

스튜디오드래곤(253450)

4Q18 Preview: 판의 확장 지속

영업이익은 컨센서스 하회 예상

4분기 매출액은 1,027억원, 영업이익은 110억원으로 컨센서스(163억원)를 하회할 전망이다. 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 42.9%, 216.4% 늘어 성과 확대를 이어갈 것이다. 현재 방영중인 드라마 ‘알함브라 궁전의 추억(16부작, 12/1~1/20)’과 ‘남자친구(16부작, 11/28~1/24)’ 관련 국내 및 해외 콘텐츠 판매 매출은 4분기와 1분기에 나눠 인식될 예정이다. 영업이익률은 10.7%로 수익 호전에 힘입어 5.9%p 높아질 것이다. 2018년 경영 성과 감안시 4분기에 인센티브가 추가 반영될 가능성도 있다.

경쟁력 있는 작품 제작에 힘입어 수익 증대 지속

2019년에도 국내외 콘텐츠 수요가 증가함에 따른 수혜를 누리며 수익 규모를 키워나갈 전망이다. 2019년 제작 편수가 확정되진 않았으나 전년대비 제작 편수가 늘어날 가능성이 크다. 금년에는 이미 확정, 촬영 중인 ‘좋아하면 울리는(8부작)’ 외에 추가 작품까지 넷플릭스 오리지널 드라마를 2편 이상 제작할 예정이다. 캡티브 채널의 드라마 슬롯이 2018년 중에 OCN 수목 드라마(9월~), Olive 화요일 드라마(11월~) 등이 늘어난 바 있어 연간으로 제작 편수 증가에 기여할 수 있다. 상반기 방영 예정인 ‘아스달 연대기’를 시작으로 금년에도 경쟁력 있는 텐트폴(유명 배우, 감독, 자본 투입으로 흥행에 성공할 가능성이 큰 작품) 작품 라인업을 준비하고 있어 국내뿐 아니라 글로벌 수익 증대로 이어질 전망이다.

글로벌 영향력 커지는 구간, 매수 유지

매수 의견과 목표주가 14만원(12MF PER 47배(상장 이후 1년간 forward PER 적용)을 유지한다. 금년에는 넷플릭스 오리지널 콘텐츠뿐 아니라 1~2편의 중국 공동제작 드라마 추진 등으로 글로벌 수익 확대가 가속화될 전망이다. 국내외 OTT 플랫폼간 헤게모니 장악을 위한 경쟁 구도 감안시 콘텐츠에 대한 수요 증가가 지속될 것으로 예상된다. 충분한 제작 역량과 캐파를 확보하고 있어 그 수혜를 우선적으로 누릴 가능성이 크다. 2019년 영업이익은 81% 늘어날 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	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	381	50	43	1,527	45.1	106	62.9	23.8	6.5	11.0	0.0
2019F	506	91	76	2,692	76.2	165	35.7	15.2	5.5	16.8	0.0
2020F	616	128	104	3,718	38.1	217	25.8	11.4	4.6	19.4	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

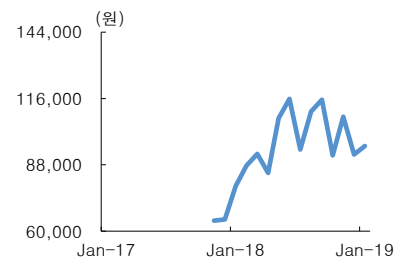
Stock Data

KOSPI(1/14)	2,065
주가(1/14)	96,000
시가총액(십억원)	2,693
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	119,800/68,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,391
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.2/2.4
주요주주(%)	씨제이이엔엠 외 3인 74.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.6	(19.9)	40.1
KOSDAQ 대비(%)	1.0	(2.4)	61.9

주가추이



자료: FnGuide

최민하

mhchoi@truefriend.com

〈표 1〉 4Q18 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18F	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	71.9	123.7	102.7	(17.0)	42.9	106.5	(3.6)
영업이익	3.5	21.5	11.0	(48.9)	216.4	16.3	(32.7)
영업이익률	4.8	17.4	10.7	(6.7)	(15.5)	15.3	4.6
세전이익	1.7	22.1	11.1	(49.8)	556.8	15.4	(27.9)
지배주주순이익	2.0	17.3	8.8	(49.1)	341.8	14.4	(38.5)

