

스튜디오드래곤 (253450)

프리미엄 콘텐츠의 수요는 2019년에도 높게 유지될 전망

2019년 1월 29일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동륜 연구원 손정훈
02-6114-2960 drlee@kbf.com 02-6114-2910 jhson@kbf.com

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원 유지
2019년 미디어 업종 Top Pick으로 제시

콘텐츠 제작편수와 평균단가의 성장에 따른
실적성장 지속

국내의 기업들의 영상플랫폼 투자 확대는
스튜디오드래곤의 가격협상력에 긍정적

중국향 매출은 2019년 중 가시화될
가능성이 높다고 판단

스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 130,000원을 유지한다. 2019년에도 콘텐츠 수요처 확대에 따른 구조적인 성장이 지속될 것임을 감안해 미디어 업종 Top Pick으로 제시한다.

콘텐츠 판매처 확대에 인한 제작편수 증가와 제작비 상승이 유기적인 성장의 축이 될 것으로 기대한다. 스튜디오드래곤은 제작역량을 바탕으로 기존의 캡티브 (CJ ENM) 중심에서 지상파, OTT까지 수요처가 확대되고 있다. 2019년 드라마 제작편수는 캡티브 수요증가와 외부편성 확대에 힘입어 2018년 (26편) 대비 증가한 30편 내외가 될 것으로 추정된다. 편당 제작비 10억원 이상이 투입되는 텐트폴 드라마 역시 2018년 3편에서 2019년에는 4~5편까지 증가할 것으로 예상되어 평균 제작비 역시 증가할 전망이다.

국내의 기업들의 영상플랫폼 관련 투자가 확대되고, 프리미엄 콘텐츠에 대한 수요가 증가하는 과정에서 스튜디오드래곤의 가격협상력은 더욱 높아질 전망이다. 넷플릭스는 2019년에도 CJ ENM에 이어 가장 큰 공급처가 될 것이다. 넷플릭스는 스튜디오드래곤의 주력 콘텐츠의 판권을 제작원가대비 70% 수준의 가격으로 구매한 것으로 추정되며, 2019년에도 다수의 판권계약이 예상된다. 오리지널 콘텐츠의 경우 지난 9월 웹툰 IP를 기반으로 한 ‘좋아하면 울리는’ (2019년 상반기 중 방영 예정)의 계약을 시작으로, 향후 추가적인 수주가 기대된다.

중국으로의 드라마 판매 재개에 대한 기대감 역시 높아지는 국면이다. 아직 상영된 사례는 없었으나, 한국의 드라마, 영화의 판권이 중국에 판매되기 시작했으며, 텐센트는 예능프로그램 ‘프로듀스 101’의 포맷 판권을 정식 계약하여 현지에서 제작 및 방영한 바 있다. 2019년에는 중국향 콘텐츠 공급 계약이 본격적으로 가시화될 것으로 전망하며, 특히 ‘아스달 연대기’와 같이 100% 사전제작이 예상되는 대작 콘텐츠의 판매에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다.

Buy 유지

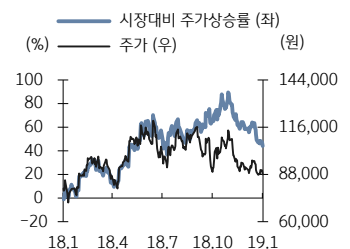
목표주가 (유지, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	47.7
현재가 (1/29, 원)	88,000
Consensus Target Price (원)	137,316
시가총액 (조원)	2.5

Trading Data	
Free float (%)	25.2
거래대금 (3M, 십억원)	17.1
외국인 지분율 (%)	2.1
주요주주 지분율 (%)	씨제이엔엠 외 3인 74.4

Share price performance					
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M	
절대수익률	-4.8	-1.7	-15.8	10.6	
시장대비 상대수익률	-9.5	-12.9	-8.3	44.1	

Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	380	491	571
영업이익 (십억원)	33	51	95	122
지배주주순이익 (십억원)	24	43	77	100
EPS (원)	1,050	1,548	2,747	3,554
증감률 (%)	84.5	47.4	77.5	29.4
PER (X)	61.9	59.7	32.0	24.8
EV/EBITDA (X)	22.1	20.1	14.9	13.9
PBR (X)	4.9	6.3	5.1	4.2
ROE (%)	9.5	11.2	17.2	18.6
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	142,000원 (2019E PER 52배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 2) 2019년 중국향 판매매출 증가	
Base-case Scenario (목표주가)	130,000원 (2019E PER 47배)			
Bear-case Scenario	115,000원 (2019E PER 42배)			
현재주가	88,000원			
		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 증가 2) 2019년 중국향 판매매출 급증		
		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 정체 2) 2019년 중국향 판매매출 감소		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	380	491	380	491	-	-
영업이익	51	95	51	95	-	-
지배주주순이익	43	77	43	77	-	-

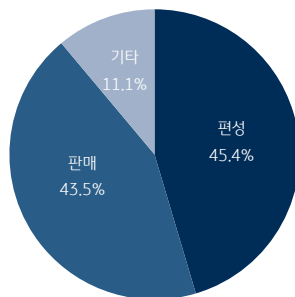
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	380	491	383	513	-0.7	-4.2
영업이익	51	95	54	95	-6.6	0.0
지배주주순이익	43	77	46	77	-4.7	0.6

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2019E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	704	29.7	22.7	2.7	2.5	10.7	9.0	10.9	12.2	n/a	n/a
Netflix	163,883	104.4	73.1	29.3	20.2	76.4	49.0	25.7	28.4	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,199	17.3	13.6	1.7	1.6	14.8	12.0	10.4	11.9	0.6	0.7
Beijing HualuBaina Film&TV	622	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
2020E EPS3,554원 x multiple 36.5배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
142,000원 ~ 115,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2019E PER 47배

실적민감도 분석

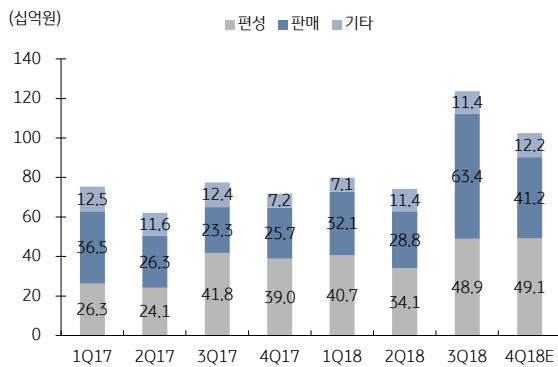
(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	102.5	286.8	380.3	491.0	570.9
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	(7.0)	66.5	(17.1)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.6	42.6	46.7	32.6	29.1	16.3
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	49.1	131.2	172.8	204.1	242.7
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	41.2	111.8	165.4	239.5	278.5
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	12.2	43.7	42.1	47.4	49.7
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	11.2	33.0	50.7	94.9	122.2
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	(31.3)	193.5	(47.7)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	(17.7)	223.0	223.7	55.6	53.7	87.2	28.8
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	11.0	11.5	13.3	19.3	21.4
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	9.3	23.8	43.3	77.1	99.7
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	13.0	94.2	(46.0)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	217.2	204.6	366.4	-	81.6	77.9	29.4
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	9.1	8.3	11.4	15.7	17.5

