

스튜디오드래곤(253450)

매수(신규) / TP: 140,000원

주가(11/30, 원)	108,300
시가총액(십억원)	3,036
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	119,800/57,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	20,018
유동주식비율(%)	23.9
외국인지분율(%)	2.6
주요주주(%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	154	17	8	378	NM	39	NM	0.4	NM	6.0	NM
2017A	287	33	24	1,053	178.5	74	61.7	22.1	4.9	9.5	0.0
2018F	387	53	45	1,599	51.9	109	67.7	26.2	7.3	11.5	0.0
2019F	512	101	82	2,922	82.7	175	37.1	16.3	6.1	18.0	0.0
2020F	616	135	109	3,885	33.0	225	27.9	12.6	5.0	19.8	0.0

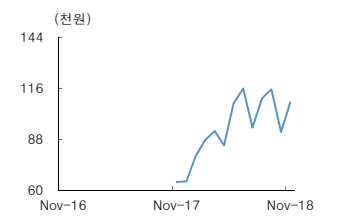
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

글로벌 시장에서도 통한다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.8	0.5	67.9
상대주가(%p)	9.8	20.9	77.7

주가추이



국내 1위 드라마 제작사: 스튜디오드래곤에 대해 매수 의견과 목표주가 140,000원(2019F PER 47배 적용)으로 분석을 개시한다. 목표 PER은 상장 이후 1년간의 forward PER이다. 캡티브의 드라마 슬롯 증가, 글로벌 OTT의 콘텐츠 제작 등으로 제작 편수가 늘어 영업이익 증가율이 90%에 달하는 이익 확대 구간으로 높은 밸류에이션이 정당화 가능하다. 글로벌 콘텐츠 수요가 늘어남에 따른 수혜를 누릴 전망이다. 국내뿐 아니라 글로벌 시장에서도 셀러블(sellable)한 콘텐츠 제작 능력을 갖췄다. 글로벌 OTT 업체의 로컬 시장 공략을 위한 오리지널 콘텐츠 투자 확대의 수혜자가 될 것이다. 글로벌 시장에서 인지도가 높아지면 넷플릭스, 중국을 비롯한 해외 판권 가격이 상승해 매출이 늘어나는 등 선순환 효과도 기대된다.

콘텐츠 수요처 증대에 따른 수혜: 드라마 수요처가 늘고 있다. 과거 지상파 위주에서 케이블, 중편, OTT에 이르기까지 편성 가능한 드라마 슬롯(방송 프로그램에 할당된 시간대)이 크게 증가했다. 보유 작가진을 감안할 때 제작 편수를 늘릴 여지는 충분해 수요 증가에 적극적으로 대응이 가능하다. 또한 매년 보유한 드라마 판권(IP)이 늘어나 구작 매출의 증가세 유지가 예상돼 구작과 신작이 조화롭게 수익 호전을 견인할 것이다.

국내를 넘어 해외로: 명실상부한 국내 1위 드라마 제작사인 스튜디오드래곤은 글로벌 시장에서도 입지를 키워가고 있다. 현재 넷플릭스의 오리지널 콘텐츠 ‘좋아하면 울리는’ 등을 제작하고 있고 중국 공동 제작 드라마 등을 추진해 국내뿐 아니라 해외에서의 영향력도 커질 전망이다. 2019년 해외 매출액은 전년대비 36.9% 늘어날 것이다.

2019년 영업이익 90% 증가: 2019년 매출액은 5,118억원(+32.3% YoY), 영업이익은 1,006억원(+90.0% YoY)으로 외형과 이익의 높은 증가세가 유지될 것이다. 중국향 매출은 280억원을 가정했다. 모회사의 드라마 슬롯 증가, 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작, 중국향 드라마 판권 수출 재개와 중국 사업자와의 공동 제작 추진 등으로 라인업 확대에 이익 모멘텀이 크다.

