

스튜디오드래곤 (253450)

아스달연대기 전까지 너무 고민할 필요가 없다

넷플릭스도 시즌제의 흥행이 첫 번째 리레이팅

중국 내 규제 완화에 따른 판권 증가도 매우 중요하지만 이는 외부적인 변수이고, 자체적으로는 미국 등 글로벌 미디어 투자자들에게 어필할 수 있는 대표 시즌제 IP의 부재에 대한 갈증을 해결할 필요가 있다. 넷플릭스도 하우스 오브 카드의 에미상 노미네이트가 리레이팅의 시발점이었고, 킹덤의 제작사 에이스토리도 관련 레퍼런스를 바탕으로 글로벌 시장 시즌제 드라마 제작을 논의 중이다. 즉, 아스달연대기가 흥행에 성공한다면 관련 레퍼런스를 바탕으로 시즌제 드라마 2개 이상(11월 '디즈니+' 런칭)의 제작도 가능할 변수이기에 한번 더 리레이팅 될 수 있을 것이다. 6월 초로 예상되는 아스달연대기 방영까지 주가는 다소 지루할 수 있겠으나, 하반기 3개의 텐트폴 드라마가 집중되어 있기에 이를 앞두고 선제적인 매수 관점이 지속적으로 유효하다.

1Q Preview: OPM 10.4%(-3.0%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 908억원(+14% YoY)/95억원(-11%)이다. 알함브라 궁전의 추억, 로맨스는 별책부록 등에 대한 판권 매출을 포함해 견조한 성장이 예상된다. 다만, 과거 100~300억원대의 얇은 영업이익 레벨에서는 무형자산상각이 약 1년 반에 걸쳐 이뤄졌지만, 계단식으로 성장하고 있는 이익 레벨과 전세계 동시 방영되는 넷플릭스형 판매 증가로 가속 반영에 대한 부분을 보수적으로 추정했다.

2019년 예상 영업이익은 617억원(+55% YoY)

2019년 예상 영업이익은 617억원(+55% YoY)으로 하반기 약 100억원의 중국향 판권을 가정했는데, 중국 내 규제와 관련한 기대감이 점증하고 있어 관련 추정은 유지하겠다. 2019년 추정치 하향에도 목표주가는 애초부터 시즌제 이후의 리레이팅을 바라보고자 2020년 기준으로 제시하고 있어 하향은 없다. 2020년에는 아스달연대기 관련한 고정비성 비용(세트장 + VFX) 약 200억원 내외의 절감효과와 OSMU 등의 레버리지 감안 시 1,000억원대의 가능성도 충분하다.

Update

BUY

| TP(12M): 136,000원 | CP(4월 10일): 90,000원

Key Data		Consensus Data		
		2019	2020	
KOSDAQ 지수 (pt)	760.15	매출액(십억원)	481.5	574.6
52주 최고/최저(원)	119,800/79,600	영업이익(십억원)	75.3	109.2
시가총액(십억원)	2,524.6	순이익(십억원)	62.3	88.8
시가총액비중(%)	0.97	EPS(원)	2,212	3,140
발행주식수(천주)	28,051.5	BPS(원)	16,707	19,714
60일 평균 거래량(천주)	158.7	Stock Price		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.7			
19년 배당금(예상, 원)	0			
19년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	3.36			
주요주주 지분율(%)				
씨제이이엔엠 외 3인	74.35			

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	478.8	596.8	650.3
영업이익	십억원	33.0	39.9	61.7	105.8	131.1
세전이익	십억원	30.3	45.6	68.1	113.5	140.4
순이익	십억원	23.8	35.8	51.8	86.2	106.7
EPS	원	1,050	1,278	1,845	3,075	3,804
증감률	%	84.5	21.7	44.4	66.7	23.7
PER	배	61.90	72.30	48.78	29.27	23.66
PBR	배	4.95	6.46	5.57	4.68	3.91
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	15.63	14.12	12.91
ROE	%	9.45	9.31	12.12	17.38	18.00
BPS	원	13,141	14,305	16,150	19,225	23,029
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

