한화투자증권

2018년 8월 9일
기업분석

스튜디오드래곤 (253450)

하반기 키워드: 텐트폴, 수익성, 해외사업 구체화

▶Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Buy (유지)

목표주가(유지): 140,000원

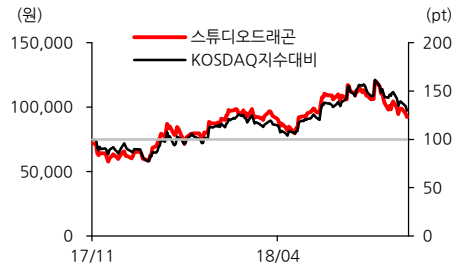
현재 주가(8/8)	96,000원
상승여력	▲ 45.8%
시가총액	26,916억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	119,800 / 57,800원
90 일 일평균 거래대금	225.26억원
외국인 지분율	2.7%
주주 구성	
CJ E&M(외 6 인)	75.7%
국민연금공단	

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.6	20.6	27.0	
상대수익률(KOSDA	-8.5	25.9	36.0	

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	287	392	542	671
영업이익	33	63	97	135
EBITDA	74	104	126	156
지배주주순이익	24	65	83	113
EPS	851	2,323	2,962	4,027
순차입금	-182	-268	-368	-490
PER	76.4	41.3	32.4	23.8
PBR	4.9	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	22.1	23.2	18.5	14.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.5	16.2	17.5	19.7

주가 추이



시장에 이미 많이 소통했듯이 상반기보다 하반기에 기대할 것들이 많습니다. 편성 확대, 텐트폴 수익성 극대화로 큰 폭의 이익 성장뿐 아니라 구체화 될 해외사업에도 주목해야 합니다. 매수 의견을 유지합니다.

상반기: 텐트폴 없이도 영향력 및 지배력 확대, 외형 고성장

2Q18 영업이익은 73억 원으로 시장 눈높이에는 하회했으나, 당사 추정치 70억 원에는 부합했다. 이는 전년 대비 18% 감소한 수치인데, 이유는 1) 텐트폴이 올해 중 2Q18에만 부재하고, 2) 전년 동기 〈비밀의 숲〉 해외 실적 등에 따른 높은 베이스 부담 때문이다.

무엇보다 주목해야 할 점은 텐트폴 하나 없이도 1) 분기 평균 시청률이 4.2%를 기록하며 드라마 완성도와 시장지배력 확대를 다시금 증명했고, 2) 캡티브 채널 중심의 편성 확대와, 3) 견조한 해외 판매가 지속되며 매출액 성장은 편성, 판매 각각 41%, 10% 늘었다는 점이다.

4) 2Q18 수익성은 비용 증가로 소폭 둔화됐다. 드라마 완성도를 높이기 위한 투자이고 → 이는 실제로 해외 판매, 시청률로 증명해내고 있으며 → 향후 해외 바이어에게 좋은 가격에 판매될 수 있도록 양질의 콘텐츠 제작을 지속적으로 도모하는 전략이다. 수익성을 극대화 시키는 텐트폴이 없었음에도 불구하고 고성장한 외형에 집중해야한다.

하반기: 텐트폴 집중 시기로 이익 성장, 해외사업 구체화

대형작품이 자리잡은 하반기에는 1) 장르 확대와 시청률을 강화할뿐만 아니라, 2) 제작편수 확대에 따른 외형성장, 그리고 3) 국내 VoD, 해외 수출판권 등 판매 효율 극대화에 따른 영업이익 고성장을 기대한다.

〈미스터 션샤인〉은 글로벌 최대 OTT 넷플릭스에게 최소 300억 원 가치에 판매됐고, 〈아는 와이프〉, 〈남자친구〉, 〈알함브라 궁전의 추억〉 등도 해외 사전판매가 진행 중이다. 국내외 플랫폼간의 경쟁심화로 콘텐츠 제작사의 수혜를 전망하고 있는 만큼 좋은 가격대의 판매가 기대되며 3Q18 이익은 200억 원 중반대로 사상 최대 규모를 예상한다.

