



스튜디오드래곤 (253450)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	136,000원 (M)
현재주가 (1/4)	88,800원
상승여력	53%

시가총액	24,910억원
총발행주식수	28,051,490주
60일 평균 거래대금	175억원
60일 평균 거래량	174,745주
52주 고	119,800원
52주 저	58,400원
외인지분율	2.64%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3인 74.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.6)	(19.6)	48.0
상대	(13.2)	(4.5)	80.0
절대(달러환산)	(20.0)	(19.2)	39.8

2019년 양적/질적 성장 지속 기대

4Q18 Preview 4Q18 연결실적은 매출총이익 157억원(+112% YoY), 영업이익 115억원(+230% YoY), 당기순이익 94억원(+373% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 30% 가량 하회할 것으로 추정. 컨센서스 하회를 예상하는 근거는 『알함브라 궁전의 추억』과 『남자친구』의 해외판매 매출이 4Q18와 1Q19에 걸쳐 분할 인식되는 점과 2)3Q18에 편성된 대작드라마 『미스터 션샤인』 관련 무형자산상각비 효과임. 『알함브라 궁전의 추억』의 한중 동시방영이 무산된 점도 컨센서스 하향 조정이 필요한 요인으로 작용

『미스터션샤인』의 제작비는 언론에 보도된 수치(430억원)보다 약간 많은 수준인 것으로 추정. 동 드라마의 제작비는 tvN향 방영권 매출 및 넷플릭스향 매출의 일부만이 3Q18에 당기 비용 처리. 나머지 제작비는 무형자산으로 전환된 이후, 6개 분기에 걸쳐 정액 상각 구조. 『미스터션샤인』 관련 무형자산상각비는 분기당 20~30억원대로 추정되며, 4Q19까지 발생할 것으로 예상

2019년, 양적/질적 성장 지속 기대

2019년 제작드라마 작품수는 미정 상태이나, 양적 성장기조는 확실시되고 있음. 2020년 가이던스 40편을 감안시, 2019년 제작편수 33~34편 수준은 가능할 것으로 보임. 2019년 대작드라마로는 상반기의 『아스달연대기』(연출 김원석, 극본 김영현/박상연)와 하반기의 2편(극본 박지은, 홍자매) 등 총 3편이 예상되고 있음. 『아스달연대기』는 시즌제 드라마로 제작하는 방안이 검토될만한 기대작. 흥행 성공시, 동 드라마는 HBO의 『왕좌의 게임』, AMC의 『워킹데드』처럼 tvN과 스튜디오드래곤을 상징하는 작품으로 부각 기대

동사는 2018년 캡티브 채널 중심으로 드라마를 공급했으나, 2019년엔 캡티브 채널 외에도 넷플릭스 오리지널과 중국 플랫폼 등으로 공급처를 다변화할 것으로 예상. 넷플릭스 오리지널 작품으로는 『좋아하면 울리는』이 확정된 상태이며, 추가적으로 1~2편의 넷플릭스 오리지널 드라마를 제작/공급할 계획에 있는 것으로 파악. 중국 OTT 사업자들과의 드라마 공동제작도 2019년을 기대하게 하는 요인. 3Q18 실적 발표 당시, 동사는 빠르면 1H19에 1~2편의 작품이 중국과의 공동제작에 들어갈 수 있다고 언급한 바 있음

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,032	43.6	-16.6	1,064	-3.0
영업이익	115	230.3	-46.6	166	-31.1
세전계속사업이익	125	635.3	-43.5	164	-24.0
지배순이익	94	372.8	-45.6	132	-28.5
영업이익률 (%)	11.1	+6.3%pt	-6.3 %pt	15.6	-4.5 %pt
지배순이익률 (%)	9.1	+6.4%pt	-4.9 %pt	12.4	-3.3 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	1,544	2,868	3,811	4,383
영업이익	166	330	509	1,050
지배순이익	81	238	435	833
PER	-	60.3	57.2	29.9
PBR	-	4.8	6.1	5.1
EV/EBITDA	-	21.4	20.5	15.3
ROE	12.0	9.5	11.2	18.4

