

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

(19.03.25)

88,700

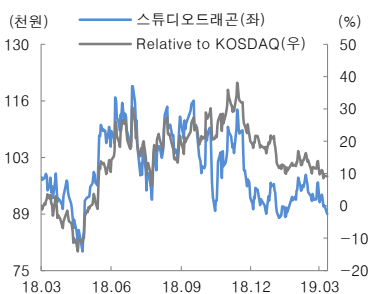
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSDAQ	727.21
시가총액	2,488십억원
시가총액비중	0.98%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 79,600원
120일 평균거래대금	165억원
외국인지분율	3.10%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	-6.2	-19.9	-6.1
상대수익률	-6.9	-13.6	-8.8	7.1



미국 OTT 춘추전국시대

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 35%. 현재 연간 25편 수준인 드라마 제작 물량을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 실적 전망에 기반한 목표주가 산출

드라마 제작사 지티스트 인수, 제작 역량 확대

- 전일 드라마 제작사 지티스트 인수 결정. 250억원에 지분 100% 취득. 취득 목적은 우수 크리에이터 및 제작 역량 확보
- 지티스트의 소속 크리에이터는 노회경 작가와 김규태, 홍종찬 PD 등
- 노회경 작가 작품. KBS2 <그들이 사는 세상, 7.7%>, SBS <그 겨울 바람이 분다, 15.8%>, <괜찮아 사랑이야, 12.9%>, tN <디어 마이 프렌즈, 8.1%>, <라이브(Live), 7.7%> 등
- 지티스트 제작 작품. tN <세상에서 가장 아름다운 이별, 6.2%>, tN <라이브(Live) 7.7%>, '19년 제작 예정인 홍자매 극본. 아이유, 여진구 주연의 tN <호텔 델루나> 등
- 보유 제작사는 문화창고(박지은 작가 / 전지현, 고소영, 수현 등), 화앤담 픽처스(김은숙 작가), KPJ(김영현 작가, 박상연 작가), 지티스트(노회경 작가)의 4개로 확대
- 스튜디오 드래곤은 '18년 26편의 드라마를 제작했고, 4개의 제작 자회사를 통해 매년 5편 정도씩 확대해 나가면서, 2021년에는 연간 40편의 드라마 제작 전망. tN과 OCN에서 연간 30편 이상의 드라마 편성이 가능하고, 지상파 및 종편형, 그리고 넷플릭스 등 OTT 오리지널까지 40편 정도의 드라마 제작 가능

미국 OTT의 춘추전국시대 개막. 경쟁력 있는 한국 제작사에게 유리

- 디즈니는 <어벤져스> 시리즈로 유명한 마블을 보유하고 있고, 최근 <엑스맨>, <스타워즈> 등의 판권을 보유한 20세기 폭스사 인수. Disney+ 라는 자체 OTT를 출시할 계획이기 때문에, 앞으로 전세계 최대 OTT인 넷플릭스에서는 디즈니의 작품이 철수할 예정
- 미국의 2위 통신사 AT&T는 타임워너를 인수했고 역시 자체 OTT 서비스 출시 예정. AT&T 산하의 제작/배급사는 워너브라더스, DC엔터테인먼트, HBO, 카툰네트워크. 워너의 <해리포터> 시리즈와 DC의 <슈퍼맨>, <배트맨>, <아쿠아맨>, <원더우먼> 및 HBO의 <왕좌의 게임> 역시 넷플릭스에서 철수할 가능성 높음
- 애플, 아마존, 유튜브도 자체 콘텐츠를 강화하는 미국 OTT 시장의 춘추전국시대 개막
- 넷플릭스는 미국에서의 경쟁 심화 및 성장 둔화를 아시아 가입자 확대로 돌파해나갈 전망. 아시아 국가에도 인기 있는 할리우드 영화가 넷플릭스 라인업에서 사라지게 되면, 한류 열풍을 타고 각광받고 있는 한국 드라마가 더욱 매력적인 대안으로 부각될 것

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)				2Q19			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	80	102	86	86	8.0	-15.1	97	174	134.8	102.1
영업이익	11	0	14	14	29.5	3,350.0	14	22	201.8	60.1
순이익	8	2	12	12	49.4	612.4	13	18	101.3	52.3

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	287	380	426	426	0.0	490	32.4	12.1
영업이익	33	40	73	73	0.0	81	20.8	82.2
순이익	24	36	60	60	0.0	66	49.9	67.5

