

Bookook Research Center

이준규 (02)368-9523

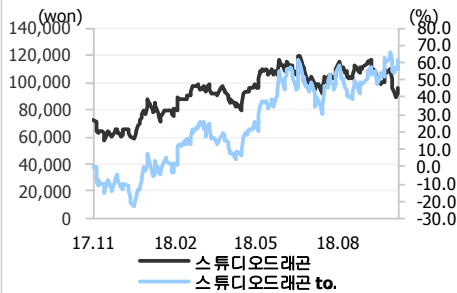
Ridden79@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 130,000원(45.6%)

현재가 (원)	89,300
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	140
시가총액 (억원)	25,050
상장주식수 (만주)	2,805
외국인보유비중 (%)	2.16
60일 평균거래량 (주)	181,510
52주 최고/최저 (원)	119,800
	71,400
주요주주	CJ ENM 71.30 %

Stock Performance



스튜디오드래곤 (253450)

2019년은 중요한 한 해

- 4Q18 매출액 1,097억원(+52.6% YoY), 영업이익 162억원(+362.9% YoY) 추정
- 2019년 매출액 4,936억원(+27.3% YoY), 영업이익 1,003억원(+80.1% YoY) 추정
- 2019년 콘텐츠 제작편수는 33 ~ 35편, 이 중 오리지널은 3편 이상 예상.

4Q18는 다소 미흡한 실적 예상

4Q18 예상실적은 1,097억원(+52.6% YoY), 영업이익 162억원(+362.9% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 추정. 이는 핵심 콘텐츠였던 '알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'의 매출액이 4Q18~1Q19에 나눠서 인식될 예정이기 때문. 또 '미스터 션샤인' 등 판매 완료된 작품의 무형자산상각비 인식이나 4분기 인센티브 지급에 따른 비용증가 가능성도 상존.

1Q19 Captive 드라마들의 실적 견인 기대

'알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'의 매출액의 잔여가 인식될 예정이며 tvN 신규편성 드라마 3편, '왕이 된 남자(월화)', '진심이 닿다(수목)', '로맨스는 별책부록(토일)'이 1월과 2월에 걸쳐 각각 방송되면서 실적을 견인할 것으로 기대. 이 중 '로맨스는 별책부록(토일)'은 넷플릭스 방영이 확정되어 추후 OTT판매수익도 인식될 예정.

2019년은 사업확장이 본격화될 시기

글로벌 OTT의 경쟁심화와 중국 OTT시장의 개화로 인해 국내외 콘텐츠 수요의 구조적 증가세가 2019년 본격화될 전망. 이에 따라 CJ ENM Captive형 물량은 물론 OTT형 물량도 꾸준히 증가할 것으로 기대. 이와 더불어 각 플랫폼들의 오리지널 제작, 경쟁심화에 따른 콘텐츠 판매단가도 꾸준히 상승하면서 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 전망.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2015	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA
2016	1,544	166	105	81	387	NA	0.4	NA	NA
2017	2,868	330	303	238	1,051	61.9	22.1	6.0	9.5
2018E	3,876	557	577	450	1,604	57.6	18.6	7.9	11.5
2019E	4,936	1,003	1,042	803	2,861	31.2	14.1	5.4	17.8

투자포인트

투자포인트

중국 OTT형 콘텐츠 계약금액은 기대치 이하. 하지만 투자매력도를 저해할 요인은 아니라는 판단

목표주가: 130,000원

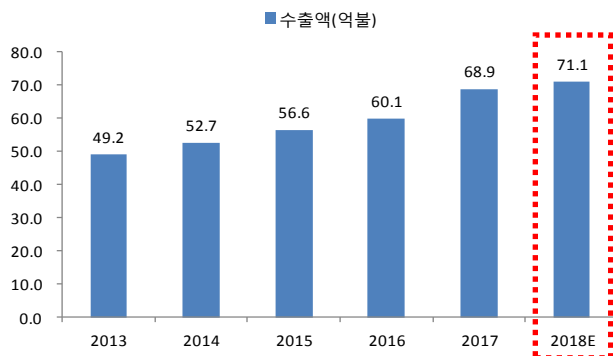
투자의견: Buy

당사는 동사의 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 130,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 4Q18 중국 OTT와 계약되었던 '알함브라 궁전의 추억'이 동시 반영이 아닌 구작 기준으로 계약되어 예상보다 낮은 금액으로 계약이 성사된 것으로 보여 4Q18 실적 추정치 하향이 불가피했기 때문이다. 하지만 본 계약을 통해 2019년 중국시장에 대한 불확실성을 제외할 수 있었고 콘텐츠 산업의 구조적 성장세가 당분간 이어질 것을 감안하면 단기 실적 하락이 동사에 대한 투자 매력도를 저해하는 요인은 아니라는 판단이다.