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	102.7	100.0	131.0	139.7	135.1	195.5	286.8	380.6	505.8
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	53.0	46.6	58.0	62.5	66.3	87.8	131.2	176.7	233.4
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	39.3	43.1	61.2	65.6	57.7	75.4	111.8	163.6	227.5
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	10.3	10.4	11.8	11.6	11.1	32.3	43.7	40.2	44.9
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	14.6	18.4	30.0	32.1	25.0	27.1	47.1	63.6	105.5
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	3.6	3.4	3.5	3.5	3.8	5.9	14.1	13.2	14.2
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	11.0	15.0	26.5	28.7	21.2	21.2	33.0	50.4	91.4
영업외손익	(0.7)	0.1	(0.3)	(1.8)	0.2	3.7	0.6	0.1	1.1	2.4	1.0	1.0	(5.9)	(2.7)	4.6	5.6
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	11.1	16.1	28.9	29.6	22.3	15.3	30.3	55.1	96.9
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	8.8	12.5	22.5	23.1	17.3	13.0	23.8	42.9	75.5
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	14.2	18.4	22.9	23.0	18.5	13.9	16.4	16.7	20.9
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	10.7	15.0	20.2	20.5	15.7	10.8	11.5	13.3	18.1
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	8.6	12.5	17.2	16.5	12.8	6.6	8.3	11.3	14.9
(% YoY)																
매출액	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	42.9	25.2	76.4	12.9	31.6	33.6	46.7	32.7	32.9
편성	-	-	-	-	54.5	41.1	17.1	36.0	14.4	70.3	27.9	25.1	36.8	49.5	34.6	32.1
판매	-	-	-	-	(12.0)	9.5	172.0	53.0	34.2	112.5	3.5	46.5	7.9	48.3	46.3	39.0
기타	-	-	-	-	(43.4)	(1.9)	(8.3)	43.8	47.0	3.5	1.6	8.0	163.7	35.3	(8.1)	11.8
매출총이익	-	-	-	-	(18.6)	(12.8)	131.0	95.4	34.7	182.5	29.4	71.9	(14.3)	73.9	35.0	65.9
판관비	-	-	-	-	7.3	0.2	(16.6)	(10.2)	14.5	6.6	3.6	5.6	57.9	138.2	(6.1)	7.3
영업이익	-	-	-	-	(23.7)	(17.6)	223.0	216.4	40.4	262.0	33.4	93.5	(24.0)	55.6	52.9	81.2
영업외손익	-	-	-	-	(흑전)	3,948.9	(흑전)	(흑전)	573.3	(34.6)	72.4	835.9	(적전)	(적지)	(흑전)	21.8
세전이익	-	-	-	-	(18.2)	23.0	247.7	556.8	48.6	162.0	34.1	100.8	(48.7)	97.4	81.9	76.1
순이익	-	-	-	-	(41.3)	217.4	206.3	341.8	59.5	153.7	33.1	96.6	(44.3)	83.8	79.9	76.0
매출총이익률	-	-	-	-	(23.2)	(27.1)	44.7	36.8	7.6	60.2	14.7	30.7	(35.9)	18.6	1.7	24.8
영업이익률	-	-	-	-	(28.1)	(31.1)	102.3	121.5	12.1	105.2	18.2	47.1	(43.1)	6.1	15.2	36.3
순이익률	-	-	-	-	(44.6)	165.3	91.9	209.3	27.3	43.9	18.0	49.4	(58.3)	25.3	35.6	32.4

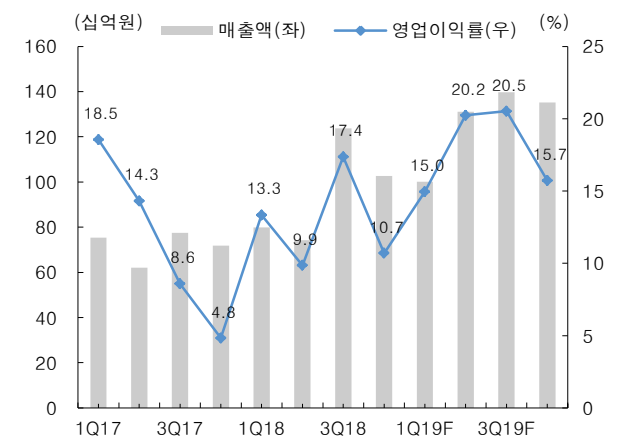
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 3〉 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	11.5~12.25	16부	유경선	김윤철	문채원, 윤현민, 서지훈	월화
	20		남자친구	11.28~19.1.24	16부	유영아	박신우	송혜교, 박보검, 차화연	수목
	21	OCN	알함브라 궁전의 추억	12.1~19.1.20	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜, 한보름	토일
	22		손 the guest	9.12~11.1	16부	권소라, 서재원	김홍선	김동욱, 김재욱, 정은채	수목
	23		플레이어	9.29~11.11	14부	신재형	고재현	송승헌, 크리스탈, 이시연	토일
	24		신의 퀴즈: 리부트	11.14~19.1.10	16부	강은선	김종혁	류덕환, 윤주희, 박준면	수목
	25		프리스트	11.24~19.1.13	16부	문만세	김종현	연우진, 정유미, 박응우	토일
	26	Olive	은주의 방	11.6~19.1.22	12부	박상문 등	장정도 등	류혜영, 김재영, 윤지은	화
2019	1	tvN	왕이 된 남자	1.7~	16부	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영, 김상경	월화
	2		로맨스는 별책부록	1.26~	16부	정현정	이정효	이종석, 이나영, 김태우	토일
	3		진심이 닿다	2.6~	16부	이명숙 등	박준화	이동욱, 유인나	수목
	4		자백	3월~	-	임희철	김철규	준호, 유재명	토일
	5		어비스	상반기	-	문수연	-	박보영	-
	6		사이코메트리 그녀석	상반기	-	양진아	김병수	진영, 신예은, 김다솜	-
	7		아스달 연대기	상반기	16부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	-
	8		악마가 너의 이름을 부를때	상반기	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호	-
	9		지정 생존자	상반기	16부	-	-	지진희	-
	10		식빵 굽는 남자	2019년	-	주화미	이종재	육성재	-
	11	OCN	하늘에서 떨어진 풀	2019년	-	-	김상호	윤현민, 안우연	-
	12		소원을 말해봐	2019년	-	백미경	김상호	-	-
	13		빙의	2.13~	-	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	수목
	14		블루아이즈	3월~	-	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나	-
	15		보이스 시즌3	2019년	-	-	-	-	-
	16	넷플릭스	좋아하면 울리는(시즌제)	-	8부	이아연	이나정	김소현, 정가람, 송강	-

