2018년 4월 30일 I Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

본게임은 하반기에

1분기 실적은 예상을 하회했으나 1회성 요인 고려

스튜디오드래곤이 시장의 예상을 하회하는 실적을 기록했다. 매출은 799억원으로 전분기대비 11.1%, 전년동기대비 6% 증가했으나, 영업이익은 전분기대비 204.5% 증가, 전년동기대비로는 23.7% 감소했다. 편성매출은 407억원으로 예상수준을 기록했으나, 판매매출이 부진했다. '화유기', '라이브'(일부 인식) 등의 넷플릭스 판매에도 불구하고 미투효과 등으로 인한 일부(2~3개) 드라마의 판매 및 VoD 매출 등이 부진했기 때문이다. 판매 매출은 321억원으로 전분기대비로는 24.8% 증가했으나 전년동기대비로는 12% 감소했다. 질적인 측면에서는 '화유기'가 텐트폴 역할을 충분히 하는 등 일시적인 외부요인이 있었다는 점을 고려하면 양호한 수준이라 판단된다. 2분기실적은 텐트폴 드라마의 부재에 따른 편성매출의 소폭감소가 예상되지만 1분기 영향을 미쳤던 일회성요인들이 제거되며 판매매출은 증가할 것으로 판단된다.

하반기 본격적인 성장 기대

본격적인 성장국면은 하반기가 될 것으로 기대한다. "미스터 선샤인" 등 텐트폴 컨텐츠가 출시되며 이익률 개선에 기여할 것으로 판단되고, 넷플릭스를 포함한 글로벌 OTT시장 진출도 본격화될 것으로 기대하기 때문이다. 이를 기반으로 3분기 판매매출은 2분기대비 40% 증가를 기록할 것으로 전망되며 하반기 매출은 상반기대비 39%, 영업이익은 100% 가까운 성장도 가능할 것으로 기대하고 있다. 매출인식과는 별개로 넷플릭스 등과 오리지널컨텐츠 제작과 관련된 뉴스플로우가 가시화될 것으로 예상되는 만큼 투자심리개선도 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 시장개방을 대비해 현지 파트너와 논의를 진행중인 중국시장의 개방이 하반기 가시화될 경우 성과는 더욱 배가될 전망이다.

압도적인 시장지배력에 우호적인 시장환경이라는 날개를 달다

경쟁사 대비 월등히 많은 드라마 제작편수 및 이를 소화할 수 있는 캡티브 채널, 상대적으로 높은 시청률과 이를 가능케 하는 제작시스템과 작가를 포함한 크리에이터 규모는 스튜디오드래곤의 시장지배력을 유지하는 핵심이다. 더욱 긍정적인 부분은 적어도 국내에서는 시장경쟁력이 훼손될 가능성이 매우 적다는 점이다. 여기에 글로벌 OTT시장 참여자들의 경쟁이 치열해지면서 양질의 컨텐츠를 만들 수 있는 기업들의 밸류는 지속적으로 Re-rating되고 있다. 중국 내 OTT들의 경쟁도 매우 치열한 만큼 시장 오픈에 따른 판매매출 증가도 놀라운 수준이 될 것으로 기대하고 있다. 단기적인 실적보다는 중장기적인 고성장의 관점에서 지속적인 비중확대가 바람직해 보인다.

Earnings Review

BUY

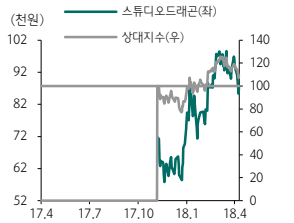
I TP(12M): 127,000원 I CP(4월 27일): 874,000원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	886.49
52주 최고/최저(원)	98,600/57,800
시가총액(십억원)	2,450.5
시가총액비중(%)	0.85
발행주식수(천주)	28,037.2
60일 평균 거래량(천주)	187.5
60일 평균 거래대금(십억원)	16.5
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	0.96
주요주주 지분율(%)	
씨제이이앤엠 외 3 인	75.66

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.5)	0.0	0.0
상대	(13.2)	0.0	0.0

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	383.6	488.0
영업이익(십억원)	69.9	104.2
순이익(십억원)	54.5	81.9
EPS(원)	1,943	2,922
BPS(원)	15,041	17,858

