



2019년 6월 25일 | Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

2020년 중국 없이도 750억원 이익 가능

올해 이익 레벨에서 최소 250억원 이상 증익 전망

중국 없이도 달성 가능한 이익 체력을 확인하기 위해 중국향 판권 가정을 2019년 0편, 2020년/2021년 각 1편(80억원씩)으로 하향 조정하면서 목표주가를 100,000원(-13%)으로 하향한다. 하반기 라인업을 감안하면 연간 450억원 내외의 영업이익이 예상되며, 2020년 아스달연대기2 및 넷플릭스 오리지널 3편 등을 감안 시 중국 없이도 올해 이익 대비 최소 250억원 이상의 증익이 예상된다. 시그널 등 흥행한 작품들의 시즌제 제작 논의뿐만 아니라 글로벌 시즌제의 가능성도 기대된다. 최근 주가 하락은 아스달연대기에 대한 실망감에서 비롯된 것이나, 하반기 텐트폴 작품들의 제작비가 안정화되고, 레퍼런스가 높은 작가들이기에 수익성은 점진적으로 상향될 것이다. 한한령 완화 시 이익 잠재력이 여전히 가장 높은 제작사인 만큼 2020년 기준 P/E 30배(약 2조원) 내외에서 저점을 모색할 수 있을 것이다.

2분기 실적은 우려보다 괜찮다

2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,318억원(+77% YoY)/93억원(+27%, OPM 7.0%)이다. 전년 동기 대비 방영 편수가 3편(회차 기준 54회)이나 더 많고, 메가 IP인 아스달연대기가 우려와 달리 적지는 아니다. 넷플릭스향 판매는 봄밤, 어비스, 아스달연대기, 그리고 빙의 일부가 반영되면서 300억원 내외로 추정된다.

내년 그림은 예상보다 더 좋다

아스달연대기는 시즌 2 제작 시 고정비 절감에 따른 상당한 레버리지 효과가 기대되며, 2020년까지 넷플릭스향 오리지널은 3편까지 확대될 것으로 전망된다. 하반기 텐트폴 라인업은 홍자매 작가의 호텔 델루나(아이유/여진구)와 박지은 작가의 사랑의 불시착(현빈/손예진)이 예정되어 있으며, 2020년에는 시그널 등 흥행한 다양한 기존 작품들의 시즌제 제작도 논의되고 있다. 2020년 중국향 판매 가정(1편)도 제외한다면 예상 영업이익은 734억원이다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원(하향) | CP(6월 24일): 69,200원

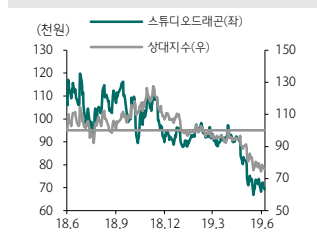
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	717.69
52주 최고/최저(원)	119,800/66,900
시가총액(십억원)	1,941.2
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	28,051.5
60일 평균 거래량(천주)	171.4
60일 평균 거래대금(십억원)	13.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.92
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.35
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.7) (26.8) (38.4)
상대	(6.4) (31.7) (28.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	484.6	573.1
영업이익(십억원)	57.9	84.0
순이익(십억원)	48.0	68.8
EPS(원)	1,747	2,500
BPS(원)	15,976	18,328

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	491.4	580.1	648.4
영업이익	십억원	33.0	39.9	45.9	79.1	106.9
세전이익	십억원	30.3	45.6	53.0	87.7	117.2
순이익	십억원	23.8	35.8	39.4	67.6	90.3
EPS	원	1,050	1,278	1,406	2,408	3,218
증감률	%	84.5	21.7	10.0	71.3	33.6
PER	배	61.90	72.30	49.23	28.73	21.51
PBR	배	4.95	6.46	4.40	3.82	3.24
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	17.95	14.44	11.68
ROE	%	9.45	9.31	9.37	14.24	16.31
BPS	원	13,141	14,305	15,711	18,119	21,337
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. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	68	십억원
주식 수	28,051	천주
EPS	2,408	원
목표 P/E	41	배
목표 주가	100,000	원
현재 주가	69,200	원
상승 여력	45	%

