

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

외형 성장에 주목할 구간

Company Comment | 2019. 5. 10

1분기 해외 판매매출 두드러지며, 매출액은 컨센서스를 상회했으나 글로벌 OTT 판매 증가로 선상과 늘며 영업이익의 컨센서스 미달. 현재 동사 1)꾸준한 해외 판매로 글로벌 인지도 확보 중이며, 2)글로벌향 대형 매출 발생시 선상과 진행하여 분기 실적 가시성을 높이고 있음. 글로벌 채급 다지는 중

두드러지는 해외 판매, 그만큼 늘어나는 선상과

동사 연결기준 1분기 매출액 1,118억원(+40.0% y-y), 영업이익 110억원(+3.5% y-y) 기록. 매출액은 시장 기대치(943억원)를 대폭 상회하였으나, 영업이익은 시장 기대치 대비(120억원) 약 8% 하회

편성매출은 방영 작품 수 증가로 441억원(+8.3% y-y) 기록했으나, 편성매출의 경우 방영 분기 전부 비용화되어 이익 레버리지 미미함

이익 레버리지 높은 판매매출의 경우, 1분기 562억원(+75.1% y-y)(해외 426억원(+87.4% y-y), 국내 136억원(+45.0% y-y)) 기록. 다만 글로벌 방영된 '알함브라 궁전의 추억', '로맨스는 별책부록'에 대한 무형자산 선상과 발생으로 영업이익의 성장은 더딘 모습. 2분기에도 '어비스', '봄밤', '아스달 연대기'의 글로벌OTT(넷플릭스) 판매로 해외 판매매출 호조 기대되나, 선상과 고려 시 영업이익 기여는 제한적일 것

글로벌 채급을 다지기 위해 체력을 쌓고 있다

향후 글로벌 수출로 인한 대형 매출과 동시에 무형자산 선상과는 발생할 수 밖에 없는데, 글로벌 수출 가능성 높은 텐트폴 방영 주기 짧아짐에 따라 선상과 주기적으로 발생할 것. 이로 인해 단기적으로 분기별 수익성 성장은 제한적일 수 있으나, 글로벌 채급의 고예산 텐트폴이 늘어나는 만큼 실적 가시성 확보를 위해 한 번은 거쳐야 할 구간

또한 하반기 전망산업(글로벌OTT)에 새로운 사업자(애플, 디즈니 및 Hulu) 등장하며 콘텐츠 수급 경쟁 심화될 것으로 예측되는 상황. 이에 동사 드라마의 지속적인 글로벌OTT 판매를 통한 동사 드라마의 글로벌 노출은, 향후 새로운 사업자 진입 시 '풍부한 레퍼런스'로서 작용 가능할 것

스튜디오드래곤 1분기 실적 Review(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P					2Q19E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	40.0	9.9	99.9	94.3	119.7
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	3.5	2,403.3	12.2	12.0	12.9
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9			12.2	14.4	10.8
세전이익	10.8	11.0	22.0	1.7	13.1	21.4	664.4	12.3	10.7	16.6
(지배)순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.1	16.1	423.0	9.6	10.6	13.0

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

Buy (유지)

목표주가 135,000원 (유지)

현재가 (19/05/09) 89,300원

업종	엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	2,102.01 / 724.22
시가총액(보통주)	2,505.0십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/07/12)	119,800원
최저가('18/05/09)	83,600원
평균거래대금(60일)	13.5십억원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	3.2%

주요주주

씨제이이엔엠 외 3 인 74.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-3.0	-11.1	6.8
상대수익률 (%)p	-2.4	-15.6	25.5

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	379.6	531.5	588.0	687.1
증감률	32.4	40.0	10.6	16.9
영업이익	39.9	65.9	89.9	143.5
증감률	20.9	65.2	36.4	59.6
영업이익률	10.5	12.4	15.3	20.9
(지배)순이익	35.8	56.3	76.1	117.9
EPS	1,278	2,009	2,713	4,203
증감률	21.7	57.2	35.0	54.9
PER	72.3	44.5	32.9	21.2
PBR	6.5	5.5	4.7	3.8
EV/EBITDA	21.2	13.3	11.7	7.9
ROE	9.3	13.1	15.4	19.9
부채비율	27.7	25.3	22.7	19.5
순차입금	-155.5	-168.7	-251.4	-390.1

