

스튜디오드래곤 (253450)

실적 눈높이는 낮추고, 중국 기대감은 높이고

한한령 완화 기대감 반영해 목표주가 상향

기대했던 아스달연대기의 시즌2 편성 불발로 실적 추정은 하향한다. 다만, 연간 영업이익이 2배 이상 증가할 수 있는 한한령 완화에 대한 기대감이 높아지고 있어 추정연도를 2021년으로 조정해 목표주가를 98,000원(+7%)으로 상향한다. 미스터션샤인으로 대표되는 2018년에 비해 2019년 흥행작 의사 요한/호텔 델루나의 성과는 상당히 아쉽다. 그러나, '사랑의 불시착' 흥행에 더해 '더 킹', '비밀의 숲 시즌2', 그리고 넷플릭스 오리지널인 네이버 웹툰 원작 '스위트홈' 등 2020년에도 다시 한번 다양한 대작이 준비되어 있다. 2분기 부터는 흥행 기대감도 재차 확대될 것이기에 한한령 완화의 대장주인 스튜디오드래곤의 비중확대를 추천한다.

4Q Preview: OPM 6.2%(+5.8%p YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,052억원/65억원(YoY 3%/1,528%)로 컨센서스(101억원)를 하회할 것이다. 텐트폴 작품인 박지은 작가의 '사랑의 불시착'이 6회 반영되나 방영 편수가 7편(부수 기준)에 불과해 매출이 예상보다 부진했기 때문이다. CJ ENM의 자체 제작 작품인 '슬기로운 의사생활'이 금요일에 편성되기에 1분기까지는 실적 눈높이를 낮출 필요가 있다. 2분기 김은숙 작가의 '더 킹'을 기다리자.

중국 판매만 재개되면 연간 400~500억원 영업이익 증가

한한령 완화에 대한 기대감이 확산되고 있다. 매 분기 7~8편의 드라마를 제작하기에 풀리기만 한다면 바로 판매가 가능하다. 중국 드라마의 경쟁력이 과거 대비 훨씬 높아진 것은 사실이나 분기 1편의 텐트폴(회당 20억원 가정)만 리튬 비율 40%에 판매할 수 있다고 가정하더라도 연간 400억원 이상의 영업이익 증가가 예상된다. 넷플릭스 오리지널 작품 및 패키지로 판매가 가능한 시즌제(아스달연대기 등)까지 감안하면 잠재력은 더욱 높다.

Update

BUY

| TP(12M): 98,000원(상향) | CP(1월 7일): 81,900원

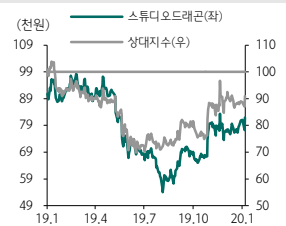
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	663.44
52주 최고/최저(원)	98,300/54,000
시가총액(십억원)	2,301.1
시가총액비중(%)	0.96
발행주식수(천주)	28,096.4
60일 평균 거래량(천주)	165.2
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	7.79
주요주주 지분율(%)	0.00
CJ ENM 외 5인	69.33
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.7 20.6 (11.9)
상대	0.0 26.2 (10.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	487.4	595.4
영업이익(십억원)	42.5	71.2
순이익(십억원)	37.2	60.9
EPS(원)	1,318	2,166
BPS(원)	15,618	17,734

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	476.4	545.3	607.2
영업이익	십억원	33.0	39.9	39.3	61.8	80.5
세전이익	십억원	30.3	45.6	46.2	69.5	89.8
순이익	십억원	23.8	35.8	34.1	53.5	69.2
EPS	원	1,050	1,278	1,215	1,906	2,462
증감률	%	84.5	21.7	(4.9)	56.9	29.2
PER	배	61.90	72.30	66.58	42.98	33.27
PBR	배	4.95	6.46	5.22	4.71	4.12
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	23.14	21.20	18.70
ROE	%	9.45	9.31	8.15	11.59	13.21
BPS	원	13,141	14,305	15,496	17,402	19,864
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 상향

