

2018. 2. 8

Company Update



양승우, CFA
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

스튜디오드래곤 (253450)

4Q17 Review - 콘텐츠 경쟁력 확인

- 영업이익 35억원으로 시장 컨센서스(88억원)를 하회. 1) 역기저효과로 매출이 감소하였고, 2) 상장비용 등이 있었기 때문. 1분기는 라인업 연속 흥행으로 가파른 실적 반등 예상.
- 1) 가장 완성도 높은 콘텐츠를 제작하는 사업자로서, 2) OTT 플랫폼의 경쟁으로 콘텐츠 가치가 상승하는 가운데, 3) Netflix를 통한 시장 확대와 중국 시장의 재진출을 확인할 시점이 다가오고 있다는 판단.
- BUY 투자 의견을 유지하며, 목표주가를 9만원으로 상향.

WHAT'S THE STORY

4Q17 Review - 예상치 하회: 분기 영업이익 35억원(-35.8% y-y)으로 시장 컨센서스(88억원)를 하회하였다. 이는 1) 전년 동기에 <안투라지>, <푸른바다의 전설>과 같은 대형 라인업이 편성되었던 관계로 역기저효과에 따라 매출이 감소(-11.7% y-y)하였고, 2) 상장비용과 특별상여금 등 비용 요인이 있었기 때문이다. 1분기는 <화유기>, <마더>, <크로스>를 비롯한 라인업 연속 흥행으로 가파른 실적 반등이 예상된다.

우호적인 산업 환경: 올해 해외 시장을 통한 도약이 본격화되고 있다. Netflix는 작년부터 국내 콘텐츠 수급에 적극적으로 나서기 시작하였는데, 올해는 콘텐츠 비용으로 7.5조원(75억 달러 vs 2017년 60억달러) 이상을 책정하였다. 글로벌 가입자 유입이 가속화되는 동시에 Amazon Prime을 비롯한 플랫폼 간의 경쟁이 심화되고 있어, Netflix 입장에서 동사의 완성도 높은 콘텐츠는 가치가 더욱 높아질 것이다. 한편 한중관계 개선을 통한 중국 시장에 대한 판매 재개는 또 다른 모멘텀 요인이다.

목표주가 9만원으로 상향: 최근 가파른 주가 상승으로 인해 valuation 부담(2018E P/E 41.4배)이 존재함은 사실이다. 그러나 1) 자체 채널을 통한 안정적인 방영권 확보에 기반해 가장 완성도 높은 콘텐츠를 제작할 수 있는 사업자로서, 2) OTT 플랫폼의 가입자 유치 경쟁으로 콘텐츠 가치가 상승하는 가운데, 3) Netflix를 통한 시장 확대와 함께 중국 시장의 재진출을 확인할 시점이 다가오고 있다는 판단 하에 BUY 투자 의견과 함께 12개월 목표주가를 9만원(2019E P/E 40배 적용)으로 상향한다.

다만 당 사의 실적 추정치는 작품 수 확대(2018년 32편)와 함께 Netflix 오리지널 시리즈 제작과 중국 향 콘텐츠 판매를 반영한 것으로, 제작 일정 또는 콘텐츠 판매 지연은 downside 요인이다.

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 90,000원 (26.1%)

현재주가	71,400 원
시가총액	2.0조원
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)
52 주 최저/최고	57,800원/87,000원
60 일-평균거래대금	451.1억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	19.6	n/a	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	19.3	n/a	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	90,000	53,000	69.8%
2017E EPS	904	1,045	-18.6%
2018E EPS	1,724	1,522	2.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	68,143
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

분기 실적

(십억원)	4Q17	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	72	(11.7)	(7.3)
영업이익	3	(35.8)	(47.8)
세전이익	2	흑전 (73.4)	n/a (77.8)
순이익	2	흑전 (64.7)	n/a (70.2)
이익률 (%)			
영업이익	4.8		
세전이익	2.3		
순이익	2.8		

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2016	2017E	2018E
Valuation (배)			
P/E	125.5	79.0	41.4
P/B	11.6	5.4	4.8
EV/EBITDA	52.0	23.2	14.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	n/a	58.8	90.7
ROE (%)	6.0	10.0	12.2
주당지표 (원)			
EPS	569	904	1,724
BVPS	6,176	13,249	14,973
DPS	0	0	0

표 1. 4분기 실적 요약

(십억원)	4Q17			차이 (%)		4Q16	3Q17	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년대비	전분기대비
매출	72	72	66	0.1	8.4	81	77	(11.7)	(7.3)
편성	39	n/a	n/a	n/a	n/a	30	42	29.4	(6.6)
판매	26	n/a	n/a	n/a	n/a	34	23	(24.7)	10.4
기타	7	n/a	n/a	n/a	n/a	17	12	(58.1)	(42.4)
매출원가	64	n/a	n/a	n/a	n/a	73	64	(12.1)	0.0
판관비	4	n/a	n/a	n/a	n/a	3	13	44.9	(69.6)
영업이익	3	10	9	(66.7)	(60.6)	5	7	(35.8)	(47.8)
세전계속사업이익	2	n/a	8	n/a	(77.8)	n/a	6	흑전	(73.4)
순이익	2	n/a	7	n/a	(70.2)	n/a	6	흑전	(64.7)
EBITDA	69	n/a	35	n/a	97.6	n/a	17	n/a	nm
주요지표 (%)									
영업이익률	4.8	8.5	13.3						
세전계속사업이익률	2.3	n/a	11.5						
순이익률	2.8	n/a	10.1						
EBITDA마진	96.5	n/a	52.9						

