

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

(19.01.24)

88,400

미디어업종

컨텐츠가 쌓이면 돈이된다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 36%, 현재 연간 25편 수준인 드라마 제작 물량을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 실적 전망에 기반한 목표주가 산출

4Q18 Preview: 예상보다는 낮은 실적 전망. 아직은 초기 투자시기

- 매출 965억원(+34% yoy, -22% qoq), 영업이익 100억원(+191% yoy, -53% qoq) 전망
- 텐트폴인 <알함브라 궁전의 추억> 제작 매출이 반영되면서 당사의 직전 추정대비 매출은 60억원 상향 조정했으나, 당사에서 예상했던 중국 판매가 아직 성사되지 않았고, '18년 성과에 대한 성과급이 반영되면서 직전 추정대비 영업이익은 100억원 하향 조정
- 제작비 450억원으로 추정되는 <미스터 션샤인>의 판권 상각이 진행 중인 것도 당기 실적에는 부담으로 작용(통상 제작비의 30%를 무형자산으로 인식 후 1.5년 동안 상각)

컨텐츠 경쟁력은 계속해서 상승 중. 단기 주가는 시청률과 넷플릭스 주가에 반응

- 스튜디오 드래곤 제작, tN 방영 드라마의 전략은, 금토 20시/23시, 월화 23시 등의 시간대에 편성함으로써 지상파와의 직접 경쟁을 피하는 것. <미생, 8.2%>, <응답하라 1988 18.8%>, <시그널, 12.5%>, <도깨비, 20.5%> 등이 이러한 전략하에 성공한 사례
- 주력인 주말드라마의 경쟁력이 높아지면서 '17년부터는 지상파와의 직접 경쟁을 위해 편성 시간을 21시로 변경. 이후 방영된 <미스터 션샤인>과 <알함브라 궁전의 추억>은 각각 최고 시청률 18.1%와 10%로 경쟁력 입증
- 주말드라마의 시간대 변경에 이어 월화도 기존 23시에서 17,10월부터는 지상파와 동일한 시간대인 21:30으로 변경. 이후 방영된 6개 드라마 시청률은 꾸준히 상승 중. 현재 방영중인 월화 <왕이 된 남자>는 최고 시청률 8.9%로 동시간대 5개 드라마 중 2위
- 18.6월, 스튜디오 드래곤은 유료 회원 1.4억명의 넷플릭스에 국내 최고 금액인 약 300억원에 컨텐츠를 판매. 따라서, 넷플릭스에 컨텐츠를 지속적으로 판매할 수 있을 것인지의 여부가 실적과 주가 전망에 영향을 줄 수 밖에 없음. '18년 상반기 동안 넷플릭스는 119%, 드래곤은 63% 상승 후, 18.7월 고점으로 넷플릭스 -30%, 드래곤 -36% 하락
- 넷플릭스는 연간 8조원을 컨텐츠에 투자. 최근 미국에서 13~18% 가격 인상 발표. 전일 한국에서 열린 <킹덤> 제작 관련 기자회견에서는 한국 컨텐츠 투자 확대 언급. 따라서, 경쟁력 있는 컨텐츠를 제작하고 있는 드래곤의 넷플릭스로의 판매는 지속될 것

(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18(F)				1Q19			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	72	124	91	97	34.2	-22.0	105	97	21.6	0.6
영업이익	3	21	20	10	191.1	-53.0	15	23	118.6	130.7
순이익	2	17	16	9	326.3	-50.9	11	19	138.9	120.6

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	154	287	369	374	1.4	383	85.7	30.5
영업이익	17	33	59	50	-16.4	55	98.3	50.3
순이익	8	24	50	43	-14.5	46	192.9	78.6

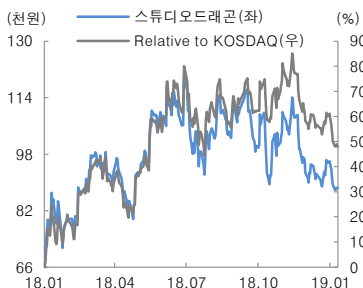
자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	704.41
시가총액	2,480십억원
시가총액비중	1.06%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 71,400원
120일 평균거래대금	182억원
외국인지분율	2.12%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-13.9	-12.5	1.6
상대수익률	-11.1	-14.5	-5.4	29.1



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	374	440	464
영업이익	17	33	50	73	91
세전순이익	10	30	56	81	100
총당기순이익	8	24	43	60	74
지배지분순이익	8	24	43	60	74
EPS	5,691	1,050	1,519	2,144	2,630
PER	0.0	61.9	58.2	41.2	33.6
BPS	61,763	13,141	14,653	16,348	18,328
PBR	0.0	4.9	6.0	5.4	4.8
ROE	12.0	9.5	10.9	13.8	15.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

