2018년 8월 9일

기업분석 | 통신/미디어

스튜디오드래곤 (253450)

2Q18 Review: 외형 대비 부진했던 수익성

Analyst
김현용
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	140,000 원
현재주가	96,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (8/8)		783.81 pt
시가총액		26,916 억원
발행주식수		28,037 천주
52 주 최고가/최저가		119,800 / 57,800 원
90 일 일평균거래대금		225.26 억원
외국인 지분율		2.7%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		15,312 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1 개월	-8.5%
	6 개월	36.0%
	12 개월	49.5%
주주구성	CJ E&M 외 6 인	75.7%

Stock Price

성장성은 합격점, 그러나 비용 증가로 인한 수익성 둔화

동사 2분기 실적은 매출액 743억원(YoY +19.6%), 영업이익 73억원(YoY -17.6%)으로 외형은 컨센서스를 소폭 상회했으나, OP는 컨센서스를 20% 가량 하회했다. 대작의 부재에도 불구하고 평균적인 라인업 경쟁력의 지속 강화로 편성과 판매 매출이 각각 YoY +41%, +10% 증가하며 가파른 외형 성장을 이어갔다. 그러나 해외 주력 OTT향 판매가 일시적으로 줄었고, 제반 비용은 증가한 영향으로 수익성은 다소 아쉬운 수준에 머물렀다.

라인업 평균시청률 4% 돌파 → 3분기 미스터 션샤인 효과로 증가폭↑

분기 방영 라인업의 평균시청률은 금번 분기 4.2%(YoY +1.5%p)를 기록하며, 최고치를 연이어 경신했다. 수목극(나의 아저씨, 김비서가 왜 그럴까), 토일극(무법변호사, 라이프 온 마스)을 중심으로 흥행에 성공하며, 대박 작품 없이도 꾸준히 라인업 경쟁력이 향상됨을 확인했다. 아울러 3분기는 미스터 션샤인 효과로 평균시청률은 QoQ +1.5~2.0%p 증가가 예상되는 상황이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 14만원(유지)

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 기존의 의견과 목표주가를 유지한다. 투자의견 매수 근거는 점점 견고해지는 라인업의 영향으로 히트비율 및 평균시청률이 지속 상승하기 때문이다. 아울러 넷플릭스와 동사 제작 드라마 판매뿐만 아니라 공동 제작 오리지널 드라마를 포함한 전방위적 파트너십이 확인되고, 중국향 프로젝트 재개 기대감이 상존하는 점도 중요 고려사항이다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.4	286.8	408.7	549.6	701.8
영업이익	16.6	33.0	76.2	109.4	136.1
세전계속사업손익	10.5	30.3	74.1	113.5	129.4
순이익	8.1	23.8	61.5	90.8	103.8
EPS (원)	290	931	2,194	3,239	3,702
증감률 (%)	-	192.3	158.4	47.6	14.3
PER (x)	-	84.1	43.8	29.6	25.9
PBR (x)	-	5.4	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA (x)	-	32.4	25.1	19.2	14.8
영업이익률 (%)	10.8	11.5	18.6	19.9	19.4
EBITDA 마진 (%)	25.1	19.9	24.5	24.5	24.2
ROE (%)	6.0	9.4	15.4	19.1	18.1
부채비율 (%)	77.9	27.9	22.0	16.8	13.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