자료: 유안타증권

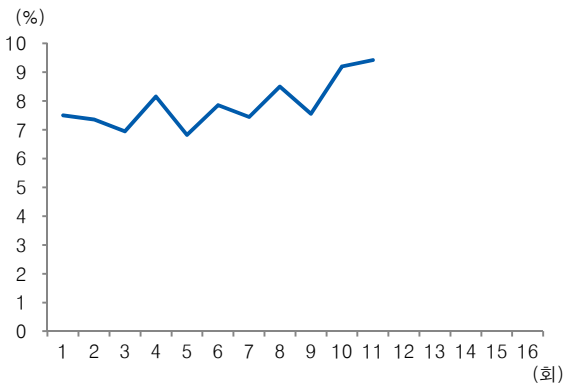
[표 1] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017년				2018년				연간 실적				
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	2016	2017	2018(e)	2019(e)	2020(e)
총제작편수(편)	-	-	-	-	-	-	-	-	19	22	27	33	40
매출액	753	621	775	719	799	743	1,237	1,032	1,955	2,868	3,811	4,383	5,633
- 편성	263	241	418	390	407	341	489	504	878	1,312	1,740	2,233	2,707
- 판매	365	263	233	257	321	288	634	414	754	1,118	1,657	1,716	2,471
- 기타	125	116	124	72	71	114	114	114	323	437	413	434	455
매출액(YoY)	-	-	-	-	6%	20%	60%	44%	101%	47%	33%	15%	29%
- 편성	-	-	-	-	54%	41%	17%	29%	60%	49%	33%	28%	21%
- 판매	-	-	-	-	-12%	9%	172%	61%	93%	48%	48%	4%	44%
- 기타	-	-	-	-	-43%	-2%	-8%	59%	797%	35%	-6%	5%	5%
국내판매	139	102	102	103	94	123	172	-	312	446	-	-	-
해외판매	226	161	131	154	227	165	462	-	442	672	-	-	-
매출원가	586	499	668	644	662	637	989	875	1,683	2,397	3,163	3,167	3,458
COGS Ratio	78%	80%	86%	90%	83%	86%	80%	85%	86%	84%	83%	72%	61%
매출총이익	168	122	106	74	137	106	248	157	272	470	648	1,216	2,176
GPM	22%	20%	14%	10%	17%	14%	20%	15%	14%	16%	17%	28%	39%
판매비	28	33	40	40	30	33	33	42	60	141	138	166	216
SG&A Ratio	4%	5%	5%	6%	4%	4%	3%	4%	3%	5%	4%	4%	4%
영업이익	140	89	66	35	107	73	215	115	212	331	509	1,050	1,960
OPM	19%	14%	9%	5%	13%	10%	17%	11%	11%	11%	13%	24%	35%
세전이익	132	90	64	17	108	110	221	125	-	303	564	1,098	2,019
RPM	18%	14%	8%	2%	14%	15%	18%	12%	-	11%	15%	25%	36%
순이익	134	28	57	20	79	89	173	94	-	238	435	833	1,531
NIM	18%	5%	7%	3%	10%	12%	14%	9%	-	8%	11%	19%	27%
[성장률: YoY]													
매출액	-	-	-	-	6%	20%	60%	44%	101%	47%	33%	15%	29%
영업이익	-	-	-	-	-24%	-18%	223%	230%	715%	56%	54%	106%	87%
순이익	-	-	-	-	-41%	217%	206%	373%	-	-	83%	91%	84%

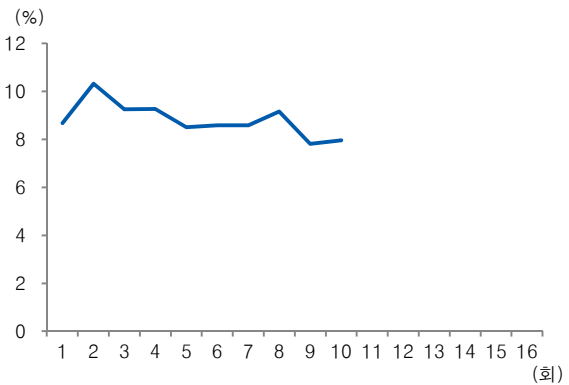
주: 2016년 실적은 분사 이전인 1~4월 실적 합산. 분사 이전의 실적은 삼정회계법인으로부터 검토받은 수치
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 『알함브라 궁전의 추억』 시청률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 『남자친구』 시청률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 캡티브채널 라인업 및 시청률