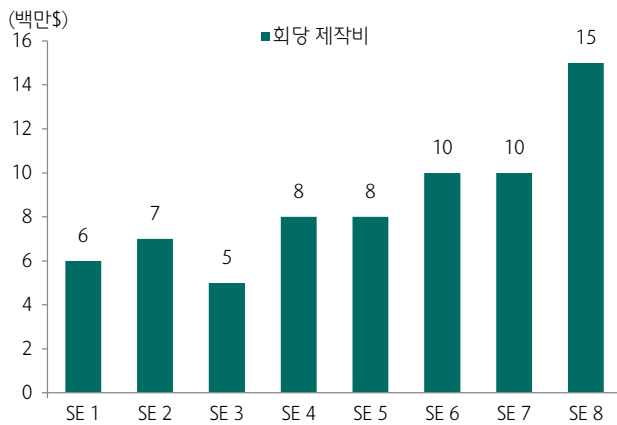
자료: 하나금융투자

표 2. 미스터션샤인과 아스달연대기 비교

	미스터션샤인	아스달연대기
방영일자	18년 7월	19년 6월
주연 배우	이병헌, 김태리	송중기, 장동건
첫 티저 공개	18년 2월	19년 5월
총 제작비	430+50억원	500~550억원
회당 제작비	18+2억원	30억원 추정
ENM 리쿠피금액	9억원(50%)	50% 이하
넷플릭스 판매	동시 방영	동시 방영
실적 영향	4분기 상각	미확정(10부작은 2Q, 8부작은 3Q)
예상 이익률	OPM 10% 내외	BEP 목표

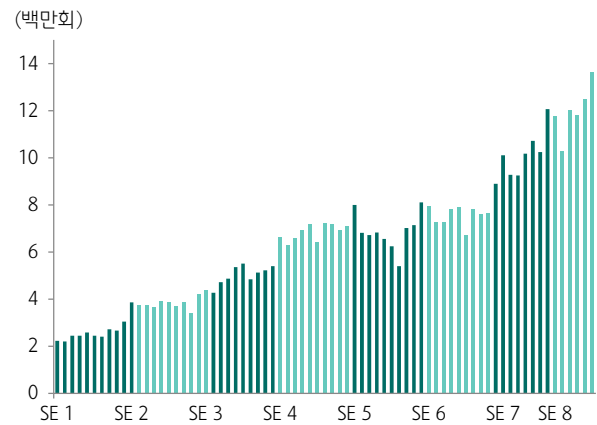
자료: 하나금융투자

그림 1. 왕좌의 게임 시즌별 에피소드당 제작비



자료: Metro, 하나금융투자

그림 2. 왕좌의 게임은 시즌이 갈수록 모객력 증대



자료: Nielsen Media Research, 하나금융투자

표 3. 중국 드라마 회당 판권 가격 상승 추이

(단위: 백만 위안)

타이틀	연도	회당 가격
Empresses in the Palace	12	0.3
Longmen Express	13	0.8~0.9
The Empress of China	14	1.0
The Journey of Flower	15	1.3
Ice Fantasy	16	4.0
Fighter of the Destiny	17	7.5
Ruyi's Royal Love in the Palace	18	9.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	287	380	491	580	80	74	124	102	112	128	125	127
편성	131	178	224	285	41	34	49	54	44	62	52	66
판매	112	162	223	247	32	29	63	38	56	56	62	49
기타	44	39	44	49	7	11	11	10	12	10	11	11
오리지널	0	0	10	51	0	0	0	0	0	0	0	10
매출총이익	47	56	65	101	14	11	25	7	15	15	14	20
GPM	16%	15%	13%	17%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	16%
영업이익	33	40	46	79	11	7	22	0	11	11	10	14
OPM	11%	11%	9%	14%	13%	10%	17%	0%	10%	9%	8%	11%
순이익	24	36	40	68	8	9	17	2	9	10	9	11

