2019년 2월 15일

스튜디오드래곤 (253450)

기업분석 | 통신/미디어

4Q18 Review: 한국판 왕좌의 게임이 온다

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

Buy (maintain)

목표주가	140,000 원
현재주가	94,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (2/14)		682.37 pt
시가총액		27,336 억원
발행주식수		28,037 천주
52 주 최고가/최저가		119,800 / 57,800 원
90 일 일평균거래대금		183.24 억원
외국인 지분율		2.4%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		14,675 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1 개월	1.6%
	6 개월	36.5%
	12 개월	64.5%
주주구성	CJ E&M 외 6 인	75.7%

Stock Price

4분기 탁월했던 외형 성장, 그러나 이익은 상각비 추가반영으로↓

동사 4분기 실적은 매출액 1,017억원(YoY +41.5%), 영업이익 4억원(YoY -87.3%)으로 매출은 당사 추정치와 컨센서스에 부합했으나, 이익은 시장기대치를 대폭 하회했다. 매출은 편성 확대와 알함브라 궁전의 추억 넷플릭스 판매가 반영되며, 편성 매출과 판매 매출 모두 각각 YoY +39.5%, YoY +46.9% 급증했다. 다만 영업이익의 경우 추가 상각비의 일시 반영으로 급감한 것으로 판단된다.

아스달 연대기 시즌제 확정! 한국판 왕좌의 게임 기대감↑

동사는 6~7월에 방영 예정인 아스달 연대기(장동건/송중기/김지원 주연)에 대해, 2020년 시즌2를 예정하고 있으며 굿즈, 게임 등을 포함한 IP 브랜드화를 공식화했다. HBO의 왕좌의 게임은 8년간 8개의 시즌을 통해 미국 내에서만 1,200만 가구의 유료가입자를 확보했다. 미국내 월 정기 구독료와 굿즈 판매 등 직접 수입만으로도 총제작비의 두 배 이상을 회수한 것으로 판단된다. 아스달 연대기도 넷플릭스를 지렛대로 활용하여 이와 유사한 효과를 기대할 수 있을 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 14만원(유지)

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 기존의 투자의견과 목표가를 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 4월 그녀의 사생활, 6월 아스달 연대기로 이어지는 2분기 라인업 모멘텀이 실적 불확실성 제거와 함께 부각될 것이고, 중국향 동시방영 재개 없이도 대작의 시즌제 도입과 하반기 넷플릭스 오리지널 제작 개시가 예정되어 있기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	154.4	286.8	379.6	479.7	607.2
영업이익	16.6	33.0	39.9	85.1	119.1
세전계속사업손익	10.5	30.3	45.6	79.4	129.4
순이익	8.1	23.9	35.8	66.1	90.9
EPS (원)	290	851	1,277	2,358	3,241
증감률 (%)	-	193.1	50.0	84.6	37.4
PER (x)	-	84.1	54.4	40.1	29.2
PBR (x)	-	5.4	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA (x)	-	32.4	25.1	19.2	14.8
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	17.7	19.6
EBITDA 마진 (%)	25.1	19.9	17.3	21.9	24.1
ROE (%)	6.0	9.5	9.2	14.8	17.2
부채비율 (%)	77.8	24.7	19.5	15.6	13.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

4분기 실적 리뷰 & 밸류에이션

동사 4분기 실적은 매출액 1,017억원(YoY +41.5%), 영업이익 4억원(YoY -87.3%)으로 매출은 당사 추정치와 컨센서스에 부합했으나, 이익은 시장기대치를 대폭 하회했다. 매출은 편성 확대와 알함브라 궁전의 추억 넷플릭스 판매가 반영되며, 편성 매출과 판매 매출 모두 각각 YoY +39.5%, YoY +46.9% 급증했다. 다만 영업이익의 경우 추가 상각비의 일시 반영으로 급감한 것으로 판단된다.

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 기존의 투자의견과 목표가를 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 4월 그녀의 사생활, 6월 아스달 연대기로 이어지는 2분기 라인업 모멘텀이 실적 불확실성 제거와 함께 부각될 것이고, 중국향 동시방영 재개 없이도 대작의 시즌제 도입과 하반기 넷플릭스 오리지널 제작 개시가 예정되어 있기 때문이다.

표1 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2016	2017	2018P	2019E
매출액	75.3	62.0	77.5	72.0	79.9	74.3	123.7	101.7	195.5	286.8	379.6	479.7
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	87.8	131.2	178.1	207.0
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.8	32.1	28.8	63.4	37.8	75.4	111.9	162.1	214.0
기타매출	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	32.3	43.7	39.4	58.7
YoY					*6.1*	*19.8*	*59.6*	*41.3*		*46.7*	*32.4*	*26.4*
편성매출					*54.8*	*41.5*	*17.0*	*39.5*		*49.4*	*35.7*	*16.2*
판매매출					*-12.1*	*9.5*	*172.1*	*46.5*		*48.4*	*44.9*	*31.8*
기타매출					*-43.2*	*-1.7*	*-8.1*	*31.9*		*35.3*	*-9.8*	*49.0*
해외 판매	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	46.2	24.8	42.4	67.2	110.2	148.0
YoY					*0.4*	*2.5*	*252.7*	*61.0*		*58.5*	*64.0*	*34.3*
매출 비중	30.0	26.0	16.9	21.4	28.4	22.2	37.3	24.4	21.7	23.4	29.0	30.9
편성시간	52	50	104	96	100	84	86	120	276	302	390	460
시간당 편성매출	5.1	4.8	4.0	4.1	4.1	4.1	5.7	4.5	3.2	4.3	4.6	4.5
라인업 평균시청률	5.4	2.7	3.2	3.6	3.9	4.2	7.3	4.6	4.8	3.7	5.0	n/a
넷플릭스 동시방영	-	1	-	1	1	1	1	1	-	2	4	6
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	21.2	33.0	39.9	85.1
YoY					*-23.6*	*-18.0*	*220.9*	*-88.6*		*55.7*	*21.0*	*113.3*
영업이익률(%)	18.6	14.4	8.6	4.9	13.4	9.8	17.4	0.4	10.8	11.5	10.5	17.7

