

스튜디오드래곤 (253450)

Feb. 2018
8

차이나드림이 실현되면 비싸지 않습니다

미디어/엔터/유통 이남준
nam.lee@ktb.co.kr
연구원 주윤혜
unae@ktb.co.kr

BUY

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|----------|---------------|--------|-----------|
| 투자 의견 | BUY | | 유지 |
| 목표주가 | 90,000 | 71,000 | 상향 |
| Earnings | | | 유지 |

Stock Information

| | |
|--------------|------------------|
| 현재가(2/7) | 71,400원 |
| 예상 주가상승률 | 26.1% |
| 시가총액 | 20,019억원 |
| 비중(KOSDAQ내) | 0.66% |
| 발행주식수 | 28,037천주 |
| 52주 최저가/최고가 | 57,800 - 87,000원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 451억원 |
| 외국인 지분율 | 1.0% |
| 주요주주지분율(%) | |
| CJ E&M(외 6인) | 75.7 |

Valuation wide

| | 2016 | 2017P | 2018E |
|--------------|------|-------|-------|
| PER(배) | n/a | 108.0 | 40.1 |
| PBR(배) | n/a | 48.5 | 18.3 |
| EV/EBITDA(배) | n/a | 35.8 | 20.6 |
| 배당수익률(%) | n/a | 0.0 | 0.0 |

Performance

| | 1M | 6M | 12M | YTD |
|-------------------|------|-----|-----|-----|
| 주가상승률(%) | 19.6 | n/a | n/a | 9.8 |
| KOSDAQ대비 상대수익률(%) | 19.4 | n/a | n/a | 5.9 |

Price Trend



▶ Highlight

4Q17 영업이익 35억원 (YOY -36%) 기록. 시장 영업이익 컨센서스를 하회

▶ Pitch

- **투자 의견 BUY유지.** 최근 한-중 외교관계 개선 징후들이 포착됨에 따라 관련판매가 조속히 재개될 가능성 높다고 판단. 다만, 시기적인 측면에서는 아직 불확실성이 존재. 따라서 중국 실적이 온기로 반영될 가능성이 높은 2019년 EPS를 기준으로 목표주가 산정. 목표주가는 2019년 EPS에 중국 PEER 멀티플 35배를 적용하여 9만원으로 상향

▶ In detail

- 4Q17 매출액 719억원 (YOY -11.7%) 영업이익 35억원 (YOY -36%) 기록. 부문별 매출로는 국내 편성매출이 390억원 (YOY +29.4%), 판매매출이 257억원 (YOY -24.7%), 기타매출이 72억원 (YOY -58.1%)

- 편성매출 고성장에도 불구하고 판매매출이 급감한 원인은 4분기 제작/방영된 드라마들이 관련판매가 원활하게 일어나는 미니시리즈 (16부작~20부작)가 아닌 일일드라마 및 주말드라마였기 때문. 4분기 제작된 미니시리즈는 ‘이번생은 처음이라(TVN)’, ‘부암동 복수자들(TVN)’, ‘변혁의사랑(TVN)’, ‘블랙(OCN)’ 등 총 네 편으로 전년 4분기 5편 대비 미니시리즈 제작 편수가 적음. 이는 TVN에서 방영한 ‘슬기로운 감빵생활’이 CJ E&M 자체 제작 드라마라 Captive slot이 감소한 것. 50부작 특성상 편성 매출은 높지만 관련 가격이 낮아 수익성이 좋지 않은 일일드라마 두 편이 제작되면서 전사 수익성이 기대치에 미흡했음

- 1분기는 ‘나쁜 녀석들(OCN)’, ‘화유기(TVN)’, ‘라이브(tvN)’ 등 미니시리즈 5-6편이 제작/편성되어 큰 폭의 실적 성장 전망. 특히 ‘화유기’와 ‘라이브’는 넷플릭스에 국내 TV 편성과 유사한 가격에 판매되어 수익성이 뛰어난 작품. 1분기를 기점으로 본격적인 해외 관련판매 모멘텀이 발생할 것으로 전망

- 1Q18E 실적은 매출액 847억원 (YOY +12.5%), 영업이익 172억원 (YOY +23.3%) 전망. ‘도깨비’ 흥행에 따른 역기저 영향에도 불구하고 해외 관련판매 매출 급등으로 본격적으로 성장 궤도에 진입할 것으로 보임. 평창 올림픽 전후로 중국 관련판매도 재개될 가능성이 점차지면서 중국 매출 기대감도 유효한 상황