자료: 스튜디오드래곤, Fnguide, 삼성증권 추정

표 2. 수익추정 변경

(십억원)	2017E					2018E				
	변경 전	변경 후	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출	287	287	0.0	275	4.4	357	401	12.3	375	6.9
매출원가	234	240	2.5	-	-	288	323	12.2	-	-
판관비	13	14	7.6	-	-	16	17	7.6	-	-
영업이익	40	33	(17.3)	36	(7.6)	53	61	14.6	65	(5.9)
세전계속사업이익	39	30	(22.5)	33	(9.1)	57	58	2.0	66	(12.5)
순이익	29	24	(18.6)	25	(4.2)	43	44	2.0	51	(14.0)
EBITDA	82	78	(5.1)	69	13.1	108	121	12.5	105	15.8
EPS (지배주주, 원)	1,045	851	(18.6)	888	(4.2)	1,522	1,553	2.0	1,803	(13.9)
주요지표 (%)										
영업이익률	13.9	11.5		13.0		14.9	15.2		17.2	
세전계속사업이익률	13.6	10.6		12.1		16.0	14.5		17.7	
순이익률	10.2	8.3		9.1		12.0	10.9		13.5	
EBITDA마진	0.0	27.3		25.2		0.0	30.2		27.9	

자료: 삼성증권 추정

표 3. 스튜디오드래곤 2018년 주요 작품

작품	화유기	마더	크로스	라이브
				
방영 시기	2017년 12월	2018년 1월	2018년 1월	2018년 3월 예정
작가	홍정은, 홍미란	정서경	최민석	노희경
제작	JS픽처스	THE UNICORN	로고스필름	지티스트
주연	이승기, 차승원, 오연서	이보영, 이해영	고경표, 조재현, 전소민	정유미, 이광수, 배성우
시청률*	평균 5.7%, 최고 6.9%	평균 2.9%, 최고 3.5%	평균 4.3%, 최고 4.7%	n/a

참고: * 2월 8일 기준

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

표 4. 스튜디오드래곤 작품 라인업

작품명	방영기간	채널
황금빛 내 인생	2017.09.02 - 2018.03.11	KBS2
화유기	2017.12.23 - 2018.03.04	tvN
마더	2018.01.24 -	tvN
크로스	2018.01.29 -	tvN
작은 신의 아이들	2018.02.24 -	OCN
나의 아저씨	2018.03.21 -	tvN
라이브	2018.03.10 -	tvN
미스터 선샤인	2018 -	tvN
멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	2018 -	tvN
알함브라 궁전의 추억	2018 -	tvN

자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

표 5. 시나리오 분석

	Normal case	Our assumption	Surprise case
시나리오	- 연간 1~2편의 텐트폴 작품 - 국내외 판매판매 지속 성장	- 연간 2~3편의 텐트폴 작품 - Netflix original 시리즈 제작, 중국 수출 본격화	해외 플랫폼을 통한 대작 흥행으로 수주 확대
주요 가정	2018E 제작편수 27편 - 판매 매출 국내 25%, 해외 30% 성장	- 콘텐츠 제작 규모 확대 - 판매 매출 해외 70% 성장	- 콘텐츠 제작 편수 & 판매가 상승 - 판매 매출 해외 100% 성장
2018E 영업이익 (십억원)	45.0	60.7	69.0
2018E 순이익 (십억원)	35.0	43.5	51.8
적용 P/E	2018E 40배 / 2019E 28배	2018E 58배 / 2019E 40배	2018E 65배 / 2019E 50배
목표주가 (원)	50,000	90,000	120,000
Upside (%)	-29.9	+26.1	+54.1