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	426	464	496
영업이익	33	40	73	88	108
세전순이익	30	46	81	97	117
총당기순이익	24	36	60	72	87
자배지분순이익	24	36	60	72	87
EPS	1,050	1,275	2,134	2,561	3,099
PER	61.9	72.5	41.6	34.6	28.6
BPS	13,141	14,409	16,543	18,454	20,753
PBR	4.9	6.4	5.4	4.8	4.3
ROE	9.5	9.3	13.8	14.6	15.8

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

표 1. 스튜디오 드래곤 인수 제작사

제작사	인수 금액	소속 작가	대표작
문화창고	650억원	박지은	칼잡이 오수정(2007)내조의 여왕(2009), 역전의 여왕(2010), 닝쿨째 굴러온 당신(2012), 별에서 온 그대(2013), 프로듀사(2015), 푸른바다의 전설(2016)
			연예매니지먼트, 전시기획, 공연, 영상 제작 등 소속 연예인: 전지현, 고소영, 서지혜, 수현, 윤지민, 윤지은, 한동호
화앤담픽쳐스		김은숙	태양의 남쪽(2003), 파리의 연인(2004), 프라하의 연인(2005), 연인(2006), 온에어(2008), 시티홀(2009), 시크릿가든(2010), 신사의 품격(2012), 상속자들(2013), 태양의 후예(2016), 도깨비(2017), 미스터 션사인(2018)
KPJ	150억원	김영현	대장금(2003), 서동요(2005), 히트(2007), 선덕여왕(2009), 로열 패밀리(2011), 뿌리깊은 나무(2011), 육룡이 나르샤(2015), 서울: 이어진 두 세계(2017)
		박상연	히트(2007), 선덕여왕(2009), 로열 패밀리(2011), 뿌리깊은 나무(2011), 청담동 앨리스(2012), 육룡이 나르샤(2015), 서울: 이어진 두 세계(2017), 화려한 휴가(2007), 공동경비구역 JSA(2000)
지티스트	250억원	노희경	세상에서 가장 아름다운 이별(1996), 내가 사는 이유(1997), 거짓말(1998), 우리가 정말 사랑했을까(1999), 슬픈 유혹(1999), 바보 같은 사랑(2000), 화려한 시절(2001), 고독(2002), 꽃보다 아름다워(2004), 유행가가 되리(2005), 굿바이 솔로(2006), 기적(2006), 우리를 행복하게 하는 몇 가지 질문(2007), 그들이 사는 세상(2008), 빼담빼담.. 그와 그녀의 심장박동소리(2011), 그 겨울, 바람이 분다(2013),괜찮아, 사랑이야(2014), 디어 마이 프렌즈(2016), 라이브(Live)(2017)

