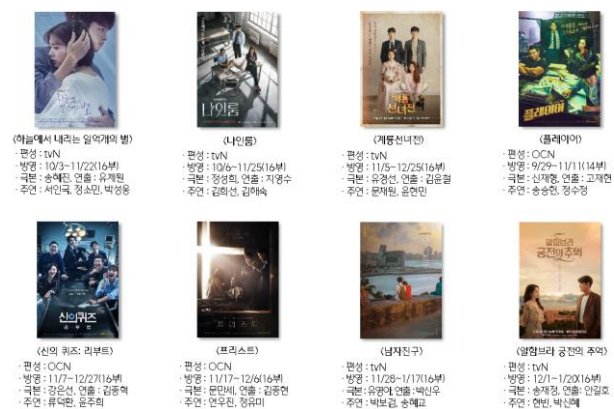
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. GPM 추이 - 2015년 6.5% → 2019년 19.4%



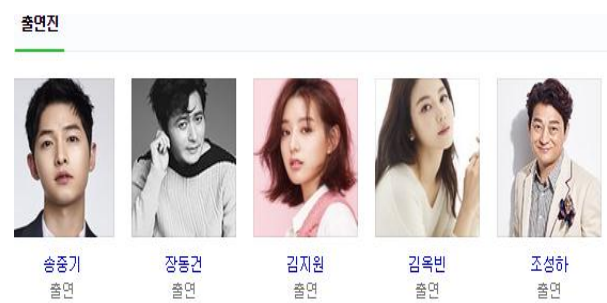
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. 4분기 주요 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 아스달 연대기 주요 배우



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	154.4	286.8	386.7	537.5	648.9
매출원가	132.8	239.7	320.9	432.9	509.4
매출총이익	21.6	47.1	65.8	104.6	139.5
판매비	5.0	14.2	13.4	16.1	18.6
영업이익	16.6	33.0	52.4	88.4	120.9
금융손익	(1.1)	(2.5)	5.5	3.2	4.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0
세전이익	10.5	30.3	57.4	91.6	125.0
법인세	2.4	6.4	13.1	22.2	30.3
계속사업이익	8.1	23.8	44.3	69.4	94.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	23.8	44.3	69.4	94.8
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.1	23.8	44.3	69.4	94.8
지배주주지분포괄이익	8.3	23.8	44.2	69.4	94.8
NOPAT	12.9	26.0	40.4	67.0	91.6
EBITDA	38.8	74.3	99.0	114.0	134.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	85.8	34.8	39.0	20.7
NOPAT증가율	N/A	101.6	55.4	65.8	36.7
EBITDA증가율	N/A	91.5	33.2	15.2	18.3
영업이익증가율	N/A	98.8	58.8	68.7	36.8
(지배주주)순이익증가율	N/A	193.8	86.1	56.7	36.6
EPS증가율	N/A	84.5	50.4	56.9	36.5
수익성(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	17.0	19.5	21.5
EBITDA이익률	25.1	25.9	25.6	21.2	20.8
영업이익률	10.8	11.5	13.6	16.4	18.6
계속사업이익률	5.2	8.3	11.5	12.9	14.6

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	569	1,050	1,579	2,477	3,381
BPS	6,176	13,141	14,731	17,208	20,588
CFPS	2,468	3,068	3,525	3,991	4,707
EBITDAPS	2,713	3,271	3,532	4,065	4,811
SPS	10,795	12,628	13,793	19,170	23,143
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	61.9	68.8	43.9	32.2
PBR	N/A	4.9	7.4	6.3	5.3
PCFR	N/A	21.2	30.8	27.2	23.1
EV/EBITDA	N/A	22.1	28.4	23.9	19.5
PSR	N/A	5.1	7.9	5.7	4.7
재무비율(%)					
ROE	6.0	9.5	11.3	15.5	17.9
ROA	3.4	6.8	9.3	12.7	14.5
ROIC	8.3	15.3	22.2	39.3	58.2
부채비율	77.8	24.7	20.1	23.5	23.5
순부채비율	12.1	(49.4)	(56.4)	(66.0)	(72.9)
이자보상배율(배)	19.5	19.0	1,152.1	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	81.4	289.8	330.5	454.4	584.5
금융자산	11.6	192.2	232.8	318.6	420.6
현금성자산	11.5	51.3	92.0	122.9	184.3
매출채권 등	39.4	55.4	55.4	77.0	92.9
재고자산	0.0	1.3	1.3	1.8	2.2
기타유동자산	30.4	40.9	41.0	57.0	68.8
비유동자산	160.6	169.6	165.4	141.3	128.4
투자자산	2.3	3.8	3.8	5.3	6.4
금융자산	2.3	3.8	3.8	5.3	6.4
유형자산	1.2	1.1	0.9	0.7	0.5
무형자산	123.9	127.5	117.6	92.2	78.4
기타비유동자산	33.2	37.2	43.1	43.1	43.1
자산총계	242.0	459.5	495.9	595.7	712.9
유동부채	84.5	90.7	82.6	112.8	135.1
금융부채	8.1	10.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	20.5	34.0	34.0	47.2	57.0
기타유동부채	55.9	46.7	48.6	65.6	78.1
비유동부채	21.4	0.3	0.3	0.4	0.5
금융부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.5	0.3	0.3	0.4	0.5
부채총계	105.9	91.0	82.9	113.2	135.7
지배주주지분	136.1	368.4	413.0	482.5	577.2
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
자본조정	2.0	2.7	3.1	3.1	3.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.1	76.3	145.7	240.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	413.0	482.5	577.2
순금융부채	16.4	(182.2)	(232.8)	(318.6)	(420.6)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(12.4)	(7.2)	46.1	82.0	96.0
당기순이익	8.1	23.8	44.3	69.4	94.8
조정	25.6	41.9	41.8	20.3	6.9
감가상각비	22.2	41.3	46.7	25.6	14.0
외환거래손익	0.3	0.8	(2.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(0.2)	(2.7)	(5.3)	(7.1)
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	(72.9)	(40.0)	(7.7)	(5.7)
투자활동 현금흐름	(69.5)	(141.0)	4.6	(51.1)	(34.5)
투자자산감소(증가)	(2.3)	(1.5)	0.0	(1.5)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(66.1)	(139.5)	4.8	(49.6)	(33.4)
재무활동 현금흐름	93.5	188.1	(10.1)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	28.1	(18.1)	(10.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	125.8	207.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.4)	(1.6)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	11.5	39.8	40.6	30.9	61.5
Unlevered CFO	35.3	69.7	98.8	111.9	132.0
Free Cash Flow	(13.5)	(7.3)	46.0	82.0	96.0