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연	시청률	
								평균	최고
tN 월화	크로스	16	2018.01.29~2018.03.20	로고스필름	신용휘	최민석	고경표, 조재현, 전소민	3.7%	4.6%
	시를 읽은 그대에게	16	2018.03.26~2018.05.15	tN	한상재	명수현 등	이유비, 이준혁, 장동윤	1.0%	1.4%
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	16	2018.05.21~2018.07.10	스토리티브이	김형식	추혜미	이상원, 이성경, 임세미	1.5%	2.0%
	식사를 합시다3	14	2018.07.16~2018.08.24	셀트리온엔터테인먼트	최규식	임수미	윤두준, 백진희, 이주우	2.5%	3.2%
	백일의 낭군님	16	2018.09.10~2018.10.30	에이스토리	이종재	노지설	도경수, 남지현, 조성하	8.7%	13.9%
	계룡선녀전	16	2018.11.05~2018.12.25	제이에스픽처스	김윤철	유경선	문채원, 윤현민, 서지훈	3.8%	5.6%
	왕이 된 남자 (방영 예정)	16	2019.01.07~	스튜디오드래곤, 지티스트	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영, 김상경	-	-
tN 수목	마더	16	2017.01.24~2018.03.05	The Unicorn	김철규	정서경	이보영, 허을, 이혜영	3.3%	4.8%
	나의 아저씨	16	2018.03.21~2018.05.10	초록밤미디어	김원석	박해영	이선균, 아이유	4.8%	7.1%
	김비서가 왜 그럴까	16	2018.06.06~2018.07.26	스튜디오드래곤, 본팩토리	박준화	정은영	박서준, 박민영, 이태환	7.2%	8.4%
	아는 와이프	16	2018.08.01~2018.09.20	초록밤미디어	이상엽	양희승	지성, 한지민, 강하나	6.6%	7.9%
	하늘에서 내리는 1억개의 별	16	2018.10.03~2018.11.22	스튜디오드래곤	유제원	송혜진	서인국, 정소민, 박성웅	2.9%	4.0%
	남자친구 (방영 중)	16	2018.11.28~2019.01.17	본팩토리	박신우	유영아	송혜교, 박보검	8.8%	10.3%
	진심이 닿다	-	2019년 1월	메가몬스터, 콘텐츠 지음	박준화	이명숙, 최보림	이동욱, 유인나	-	-
tN 토일	화유기	20	2017.12.23~2018.03.04	제이에스픽처스	박홍균 등	홍자매	이승기, 차승원, 오연서	5.2%	6.7%
	라이브	16	2018.03.03~2018.05.06	지티스트	김규태	노희경	정유미, 이광수, 배성우	5.6%	7.5%
	무법 변호사	16	2018.05.12~2018.07.01	로고스필름	김진민	윤현호	이준기, 서예지, 이해영	5.9%	8.6%
	미스터 션샤인	24	2018.07.07~2018.09.30	화앤담픽처스	이응복	김은숙	이병헌, 김태리, 유연석	12.5%	17.5%
	나인룸	16	2018.10.06~2018.11.25	김중학프로덕션	지영수	정성희	김희선, 김해숙, 김영광	4.5%	6.2%
	알함브라 궁전의 추억(방영 중)	16	2018.12.01~2019.01.20	스튜디오드래곤, 초록밤	안길호	송재정	현빈, 박신혜, 한보름	7.9%	9.4%
	로맨스는 별책부록	16	2019.01.26~	글앤그림미디어	이정효	정현정	이종석, 이나영, 위하준	-	-
OCN 수목	손: The Guest	16	2018.09.12~2018.11.01	스튜디오드래곤	김홍선	권소라, 서재원	정은재, 김재욱, 김동욱	2.9%	3.9%
	신의 퀴즈 5 (방영 중)	16	2018.11.14~2018.01.03	스튜디오드래곤, 큐로홀딩스	김종혁	강은선	류덕환, 윤주희, 박준면	2.3%	2.6%
	빙의	-	2019.02.13~	데이드림엔터테인먼트	최도훈	박희강	송새벽, 고준희, 조한선	-	-
OCN 토일	나쁜 녀석들 : 악의 도시	16	2017.12.16~2018.02.04	알반엑스미디어	한동화	한정훈	박중훈, 주진모, 양익준	3.6%	4.6%
	작은 신의 아이들	16	2018.03.03~2018.04.22	스튜디오드래곤, KPJ	강신호	한우리	강지환, 김옥빈, 심희섭	3.0%	3.8%
	미스터리스	12	2018.04.28~2018.06.03	스튜디오드래곤, 초록밤	한지승	고정운 등	한가인, 신현빈, 최희서	1.2%	1.6%
	라이프 온 마스	16	2018.06.09~2018.08.05	스튜디오드래곤, 프로덕션 K	이정효	이대일	정경호, 박성웅, 고아성	4.0%	5.6%
	보이스2	12	2018.08.11~2018.09.16	콘텐츠케이	이승영	미진원	이하나, 이진욱, 손은서	4.8%	6.8%
	플레이어	14	2018.09.29~2018.11.11	스튜디오드래곤, 아이월미디어	고재현	신재형	송승헌, 정수정, 이시연	4.4%	4.9%
	프리스트 (방영 중)	16	2018.11.17~	크레이브웍스	김종현	문민세	연우진, 정유미, 박용우	1.9%	2.5%