2019년은 CJ ENM외 글로벌 플랫폼들의 오리지널 시리즈 제작이 본격화될 시기이다. 특히 하반기부터 본격화될 글로벌 플랫폼들의 국내시장 진출과 중국 플랫폼의 콘텐츠 확보 움직임은 동사의 가치 증가에 크게 기여할 것으로 기대된다. 무엇보다도 동사는 올해부터 당장 연간 콘텐츠 제작편수가 33편 이상으로 늘어나기 때문에 의미있는 외형성장도 가능할 전망이다. 따라서 당사는 동사를 미디어 업종 내 Top pick의 관점을 계속 유지한다.

[그림 1] 국내 콘텐츠산업 수출동향

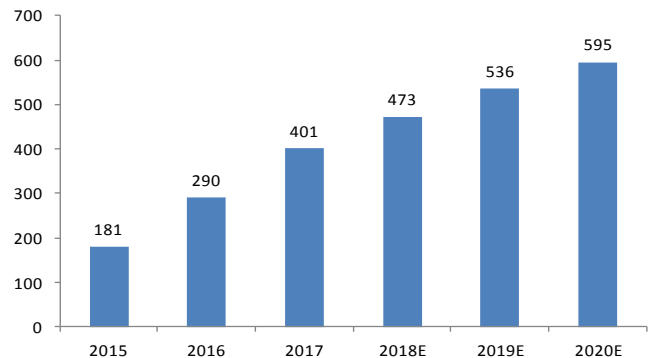
(단위: 억불)



자료: 한국콘텐츠진흥원 부국증권

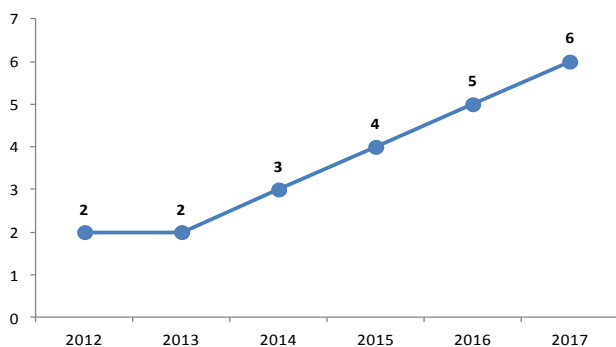
[그림 2] 글로벌 OTT가입자수 전망

(단위: 백만명)



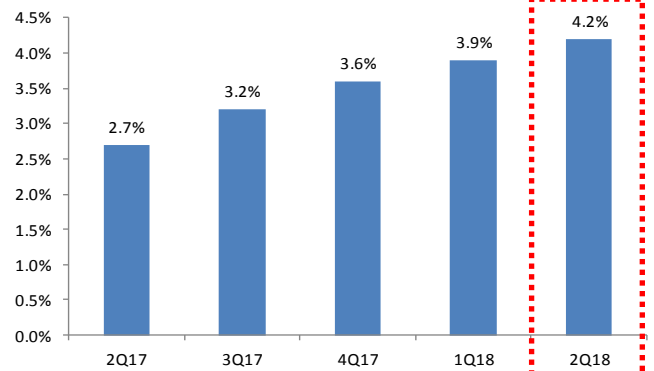
자료: 정보통신정책진흥원 부국증권

[그림 3] 글로벌 유료TV 수익 내 OTT의 비중 추이



자료: 정보통신정책진흥원 부국증권

[그림 4] 분기별 콘텐츠 평균 시청률



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

4분기 및 2019년 실적 Preview

4Q18 예상실적 매출액 1,097억원
(+52.6% YoY), 영업이익 162억원
(+362.9% YoY)으로 추정

4Q18는 시장기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 이는 핵심 콘텐츠였던 '알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'의 매출액이 4Q18~1Q19에 걸쳐 인식될 예정인데, 두 작품 모두 시장의 예상을 밑도는 흥행성가를 거뒀다. 물론 '알함브라 궁전의 추억'은 2018년 들어 넷플릭스(글로벌)와 중국 OTT에 모두 판매되기는 했지만 중국향 판매가 동시 방영 아닌 방영작 기준이었던 점에서 실적기여도는 시장기대치보다 낮을 수 밖에 없을 것으로 예상된다. '남자친구' 역시 100개국 이상 지역에 판매되었으나 외부 기획작이었고 국내에서의 흥행성과도 다소 낮았으므로 인식되는 실적은 다소 제한적이었을 것으로 판단된다. 게다가 '미스터 션샤인' 등 해외 판매까지 완료된 작품들의 무형자산상각비 증가나 4분기 인센티브 지급에 대한 가능성도 있으므로 비용은 늘어날 가능성이 높다. 따라서 4Q18 예상실적은 매출액 1,097억원(+52.6% YoY), 영업이익 162억원(+362.9% YoY)으로 추정된다.