▶ Review

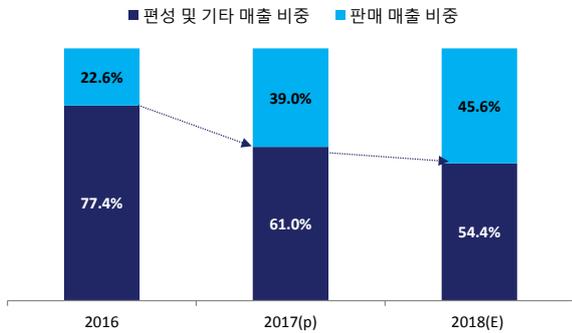
(단위: 십억원, %)

| | 회사잠정 '17.12P | 당사 추정치 대비 17.12E | 차이(%) | 전년 동기 대비 '16.12A | 차이(%) | 전분기 대비 '17.09A | 차이(%) | 시장 컨센서스 대비 '17.12E | 차이(%) |
|--------|--------------|------------------|--------|------------------|--------|----------------|--------|--------------------|--------|
| 매출액 | 71.9 | 64.7 | 11.1 | 81.4 | (11.7) | 77.5 | (7.3) | 64.7 | 11.1 |
| 영업이익 | 3.5 | 10.4 | (66.6) | 5.4 | (36.0) | 6.7 | (48.5) | 10.0 | (65.3) |
| 순이익 | 2.0 | 4.9 | (58.8) | n/a | n/a | 5.4 | (62.4) | 7.3 | (72.4) |
| 이익률(%) | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 4.8 | 16.1 | | 6.7 | | 8.7 | | 15.5 | |
| 순이익 | 2.8 | 7.6 | | | | 6.9 | | 11.3 | |
| 차이(%p) | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | | (11.3) | | (1.8) | | (3.9) | | (10.6) | |
| 순이익률 | | (4.8) | | | | (4.1) | | (8.5) | |

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

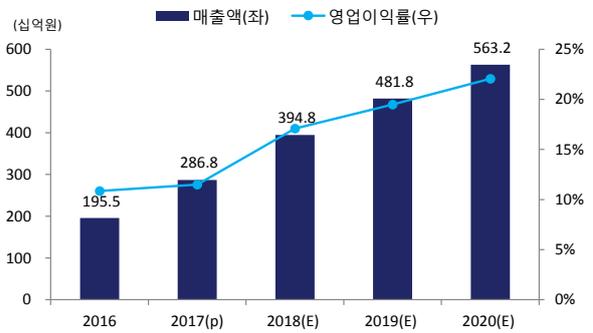


Fig. 01: 판권판매 매출 비중 확대 전망



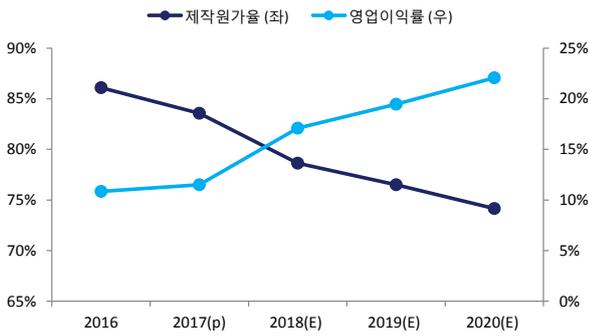
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 02: 판권 매출 성장에 따른 수익성 개선 전망



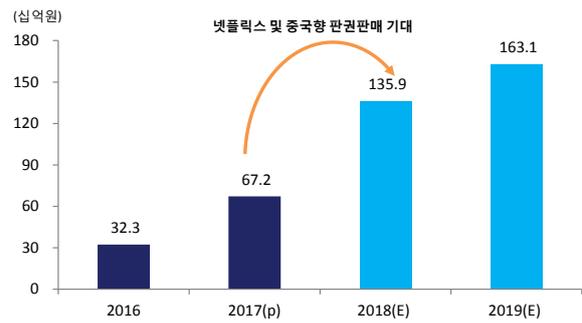
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 03: 라이브러리 누적에 따른 수익성 개선