최민하

mhchoi@truefriend.com

〈표 12〉 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	109.0	195.5	286.8	386.9	511.8
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	53.0	87.8	131.2	176.7	232.3
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	45.7	75.4	111.8	169.9	234.6
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	10.3	32.3	43.7	40.2	44.9
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	17.2	27.1	47.1	66.2	115.0
판매비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	3.7	5.9	14.1	13.3	14.4
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	13.5	21.2	33.0	52.9	100.6
영업외손익	(0.7)	0.1	(0.3)	(1.8)	0.2	3.7	0.6	0.1	(5.9)	(2.7)	4.6	4.6
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	13.6	15.3	30.3	57.6	105.2
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	10.8	13.0	23.8	44.9	81.9
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	15.7	13.9	16.4	17.1	22.5
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	12.4	10.8	11.5	13.7	19.7
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	9.9	6.6	8.3	11.6	16.0
(% YoY)												
매출액	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	51.6	100.7	46.7	34.9	32.3
편성	-	-	-	-	54.5	41.1	17.1	36.0	60.1	49.5	34.6	31.5
판매	-	-	-	-	(12.0)	9.5	172.0	77.5	93.4	48.3	52.0	38.0
기타	-	-	-	-	(43.4)	(1.9)	(8.3)	43.8	796.5	35.3	(8.1)	11.8
매출총이익	-	-	-	-	(18.6)	(12.8)	131.0	130.3	325.7	73.9	40.5	73.6
판매비	-	-	-	-	7.3	0.2	(16.6)	(7.9)	56.6	138.2	(5.5)	8.2
영업이익	-	-	-	-	(23.7)	(17.6)	223.0	288.9	716.7	55.6	60.5	90.0
영업외손익	-	-	-	-	(흑전)	3,948.9	(흑전)	(흑전)	(적지)	(적지)	(흑전)	0.4
세전이익	-	-	-	-	(18.2)	23.0	247.7	706.2	711.1	97.4	90.3	82.6
순이익	-	-	-	-	(41.3)	217.4	206.3	442.3	857.5	83.8	88.4	82.4
매출총이익률	-	-	-	-	(23.2)	(27.1)	44.7	51.9	112.1	18.6	4.2	31.2
영업이익률	-	-	-	-	(28.1)	(31.1)	102.3	156.4	306.9	6.1	19.0	43.6
순이익률	-	-	-	-	(44.6)	165.3	91.9	257.6	377.1	25.3	39.6	37.9

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

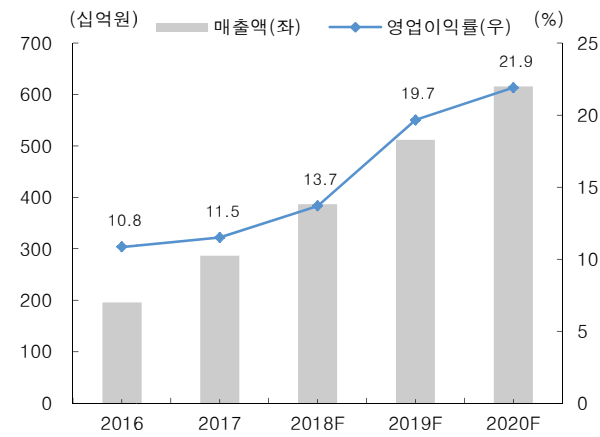
〈표 13〉 스튜디오드래곤의 4Q18~ 2019년 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
4Q18	16	tvN	백일의 낭군님	9.10~10.30	16부	노지설	이종재	도경수, 남지현, 조성하	월화
	17		하늘에서 내리는 1억개의 별	10.3~11.22	16부	송혜진	유제원	서인국, 정소민	수목
	18		나인룸	10.6~11.25	16부	정성희	지영수	김희선, 김영광, 김해숙	토일
	19		계룡선녀전	11.5~	16부	유경선	김윤철	문채원, 윤현민, 서지훈	월화
	20	OCN	남자친구	11.28~	16부	유영아	박신우	송혜교, 박보검, 차화연	수목
	21		알함브라 궁전의 추억	12.1~	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜, 한보름	토일
	22		손 the guest	9.12~11.1	16부	권소라 등	김홍선	김동욱, 김재욱, 정은채	수목
	23		플레이어	9.29~11.11	14부	신재형	고재현	송승헌, 크리스탈, 이시연	토일
2019	24	OCN	신의 퀴즈: 리부트	11.14~	16부	강은선	김종혁	류덕환, 윤주희, 박준면	수목
	25		프리스트	11.24~	16부	문만세	김종현	연우진, 정유미, 박용우	토일
	26		은주의 방	11.6~	12부	박상문 등	장정도 등	류혜영, 김재영, 윤지은	화
	1	tvN	왕이 된 남자	1.7~	-	김선덕 등	김희원	여진구, 이세영, 김상경	월화
	2		진심이 닿다	1~	16부	이명숙 등	박준화	이동욱, 유인나	수목
	3		로맨스는 별책부록	1.26~	16부	김선덕 등	김희원	여진구, 이세영, 김상경	토일
	4		아스달 연대기	상반기	16부	김영현/박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	-
	5	OCN	어비스	상반기	-	문수연	-	박보영	-
	6		사이코메트리 그녀석	상반기	-	양진아	김병수	진영, 신예은	-
	7		소원을 말해봐	상반기	-	백미경	김상호	-	-
	8		넷플릭스 좋아하면 울리는	-	8부	이아연	이나정	김소현, 정가람, 송강	-
2019	9	OCN	빙의	상반기	-	-	-	조한선, 고준희, 송새벽	수목
	10		트랩	상반기	-	-	-	이서진, 성동일, 성혁	토일