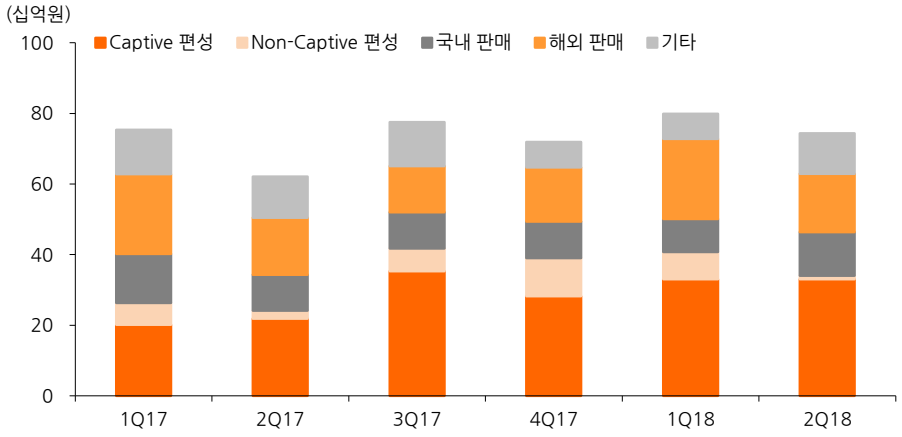
또한 금번 하반기에는 넷플릭스 오리지널 드라마에 대한 사업도 더욱 구체화 될 전망이다. 큰 그림에서는 여전히 변함 없이 좋은 회사다. 금번 조정을 매수 기회로 활용할 것을 추천하며 긍정적 시각을 유지한다.

[표1] 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)

I/S	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	97.4	195.5	286.8	392.3	542.0	671.2
growth %					6.0%	19.6%	-5.5%	100.7%	46.7%	36.8%	38.2%	23.8%
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	54.8	87.8	131.2	171.0	231.4	276.9
growth %					54.5%	41.1%	-5.6%	60.1%	49.5%	30.3%	35.4%	19.7%
sales %	35.0%	38.9%	53.9%	54.2%	51.0%	45.8%	56.3%	44.9%	45.8%	43.6%	42.7%	41.3%
Captive	20.1	21.9	35.3	28.2	33.0	33.1	50.3	70.0	105.5	140.2	173.6	207.7
growth %					64.0%	51.0%	-13.5%	39.3%	50.8%	32.8%	23.8%	19.7%
sales %	26.7%	35.3%	45.5%	39.3%	41.3%	44.5%	51.6%	35.8%	36.8%	35.7%	32.0%	30.9%
Non-Captive	6.2	2.2	6.5	10.8	7.7	1.0	4.6	17.8	25.7	30.8	57.9	69.2
growth %					23.7%	-56.0%	-	289.4%	44.3%	19.7%	88.0%	19.7%
sales %	8.2%	3.6%	8.4%	15.0%	9.6%	1.3%	4.7%	9.1%	9.0%	7.8%	10.7%	10.3%
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	39.0	75.4	111.8	163.8	232.3	295.6
growth %					-12.0%	9.5%	-3.0%	93.4%	48.3%	46.4%	41.8%	27.3%
sales %	48.4%	42.4%	30.1%	35.8%	40.2%	38.8%	40.0%	38.6%	39.0%	41.7%	42.9%	44.0%
국내	13.9	10.2	10.2	10.4	9.4	12.3	15.1	31.2	44.7	58.8	80.0	100.7
growth %					-32.6%	21.0%	-2.3%	106.2%	43.4%	31.6%	36.0%	26.0%
sales %	18.4%	16.4%	13.2%	14.4%	11.7%	16.6%	15.5%	15.9%	15.6%	15.0%	14.8%	15.0%
해외	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	23.9	44.2	67.2	105.0	152.3	194.9
growth %					0.6%	2.2%	-3.5%	85.3%	51.8%	56.3%	45.1%	27.9%
sales %	30.0%	26.0%	16.9%	21.4%	28.5%	22.2%	24.5%	22.6%	23.4%	26.8%	28.1%	29.0%
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	3.6	32.3	43.7	57.6	78.3	98.6
growth %					-43.4%	-1.9%	-25.0%	796.5%	35.3%	31.6%	36.0%	26.0%
sales %	16.6%	18.7%	16.0%	10.0%	8.9%	15.4%	3.7%	16.5%	15.2%	14.7%	14.4%	14.7%
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	91.1	168.4	239.7	310.3	420.1	502.7
growth %					13.1%	27.6%	-3.9%	85.0%	42.3%	29.5%	35.4%	19.7%
sales %	77.8%	80.4%	86.1%	89.6%	82.9%	85.7%	93.5%	86.1%	83.6%	79.1%	77.5%	74.9%
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	6.4	27.1	47.1	81.9	121.9	168.5
growth %					-18.6%	-12.8%	-23.6%	325.7%	73.9%	73.8%	48.8%	38.2%
margin %	22.2%	19.6%	13.9%	10.4%	17.1%	14.3%	6.5%	13.9%	16.4%	20.9%	22.5%	25.1%
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.8	5.9	14.1	18.5	24.4	33.0
growth %					7.8%	0.2%	-9.5%	56.6%	138.2%	31.4%	32.3%	34.8%
margin %	3.7%	5.3%	5.2%	5.5%	3.8%	4.4%	3.9%	3.0%	4.9%	4.7%	4.5%	4.9%
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.6	7.3	2.6	21.2	33.1	63.4	97.4	135.5
growth %					-23.8%	-17.6%	-37.8%	716.7%	56.1%	91.8%	53.6%	39.1%
margin %	18.5%	14.3%	8.7%	4.8%	13.3%	9.9%	2.7%	10.8%	11.5%	16.2%	18.0%	20.2%

