

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

방향성에는 변함이 없다

Company Comment | 2019. 2. 15

4분기 일회성비용 100억원 고려 시 영업이익은 104억원으로 펀더멘털 견고. 여전히 강한 외부환경 수혜 기대감을 고려 투자의견 Buy 유지하나, 일반드라마 판매에 대한 추정치 및 타깃 멀티플 변경으로 목표주가 하향함

일회성 부담을 견어내면 보이는 견고한 기초체력

4분기 스튜디오드래곤의 연결기준 매출 1,017억원(+41.5%y-y), 영업이익 4억원(-87.3%y-y) 기록. 그러나 실질적 일회성 비용만 고려 시 영업이익은 약 104억원 수준으로 펀더멘털은 여전히 견고함

실질적 일회성 비용은 100억원으로 추정. '미스터션샤인'을 포함한 드라마 10편에 대한 무형자산 선상각(110억원) 중 실제 일회성 비용은 중국 판매 지연과 관련된 선상각(약 90억원). '알함브라 궁전의 추억'의 사례처럼 유통환경 변화에 따른 선상각은 향후 전세제로 수출될 텐트폴에 지속 발생 가능하기 때문. 그 외 일회성 비용은 CJ블루 대손상각비(약 10억원)

우호적 외부환경도 변함 없음

글로벌OTT: '킹덤'에 대한 서구 시장의 긍정적 반응에서, 국내 텐트폴의 가치가 아시아로 리레이팅될 가능성을 확인. 동사 텐트폴에 대한 글로벌OTT의 안정적 수요 지속 및 평가 상승이 기대됨

중국: 연내 중국 쿼터 재개가 기대되는 상황에서, 전년도 기대작들의 중국 판매 지연을 반영한 선상각이 이루어짐. 이는 오히려 실제 쿼터가 재개된 후 발생할 구작 라이브러리 판매의 이익 레버리지를 높일 것

중장기적으로 기대할 부분이 많음에 주목해야

향후 ENM 지분 활용, 글로벌 협업 등 중장기적으로 기대할 부분 많아 투자의견 Buy, 산업 내 Top Pick 유지함. 단, 일부 신규 장르 일반 드라마의 경우, 초기 단계임을 고려 판매 매출을 보수적으로 조정했고, 목표주가 멀티플 시점을 2019E로 변경(Target EV/EBITDA 20x). 이를 반영하여 12M 목표주가를 150,000원에서 135,000원으로 10% 하향함

스튜디오드래곤 4분기 실적 Review(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P					1Q19E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	41.5	-17.8	112.1	103.2	104.8
영업이익	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	-87.3	-98.2	12.0	11.8	14.0
영업이익률	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4			10.7	11.5	13.3
세전이익	1.7	10.8	11.0	22.0	1.7	1.9	-92.2	10.2	13.9	14.0
(지배)순이익	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	-12.6	-89.9	8.0	10.9	13.1

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

Buy (유지)

목표주가 135,000원 (하향)

현재가 (19/02/14) 94,600원

업종	엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	2,225.85 / 742.27
시가총액(보통주)	2,653.7십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/07/12)	119,800원
최저가('18/02/22)	75,800원
평균거래대금(60일)	16.6십억원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	2.4%

주요주주

씨제이이엔엠 외 3인 74.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.3	-8.8	19.0
상대수익률 (%)p	-17.9	-6.4	35.9

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	286.8	379.5	514.4	606.3
증감률	85.8	32.3	35.5	17.9
영업이익	33.0	39.8	88.4	121.7
영업이익률	11.5	10.5	17.2	20.1
(지배)순이익	23.8	35.8	72.9	98.9
EPS	1,050	1,277	2,599	3,525
증감률	84.5	21.6	103.5	35.6
PER	61.9	72.4	36.4	26.8
PBR	4.9	6.4	5.6	4.6
EV/EBITDA	22.1	21.3	13.6	10.8
ROE	9.5	9.3	16.5	18.8
부채비율	24.7	21.0	18.7	16.2
순차입금	-182.2	-174.1	-238.6	-332.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

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

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 배, %, 십억원, 원, 1,000 주)

	2019E	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치(A)	178.2	EV/EBITDA	20.0	3,564.2	2019E 기준, 중국 Peer 및 글로벌 OTT 업체 할인 반영
순차입금(B)				-238.6	
Total Value(A)-(B)				3,802.8	
주당 가치				135,565	Upside 44%
총 주식수				28,051,490	

