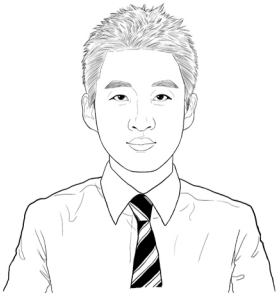


2018. 11. 8

# Company Update



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

**최준성**  
Research Associate  
junsung.choi@samsung.com  
02 2020 7837

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 3Q18 Review - 콘텐츠의 성장성 입증

- 영업이익 215억원(+223% y-y)으로 시장 예상치를 -12.4% 하회.
- <미스터 션샤인>, <김비서가 왜 그럴까> 등 전반적인 라인업의 흥행으로 국내외 판매 호조. 4분기 텐트폴 작품의 판권 판매에 따라 이익 레버리지 기대 가능.
- BUY 투자의견과 목표주가 14만원 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**시장 기대치 하회:** 3분기 영업이익은 215억원(+223% y-y)으로 시장 컨센서스(245억원)를 -12.4% 하회하였으나, 라인업 전반의 양호한 흥행 성적과 더불어 <미스터 션샤인>의 국내외 판권 판매가 더해지면서 우수한 실적을 기록하였다. 특히 제작규모 확대를 통한 외형 성장(매출 1,237억원, +59.7%)은 물론, 수익성 측면(OPM 17.4% vs. 3Q17: 8.6%)에서도 역대 최대 실적을 기록하였다.

**국내외 콘텐츠 판매 호조:** Netflix에 대한 <미스터 션샤인> 판권 판매가 전체적인 실적 성장을 이끌어낸 것은 사실이다. 다만 <김비서가 왜 그럴까>를 비롯해 다른 라인업도 우수한 흥행 성적을 보이면서, 국내 판매(VoD) 역시 가파르게 상승(172억원, +68.5% y-y)한 점이 인상적이다. 4분기 역시 텐트폴 작품 2편이 편성되면서 실적 개선이 이어질 예정이다. 다만 이익 수준은 중국향 <알함브라 궁전의 추억> 판매 여부에 따라 변동될 여지가 있다.

**Valuation 부담을 극복하는 성장성:** 현재 2019E P/E 39.4배로 valuation 측면에서 부담이 일부 있으나, 여전히 성장성을 더욱 강화시킬 수 있는 모멘텀 요인이 존재한다는 판단 하에 BUY 투자의견과 목표주가 14만원을 유지한다. 우선 1) 중국 OTT 사업자를 대상으로 한 콘텐츠 판매 본격화는 수익성 강화 요인이고, 2) 내년 방영될 Netflix 오리지널 시리즈도 1~2편 추가적인 계약이 예상되며, 3) 이번 분기에 처음 언급된 중국 드라마 공동제작 역시 계약구조에 따라 실적 성장에 충분히 기여할 가능성이 높다.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	140,000원 (43.6%)
현재주가	97,500 원
시가총액	2.7조원
Shares (float)	28,037,240주 (23.9%)
52 주 최저/최고	57,800원/119,800원
60 일-평균거래대금	180.1억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-10.2	16.2	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	1.8	45.8	n/a

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	140,000	0.0%
2018E EPS	1,426	1,412	1.0%
2019E EPS	2,473	2,364	4.6%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	136,067
Recommendation	3.9

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

#### 분기 실적

(십억원)	3Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	124	59.6	66.5	(2.5)	1.5
영업이익	21	222.8	193.1	11.1	(12.4)
세전이익	22	246.8	99.5	12.9	(15.6)
순이익	17	206.3	95.2	18.5	(9.2)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	17.4				
세전이익	17.8				
순이익	14.0				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2017	2018E	2019E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	92.9	68.4	39.4
P/B	7.4	6.7	5.7
EV/EBITDA	34.3	22.0	13.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	84.5	35.8	73.5
ROE (%)	9.5	10.3	15.6
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,050	1,426	2,473
BVPS	13,141	14,567	17,040
DPS	0	0	0

표 1. 3분기 실적 요약

(십억원)	3Q18			차이 (%)		3Q17	2Q18	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년대비	전분기대비
매출	124	127	122	(2.5)	1.5	77	74	59.6	66.5
편성	49	51	n/a	n/a	n/a	42	34	17.1	43.6
판매	63	64	n/a	n/a	n/a	23	29	172.0	119.8
기타	11	12	n/a	n/a	n/a	12	11	(8.3)	(0.1)
매출원가	99	102	n/a	n/a	n/a	67	64	48.2	55.4
판관비	3	6	n/a	n/a	n/a	4	3	(16.6)	0.9
영업이익	21	19	25	11.1	(12.4)	7	7	222.8	193.1
세전계속사업이익	22	20	26	12.9	(15.6)	6	11	246.8	99.5
순이익	17	15	19	18.5	(9.2)	6	9	206.3	95.2
<b>주요지표 (%)</b>									
영업이익률	17.4	15.2	20.1			8.6	9.9		
세전계속사업이익률	17.8	15.4	21.4			8.2	14.9		
순이익률	14.0	11.5	15.7			7.3	12.0		