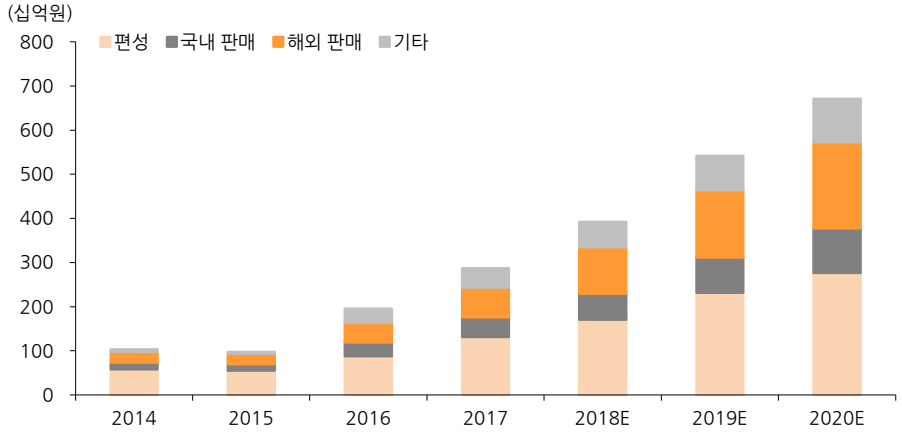
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림1] 스튜디오드래곤 분기별 편성 및 판매 매출 추이



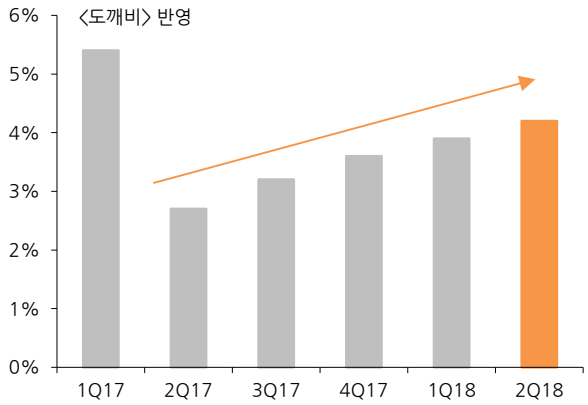
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림2] 스튜디오드래곤 연간 편성 및 판매 매출 추이



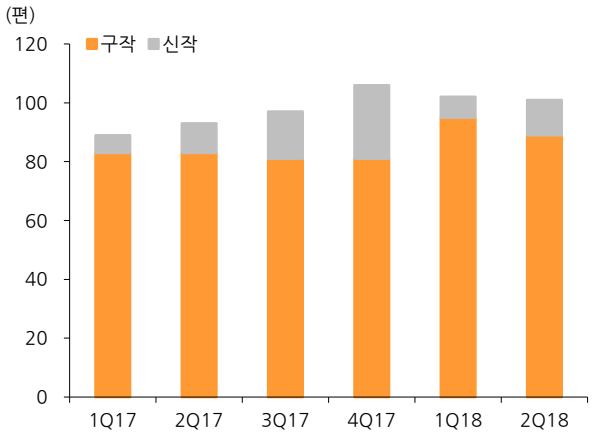
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림3] 스튜디오드래곤 작품 시청률 추이