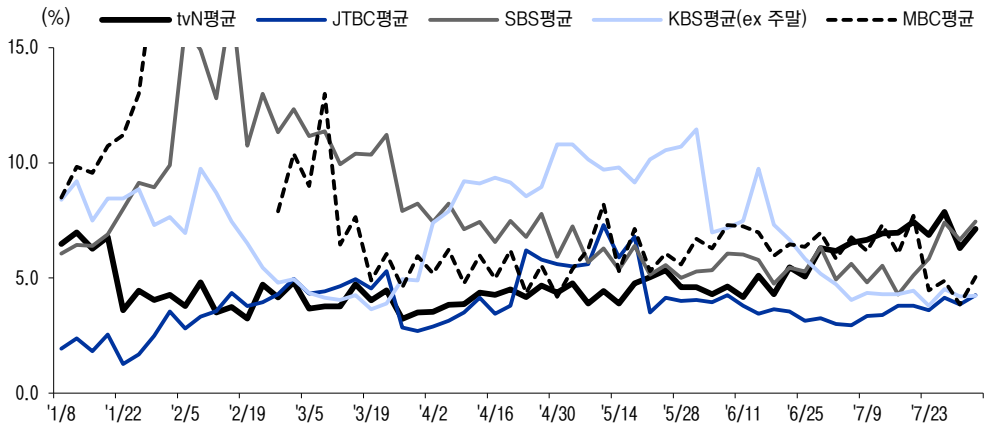
이베스트투자증권

수목극 레벨업한 2분기 & Top 3 채널에 안착한 3분기

2분기 라인업에 대한 총평은 수목극의 약진과 주말극의 꾸준한 인기로 요약된다. 나의 아저씨(평균시청률 5.0%)에서 김비서가 왜 그럴까(평균시청률 7.5%)로 이어졌던 수목극은 슬기로운 감빵생활 이후 1분기 내내 침체되어 있던 상황을 단숨에 역전시켰다. 토일극의 경우 라이브(평균시청률 5.8%)에서 무법변호사(평균시청률 6.1%)로 이어지며 꾸준한 시청률을 유지했다. 다만, 월화극은 부진을 지속했다.

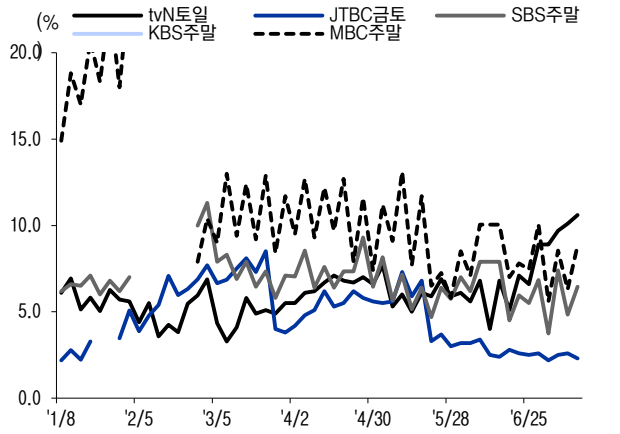
3분기 주력 라인업으로는 미스터션샤인(7월 토일극), 아는 와이프(8월 수목극), 백일의 낭군님(9월 월화극)을 꼽을 수 있다. 미스터션샤인이 호평과 두자리수 시청률을 유지하며 tvN은 채널별 드라마 평균시청률에서 SBS/MBC를 1%p 이상 따돌리며 KBS2에 이어 2위를 달리고 있다. 최근 3개월 평균시청률로도 KBS2, MBC에 이어 SBS와 3위를 두고 0.1%p 차이로 경합 중이다.

그림1 채널별 드라마 라인업 평균시청률 추이



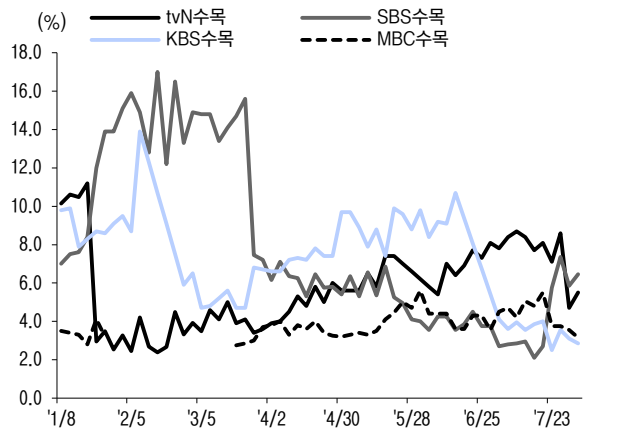
자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 주말드라마 채널별 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 수목드라마 채널별 시청률 추이



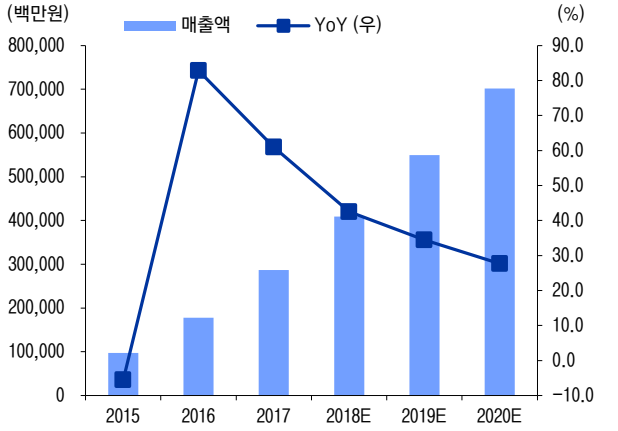
자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망 & 밸류에이션

동사 2분기 실적은 매출액 743억원(YoY +19.6%), 영업이익 73억원(YoY -17.6%)으로 외형은 컨센서스를 소폭 상회했으나, OP는 컨센서스를 20% 가량 하회했다. 대작의 부재에도 불구하고 평균적인 라인업 경쟁력의 지속 강화로 편성과 판매 매출이 각각 YoY +41%, +10% 증가하며 가파른 외형 성장을 이어갔다. 그러나 해외 주력 OTT향 판매가 일시적으로 줄었고, 제반 비용은 증가한 영향으로 수익성은 다소 아쉬운 수준에 머물렀다.

