

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

멀리 보면 더 예쁘다

Company Comment | 2019. 1. 21

동사 다음 텐트폴인 '아스달 연대기'까지 약 4개월 남은 상황으로 단기 모멘텀 강하지 않으나, 1)'아스달 연대기' 이후 풍부한 실적 모멘텀 및 2)외부 환경의 긍정적 변화 고려 시 현 주가 수준 매력적. 업종 내 Top Pick 유지

외부 환경이 돕는 2019년, 왕이 될 기업

올해 동사는 글로벌OTT 확장 및 한중 관계 완화에 따른 수혜가 클 것

글로벌OTT: 넷플릭스의 아시아 투자 확대 및 하반기 디즈니, AT&T의 자체 OTT 론칭에 따른 콘텐츠 수급 경쟁은 동사에게 유리한 외부 환경 조성 중. 1)고예산 드라마의 안정적 해외 선판매 지속 및 2)오리지널 시리즈(넷플릭스, '좋아하면 울리는' 外) 제작 수익의 하반기 첫 반영 기대

중국: '알함브라 궁전의 추억'을 통해 2년만에 중국향 매출 재개되었으나 중국 내 한국 콘텐츠 쿼터 부재로 수출 금액이 시장 기대치를 하회함. 동사의 향후 중국향 매출은 한국 콘텐츠 쿼터가 열릴 때 재개되고, 편당 수출 금액도 시장 기대치 수준으로 올라올 수 있을 것. 연내 쿼터 개방 기대

멀리 보면 확실히 매력적인 주가 수준

동사 단기적 주가 모멘텀은 강하지 않으나, 중장기적 모멘텀 많다는 점 감안하면 현재 주가는 매력적인 구간에 있다고 판단

연결기준 4분기 영업이익은 120억원(+246.4%y-y)으로 컨센서스 하회할 것. 텐트폴 '알함브라 궁전의 추억' 및 '남자친구', 비텐트폴 '백일의 낭군님'의 해외판매 호조에 1)'알함브라 궁전의 추억' 중국향 매출의 기대치 하회 및 2)텐트폴 해외판매의 60% 이상이 1분기에 반영됨에 따름

단기적으로는 1)대규모 해외 판매매출이 기대되는 '아스달 연대기'의 방영까지 4개월 가량 소요될 것이며, 2)중국 내 쿼터 확보 시점에 대한 불확실성이 상존. 다만 연간으로는, 동사의 높은 내부적 역량(제작, 유통)에 유리한 외부 환경까지 더해지는 국면. 특히 '아스달 연대기' 방영 이후 넷플릭스 오리지널 시리즈 및 중국 사업자와의 협업 등 기대할만한 부분이 풍부함

Buy (유지)

| | |
|--------------------|-------------------|
| 목표주가 | 150,000원 (유지) |
| 현재가 (19/01/18) | 89,300원 |
| 업종 | 엔터테인먼트 |
| KOSPI / KOSDAQ | 2,124.28 / 696.34 |
| 시가총액(보통주) | 2,505.0십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 28.1백만주 |
| 52주 최고가('18/07/12) | 119,800원 |
| 최저가('18/02/07) | 71,400원 |
| 평균거래대금(60일) | 17.9십억원 |
| 배당수익률(2018E) | 0.00% |
| 외국인지분율 | 2.2% |
| 주요주주 | |
| 씨제이이엔엠 외 3인 | 74.4% |

| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|-----------|-------|-------|------|
| 절대수익률 (%) | -16.2 | -19.9 | 17.3 |
| 상대수익률 (%) | -12.0 | -6.8 | 51.4 |

| | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 286.8 | 390.0 | 542.9 | 622.6 |
| 증감률 | 85.8 | 36.0 | 39.2 | 14.7 |
| 영업이익 | 33.0 | 51.4 | 99.3 | 134.2 |
| 영업이익률 | 11.5 | 13.2 | 18.3 | 21.6 |
| (지배지분)순이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| EPS | 1,050 | 1,499 | 2,814 | 3,785 |
| 증감률 | 84.5 | 42.8 | 87.7 | 34.5 |
| PER | 61.9 | 61.6 | 31.7 | 23.6 |
| PBR | 4.9 | 6.3 | 5.1 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 20.0 | 11.9 | 9.3 |
| ROE | 9.5 | 10.8 | 17.5 | 19.6 |
| 부채비율 | 24.7 | 20.7 | 18.2 | 15.7 |
| 순차입금 | -182.2 | -176.4 | -246.4 | -349.8 |