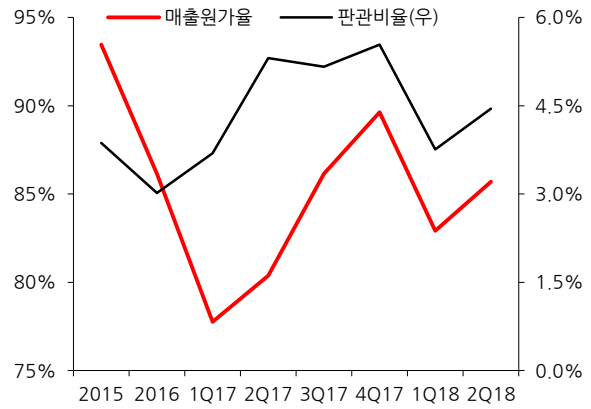
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림4] 스튜디오드래곤 판매 매출 추이



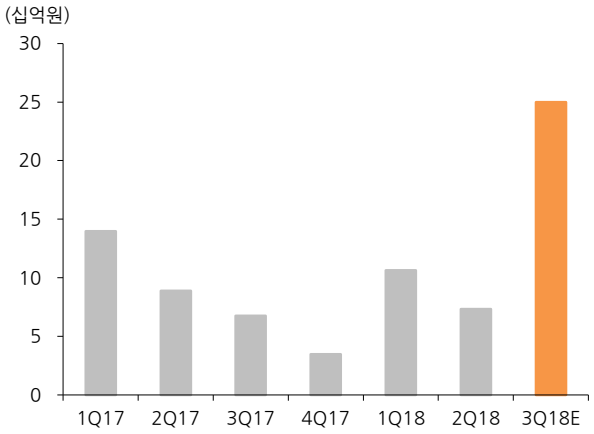
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림5] 스튜디오드래곤 매출원가 및 판관비율 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림6] 스튜디오드래곤 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림7] 스튜디오드래곤 2Q18 주요 콘텐츠

〈라이브〉 〈나의 아저씨〉 〈미스트리스〉 〈무법변호사〉 〈어바웃타임〉 〈김비서가 왜 그럴까〉 〈라이프 온 마스〉

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림8] 스튜디오드래곤 3Q18 주요 콘텐츠

〈김비서가 왜 그럴까〉
- 편성 : tvN
- 방영 : 6/6~7/26(16부)
- 극본 : 백선우, 최보림, 연출 : 박준화
- 주연 : 박서준, 박민영

〈라이프 온 마스〉
- 편성 : OCN
- 방영 : 6/9~8/5(16부)
- 극본 : 이대일, 연출 : 이정효
- 주연 : 정경호, 박성웅

〈미스터 션샤인〉
- 편성 : tvN
- 방영 : 7/7~9/30(24부)
- 극본 : 김은숙, 연출 : 이응복
- 주연 : 이병헌, 김태리

〈아는 와이프〉
- 편성 : tvN
- 방영 : 8/1~9/20(16부)
- 극본 : 양희승, 연출 : 이상엽
- 주연 : 지성, 한지민

〈보이스2〉
- 편성 : OCN
- 방영 : 8/11~9/16(12부)
- 극본 : 마진원, 연출 : 이승영
- 주연 : 이진욱, 이하나

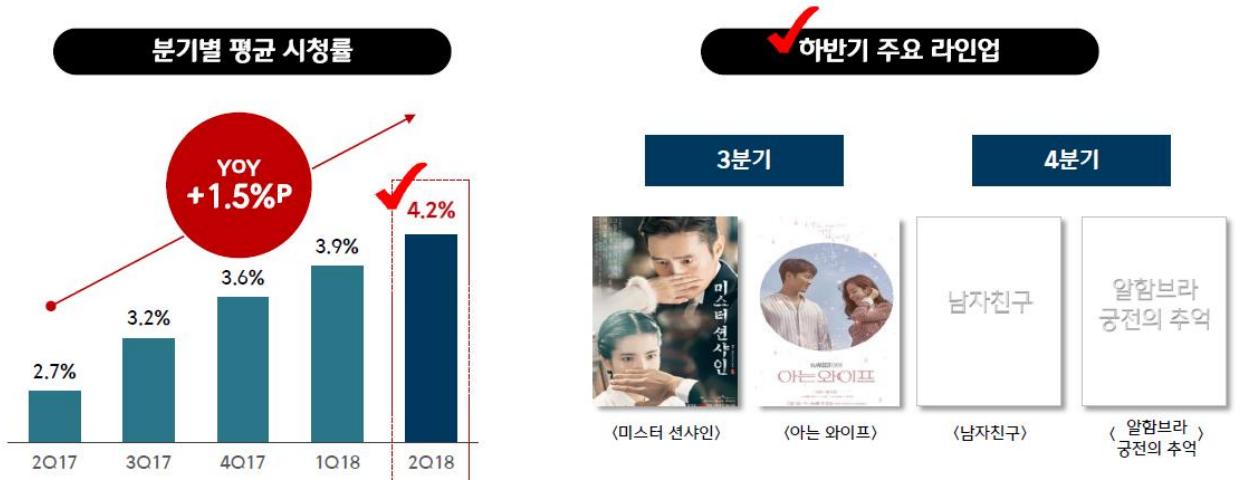
〈백일의 낭군님〉
- 편성 : tvN
- 방영 : 9/10~10/30(16부)
- 극본 : 노지설, 연출 : 이종재
- 주연 : 도경수, 남지현