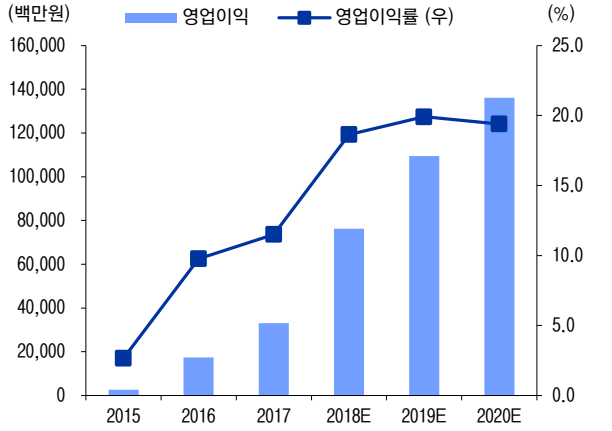
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 기존의 의견과 목표주가를 유지한다. 투자의견 매수 근거는 점점 견고해지는 라인업의 영향으로 히트비율 및 평균시청률이 지속 상승하기 때문이다. 아울러 넷플릭스와 동사 제작 드라마 판매뿐만 아니라 공동제작 오리지널 드라마를 포함한 전방위적 파트너십이 확인되고, 중국향 프로젝트 재개 기대감이 상존하는 점도 중요 고려사항이다.

그림4 연간 매출액 & YoY 전망



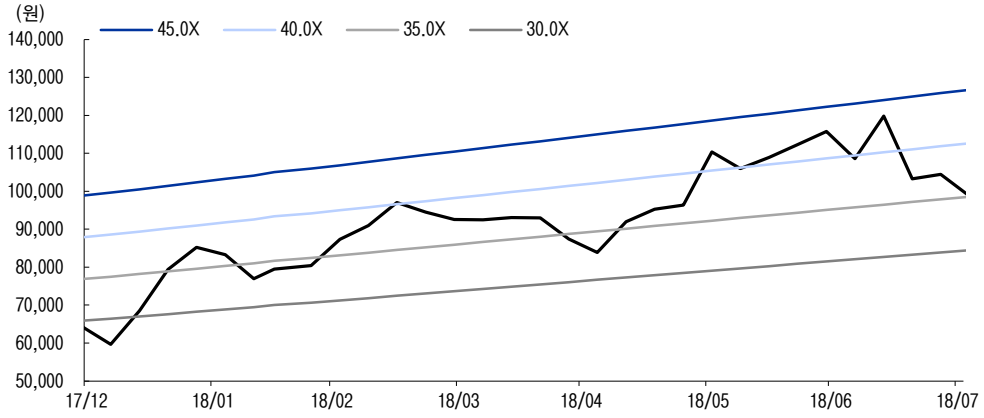
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 연간 영업이익 & OPM 전망



