

스튜디오드래곤 (253450)

2Q18 Review: 상저하의 흐름에는 의심의 여지가 없다

2018년 8월 9일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동륜 연구원 손정훈
02-6114-2960 drlee@kbfg.com 02-6114-2910 jhson@kbfg.com

2Q18 실적 컨센서스 하회

스튜디오드래곤의 2Q18 실적은 매출액 743억원 (-7% QoQ, +20% YoY), 영업이익 73억원 (-31% QoQ, -18% YoY)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 6% 상회한 반면 영업이익은 23% 하회했다. 편성매출은 제작편수 증가와 콘텐츠 차별화의 영향으로 양호한 외형성장 (+41% YoY)을 달성했다. 판매매출은 대작 콘텐츠 부재에도 불구하고 견조한 해외판매가 지속되면서 +10% YoY 성장했다. 매출원가율은 86%로 +5%p YoY 상승했는데, 전년동기 비밀의 숲 등 일부 흥행콘텐츠 판매호조에 따른 원가율 하락이 기저부담으로 작용했다.

하반기 대작 라인업 포진에 따른 실적성장 기대

하반기에는 미스터선샤인, 알함브라 궁전의 추억 등 대작 콘텐츠 편성으로 인해 편성 및 판매매출 모두 큰 폭의 성장이 기대된다. 특히 판매매출은 넷플릭스가 최대 non-captive 수요처로 급부상하고 있고, 연내 중국시장 개방에 대한 기대감이 높아진다는 측면에서 해외 판권판매 매출액이 확대될 전망이다. 스튜디오드래곤은 지난 6월 넷플릭스에 미스터선샤인의 방영권 라이선스를 계약했다고 공시한 바 있으며, 계약금액은 300억원 수준으로 추정된다. 4분기 기대작인 알함브라 궁전의 추억 역시 넷플릭스 판매 성사 가능성이 높다. 또한 해당 콘텐츠는 100% 사전제작 드라마로 중국에 판매시 한국과 큰 시차 없이 방영이 가능하여 가격협상에 유리할 전망이다. 3분기와 4분기 영업이익은 각각 257억원, 227억원으로 큰 폭의 성장이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원 유지

스튜디오드래곤의 주가는 지난 7월 고점대비 20% 하락했다. 연초부터 넷플릭스향 판매 및 중국 판매재개 기대감을 선반영하면서 가파른 주가 상승을 시현했으나, 미스터선샤인 판권판매 이후 일시적인 주가상승 모멘텀 부재와 2분기 실적 부진에 대한 우려가 확대되었다. 다만, 스튜디오드래곤의 콘텐츠 경쟁력과 투자포인트는 여전히 유효하다고 판단되며, 4분기 중 알함브라 궁전의 추억 판매 기대감이 부각되는 과정에서 주가는 상승사이클에 재진입할 전망이다. 투자의견 Buy, 목표주가 130,000원을 유지한다.

Buy 유지

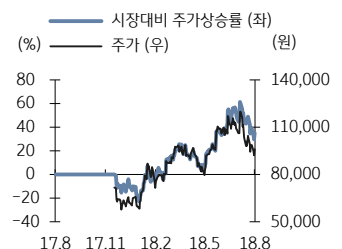
목표주가 (유지, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	35.4
현재가 (8/8, 원)	96,000
Consensus Target Price (원)	133,231
시가총액 (조원)	2.7

Trading Data	
Free float (%)	23.9
거래대금 (3M, 십억원)	22.9
외국인 지분율 (%)	2.8
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 75.7

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.6	20.6	27.0	0.0
시장대비 상대수익률	-8.8	27.3	39.6	0.0

