

스튜디오드래곤 (253450)

Apr. 2018
30

큰 그림에서 벗어나지 않은 실적

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

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	100,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (4/27)	87,400원
예상 증가상승률	14.4%
시가총액	24,505억원
비중(KOSDAQ내)	0.86%
발행주식수	28,037천주
52주 최저가/최고가	57,800 - 98,600원
3개월 일평균거래대금	172억원
외국인 지분율	1.0%
주요주주지분율(%)	
CJ E&M(외 6인)	75.7

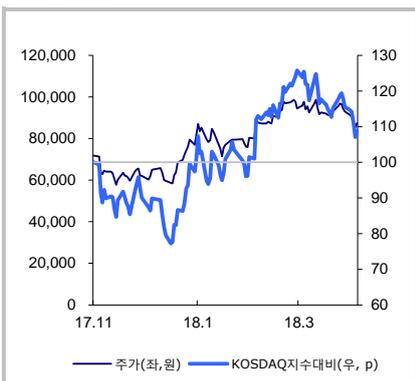
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	76.4	38.4	27.7
PBR(배)	7.6	7.2	5.4
EV/EBITDA(배)	22.1	18.8	15.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	(10.5)	n/a	n/a	34.5
KOSDAQ대비상대수익률(%)	(13.7)	n/a	n/a	23.4

Price Trend



▶ Highlight

1Q18 영업이익 107억원 (YOY -24%) 기록. 시장 영업이익 컨센서스를 하회

▶ Pitch

- 투자 의견 BUY유지. 최근 한-중 외교관계 개선 징후들이 포착됨에 따라 관련판매가 재개될 가능성 높다고 판단. 7월 방영 예정인 사전제작 드라마 '미스터선샤인' 으로 시작될 가능성 높음. 중국 실적이 온기로 반영될 가능성이 높은 2019년 추정 EPS에 중국 PEER 멀티플 35배를 적용

▶ In detail

- 1Q18 매출액 799억원 (YOY +6%) 영업이익 107억원 (YOY -24%) 기록. 부문별 매출로는 국내 편성매출이 407억원 (YOY +55%), 판매매출이 321억원 (YOY -12%), 기타매출이 71억원 (YOY -43%)

- 전년 동기 도깨비 흥행에 따른 역기저 영향에도 불구하고 제작편수 확대로 편성매출은 YOY +55% 성장했으며, 화유기 넷플릭스향 판매매출이 발생하면서 해외 판매매출도 견조한 수준 달성. 다만, 미투(#MeToo) 논란에 따른 일부 작품 편성 연기 및 제작 지연으로 국내 판매매출은 YOY -33% 하락

- 영업비용은 YOY 13% 증가한 692억원 발생. 드라마 편성수는 전년 대비 3편이 증가하면서 1Q18 편성매출만 140억원이 추가적으로 발생한 반면 제작원가 증가분은 80억원에 불과해 "드라마 제작편수 확대 = 영업이익 증가"의 공식을 입증

- 2분기는 '라이브(tvN)', '나의 아저씨(tvN)', 김비서가 왜 그럴까(tvN)' 등 미니시리즈 8편이 제작/편성되어 전년 동기 대비 큰 폭의 실적 성장 전망. 특히 '라이브'는 넷플릭스에 국내 TV 편성가와 유사한 가격에 판매되어 수익성이 뛰어난 작품. 2Q18 실적은 매출액 894억원 (YOY +44.0%), 영업이익 148억원 (YOY +66.7%) 전망. 2분기는 '도깨비' 흥행에 따른 역기저 영향도 사라지면서 본격적인 영업이익 성장 재개

- 중국 관련판매는 7월 방영 예정인 사전제작 드라마 '미스터선샤인' 으로 시작될 가능성. 해당 작품은 On-Air 전 사전 해외 판권 세일즈를 진행중인 것으로 확인. 넷플릭스 오리지널 드라마도 하반기 제작 돌입. 넷플릭스와 중국판권이라는 동사 투자포인트가 하반기부터 본격적으로 발생하는 만큼 상반기는 인내심을 갖고 기다려야 하는 시기라고 판단

▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '18.03P	당사 추정치 대비 '18.03E	차이(%)	전년 동기 대비 '17.03A	차이(%)	전분기 대비 '17.12A	차이(%)	시장 컨센서스 대비 '18.03E	차이(%)
매출액	79.9	70.8	12.8	75.3	6.0	71.9	11.1	89.6	(10.9)
영업이익	10.7	16.6	(35.8)	14.0	(23.7)	3.5	207.1	15.0	(29.0)
순이익	7.9	13.2	(40.4)	13.4	(41.3)	2.0	293.6	11.9	(33.7)
이익률(%)									
영업이익	13.3	23.5		18.5		4.8		16.7	
순이익	9.8	18.6		17.8		2.8		13.2	
차이(%p)									
영업이익률		(10.1)		(5.2)		8.5		(3.4)	
순이익률		(8.8)		(7.9)		7.1		(3.4)	



Fig. 01: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %p)			
	2018.06	2018.09	2018.12	2019.03	2018.06	2018.09	2018.12	2019.03	2018.06	2018.09	2018.12	2019.03
매출액	89.5	116.3	113.9	85.0	89.4	117.4	115.0	98.3	(0.1)	0.9	1.0	15.6
영업이익	14.9	27.0	24.6	22.7	14.8	28.1	25.7	15.1	(0.5)	4.0	4.4	(33.4)
영업이익률(%)	16.6	23.2	21.6	26.7	16.6	24.0	22.4	15.4	(0.1)	0.7	0.7	(11.3)
EBITDA	24.4	35.8	32.7	30.1	24.3	36.9	33.8	22.5	(0.3)	3.1	3.4	(25.2)
EBITDA이익률(%)	27.3	30.8	28.7	35.3	27.2	31.4	29.4	22.9	(0.1)	0.6	0.7	(12.5)
순이익	12.1	21.7	19.8	18.2	12.0	22.6	20.7	12.3	(0.4)	4.0	4.4	(32.6)

Source: KTB투자증권

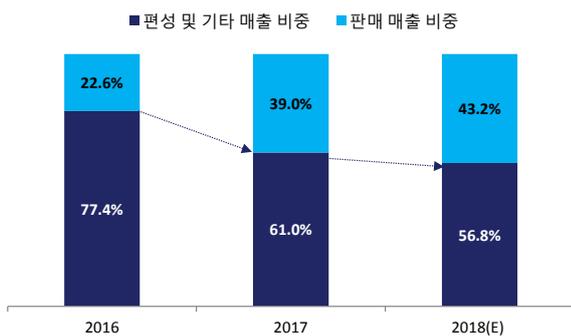
Fig. 02: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	390.6	474.7	555.3	401.8	490.8	575.4	2.9	3.4	3.6
영업이익	83.2	114.6	151.4	79.4	109.9	145.1	(4.6)	(4.1)	(4.1)
영업이익률(%)	21.3	24.1	27.3	19.8	22.4	25.2	(1.5)	(1.7)	(2.0)
EBITDA	119.8	140.8	170.2	116.0	136.1	164.0	(3.2)	(3.3)	(3.7)
EBITDA이익률(%)	30.7	29.7	30.7	28.9	27.7	28.5	(1.8)	(1.9)	(2.2)
순이익	66.8	92.0	121.2	63.8	88.3	116.4	(4.4)	(4.0)	(4.0)