2019년은 외형성장과 수익성 증가 모두
가능할 것으로 기대

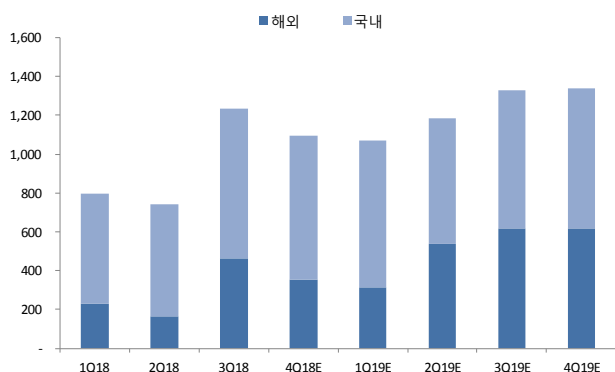
2019년은 국내와 해외 모두 콘텐츠 수요가 증가하면서 시장 규모 증가에 대한 수혜를 크게 누리게 될 전망이다. 아직 2019년 제작 편수가 확정되지 않았으나 이미 제작 편수는 이전부터 꾸준히 늘어나는 추세(당사는 33 ~ 35편으로 예상)였고 올해도 그 기조는 유지될 전망이다. 게다가 이미 방영이 확정된 '좋아하면 울리는(8부작)' 등 넷플릭스 오리지널 드라마도 2편 이상 제작될 예정이고 중국 OTT 역시 오리지널 콘텐츠 제작 계약이 성사될 가능성도 낮지는 않은 상황이다. 또 모회사 CJ ENM채널의 드라마 슬롯이 작년과 같이 늘어날 가능성이 있으므로 연간 Captive 제작 편수 역시 증가할 가능성이 있다.

2019년 예상실적 매출액 4,936억원
(+27.3% YoY), 영업이익 1,003억원
(+80.1% YoY) 추정

결과적으로 2019년 예상실적 매출액 4,936억원(+27.3% YoY), 영업이익 1,003억원(+80.1% YoY)으로 추정되며 전년 대비 큰 폭의 실적개선이 예상된다. 하반기에도 글로벌 및 중국 OTT라는 신규 유통플랫폼을 통한 외형성장이 당분간 지속될 예정이다. 현재까지 중국 시장이 본격적으로 개방된 것은 아니어서 중국판권판매에 대한 공격적인 실적추정은 아직 불가하지만, 금년 중국시장의 상황에 따라 추가적인 실적추정치 상향도 가능할 것으로 판단된다.

[그림 5] 국내/해외 판매 매출 전망

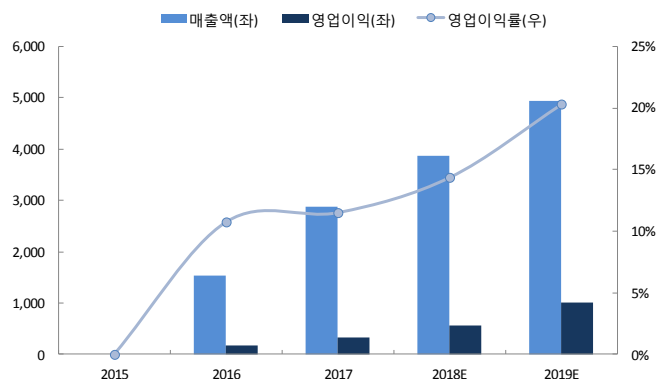
(단위 : 억원)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

[그림 6] 연간 실적 추이 및 전망

(단위 : 억원 %)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

2019년은 사업 방향성을 결정짓는 분수령이 될 한 해

글로벌 OTT시장의 경쟁심화가 동사의 실적개선에 기여할 것

동사는 드라마 제작편수 증가를 통해 외형성장을 꾀하면서 글로벌 OTT플랫폼의 경쟁을 토대로 수익성 확보를 최대한 누리게 될 것이다. 디즈니는 글로벌 OTT시장에 진출할 준비를 마무리해 가고 있으며 AT&T나 아마존 역시 늦어도 2020년부터는 신규 플랫폼 진입이 유력하므로 글로벌 OTT시장의 경쟁심화는 콘텐츠 단가상승을 가속화시킬 것이다. 즉, 이러한 경쟁심화는 동사의 실적과 바로 연계되어 그 효과가 입증될 것으로 기대된다.