표 1. 김영현, 박상연 작가의 드라마 과거 필모그래피 및 예정작

방영시점	작품명	장르/특징	부수	출연진	시청률	작가	편성	비고
03.09	대장금	이녀 소재 사극	54	이영애, 지진희	55.5%	김영현	MBC	
05.09	서동요	퓨전 사극	56	조현재, 이보영	21.4%	김영현	SBS	창사특집
07.03	히트	범죄 수사	20	고현정, 하정우	18.5%	김영현, 박상연	MBC	첫 협업작
09.05	선덕여왕	퓨전 사극	62(+1)	이요원, 고현정	43.6%	김영현, 박상연	MBC	창사48주년 특집
11.10	뿌리깊은 나무	범죄 사극	24	김명민, 장혁, 신세경	25.4%	김영현, 박상연	SBS	용비어천가 시리즈
15.10	옥룡이 나르샤	조선 건국	50	김명민, 유아인, 신세경	17.3%	김영현, 박상연	SBS	용비어천가 시리즈(프리퀄)
19.12	아스달 연대기	상고시대 가상극		송중기, 장동건, 김지원		김영현, 박상연	tvN	
미정	샘이 깊은 물	계유정난				김영현, 박상연		용비어천가 시리즈(시퀀)

주: 방영시점은 YY.MM, 시청률은 최고시청률기준, 공란은 아직 공개되지 않은 정보이며 샘이 깊은 물은 옥룡이 나르샤 이후 인터뷰로 제작 의사 밝힌 적 있으나 아직 공개된 정보 없음
 자료: 하나금융투자

그림 1. 역대 김영현, 박상연 작가 사극 드라마



자료: 구글, 하나금융투자

그림 2. 아스달 연대기 세트장 조감도 및 실물 사진



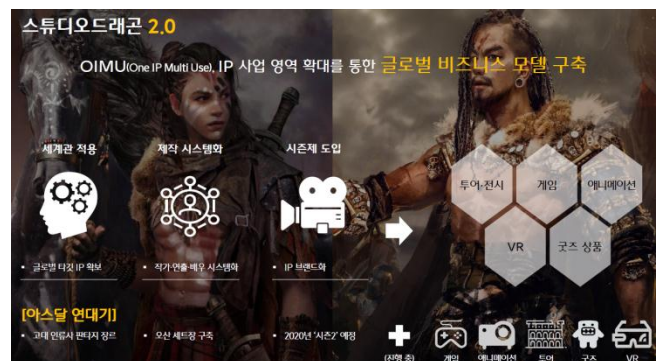
자료: 오산시 블로그, 하나금융투자

그림 3. 아스달 연대기 주요 배우 - 장동건, 송중기, 김지원



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 4. 스튜디오 드래곤의 IP사업 영역 확대 첫 시도 - 아스달 연대기



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

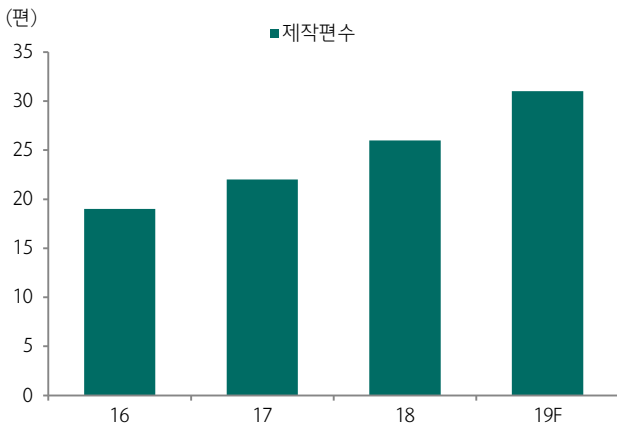
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,868	3,795	4,788	5,968	799	743	1,237	1,017	908	829	1,633	1,418
편성	1,312	1,781	2,102	2,283	407	341	489	544	414	368	707	613
판매	1,119	1,621	2,029	2,364	321	288	634	378	405	369	713	543
기타	437	394	416	458	71	114	114	95	89	93	117	118
오리지널			240	864							96	144
매출총이익	472	556	796	1,264	136	106	248	65	128	117	223	327
GPM	16%	15%	17%	21%	17%	14%	20%	6%	14%	14%	14%	23%
영업이익	330	399	617	1,058	107	73	215	4	95	80	187	255
OPM	11%	11%	13%	18%	13%	10%	17%	0%	10%	10%	11%	18%
순이익	238	358	518	862	79	89	172	17	81	72	155	209

