

스튜디오드래곤 (253450)

아스달연대기의 성과가 중요

2019년 4월 18일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동륜
02-6114-2960 drlee@kbf.com

연구원 손정훈
02-6114-2910 jhson@kbf.com

투자 의견 Buy, 목표주가 125,000원 유지

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 125,000원을 유지한다. 상반기 수익성 부진을 감안해 2019년 영업이익 추정치를 16.0% 하향 조정하나, 목표주가는 아스달연대기의 수익 기여와 중국시장 수출관련 실적이 온기로 반영되는 2020년을 기준으로 산정하여 변동이 없다.

1Q19 실적 컨센서스 하회할 전망

1Q19 실적은 매출액 936억원 (-8.0% QoQ, +17.1% YoY), 영업이익 115억원 (+2,599.4% QoQ, +7.6% YoY)을 기록할 전망이다. 매출액과 영업이익은 각각 시장 컨센서스를 0.9%, 11.0% 하회하는 수준이다. 1Q18 텐트폴 드라마인 화유기 방영에 따른 기저에도 불구하고 매출 성장은 지속되나, 평균 제작비 상승에 따른 비용부담으로 수익성은 감소할 전망이다.

2분기 방영 예정인 아스달연대기의 성과가 중요

2Q19 실적은 매출액 1,033억원 (+10.4% QoQ, +39.1% YoY), 영업이익 106억원 (-7.7% QoQ, +44.5% YoY)으로 전분기대비 매출은 증가하나 수익성은 낮게 유지될 전망이다 (영업이익률 10.2%). 아스달연대기가 400억원 이상의 제작비가 투입되는 대작이나, 시즌제를 염두에 두고 제작되어 시즌1의 수익성은 BEP 수준에 그칠 것으로 전망되기 때문이다. 다만 아스달연대기가 흥행을 기록할 시 2020년 시즌2에 대한 높은 기대감, 향후 게임, 테마파크 등 분야에서의 높은 활용가치가 부각되면서 주가는 상승할 수 있다고 판단한다.

중국시장 관련 불확실성은 상존하나, 하반기 매출 발생에 대한 가정은 유지

스튜디오드래곤은 중국 OTT 기업들과 자체IP를 활용한 드라마 2편의 공동제작을 논의 중이다. 나의 아저씨, 김비서가 왜 그럴까, 백일의 낭군님 등의 작품들이 후보로 거론되고 있다. 한국 IP를 활용한 리메이크는 예능 (프로듀스 101), 영화 (베테랑) 분야에서 선례가 있다는 측면에서 한국 콘텐츠를 현지에서 방영하는 것 대비 성사 가능성이 높다고 판단한다. 3년 만의 중국향 사업 재개여부가 2019년 주가흐름의 최대 모멘텀으로 작용할 전망이다.

Buy 유지

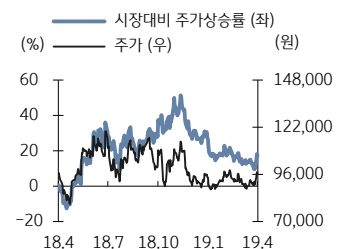
목표주가 (유지, 원)	125,000
Upside / Downside (%)	29.0
현재가 (4/17, 원)	96,900
Consensus Target Price (원)	126,750
시가총액 (조원)	2.7

Trading Data	
Free float (%)	25.2
거래대금 (3M, 십억원)	15.1
외국인 지분율 (%)	3.6
주요주주 지분율 (%)	씨제이엔엠 외 3인 74.4

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	6.8	-11.3	0.0
시장대비 상대수익률	3.2	-4.4	-14.6	17.5

Forecast earnings & valuation

결산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	482	581	700
영업이익 (십억원)	40	76	121	154
지배주주순이익 (십억원)	36	62	97	124
EPS (원)	1,278	2,221	3,457	4,404
증감률 (%)	21.7	73.8	55.7	27.4
PER (X)	72.3	43.6	28.0	22.0
EV/EBITDA (X)	21.2	16.7	14.7	12.5
PBR (X)	6.5	5.9	4.8	4.0
ROE (%)	9.3	14.4	18.9	19.9
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	144,000원 (2019E PER 65배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 2) 2019년 중국형 판매매출 증가
Base-case Scenario (목표주가)	125,000원 (2019E PER 56배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 증가 2) 2019년 중국형 판매매출 급증
현재주가	96,900원		
Bear-case Scenario	95,500원 (2019E PER 43배)		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 정체 2) 2019년 중국형 판매매출 감소