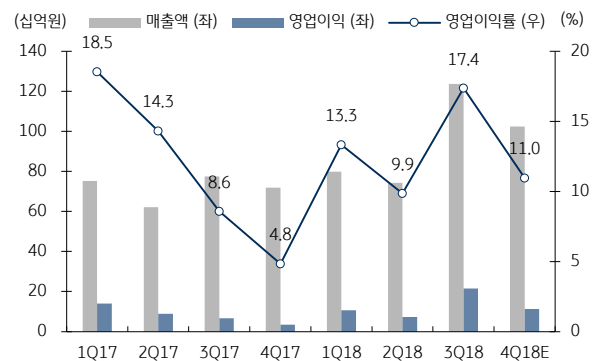
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 1. 부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 주요 드라마 방영 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	부	극본	연출	주연	평균/최고 시청률 (%)	
2018	1	tvN	화유기	17.12.23~18.3.4	20	홍정은, 홍미란	박홍균, 김병수	이승기, 차승원, 오연서	5.2	6.7
	2		마더	18.1.24~3.15	16	정서경	김철규, 윤현기	이보영, 이해영	3.3	4.8
	3		크로스	18.1.29~3.20	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민	3.7	4.6
	4		라이브	18.3.10~5.6	18	노희경	김규태	정유미, 이광수, 배성우	5.6	7.5
	5		나의아저씨	18.3.21~5.17	16	박해영	김원석	이선균, 이지은	4.8	7.1
	6		무법변호사	18.5.12~7.1	16	윤현호	김진민	이준기, 서예지, 이해영	5.9	8.6
	7		어바웃타임	18.5.21~7.10	16	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	1.5	2.0
	8		김비서가 왜 그럴까	18.6.6~7.26	16	백선우, 최보림	박준화	박서준, 박민영	7.2	8.4
	9		미스터션사인	18.7.7~9.30	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리	12.5	17.5
	10		아는 와이프	18.8.1~9.20	16	양희승	이상엽	지성, 한지민	6.6	7.9
	11		백일의 낭군님	18.9.10~10.30	16	노자설	이종재	도경수, 남지현	8.7	13.9
	12		하늘에서 내리는 1억개의 별	18.10.3~11.22	16	송혜진	유제원	서인국, 정소민	2.9	3.9
	13		나인룸	18.10.6~11.25	16	정성희	지영수	김희선, 김해숙	4.5	5.9
	14		계룡선녀전	18.11.5~12.25	16	유경선	김윤철	문채원, 윤현민	4.2	5.4
	15		남자친구	18.11.28~19.1.24	16	유영아	박신우	송혜교, 박보검	7.7	10.6
	16		알함브라 궁전의 추억	18.12.1~19.1.20	16	송재정	안길호	현빈, 박신혜	9.9	11.2
	17	OCN	나쁜녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16	한정훈	한동화, 황준혁	박종훈, 주진모, 김무열	3.6	4.6
	18		작은신의 아이들	18.3.3~4.22	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈	3.0	3.8
	19		미스트리스	18.4.28~6.3	12	고정운, 김진욱	한지승	한가인, 신현빈, 최희서	1.2	1.6
	20		라이프 온 마스	18.6.9~8.5	16	이대일	이정호	정경호, 박성웅, 고아성	4.0	5.6
	21		보이스 2	18.8.11~9.16	12	마진원	이승영	이진욱, 이하나	4.8	6.8
	22		손: The Guest	18.9.12~11.1	16	서재원, 권소라	김홍선	김동욱, 김재욱, 정은채	2.9	3.9
	23		플레이어	18.9.29~11.11	14	신재형	고재현	송승헌, 정수정, 이시언	4.2	4.7
	24		신의 퀴즈: 리부트	18.11.14~19.1.10	16	강은선	김종혁	류덕환, 윤주희, 박준면	2.7	3.0
	25		프리스트	18.11.24~19.1.13	16	문만세	김종현	연우진, 정유미, 박용우	2.1	2.8
	26	Olive	은주의 방	18.11.6~19.1.22	12	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	0.4	0.4
2019	1	tvN	왕이 된 남자	19.1.17~	16	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	8.1	9.2
	2		로맨스는 별책부록	19.1.26~	16	정현정	이정호	이종석, 이나영	-	-
	3		진심이 닿다	19.2.6~	16	이명숙 등	박준화	이동욱, 유인나	-	-
	4		자백	19.3~	-	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	-	-
	5		사이코메트리 그녀석	19.3.4~	-	양진아	김병수	진영, 신예은	-	-
	6		어비스	1H19	-	문수연	-	박보영	-	-
	7		아스달 연대기	1H19	16	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건	-	-
	8		악마가 너의 이름을 부를 때	1H19	16	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성웅, 고아성	-	-
	9		지정 생존자	1H19	16	김태희	유종선	지진희	-	-
	10		그녀의 사생활	2019	-	김혜영	홍종찬	-	-	-
	11		모두의 프라이버시 (WWW)	2019	-	권은솔	정지현	-	-	-
	12		식빵 굽는 남자	2019	-	주화미	이종재	육성재 (검토중)	-	-
	13		하늘에서 떨어진 풀	2019	-	-	김상호	윤현민, 안우연	-	-
	14		소원을 말해봐	2019	-	백미경	김상호	-	-	-
	15	OCN	빙의	19.2.13~	-	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	-	-
	16		블루아이즈	19.3~	-	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나	-	-
	17		보이스 시즌 3	2019	-	-	-	-	-	-
	18	Netflix	좋아하면 울리는	2019	8	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, KB증권 정리