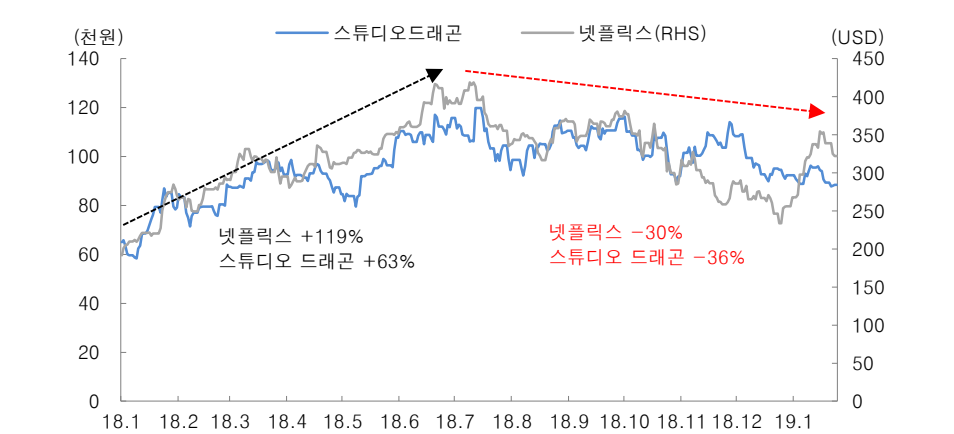
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	369	435	374	440	1.4	1.2
판매비와 관리비	14	13	14	13	0.2	0.0
영업이익	59	85	50	73	-16.4	-14.1
영업이익률	16.1	19.6	13.2	16.6	-2.8	-3.0
영업외손익	6	8	6	8	0.0	0.0
세전순이익	65	93	56	81	-14.9	-12.9
지배지분순이익	50	69	43	60	-14.5	-12.9
순이익률	13.5	15.9	11.4	13.7	-2.1	-2.2
EPS(지배지분순이익)	1,776	2,462	1,519	2,144	-14.5	-12.9

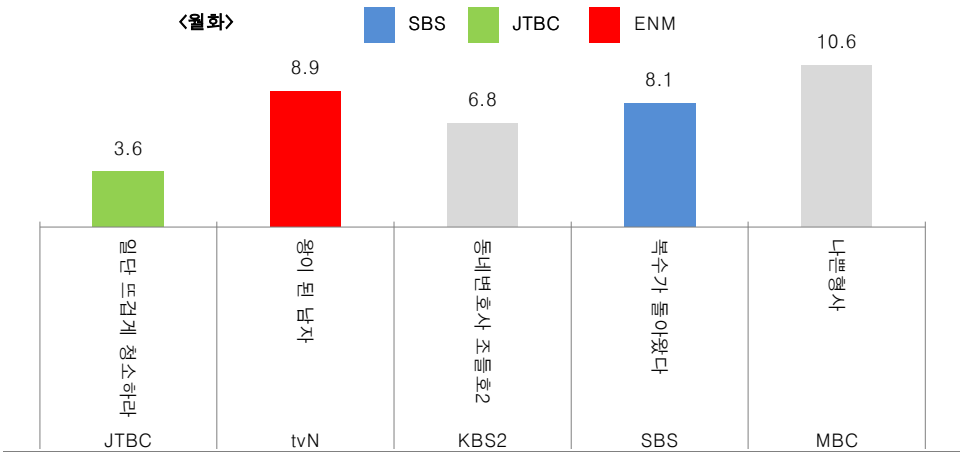
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 넷플릭스 주가 vs. 스튜디오 드래곤 주가



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 월화 드라마 시청률 비교



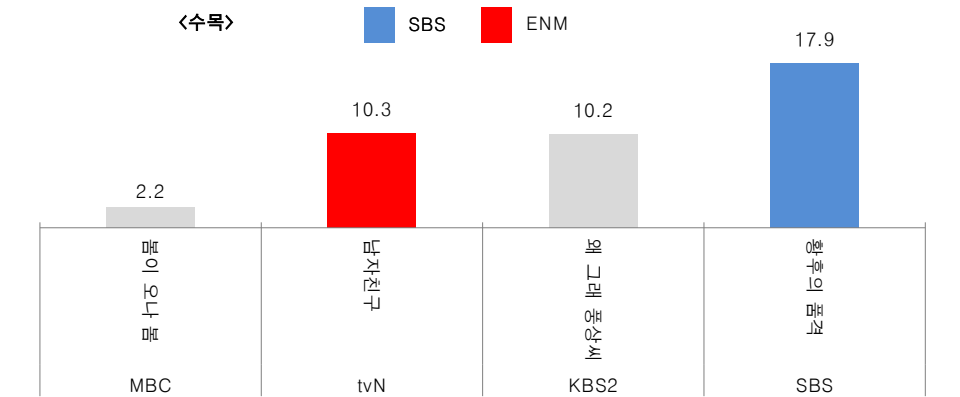
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. tvN 월화드라마 최고 시청률