〈손: The Guest〉
- 편성 : OCN
- 방영 : 9/12~11/1(16부)
- 극본 : 서재원, 권소라, 연출 : 김홍선
- 주연 : 김재욱, 정은채

〈플레이어〉
- 편성 : OCN
- 방영 : 9/29~11/11(14부)
- 극본 : 신재형, 연출 : 고재현
- 주연 : 송승헌, 정수정

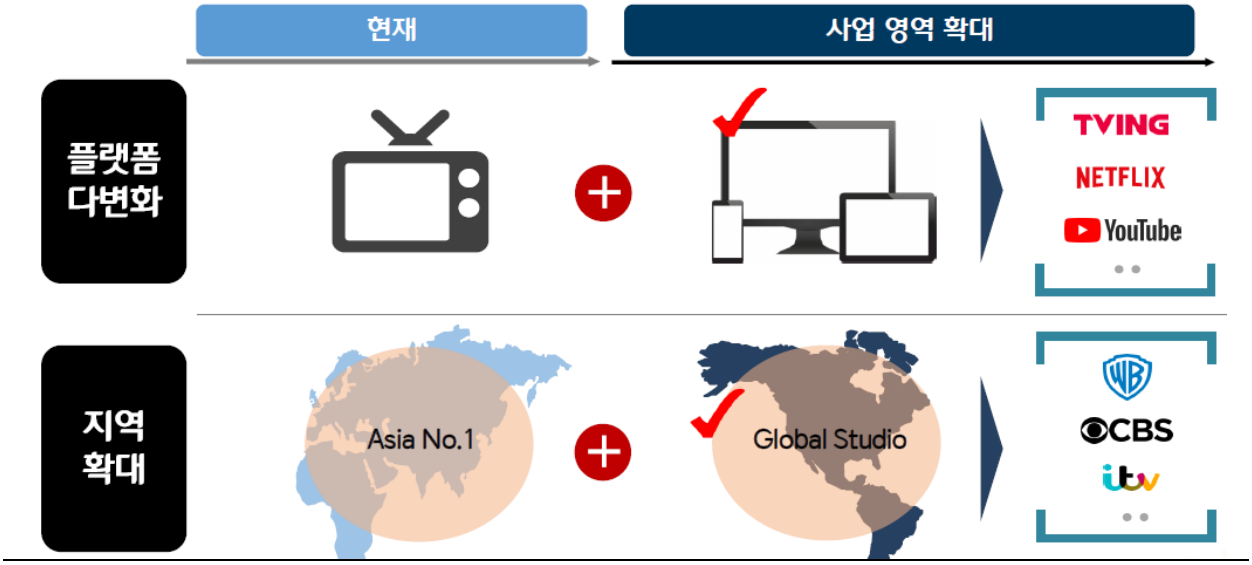
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림9] 국내 하반기 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림10] 해외 하반기 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	392	542	671
매출총이익	22	47	82	122	168
영업이익	17	33	63	97	135
EBITDA	39	74	104	126	156
순이자손익	-1	-1	12	13	14
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	30	75	110	149
당기순이익	8	24	65	83	113
지배주주순이익	8	24	65	83	113
증가율(%)					
매출액	n/a	85.7	36.8	38.2	23.8
영업이익	n/a	98.3	91.8	53.6	39.2
EBITDA	n/a	91.4	40.4	20.5	23.9
순이익	n/a	192.9	173.1	27.5	35.9
이익률(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	20.9	22.5	25.1
영업이익률	10.8	11.5	16.1	17.9	20.2
EBITDA 이익률	25.1	25.9	26.6	23.2	23.2
세전이익률	6.8	10.6	19.0	20.2	22.2
순이익률	5.3	8.3	16.6	15.3	16.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	380	503	648
현금성자산	12	192	268	368	490
매출채권	39	55	68	89	110
재고자산	0	1	2	2	3
비유동자산	161	170	147	120	102
투자자산	35	41	46	48	50
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	99	71	51
자산총계	242	459	527	623	750
유동부채	84	91	92	106	120
매입채무	20	32	38	49	61
유동성이자부채	8	10	0	0	0
비유동부채	21	0	1	1	1
비유동이자부채	20	0	0	0	0
부채총계	106	91	93	107	121
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	97	180	293
자본조정	2	3	3	3	3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	434	517	630