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	491	571	657
매출원가	240	317	381	432	490
매출총이익	47	64	110	139	167
판매비와관리비	14	13	15	17	19
영업이익	33	51	95	122	148
EBITDA	74	119	145	146	160
영업외손익	-3	5	4	5	7
이자수익	1	4	5	6	8
이자비용	2	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	56	98	127	155
법인세비용	6	12	21	28	34
당기순이익	24	43	77	100	121
지배주주순이익	24	43	77	100	121
수정순이익	24	43	77	100	121

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.6	29.1	16.3	15.1
영업이익 성장률	98.3	53.7	87.3	28.8	20.8
EBITDA 성장률	91.4	60.5	21.3	1.0	9.2
지배기업순이익 성장률	193.0	82.0	77.5	29.4	21.5
매출총이익률	16.4	16.7	22.4	24.4	25.4
영업이익률	11.5	13.3	19.3	21.4	22.5
EBITDA이익률	25.9	31.4	29.5	25.6	24.3
세전이익률	10.6	14.7	20.1	22.3	23.6
당기순이익률	8.3	11.4	15.7	17.5	18.4

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	10	134	132	143
당기순이익	24	43	77	100	121
유형자산상각비	41	69	50	24	12
기타비현금손익 조정	5	10	21	28	34
운전자본증감	-73	-101	7	8	10
매출채권감소 (증가)	-14	-38	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	19	2	2	2
기타영업현금흐름	20	-11	-21	-28	-34
투자활동 현금흐름	-141	1	-15	-16	-18
유형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-1	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	0	1	-7	-8	-9
재무활동 현금흐름	188	-10	0	0	0
금융부채 증감	-18	-10	0	0	0
자본의 증감	208	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-2	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	40	1	119	116	125
기말현금	51	52	171	287	412
잉여현금흐름 (FCF)	-7	9	133	131	142
순현금흐름	199	9	125	122	132
순현금 (순차입금)	182	191	316	438	569

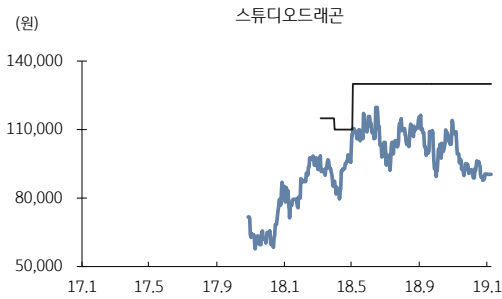
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	503	591	704	839
유동자산	290	286	414	540	675
현금 및 현금성자산	51	52	171	287	412
단기금융자산	141	139	145	151	157
매출채권	55	74	77	80	83
재고자산	1	2	2	2	2
기타유동자산	41	19	19	20	21
비유동자산	170	217	177	164	163
투자자산	4	4	5	5	5
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	128	153	105	82	72
기타비유동자산	36	56	63	71	80
부채총계	91	94	105	117	131
유동부채	91	87	98	111	124
매입채무	6	14	15	17	20
단기금융부채	10	0	0	0	0
기타유동부채	75	74	83	93	105
비유동부채	0	6	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	5	6	6	6
자본총계	368	410	487	586	707
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본항목	3	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	75	152	252	373
지배자본 계	368	410	487	586	707
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	61.9	59.7	32.9	25.4	20.9
PBR	4.9	6.3	5.2	4.3	3.6
PSR	5.1	6.8	5.2	4.4	3.9
EV/EBITDA	22.1	20.1	15.3	14.4	12.3
EV/EBIT	49.7	47.4	23.4	17.2	13.3
배당수익률	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,548	2,747	3,554	4,318
BPS	13,141	14,598	17,345	20,899	25,217
SPS (주당매출액)	12,628	13,564	17,502	20,352	23,424
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.5	11.2	17.2	18.6	18.7
ROA	6.8	9.0	14.1	15.4	15.7
ROIC	15.6	20.1	39.5	62.4	84.4
안정성지표					
부채비율	24.7	22.9	21.5	20.0	18.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	3.3	4.2	4.9	5.4
이자보상배율 (배)	19.0	134.1	79.1	101.9	123.1
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.2	5.9	6.5	7.3	8.0
재고자산회전율	0.0	237.2	256.7	298.5	343.5

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
70.6	29.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.