



## 스튜디오드래곤 (253450)

4Q17 Preview: 중국과 넷플릭스는 1Q18부터

### Investment Point

- 4Q17E 예상 실적은 매출액 647억원(YoY -12%), 영업이익 104억원(YoY +14%)
- 우리의 투자포인트인 중국과 미주 판권판매가 본격적으로 일어나지 않았기에 4Q 성장률은 기대에 미흡할 수 있으나, '화유기' 판권판매 실적이 '18년 1분기부터 반영되면서 본격적으로 실적 모멘텀 재개. 화유기 넷플릭스 판권은 약 100억원 수준에 판매된 것으로 추정되기에 '17년 1분기 도깨비 흥행으로 베이스가 높음에도 불구하고 성장 모멘텀 지속될 것으로 전망
- 목표주가는 '18년 EPS에 Target PER 33배 적용. Target PER은 중국 Peer 업체들 (Zhejiang Huach Film, Zhejiang Talent Television, Shanghai New Culture, Beijing HualuBaina, Huayi Brothers, Beijing Jingxi Culture, 이상 6개사) 평균 PER 33배를 적용. 1분기부터 넷플릭스 향 판권판매 실적이 본격적으로 발생함에 따라 주가 프리미엄은 당분간 지속될 것으로 전망

**BUY**

|          | 현재            | 직전     | 변동        |
|----------|---------------|--------|-----------|
| 투자 의견    | <b>BUY</b>    |        | <b>유지</b> |
| 목표주가     | <b>66,000</b> | 47,000 | <b>상향</b> |
| Earnings |               |        | <b>상향</b> |

| Valuation wide | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | n/a  | 83.9  | 32.2  |
| PBR(배)         | n/a  | 38.6  | 14.8  |
| EV/EBITA(배)    | 0.4  | n/a   | n/a   |
| 배당수익률(%)       | 0.0  | 0.0   | 0.0   |

Fig. 017: 스튜디오드래곤의 4Q17 Preview

(단위 : 십억원)

|            | 당사 추정치     | 당사 기존 추정치 대비     | 전년 동기 대비(yoy)  | 전분기 대비(qoq)    | 시장 컨센서스 대비       |
|------------|------------|------------------|----------------|----------------|------------------|
|            | 2017.12(E) | 2017.12(E) 차이(%) | 2016.12A 차이(%) | 2017.09A 차이(%) | 2017.12(E) 차이(%) |
| 매출액        | 64.7       | n/a              | 129.4 (50.0)   | 54.8 18.1      | 73.6 (12.1)      |
| 영업이익       | 10.4       | n/a              | 12.1 (14.4)    | 8.1 28.9       | 9.1 14.2         |
| 순이익        | 4.9        | n/a              | 4.6 6.0        | 6.4 (23.3)     | 6.7 (27.0)       |
| 이익률(%)     |            |                  |                |                |                  |
| 영업이익       | 16.1       | n/a              | 9.4            | 14.7           | 12.4             |
| 순이익        | 7.6        | n/a              | 3.6            | 11.6           | 9.1              |
| 이익률 차이(%P) |            |                  |                |                |                  |
| 영업이익       |            | n/a              | 6.7            | 1.4            | 3.7              |
| 순이익        |            | n/a              | 4.0            | (4.1)          | (1.5)            |

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 018: 스튜디오드래곤의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

|              | 변경전     |         |         |         | 변경후     |         |         |         | 차이(%,%P) |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
|              | 2017.12 | 2018.03 | 2018.06 | 2018.09 | 2017.12 | 2018.03 | 2018.06 | 2018.09 | 2017.12  | 2018.03 | 2018.06 | 2018.09 |
| 매출액          | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 64.7    | 102.8   | 91.8    | 103.7   | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |
| 영업이익         | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 10.4    | 20.0    | 17.8    | 19.8    | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |
| 영업이익률(%)     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 16.1    | 19.5    | 19.3    | 19.1    | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |
| EBITDA       | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 15.9    | 25.4    | 22.9    | 24.8    | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |
| EBITDA이익률(%) | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 24.7    | 24.7    | 25.0    | 23.9    | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |
| 순이익          | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | 4.9     | 12.3    | 13.9    | 15.5    | n/a      | n/a     | n/a     | n/a     |