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 04: 넷플릭스와 중국향 판권판매 모멘텀 발생



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권



Fig. 05: 2018년 1분기 주요 라인업

| | | | |
|---|---|--|---|
| 《황금빛 내 인생》 · 편성: KBS · 방영: '17/9/2~'18/2/18(50부) · 극본: 소현경, 연출: 김형석 · 주연: 박시우, 신예진 | 《나쁜 녀석들: 악의 도시》 · 편성: OCN · 방영: '17/12/16~'18/2/4(16부) · 극본: 한정운, 연출: 한동화 · 주연: 박종윤, 주진모 | 《화유기》 · 편성: tvN · 방영: '17/12/23~'18/3/4(20부) · 극본: 홍자매, 연출: 박종균 · 주연: 이승기, 차승원, 오연서 | 《마더》 · 편성: tvN · 방영: 1/24~3/5(16부) · 극본: 정성경, 연출: 김철규 · 주연: 이보영, 이백영 |
| 《크로스》 · 편성: tvN · 방영: 1/29~3/20(16부) · 극본: 최민석, 연출: 신용희 · 주연: 고경표, 조재현, 전소민 | 《작은 신의 아이들》 · 편성: OCN · 방영: 2/24~4/15(16부) · 극본: 한우리, 연출: 강신호 · 주연: 강지만, 김육빈 | 《라이브》 · 편성: tvN · 방영: 3/3~5/6(16부) · 극본: 노희경, 연출: 김규태 · 주연: 정유미, 이광수 | 《나의 아저씨》 · 편성: tvN · 방영: 3/21~5/10(16부) · 극본: 박해경, 연출: 김현석 · 주연: 이선균, 아이유, 나문희 |

Source: 스튜디오드래곤

Fig. 06: 실적추정 Summary

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17(E) | 1Q18(E) | 2Q18(E) | 3Q18(E) | 4Q18(E) | 2017(p) | 2018(E) | 2019(E) |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 75.3 | 62.1 | 77.5 | 71.9 | 92.1 | 90.5 | 107.3 | 104.9 | 286.8 | 394.8 | 481.8 |
| 편성매출 | 26.3 | 24.1 | 41.8 | 39.0 | 40.5 | 36.8 | 47.8 | 47.8 | 131.2 | 172.9 | 212.4 |
| 기타매출 | 12.5 | 11.6 | 12.4 | 7.2 | 8.0 | 11.6 | 12.4 | 10.0 | 43.7 | 42.1 | 44.2 |
| 판매매출 | 22.6 | 16.1 | 13.1 | 15.4 | 32.6 | 31.1 | 36.1 | 36.1 | 67.2 | 135.9 | 163.1 |
| 영업비용 | 61.4 | 53.2 | 70.8 | 68.4 | 74.8 | 74.0 | 89.3 | 89.3 | 14.1 | 16.9 | 19.4 |
| 매출 원가 | 58.6 | 49.9 | 66.8 | 64.4 | 71.5 | 70.0 | 84.5 | 84.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 판관비 | 2.8 | 3.3 | 4.0 | 4.0 | 3.3 | 4.0 | 4.8 | 4.8 | 14.1 | 16.9 | 19.4 |
| 영업이익 | 14.0 | 8.9 | 6.6 | 3.5 | 17.2 | 16.6 | 18.0 | 15.6 | 33.0 | 67.5 | 93.8 |
| OPM | 19% | 14% | 9% | 5% | 19% | 18% | 17% | 15% | 11% | 17% | 19% |