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 PER 밴드 차트



자료: KRX, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.8	279.2	255.1	282.3
현금 및 현금성자산	11.5	191.6	141.1	81.1	71.1
매출채권 및 기타채권	37	60.1	97.9	131.7	168.2
재고자산	0	0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	32.9	38.1	40.2	42.3	43.0
비유동자산	160.6	169.6	165.1	223.8	253.1
관계기업투자등	0	41	60.0	120.0	145.0
유형자산	1.2	1.1	2.5	3.0	4.0
무형자산	123.9	127.5	102.6	100.8	104.1
자산총계	**242**	**459.5**	**523.7**	**607.5**	**708.5**
유동부채	84.5	90.7	82.5	80.4	82.7
매입채무 및 기타재무	5.8	13.2	15.4	20.6	26.4
단기금융부채	8.1	9.5	6.1	4.8	4.8
기타유동부채	70.6	68	61.0	55.0	51.5
비유동부채	21.4	0.3	11.9	6.9	1.9
장기금융부채	19.9	0.2	9.9	4.9	-0.1
기타비유동부채	1.5	0.1	2.0	2.0	2.0
부채총계	**105.9**	**91.0**	**94.4**	**87.3**	**84.6**
지배주주지분	136.1	368.4	429.3	520.1	623.9
자본금	11	14	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	8.3	32.7	93.6	184.4	288.2
비지배주주지분(연결)		-			
자본총계	**136.1**	**368.4**	**429.3**	**520.1**	**623.9**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**154.4**	**286.8**	**408.7**	**549.6**	**701.8**
매출원가	132.8	239.8	315.8	420.6	536.2
매출총이익	**21.6**	**47.0**	**92.9**	**129.0**	**165.6**
판매비 및 관리비	5.0	14.0	16.7	19.6	29.5
영업이익	**16.6**	**33.0**	**76.2**	**109.4**	**136.1**
(EBITDA)	38.8	57.0	100.2	134.4	169.8
금융손익	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	15.0
세전계속사업이익	**10.5**	**30.3**	**74.1**	**113.5**	**129.4**
계속사업법인세비용	2.3	6.4	12.6	22.7	25.6
계속사업이익	8.1	23.8	61.5	90.8	103.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.1**	**23.8**	**61.5**	**90.8**	**103.8**
지배주주	8.1	23.8	61.5	90.8	103.8
총포괄이익	**8.1**	**23.8**	**61.5**	**90.8**	**103.8**
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	22.7	23.5	23.6
영업이익률 (%)	10.8	11.5	18.6	19.9	19.4
EBITDA마진률 (%)	25.1	19.9	24.5	24.5	24.2
당기순이익률 (%)	5.3	8.3	15.0	16.5	14.8
ROA (%)	3.4	6.7	12.4	16.1	15.8
ROE (%)	6.0	9.4	15.4	19.1	18.1
ROIC (%)	-	-	-	-	-

현금흐름표

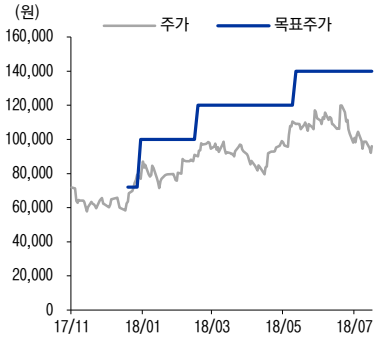
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**-12.5**	**-24.8**	**1.4**	**10.0**	**19.0**
당기순이익(손실)	8.1	23.8	61.5	90.8	103.8
비현금수익비용가감	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	22.0	23.0	24.0	25.0	33.7
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-47.4	-79.0	-89.2	-110.9	-123.6
매출채권 감소(증가)	-24.7	-28.1	-29.2	-33.8	-36.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-1.1	4.4	4.6	5.3	5.7
기타자산, 부채변동	-21.6	-55.2	-64.6	-82.4	-92.9
투자활동 현금	**-69.5**	**10.4**	**-50.4**	**-58.7**	**-14.3**
유형자산처분(취득)	-1.1	-0.8	-0.5	-0.5	-1.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	11.2	10.1	1.8	-3.3
투자자산 감소(증가)	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-67.8	0.0	-60.0	-60.0	-10.0
재무활동 현금	**93.5**	**204.0**	**-11.0**	**-11.3**	**-14.7**
차입금의 증가(감소)	27.2	-6.0	-6.0	-6.3	-9.7
자본의 증가(감소)	56.0	210.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	0.0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	**11.5**	**189.6**	**-60.0**	**-60.0**	**-10.0**
기초현금	0.0	11.5	201.1	141.1	81.1
기말현금	11.5	201.1	141.1	81.1	71.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-	84.1	43.8	29.6	25.9
P/B	-	5.4	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	-	32.4	25.1	19.2	14.8
P/CF	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	-	85.8	42.5	34.5	27.7
영업이익	-	98.8	130.9	43.6	24.4
세전이익	-	188.6	144.5	53.2	14.0
당기순이익	-	192.4	158.4	47.6	14.3
EPS	-	192.3	158.4	47.6	14.3
안정성 (%)					
부채비율	77.8	27.9	22.0	16.8	13.6
유동비율	96.3	358.6	338.7	317.1	341.5
순차입금/자기자본(x)	12.1	-48.7	-29.1	-13.7	-10.6
영업이익/금융비용(x)	-	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	28.0	22.0	16.0	9.7	4.7
순차입금 (십억원)	16.5	-179.1	-125.1	-71.4	-66.4
주당지표(원)					
EPS	290	849	2,194	3,239	3,702
BPS	4,854	13,118	15,312	18,551	22,253
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.01.11	변경	김현용									
2018.01.11	Buy	72,000	10.3		0.0						
2018.01.22	Buy	100,000	-9.0		-18.5						
2018.03.12	Buy	120,000	-8.0		-21.9						
2018.06.04	Buy	140,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	93.0% 7.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 7. 1 ~ 2018. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)