자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부 / 주: 지분은 모두 100%

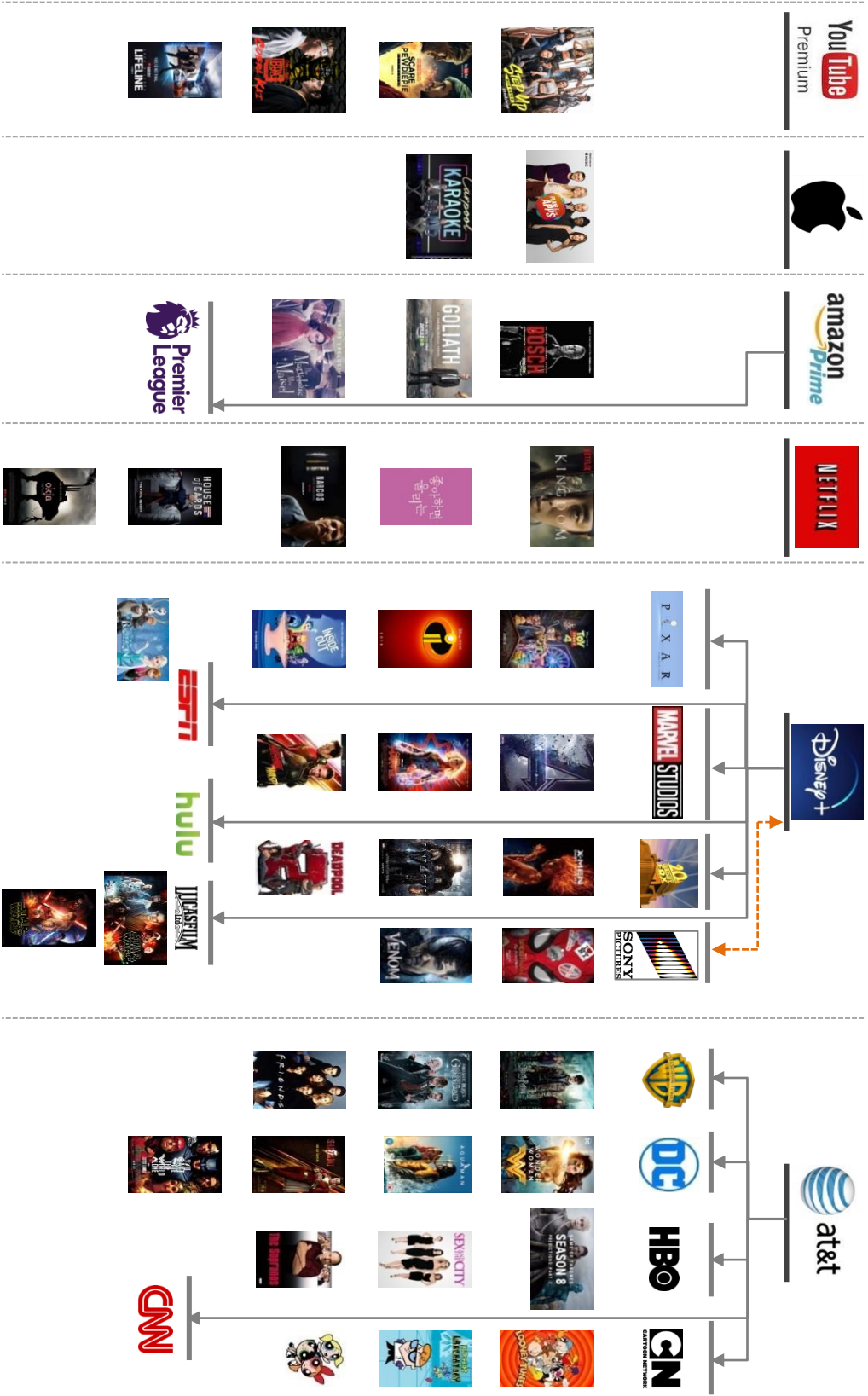
표 2. 미국 OTT 현황

(%)

사업자	OTT	대표 콘텐츠 및 현황
Apple	Apple TV	미국 인기 시리즈 작가 및 감독 등 섭외 완료. 이미 선보인 오리지널 콘텐츠(Carpool Karaoke)와 Planet of the Apps) 제와하고 추가적으로 10개 출시 예정
		19.4월 출시 예정
Disney	Disney+	In-App 서비스 또한 추가 전망. 자사의 OTT 앱 안에서 다른 채널의 콘텐츠 이용 판매하는 방식의 서비스
		픽사, 마블 코믹스, 루카스 필름, 20세기 폭스 콘텐츠 보유. <어벤져스>, <스타워즈>, <아바타>, <에어리언> 시리즈 등 흥행 중인 히어로 영화 시리즈 및 디즈니 만화 영화 보유
Netflix	Netflix	북미 최대 스포츠채널 ESPN, 미국 3위 OTT인 Hulu 지분 60% 보유. 출시 이후 넷플릭스에서 디즈니 콘텐츠 철수 예정
Amazon	Prime Video	<하우스 오브 카드>, <나르코스>, <킹덤> 시리즈 등 여러나라의 오리지널 콘텐츠 보유
		국내서비스는 없지만 최근 영국, 일본, 인도 등 다양한 나라에서 17개 이상의 오리지널 콘텐츠 제작 시작
AT&T	미정	다량의 오리지널 콘텐츠 및 영국 프리미어리그(EPL)
		<해리포터>, <원더우먼>, <왕자의 게임>, <프렌즈> 시리즈 보유
YouTube	YouTube Premium	HBO, CNN, 카툰 네트워크 보유. 타임워너 인수 완료
		아티스트 등과 협업해 다큐멘터리와 예능 등 음악 관련 오리지널 콘텐츠 제작
		<A Trip to Unicorn Island>, <Dance Camp>, <Lazer Team>, <Scare PewDiePie> 등 오리지널 콘텐츠 보유