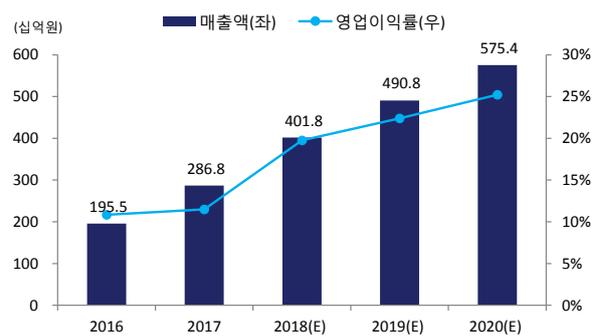
Source: KTB투자증권

Fig. 03: 판권판매 매출 비중 확대 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

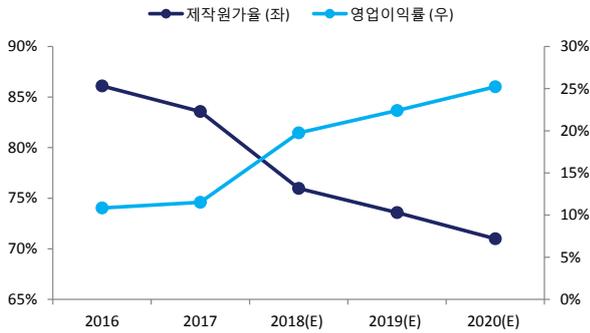
Fig. 04: 판권 매출 성장에 따른 수익성 개선 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

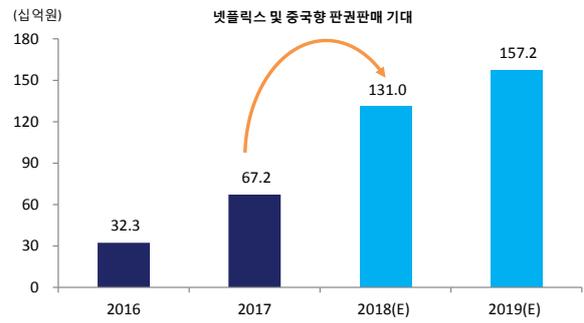


Fig. 05: 라이브러리 누적에 따른 수익성 개선



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 06: 넷플릭스와 중국형 판권판매 모멘텀 발생



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 07: 2018년 2분기 주요 라인업

<p>(작은 심의 아이들) · 편성: OCN · 방영: 2/24-4/22(16부) · 극본: 권우리, 연출: 김신호 · 주연: 김지환, 김육만</p>	<p>(라이브) · 편성: tvN · 방영: 3/3-5/5(18부) · 극본: 노희경, 연출: 김광태 · 주연: 정유미, 이광수</p>	<p>(나의 아저씨) · 편성: tvN · 방영: 3/21-5/10(16부) · 극본: 박재영, 연출: 김원석 · 주연: 이선균, 아이유</p>	<p>(미스트리스) · 편성: OCN · 방영: 4/28-6/10(12부) · 극본: 고정운, 연출: 진지훈 · 주연: 판가인, 최희서</p>
<p>(무법변호사) · 편성: tvN · 방영: 5/12-7/1(16부) · 극본: 윤현호, 연출: 김진민 · 주연: 이준기, 서혜지</p>	<p>(엄추고 싶은 순간: 어바웃 타임) · 편성: tvN · 방영: 5/21-7/1(16부) · 극본: 추혜미, 연출: 김형식 · 주연: 이상훈, 이성경</p>	<p>(김바서가 왜 그럴까) · 편성: tvN · 방영: 6/6-7/26(16부) · 극본: 정은영, 연출: 박근화 · 주연: 박서준, 박민영</p>	<p>(Life on Mars) · 편성: OCN · 방영: 6/16-6/5(16부) · 극본: 이대일, 연출: 이정표 · 주연: 정경호, 박성웅</p>