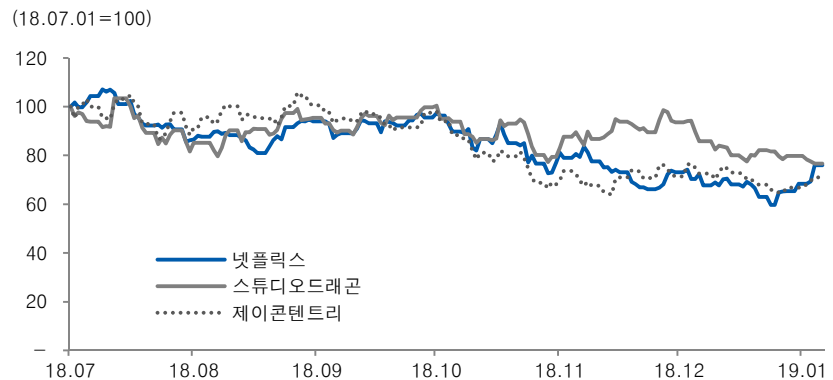
주: 스튜디오드래곤은 제작 Capa 문제로 인해 OCN 월화드라마는 제작하지 않고 있는 상태. 파란색 음영 표시는 대작드라마로 분류되는 작품
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 스튜디오드래곤, Peer 실적 및 Valuation 비교

	종목코드	단위	시총	2017			2018E			2019E		
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
스튜디오드래곤	253450 KS	(억원)	24,910	2,868	330	238	3,811	504	432	4,383	1,050	832
제이콘텐트리	036420 KS	(억원)	6,829	4,203	333	64	5,231	406	216	6,784	767	369
넷플릭스	NFLX US	(백만달러)	129,766	11,693	839	559	15,814	1,625	1,387	19,816	2,576	2,084
화치미디어	300133 CH	(백만달러)	2,019	774	121	94	953	129	113	1,149	163	141
화이브라더스	300027 CH	(백만달러)	1,839	582	91	123	663	121	96	774	148	118
신문화	300336 CH	(백만달러)	546	180	-	37	151	40	35	194	60	40
				2017			2018E			2019E		
				PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE
스튜디오드래곤		(배, %)		60.3	4.8	9.5	69.8	6.8	11.6	38.1	5.7	18.3
제이콘텐트리		(배, %)		73.8	3.0	5.3	31.0	2.0	8.8	18.1	1.8	10.4
넷플릭스		(배, %)		143.8	23.2	17.9	98.0	25.9	25.7	65.5	18.3	28.2
화치미디어		(배, %)		30.1	2.8	9.6	17.6	1.8	10.4	14.0	1.6	11.9
화이브라더스		(배, %)		29.1	2.5	8.9	16.5	1.2	6.9	13.5	1.1	7.9
신문화		(배, %)		24.8	-	-	15.8	1.2	7.7	13.5	1.1	8.2
중국 드라마 Peer 평균		(배, %)		22.9	2.4	9.0	16.6	1.4	8.3	13.7	1.3	9.3

주: 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리는 당사 추정치 기준. 넷플릭스 및 중국 드라마 제작사 Peer는 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 넷플릭스와 한국 드라마주 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,544	2,868	3,811	4,383	5,633
매출원가	1,328	2,397	3,164	3,167	3,458
매출총이익	216	471	647	1,216	2,176
판매비	50	142	138	166	216
영업이익	166	330	509	1,050	1,960
EBITDA	388	743	1,128	1,460	2,457
영업외손익	-61	-27	55	48	59
외환관련손익	-3	-14	22	0	0
이자손익	-8	-12	37	48	74
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-50	-2	-4	0	-15
법인세비용차감전순이익	105	303	564	1,098	2,019
법인세비용	24	64	128	266	489
계속사업순이익	81	238	435	833	1,531
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	238	435	833	1,531
지배지분순이익	81	238	435	833	1,531
포괄순이익	83	238	435	833	1,531
지배지분포괄이익	83	238	411	754	1,386