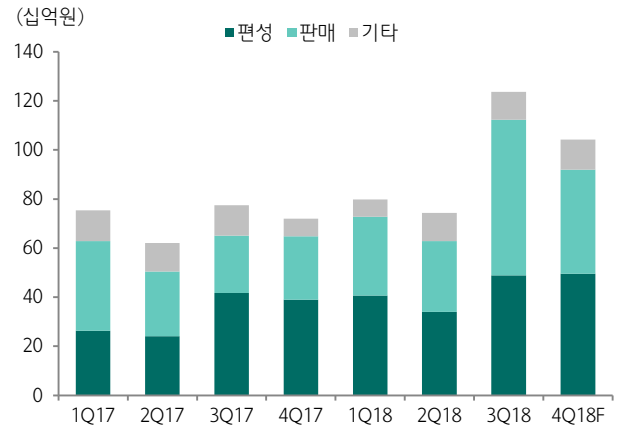
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 제작편수 추이 및 전망 - 2019년 31편(글로벌 4편)



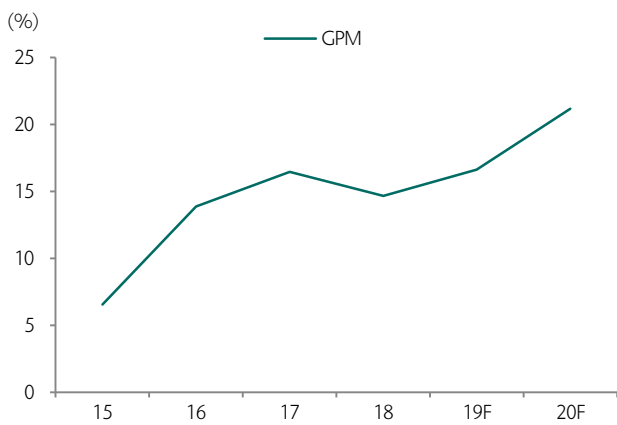
자료: 하나금융투자

그림 6. 부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. GPM 추이 - 2015년 6.5% → 2020년 21%



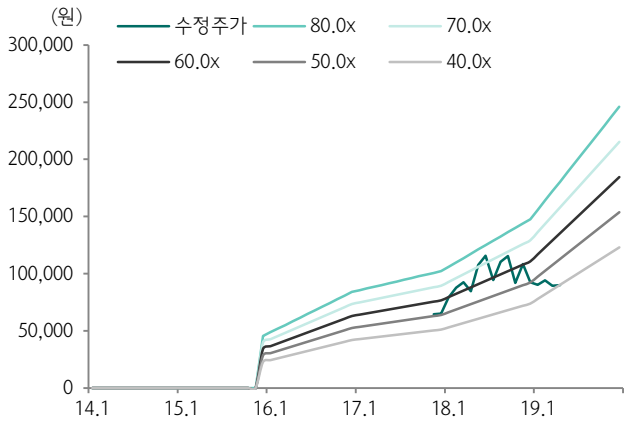
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 상반기 주요 라인업

