

2018. 8. 9

Company Update



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

스튜디오드래곤 (253450)

2Q18 Review - 콘텐츠의 질적 성장에 주목

- 영업이익은 73억원(-17.6% y-y)으로 시장 예상치 -22.1% 하회. 전년은 <도깨비> 판권 매출이 추가적으로 인식된 것과 달리, 텐트폴 작품이 부재하였기 때문.
- 그러나 드라마 라인업 전반적으로 안정적인 흥행 성적을 거두면서, 국내 판권 매출은 견고한 성장세를 보임. 내실을 다지는 시기였다는 판단.
- 목표주가 14만원 유지. 하반기 텐트폴 작품을 통해 성장이 본격화될 전망.

WHAT'S THE STORY

컨텐츠를 하회하는 실적: 2분기 영업이익은 73억원(-17.6% y-y)으로 시장 예상치(94억원)를 -22.1% 하회하였다. 전년 동기 <도깨비> 판권 매출이 추가적으로 인식된 반면, 이번 분기는 텐트폴 작품이 부재했기 때문이다. 작품 수 증가와 제작 규모 확대에 따라 편성 매출이 늘어나면서 외형은 성장(+19.6% y-y)하였으나, 수익성 기여도가 높은 해외 판권 매출이 상대적으로 낮았기 때문에 영업이익률은 하락(OPM 9.9% vs 2Q17 14.3%)하였다. 순이익은 외화환산수익(약 35억원)에 따라 크게 증가하였다.

콘텐츠의 질적 성장에 주목: 해외 판권 매출을 통한 수익성 레버리지 효과를 보여주지는 못했으나, 콘텐츠의 질적인 측면에서는 확실한 성과가 나타났다. <무법변호사>, <김비서가 왜 그럴까>를 비롯해 드라마 라인업 전반적으로 안정적인 흥행 성적을 거두면서, 국내 판권 매출은 견고한 성장세(+21.1% y-y)를 보였다. 결국 콘텐츠 경쟁력이 중장기 성장성을 가늠하는 가장 중요한 척도라는 측면에서, 2분기는 표면적인 실적보다는 내실을 다지는 시기였다고 판단한다.

하반기 성장 모멘텀 본격화: BUY 투자의견과 목표주가 14만원을 유지한다. 콘텐츠 흥행 호조는 3분기에도 강하게 이어지고 있다. 또한 <미스터 션샤인>, <알함브라 궁전의 추억>과 같은 텐트폴 라인업을 통해 해외 판권 매출을 통한 성장이 본격화될 전망이다. 하반기 추가적으로 기대할 수 있는 모멘텀 요인은 1) <미스터 션샤인>의 흥행 추이, 2) Netflix 오리지널 시리즈의 계약과 제작 규모, 3) 중국 OTT 사업자에 대한 콘텐츠 판매 재개 등이다.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **140,000원** (45.8%)

현재주가	96,000 원
시가총액	2.7조원
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)
52 주 최저/최고	57,800원/119,800원
60 일-평균거래대금	229.0억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-11.6	27.0	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-8.8	39.6	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	140,000	0.0%
2018E EPS	1,491	1,441	3.5%
2019E EPS	2,398	2,391	0.3%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	133,500
Recommendation	3.9

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

분기 실적

(십억원)	2Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	74	19.6	(7.0)	16.3	6.4
영업이익	7	(17.6)	(31.5)	(21.3)	(22.1)
세전이익	11	23.0	12.4	17.4	17.5
순이익	9	217.4	29.4	25.9	9.7
이익률 (%)					
영업이익	9.9				
세전이익	14.9				
순이익	12.0				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2017	2018E	2019E
Valuation (배)			
P/E	91.4	64.4	40.0
P/B	7.3	6.6	5.6
EV/EBITDA	33.8	21.0	13.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	84.5	42.0	60.8
ROE (%)	9.5	10.7	15.1
주당지표 (원)			
EPS	1,050	1,491	2,398
BVPS	13,141	14,633	17,030
DPS	0	0	0

표 1. 2분기 실적 요약

(십억원)	2Q18			차이 (%)		2Q17	1Q18	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년대비	전분기대비
매출	74	64	70	16.3	6.4	62	80	19.6	(7.0)
편성	34	27	n/a	n/a	n/a	24	41	41.1	(16.3)
판매	29	29	n/a	n/a	n/a	26	32	9.5	(10.2)
기타	11	7	n/a	n/a	n/a	12	7	(1.9)	60.7
매출원가	64	51	n/a	n/a	n/a	50	66	27.6	(3.9)
판관비	3	4	n/a	n/a	n/a	3	3	0.2	10.7
영업이익	7	9	9	(21.3)	(22.1)	9	11	(17.6)	(31.5)
세전계속사업이익	11	9	9	17.4	17.5	9	10	23.0	12.4
순이익	9	7	8	25.9	9.7	3	7	217.4	29.4
주요지표 (%)									
영업이익률	9.9	14.6	13.5			14.3	13.4		
세전계속사업이익률	14.9	14.7	13.5			14.5	12.3		
순이익률	12.0	11.0	11.6			4.5	8.6		

