

스튜디오드래곤 (253450)

1Q18 실적 부진은 일시적인 현상, 큰 그림에 변함은 없다

2018년 4월 29일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동률
02-6114-2960 drlee@kbf.com

1Q18 실적 컨센서스 하회

스튜디오드래곤의 1Q18 실적은 매출액 799억원 (+6.0% YoY), 영업이익 107억원 (-23.7% YoY)을 기록했다. 영업이익 기준 시장 컨센서스를 26.5% 하회했다. 편성매출이 54.5% YoY의 고성장을 보였음에도 불구하고 판매매출이 12.0% YoY 감소하면서 부진한 실적에 기여했다. 편성매출은 제작편수가 1Q17 5편에서 1Q18 8편으로 확대되었고, 캡티브형 콘텐츠 공급 및 매출액이 증가하면서 54.5% YoY 성장했으며, 캡티브형 매출액은 64.0% 성장했다. 판매매출은 화유기가 넷플릭스에 100억원에 판매 (90억원 1Q18 실적 반영)되는 등 해외에서의 성과에도 불구하고 미투 이슈로 인한 VOD 판매 감소 및 판권판매 부진으로 인해 전년동기대비 12.0% 감소했다. 향후 미투 이슈로 인한 콘텐츠 판매에 대한 부정적인 영향은 제한적일 것으로 판단하며 펀더멘털은 여전히 견고한 상황이다. 매출원가율은 2017년 매분기 상승세를 기록했으나, 1Q18에는 전년동기대비 6.7p% 감소한 82.9%를 기록하면서 향후 원가율 안정화에 대한 기대감이 높아졌다.

중국형 콘텐츠 판매 재개가 주가의 핵심 변곡점

2Q18에는 부진했던 콘텐츠 판매매출이 재개되면서 매출액 836억원 (+4.6% QoQ, +34.6% YoY), 영업이익 124억원 (+16.7% QoQ, +39.9% YoY)로 실적이 정상화될 전망이다. 다만, 스튜디오드래곤의 주가는 2분기 실적보다는 콘텐츠 판매관련 뉴스플로우에 민감하게 반응할 가능성이 높다. 2018년 최대 기대작 중 하나인 미스터션샤인 (이병헌, 김태리 주연, 김은숙 극본)은 7월 방영 예정이며, 해외 판권판매에 대한 기대감이 높다. 또한 중국형 콘텐츠 판매 재개와 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작 등 콘텐츠 판매처의 확장에 따른 매출성장은 하반기부터 본격화될 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 110,000원으로 4.3% 하향 조정

실적추정치 하향조정을 반영하여 목표주가를 110,000원으로 하향 조정하고, 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가 110,000원은 2020E EPS에 동종기업 평균 PER 36배를 적용해 산정했다.

Buy 유지

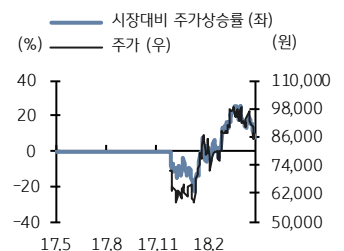
목표주가 (하향, 원)	110,000
Upside / Downside (%)	25.9
현재가 (4/27, 원)	87,400
Consensus Target Price (원)	110,667
시가총액 (조원)	2.5

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	16.5
외국인 지분율 (%)	1.0
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	2.6	0.0	0.0
시장대비 상대수익률	-13.2	5.7	0.0	0.0