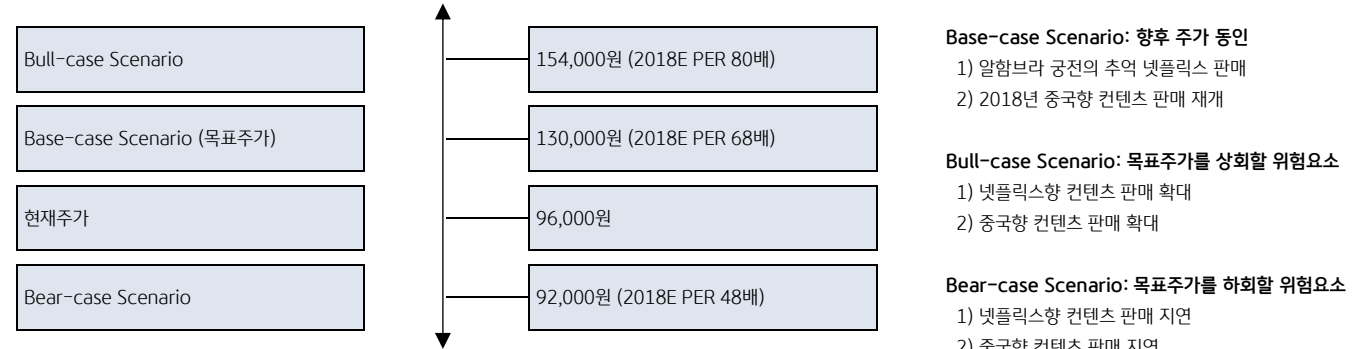
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	377	474	547
영업이익 (십억원)	33	66	102	128
지배주주순이익 (십억원)	24	54	79	99
EPS (원)	1,050	1,923	2,807	3,548
증감률 (%)	84.5	83.1	46.0	26.4
PER (X)	61.9	49.9	34.2	27.1
EV/EBITDA (X)	22.1	22.9	19.0	15.9
PBR (X)	4.9	6.4	5.4	4.5
ROE (%)	9.5	13.6	17.0	18.1
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	372.7	478.4	376.6	474.4	1.1	-0.8
영업이익	67.3	101.7	66.4	101.7	-1.3	0.0
지배주주순이익	52.1	79.5	53.9	78.7	3.5	-1.0

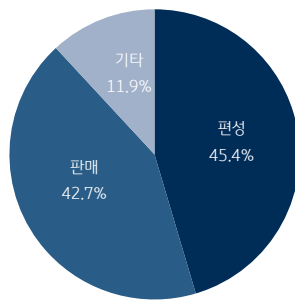
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	376.6	474.4	382.0	508.4	-1.4	-6.7
영업이익	66.4	101.7	66.6	105.9	-0.4	-4.0
지배주주순이익	53.9	78.7	51.4	82.6	4.8	-4.7

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: 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	782	25.8	18.7	3.4	2.8	11.5	9.4	16.7	18.1	n/a	1.4
Netflix	171,740	110.9	71.4	29.5	21.1	75.9	52.1	26.7	30.1	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,713	21.1	16.4	2.2	1.9	18.1	13.9	10.7	12.5	0.5	0.6
Beijing HualuBaina Film&TV	824	13.9	11.5	0.8	0.8	22.5	22.5	2.4	2.7	0.6	0.7

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
2020E EPS 3,593원 x multiple 36배
(Peer 그룹 평균 PER 적용)
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
154,000원 ~ 92,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2018E PER 68배

실적민감도 분석

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

표 1. 2Q18 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	2Q18P	1Q18	QoQ	2Q17	YoY	KB증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	74.3	79.9	(7.0)	62.1	19.6	77.3	(3.9)	69.8	6.4
영업이익	7.3	10.7	(31.3)	8.9	(17.7)	10.0	(26.6)	9.4	(22.5)
영업이익률	9.9	13.3	(3.5)	14.3	(4.5)	12.9	(3.1)	13.5	(3.7)
지배주주순이익	8.9	7.9	13.1	2.8	217.3	8.0	10.7	7.8	14.0
지배주주순이익률	12.0	9.8	2.1	4.5	7.5	10.4	1.6	11.2	0.8

