

2018. 4. 30

Company Update



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

스튜디오드래곤 (253450)

1Q18 Review - 뜯어보면 나쁘지 않은 실적

- 매출과 영업이익이 시장 컨센서스를 각각 -7.9%, -26.2% 하회. 외생 변수로 인한 국내 및 해외 판매 매출의 부진에 기인한 것으로 판단.
- 2분기는 방영 편수가 많지 않고 대작 콘텐츠가 하반기 편성되면서 실적 모멘텀은 부족할 전망. 높아지는 중국형 콘텐츠 판매 재개 가능성을 확인할 필요.
- BUY 투자 의견과 목표주가 10만원 유지.

WHAT'S THE STORY

외생 변수로 예상치를 하회: 1분기 매출 799억원(+6.0% y-y)과 영업이익 107억원(-23.7% y-y)으로 시장 컨센서스(868억원, 145억원)를 각각 -7.9%와 -26.2% 하회하였다. 방영 편수 확대와 더불어 Netflix 향 콘텐츠 판매와 양호한 흥행 성적으로 높은 실적을 기대하였으나, 외생 변수로 인한 일부 콘텐츠의 수익성 악화 영향이 예상보다 컸던 관계로 기존 추정치 대비 부진한 실적을 기록하였다.

뜯어보면 나쁘지 않은 실적: 방영 드라마 편수가 8편(vs 1Q17 5편)으로 확대되면서 편성 매출이 407억원(+54.5% y-y)으로 고성장이었다. 해외 판매 매출 역시 Netflix 향 <화유기> 판매에 힘입어 227억원(+0.4% y-y)으로 전년 동기 <도깨비> 흥행에 따른 역기 저효과를 감안하면 견고한 추세가 이어졌다. 다만 <마더>를 비롯한 전반적인 드라마 라인업이 좋은 반응을 얻었음에도, 일부 출연 배우가 사회적 물의를 빚음에 따라 해당 드라마 콘텐츠의 인지도 하락이 불가피하였다. 이로 인해 국내 판매 매출(VOD)이 94억원(-32.3% y-y)으로 부진하였으며, 해외 판매 매출에도 부정적 영향을 미친 것으로 파악된다.

2Q18, 사업 방향을 확인하는 시기: 2분기는 실적 측면에서의 모멘텀은 다소 부족할 것으로 전망된다. 일단 방영 드라마 편수가 5-6편으로 많지 않고, <미스터 션샤인>, <알함브라 궁전의 추억>을 비롯한 대작 콘텐츠가 대부분 하반기로 계획되어있기 때문이다. 그러나 중국형 콘텐츠 판매가 재개될 가능성이 높아지는 가운데, Netflix 오리지널 시리즈의 제작 규모와 편성 시기 등이 구체화되는 시점으로 동사의 사업 방향을 확인할 수 있을 예정이다.

BUY 투자 의견과 12개월 목표주가 10만원 유지: 확대되는 미디어 스트리밍 시장에서 Netflix를 비롯한 OTT 사업자 간의 경쟁 강도가 높아지는 가운데, 동사는 콘텐츠의 완성도와 제작 단가 측면에서 경쟁력을 갖추고 있어 지속적인 성장 가능성이 높다는 판단이다. 다만 valuation 측면에서의 부담이 존재하는 것은 사실이다. 올해 실적 추정치는 중국형 드라마 판매 1-2편과 Netflix 오리지널 시리즈 편성(제작 규모 300억원)을 가정하고 있으며, 향후 사업환경과 진행 수준에 따라 변동될 여지가 있다.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 100,000원 (14.4%)

현재주가 87,400 원
시가총액 2.5조원
Shares (float) 28,037,240주 (23.9%)
52 주 최저/최고 57,800원/98,600원
60 일-평균거래대금 164.7억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-10.5	n/a	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-13.2	n/a	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	100,000	0.0%
2018E EPS	1,582	1,642	-3.5%
2019E EPS	2,406	2,453	-1.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	110,667
Recommendation	3.9

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

분기 실적

(십억원)	1Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	80	6.1	11.2	(18.1)	(7.9)
영업이익	11	(23.4)	208.4	(33.3)	(26.2)
세전이익	11	(18.4)	539.8	(29.8)	(29.4)
순이익	8	(41.0)	295.6	(31.5)	(31.3)
이익률 (%)					
영업이익	13.4				
세전이익	13.5				
순이익	9.9				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2017	2018E	2019E
Valuation (배)			
P/E	83.2	55.3	36.3
P/B	6.7	5.9	5.1
EV/EBITDA	30.5	19.2	13.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	84.5	50.6	52.1
ROE (%)	9.5	11.4	15.1
주당지표 (원)			
EPS	1,050	1,582	2,406
BVPS	13,141	14,723	17,128
DPS	0	0	0