Source: 스튜디오드래곤

Fig. 08: 실적추정 Summary

(십억원)	1Q18(P)	2Q18(E)	3Q18(E)	4Q18(E)	1Q19(E)	2Q19(E)	3Q19(E)	4Q19(E)	2017	2018(E)	2019(E)
매출액	79.9	89.4	117.4	115.0	98.3	109.6	142.7	140.2	286.8	401.8	490.8
- 권성매출	40.7	40.7	52.9	52.9	51.3	51.3	64.1	64.1	131.2	187.2	230.8
- 기타매출	7.1	11.6	12.4	10.0	7.5	12.2	13.1	10.5	43.7	41.2	43.2
- 판매매출	32.1	37.1	52.1	52.1	39.5	46.1	65.6	65.6	67.2	131.0	157.2
영업비용	69.2	74.6	89.3	89.3	82.9	89.3	103.0	103.0	253.7	322.4	378.2
- 매출 원가	66.2	70.0	84.5	84.5	79.4	84.0	97.5	97.5	239.7	305.2	358.4
- 판관비	3.0	4.6	4.8	4.8	3.5	5.3	5.5	5.5	14.1	17.2	19.8
영업이익	10.7	14.8	28.1	25.7	15.1	20.9	38.5	35.4	33.0	79.4	109.9
- OPM	13%	17%	24%	22%	15%	19%	27%	25%	11%	20%	22%

Source: KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.8	395.0	516.4	657.5
현금성자산	11.5	191.6	277.4	381.8	507.6
매출채권	39.4	55.4	37.8	46.1	53.5
재고자산	0.0	1.3	37.8	46.1	53.5
비유동자산	160.6	169.6	134.9	110.6	93.8
투자자산	35.5	41.0	42.7	44.4	46.2
유형자산	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
무형자산	123.9	127.5	91.2	65.2	46.6
자산총계	242.0	459.5	529.9	627.0	751.3
유동부채	84.5	90.7	97.3	106.1	114.0
매입채무	20.2	31.7	37.8	46.1	53.5
유동성이자부채	8.1	10.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	21.4	0.3	0.3	0.3	0.4
비유동이자부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	97.6	106.4	114.3
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	8.3	32.1	95.9	184.3	300.6
자본조정	2.0	2.7	2.7	2.7	2.7
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	432.3	520.6	636.9
투자자본	152.6	185.3	163.3	147.1	137.6
순차입금	16.5	(181.6)	(267.4)	(371.9)	(497.6)
ROA	na	6.8	12.9	15.3	16.9
ROE	na	9.5	15.9	18.5	20.1
ROIC	na	15.4	35.9	55.8	80.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	(12.4)	(7.2)	87.7	106.4	127.9
당기순이익	10.5	30.3	63.8	88.3	116.4
자산상각비	22.2	41.3	36.6	26.2	18.8
운전자본증감	(46.1)	(72.9)	(12.8)	(8.2)	(7.3)
매출채권감소(증가)	(27.1)	(13.7)	17.6	(8.3)	(7.4)
재고자산감소(증가)	0.0	(2.1)	(36.5)	(8.3)	(7.4)
매입채무증가(감소)	11.0	9.0	6.1	8.3	7.4
투자현금	(69.5)	(141.0)	(7.5)	(7.9)	(8.2)
단기투자자산감소	0.0	(140.3)	(5.7)	(5.9)	(6.2)
장기투자증권감소	(0.3)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(1.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
재무현금	93.5	188.1	0.0	0.0	0.0
차입금증가	27.2	(18.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가	56.0	207.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	11.5	39.8	80.1	98.5	119.6
총현금흐름(Gross CF)	35.3	76.1	100.4	114.6	135.2
(-) 운전자본증가(감소)	(6.5)	24.0	12.8	8.2	7.3
(-) 설비투자	1.1	0.1	0.2	0.2	0.3
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	(80.3)	(137.9)	80.1	98.5	119.6
(-) 기타투자	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
인여현금	(80.6)	(137.9)	80.1	98.4	119.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.4	286.8	401.8	490.8	575.4
증가율 (Y-Y,%)	적지	85.7	40.1	22.2	17.2
영업이익	16.6	33.0	79.4	109.9	145.1
증가율 (Y-Y,%)	적지	98.3	140.8	38.4	32.1
EBITDA	38.8	74.3	116.0	136.1	164.0
영업외손익	(6.1)	(2.7)	1.6	2.2	2.5
순이자수익	(0.8)	(1.2)	1.3	1.8	2.1
외화관련손익	(0.3)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.5	30.3	81.0	112.1	147.7
당기순이익	8.1	23.8	63.8	88.3	116.4
지배기업당기순이익	8.1	23.8	63.8	88.3	116.4
증가율 (Y-Y,%)	적지	192.9	167.6	38.4	31.7
NOPLAT	12.9	26.0	62.6	86.6	114.4
(+) Dep	22.2	41.3	36.6	26.2	18.8
(-) 운전자본투자	(6.5)	24.0	12.8	8.2	7.3
(-) Capex	1.1	0.1	0.2	0.2	0.3
OpFCF	40.5	43.2	86.2	104.4	125.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	47.0	26.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	87.7	63.9
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	51.9	30.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	121.4	69.6
영업이익률(%)	10.8	11.5	19.8	22.4	25.2
EBITDA마진(%)	25.1	25.9	28.9	27.7	28.5
순이익률(%)	5.3	8.3	15.9	18.0	20.2