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 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018	2019E	2020F	2021F
매출액	- 수정 후	379.6	531.5	588.0	687.1
	- 수정 전		504.2	584.4	678.4
	- 변동률		5.4	0.6	1.3
영업이익	- 수정 후	39.9	65.9	89.9	143.5
	- 수정 전		75.8	102.8	165.9
	- 변동률		-13.1	-12.5	-13.5
영업이익률(수정 후)		10.5	12.4	15.3	20.9
EBITDA		115.2	176.2	193.1	267.0
(지배지분)순이익		35.8	56.3	76.1	117.9
EPS	- 수정 후	1,278	2,009	2,713	4,203
	- 수정 전		2,267	3,018	4,774
	- 변동률		-11.4	-10.1	-12.0
PER		72.3	44.5	32.9	21.2
PBR		6.5	5.5	4.7	3.8
EV/EBITDA		21.2	13.3	11.7	7.9
ROE		9.3	13.1	15.4	19.9

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: EPS 추정치 변동에도 목표 주가 유지한 이유는 당사 Valuation에 EV/EBITDA 사용하기 때문. 주요 추정치 변경은 표3 참고

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019E
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	111.8	119.7	157.2	142.8	286.8	379.6	531.5
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	50.4	55.0	49.4	131.2	178.1	198.9
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	56.3	88.5	80.3	111.8	162.1	281.3
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	13.0	13.7	13.0	43.7	39.4	51.3
%y-y(매출액)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	61.1	27.1	40.4	46.7	32.4	40.0
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	103.0	127.9	119.2	239.7	324.0	446.9
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	60.0	52.0	58.4	76.1	77.0	149.7	185.6	263.5
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.7	13.1	23.3	25.8	26.7	27.5	31.5	24.4	41.0	74.9	110.1
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	8.9	17.2	27.9	9.4	18.1	17.1	20.3	17.8	49.0	63.5	73.3
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	16.7	29.3	23.6	47.1	55.6	84.6
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	13.9	18.6	16.5	16.4	14.6	15.9
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	12.9	25.1	16.9	33.1	39.8	65.9
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	10.8	16.0	11.8	11.5	10.5	12.4
%y-y(영업이익)	-	-	-	-	-23.7	-17.6	218.5	-88.9	3.5	76.1	16.8	4,286	-	20.5	65.4
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	13.0	20.0	14.2	23.8	35.8	56.3
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	10.8	12.7	9.9	8.3	9.4	10.6

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

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 연간(2019년) 주요 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

계정	기존	수정	증감치	증감비율
판매매출	258.5	281.3	22.8	+8.8%
매출원가	412.5	446.9	34.4	+8.3%
제작비	259.9	263.5	3.6	+1.4%
무형자산상각비	102.5	110.1	7.6	+7.4%
영업이익	75.8	65.9	-9.9	-13.1%

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	0.4%	시즌 2 가능성
남자친구	18.11.28~18.01.24	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	19.01.07~19.03.04	1Q	tvN	16 부작	10.5%	
진심이 닿다	19.02.06~19.03.28	1Q	tvN	16 부작	4.6%	
로맨스는 별책부록	19.01.26~19.03.17	1Q	tvN	16 부작	6.4%	넷플릭스 글로벌 수출
빙의	19.03.06~19.4.25	1Q, 2Q	OCN	16 부작	2.6%	
킬잇	19.03.23~19.4.28	1Q, 2Q	OCN	12 부작	2.7%	
사이코메트리 그녀석	19.03.11~19.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작	2.7%	
자백	19.03.23~19.05.12	1Q, 2Q	tvN	16 부작	5.4%	
그녀의 사생활	19.04.10~19.05.30	2Q	tvN	16 부작	3.0%	
어비스	19.05.06~19.06.25	2Q	tvN	16 부작	3.7%	넷플릭스 글로벌 수출
구해줘 2	19.05.08~19.06.20	2Q	OCN	16 부작	1.4%	
보이스 시즌 3	19.05.11~19.06.30	2Q	OCN	12 부작		
봄밤	19.05.22~19.07.11	2Q, 3Q	MBC	16 부작		넷플릭스 글로벌 수출, JS 픽처스
아스달 연대기 S1	19.06.01~19.08.05	2Q, 3Q	tvN	18 부작		[텐트폴] 시즌제 확정
검색어를 입력하세요 WWW	19.06.05~19.07.25	2Q, 3Q	tvN	16 부작		
왓쳐		3Q	OCN	16 부작		
호텔 델루나		3Q	tvN	16 부작		[텐트폴]
닥터룸		3Q	SBS	16 부작		
60 일, 지정생존자		3Q	tvN	16 부작		
악마가 너의 이름을 부를 때		3Q	tvN	16 부작		
식빵 굽는 남자		3Q	tvN	16 부작		
위대한 쇼		4Q	tvN	16 부작		
좋아하면 울리는 S1		3Q	Netflix	8 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제
나홀로 그대 S1		4Q	Netflix	12~ 15 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제