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	483.3	594.8	482.4	580.6	-0.2	-2.4
영업이익	91.0	124.8	76.5	121.2	-16.0	-2.9
지배주주순이익	70.9	97.1	62.3	97.0	-12.1	-0.1

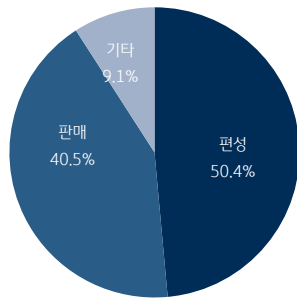
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	482.4	580.6	477.6	571.1	1.0	1.7
영업이익	76.5	121.2	71.3	103.1	7.3	17.6
지배주주순이익	62.3	97.0	58.9	83.4	5.7	16.3

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2019E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
제이콘텐트리	798	34.1	27.8	3.0	2.4	11.5	9.5	10.6	10.3	n/a	n/a
Netflix	178,488	111.8	87.5	31.4	22.4	81.8	52.9	25.7	25.5	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,377	25.0	16.4	1.9	1.7	23.6	18.3	7.7	10.6	0.3	0.5
Beijing HualuBaina Film&TV	895	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
2020년 예상 EPS 3,593원 x multiple 10.0배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
144,000원 ~ 95,500원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2019E PER 56배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2019E	2020E
금리 1%p 상승 시	+2.0	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.4

표 1. 1Q19 실적 추정치와 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	1Q19E	4Q18	QoQ	1Q18	YoY	이전 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	93.6	101.7	(8.0)	79.9	17.1	95.6	(2.1)	94.4	(0.9)
영업이익	11.5	0.4	2,499.4	10.7	7.6	18.5	(38.1)	12.9	(11.0)
영업이익률	12.3	0.4	11.8	13.3	(1.1)	19.4	(7.1)	13.6	(1.4)
지배주주순이익	9.7	1.7	456.2	7.9	23.6	14.5	(32.9)	12.2	(20.6)
지배주주순이익률	10.4	1.7	8.7	9.8	0.5	15.1	(4.8)	13.0	(2.6)

자료: Fnguide, KB증권

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	93.6	103.3	144.0	141.5	286.8	379.5	482.4	580.6
(QoQ %)	11.1	(7.0)	66.5	(17.7)	(8.0)	10.4	39.4	(1.7)	-	-	-	-
(YoY %)	6.0	19.6	59.6	41.5	17.1	39.1	16.4	39.1	46.7	32.3	27.1	20.4
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.5	45.0	71.7	81.9	131.2	178.1	243.1	292.3
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	39.8	46.1	60.2	49.1	111.8	162.1	195.2	240.6
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	9.3	12.1	12.1	10.5	43.7	39.4	44.1	47.7
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.5	10.6	25.3	29.1	33.0	39.9	76.5	121.2
(QoQ %)	207.1	(31.3)	193.5	(97.9)	2,499.4	(7.7)	139.6	14.9	-	-	-	-
(YoY %)	(23.7)	(17.7)	223.0	(87.3)	7.6	44.5	18.0	6,499.9	55.6	21.0	91.7	58.5
영업이익률 (%)	13.3	9.9	17.4	0.4	12.3	10.2	17.6	20.6	11.5	10.5	15.9	20.9
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.7	9.1	20.3	23.2	23.8	35.7	62.3	97.0
(QoQ %)	293.5	13.0	94.2	(89.9)	456.2	(6.5)	123.3	14.6	-	-	-	-
(YoY %)	(41.3)	217.2	204.6	(12.5)	23.6	2.2	17.5	1,229.9	-	49.9	74.3	55.7
순이익률 (%)	9.8	12.0	14.0	1.7	10.4	8.8	14.1	16.4	8.3	9.4	12.9	16.7

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2019E					2020E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	482.4	483.3	(0.2)	477.6	1.0	580.6	594.8	(2.4)	571.1	1.7
영업이익	76.5	91.0	(16.0)	71.3	7.3	121.2	124.8	(2.9)	103.1	17.6
영업이익률	15.9	18.8	(3.0)	14.9	0.9	20.9	21.0	(0.1)	18.0	2.8
지배주주순이익	62.3	70.9	(12.1)	58.9	5.7	97.0	97.1	(0.1)	83.4	16.3
지배주주순이익률	12.9	14.7	(1.7)	12.3	0.6	16.7	16.3	0.4	14.6	2.1