 (알함브라 궁전의 추억) - 편성: tvN - 방영: 12/1~1/20(16부) - 극본: 송재형, 연출: 안길호 - 주연: 연민, 박신혜	 (왕이 된 남자) - 편성: tvN - 방영: 1/7~2/26(16부) - 극본: 김선덕, 연출: 김희원 - 주연: 여진구, 이세영	 (로맨스는 별책부록) - 편성: tvN - 방영: 1/26~3/17(16부) - 극본: 정현정, 연출: 이정효 - 주연: 이종석, 이나영	 (친삼이 왔다) - 편성: tvN - 방영: 2/6~3/28(16부) - 극본: 이명호, 연출: 박종화 - 주연: 이종욱, 유인나
 (이끼) - 편성: OCN - 방영: 3/6~4/25(16부) - 극본: 박희강, 연출: 최도훈 - 주연: 송새벽, 고종피	 (사이코메트리 그녀석) - 편성: tvN - 방영: 3/11~4/30(16부) - 극본: 영민아, 연출: 김형수 - 주연: 진영, 신예은	 (길잇) - 편성: OCN - 방영: 3/16~4/21(12부) - 극본: 손권수, 최영진, 연출: 남성우 - 주연: 장기용, 나나	 (자백) - 편성: tvN - 방영: 3/23~5/12(16부) - 극본: 임희철, 연출: 김철규 - 주연: 이준호, 이재정

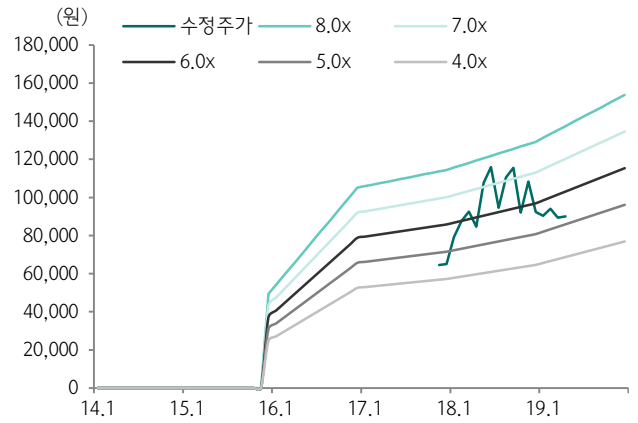
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 9. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 10. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