자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	379.6	531.5	588.0	687.1
증감률 (%)	32.4	40.0	10.6	16.9
매출원가	324.0	446.9	470.7	507.5
매출총이익	55.6	84.6	117.3	179.6
Gross 마진 (%)	14.6	15.9	19.9	26.1
판매비와 일반관리비	15.7	18.7	27.4	36.1
영업이익	39.9	65.9	89.9	143.5
증감률 (%)	20.9	65.2	36.4	59.6
OP 마진 (%)	10.5	12.4	15.3	20.9
EBITDA	115.2	176.2	193.1	267.0
영업외손익	5.8	7.7	7.7	7.7
금융수익(비용)	6.1	7.6	7.6	7.6
기타영업외손익	-0.3	0.1	0.1	0.1
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	73.7	97.6	151.2
법인세비용	9.8	17.3	21.5	33.3
계속사업이익	35.8	56.3	76.1	117.9
당기순이익	35.8	56.3	76.1	117.9
증감률 (%)	50.4	57.3	35.2	54.9
Net 마진 (%)	9.4	10.6	12.9	17.2
지배주주지분 순이익	35.8	56.3	76.1	117.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	56.3	76.1	117.9

Valuation / Profitability / Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(X)	72.3	44.5	32.9	21.2
PBR(X)	6.5	5.5	4.7	3.8
PCR(X)	23.5	13.9	12.7	9.3
PSR(X)	6.8	4.7	4.3	3.6
EV/EBITDA(X)	21.2	13.3	11.7	7.9
EV/EBIT(X)	61.1	35.5	25.1	14.7
EPS(W)	1,278	2,009	2,713	4,203
BPS(W)	14,305	16,314	19,028	23,231
SPS(W)	13,539	18,947	20,961	24,494
자기자본이익률(ROE, %)	9.3	13.1	15.4	19.9
총자산이익률(ROA, %)	7.4	10.4	12.4	16.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.5	20.6	26.7	42.9
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(%)	-38.8	-36.9	-47.1	-59.9
총부채/ 자기자본(%)	27.7	25.3	22.7	19.5
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	228.4	244.0	307.2	408.2
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,400	89,300	89,300	89,300
시가총액(십억원)	2,592	2,505	2,505	2,505

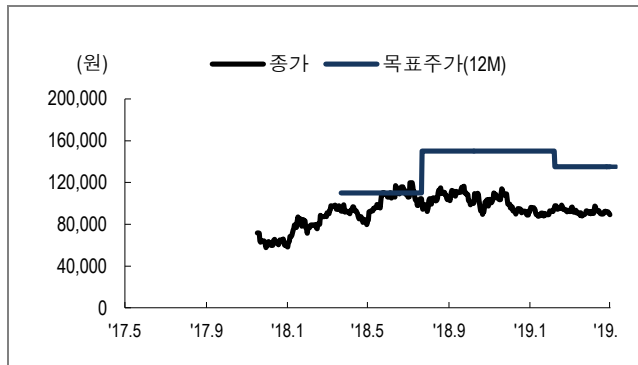
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	153.0	166.1	248.7	387.3
매출채권	68.8	82.5	85.8	88.4
유동자산	247.2	274.8	361.6	503.6
유형자산	1.0	0.7	0.5	0.4
투자자산	3.7	30.5	5.7	5.9
비유동자산	265.2	298.6	293.2	274.9
자산총계	512.4	573.4	654.7	778.5
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	19.6	20.0	20.8
유동부채	108.2	112.6	117.7	123.4
장기성부채	2.1	2.1	2.1	2.1
장기충당부채	0.7	1.0	1.1	1.3
비유동부채	2.9	3.2	3.3	3.5
부채총계	111.1	115.8	121.0	126.8
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	67.6	124.0	200.1	318.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	457.6	533.8	651.7

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	-29.1	153.7	176.2	237.5
당기순이익	35.8	56.3	76.1	117.9
+ 유/무형자산상각비	75.3	110.4	103.2	123.5
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	110.2	180.8	196.5	268.2
- 운전자본의증가(감소)	-139.4	-9.7	1.1	2.6
투자활동 현금흐름	140.6	-140.7	-93.6	-98.9
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.2	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.1	-26.8	24.8	-0.2
Free Cash Flow	-29.3	153.7	176.2	237.5
Net Cash Flow	111.5	13.0	82.6	138.6
재무활동현금흐름	-9.7	0.0	0.0	0.0
자기자본 증가	0.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	-10.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가	101.7	13.0	82.6	138.6
기말현금 및 현금성자산	153.0	166.1	248.7	387.3
기말 순부채(순현금)	-155.5	-168.7	-251.4	-390.1

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2019.02.15	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 투자이건 분포는 다음과 같습니다. 2019년 4월 26일기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
78.9%	21.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 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.