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 호텔 델루나 티저 영상



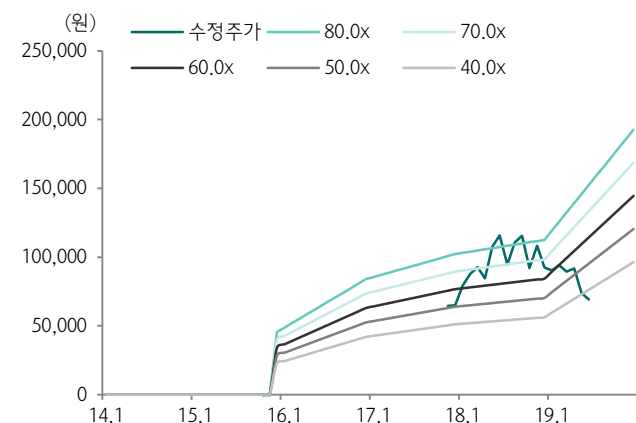
자료: 유튜브, 하나금융투자

표 5. 2019년 스튜디오 드래곤 방영 예정 라인업

		방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차
tvN	월/화	01월 07일	왕이 된 남자	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영	16
		03월 11일	사이코메트리 그녀석	김병수	양진아	박진영, 신예은	16
		05월 06일	어비스	유제원, 주상규	문수연	박보영, 안효섭	16
		07월 01일	60일, 지정생존자	유종선	김태희	지진희, 이준혁	16
		미정	유령을 잡아라	신윤섭	소원, 이영주	김선호, 문근영	16
		미정	위대한 쇼	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈	16
	수/목	02월 06일	진심이 닿다	박준화, 최지영	이명숙, 최보림	유인나, 이동욱	16
		04월 10일	그녀의 사생활	홍종찬 외 2	김혜영	박민영, 김재욱	16
		06월 05일	검색어를 입력하세요: www	정지현, 권영일	권도은	임수정, 이다희	16
		11월 경	싸이코패스 다이어리	이종재	류용재	윤시윤, 정인선	16
	토/일	01월 26일	로맨스는 별책부록	이정효	정현정	이나영, 이종석	16
		03월 23일	자백	김철규, 윤연기	임희철	이준호, 유재명	16
		06월 01일	아스달연대기 1,2(T)	김원석	김영연, 박상연	장동건, 송중기	12
		07월 13일	호텔델루나(T)	오충완	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	16
		09월 07일	아스달연대기 3(T)	김원석	김영연, 박상연	장동건, 송중기	6
		10월 경	날 녹여주오	신우철	백미경	지창욱, 원진아	16
		미정	사랑의 불시착(T)	이정효	박지은	현빈, 손예진	16
OCN	수/목	03월 06일	빙의	최도훈	박희강	송새벽, 고준희	16
		05월 08일	구해줘 2	이권	서주연	엄채구, 천호진	16
		07월 17일	미스터리간제	성용일	장홍철	윤규상, 금새록	16
		9월 경	달리는 조사관	김용수	백정철	이요원, 최귀화	16
	토/일	03월 23일	킬잇	남성우, 안지숙	손현수, 최명진	장기용, 나나	12
		05월 11일	보이스 3	남기훈	마진원	이하나, 이진욱	16
		07월 06일	왓쳐	안길호	한상운	한석규, 서강준	16
		미정	모두의 거짓말	이윤정	전영신, 원유정	이민기, 이유영	16
기타	지상파	05월 22일	봄밤	안판석	김은	한지민, 정해인	32
		07월 19일	닥터룸	조수원	김지운	지성, 이세영	32
	Netflix	3Q	좋아하면 울리는 1	이나정	천계영	김소현, 송강, 정가람	8
		4Q	나홀로 그대 1	이상엽	류용재	윤현민, 고성희	12~15

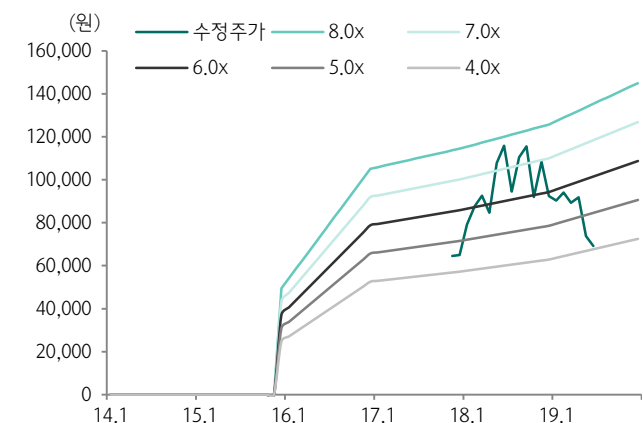
주: 상기 라인업은 언론 보도 집계를 바탕으로해 변동 여지가 있음. (T)는 텐트폴
자료: 언론 보도 집계, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 5. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