자료: Fnguide, KB증권

표 4. 스튜디오드래곤 목표주가 산출 내역

(십억원, %, 천주, 원)	비고
2020E 지배주주순이익	97.0
Target PER	36.0 제이콘텐츠리, Zhejiang Huace, Huala Baina 의 2017E 평균
적정 시가총액	3,491
총 주식수	28,037 완전희석 기준
목표주가	125,000

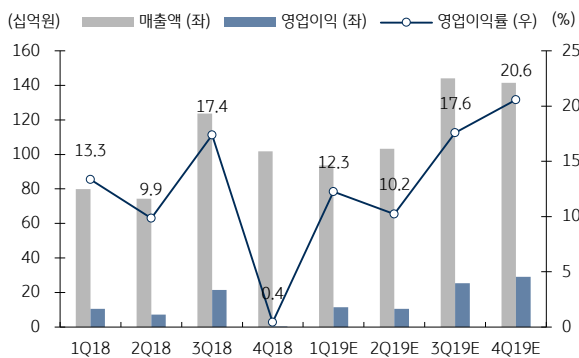
자료: Bloomberg, KB증권 추정

표 5. 2019년 스튜디오드래곤 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	부	극본	연출	주연	평균/최고 시청률 (%)	
2019	1	tvN	왕이 된 남자	19.1.7~2.26	16	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	9.5	10.8
	2		로맨스는 별책부록	19.1.26~3.17	16	정현정	이정호	이종석, 이나영	6.7	7.2
	3		진심이 닿다	19.2.6~3.28	16	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나	4.4	4.9
	4		사이코메트리 그녀석	19.3.11~	16	양진아	김병수	진영, 신예은	2.8	3.3
	5		자백	19.3.23~	16	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	5.6	6.3
	6		그녀의 사생활	19.4.10~	16	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	2.7	3.8
	7		어비스	19.5.6~	16	문수연	유제원	박보영, 안효섭	-	-
	8		검색어를 입력하세요: WWW	19.6~	16	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	-	-
	9		아스달 연대기	19.6~	16	김영혁, 박상연	김원석	송중기, 장동건	-	-
	10		악마가 너의 이름을 부를 때	1H19	16	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성웅, 고아성	-	-
	11		60일, 지정 생존자	1H19	16	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	-	-
	12		식빵 굽는 남자	2H19	-	주화미	이종재	서지훈	-	-
	13		날 녹여줘	2H19	-	백미경	신우철	-	-	-
	14		위대한 쇼	2H19	-	설준석	신용휘	송승헌, 이선빈, 임주환	-	-
	15		호텔 델루나	2H19	-	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	-	-
	16		하늘에서 떨어진 풀	2019	-	-	김상호	윤현민, 안우연	-	-
	17	OCN	트랩	19.2.9~3.3	7	박신우, 남상욱	박신우	이서진, 성동일, 이화영	-	-
	18		빙의	19.3.6~	16	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	-	-
	19		킬잇	19.3.23~	12	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나	-	-
	20		구해줘 시즌2	19.5.8~	16	-	이권	엄태구, 천호진, 이숨	-	-
	21		보이스 시즌3	19.5.11~	-	마진원	-	이하나	-	-
	22		타인은 지옥이다	1H19	-	-	이창희	임시완	-	-
	23	Netflix	좋아하면 울리는	2019	8	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-	-
	24		나홀로 그대	2019	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-	-

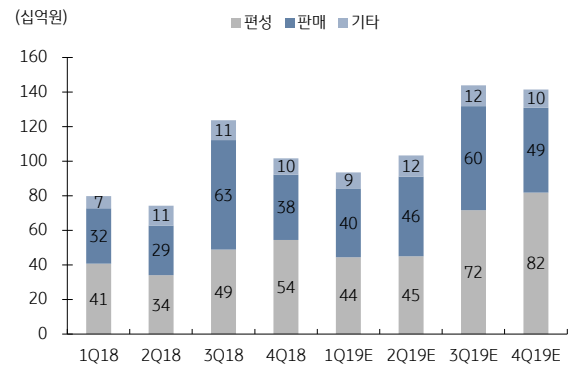
자료: 언론 보도, KB증권 정리

그림 1. 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 2. 스튜디오드래곤 매출액 구성



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	482	581	700
매출원가	240	324	387	438	521
매출총이익	47	56	95	143	179
판매비와관리비	14	16	19	22	25
영업이익	33	40	76	121	154
EBITDA	74	115	146	157	173
영업외손익	-3	6	5	6	8
이자수익	1	4	5	6	8
이자비용	2	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	1	1	1
세전이익	30	46	82	128	163
법인세비용	6	10	20	31	39
당기순이익	24	36	62	97	124
지배주주순이익	24	36	62	97	124
수정순이익	24	36	62	97	124