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	397.9	598.1	749.8
영업이익	십억원	16.6	33.0	67.4	139.3	207.6
세전이익	십억원	10.5	30.3	68.1	140.0	207.6
순이익	십억원	8.1	14.2	52.4	107.8	157.4
EPS	원	569	2,297	1,871	3,845	5,612
증감률	%	N/A	303.7	(18.5)	105.5	46.0
PER	배	114.21	38.05	46.73	22.73	15.57
PBR	배	10.52	15.28	11.52	7.64	5.13
EV/EBITDA	배	47.38	39.50	19.53	11.18	7.74
ROE	%	5.98	9.57	28.11	40.43	39.41
BPS	원	6,176	5,718	7,589	11,434	17,046
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 허제나
02-3771-7375
Jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 황승택 02-3771-7519

표 1. 스튜디오드래곤의 1분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q17	4Q17	1Q18P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	75.3	71.9	79.9	11.1	6.0	921.2	(91.3)
편성	26.3	39.0	40.7	4.4	54.5	402.0	(89.9)
판매	36.5	25.7	32.1	24.8	(12.0)	409.9	(92.2)
기타	12.5	7.2	7.1	(1.2)	(43.4)	109.3	(93.5)
매출총이익	16.7	7.5	13.6	82.5	(18.4)	179.7	(92.4)
판매관리비	2.8	4.0	3.0	(24.6)	7.8	46.1	(93.5)
영업이익	13.9	3.5	10.6	204.5	(23.7)	133.6	(92.0)
이익률(%)	*18.5*	*4.9*	*13.3*			*14.5*	
순이익	13.3	2.0	7.8	293.3	(41.2)	102.9	(92.4)
이익률(%)	*17.7*	*2.8*	*9.8*			*11.2*	

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤의 실적현황 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	286.8	397.9	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	86.7	111.2	120.1
성장률(%)	*46.7*	*38.7*	*127.9*	*87.9*	*19.8*	*11.1*	*6.0*	*39.6*	*43.6*	*67.1*
편성	131.2	177.7	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	39.0	49.0	49.0
판매	111.8	186.3	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	38.1	53.2	62.9
기타	43.7	33.9	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	9.6	9.1	8.2
매출총이익	47.1	86.3	16.7	12.2	10.7	7.5	13.6	16.2	24.5	32.0
판매관리비	14.1	18.9	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	4.3	5.6	6.0
영업이익	33.0	67.4	13.9	8.9	6.7	3.5	10.6	11.8	18.9	26.0
성장률(%)	*55.8*	*104.2*	*228.0*	*109.4*	*5.4*	*(45.0)*	*(23.7)*	*33.0*	*183.0*	*644.2*
이익률(%)	*11.5*	*16.9*	*18.5*	*14.3*	*8.6*	*4.9*	*13.3*	*13.7*	*17.0*	*21.7*
순이익	23.8	52.0	13.3	2.8	5.7	2.0	7.8	9.2	14.7	20.2
성장률(%)	*84.7*	*118.1*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*(41.2)*	*230.2*	*158.4*	*910.4*
이익률(%)	*8.3*	*13.1*	*17.7*	*4.5*	*7.3*	*2.8*	*9.8*	*10.7*	*13.2*	*16.8*