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	399	394	(1.4)	386	2.0	556	558	0.3	507	10.1
매출원가	330	327	(0.8)	309	6.0	448	448	0.0	389	15.1
판관비	17	14	(14.6)	16	(7.7)	20	18	(11.1)	18	2.9
영업이익	52	52	(0.9)	61	(15.6)	88	92	4.6	100	(8.0)
세전계속사업이익	56	56	0.5	67	(16.0)	89	94	6.2	105	(10.0)
순이익	42	43	2.4	52	(18.0)	67	71	6.2	81	(13.0)
EBITDA	115	115	(0.6)	113	1.4	180	184	2.2	81	125.7
EPS (지배주주, 원)	1,412	1,426	1.0	1,852	(23.0)	2,473	2,473	(0.0)	2,898	(14.7)
<b>주요지표 (%)</b>										
영업이익률	13.1	13.2		15.9		15.9	16.5		19.8	
세전계속사업이익률	13.9	14.2		17.2		16.0	16.9		20.7	
순이익률	10.5	10.9		13.5		12.0	12.7		16.1	
EBITDA마진	28.9	29.1		29.3		32.3	32.9		16.1	

자료: 삼성증권 추정

표 3. 3분기 작품 라인업

라인업	시청률 (%)	방영기간	채널
미스터 션샤인	12.5	7월 7일 - 9월 30일	tvN
아는 와이프	6.6	8월 1일 - 9월 20일	tvN
보이스 2	4.8	8월 11일 - 9월 16일	OCN
백일의 낭군님	8.7	9월 10일 - 10월 30일	tvN
손: The Guest	2.9	9월 12일 - 11월 1일	OCN
플레이어	4.7	9월 29일 - 11월 11일	OCN
하늘에서 내리는 일억개의 별	3.0	10월 3일 - 11월 22일	tvN
나인룸	4.9	10월 6일 - 11월 25일	tvN
계룡선녀전	5.3	11월 5일 - 12월 25일	tvN

참고: 11월 7일 기준

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

그림 1. 4분기 주요 라인업

제목	하늘에서 내리는 일억개의 별	나인룸	계룡선녀전	남자친구	알함브라 궁전의 추억
방영시기	10월 3일	10월 6일	11월 5일	11월 28일	12월 1일
작가	송혜진	정성희	유경선	유영아	송재정
채널	tvN	tvN	tvN	tvN	tvN
주연	서인국, 정소민, 박성웅	김희선, 김해숙	문채원, 윤현민	박보검, 송혜교	현빈, 박신혜

자료: 스튜디오드래곤

### 실적 컨퍼런스 주요 Q&A

#### Q: 중국 공동제작 및 드라마 판매 현황

현재 사업자를 특정할 수는 없으나, 여러 중국 OTT와 공동제작을 논의 중. 연간 일정 수 이상의 드라마를 당사의 IP를 활용해서 제작하는 방식. 현재 2편 정도 IP가 구체화 되었는데, 내년 상반기에는 1~2편 정도 제작이 가능할 전망. 드라마 관련 판매도 진행 중으로, 12월 방영 예정인 <알함브라 궁전의 추억>의 판매를 중국 내 OTT 사업자와 구체적인 논의 중.

#### Q: 라이브러리 판매 추세

보유 IP의 증가에 따라 라이브러리로 판매 가능한 작품이 증가하고 있지만, 동시에 신작의 단가가 상승하고 있기 때문에 관련 판매 매출 중 라이브러리 판매의 비중이 늘어났다고 말하기 어렵음.

표 4. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>매출</b>	<b>287</b>	<b>394</b>	<b>558</b>	<b>75</b>	<b>62</b>	<b>77</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>124</b>	<b>116</b>	<b>131</b>	<b>143</b>	<b>136</b>	<b>148</b>
편성	131	178	224	26	24	42	39	41	34	49	54	55	56	51	61
판매	112	175	283	36	26	23	26	32	29	63	50	64	74	72	73
기타	44	42	51	13	12	12	7	7	11	11	12	12	12	13	13
<b>매출원가</b>	<b>240</b>	<b>327</b>	<b>448</b>	<b>59</b>	<b>50</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>115</b>	<b>105</b>	<b>124</b>
제작비	210	289	390	49	42	60	58	59	56	86	88	90	100	90	109
판매수수료	17	26	42	5	4	3	4	5	4	10	8	10	11	11	11
기타	13	12	15	4	3	4	2	2	3	3	4	4	4	4	4
<b>매출총이익</b>	<b>47</b>	<b>66</b>	<b>110</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>24</b>
판권비	14	14	18	3	3	4	4	3	3	3	5	4	4	4	6
<b>영업이익</b>	<b>33</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>18</b>
세전계속사업이익	30	56	94	13	9	6	2	10	11	22	13	25	24	27	19
당기순이익	24	43	71	13	3	6	2	7	9	17	10	18	18	20	14
EPS (지배주주, 원)	1,050	1,426	2,473												
<b>주요지표 (%)</b>															
영업이익률	11.5	13.2	16.5	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	9.9	17.4	10.7	18.2	16.5	19.5	12.2
세전계속사업이익률	10.6	14.2	16.9	17.6	14.5	8.2	2.3	12.3	14.9	17.8	11.2	18.7	16.9	20.0	12.6
순이익률	8.3	10.9	12.7	17.8	4.5	7.3	2.8	8.6	12.0	14.0	8.4	14.0	12.7	15.0	9.5