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018P	2019E	2020F
매출액	- 수정 후	286.8	379.5	514.4	606.3
	- 수정 전	286.8	390.0	542.9	622.6
	- 변동률		-2.7	-5.2	-2.6
영업이익	- 수정 후	33.0	39.8	88.4	121.7
	- 수정 전	33.0	51.4	99.3	134.2
	- 변동률		-22.6	-11.0	-9.3
영업이익률(수정 후)		11.5	10.5	17.2	20.1
EBITDA		74.3	113.6	178.2	215.8
(지배지분)순이익		23.8	35.8	72.9	98.9
EPS	- 수정 후	1,050	1,277	2,599	3,525
	- 수정 전		1,499	2,814	3,785
	- 변동률		-14.8	-7.6	-6.9
PER		61.9	72.4	36.4	26.8
PBR		4.9	6.4	5.6	4.6
EV/EBITDA		22.1	21.3	13.6	10.8
ROE		9.5	9.3	16.5	18.8

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	101.7	104.8	135.3	134.3	140.0	286.8	379.5	514.4
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.6	52.4	48.9	49.2	131.2	178.1	195.1
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	49.0	69.6	73.4	78.7	111.8	162.1	270.6
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.2	13.3	12.0	12.2	43.7	39.4	48.7
%y-y(매출액)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	31.2	82.1	8.5	37.7	46.7	32.3	35.5
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	95.2	87.2	109.7	103.3	110.7	239.7	324.0	410.9
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	63.1	52.6	61.8	70.5	76.0	149.7	188.7	261.0
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.7	13.1	23.3	24.4	20.7	29.4	18.8	20.7	41.0	73.6	89.6
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	8.9	17.2	27.9	7.7	13.8	18.5	14.0	13.9	49.0	61.8	60.3
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	17.6	25.5	30.9	29.4	47.1	55.5	103.5
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	16.8	18.9	23.0	21.0	16.4	14.6	20.1
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	14.0	22.1	26.7	25.6	33.1	39.8	88.4
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	13.3	16.3	19.9	18.3	11.5	10.5	17.2
%y-y(영업이익)	-	-	-	-	-23.7	-17.6	218.5	-87.3	30.9	201.5	24.6	5,711.5	-	20.4	121.9
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	11.0	20.1	21.3	20.4	23.8	35.8	72.9
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	10.5	14.9	15.9	14.6	8.3	9.4	14.2

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

표4. 스튜디오드래곤 2019년 드라마 라인업

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	구분	최고시청률	비고
신의 퀴즈 리부트	18.11.14~19.01.10	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.6%	전작 모두 넷플릭스에 공급
프리스트	18.11.24~19.01.20	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.4%	
은주의 방	18.11.06~19.01.22	4Q, 1Q	Olive	12 부작	0.6%	시즌 2 가능성
남자친구	18.11.24~18.01.17	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.0%	전세계 100 개국 수출
알함브라 궁전의 추억	18.12.01~18.01.20	4Q, 1Q	tvN	16 부작	9.7%	[텐트폴] 넷플릭스, 중국 수출
왕이 된 남자	19.01.07~19.02.26	1Q	tvN	16 부작	9.1%	
진심이 닿다	19.01.23~19.03.14	1Q	tvN	16 부작	4.6%	
로맨스는 별책부록	19.01.26~19.03.17	1Q	tvN	16 부작	4.3%	넷플릭스 글로벌 수출
트랩	19.02.09~19.03.02	1Q	OCN	7 부작		
빙의	19.03.06~19.04.25	1Q, 2Q	OCN	16 부작		
킬잇	19.03.16~19.04.21	1Q, 2Q	OCN	12 부작		
사이코메트리 그녀석	19.03.11~19.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작		
자백	19.03.23~19.05.12	1Q, 2Q	tvN	16 부작		
그녀의 사생활		2Q	tvN	16 부작		
보이스 시즌 3		2Q	OCN	16 부작		
왓쳐		2Q	OCN	16 부작		
아스달 연대기		2Q	tvN	16 부작		[텐트폴] 시즌제 확정
봄밤		2Q, 3Q	MBC	16 부작		
어비스		2Q, 3Q	tvN	16 부작		
구해줘 2		2Q, 3Q	OCN	16 부작		
식빵 굽는 남자		3Q	tvN	16 부작		
모두의 프라이버시		3Q	tvN	16 부작		
닥터룸		3Q	SBS	16 부작		
악마가 너의 이름을 부를 때		3Q	tvN	16 부작		
호텔델루나		3Q	tvN	16 부작		[텐트폴]