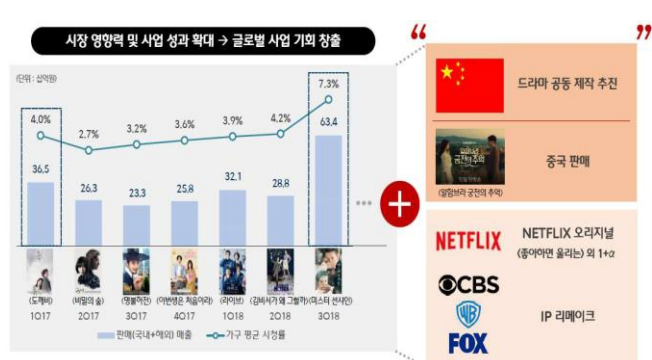
중국시장의 영업환경은 재개방 이후에도 어려울 전망

사실 '남자친구'와 '알함브라 궁전의 추억'은 방영 전부터 중국에서 많은 인기를 끌지 않을까 내심 기대되었던 작품이지만, 예상외로 '남자친구'와 '알함브라 궁전의 추억'에 대한 현지의 관심은 높지 않다. 중국의 웨이보 핫이슈 조회 수를 보면 '남자친구'는 5.8억 회, '알함브라 궁전의 추억'은 1.9억 회밖에 안되며 이는 중국의 인기 드라마가 수십억 회의 조회 수를 기록하는 것과 비교해볼 때, 꽤 낮은 수치이다. 이는 한류 드라마가 많은 이들이 좋아한다기보다는 일부 고정 팬이 즐기는 드라마가 되고 있으며, 중국 팬들도 스타가 아니라 작품성을 보는 눈이 생기고 있기 때문으로 보여진다. 결과적으로 현재같이 스타에 의존한 한류 드라마는 향후 중국인들에게 매력적으로 다가가기 어려우며 중국 정부의 보호 정책이나 중국 드라마 산업의 발전 속도를 감안하면, 중국시장에서의 영업환경은 향후에도 크게 개선되기는 어려울 수 있다고 판단된다.

동사의 다양한 콘텐츠 제작 편수 증가는 중국 및 OTT시장에서 긍정적 시너지를 발생시킬 수 있을 것으로 기대

하지만 중요한 점은 현재 한국이 대중성이나 시장성만을 쫓는 것이 아니라 개성 있으며 수준 높은 작품을 만들어 가고 있다는 것이다. 드라마 제작 소재 역시 가정사나 연애사에 국한되었던 과거와 달리 초자연현상, 범죄, 사회이슈 등 다양하게 활용되고 있으며 장르 역시 SF, 판타지, 호러 등 다양하게 확대되고 있다. 이러한 추세 변화는 최근 글로벌 시장 트렌드에 좀더 적합한 방향으로 평가되며 현재 이러한 추세의 변화를 국내에서는 동사와 제이콘텐트리, 양사가 주도하고 있다고 판단된다. 따라서 향후 동사가 한국 방영작과 같이 다양성을 추구하는 드라마 제작 편수를 늘려갈 수 있다면 중장기적으로 중국시장에서의 위상 회복이나 OTT시장 진출에 긍정적인 시너지를 발생시킬 수 있을 것으로 기대된다.

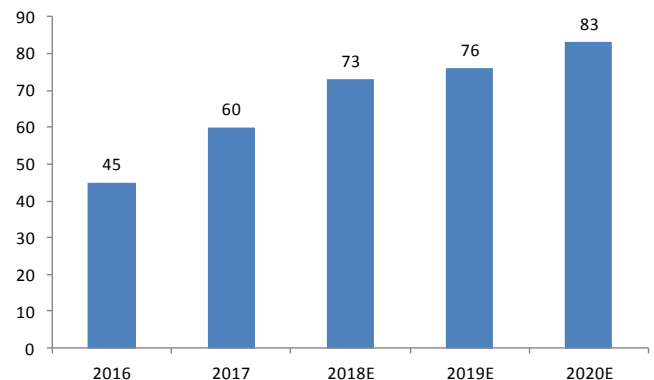
[그림 7] 2019년 성장 전략(해외)