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정
 02)768-7535, hzl.lee@nhq.com

스튜디오드래곤 4분기 실적 Preview(K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

| | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18E | | | | 1Q19F | |
|---------|------|------|------|-------|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 기준추정 | | 컨센서스 |
| 매출액 | - | 79.9 | 74.3 | 123.7 | 112.1 | - | -9.4 | 118.4 | 105.6 | 106.3 |
| 영업이익 | - | 10.7 | 7.3 | 21.5 | 12.0 | - | -44.3 | 16.7 | 15.8 | 17.3 |
| 영업이익률 | | 13.3 | 9.9 | 17.4 | 10.7 | | | 14.1 | 15.0 | 16.3 |
| 세전이익 | - | 10.8 | 11.0 | 22.1 | 10.2 | - | -53.7 | 14.1 | 14.8 | 17.3 |
| (지배)순이익 | - | 7.9 | 8.9 | 17.3 | 8.0 | - | -54.0 | 10.9 | 14.1 | 16.2 |

주: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | - 수정 후 | 286.8 | 390.0 | 542.9 | 622.6 |
| | - 수정 전 | 286.8 | 396.3 | 557.0 | 632.4 |
| | - 변동률 | | -1.6 | -2.5 | -1.5 |
| 영업이익 | - 수정 후 | 33.0 | 51.4 | 99.3 | 134.2 |
| | - 수정 전 | 33.0 | 56.2 | 105.7 | 143.7 |
| | - 변동률 | | -8.5 | -6.1 | -6.6 |
| 영업이익률(수정 후) | | 11.5 | 13.2 | 18.3 | 21.6 |
| EBITDA | | 74.3 | 120.6 | 189.8 | 230.8 |
| (지배지분)순이익 | | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| EPS | - 수정 후 | 1,050 | 1,499 | 2,814 | 3,785 |
| | - 수정 전 | | 1,604 | 2,991 | 4,048 |
| | - 변동률 | | -6.5 | -5.9 | -6.5 |
| PER | | 61.9 | 61.6 | 31.7 | 23.6 |
| PBR | | 4.9 | 6.3 | 5.1 | 4.2 |
| EV/EBITDA | | 22.1 | 20.0 | 11.9 | 9.3 |
| ROE | | 9.5 | 10.8 | 17.5 | 19.6 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18P | 4Q18E | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018E | 2019F |
|------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 전체 작품수 | 4 | 6 | 6 | 7 | 6 | 6 | 6 | 8 | 7 | 7 | 8 | 8 | 22 | 25 | 30 |
| 국내방영 | 4 | 6 | 6 | 7 | 6 | 6 | 6 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 | 22 | 25 | 28 |
| OTT | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 | - | - | 2 |
| 매출액 | 75.3 | 62.1 | 77.5 | 71.9 | 79.9 | 74.3 | 123.7 | 112.2 | 106.3 | 137.9 | 141.5 | 157.2 | 286.8 | 390.0 | 542.9 |
| 편성 | 26.3 | 24.1 | 41.8 | 39.0 | 40.7 | 34.1 | 48.9 | 53.7 | 42.1 | 51.7 | 50.7 | 48.8 | 131.2 | 177.3 | 193.4 |
| 판매 | 36.5 | 26.3 | 23.3 | 25.7 | 32.1 | 28.8 | 63.4 | 49.1 | 53.0 | 72.3 | 77.6 | 95.1 | 111.8 | 173.3 | 298.0 |
| 기타 | 12.5 | 11.6 | 12.4 | 7.2 | 7.1 | 11.4 | 11.4 | 9.5 | 11.2 | 13.9 | 13.1 | 13.2 | 43.7 | 39.3 | 51.5 |
| %y-y(매출액) | - | - | - | - | 6.0 | 19.6 | 59.7 | 56.1 | 33.1 | 85.6 | 14.3 | 40.1 | 46.7 | 36.0 | 39.2 |
| 매출원가 | 58.6 | 49.9 | 66.8 | 64.4 | 66.2 | 63.7 | 98.9 | 97.1 | 85.4 | 114.4 | 108.4 | 120.4 | 239.7 | 325.9 | 428.5 |
| 제작비 | 35.2 | 31.8 | 38.2 | 44.5 | 44.6 | 33.3 | 47.7 | 61.7 | 49.7 | 67.6 | 72.6 | 81.6 | 149.7 | 187.3 | 271.5 |
| 무형자산상각비 | 9.9 | 9.8 | 10.3 | 10.9 | 12.7 | 13.1 | 23.3 | 19.8 | 20.6 | 27.2 | 20.2 | 22.2 | 41.0 | 69.0 | 90.3 |
| 지급수수료 外 | 13.4 | 8.3 | 18.2 | 9.0 | 8.9 | 17.2 | 27.9 | 15.5 | 15.0 | 19.6 | 15.5 | 16.6 | 49.0 | 69.6 | 66.8 |
| 매출총이익 | 16.8 | 12.2 | 10.7 | 7.4 | 13.6 | 10.6 | 24.8 | 15.1 | 21.0 | 23.5 | 33.1 | 36.8 | 47.1 | 64.1 | 114.3 |
| GPM% | 22.2 | 19.6 | 13.9 | 10.4 | 17.1 | 14.3 | 20.1 | 13.5 | 19.7 | 17.0 | 23.4 | 23.4 | 16.4 | 16.4 | 21.1 |
| 영업이익 | 14.0 | 8.9 | 6.7 | 3.5 | 10.7 | 7.3 | 21.5 | 12.0 | 17.3 | 20.1 | 28.9 | 33.0 | 33.1 | 51.4 | 99.3 |
| OPM% | 18.5 | 14.3 | 8.7 | 4.8 | 13.3 | 9.9 | 17.4 | 10.7 | 16.3 | 14.5 | 20.4 | 21.0 | 11.5 | 13.2 | 18.3 |
| %y-y(영업이익) | - | - | - | - | -23.7 | -17.6 | 218.5 | 246.4 | 62.6 | 173.9 | 34.5 | 174.9 | - | 55.4 | 93.2 |
| 당기순이익 | 13.4 | 2.8 | 5.7 | 2.0 | 7.9 | 8.9 | 17.3 | 8.0 | 13.7 | 18.5 | 22.3 | 24.4 | 23.8 | 42.1 | 78.9 |
| NPM(%) | 17.8 | 4.5 | 7.3 | 2.8 | 9.8 | 12.0 | 14.0 | 7.1 | 12.8 | 13.4 | 15.8 | 15.5 | 8.3 | 10.8 | 14.5 |