Source: KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

| (단위:십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|------|-------|--------|--------|---------|
| 유동자산 | n/a | 81.4 | 110.6 | 187.1 | 279.9 |
| 현금성자산 | n/a | 11.5 | 52.0 | 115.4 | 199.0 |
| 매출채권 | n/a | 39.4 | 26.7 | 39.0 | 47.6 |
| 재고자산 | n/a | 0.0 | 1.1 | 1.5 | 1.9 |
| 비유동자산 | n/a | 160.6 | 161.0 | 145.4 | 133.1 |
| 투자자산 | n/a | 35.5 | 42.5 | 44.2 | 46.0 |
| 유형자산 | n/a | 1.2 | 1.9 | 3.7 | 5.6 |
| 무형자산 | n/a | 123.9 | 116.7 | 97.5 | 81.5 |
| 자산총계 | n/a | 242.0 | 271.7 | 332.5 | 413.0 |
| 유동부채 | n/a | 84.5 | 100.9 | 109.3 | 115.4 |
| 매입채무 | n/a | 20.2 | 17.1 | 24.9 | 30.4 |
| 유동성이자부채 | n/a | 8.1 | 27.1 | 27.1 | 27.1 |
| 비유동부채 | n/a | 21.4 | 10.7 | 10.8 | 10.8 |
| 비유동이자부채 | n/a | 19.9 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 부채총계 | n/a | 105.9 | 111.6 | 120.1 | 126.1 |
| 자본금 | n/a | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |
| 자본잉여금 | n/a | 114.7 | 114.7 | 114.7 | 114.7 |
| 이익잉여금 | n/a | 8.3 | 31.9 | 84.3 | 158.7 |
| 자본조정 | n/a | 2.0 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 자기주식 | n/a | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | n/a | 136.1 | 160.0 | 212.5 | 286.9 |
| 투자자본 | n/a | 152.3 | 145.1 | 134.1 | 125.0 |
| 순차입금 | n/a | 16.5 | (14.9) | (78.3) | (161.9) |
| ROA | na | na | 7.6 | 17.4 | 20.0 |
| ROE | na | na | 13.1 | 28.2 | 29.8 |
| ROIC | na | na | 17.5 | 40.6 | 60.7 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|------|--------|--------|--------|-------|
| 영업현금 | n/a | (12.4) | 49.7 | 68.1 | 88.9 |
| 당기순이익 | n/a | 8.1 | 19.5 | 52.4 | 74.4 |
| 자산상각비 | n/a | 22.2 | 22.4 | 20.3 | 17.6 |
| 운전자본증감 | n/a | 0.3 | (13.3) | 0.0 | 0.0 |
| 매출채권감소(증가) | n/a | (46.1) | 21.1 | (4.7) | (3.2) |
| 재고자산감소(증가) | n/a | (27.1) | 35.9 | (12.3) | (8.6) |
| 매입채무증가(감소) | n/a | 0.0 | 0.8 | (0.5) | (0.3) |
| 투자현금 | n/a | 11.0 | (20.9) | 7.8 | 5.5 |
| 단기투자자산감소 | n/a | (30.1) | 5.2 | 0.3 | 0.3 |
| 장기투자증권감소 | n/a | (69.5) | (10.0) | (4.7) | (5.3) |
| 설비투자 | n/a | 0.0 | (0.5) | (0.0) | (0.0) |
| 유무형자산감소 | n/a | (0.3) | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 재무현금 | n/a | (1.1) | (2.0) | (2.7) | (3.3) |
| 차입금증가 | n/a | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| 자본증가 | n/a | 93.5 | 0.4 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | n/a | 27.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금 증감 | n/a | 56.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 |
| 총현금흐름(Gross CF) | n/a | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| (-) 운전자본증가(감소) | n/a | 11.5 | 40.0 | 63.4 | 83.5 |
| (-) 설비투자 | n/a | 35.3 | 28.6 | 72.7 | 92.0 |
| (+) 자산매각 | n/a | (6.5) | (8.7) | 4.7 | 3.2 |
| Free Cash Flow | n/a | 1.1 | 2.0 | 2.7 | 3.3 |
| (-) 기타투자 | n/a | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| 인여현금 | n/a | 40.6 | 35.1 | 65.1 | 85.3 |

자료: KTB투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | n/a | 154.4 | 286.8 | 387.5 | 472.7 |
| 증가율 (Y-Y,%) | n/a | 적지 | 85.7 | 35.1 | 22.0 |
| 영업이익 | n/a | 16.6 | 33.1 | 73.1 | 101.4 |
| 증가율 (Y-Y,%) | n/a | 적지 | 98.9 | 121.1 | 38.7 |
| EBITDA | n/a | 38.8 | 55.4 | 93.4 | 119.0 |
| 영업외손익 | n/a | (6.1) | (8.3) | (5.5) | (5.5) |
| 순이자수익 | n/a | (0.8) | (1.5) | 0.3 | 0.4 |
| 외화관련손익 | n/a | (0.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | n/a | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업손익 | n/a | 10.5 | 24.8 | 67.6 | 95.9 |
| 당기순이익 | n/a | 8.1 | 19.5 | 52.4 | 74.4 |
| 지배기업당기순이익 | n/a | 8.1 | 19.5 | 52.4 | 74.4 |
| 증가율 (Y-Y,%) | n/a | 적지 | 139.0 | 169.4 | 41.9 |
| NOPLAT | n/a | 12.9 | 26.0 | 56.7 | 78.6 |
| (+) Dep | n/a | 22.2 | 22.4 | 20.3 | 17.6 |
| (-) 운전자본투자 | n/a | (6.5) | (8.7) | 4.7 | 3.2 |
| (-) Capex | n/a | 1.1 | 2.0 | 2.7 | 3.3 |
| OpFCF | n/a | 40.5 | 55.1 | 69.6 | 89.8 |
| 3 Yr CAGR & Margins | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | n/a | n/a | n/a | n/a | 45.2 |
| 영업이익증가율(3Yr) | n/a | n/a | n/a | n/a | 82.7 |
| EBITDA증가율(3Yr) | n/a | n/a | n/a | n/a | 45.3 |
| 순이익증가율(3Yr) | n/a | n/a | n/a | n/a | 109.0 |
| 영업이익률(%) | n/a | 10.8 | 11.5 | 18.9 | 21.4 |
| EBITDA마진(%) | n/a | 25.1 | 19.3 | 24.1 | 25.2 |
| 순이익률(%) | n/a | 5.3 | 6.8 | 13.5 | 15.7 |