자료: 삼성증권

표 6. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2016	2017	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출	196	287	401	75	62	77	72	98	98	97	108
편성	88	131	162	26	24	42	39	39	41	41	41
판매	75	112	169	36	26	23	26	42	39	39	50
기타	32	44	69	13	12	12	7	17	17	17	17
매출원가	168	240	323	59	50	67	64	78	81	81	83
제작비	128	200	249	48	40	60	52	60	63	63	63
판매수수료	11	17	25	5	4	3	4	6	6	6	7
기타	29	23	49	5	6	3	9	12	12	12	12
매출총이익	27	47	78	17	12	11	7	19	17	16	26
판관비	6	14	17	3	3	4	4	3	4	5	5
영업이익	21	33	61	14.0	8.9	6.6	3.5	16.0	12.6	11.2	20.9
세전계속사업이익	15	30	58	13.0	9.0	6.4	1.7	15.4	11.9	10.5	20.2
당기순이익	13	24	44	13.4	2.8	5.7	2.0	11.5	8.9	7.9	15.2
EBITDA	39	78	121	30	19	17	12	32	26	23	40
EPS (지배주주, 원)	576	851	1,553								
DPS (원)	0	0	0								
주요지표 (%)											
영업이익률	10.8	11.5	15.2	18.5	14.3	8.6	4.8	16.5	12.9	11.5	19.3
세전계속사업이익률	7.7	10.6	14.5	17.6	14.5	8.2	2.3	15.8	12.2	10.8	18.7
순이익률	6.5	8.3	10.9	17.8	4.5	7.3	2.8	11.8	9.2	8.1	14.0
EBITDA 마진	19.9	27.3	30.2	40.0	30.6	22.1	16.7	32.7	26.5	23.7	37.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0								

참고: K-IFRS 연결 기준, * 접속료, 가입비 제외

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	401	509	611
매출원가	133	240	323	403	470
매출총이익	22	47	78	107	141
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	19.4	20.9	23.0
판매 및 일반관리비	5	14	17	20	24
영업이익	17	33	61	86	116
(영업이익률, %)	10.8	11.5	15.2	17.0	19.1
영업외손익	(6)	(1)	4	5	6
금융수익	1	0	4	5	6
금융비용	2	1	0	(0)	(0)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	0	0	0	0
세전이익	10	32	64	91	122
법인세	2	7	16	23	31
(법인세율, %)	22.4	21.2	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	8	25	48	68	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	25	48	68	92
(순이익률, %)	5.3	8.8	12.1	13.4	15.0
지배주주순이익	8	25	48	68	92
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	78	121	167	215
(EBITDA 이익률, %)	25.1	27.3	30.2	32.7	35.3
EPS (지배주주)	569	904	1,724	2,437	3,273
EPS (연결기준)	569	904	1,724	2,437	3,273
수정 EPS (원)*	569	904	1,724	2,437	3,273

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	58	103	142	183
당기순이익	8	25	48	68	92
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	53	73	98	124
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	45	60	80	99
기타	5	8	12	18	25
영업활동 자산부채 변동	(46)	(14)	(2)	(2)	(2)
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(67)	(76)	(92)	(103)
유형자산 증감	(1)	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(66)	(67)	(76)	(91)	(102)
재무활동에서의 현금흐름	93	207	(27)	0	0
차입금의 증가(감소)	28	(2)	(27)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	210	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(1)	(0)	0	0
현금증감	12	198	(1)	49	80
기초현금	0	12	210	209	258
기말현금	12	210	209	258	338
Gross cash flow	35	78	121	167	215
Free cash flow	(14)	(2)	28	46	75

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	308	346	433	547
현금 및 현금등가물	12	210	209	258	338
매출채권	37	37	52	66	79
재고자산	0	0	0	0	0
기타	33	61	85	109	130
비유동자산	161	182	202	219	228
투자자산	2	2	3	4	5
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	139	153	169	178
기타	33	40	45	45	45
자산총계	242	490	548	651	775
유동부채	84	116	124	158	190
매입채무	6	6	8	10	12
단기차입금	8	7	0	0	0
기타 유동부채	71	103	116	148	177
비유동부채	21	3	4	5	6
사채 및 장기차입금	20	(0)	(0)	(0)	(0)
기타 비유동부채	2	3	4	5	6
부채총계	106	118	128	163	196
지배주주지분	136	371	420	488	580
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	322	322	322	322
이익잉여금	8	34	82	150	242
기타	2	2	2	2	2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	371	420	488	580
순부채	16	(183)	(209)	(259)	(339)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	39.7	27.1	19.9
영업이익	n/a	98.3	84.1	42.3	34.7
순이익	n/a	211.2	90.7	41.3	34.3
수정 EPS**	n/a	58.8	90.7	41.3	34.3
주당지표					
EPS (지배주주)	569	904	1,724	2,437	3,273
EPS (연결기준)	569	904	1,724	2,437	3,273
수정 EPS**	569	904	1,724	2,437	3,273
BPS	6,176	13,249	14,973	17,409	20,682
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	125.5	79.0	41.4	29.3	21.8
P/B***	11.6	5.4	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	52.0	23.2	14.8	10.5	7.7
비율					
ROE (%)	6.0	10.0	12.2	15.0	17.2
ROA (%)	3.4	6.9	9.3	11.4	12.9
ROIC (%)	8.5	15.3	23.1	29.7	37.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	12.1	(49.4)	(49.9)	(53.0)	(58.4)
이자보상배율 (배)	19.5	35.6	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000
과리율 (평균)	29.18	
과리율 (최대/최소)	64.15	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 12월 31일 기준

매수 (85.6%) | 중립 (14.4%) | 매도 (0%)