주: No.는 연도 기준으로 스튜디오드래곤이 제작한 드라마 편수

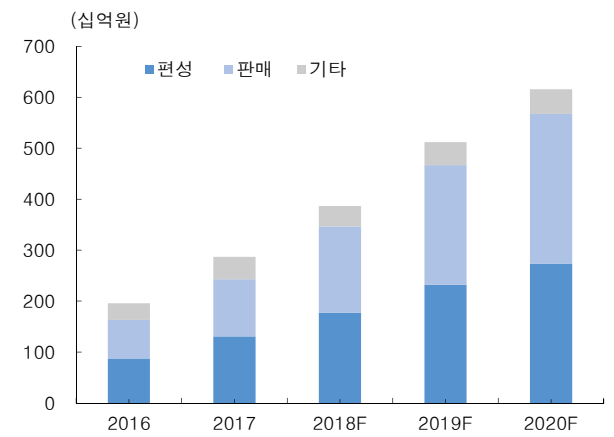
자료: 언론 자료, 한국투자증권

[그림 28] 영업이익률 향상 추세 지속



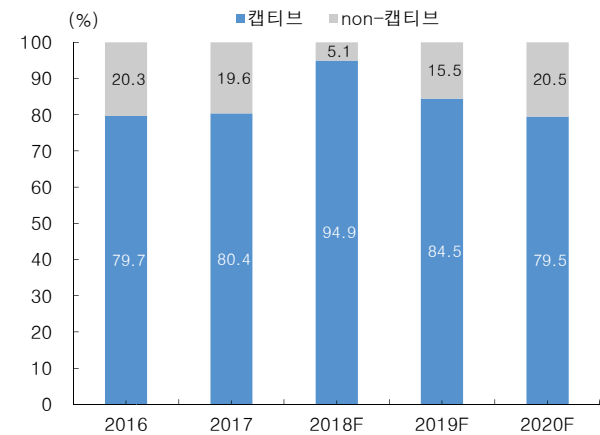
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 29] 부문별 매출액



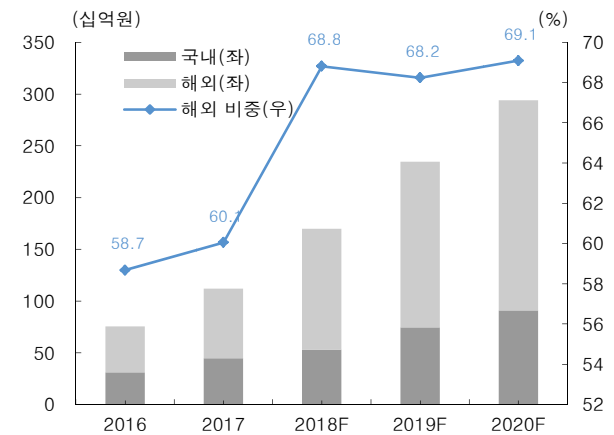
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 30] non-캡티브 편성 매출 비중 다시 높아질 것



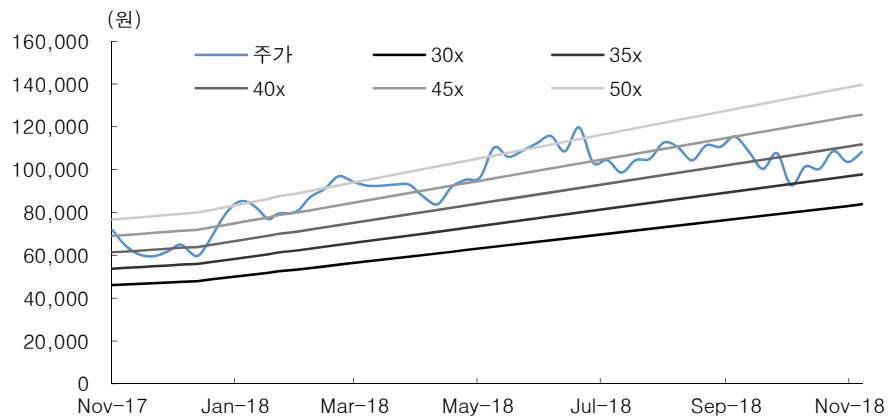
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 31] 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