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	378	396	4.8	382	3.7	499	556	11.5	508	9.4
매출원가	307	325	5.7	301	7.9	390	448	14.9	389	15.1
판관비	17	16	(4.0)	14	10.9	20	19	(4.0)	14	38.0
영업이익	54	55	2.4	67	(17.0)	89	89	0.2	106	(15.6)
세전계속사업이익	54	59	8.4	67	(12.6)	90	90	0.6	107	(15.8)
순이익	40	44	10.0	51	(14.0)	67	68	0.6	82	(17.9)
EBITDA	114	118	3.3	115	2.0	173	181	4.6	159	13.8
EPS (지배주주, 원)	1,441	1,570	8.9	1,834	(14.4)	2,391	2,411	0.8	2,945	(18.1)
주요지표 (%)										
영업이익률	14.3	14.0		17.4		17.9	16.1		20.8	
세전계속사업이익률	14.3	14.8		17.5		18.0	16.2		21.0	
순이익률	10.6	11.1		13.4		13.5	12.2		16.2	
EBITDA마진	30.2	29.7		30.2		34.6	32.5		31.2	

자료: 삼성증권 추정

표 3. 2분기 주요 작품

작품	라이브	나의 아저씨	무법변호사	김비서가 왜 그럴까	라이프 온 마스
					
방영 시기	2018년 3월	2018년 3월	2018년 5월	2018년 6월	2018년 6월
작가	노희경	박해영	윤현호	백선우, 최보림	이대일
제작	지티스트	초록됀	로고스필름	본팩토리	프로덕션에이치
주연	정유미, 이광수, 배성우	이선균, 이지은	이준기, 서예지, 이혜영	박서준, 박민영	정경호, 박성웅, 고아성
시청률*	평균 5.5%, 최고 7.1%	평균 5.0%, 최고 7.4%	평균 6.1%, 최고 8.9%	평균 7.5%, 최고 8.7%	평균 4.0%, 최고 5.9%

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

표 4. 3분기 작품 라인업

작품명	방영기간	채널
미스터 션샤인	7월 7일 - 9월 30일	tvN
아는 와이프	8월 1일 - 9월 20일	tvN
보이스 2	8월 11일 - 9월 16일	OCN
백일의 낭군님	9월 10일 - 10월 30일	tvN
손: The Guest	9월 12일 - 11월 1일	OCN
플레이어	9월 29일 - 11월 11일	OCN

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

실적 컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q: 금융수익 증가 요인

금융수익이 이번 분기 337억원으로 지난 분기 6억원 대비 대폭 증가했는데, 대부분 외화환산수익으로 해외 판매에 따른 채권 평가이익으로 인한 것.

Q: 하반기 기대작

하반기 라인업이 확정된 상황으로, 3분기에는 <미스터 션샤인>, <아는 와이프>, <백일의 낭군>, <보이스 2>, 4분기에는 <남자친구>, <알함브라 궁전의 추억> 등이 예정되어 있음. 해외 사업자에 사전 판매도 진행 중으로 좋은 가격에 협의하고 있음.

표 5. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	396	556	75	62	77	72	80	74	124	118	132	143	131	149
편성	131	176	224	26	24	42	39	41	34	48	53	55	56	51	61
판매	112	178	280	36	26	23	26	32	29	64	53	64	74	67	74
기타	44	42	52	13	12	12	7	7	11	12	12	12	13	13	14
매출원가	240	325	448	59	50	67	64	66	64	97	99	104	115	104	124
제작비	210	286	390	49	42	60	58	59	56	83	87	90	100	90	109
판매수수료	17	27	42	5	4	3	4	5	4	10	8	10	11	10	11
기타	13	13	16	4	3	4	2	2	3	4	4	4	4	4	4
매출총이익	47	71	108	17	12	11	7	14	11	27	20	28	28	27	25
판권비	14	16	19	3	3	4	4	3	3	5	5	4	4	6	6
영업이익	33	55	89	14	9	7	3	11	7	22	15	24	24	21	20
세전계속사업이익	30	59	90	13	9	6	2	10	11	22	15	25	24	21	20
당기순이익	24	44	68	13	3	6	2	7	9	17	11	18	18	16	15
EPS (지배주주, 원)	851	1,570	2,411												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	14.0	16.1	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	9.9	18.0	12.7	18.5	16.8	16.1	13.2
세전계속사업이익률	10.6	14.8	16.2	17.6	14.5	8.2	2.3	12.3	14.9	18.2	12.8	18.6	16.9	16.3	13.3
순이익률	8.3	11.1	12.2	17.8	4.5	7.3	2.8	8.6	12.0	13.6	9.6	14.0	12.7	12.2	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	396	556	730
매출원가	133	240	325	448	597
매출총이익	22	47	71	108	133
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	18.0	19.5	18.2
판매 및 일반관리비	5	14	16	19	23
영업이익	17	33	55	89	110
(영업이익률, %)	10.8	11.5	14.0	16.1	15.1
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	56	90	117
법인세	2	6	14	22	30
(법인세율, %)	22.4	21.2	24.8	25.0	25.9
계속사업이익	8	24	42	67	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	42	67	87
(순이익률, %)	5.3	8.3	10.6	12.1	11.9
지배주주순이익	8	24	42	67	87
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	118	181	239
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	29.7	32.5	32.8
EPS (지배주주)	569	1,050	1,491	2,398	3,102
EPS (연결기준)	569	1,050	1,491	2,398	3,102
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,491	2,398	3,102