지배주주순이익('21년)	69	십억원
주식 수	28,096	천주
EPS	2,462	원
목표 P/E	40	배
목표 주가	98,000	원
현재 주가	81,900	원
상승 여력	20	%

자료: 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
매출액	287	380	476	545	80	74	124	102	112	128	131	105
편성	131	178	216	261	41	34	49	54	44	58	53	53
판매	112	162	209	240	32	29	63	38	56	60	60	41
기타	44	39	43	45	7	11	11	10	12	10	10	11
오리지널		0	8	39	0	0	0	0	0	0	8	0
매출총이익	47	56	57	82	14	11	25	7	15	15	15	11
GPM	16%	15%	12%	15%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	11%
영업이익	33	40	39	62	11	7	22	0	11	11	11	7
OPM	11%	11%	8%	11%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	6%
순이익	24	36	34	54	8	9	17	2	9	7	12	6

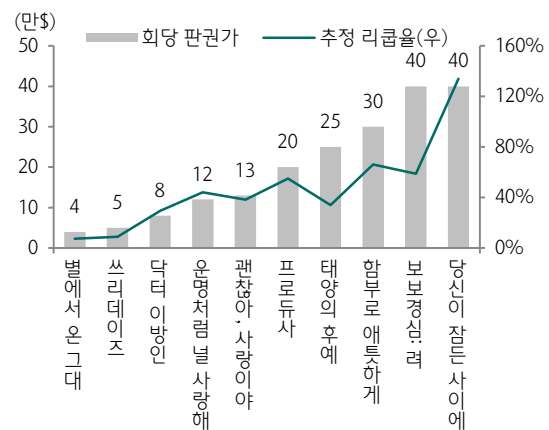
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 미국 드라마 제작 참여 및 넷플릭스 오리지널 확대



자료: 언론, 하나금융투자

그림 2. 중국형 드라마 판매 판권 추이



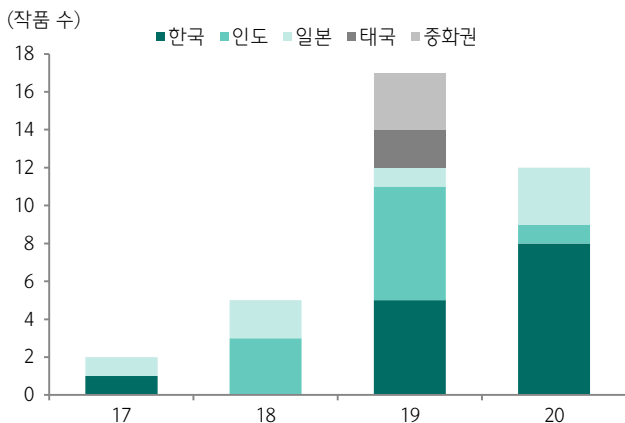
자료: 언론, 하나금융투자

표 3. 18~19년 최고 시청률 TOP10 드라마 - 2019년 스튜디오드래곤 흥행작 시청률 하락

2018년					2019년				
순위	방영일	채널	작품명	최고시청률	순위	방영일	채널	작품명	최고시청률
1	07.07~09.30	tvN	미스터 션사인	18.1	1	09.18~11.21	KBS	동백꽃 필 무렵	23.8
2	01.17~03.22	SBS	리턴	17.4	2	*11.23~02.01	JTBC	SKY 캐슬	23.8
3	09.10~10.30	tvN	백일의 낭군님	14.4	3	01.09~03.14	KBS	왜그래 풍상씨	22.7
4	*12.06~02.08	KBS	흑기사	13.9	4	02.15~04.20	SBS	열혈사제	22.0
5	04.02~05.29	KBS	우리가 만난 기적	13.1	5	*11.21~02.21	SBS	황후의 품격	17.9
6	02.20~04.24	SBS	키스 먼저 할까요?	12.5	6	10.28~12.24	SBS	VIP	15.9
7	*11.22~01.18	tvN	슬기로운 감빵생활	11.2	7	03.20~05.09	KBS	닥터 프리즈너	15.8
8	07.23~09.18	SBS	서른이지만 열일곱입니다	11.0	8	09.20~11.23	SBS	배가본드	13.0
9	04.25~06.14	KBS	슈츠	10.7	9	07.19~09.07	SBS	의사요한	12.3
10	09.27~11.15	MBC	내 뒤에 테리우스	10.5	10	07.13~09.01	tvN	호텔 델루나	12.0