자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부

표 3. 미국 OTT 춘추전국시대. 경쟁력 있는 한국 콘텐츠에는 기회 요인



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

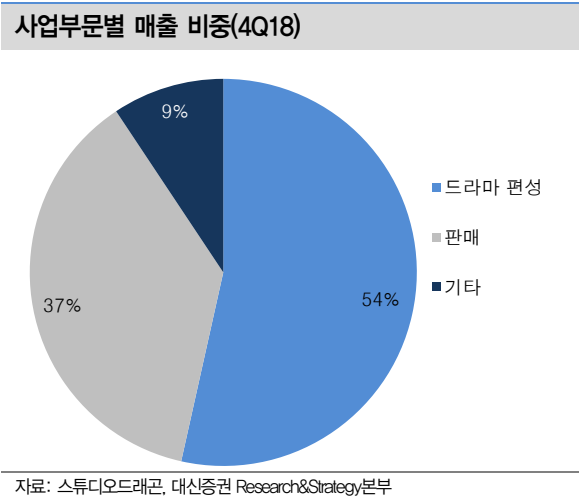
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796억원, 영업이익 399억원, 당기순이익 358억원
- 4Q18 기준 사업부문별 매출 비중: 드라마 편성 54%, 판매 37%, 기타 9%
- 4Q18 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 71.30%

주가 코멘트

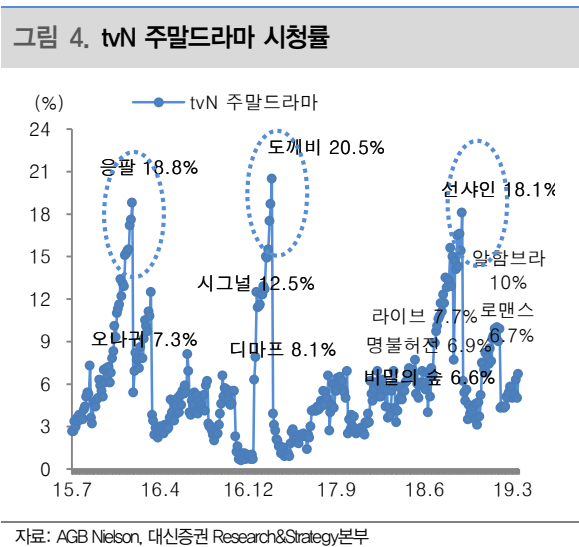
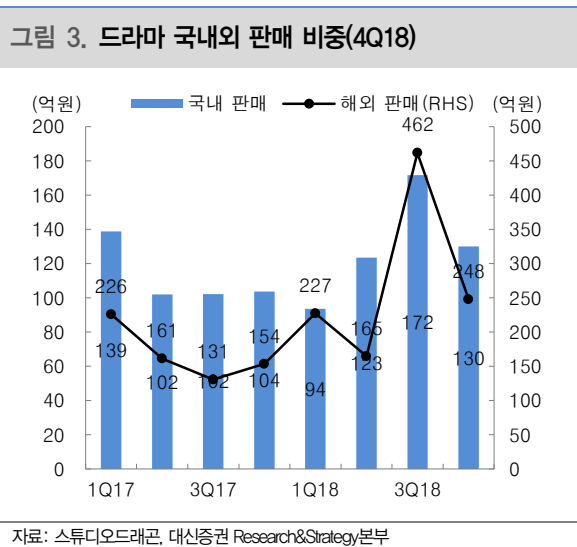
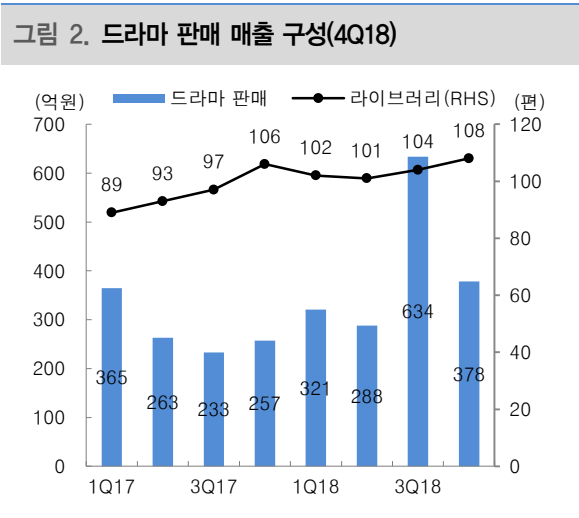
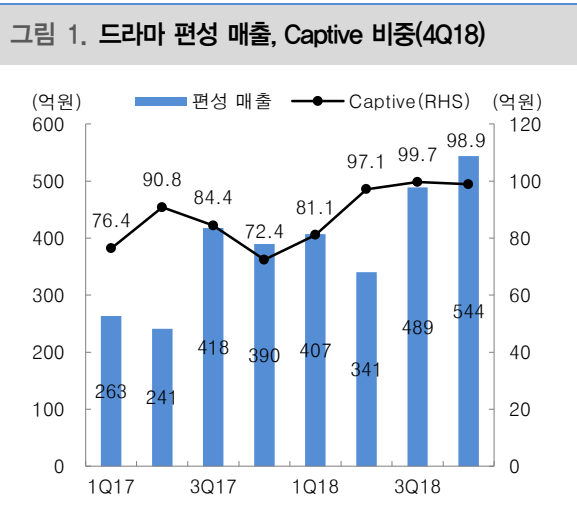
- CJ ENM 의 채널인 MN과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 주가는 지속적으로 상승 중