자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	286.8	379.5	514.4	606.3
증감률 (%)	85.8	32.3	35.5	17.9
매출원가	239.7	324.0	410.9	468.9
매출총이익	47.1	55.5	103.5	137.4
Gross 마진 (%)	16.4	14.6	20.1	22.7
판매비와 일반관리비	14.2	15.7	15.1	15.7
영업이익	33.0	39.8	88.4	121.7
증감률 (%)	98.8	20.6	122.1	37.7
OP 마진 (%)	11.5	10.5	17.2	20.1
EBITDA	74.3	113.6	178.2	215.8
영업외손익	-2.7	5.1	5.1	5.0
금융수익(비용)	-2.5	0.6	1.2	1.6
기타영업외손익	-0.2	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	4.5	3.9	3.4
세전계속사업이익	30.3	45.7	93.5	126.8
법인세비용	6.4	9.9	20.6	27.9
계속사업이익	23.8	35.8	72.9	98.9
당기순이익	23.8	35.8	72.9	98.9
증감률 (%)	193.8	50.4	103.6	35.7
Net 마진 (%)	8.3	9.4	14.2	16.3
지배주주지분 순이익	23.8	35.8	72.9	98.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	23.8	35.8	72.9	98.9

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	61.9	72.4	36.4	26.8
PBR(X)	4.9	6.4	5.6	4.6
PCR(X)	21.2	21.8	14.6	12.1
PSR(X)	5.1	6.8	5.2	4.4
EV/EBITDA(X)	22.1	21.3	13.6	10.8
EV/EBIT(X)	49.7	60.7	27.3	19.1
EPS(W)	1,050	1,277	2,599	3,525
BPS(W)	13,141	14,411	17,009	20,534
SPS(W)	12,628	13,537	18,337	21,614
자기자본이익률(ROE, %)	9.5	9.3	16.5	18.8
총자산이익률(ROA, %)	6.8	7.5	13.8	16.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	14.2	14.8	30.2	40.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	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	-43.1	-50.0	-57.7
총부채/ 자기자본(%)	24.7	21.0	18.7	16.2
이자발생부채	10.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	319.6	326.7	388.7	474.7
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	65,000	92,400	94,600	94,600
시가총액(십억원)	1,822	2,592	2,654	2,654

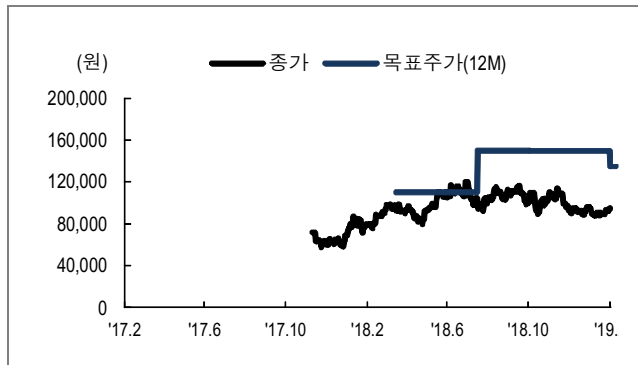
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	51.3	26.2	83.3	169.1
매출채권	54.9	57.7	60.0	61.8
유동자산	289.8	275.8	344.0	440.8
유형자산	1.1	0.8	0.6	0.5
투자자산	3.8	4.3	4.4	4.5
비유동자산	169.6	213.3	222.2	228.8
자산총계	459.5	489.1	566.2	669.5
단기성부채	10.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	6.1	6.1	6.2	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	89.0	93.5
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	32.1	67.9	140.8	239.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	404.2	477.1	576.0

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	-7.2	108.8	162.1	192.6
당기순이익	23.8	35.8	72.9	98.9
+ 유/무형자산상각비	41.3	73.8	89.8	94.1
+ 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	118.9	182.1	219.2
- 운전자본의증가(감소)	-72.9	-0.2	0.5	1.3
투자활동 현금흐름	-141.0	-123.5	-105.0	-106.7
+ 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	108.8	162.1	192.6
Net Cash Flow	-148.2	-14.7	57.1	85.8
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	-25.1	57.1	85.8
기말현금 및 현금성자산	51.3	26.2	83.3	169.1
기말 순부채(순현금)	-182.2	-174.1	-238.6	-332.2

투자이전 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이전	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2019.02.14	Buy	135,000원(12개월)	-	-
2018.07.30	Buy	150,000원(12개월)	-32.9%	-22.5%
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

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. 2019년 2월 8일기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
78.3%	21.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 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 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 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.