자료: 스튜디오드래곤

[그림 8] 연간 작가수 전망

(단위: 명)



자료: 언론자료

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격	괴리율(%)	
			평균	최고
2018.11.05	Buy	130,000원	-18.9%	-12.2%
2018.11.30	Buy	140,000원	-31.8%	-22.1%
2019.01.21	Buy	130,000원	-	-



- ❖ 본 자료는 2019년 1월 21일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장 과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이준규
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(2018. 01. 01~현재)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	합계
비중(%)	100%	-	-	100%

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	814	2,898	3,443	4,549
현금 및 현금성자산	115	513	790	1,661
매출채권	370	549	614	731
재고자산	0	13	22	24
비유동자산	1,606	1,696	1,962	1,768
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	12	11	10	7
무형자산	1,239	1,275	1,449	924
자산총계	2,420	4,595	5,405	6,317
유동부채	845	907	1,243	1,463
매입채무	58	61	44	57
단기금융부채	81	100	60	60
비유동부채	214	3	52	-57
장기금융부채	199	0	53	-51
기타비유동부채	11	1	-10	-21
부채총계	1,059	910	1,295	1,406
지배주주지분	1,361	3,684	4,110	4,911
자본금	110	140	140	140
자본잉여금	1,147	3,196	3,196	3,196
이익잉여금	83	321	770	1,573
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,361	3,684	4,110	4,911

현금흐름표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
영업활동으로 인한 현금흐름	-124	-72	285	1,283
당기순이익(손실)	105	303	450	803
비현금수익비용가감	248	458	854	753
유형자산감가상각비	2	3	3	3
무형자산상각비	220	410	721	550
영업활동으로 인한 자산 및	-461	-729	-910	-36
매출채권 감소(증가)	-271	-137	-228	-118
재고자산의(증가)감소	0	-21	-6	-2
매입채무 감소(증가)	110	90	117	84
투자활동으로 인한 현금흐름	-695	-1,410	45	-286
유형자산처분(취득)	-11	0	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	-10	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-1,408	21	-315
재무활동으로 인한 현금흐름	935	1,881	-52	-126
장단기금융부채의 감소(증가)	272	-181	-187	-104
자본의 증가(감소)	560	2,078	0	0
배당금지급	0	0	0	0
현금의 증가	115	398	277	871
기초현금	0	115	513	790
기말현금	115	513	790	1,661

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,544	2,868	3,876	4,936
매출원가	1,328	2,397	3,182	3,743
매출총이익	216	471	694	1,193
판매비와관리비	50	142	137	190
조정영업이익	166	330	557	1,003
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	166	330	557	1,003
이자손익	-8	-12	35	43
외환손익	-3	-14	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	105	303	577	1,042
법인세비용	24	64	127	240
계속사업이익	81	238	450	803
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	81	238	450	803
지배주주	81	238	450	803
EBITDA	388	743	1,280	1,556
FCF	53	412	1,158	1,258
EBITDA 마진율(%)	25.1	25.9	33.0	31.5
영업이익률(%)	10.8	11.5	14.4	20.3
지배주주귀속 순이익률(%)	5.3	8.3	11.6	16.3

주요투자지표

(단위: 억원)

	2016	2017	2018E	2019E
P/E(x)	NA	61.9	57.6	31.2
P/CF(x)	NA	22.6	22.1	18.5
PBR(x)	NA	6.0	7.9	5.4
EV/EBITDA(x)	0.4	22.1	18.6	14.1
EPS(원)	387	1,051	1,604	2,861
CFPS(원)	1,443	2,871	4,186	4,832
BPS(원)	3,350	10,790	11,680	16,410
DPS(원)	0	0	0	0
매출액증가율(%)	NA	85.7	35.1	27.4
EBITDA 증가율(%)	NA	91.4	72.4	21.5
조정영업이익증가율(%)	NA	98.3	68.8	80.2
지배주주순이익증가율(%)	NA	192.9	88.6	78.4
EPS 증가율(%)	NA	171.2	52.7	78.4
매출채권회전율(회)	8.4	6.2	6.7	7.3
재고자산회전율(회)	NA	443.0	222.2	215.6
ROA(%)	3.4	6.8	9.0	13.7
ROE(%)	NA	9.5	11.5	17.8
부채비율(%)	77.8	24.7	31.5	28.6
순차입금/자기자본(%)	12.1	-49.3	-49.9	-61.6
영업이익/이자비용(x)	19.5	19.0	712.6	97.3