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	127	193	253
당기순이익	8	24	42	67	87
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	73	108	153
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	63	91	129
기타	5	5	10	17	23
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	26	40	44
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(99)	(122)	(160)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(8)	(10)	(10)
기타	(66)	1	(91)	(112)	(150)
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	11	72	94
기초현금	0	12	51	62	134
기말현금	12	51	62	134	228
Gross cash flow	35	70	115	176	239
Free cash flow	(14)	(7)	41	76	96

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	313	397	504
현금 및 현금등가물	12	51	62	134	228
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	203	231	260
투자자산	2	4	5	7	10
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	151	176	204
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	516	628	764
유동부채	84	91	105	150	199
매입채무	6	6	8	12	15
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	103	145	190
비유동부채	21	0	0	1	1
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	0	0	1	1
부채총계	106	91	105	151	200
지배주주지분	136	368	410	477	564
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	74	141	228
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	410	477	564
순부채	16	(182)	(216)	(296)	(397)

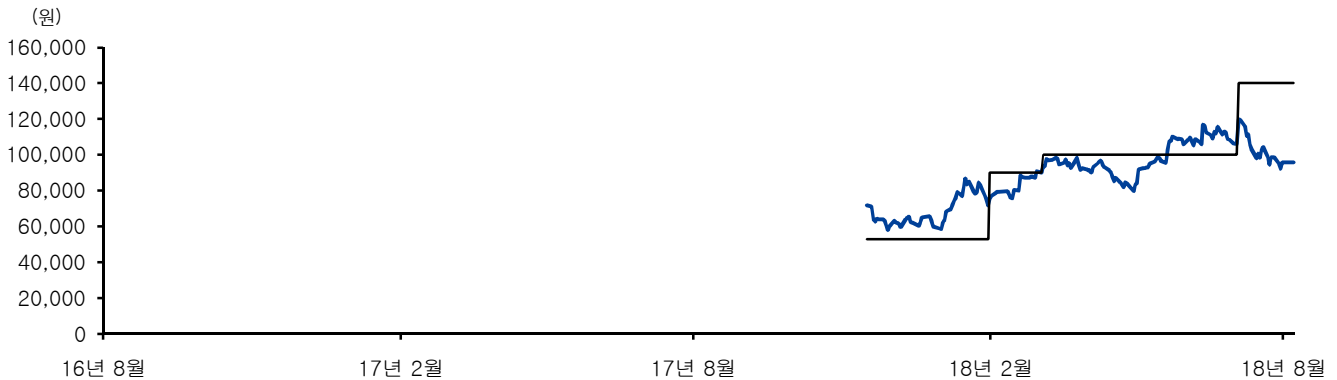
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	38.1	40.3	31.2
영업이익	n/a	98.3	67.6	61.6	23.2
순이익	n/a	192.9	75.4	60.8	29.4
수정 EPS**	n/a	84.5	42.0	60.8	29.4
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,491	2,398	3,102
EPS (연결기준)	569	1,050	1,491	2,398	3,102
수정 EPS**	569	1,050	1,491	2,398	3,102
BPS	6,176	13,141	14,633	17,030	20,132
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	168.7	91.4	64.4	40.0	31.0
P/B***	15.5	7.3	6.6	5.6	4.8
EV/EBITDA	69.8	33.8	21.0	13.3	9.6
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	10.7	15.1	16.7
ROA (%)	3.4	6.8	8.6	11.8	12.5
ROIC (%)	8.5	15.6	22.5	37.1	49.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	12.1	(49.4)	(52.8)	(62.0)	(70.4)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	346.8	(150.5)	(185.4)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 8일 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 리치센터가 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	7/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	
과리율 (최대or최소)	64.15	1.11	17.10	

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 6월 30일 기준

매수 (85.1%) | 중립 (14.9%) | 매도 (0%)