- 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



2. Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	426	464	496
매출원가	240	324	342	364	374
매출총이익	47	56	84	100	122
판매비와관리비	14	16	11	12	14
영업이익	33	40	73	88	108
영업이익률	11.5	10.5	17.1	19.0	21.8
EBITDA	74	138	196	233	266
영업외손익	-3	6	8	9	10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	7	8	9	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	1	1	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
법인세비용차감전순손익	30	46	81	97	117
법인세비용	-6	-10	-21	-25	-31
계속사업순손익	24	36	60	72	87
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	60	72	87
당기순이익률	8.3	9.4	14.1	15.5	17.5
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	60	72	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	24	36	60	72	87
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	36	60	72	87

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,275	2,134	2,561	3,099
PER	61.9	72.5	41.6	34.6	28.6
BPS	13,141	14,409	16,543	18,454	20,753
PBR	4.9	6.4	5.4	4.8	4.3
EBITDAPS	3,271	4,924	6,995	8,306	9,492
EV/EBITDA	22.1	17.6	11.8	9.8	8.5
SPS	12,628	13,538	15,169	16,537	17,664
PSR	5.1	6.8	5.8	5.4	5.0
CFPS	3,351	5,007	7,096	8,402	9,589
DPS	0	0	650	800	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	12.1	9.0	6.8
영업이익 증가율	98.3	20.8	82.2	21.5	22.3
순이익 증가율	192.9	49.9	67.5	20.0	21.0
수익성					
ROIC	17.0	16.5	23.6	24.4	26.8
ROA	9.4	8.2	13.3	14.6	16.3
ROE	9.5	9.3	13.8	14.6	15.8
안정성					
부채비율	24.7	27.5	24.1	21.8	19.5
순차입금비율	-49.4	-40.5	-38.8	-38.1	-40.7
이자보상배율	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스투디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	250	276	301	347
현금및현금성자산	51	23	39	56	96
매출채권 및 기타채권	55	73	82	89	95
재고자산	1	2	2	2	2
기타유동자산	182	153	153	153	153
비유동자산	170	265	300	330	349
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	169	264	300	329	348
자산총계	459	515	576	631	696
유동부채	91	108	109	110	111
매입채무 및 기타채무	34	36	37	38	38
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	10	0	0	0	0
기타유동부채	47	72	72	72	72
비유동부채	0	3	3	3	3
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	3	3	3	3
부채총계	91	111	112	113	114
자배지분	368	404	464	518	582
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	128	181	246
기타지분변동	3	3	3	3	3
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	404	464	518	582
순차입금	-182	-164	-180	-197	-237

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	52	112	146	176
당기순이익	24	36	60	72	87
비현금항목의 가감	52	105	139	164	182
감가상각비	41	98	124	145	158
외환손익	1	-3	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	9	16	19	24
자산부채의 증감	-73	-82	-74	-73	-72
기타현금흐름	-10	-6	-13	-16	-21
투자활동 현금흐름	-141	-169	-159	-174	-177
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-140	-169	-159	-174	-177
재무활동 현금흐름	188	-12	-2	-20	-24
단기차입금	-8	0	0	0	0
사채	10	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	208	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-18	-22
기타	-22	-12	-2	-2	-2
현금의 증감	40	-29	16	17	40
기초 현금	12	51	23	39	56
기말 현금	51	23	39	56	96
NOPLAT	26	31	54	65	80
FCF	67	-40	18	36	61

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대산증권 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 (호림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

Adj. Price

Adj. Target Price

140,000

120,000

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

17.11

18.03

18.07

18.11

19.03

제시일자	19.03.26	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.%)		(16.50)	10.95	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190323)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	87.3%	11.6%	1.1%

산업 투자의견

— Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

— Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

— Underweight(비중축소)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

— Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상

— Marketperform(시장수익률)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상

— Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상