드라마	방영 연도	제작사	화차	최고 시청률	주연
이번 생은 처음이라	2017.10.09 ~ 2017.11.28	스튜디오 드래곤	16	4.9	이민기, 정소민, 이솜
크로스	2018.01.29 ~ 2018.03.20	스튜디오 드래곤	16	4.7	고경표, 조재현, 전소민
멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	2018.05.21 ~ 2018.07.10	스튜디오 드래곤	16	2.1	이상윤, 이성경
백일의 낭군님	2018.09.10 ~ 2018.10.30	스튜디오 드래곤	16	14.4	도경수, 남지현
계룡선녀전	2018.11.05 ~ 2018.12.25	스튜디오 드래곤	16	5.6	문채원, 윤현민
왕이 된 남자	2019.01.07 ~ 현재 방영	스튜디오 드래곤	6	8.9	여진구, 이세영

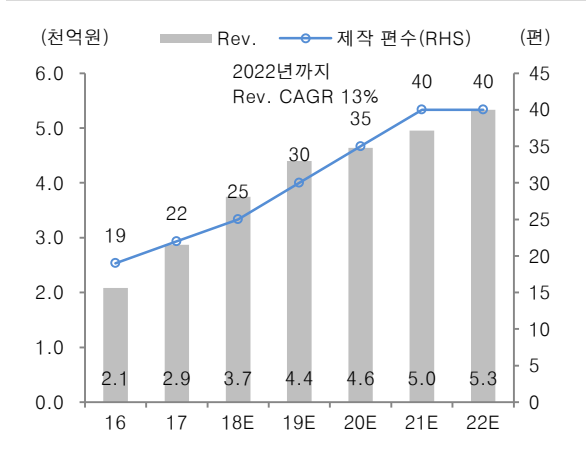
자료: Naver, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 수목 드라마 시청률 비교



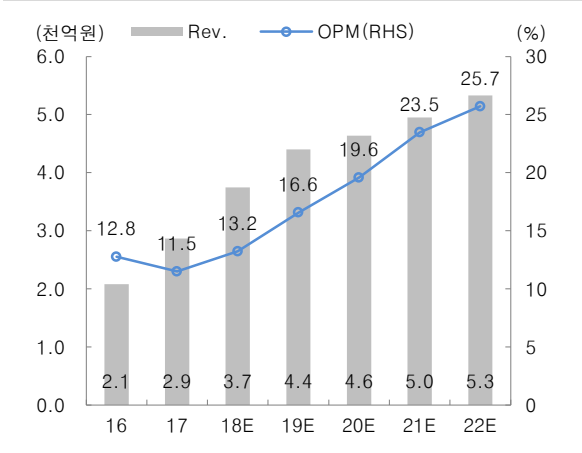
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 제작편수 증가와 함께 커지는 매출



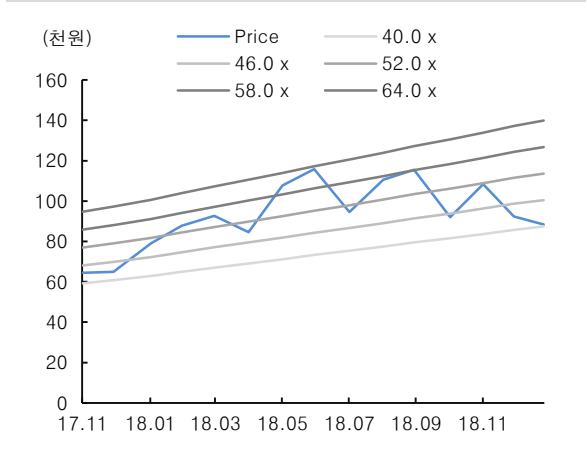
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 라이브러리가 쌓일수록 개선되는 마진