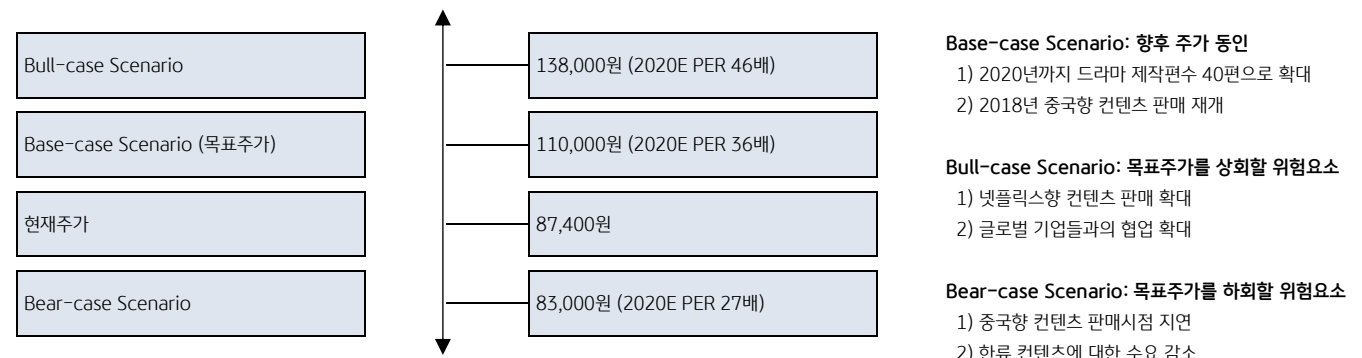
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	374	468	540
영업이익 (십억원)	33	64	90	109
지배주주순이익 (십억원)	24	49	71	86
EPS (원)	1,050	1,758	2,529	3,084
증감률 (%)	84.5	67.4	43.9	21.9
PER (X)	61.9	49.7	34.6	28.3
EV/EBITDA (X)	22.1	35.8	24.4	19.3
PBR (X)	4.9	5.9	5.0	4.3
ROE (%)	9.5	12.5	15.7	16.3
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	375.5	463.0	373.6	468.2	-0.5	1.1
영업이익	67.2	93.8	63.5	90.3	-5.4	-3.7
지배주주순이익	53.6	74.5	49.3	70.9	-8.0	-4.8

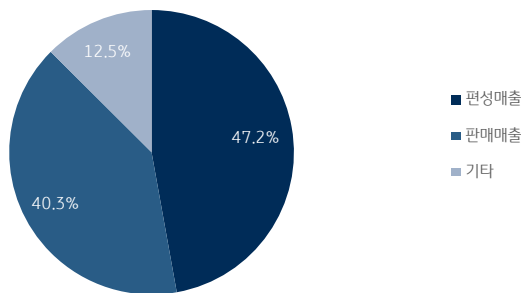
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	373.6	468.2	383.6	488.0	-2.6	-4.1
영업이익	63.5	90.3	69.9	104.3	-9.1	-13.4
지배주주순이익	49.3	70.9	52.9	81.9	-6.7	-13.5

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	857	28.4	22.2	4.9	4.0	13.2	10.9	19.5	20.8	n/a	2.0
Netflix	144,783	95.2	61.6	28.4	20.3	67.9	44.2	26.2	28.4	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film & TV	3,237	24.4	19.1	2.5	2.2	20.2	15.3	10.5	12.4	0.5	0.6
Beijing Hualu Baina	1,430	14.9	12.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
2020E EPS 3,084원 x multiple 36배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
138,000원 ~ 83,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
PER 36배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
1) 금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
2) 환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 스튜디오드래곤 1Q18 연결기준 실적 Review

(십억원, %, %p)	1Q18P	4Q17	QoQ	1Q17	YoY	KB증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	79.9	71.9	11.1	75.3	6.0	90.7	(11.9)	86.8	(7.9)
영업이익	10.7	3.5	207.1	14.0	(23.7)	16.3	(34.5)	14.5	(26.5)
영업이익률	13.3	4.8	8.5	18.5	(5.2)	18.0	(4.6)	16.7	(3.4)
지배주주순이익	7.9	2.0	293.5	13.4	(41.3)	12.9	(39.3)	11.7	(32.9)
지배주주순이익률	9.8	2.8	7.1	17.8	(7.9)	14.3	(4.4)	13.5	(3.7)