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	814	2,898	2,648	3,451	5,050
현금및현금성자산	115	513	457	1,252	2,670
매출채권 및 기타채권	394	554	648	657	834
재고자산	0	13	16	16	20
비유동자산	1,606	1,696	2,343	2,343	2,344
유형자산	12	11	11	11	11
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	23	38	43	43	43
자산총계	2,420	4,595	4,991	5,794	7,394
유동부채	845	907	832	803	872
매입채무 및 기타채무	205	340	497	468	537
단기차입금	81	0	0	0	0
유동성장기부채	0	100	0	0	0
비유동부채	214	3	63	63	63
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	0	0	0	0
부채총계	1,059	910	894	865	934
지배지분	1,361	3,684	4,096	4,929	6,459
자본금	110	140	140	140	140
자본잉여금	1,147	3,196	3,196	3,196	3,196
이익잉여금	83	321	756	1,588	3,119
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,361	3,684	4,096	4,929	6,459
순차입금	164	-1,822	-1,837	-2,632	-4,050
총차입금	281	100	0	0	0

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-124	-72	-78	115	824
당기순이익	81	238	435	833	1,531
감가상각비	2	3	3	4	4
외환손익	3	8	-6	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-461	-729	-1,126	-1,141	-1,216
기타현금흐름	250	408	615	419	506
투자활동 현금흐름	-695	-1,410	-83	-417	-503
투자자산	-3	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-1	-3	-4	-4
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-682	-1,410	-80	-413	-499
재무활동 현금흐름	935	1,881	-101	0	0
단기차입금	73	-81	0	0	0
사채 및 장기차입금	199	-100	-100	0	0
자본	560	2,078	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	103	-16	-1	0	0
연결법위변동 등 기타	0	-1	206	1,096	1,096
현금의 증감	115	398	-56	795	1,418
기초 현금	0	115	0	457	1,252
기말 현금	115	513	457	1,252	2,670
NOPLAT	166	330	509	1,050	1,960
FCF	-121	-58	-118	62	763

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

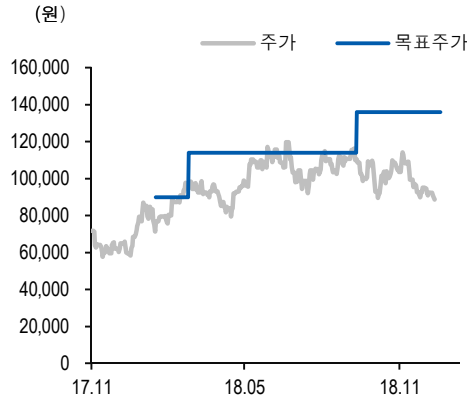
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	569	1,050	1,553	2,969	5,459
BPS	6,176	13,141	14,610	17,580	23,038
EBITDAPS	27,127	3,271	4,022	5,209	8,763
SPS	10,795	12,628	13,592	15,633	20,092
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	60.3	57.2	29.9	16.3
PBR	-	4.8	6.1	5.1	3.9
EV/EBITDA	-	21.4	20.5	15.3	8.5
PSR	-	5.0	6.5	5.7	4.4

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	85.7	32.9	15.0	28.5
영업이익 증가율 (%)	na	98.3	54.4	106.2	86.7
지배순이익 증가율 (%)	na	192.9	82.5	91.2	83.8
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	17.0	27.7	38.6
영업이익률 (%)	10.8	11.5	13.4	24.0	34.8
지배순이익률 (%)	5.3	8.3	11.4	19.0	27.2
EBITDA 마진 (%)	25.1	25.9	29.6	33.3	43.6
ROIC	21.8	19.7	24.8	46.1	82.4
ROA	6.7	6.8	9.1	15.4	23.2
ROE	12.0	9.5	11.2	18.4	26.9
부채비율 (%)	77.8	24.7	21.8	17.6	14.5
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-44.8	-53.4	-62.7
영업이익/금융비용 (배)	19.5	19.0	651.9	0.0	0.0

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-07	BUY	136,000	1년		
2018-10-04	BUY	136,000	1년		
2018-03-19	BUY	114,000	1년	-10.46	5.09
2018-02-08	BUY	90,000	1년	-5.24	8.56
2017-11-24	BUY	60,000	1년	14.10	45.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자시결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.