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



## 재무제표 (스튜디오드래곤 연결)

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2015       | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 0.0        | 81.4         | 112.8        | 197.8        | 297.8        |
| 현금성자산       | 0.0        | 11.5         | 57.3         | 122.0        | 212.7        |
| 매출채권        | 0.0        | 39.4         | 23.7         | 43.0         | 51.6         |
| 재고자산        | 0.0        | 0.0          | 0.9          | 1.7          | 2.1          |
| 비유동자산       | 0.0        | 160.6        | 160.9        | 145.4        | 133.3        |
| 투자자산        | 0.0        | 35.5         | 42.5         | 44.2         | 46.0         |
| 유형자산        | 0.0        | 1.2          | 1.7          | 3.7          | 5.8          |
| 무형자산        | 0.0        | 123.9        | 116.7        | 97.5         | 81.5         |
| <b>자산총계</b> | <b>0.0</b> | <b>242.0</b> | <b>273.7</b> | <b>343.3</b> | <b>431.1</b> |
| 유동부채        | 0.0        | 84.5         | 99.0         | 111.9        | 118.0        |
| 매입채무        | 0.0        | 20.2         | 15.2         | 27.5         | 33.0         |
| 유동성이자부채     | 0.0        | 8.1          | 27.1         | 27.1         | 27.1         |
| 비유동부채       | 0.0        | 21.4         | 10.7         | 10.8         | 10.8         |
| 비유동이자부채     | 0.0        | 19.9         | 10.0         | 10.0         | 10.0         |
| <b>부채총계</b> | <b>0.0</b> | <b>105.9</b> | <b>109.7</b> | <b>122.7</b> | <b>128.8</b> |
| 자본금         | 0.0        | 11.0         | 11.0         | 11.0         | 11.0         |
| 자본잉여금       | 0.0        | 114.7        | 114.7        | 114.7        | 114.7        |
| 이익잉여금       | 0.0        | 8.3          | 35.8         | 92.5         | 174.2        |
| 자본조정        | 0.0        | 2.0          | 2.4          | 2.4          | 2.4          |
| 자기주식        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>자본총계</b> | <b>0.0</b> | <b>136.1</b> | <b>163.9</b> | <b>220.6</b> | <b>302.4</b> |
| 투하자본        | 0.0        | 152.3        | 143.7        | 135.7        | 126.7        |
| 순차입금        | 0.0        | 16.5         | (20.2)       | (84.9)       | (175.7)      |
| ROA         | na         | na           | 8.4          | 18.4         | 21.1         |
| ROE         | na         | na           | 14.5         | 29.5         | 31.3         |
| ROIC        | na         | na           | 20.2         | 44.9         | 66.9         |