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	83.6	102.8	107.4	286.8	373.6	468.2	539.6
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	4.6	23.0	4.5	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	34.6	32.6	49.4	46.7	30.3	25.3	15.2
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	39.2	47.2	49.1	131.2	176.2	217.9	254.7
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	31.6	41.9	45.0	111.8	150.6	198.0	229.9
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	12.8	13.7	13.3	43.7	46.8	52.3	55.0
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	12.4	20.1	20.3	33.0	63.5	90.3	109.4
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	16.7	61.6	1.1	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	39.9	202.3	485.9	55.6	92.6	42.1	21.2
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	14.9	19.6	18.9	11.5	17.0	19.3	20.3
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	9.9	15.7	15.9	23.8	49.3	70.9	86.5
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	25.6	58.7	1.4	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	252.5	176.7	695.8	-	106.7	43.9	21.9
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	11.8	15.3	14.8	8.3	13.2	15.1	16.0

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2018E					2019E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	373.6	375.5	(0.5)	383.6	(2.6)	468.2	463.0	1.1	488.0	(4.1)
영업이익	63.5	67.2	(5.4)	69.9	(9.1)	90.3	93.8	(3.7)	104.3	(13.4)
영업이익률	17.0	17.9	(0.9)	18.2	(1.2)	19.3	20.2	(1.0)	21.4	(2.1)
지배주주순이익	49.3	53.6	(8.0)	52.9	(6.7)	70.9	74.5	(4.8)	81.9	(13.5)
지배주주순이익률	13.2	14.3	(1.1)	13.8	(0.6)	15.1	16.1	(0.9)	16.8	(1.6)

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤의 PER 밸류에이션

(십억원, %, 천주, 원)		비고
2020E 지배주주순이익	86.5	
Target PER	36.0	제이콘텐트리, Zhejiang Huace, Huala Baina의 2017E 평균
적정 시가총액	3,113	
총 주식수	28,037	완전희석 기준
목표주가	110,000	
현재주가	87,400	
Upside	25.9%	

자료: 스튜디오드래곤, Bloomberg, KB증권 추정

표 5. 스튜디오드래곤의 2018년 콘텐츠 라인업

방영시기	방송일	제목	편성	부작	극본	연출	주연
1Q18	2018-01-08	애간장	OCN	10	박가연	민연홍	이정신, 서지훈
	2018-01-24	마더	tvN	16	정서경	김철규	이보영, 이재윤
	2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민
	2018-02-24	작은 신의 아이들	OCN	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈
	2018-03-03	라이브	tvN	18	노희경	김규태	정유미, 이광수
	2018-03-05	그남자 오수	OCN	10	정유선	이철민	이종현, 김소은
	2018-03-21	나의 아저씨	tvN	16	박해영	김원석	이선균, 아이유, 나문희
	2018-03-26	시를 읽은 그대에게	tvN	16	명수현	한상재	이유비, 이채영
2Q18	2018-04-28	미스트리스	OCN	12	고정운	한지승	한가인, 최희서
	2018-05-12	무법변호사	tvN	16	윤현호	김진민	이준기, 서예지
	2018-05-21	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	tvN	16	추혜미	김형식	이상윤, 이성경
	2018-06-06	김비서가 왜 그럴까	tvN	16	정은영	박준화	박서준, 박민영
	2018-06-16	라이프 온 마스	OCN	16	이대일	이정효	정경호, 박성웅
2H18	2018-07	미스터 션샤인	tvN	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리
	2018-07	식사를 합시다3	tvN	미정	임수미	최규식	윤두준, 백진희
	2018-08	하늘에서 떨어진 풀	tvN	미정	남지은	김상호	윤현민, 안우연
	2018-08	보이스2	OCN	미정	미정	미정	이진욱, 이하나
	2018-11	알함브라 궁전의 추억	tvN	미정	송재정	안길호	현빈, 박신혜
	미정	하늘에서 내리는 1억개의 별	tvN	미정	미정	유재원	정소민

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 정리

주: 음영처리 된 부분은 2018년 기대작

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	154	287	374	468	540
매출원가	133	240	294	359	408
매출총이익	22	47	80	109	131
판매비와관리비	5	14	16	19	22
영업이익	17	33	64	90	109
EBITDA	39	74	64	90	109
영업외손익	-6	-3	3	4	6
이자수익	0	1	4	5	6
이자비용	1	2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	-1	0	0
세전이익	11	30	66	95	115
법인세비용	2	6	17	24	29
당기순이익	8	24	49	71	86
지배주주순이익	8	24	49	71	86
수정순이익	8	24	49	71	86