주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 매출액 | 286.8 | 390.0 | 542.9 | 622.6 |
| 증감률 (%) | 85.8 | 36.0 | 39.2 | 14.7 |
| 매출원가 | 239.7 | 325.9 | 428.5 | 472.6 |
| 매출총이익 | 47.1 | 64.1 | 114.3 | 150.0 |
| Gross 마진 (%) | 16.4 | 16.4 | 21.1 | 24.1 |
| 판매비와 일반관리비 | 14.2 | 12.7 | 15.0 | 15.7 |
| 영업이익 | 33.0 | 51.4 | 99.3 | 134.2 |
| 증감률 (%) | 98.8 | 55.8 | 93.2 | 35.1 |
| OP 마진 (%) | 11.5 | 13.2 | 18.3 | 21.6 |
| EBITDA | 74.3 | 120.6 | 189.8 | 230.8 |
| 영업외손익 | -2.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 금융수익(비용) | -2.5 | 0.6 | 1.2 | 1.7 |
| 기타영업외손익 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0.0 | 1.2 | 0.6 | 0.1 |
| 세전계속사업이익 | 30.3 | 54.2 | 101.1 | 136.1 |
| 법인세비용 | 6.4 | 12.2 | 22.2 | 29.9 |
| 계속사업이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| 당기순이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| 증감률 (%) | 193.8 | 76.5 | 87.9 | 34.5 |
| Net 마진 (%) | 8.3 | 10.8 | 14.5 | 17.0 |
| 지배주주지분 순이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| PER(X) | 61.9 | 61.6 | 31.7 | 23.6 |
| PBR(X) | 4.9 | 6.3 | 5.1 | 4.2 |
| PCR(X) | 21.2 | 21.1 | 13.2 | 10.8 |
| PSR(X) | 5.1 | 6.6 | 4.6 | 4.0 |
| EV/EBITDA(X) | 22.1 | 20.0 | 11.9 | 9.3 |
| EV/EBIT(X) | 49.7 | 47.0 | 22.7 | 16.1 |
| EPS(W) | 1,050 | 1,499 | 2,814 | 3,785 |
| BPS(W) | 13,141 | 14,640 | 17,454 | 21,239 |
| SPS(W) | 12,628 | 13,911 | 19,363 | 22,206 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 9.5 | 10.8 | 17.5 | 19.6 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 6.8 | 8.8 | 14.7 | 16.7 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 14.2 | 18.9 | 33.4 | 44.0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당성장률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총현금배당금(십억원) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 보통주 주당배당금(W) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | -49.4 | -43.0 | -50.3 | -58.7 |
| 총부채/ 자기자본(%) | 24.7 | 20.7 | 18.2 | 15.7 |
| 이자발생부채 | 10.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동비율(%) | 319.6 | 329.4 | 397.6 | 493.7 |
| 총발행주식수(mn) | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 액면가(W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주가(W) | 65,000 | 92,400 | 89,300 | 89,300 |
| 시가총액(십억원) | 1,822 | 2,592 | 2,505 | 2,505 |