주요투자지표

| (단위:원,배) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Per share Data | | | | | |
| EPS | n/a | n/a | 694 | 1,870 | 2,653 |
| BPS | n/a | n/a | 1,546 | 4,100 | 7,324 |
| DPS | n/a | n/a | 0 | 0 | 0 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | n/a | n/a | 108.0 | 40.1 | 28.3 |
| PBR | n/a | n/a | 48.5 | 18.3 | 10.2 |
| EV/ EBITDA | n/a | 0.4 | 35.8 | 20.6 | 15.4 |
| 배당수익률 | n/a | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| PCR | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| PSR | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 재무건전성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | n/a | 77.8 | 69.7 | 56.5 | 44.0 |
| 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 | 109.6 | 171.2 | 242.6 |
| 이자보상배율 | n/a | 21.3 | 21.6 | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | n/a | 0.6 | 0.6 | n/a | n/a |
| 자산구조 | | | | | |
| 투자자본(%) | n/a | 76.4 | 60.6 | 45.7 | 33.8 |
| 현금+투자자산(%) | n/a | 23.6 | 39.4 | 54.3 | 66.2 |
| 자본구조 | | | | | |
| 차입금(%) | n/a | 17.1 | 18.8 | 14.9 | 11.4 |
| 자기자본(%) | n/a | 82.9 | 81.2 | 85.1 | 88.6 |



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

| | | | | | |
|--------------|-----|---------------|-----|---------------|----|
| BUY : | 81% | HOLD : | 17% | SELL : | 2% |
|--------------|-----|---------------|-----|---------------|----|

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

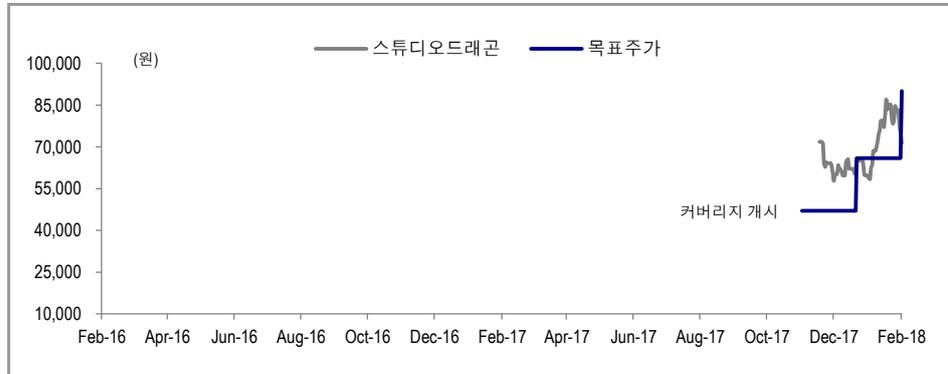
- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경내용



| | | | |
|------|------------|------------|------------|
| 일자 | 2017.11.08 | 2018.01.02 | 2018.02.08 |
| 투자이전 | BUY | BUY | BUY |
| 목표주가 | 47,000원 | 66,000원 | 90,000원 |
| 일자 | | | |
| 투자이전 | | | |
| 목표주가 | | | |

| 목표주가 대비 | 일자 | 목표주가 | 평균주가 | 최고가 | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|----------|------------|---------|---------|---------|-------------|------------|
| 실제주가 괴리율 | 2018.01.01 | 66,000원 | 73,163원 | 87,000원 | 10.85 | 31.82 |

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 2월 7일)
 ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사는 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.