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	NA	85.7	30.3	25.3	15.3
영업이익 성장률	NA	98.3	92.6	42.1	21.2
EBITDA 성장률	NA	91.4	-14.5	42.1	21.2
지배기업순이익 성장률	NA	193.0	106.7	43.9	21.9
매출총이익률	14.0	16.4	21.3	23.4	24.4
영업이익률	10.8	11.5	17.0	19.3	20.3
EBITDA이익률	25.1	25.9	17.0	19.3	20.3
세전이익률	6.8	10.6	17.7	20.2	21.4
당기순이익률	5.3	8.3	13.2	15.2	16.0

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12	-7	56	78	95
당기순이익	8	24	49	71	86
유형자산상각비	22	41	0	0	0
기타비현금손익 조정	5	5	17	24	29
운전자본증감	-46	-73	6	7	9
매출채권감소 (증가)	0	-14	-2	-2	-2
재고자산감소 (증가)	0	-2	0	0	0
매입채무증가 (감소)	11	9	1	1	1
기타영업현금흐름	-2	20	-17	-24	-29
투자활동 현금흐름	-70	-141	-13	-14	-14
유형자산투자감소 (증가)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-68	0	-5	-5	-6
재무활동 현금흐름	93	188	1	1	2
금융부채 증감	27	-18	1	1	2
자본의 증감	56	208	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	10	-2	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	12	40	44	66	82
기말현금	12	51	44	110	192
잉여현금흐름 (FCF)	-14	-7	54	77	94
순현금흐름	0	199	-3	71	87
순현금 (순차입금)	-16	182	179	250	337

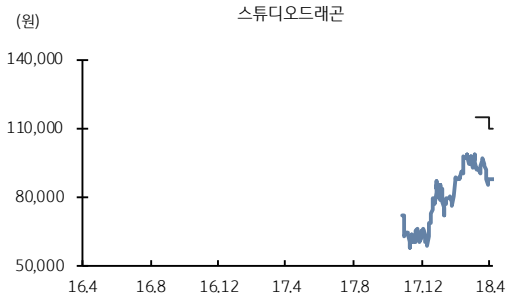
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	242	459	469	553	653
유동자산	81	290	292	368	461
현금 및 현금성자산	12	51	44	110	192
단기금융자산	0	141	147	153	159
매출채권	37	55	57	59	62
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	33	41	43	45	47
비유동자산	161	170	177	184	193
투자자산	2	4	4	4	4
유형자산	1	1	2	3	5
무형자산	124	128	129	130	131
기타비유동자산	33	36	40	45	51
부채총계	106	91	102	115	130
유동부채	84	91	102	115	129
매입채무	6	6	7	8	9
단기금융부채	8	10	11	13	14
기타유동부채	71	75	84	95	106
비유동부채	21	0	0	0	0
장기금융부채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	418	489	575
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
기타자본항목	2	3	3	3	3
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	8	32	81	152	239
지배자본 계	136	368	418	489	575
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	NA	61.9	49.7	34.6	28.3
PBR	NA	4.9	5.9	5.0	4.3
PSR	NA	5.1	6.6	5.2	4.5
EV/EBITDA	0.4	22.1	35.8	24.4	19.3
EV/EBIT	1.0	49.7	35.8	24.4	19.3
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	569	1,050	1,758	2,529	3,084
BPS	6,176	13,141	14,900	17,429	20,513
SPS (주당매출액)	10,795	12,628	13,325	16,700	19,246
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	9.5	12.5	15.7	16.3
ROA	3.4	6.8	10.6	13.9	14.3
ROIC	16.9	15.6	26.1	37.1	45.1
안정성지표					
부채비율	77.8	24.7	24.5	23.6	22.5
순차입비율	12.1	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	3.2	2.9	3.2	3.6
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	95.3	220.6	237.7
활동성지표					
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	0.0	6.2	6.7	8.0	8.9
재고자산회전율	0.0	0.0	288.6	361.7	416.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000		

투자등급 비율 (2018. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
72.9	27.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.