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.8	313.2	314.7	366.5
현금 및 현금성자산	11.5	191.6	131.6	71.6	61.6
매출채권 및 기타채권	37.0	54.9	74.6	91.9	116.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	32.9	41.9	77.0	121.2	158.5
비유동자산	160.6	169.6	178.5	243.8	283.1
관계기업투자등	0.0	0.0	60.0	120.0	145.0
유형자산	1.2	1.1	2.5	3.0	4.0
무형자산	123.9	127.5	116.0	120.8	134.1
자산총계	**242.0**	**459.5**	**491.7**	**558.5**	**649.6**
유동부채	84.5	90.7	78.3	73.6	73.7
매입채무 및 기타재무	5.8	8.2	11.2	13.8	17.4
단기금융부채	8.1	10.0	6.1	4.8	4.8
기타유동부채	70.6	72.5	61.0	55.0	51.5
비유동부채	21.4	0.3	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.5	72.2	2.0	2.0	2.0
부채총계	**105.9**	**91.0**	**80.3**	**75.6**	**75.7**
지배주주지분	136.1	368.5	411.4	482.9	573.8
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	8.3	32.1	77.9	149.4	240.3
비지배주주지분(연결)					
자본총계	**136.1**	**368.5**	**411.4**	**482.9**	**573.8**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	**154.4**	**286.8**	**379.6**	**479.7**	**607.2**
매출원가	132.8	239.7	323.6	376.9	463.9
매출총이익	**21.6**	**47.1**	**56.0**	**102.8**	**143.3**
판매비 및 관리비	5.0	14.2	16.0	17.7	24.2
영업이익	**16.6**	**33.0**	**39.9**	**85.1**	**119.1**
(EBITDA)	38.8	57.0	65.7	105.1	146.1
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**	**45.6**	**79.4**	**129.4**
계속사업법인세비용	2.3	6.4	9.8	13.3	38.5
계속사업이익	8.1	23.9	35.8	66.1	90.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.1**	**23.9**	**35.8**	**66.1**	**90.9**
지배주주	8.1	23.9	35.8	66.1	90.9
총포괄이익	**8.1**	**23.9**	**35.8**	**66.1**	**90.9**
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	14.8	21.4	23.6
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	17.7	19.6
EBITDA마진률 (%)	25.1	19.9	17.3	21.9	24.1
당기순이익률 (%)	5.3	8.3	9.4	13.8	15.0
ROA (%)	3.4	6.8	7.6	10.6	15.0
ROE (%)	6.0	9.5	9.2	14.8	17.2
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

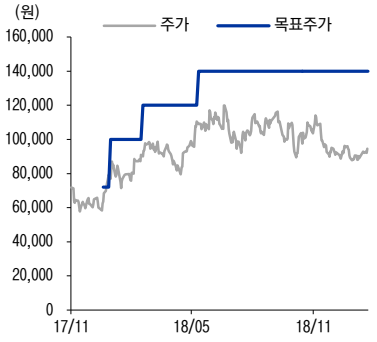
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**-12.5**	**-7.2**	**139.1**	**11.6**	**19.3**
당기순이익(손실)	8.1	23.9	35.8	66.1	90.9
비현금수익비용가감	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	22.0	24.0	24.0	25.0	27.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-47.4	-60.2	64.2	-90.0	-103.7
매출채권 감소(증가)	-24.7	-17.9	-19.6	-17.3	-24.4
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-1.1	2.4	2.9	2.6	3.7
기타자산, 부채변동	-21.6	-44.7	80.8	-75.3	-82.9
투자활동 현금	**-69.5**	**-141.0**	**-50.0**	**-65.3**	**-24.3**
유형자산처분(취득)	-1.1	-0.1	-1.4	-0.5	-1.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	11.5	-4.8	-13.3
투자자산 감소(증가)	-0.5	-140.3	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-67.8	0.0	-60.0	-60.0	-10.0
재무활동 현금	**93.5**	**188.1**	**-8.9**	**-6.3**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	27.2	-18.1	-3.9	-1.3	0.0
자본의 증가(감소)	56.0	207.9	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**	**39.9**	**80.2**	**-60.0**	**-10.0**
기초현금	0.0	11.5	51.4	131.6	71.6
기말현금	11.5	51.4	131.6	71.6	61.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-	84.1	54.4	40.1	29.2
P/B	-	5.4	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	-	32.4	25.1	19.2	14.8
P/CF	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	-	85.8	32.4	26.4	26.6
영업이익	-	98.7	21.0	119.3	40.0
세전이익	-	188.2	50.5	74.1	63.0
당기순이익	-	193.2	49.8	84.6	37.5
EPS	-	193.1	50.0	84.6	37.4
안정성 (%)					
부채비율	77.8	24.7	19.5	15.6	13.2
유동비율	96.3	319.6	400.1	427.8	497.1
순차입금/자기자본(x)	12.1	-49.3	-30.5	-13.8	-9.9
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	28.0	10.0	6.1	4.8	4.8
순차입금 (십억원)	16.5	-181.6	-125.5	-66.8	-56.8
주당지표(원)					
EPS	290	851	1,277	2,358	3,241
BPS	4,854	13,142	14,675	17,225	20,467
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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)