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	113.8	108.7	286.8	376.6	474.4	546.5
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	(7.0)	53.2	(4.5)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	19.6	46.8	51.2	46.7	31.3	26.0	15.2
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	47.2	49.1	131.2	171.0	202.6	236.5
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	53.6	46.3	111.8	160.8	221.6	257.3
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	13.1	13.3	43.7	44.8	50.2	52.7
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	25.7	22.7	33.0	66.4	101.7	128.1
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	(31.3)	251.4	(11.9)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	(17.7)	286.8	553.3	55.6	101.2	53.2	26.0
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	22.6	20.9	11.5	17.6	21.4	23.4
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	19.7	17.5	23.8	53.9	78.7	99.5
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	13.1	121.6	(11.2)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	217.3	247.8	775.4	-	126.1	46.0	26.4
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	17.3	16.1	8.3	14.3	16.6	18.2

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	376.6	372.7	1.1	382.0	(1.4)	474.4	478.4	(0.8)	508.4	(6.7)
영업이익	66.4	67.3	(1.3)	66.6	(0.4)	101.7	101.7	(0.0)	105.9	(4.0)
영업이익률	17.6	18.1	(0.4)	17.4	0.2	21.4	21.3	0.2	20.8	0.6
지배주주순이익	53.9	52.1	3.5	51.4	4.8	78.7	79.5	(1.0)	82.6	(4.7)
지배주주순이익률	14.3	14.0	0.3	13.5	0.9	16.6	16.6	(0.0)	16.2	0.3

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 드라마 방영 라인업

방영시기	방영시작일	제목	편성	부작	극본	연출	주연	최고 시청률 (%)
1Q18	2018-01-08	애간장	OCN	10	박가연	민연홍	이정신, 서지훈	-
	2018-01-24	마더	tvN	16	정서경	김철규	이보영, 이재운	4.8
	2018-01-29	크로스	tvN	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민	4.6
	2018-02-24	작은 신의 아이들	OCN	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈	3.8
	2018-03-03	라이브	tvN	18	노희경	김규태	정유미, 이광수	7.5
	2018-03-05	그남자 오수	OCN	16	정유선	이철민	이종현, 김소은	0.9
	2018-03-21	나의 아저씨	tvN	16	박해영	김원석	이선균, 아이유, 나문희	7.1
	2018-03-26	시를 읽은 그대에게	tvN	16	명수현	한상재	이유비, 이채영	1.4
2Q18	2018-04-28	미스트리스	OCN	12	고정운	한지승	한가인, 최희서	1.6
	2018-05-12	무법변호사	tvN	16	윤현호	김진민	이준기, 서예지	8.6
	2018-05-21	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	tvN	16	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	2.0
	2018-06-06	김비서가 왜 그럴까	tvN	16	정은영	박준화	박서준, 박민영	8.4
	2018-06-16	라이프 온 마스	OCN	16	이대일	이정호	정경호, 박성웅	5.6
3Q18	2018-07-07	미스터 션샤인	tvN	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리	13.1
	2018-07-16	식샤를 합시다3	tvN	16	임수미	최규식	윤두준, 백진희	-
	2018-08-01	아는 와이프	tvN	16	양희승	이상엽	지성, 한지민	-
	2018-08-11	보이스2	OCN	12	마진원	이승영	이진욱, 이하나	-
	2018-09-10	백일의 낭군님	tvN	16	노지설	이종재	도경수, 남지현	-
	2018-09-12	손: The Guest	OCN	16	서재원, 권소라	김홍선	김재욱, 정은채	-
	2018-09-29	플레이어	OCN	14	신재형	고재현	송승헌, 정수정	-
4Q18	2018-11-01	알함브라 궁전의 추억	tvN	미정	송재정	안길호	현빈, 박신혜	-
	미정	하늘에서 떨어진 풀	tvN	미정	남지은	김상호	윤현민, 안우연	-

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 정리

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	154	287	377	474	547
매출원가	133	240	296	357	400
매출총이익	22	47	80	118	147
판매비와관리비	5	14	14	16	19
영업이익	17	33	66	102	128
EBITDA	39	74	106	122	139
영업외손익	-6	-3	6	5	6
이자수익	0	1	4	5	6
이자비용	1	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	3	0	0
세전이익	11	30	72	106	134
법인세비용	2	6	18	28	35
당기순이익	8	24	54	79	99
지배주주순이익	8	24	54	79	99
수정순이익	8	24	54	79	99