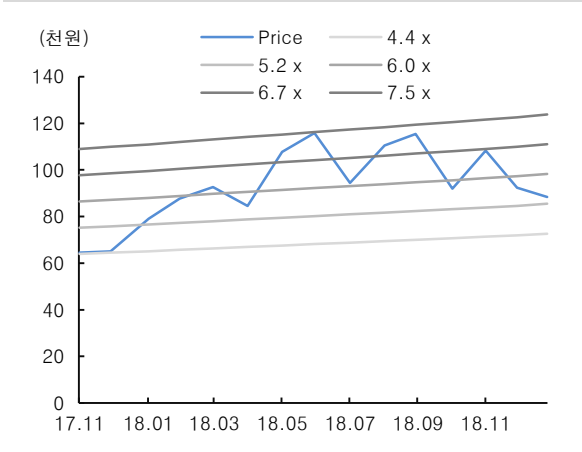
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 12M FWD PER Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 12M FWD PBR Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

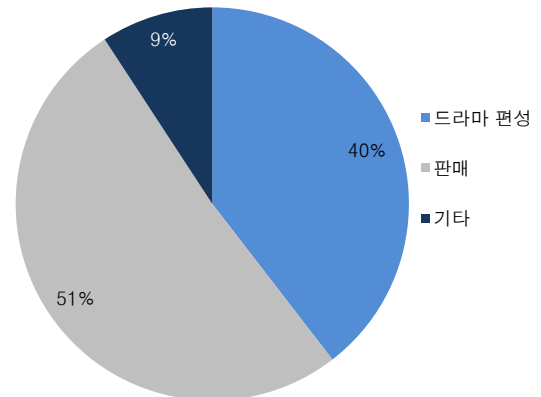
- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17,11.24 KOSDAQ 상장
- 2017년 매출 2,868억원, 영업이익 330억원, 당기순이익 79억원
- 3Q18 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 40%, 판매 51%, 기타 9%
- 3Q18 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 75.66%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 MN과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 주가는 지속적으로 상승 중
- 중국 시장이 다시 개방될 경우 중국 판매 증가에 따른 실적 개선도 일정부분 주가에 선반영 되어있고, 계약 규모에 따라 추가 상승도 가능할 것으로 전망

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

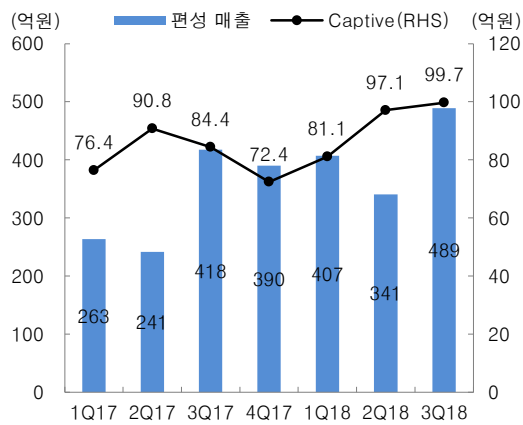
사업부문별 매출 비중(3Q18)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

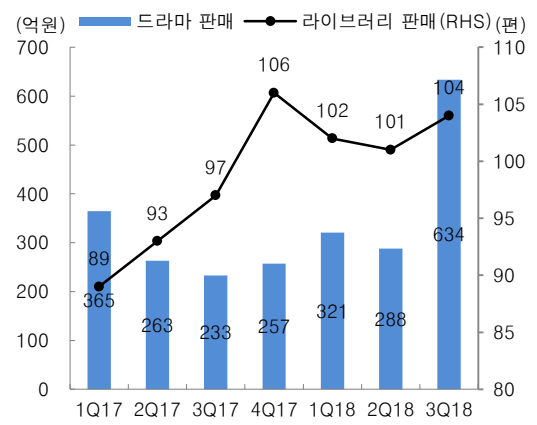
2. Earnings Driver

그림 8. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q18)



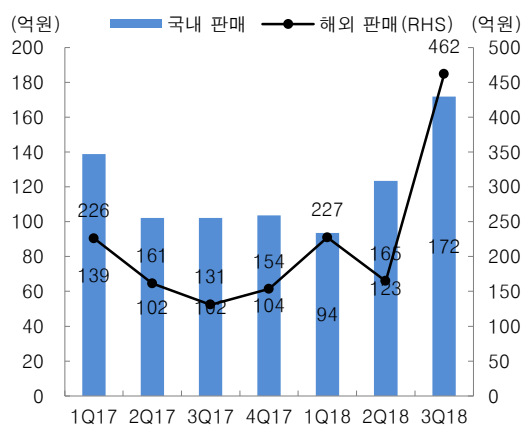
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 드라마 판매 매출 구성(3Q18)