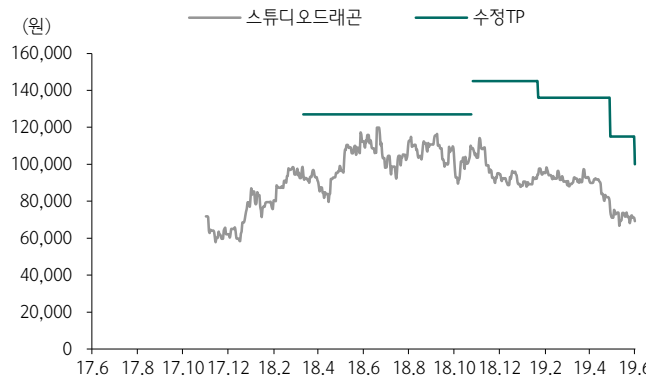
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	491.4	580.1	648.4
매출원가	239.7	324.0	426.5	479.4	517.3
매출총이익	47.1	55.6	64.9	100.7	131.1
판매비	14.2	15.7	19.0	21.6	24.2
영업이익	33.0	39.9	45.9	79.1	106.9
금융손익	(2.5)	6.1	7.2	8.6	10.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	53.0	87.7	117.2
법인세	6.4	9.8	13.6	20.2	27.0
계속사업이익	23.8	35.8	39.4	67.6	90.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	39.4	67.6	90.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	39.4	67.6	90.3
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	39.4	67.6	90.3
NOPAT	26.0	31.3	34.1	60.9	82.3
EBITDA	74.3	115.2	94.6	110.6	127.2
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	29.5	18.1	11.8
NOPAT증가율	101.6	20.4	8.9	78.6	35.1
EBITDA증가율	91.5	55.0	(17.9)	16.9	15.0
영업이익증가율	98.8	20.9	15.0	72.3	35.1
(영업이익)순이익증가율	193.8	50.4	10.1	71.6	33.6
EPS증가율	84.5	21.7	10.0	71.3	33.6
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	13.2	17.4	20.2
EBITDA이익률	25.9	30.3	19.3	19.1	19.6
영업이익률	11.5	10.5	9.3	13.6	16.5
계속사업이익률	8.3	9.4	8.0	11.7	13.9
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,406	2,408	3,218
BPS	13,141	14,305	15,711	18,119	21,337
CFPS	3,068	3,930	3,483	4,039	4,618
EBITDAPS	3,271	4,108	3,371	3,943	4,536
SPS	12,628	13,539	17,519	20,681	23,113
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	61.9	72.3	49.2	28.7	21.5
PBR	4.9	6.5	4.4	3.8	3.2
PCR	21.2	23.5	19.9	17.1	15.0
EV/EBITDA	22.1	21.2	18.0	14.4	11.7
PSR	5.1	6.8	4.0	3.3	3.0
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	9.4	14.2	16.3
ROA	6.8	7.4	7.2	10.8	12.4
ROIC	15.3	14.6	15.6	34.5	55.3
부채비율	24.7	27.7	31.9	32.3	30.5
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(55.3)	(67.7)	(76.1)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,123.0	1,936.8	2,616.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	364.4	486.2	614.4
금융자산	192.6	155.5	245.7	346.1	457.8
현금성자산	51.3	153.0	242.5	342.3	453.5
매출채권 등	54.9	68.8	89.0	105.1	117.5
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.9	1.0
기타유동자산	41.0	22.3	29.0	34.1	38.1
비유동자산	169.6	265.2	217.1	186.3	166.6
투자자산	3.8	3.7	4.3	5.1	5.7
금융자산	3.8	3.3	4.3	5.1	5.7
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	150.1	118.8	98.6
기타비유동자산	37.2	62.0	62.0	61.8	61.9
자산총계	459.5	512.4	581.5	672.6	780.9
유동부채	90.7	108.2	137.7	161.0	179.0
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	77.6	91.6	102.3
기타유동부채	46.4	48.3	60.1	69.4	76.7
비유동부채	0.3	2.9	3.1	3.3	3.4
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.0	1.2	1.3
부채총계	91.0	111.1	140.8	164.3	182.4
지배주주지분	368.4	401.3	440.7	508.3	598.5
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	107.1	174.6	264.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	440.7	508.3	598.5
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(243.6)	(344.0)	(455.6)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	86.8	95.2	104.2
당기순이익	23.8	35.8	39.4	67.6	90.3
조정	41.9	74.5	44.7	25.5	12.3
감가상각비	41.3	75.3	48.7	31.5	20.4
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)	(4.0)	(6.0)	(8.1)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	2.7	2.1	1.6
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.7	4.6	7.1
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.6)	(0.8)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.3	5.4	7.7
재무활동 현금흐름	188.1	(9.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
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)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	39.8	101.7	89.5	99.8	111.2
Unlevered CFO	69.7	110.2	97.7	113.3	129.5
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	86.8	95.2	104.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.25	BUY	100,000		
19.5.23	BUY	115,000	-37.57%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 06월 25일

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 06월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 06월 25일 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.