### 손익계산서

| (단위:십억원)                       | 2015       | 2016         | 2017E         | 2018E        | 2019E        |
|--------------------------------|------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>0.0</b> | <b>154.4</b> | <b>252.8</b>  | <b>415.4</b> | <b>513.6</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 적지         | 적지           | 63.7          | 64.3         | 23.7         |
| <b>영업이익</b>                    | <b>0.0</b> | <b>16.6</b>  | <b>39.2</b>   | <b>80.9</b>  | <b>113.3</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 적지         | 적지           | 135.8         | 106.3        | 40.0         |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>0.0</b> | <b>38.8</b>  | <b>61.6</b>   | <b>101.2</b> | <b>130.9</b> |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>0.0</b> | <b>(6.1)</b> | <b>(10.7)</b> | <b>(7.8)</b> | <b>(7.8)</b> |
| 순이자수익                          | 0.0        | (0.8)        | (1.6)         | 0.4          | 0.5          |
| 외화관련손익                         | 0.0        | (0.3)        | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익                          | 0.0        | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>0.0</b> | <b>10.5</b>  | <b>28.5</b>   | <b>73.1</b>  | <b>105.4</b> |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>0.0</b> | <b>8.1</b>   | <b>21.7</b>   | <b>56.7</b>  | <b>81.8</b>  |
| 지배기업당기순이익                      | 0.0        | 8.1          | 21.7          | 56.7         | 81.8         |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 적지         | 적지           | 166.7         | 160.9        | 44.3         |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>0.0</b> | <b>12.9</b>  | <b>29.8</b>   | <b>62.7</b>  | <b>87.8</b>  |
| (+) Dep                        | 0.0        | 22.2         | 22.3          | 20.3         | 17.7         |
| (-) 운전자본투자                     | 0.0        | (6.5)        | (10.0)        | 7.4          | 3.2          |
| (-) Capex                      | 0.0        | 1.1          | 1.8           | 2.9          | 3.6          |
| OpFCF                          | 0.0        | 40.5         | 60.4          | 72.7         | 98.8         |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |            |              |               |              |              |
| 매출액증가율(3Yr)                    | n/a        | n/a          | n/a           | n/a          | 49.3         |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | n/a        | n/a          | n/a           | n/a          | 89.5         |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | n/a        | n/a          | n/a           | n/a          | 50.0         |
| 순이익증가율(3Yr)                    | n/a        | n/a          | n/a           | n/a          | 115.8        |
| 영업이익률(%)                       | n/a        | 10.8         | 15.5          | 19.5         | 22.1         |
| EBITDA마진(%)                    | n/a        | 25.1         | 24.3          | 24.4         | 25.5         |
| 순이익률(%)                        | n/a        | 5.3          | 8.6           | 13.6         | 15.9         |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)               | 2015       | 2016          | 2017E         | 2018E        | 2019E        |
|------------------------|------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>0.0</b> | <b>(12.4)</b> | <b>54.7</b>   | <b>69.5</b>  | <b>96.3</b>  |
| 당기순이익                  | 0.0        | 8.1           | 21.7          | 56.7         | 81.8         |
| 자산상각비                  | 0.0        | 22.2          | 22.3          | 20.3         | 17.7         |
| 운전자본증감                 | 0.0        | 0.3           | (11.9)        | 0.0          | 0.0          |
| 매출채권감소(증가)             | 0.0        | (46.1)        | 22.6          | (7.4)        | (3.2)        |
| 재고자산감소(증가)             | 0.0        | (27.1)        | 39.6          | (19.2)       | (8.6)        |
| 매입채무증가(감소)             | 0.0        | 0.0           | 0.9           | (0.8)        | (0.3)        |
| <b>투자현금</b>            | <b>0.0</b> | <b>11.0</b>   | <b>(23.1)</b> | <b>12.3</b>  | <b>5.5</b>   |
| 단기투자자산감소               | 0.0        | (30.1)        | 5.2           | 0.3          | 0.3          |
| 장기투자증권감소               | 0.0        | (69.5)        | (9.8)         | (4.9)        | (5.6)        |
| 설비투자                   | 0.0        | 0.0           | (0.5)         | (0.0)        | (0.0)        |
| 유무형자산감소                | 0.0        | (0.3)         | (0.0)         | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무현금</b>            | <b>0.0</b> | <b>(1.1)</b>  | <b>(1.8)</b>  | <b>(2.9)</b> | <b>(3.6)</b> |
| 차입금증가                  | 0.0        | (0.1)         | (0.2)         | (0.2)        | (0.2)        |
| 자본증가                   | 0.0        | 93.5          | 0.4           | 0.0          | 0.0          |
| 배당금지급                  | 0.0        | 27.2          | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 현금 증감                  | 0.0        | 56.0          | 0.4           | 0.0          | 0.0          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b>    | <b>0.0</b>    | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | 0.0        | 11.5          | 45.3          | 64.7         | 90.7         |
| (-) 설비투자               | 0.0        | 35.3          | 32.1          | 77.0         | 99.5         |
| (+) 자산매각               | 0.0        | (6.5)         | (10.0)        | 7.4          | 3.2          |
| Free Cash Flow         | 0.0        | 1.1           | 1.8           | 2.9          | 3.6          |
| (-) 기타투자               | 0.0        | (0.1)         | (0.2)         | (0.2)        | (0.2)        |
| 잉여현금                   | 0.0        | 40.6          | 40.1          | 66.4         | 92.5         |

### 주요투자지표

| (단위:원,배)               | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Per share Data</b>  |            |            |            |            |            |
| EPS                    | 0          | 0          | 387        | 1,011      | 1,458      |
| BPS                    | 0          | 0          | 1,685      | 4,390      | 7,878      |
| DPS                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Multiples(x, %)</b> |            |            |            |            |            |
| PER                    | n/a        | n/a        | 167.8      | 64.3       | 44.6       |
| PBR                    | n/a        | n/a        | 38.6       | 14.8       | 8.3        |
| EV/ EBITDA             | n/a        | 0.4        | n/a        | n/a        | n/a        |
| 배당수익률                  | 0.0        | 0.0        | n/a        | n/a        | n/a        |
| PCR                    | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        |
| PSR                    | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        |
| <b>재무건전성 (%)</b>       | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> |
| 부채비율                   | n/a        | 77.8       | 66.9       | 55.6       | 42.6       |
| Net debt/Equity        | n/a        | 12.1       | n/a        | n/a        | n/a        |
| Net debt/EBITDA        | n/a        | 42.6       | n/a        | n/a        | n/a        |
| 유동비율                   | n/a        | 96.4       | 113.9      | 176.8      | 252.4      |
| 이자보상배율                 | n/a        | 21.3       | 25.1       | n/a        | n/a        |
| 이자비용/매출액               | n/a        | 0.6        | 0.7        | n/a        | n/a        |
| <b>자산구조</b>            | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> |
| 투하자본(%)                | n/a        | 76.4       | 59.0       | 44.9       | 32.9       |
| 현금+투자자산(%)             | n/a        | 23.6       | 41.0       | 55.1       | 67.1       |
| <b>자본구조</b>            | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> |
| 차입금(%)                 | n/a        | 17.1       | 18.4       | 14.4       | 10.9       |
| 자기자본(%)                | n/a        | 82.9       | 81.6       | 85.6       | 89.1       |

Source: KTB투자증권