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.4	27.1	20.4	20.6
영업이익 성장률	98.3	21.0	91.7	58.5	27.2
EBITDA 성장률	91.4	55.1	26.7	7.3	10.2
지배기업순이익 성장률	193.0	50.2	73.9	55.7	27.4
매출총이익률	16.4	14.6	19.7	24.6	25.6
영업이익률	11.5	10.5	15.9	20.9	22.0
EBITDA이익률	25.9	30.3	30.3	27.0	24.6
세전이익률	10.6	12.0	17.0	22.0	23.2
당기순이익률	8.3	9.4	12.9	16.7	17.6

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	-29	142	144	155
당기순이익	24	36	62	97	124
유형자산상각비	41	75	69	35	18
기타비현금손익 조정	5	-1	20	31	39
운전자본증감	-73	-139	10	11	13
매출채권감소 (증가)	-14	-27	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	26	2	3	3
기타영업현금흐름	20	36	-20	-31	-39
투자활동 현금흐름	-141	141	-9	-10	-11
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-141	138	0	0	0
기타투자현금흐름	0	3	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	188	-10	33	537	8,766
금융부채 증감	-18	-10	33	537	8,766
자본의 증감	208	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-2	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	40	102	165	671	8,910
기말현금	51	153	318	989	9,899
잉여현금흐름 (FCF)	-7	-29	140	143	154
순현금흐름	199	-29	132	134	144
순현금 (순차입금)	183	153	286	419	564

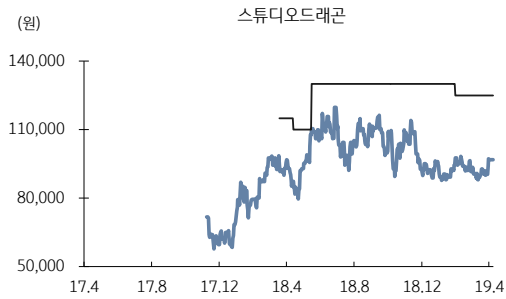
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	512	621	1,271	10,178
유동자산	290	247	416	1,091	10,005
현금 및 현금성자산	51	153	318	989	9,899
단기금융자산	141	2	3	3	3
매출채권	55	69	72	74	77
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	41	22	23	24	25
비유동자산	170	265	205	180	172
투자자산	4	4	4	4	4
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	128	199	131	97	80
기타비유동자산	36	53	60	67	76
부채총계	91	111	158	710	9,494
유동부채	91	108	122	137	154
매입채무	6	20	22	25	28
단기금융부채	10	0	0	0	0
기타유동부채	75	89	100	112	126
비유동부채	0	3	36	573	9,339
장기금융부채	0	2	35	572	9,339
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	464	561	684
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본항목	3	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	32	68	130	227	350
지배자본 계	368	401	464	561	684
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	61.9	72.3	43.6	28.0	22.0
PBR	4.9	6.5	5.9	4.8	4.0
PSR	5.1	6.8	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	22.1	21.2	16.7	14.7	12.5
EV/EBIT	49.7	61.1	31.8	19.0	14.0
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,278	2,221	3,457	4,404
BPS	13,141	14,305	16,526	19,984	24,388
SPS (주당매출액)	12,628	13,539	17,196	20,698	24,963
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.5	9.3	14.4	18.9	19.9
ROA	6.8	7.4	11.0	10.3	2.2
ROIC	15.6	15.1	28.9	62.4	98.7
안정성지표					
부채비율	24.7	27.7	34.0	126.7	1,387.7
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	2.3	3.4	8.0	64.9
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	63.7	101.0	128.5
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.6	0.1
매출채권회전율	6.2	6.1	6.9	8.0	9.2
재고자산회전율	0.0	405.4	834.1	1,004.0	1,210.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000	-18.37	-7.85
18-12-01	6개월 경과 이후	130,000	-28.13	-16.08
19-02-15	Buy	125,000		

투자등급 비율 (2019. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.9	28.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.