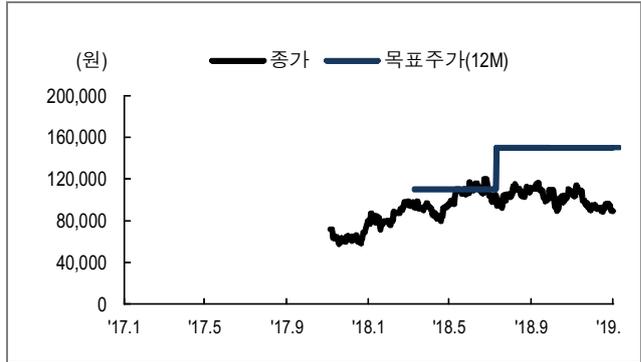
| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 현금및현금성자산 | 51.3 | 28.6 | 91.1 | 186.7 |
| 매출채권 | 54.9 | 57.7 | 60.0 | 61.8 |
| 유동자산 | 289.8 | 278.2 | 351.8 | 458.4 |
| 유형자산 | 1.1 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| 투자자산 | 3.8 | 4.3 | 4.4 | 4.5 |
| 비유동자산 | 169.6 | 217.2 | 226.7 | 230.6 |
| 자산총계 | 459.5 | 495.3 | 578.4 | 689.0 |
| 단기성부채 | 10.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무 | 6.1 | 6.1 | 6.2 | 6.4 |
| 유동부채 | 90.7 | 84.4 | 88.5 | 92.8 |
| 장기성부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기충당부채 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 비유동부채 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 부채총계 | 91.0 | 84.9 | 89.1 | 93.5 |
| 자본금 | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| 자본잉여금 | 319.6 | 319.6 | 319.6 | 319.6 |
| 이익잉여금 | 32.1 | 74.1 | 153.0 | 259.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 368.4 | 410.5 | 489.4 | 595.5 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 영업활동 현금흐름 | -7.2 | 110.4 | 168.7 | 202.2 |
| 당기순이익 | 23.8 | 42.0 | 78.9 | 106.1 |
| + 유/무형자산상각비 | 41.3 | 69.2 | 90.4 | 96.5 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| + 외화환산손실(이익) | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Gross Cash Flow | 69.7 | 122.8 | 190.4 | 230.9 |
| - 운전자본의증가(감소) | -72.9 | -0.2 | 0.6 | 1.3 |
| 투자활동 현금흐름 | -141.0 | -122.8 | -106.1 | -106.6 |
| + 유형자산 감소 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| + 투자자산의매각(취득) | -1.5 | -0.5 | -0.1 | -0.1 |
| Free Cash Flow | -7.3 | 110.4 | 168.7 | 202.2 |
| Net Cash Flow | -148.2 | -12.3 | 62.5 | 95.6 |
| 재무활동현금흐름 | 188.1 | -10.4 | 0.0 | 0.0 |
| 자기자본 증가 | 207.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채증감 | -19.7 | -10.4 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | 39.8 | -22.8 | 62.5 | 95.6 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 51.3 | 28.6 | 91.1 | 186.7 |
| 기말 순부채(순현금) | -182.2 | -176.4 | -246.4 | -349.8 |

투자 의견 및 목표주가 변경내역

| 제시일자 | 투자 의견 | 목표가 | 과리율 (%) | |
|------------|-------|----------------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2018.07.30 | Buy | 150,000원(12개월) | - | - |
| 2018.03.30 | Buy | 110,000원(12개월) | -8.5% | 8.9% |

스튜디오드래곤(253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. 2019년 1월 18일 기준)

- 투자 의견 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 79.8% | 20.2% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.