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	394	558	732
매출원가	133	240	327	448	597
매출총이익	22	47	66	110	135
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	16.8	19.8	18.5
판매 및 일반관리비	5	14	15	18	22
영업이익	17	33	52	92	114
(영업이익률, %)	10.8	11.5	13.2	16.5	15.5
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	52	92	121
법인세	2	6	12	23	32
(법인세율, %)	22.4	21.2	23.4	25.0	26.3
계속사업이익	8	24	40	69	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	40	69	89
(순이익률, %)	5.3	8.3	10.2	12.4	12.2
지배주주순이익	8	24	40	69	89
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	115	184	243
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	29.1	32.9	33.2
EPS (지배주주)	569	1,050	1,426	2,473	3,178
EPS (연결기준)	569	1,050	1,426	2,473	3,178
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,426	2,473	3,178

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	125	197	255
당기순이익	8	24	40	69	89
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	72	109	154
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	63	92	129
기타	5	5	8	18	24
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	25	41	44
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(100)	(122)	(160)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(8)	(10)	(10)
기타	(66)	1	(92)	(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	8	76	96
기초현금	0	12	51	59	135
기말현금	12	51	59	135	231
Gross cash flow	35	70	111	179	243
Free cash flow	(14)	(7)	38	80	99

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 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	398	507
현금 및 현금등가물	12	51	59	135	231
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	204	231	260
투자자산	2	4	5	7	10
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	151	177	204
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	513	629	767
유동부채	84	91	104	150	199
매입채무	6	6	8	12	15
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	102	145	191
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	408	478	567
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	72	141	231
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	408	478	567
순부채	16	(182)	(213)	(297)	(400)

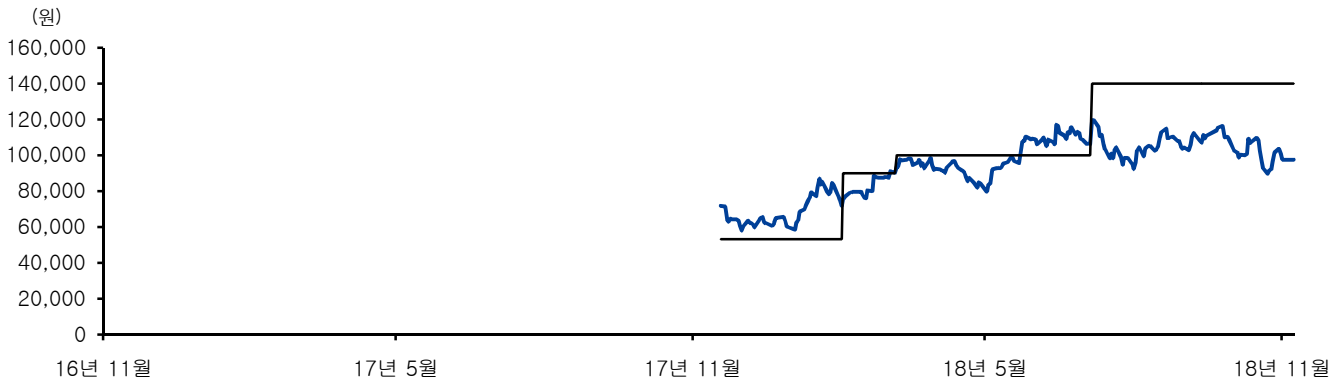
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	37.3	41.7	31.2
영업이익	n/a	98.3	57.2	77.8	23.2
순이익	n/a	192.9	67.6	73.5	28.5
수정 EPS**	n/a	84.5	35.8	73.5	28.5
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,426	2,473	3,178
EPS (연결기준)	569	1,050	1,426	2,473	3,178
수정 EPS**	569	1,050	1,426	2,473	3,178
BPS	6,176	13,141	14,567	17,040	20,218
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	171.3	92.9	68.4	39.4	30.7
P/B***	15.8	7.4	6.7	5.7	4.8
EV/EBITDA	70.9	34.3	22.0	13.3	9.6
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	10.3	15.6	17.1
ROA (%)	3.4	6.8	8.2	12.1	12.8
ROIC (%)	8.5	15.6	21.5	38.2	50.8
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)	(52.3)	(62.1)	(70.6)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	325.3	(155.3)	(191.3)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 7일 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 투자이전 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	
과리율 (최대/최소)	64.15	1.11	17.10	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
<b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	<b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
<b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	<b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 9월 30일 기준

매수 (85%) | 중립 (15%) | 매도 (0%)