표 1. 1분기 실적 요약

(십억원)	1Q18			차이 (%)		1Q17	4Q17	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년대비	전분기대비
매출	80	98	87	(18.1)	(7.9)	75	72	6.1	11.2
편성	41	39	n/a	n/a	n/a	26	39	54.5	4.4
판매	32	42	n/a	n/a	n/a	36	26	(12.0)	24.8
기타	7	17	n/a	n/a	n/a	13	7	(43.2)	(0.9)
매출원가	66	78	n/a	n/a	n/a	59	64	13.0	2.8
판관비	3	3	n/a	n/a	n/a	3	4	7.8	(24.6)
영업이익	11	16	15	(33.3)	(26.2)	14	3	(23.4)	208.4
세전계속사업이익	11	15	15	(29.8)	(29.4)	13	2	(18.4)	539.8
순이익	8	12	12	(31.5)	(31.3)	13	2	(41.0)	295.6
주요지표 (%)									
영업이익률	13.4	16.5	16.7			18.5	4.8		
세전계속사업이익률	13.5	15.8	17.6			17.6	2.3		
순이익률	9.9	11.8	13.2			17.8	2.8		

자료: 스튜디오드래곤, Fnguide, 삼성증권 추정

표 2. 수익추정 변경

(십억원)	2018E					2019E				
	변경 전	변경 후	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출	405	344	(14.9)	384	(10.2)	519	430	(17.2)	488	(12.0)
매출원가	324	269	(16.9)	297	(9.6)	404	320	(20.8)	364	(12.1)
판관비	17	17	(2.0)	17	0.2	20	20	(2.0)	20	0.2
영업이익	64	59	(7.8)	70	(15.5)	94	90	(4.9)	104	(13.9)
세전계속사업이익	61	59	(3.2)	71	(16.0)	92	90	(1.7)	106	(15.3)
순이익	46	44	(3.6)	55	(18.5)	69	68	(1.7)	82	(17.5)
EBITDA	122	116	(4.7)	109	6.9	174	164	(5.4)	146	12.4
EPS (지배주주, 원)	1,642	1,584	(3.5)	1,885	(16.0)	2,453	2,412	(1.7)	2,923	(17.5)
주요지표 (%)										
영업이익률	15.8	17.2		18.2		18.2	20.9		21.4	
세전계속사업이익률	15.2	17.3		18.5		17.7	21.0		21.8	
순이익률	11.4	12.9		14.2		13.3	15.7		16.8	
EBITDA마진	30.2	33.8		28.4		33.5	38.2		29.9	

자료: 삼성증권 추정

표 3. 1분기 주요 작품

작품	화유기	마더	크로스	작은 신의 아이들	라이브
					
방영 시기	2017년 12월	2018년 1월	2018년 1월	2018년 3월	2018년 3월
작가	홍정은, 홍미란	정서경	최민석	한우리	노희경
제작	JS픽처스	THE UNICORN	로고스필름	스튜디오드래곤, KPI, 이인삼각	지티스트
주연	이승기, 차승원, 오연서	이보영, 이혜영	고경표, 조재현, 전소민	강지환, 김옥빈	정유미, 이광수, 배성우
시청률*	평균 5.4%, 최고 6.9%	평균 3.5%, 최고 5.0%	평균 3.8%, 최고 4.7%	평균 3.1%, 최고 3.9%	평균 5.5%, 최고 7.1%

참고: * 4월 29일 기준

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

표 4. 2분기 작품 라인업

작품명	방영기간	채널
작은 신의 아이들	2월 24일 - 4월 22일	OCN
라이브	3월 3일 - 5월 6일	tvN
나의 아저씨	3월 21일 - 5월 10일	tvN
미스트리스	4월 28일 - 6월 10일	OCN
무법변호사	5월 12일 - 7월 1일	tvN
멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	5월 21일 - 7월 10일	tvN
김비서가 왜 그럴까	6월 6일 - 6월 26일	tvN
라이프 온 마스	6월 16일 - 8월 5일	OCN

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

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(300억원 규모), 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	59.1	71.2
2018E 순이익 (십억원)	35.0	44.4	56.5
적용 P/E	2018E 40배 / 2019E 28배	2018E 60배 / 2019E 40배	2018E 65배 / 2019E 50배
목표주가 (원)	50,000	100,000	120,000
Upside (%)	-45.9	+8.1	+29.7