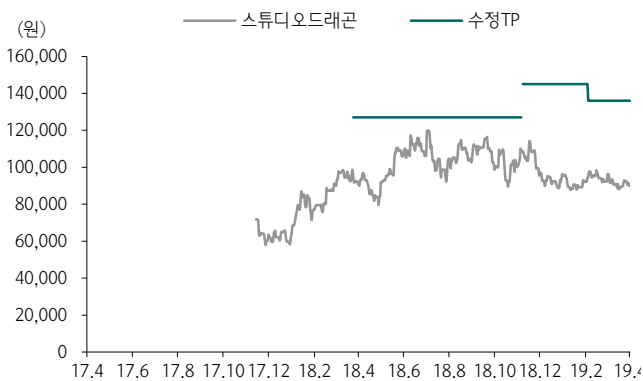
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	478.8	596.8	650.3
매출원가	239.7	324.0	399.2	470.4	495.5
매출총이익	47.1	55.6	79.6	126.4	154.8
판매비	14.2	15.7	17.9	20.6	23.7
영업이익	33.0	39.9	61.7	105.8	131.1
금융손익	(2.5)	6.1	6.4	7.7	9.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	68.1	113.5	140.4
법인세	6.4	9.8	16.3	27.2	33.7
계속사업이익	23.8	35.8	51.8	86.2	106.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	51.8	86.2	106.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	51.8	86.2	106.7
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	51.8	86.2	106.7
NOPAT	26.0	31.3	46.9	80.4	99.6
EBITDA	74.3	115.2	147.8	154.4	158.6
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	26.1	24.6	9.0
NOPAT증가율	101.6	20.4	49.8	71.4	23.9
EBITDA증가율	91.5	55.0	28.3	4.5	2.7
영업이익증가율	98.8	20.9	54.6	71.5	23.9
(지배주주)순이익증가율	193.8	50.4	44.7	66.4	23.8
EPS증가율	84.5	21.7	44.4	66.7	23.7
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	16.6	21.2	23.8
EBITDA이익률	25.9	30.3	30.9	25.9	24.4
영업이익률	11.5	10.5	12.9	17.7	20.2
계속사업이익률	8.3	9.4	10.8	14.4	16.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,845	3,075	3,804
BPS	13,141	14,305	16,150	19,225	23,029
CFPS	3,068	3,930	5,397	5,618	5,741
EBITDAPS	3,271	4,108	5,270	5,504	5,653
SPS	12,628	13,539	17,067	21,276	23,184
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	61.9	72.3	48.8	29.3	23.7
PBR	4.9	6.5	5.6	4.7	3.9
PCFR	21.2	23.5	16.7	16.0	15.7
EV/EBITDA	22.1	21.2	15.6	14.1	12.9
PSR	5.1	6.8	5.3	4.2	3.9
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	12.1	17.4	18.0
ROA	6.8	7.4	9.4	13.4	14.1
ROIC	15.3	14.6	19.5	37.9	56.7
부채비율	24.7	27.7	28.8	29.7	26.8
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(47.1)	(64.1)	(74.0)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	201.6	345.9	428.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	343.5	506.9	653.9
금융자산	192.6	155.5	215.7	347.6	480.3
현금성자산	51.3	153.0	188.5	313.7	443.4
매출채권 등	54.9	68.8	95.9	119.5	130.2
재고자산	1.3	0.6	0.8	1.0	1.1
기타유동자산	41.0	22.3	31.1	38.8	42.3
비유동자산	169.6	265.2	239.9	192.4	165.5
투자자산	3.8	3.7	4.6	5.8	6.3
금융자산	3.8	3.3	4.6	5.8	6.3
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.5	0.4
무형자산	127.5	198.5	172.6	124.2	96.9
기타비유동자산	37.2	62.0	62.0	61.9	61.9
자산총계	459.5	512.4	583.4	699.3	819.4
유동부채	90.7	108.2	127.2	156.6	169.9
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	68.9	85.9	93.6
기타유동부채	46.4	48.3	58.3	70.7	76.3
비유동부채	0.3	2.9	3.2	3.4	3.5
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.1	1.3	1.4
부채총계	91.0	111.1	130.4	160.0	173.4
지배주주지분	368.4	401.3	453.0	539.3	646.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
자본조정	2.7	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	0.0	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	32.1	67.6	119.4	205.6	312.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	453.0	539.3	646.0
손금유부채	(182.5)	(153.4)	(213.6)	(345.4)	(478.2)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	118.3	128.5	126.5
당기순이익	23.8	35.8	51.8	86.2	106.7
조정	41.9	74.5	83.3	44.2	20.7
감가상각비	41.3	75.3	86.2	48.6	27.4
외환거래손익	0.8	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.3)	(2.9)	(4.4)	(6.7)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	(16.8)	(1.9)	(0.9)
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	(82.4)	(3.0)	3.5
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.9)	(1.1)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	(81.5)	(1.9)	4.0
재무활동 현금흐름	188.1	(9.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
금융부채증가(감소)	(18.0)	(7.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.7)	(2.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	39.8	101.7	35.5	125.1	129.7
Unlevered CFO	69.7	110.2	151.4	157.6	161.1
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	118.3	128.5	126.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.15	BUY	136,000		
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자변경	145,000		
18.11.18	담당자변경			-
18.4.5	BUY	127,000	-19.28%	-5.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 04월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 04월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.