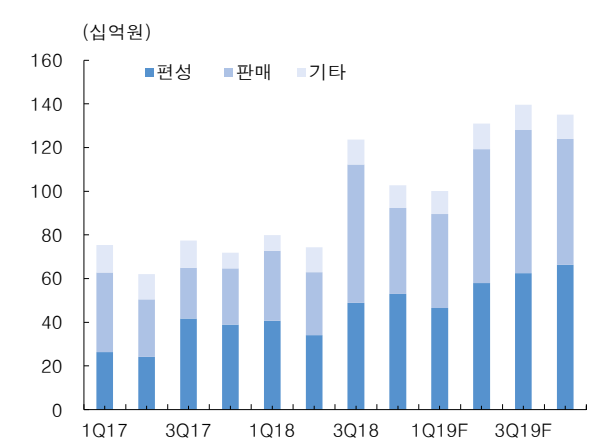
주: No.는 연도 기준으로 스튜디오드래곤이 제작한 드라마 편수
 자료: 언론 자료, 한국투자증권

[그림 1] 영업이익률 향상 추세 지속



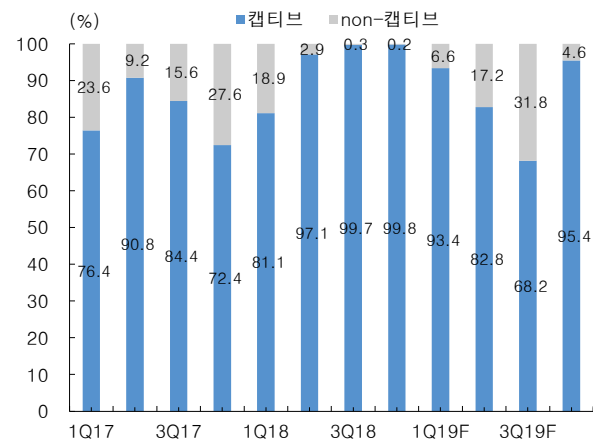
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액



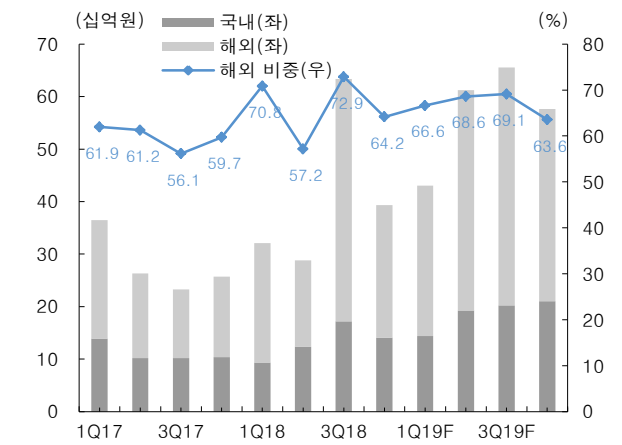
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] non-캡티브 편성 매출 비중 다시 높아질 것