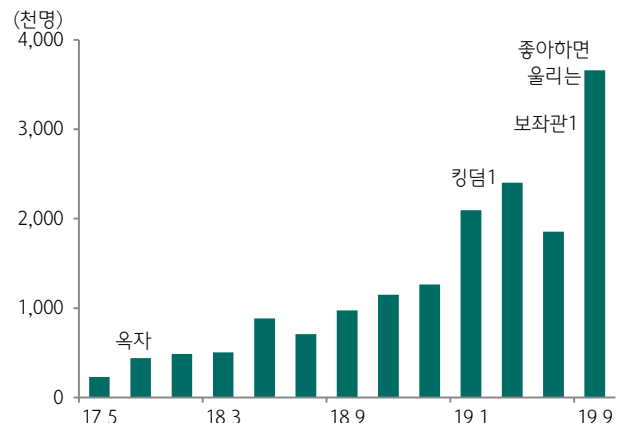
자료: 닐슨코리아, 하나금융투자
 주: 종방일 기준으로 연도 분할, * 표시는 전년도 시작

그림 3. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



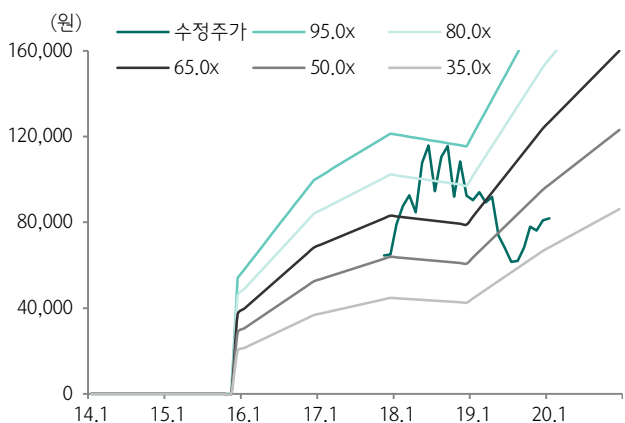
자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자
 주: 20년은 현재 제작인 확정된 작품만 기록, 시즌 연장 혹은 신규 제작이 20년에 결정되지 않은 경우 기록되지 않음.

그림 4. 한국 넷플릭스 순이용자 증가 추이



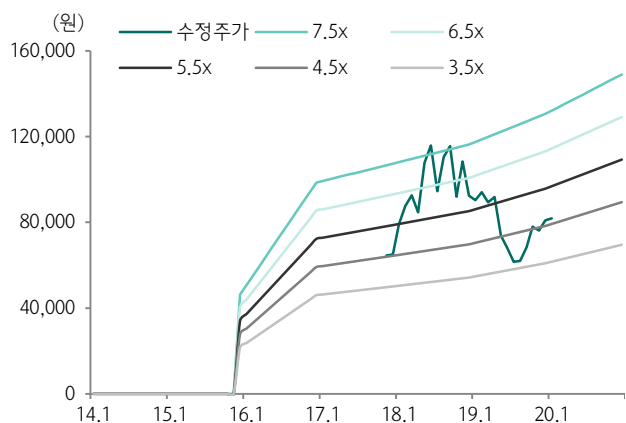
자료: Statista, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