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

Analyst 황승택 02-3771-7519

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**154.4**	**286.8**	**397.9**	**598.1**	**749.8**
매출원가	132.8	239.7	311.6	430.4	506.6
매출총이익	21.6	47.1	86.3	167.7	243.2
판관비	5.0	14.2	18.9	28.4	35.6
영업이익	**16.6**	**33.0**	**67.4**	**139.3**	**207.6**
금융손익	(1.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(2.4)	0.7	0.7	0.0
세전이익	**10.5**	**30.3**	**68.1**	**140.0**	**207.6**
법인세	2.4	3.0	15.7	32.2	50.2
계속사업이익	8.1	13.9	52.4	107.8	157.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.1**	**23.8**	**52.4**	**107.8**	**157.4**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**8.1**	**14.2**	**52.4**	**107.8**	**157.4**
지배주주지분포괄이익	8.3	14.2	52.4	107.8	157.4
NOPAT	12.9	29.7	51.9	107.3	157.4
EBITDA	38.8	62.1	125.2	214.9	283.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	85.8	38.7	50.3	25.4
NOPAT증가율	N/A	130.2	74.7	106.7	46.7
EBITDA증가율	N/A	60.1	101.6	71.6	31.8
영업이익증가율	N/A	98.8	104.2	106.7	49.0
(지배주주)순익증가율	N/A	75.3	269.0	105.7	46.0
EPS증가율	N/A	303.7	(18.5)	105.5	46.0
수익성(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	21.7	28.0	32.4
EBITDA이익률	25.1	21.7	31.5	35.9	37.8
영업이익률	10.8	11.5	16.9	23.3	27.7
계속사업이익률	5.2	4.8	13.2	18.0	21.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	569	2,297	1,871	3,845	5,612
BPS	6,176	5,718	7,589	11,434	17,046
CFPS	2,468	8,648	4,490	7,690	10,101
EBITDAPS	2,713	10,058	4,466	7,666	10,101
SPS	10,795	46,423	14,192	21,333	26,744
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	114.2	38.1	46.7	22.7	15.6
PBR	10.5	15.3	11.5	7.6	5.1
PCFR	26.3	10.1	19.5	11.4	8.7
EV/EBITDA	47.4	39.5	19.5	11.2	7.7
PSR	6.0	1.9	6.2	4.1	3.3
재무비율(%)					
ROE	6.0	9.6	28.1	40.4	39.4
ROA	3.4	5.3	14.4	20.5	22.6
ROIC	8.3	18.3	27.2	43.9	63.0
부채비율	77.8	80.3	107.3	90.6	64.1
순부채비율	12.1	2.4	(2.2)	(15.1)	(54.1)
이자보상배율(배)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**81.4**	**115.0**	**253.2**	**416.1**	**663.9**
금융자산	11.6	32.6	68.2	110.9	281.2
현금성자산	11.5	32.5	68.0	110.6	280.9
매출채권 등	39.4	52.0	134.2	234.7	294.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	30.4	30.4	50.8	70.5	88.5
비유동자산	**160.6**	**174.0**	**188.0**	**194.9**	**120.6**
투자자산	2.3	2.3	3.8	5.3	6.6
금융자산	2.3	2.3	3.8	5.3	6.6
유형자산	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
무형자산	**123.9**	**130.9**	**143.3**	**148.7**	**73.1**
기타비유동자산	**33.2**	**39.7**	**39.8**	**39.8**	**39.8**
자산총계	**242.0**	**289.0**	**441.1**	**611.0**	**784.5**
유동부채	**84.5**	**117.2**	**216.9**	**278.9**	**294.2**
금융부채	8.1	26.5	54.5	54.5	14.5
매입채무 등	20.5	32.0	68.6	96.8	121.3
기타유동부채	55.9	58.7	93.8	127.6	158.4
비유동부채	**21.4**	**11.5**	**11.5**	**11.5**	**12.4**
금융부채	**19.9**	**10.0**	**9.0**	**8.0**	**8.0**
기타비유동부채	1.5	1.5	2.5	3.5	4.4
부채총계	**105.9**	**128.7**	**228.4**	**290.4**	**306.6**
지배주주지분	**136.1**	**160.3**	**212.8**	**320.6**	**477.9**
자본금	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**
자본잉여금	114.7	114.7	114.7	114.7	114.7
자본조정	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.2	84.6	192.4	349.8
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**136.1**	**160.3**	**212.8**	**320.6**	**477.9**
순금융부채	16.4	3.8	(4.8)	(48.4)	(258.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**(12.4)**	**38.0**	**80.3**	**126.2**	**211.7**
당기순이익	8.1	23.8	52.4	107.8	157.4
조정	25.6	13.0	57.8	75.6	75.6
감가상각비	22.2	29.2	57.8	75.6	75.6
외환거래손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(16.2)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	1.2	(29.9)	(57.2)	(21.3)
투자활동 현금흐름	**(69.5)**	**(32.4)**	**(71.8)**	**(82.6)**	**(1.4)**
투자자산감소(증가)	(2.3)	0.0	(1.5)	(1.5)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(1.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(66.1)	(32.4)	(70.3)	(81.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	**93.5**	**(0.6)**	**27.0**	**(1.0)**	**(40.0)**
금융부채증가(감소)	28.1	8.4	27.0	(1.0)	(40.0)
자본증가(감소)	125.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.4)	(9.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**11.5**	**32.5**	**35.5**	**42.6**	**170.3**
Unlevered CFO	35.3	53.4	125.9	215.6	283.2
Free Cash Flow	(13.5)	38.0	80.3	126.2	211.7

자료: 하나금융투자

Analyst 황승택 02-3771-7519

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.5	BUY	127,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.