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	-12	-7	88	102	124
당기순이익	10	30	65	83	113
자산상각비	22	41	41	29	20
운전자본증감	-46	-73	-20	-9	-9
매출채권 감소(증가)	-27	-14	-13	-21	-21
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	11	9	6	11	12
투자현금흐름	-70	-141	-22	-9	-9
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-140	-21	-7	-7
재무현금흐름	93	188	-10	0	0
차입금의 증가(감소)	27	-18	0	0	0
자본의 증가(감소)	56	208	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	35	76	109	112	133
(-)운전자본증가(감소)	-6	24	2	9	9
(-)설비투자	1	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	41	52	107	102	124
(-)기타투자	121	49	18	2	2
잉여현금	-80	2	89	100	122
NOPLAT	13	26	55	74	102
(+) Dep	22	41	41	29	20
(-)운전자본투자	-6	24	2	9	9
(-)Capex	1	0	0	0	0
OpFCF	40	43	94	93	113

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

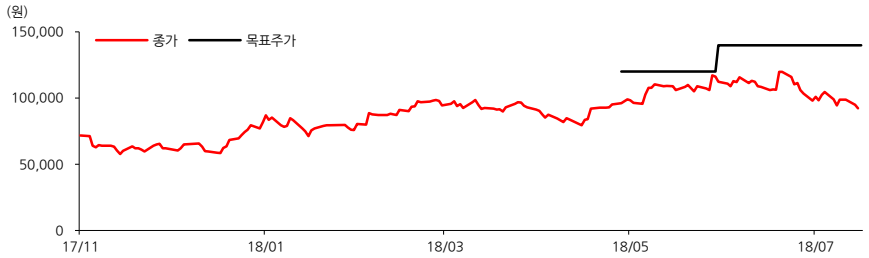
12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표					
EPS	n/a	851	2,323	2,962	4,027
BPS	61,763	13,141	15,471	18,433	22,460
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	2,714	3,904	3,981	4,759
ROA(%)	n/a	6.8	13.2	14.4	16.4
ROE(%)	n/a	9.5	16.2	17.5	19.7
ROIC(%)	n/a	15.4	31.6	47.2	71.8
Multiples(x,%)					
PER	n/a	76.4	41.3	32.4	23.8
PBR	n/a	4.9	6.2	5.2	4.3
PSR	n/a	6.4	6.9	5.0	4.0
PCR	n/a	23.9	24.6	24.1	20.2
EV/EBITDA	0.4	22.1	23.2	18.5	14.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	77.8	24.7	21.4	20.6	19.2
Net debt/Equity	12.1	-49.3	-61.7	-71.2	-77.8
Net debt/EBITDA	42.6	-244.5	-256.7	-292.9	-314.5
유동비율	96.4	319.6	411.2	474.4	539.7
이자보상배율(배)	19.5	19.0	78.1	191.2	241.9
자산구조(%)					
투하자본	76.5	44.3	34.3	26.1	20.4
현금+투자자산	23.5	55.7	65.7	73.9	79.6
자본구조(%)					
차입금	17.1	2.6	0.0	0.0	0.0
자기자본	82.9	97.4	100.0	100.0	100.0

[Compliance Notice] (공표일: 2018 년 8 월 9 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.05.18	2018.05.19	2018.06.18	2018.06.22	2018.07.04	2018.08.06
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2018.08.09					
투자의견	Buy					
목표가격	140,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.19	Buy	120,000	-11.67	-2.42
2018.06.22	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2018 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	85.6%	14.4%	0.0%	100.0%