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	n/a	851	2,276	3,151	4,150
BPS	n/a	8,593	12,165	16,242	21,054
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	76.4	38.4	27.7	21.1
PBR	n/a	7.6	7.2	5.4	4.2
EV/ EBITDA	n/a	22.1	18.8	15.3	11.9
배당수익률	n/a	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	23.9	24.4	21.4	18.1
PSR	n/a	6.4	6.1	5.0	4.3
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	24.7	22.6	20.4	18.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	319.6	406.0	486.9	576.8
이자보상배율	n/a	28.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	0.6	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	n/a	44.3	33.8	25.7	19.9
현금+투자자산(%)	n/a	55.7	66.2	74.3	80.1
자본구조					
차입금(%)	n/a	2.6	2.3	1.9	1.5
자기자본(%)	n/a	97.4	97.7	98.1	98.5



▶ 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 :	80%	HOLD :	18%	SELL :	2%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

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

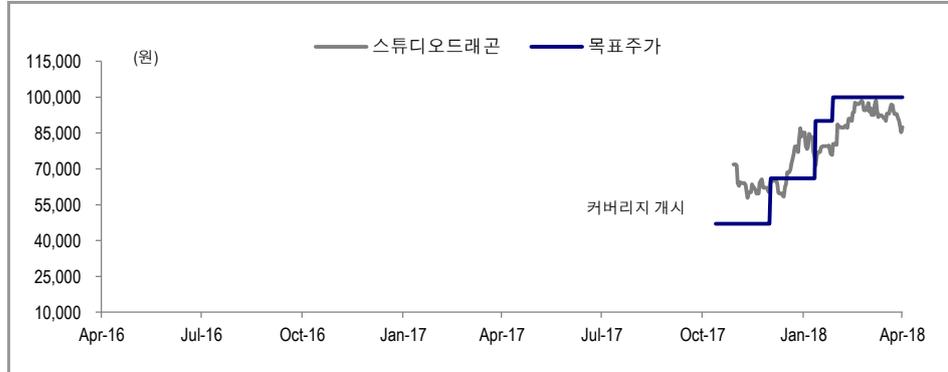
- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 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	투자이전	목표주가
2017.11.08	BUY	47,000원
2018.01.02	BUY	66,000원
2018.02.08	BUY	90,000원
2018.02.26	BUY	100,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2018.01.01	2018.01.01	66,000원	84,257원	98,600원	27.66	49.39
2018.02.08	2018.02.08	90,000원	89,804원	98,600원	-0.22	9.56
2018.02.26	2018.02.26	100,000원	92,477원	98,600원	-7.52	-1.4

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 4월 27일)
 ** 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 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 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.