자료: 삼성증권

표 6. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	344	430	75	62	77	72	80	65	80	120	102	97	109	122
편성	131	138	173	26	24	42	39	41	28	33	36	43	43	43	43
판매	112	172	214	36	26	23	26	32	30	39	72	48	43	55	68
기타	44	34	43	13	12	12	7	7	7	8	12	11	11	11	11
매출원가	240	269	320	59	50	67	64	66	51	61	90	79	78	80	82
제작비	223	243	288	53	46	63	61	61	47	55	80	72	72	72	72
판매수수료	17	26	32	5	4	3	4	5	4	6	11	7	6	8	10
매출총이익	47	76	110	17	12	11	7	14	13	19	29	23	18	28	40
판관비	14	17	20	3	3	4	4	3	4	5	5	4	5	6	6
영업이익	33	59	90	14	9	7	3	11	9	14	25	19	14	23	34
세전계속사업이익	30	59	90	13	9	6	2	11	10	14	25	20	14	23	34
당기순이익	24	44	68	13	3	6	2	8	7	11	19	15	10	17	26
EBITDA	74	116	164	24	19	17	14	25	24	29	39	38	32	41	53
EPS (지배주주, 원)	851	1,584	2,412												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	17.2	20.9	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	14.6	17.9	20.5	19.0	14.1	20.9	27.9
세전계속사업이익률	10.6	17.3	21.0	17.6	14.5	8.2	2.3	13.5	14.8	18.0	20.6	19.1	14.2	21.0	28.0
순이익률	8.3	12.9	15.7	17.8	4.5	7.3	2.8	9.9	11.1	13.5	15.5	14.3	10.7	15.7	21.0
EBITDA마진	25.9	33.8	38.2	32.3	30.9	21.9	19.2	31.3	36.8	35.7	32.5	37.2	33.3	38.0	43.1

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	344	430	568
매출원가	133	240	269	320	407
매출총이익	22	47	76	110	160
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	22.0	25.5	28.3
판매 및 일반관리비	5	14	17	20	24
영업이익	17	33	59	90	137
(영업이익률, %)	10.8	11.5	17.2	20.9	24.1
영업외손익	(6)	(3)	0	0	7
금융수익	1	1	4	5	7
금융비용	2	3	0	(1)	(1)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	(0)	(4)	(5)	(0)
세전이익	10	30	59	90	144
법인세	2	6	15	22	36
(법인세율, %)	22.4	21.2	25.3	25.0	25.0
계속사업이익	8	24	44	67	108
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	44	67	108
(순이익률, %)	5.3	8.3	12.9	15.7	19.0
지배주주순이익	8	24	44	67	108
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	116	164	234
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	33.8	38.2	41.3
EPS (지배주주)	569	1,050	1,582	2,406	3,852
EPS (연결기준)	569	1,050	1,582	2,406	3,852
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,582	2,406	3,852

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	109	156	232
당기순이익	8	24	44	67	108
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	69	92	126
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	57	74	98
기타	5	5	11	17	29
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	11	19	34
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(86)	(90)	(114)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(8)	(9)	(10)
기타	(66)	1	(78)	(82)	(105)
재무활동에서의 현금흐름	93	188	(17)	1	1
차입금의 증가(감소)	28	(18)	(16)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	208	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(2)	(0)	1	1
현금증감	12	40	7	66	118
기초현금	0	12	51	58	124
기말현금	12	51	58	124	243
Gross cash flow	35	70	113	159	234
Free cash flow	(14)	(7)	36	69	120

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	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	309	387	519
현금 및 현금등가물	12	51	58	124	243
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	195	208	223
투자자산	2	4	5	6	8
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	143	155	169
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	504	595	742
유동부채	84	91	90	114	153
매입채무	6	6	7	9	12
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	90	112	148
비유동부채	21	0	0	0	1
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	0	0	0	1
부채총계	106	91	91	115	154
지배주주지분	136	368	413	480	588
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	76	144	252
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	413	480	588
순부채	16	(182)	(213)	(286)	(412)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	20.1	24.8	32.1
영업이익	n/a	98.3	79.1	52.0	52.1
순이익	n/a	192.9	86.0	52.1	60.1
수정 EPS**	n/a	84.5	50.6	52.1	60.1
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,582	2,406	3,852
EPS (연결기준)	569	1,050	1,582	2,406	3,852
수정 EPS**	569	1,050	1,582	2,406	3,852
BPS	6,176	13,141	14,723	17,128	20,981
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	153.6	83.2	55.3	36.3	22.7
P/B***	14.2	6.7	5.9	5.1	4.2
EV/EBITDA	63.6	30.5	19.2	13.2	8.7
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	11.4	15.1	20.2
ROA (%)	3.4	6.8	9.2	12.3	16.2
ROIC (%)	8.5	15.6	23.5	35.2	57.7
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)	(51.5)	(59.6)	(70.1)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	370.6	(151.3)	(230.1)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 27일 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	3/13
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	
과리율 (최대/최소)	64.15	1.11	

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 2018년 3월 31일 기준

매수 (86.6%) | 중립 (13.4%) | 매도 (0%)