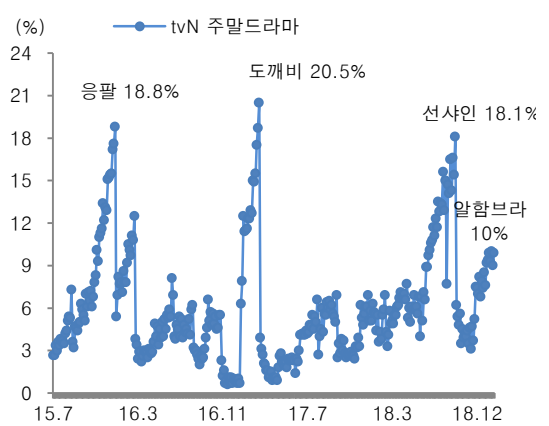
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 드라마 국내외 판매 비중(3Q18)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	374	440	464
매출원가	133	240	311	354	359
매출총이익	22	47	64	86	105
판매비와관리비	5	14	14	13	14
영업이익	17	33	50	73	91
영업이익률	10.8	11.5	13.2	16.6	19.6
EBITDA	39	74	107	172	188
영업외손익	-6	-3	6	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	7	8	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-3	-1	-1	-1
외환관련손실	1	1	0	0	0
기타	-5	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	10	30	56	81	100
법인세비용	-2	-6	-13	-21	-26
계속사업순이익	8	24	43	60	74
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	43	60	74
당기순이익률	5.3	8.3	11.4	13.7	15.9
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	8	24	43	60	74
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	24	43	60	74
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	8	24	43	60	74

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	1,050	1,519	2,144	2,630
PER	0.0	61.9	58.2	41.2	33.6
BPS	61,763	13,141	14,653	16,348	18,328
PBR	0.0	4.9	6.0	5.4	4.8
EBITDAPS	27,127	3,271	3,828	6,146	6,692
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.2	13.0	11.7
SPS	107,949	12,628	13,353	15,682	16,537
PSR	0.0	5.1	6.9	5.6	5.3
CFPS	24,684	3,351	3,871	6,247	6,789
DPS	0	0	450	650	800

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	na	85.7	30.5	17.5	5.5
영업이익 증가율	na	98.3	50.3	47.3	24.4
순이익 증가율	na	192.9	78.6	41.2	22.6
수익성					
ROIC	19.4	17.0	20.5	26.3	30.7
ROA	13.7	9.4	10.4	14.1	15.9
ROE	12.0	9.5	10.9	13.8	15.2
안정성					
부채비율	77.8	24.7	20.2	18.4	16.5
순차입금비율	12.1	-49.4	-48.8	-50.7	-53.7
이자보상배율	19.5	19.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	81	290	316	360	409
현금및현금성자산	12	51	60	92	135
매출채권 및 기타채권	39	55	72	85	89
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	31	182	182	182	182
비유동자산	161	170	178	183	190
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	159	169	177	182	190
자산총계	242	459	494	543	599
유동부채	84	91	83	84	84
매입채무 및 기타채무	23	34	36	37	38
차입금	8	0	0	0	0
유동상채무	0	10	0	0	0
기타유동부채	54	47	47	47	47
비유동부채	21	0	0	0	0
차입금	20	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	0	0	0	0
부채총계	106	91	83	84	85
자배지분	136	368	411	459	514
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	75	122	178
기타지분변동	2	3	3	3	3
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	411	459	514
순차입금	16	-182	-201	-232	-276

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-12	-7	22	85	103
당기순이익	8	24	43	60	74
비현금항목의 가감	27	52	66	115	117
감가상각비	22	41	58	99	97
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	10	8	16	20
자산부채의 증감	-46	-73	-81	-78	-70
기타현금흐름	-2	-10	-6	-13	-17
투자활동 현금흐름	-70	-141	-66	-104	-104
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-68	-140	-66	-104	-104
재무활동 현금흐름	93	188	-12	-14	-20
단기차입금	7	-8	0	0	0
사채	20	10	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	56	208	0	0	0
현금배당	0	0	0	-13	-18
기타	10	-22	-12	-2	-2
현금의 증감	12	40	9	32	44
기초 현금	0	12	51	60	92
기말 현금	12	51	60	92	135
NOPLAT	13	26	38	54	67
FCF	34	67	29	50	59

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (상위)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	19.01.25	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		(14.65)	10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자	19.01.25	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		(14.65)	10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자	19.01.25	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		(14.65)	10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190122)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	86.8%	12.1%	1.1%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상