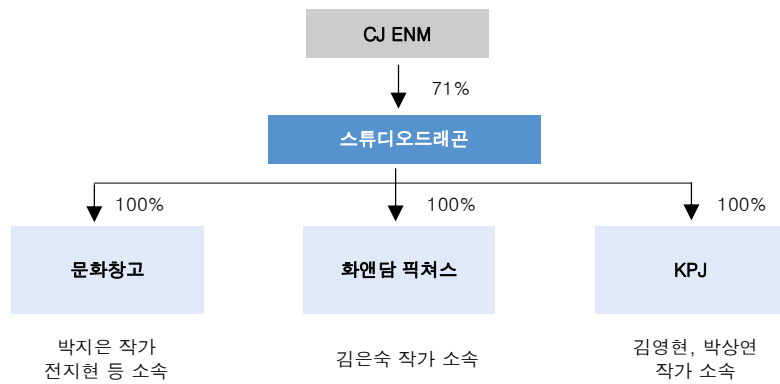
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 32] 12개월 forward PE band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 33] 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 미디어 플랫폼에 배급하고 VOD, OTT 등을 통한 유통 및 관련 부가 사업을 영위하는 방송 영상물 제작사업을 주사업으로 하는 국내 1위 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 제작 부문이 분사돼 설립됐으며 2017년 11월 상장. 2018년 3분기 기준 최대주주는 CJ ENM(71.3%)임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	81	290	260	292	323
현금성자산	12	51	28	37	44
매출채권및기타채권	39	55	73	82	92
재고자산	0	1	2	2	3
비유동자산	161	170	238	305	362
투자자산	2	4	5	7	8
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	172	228	274
자산총계	242	459	498	597	686
유동부채	84	91	84	101	81
매입채무및기타채무	23	34	48	58	64
단기차입금및단기사채	8	0	0	0	0
유동성장기부채	0	10	0	0	0
비유동부채	21	0	0	1	1
사채	20	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	106	91	85	102	82
지배주주지분	136	368	413	495	604
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
기타자본	2	3	3	3	3
이익잉여금	8	32	77	159	268
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	413	495	604

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(12)	(7)	96	153	162
당기순이익	8	24	45	82	109
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	22	41	56	74	89
자산부채변동	(46)	(73)	(6)	(4)	(36)
기타	4	1	1	1	0
투자활동현금흐름	(70)	(141)	(109)	(144)	(155)
유형자산투자	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(141)	(1)	(2)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(101)	(130)	(136)
기타	(69)	0	(7)	(12)	(18)
재무활동현금흐름	93	188	(10)	0	0
자본의증가	56	208	0	0	0
차입금의순증	27	(18)	(10)	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	10	(2)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	12	40	(24)	9	7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	387	512	616
매출원가	133	240	321	397	465
매출총이익	22	47	66	115	150
판매관리비	5	14	13	14	16
영업이익	17	33	53	101	135
금융수익	1	1	6	5	6
이자수익	0	1	3	3	3
금융비용	2	3	1	0	0
이자비용	1	2	0	0	0
기타영업외손익	(5)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	30	58	105	140
법인세비용	2	6	13	23	31
연결당기순이익	8	24	45	82	109
지배주주지분순이익	8	24	45	82	109
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	8	24	45	82	109
지배주주지분포괄이익	8	24	45	82	109
EBITDA	39	74	109	175	225

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	378	1,053	1,599	2,922	3,885
BPS	6,176	13,141	14,737	17,657	21,539
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	85.7	34.9	32.3	20.4
영업이익증가율	NM	98.3	60.5	89.9	34.1
순이익증가율	NM	192.9	88.0	82.7	33.0
EPS증가율	NM	178.5	51.9	82.7	33.0
EBITDA증가율	NM	91.4	47.2	60.1	28.2
수익성(%)					
영업이익률	10.8	11.5	13.7	19.7	21.9
순이익률	5.3	8.3	11.6	16.0	17.7
EBITDA Margin	25.1	25.9	28.3	34.2	36.5
ROA	3.4	6.8	9.4	15.0	17.0
ROE	6.0	9.5	11.5	18.0	19.8
배당수익률	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	16	(182)	(170)	(187)	(207)
차입금/자본총계비율(%)	20.6	2.7	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	61.7	67.7	37.1	27.9
PBR	NM	4.9	7.3	6.1	5.0
EV/EBITDA	0.4	22.1	26.2	16.3	12.6