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	NA	85.7	31.3	26.0	15.2
영업이익 성장률	NA	98.3	101.2	53.2	26.1
EBITDA 성장률	NA	91.4	42.7	15.4	13.9
지배기업순이익 성장률	NA	193.0	126.1	46.0	26.4
매출총이익률	14.0	16.4	21.3	24.8	26.8
영업이익률	10.8	11.5	17.6	21.4	23.5
EBITDA이익률	25.1	25.9	28.1	25.8	25.5
세전이익률	6.8	10.6	19.2	22.4	24.6
당기순이익률	5.3	8.3	14.3	16.6	18.2

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12	-7	87	106	119
당기순이익	8	24	54	79	99
유형자산상각비	22	41	40	21	11
기타비현금손익 조정	5	5	18	28	35
운전자본증감	-46	-73	-7	7	8
매출채권감소 (증가)	0	-14	5	-2	-2
재고자산감소 (증가)	0	-2	0	0	0
매입채무증가 (감소)	11	9	-5	0	0
기타영업현금흐름	-2	20	-17	-28	-35
투자활동 현금흐름	-70	-141	-26	-14	-15
유형자산투자감소 (증가)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-68	0	-3	-5	-6
재무활동 현금흐름	93	188	-10	0	0
금융부채 증감	27	-18	0	0	0
자본의 증감	56	208	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	10	-2	-10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	12	40	51	92	103
기말현금	12	51	102	194	298
잉여현금흐름 (FCF)	-14	-7	86	105	118
순현금흐름	0	199	81	99	110
순현금 (순차입금)	-16	182	264	362	472

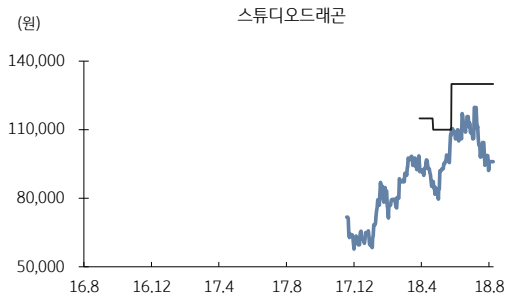
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	242	459	510	599	711
유동자산	81	290	358	460	574
현금 및 현금성자산	12	51	102	194	298
단기금융자산	0	141	161	168	175
매출채권	37	55	50	52	54
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	33	41	42	44	46
비유동자산	161	170	152	139	137
투자자산	2	4	5	5	5
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	124	128	102	82	73
기타비유동자산	33	36	43	48	54
부채총계	106	91	87	98	110
유동부채	84	91	87	98	110
매입채무	6	6	3	3	4
단기금융부채	8	10	0	0	0
기타유동부채	71	75	84	94	106
비유동부채	21	0	1	1	1
장기금융부채	20	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	423	501	601
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	86	165	264
지배자본 계	136	368	423	501	601
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	NA	61.9	49.9	34.2	27.1
PBR	NA	4.9	6.4	5.4	4.5
PSR	NA	5.1	7.1	5.7	4.9
EV/EBITDA	0.4	22.1	22.9	19.0	15.9
EV/EBIT	1.0	49.7	36.6	22.9	17.3
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	569	1,050	1,923	2,807	3,548
BPS	6,176	13,141	15,071	17,878	21,426
SPS (주당매출액)	10,795	12,628	13,433	16,921	19,493
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	9.5	13.6	17.0	18.1
ROA	3.4	6.8	11.1	14.2	15.2
ROIC	16.9	15.6	29.6	52.5	74.3
안정성지표					
부채비율	77.8	24.7	20.6	19.6	18.4
순차입비율	12.1	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	3.2	4.1	4.7	5.2
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	208.0	248.5	278.3
활동성지표					
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	0.9	0.8
매출채권회전율	0.0	6.2	7.2	9.3	10.3
재고자산회전율	0.0	0.0	273.2	324.4	373.7

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	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000		

투자등급 비율 (2018. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

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 보고서의 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.