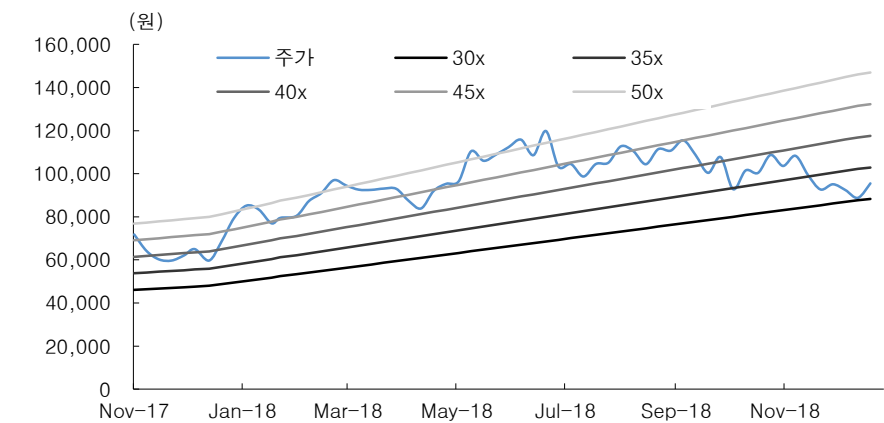
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



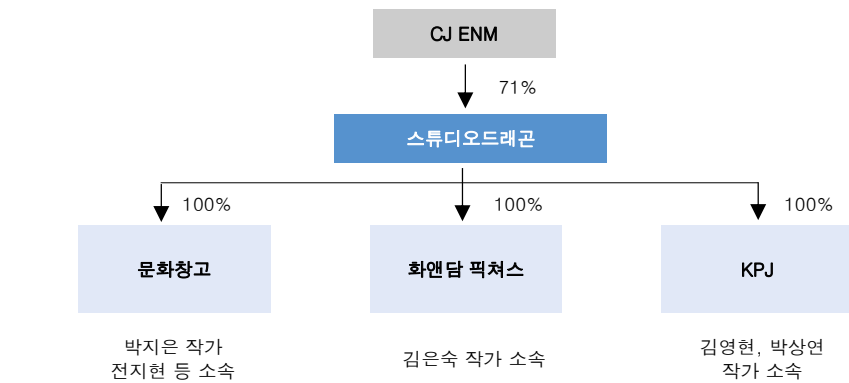
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12개월 forward PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 지배구조



주: 2018년 말 기준
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	256	289	323
현금성자산	12	51	27	36	44
매출채권및기타채권	39	55	72	81	92
재고자산	0	1	2	2	3
비유동자산	161	170	234	301	362
투자자산	2	4	5	7	8
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	169	225	274
자산총계	242	459	490	590	685
유동부채	84	91	78	103	94
매입채무및기타채무	23	34	47	57	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	78	104	95
지배주주지분	136	368	411	487	591
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
기타자본	2	3	3	3	3
이익잉여금	8	32	75	150	255
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	411	487	591

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(12)	(7)	88	153	167
당기순이익	8	24	43	76	104
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	22	41	55	73	89
자산부채변동	(46)	(73)	(10)	4	(27)
기타	4	1	0	0	1
투자활동현금흐름	(70)	(141)	(102)	(144)	(159)
유형자산투자	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(141)	(1)	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(97)	(129)	(138)
기타	(69)	0	(4)	(13)	(19)
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	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	381	506	616
매출원가	133	240	317	400	473
매출총이익	22	47	64	106	143
판매관리비	5	14	13	14	15
영업이익	17	33	50	91	128
금융수익	1	1	6	6	7
이자수익	0	1	3	4	4
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	55	97	134
법인세비용	2	6	12	21	30
연결당기순이익	8	24	43	76	104
지배주주지분순이익	8	24	43	76	104
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	8	24	43	75	104
지배주주지분포괄이익	8	24	43	75	104
EBITDA	39	74	106	165	217

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	378	1,053	1,527	2,692	3,718
BPS	6,176	13,141	14,658	17,347	21,063
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	85.7	32.7	32.9	21.7
영업이익증가율	NM	98.3	52.9	81.2	39.6
순이익증가율	NM	192.9	79.6	76.3	38.1
EPS증가율	NM	178.5	45.1	76.2	38.1
EBITDA증가율	NM	91.4	42.6	55.8	31.6
수익성(%)					
영업이익률	10.8	11.5	13.3	18.1	20.7
순이익률	5.3	8.3	11.3	14.9	16.9
EBITDA Margin	25.1	25.9	27.8	32.6	35.3
ROA	3.4	6.8	9.0	14.0	16.4
ROE	6.0	9.5	11.0	16.8	19.4
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)	(167)	(185)	(207)
차입금/자본총계비율(%)	20.6	2.7	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	61.7	62.9	35.7	25.8
PBR	NM	4.9	6.5	5.5	4.6
EV/EBITDA	0.4	22.1	23.8	15.2	11.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 15일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.