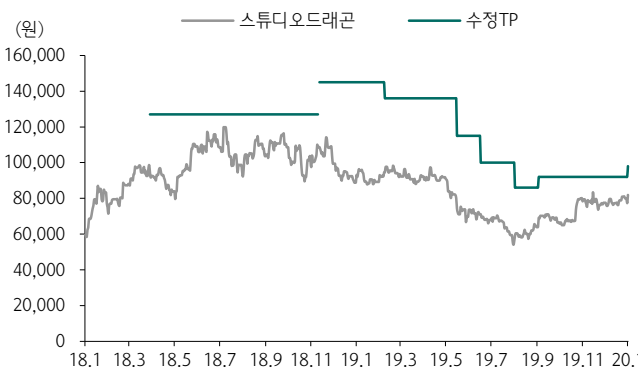
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	476.4	545.3	607.2
매출원가	239.7	324.0	419.5	463.7	504.7
매출총이익	47.1	55.6	56.9	81.6	102.5
판매비	14.2	15.7	17.6	19.8	22.0
영업이익	33.0	39.9	39.3	61.8	80.5
금융손익	(2.5)	6.1	7.2	7.8	9.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	46.2	69.5	89.8
법인세	6.4	9.8	12.1	16.0	20.7
계속사업이익	23.8	35.8	34.1	53.5	69.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	34.1	53.5	69.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	34.1	53.5	69.2
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	34.1	53.5	69.2
NOPAT	26.0	31.3	29.0	47.6	62.0
EBITDA	74.3	115.2	87.9	93.3	100.9
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	25.5	14.5	11.4
NOPAT증가율	101.6	20.4	(7.3)	64.1	30.3
EBITDA증가율	91.5	55.0	(23.7)	6.1	8.1
영업이익증가율	98.8	20.9	(1.5)	57.3	30.3
(지배주주)순이익증가율	193.8	50.4	(4.7)	56.9	29.3
EPS증가율	84.5	21.7	(4.9)	56.9	29.2
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	11.9	15.0	16.9
EBITDA이익률	25.9	30.3	18.5	17.1	16.6
영업이익률	11.5	10.5	8.2	11.3	13.3
계속사업이익률	8.3	9.4	7.2	9.8	11.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,215	1,906	2,462
BPS	13,141	14,305	15,496	17,402	19,864
CFPS	3,068	3,930	3,240	3,394	3,657
EBITDAPS	3,271	4,108	3,133	3,319	3,590
SPS	12,628	13,539	16,972	19,407	21,612
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	61.9	72.3	66.6	43.0	33.3
PBR	4.9	6.5	5.2	4.7	4.1
PCFR	21.2	23.5	25.0	24.1	22.4
EV/EBITDA	22.1	21.2	23.1	21.2	18.7
PSR	5.1	6.8	4.8	4.2	3.8
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	8.2	11.6	13.2
ROA	6.8	7.4	6.3	8.8	10.1
ROIC	15.3	14.6	13.2	26.8	41.4
부채비율	24.7	27.7	31.4	31.7	30.7
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(54.7)	(66.3)	(74.3)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	961.1	1,512.1	1,970.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	355.2	458.0	563.4
금융자산	192.6	155.5	240.2	326.2	416.7
현금성자산	51.3	153.0	237.1	322.7	412.8
매출채권 등	54.9	68.8	86.3	98.8	110.0
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.8	0.9
기타유동자산	41.0	22.3	28.0	32.2	35.8
비유동자산	169.6	265.2	216.9	186.0	166.2
투자자산	3.8	3.7	4.2	4.8	5.3
금융자산	3.8	3.3	4.2	4.8	5.3
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	61.9	61.8	61.9
자산총계	459.5	512.4	572.2	644.0	729.6
유동부채	90.7	108.2	133.7	151.9	168.2
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	75.2	86.0	95.8
기타유동부채	46.4	48.3	58.5	65.9	72.4
비유동부채	0.3	2.9	3.1	3.2	3.3
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.0	1.1	1.2
부채총계	91.0	111.1	136.8	155.1	171.5
지배주주지분	368.4	401.3	435.4	488.9	558.1
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	101.8	155.3	224.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	435.4	488.9	558.1
손금유부채	(182.5)	(153.4)	(238.0)	(324.1)	(414.6)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	81.2	81.0	83.6
당기순이익	23.8	35.8	34.1	53.5	69.2
조정	41.9	74.5	44.8	25.9	12.9
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)	(3.9)	(5.6)	(7.5)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	2.3	1.6	1.5
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.9	4.7	6.5
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.4)	(0.6)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.3	5.3	7.0
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	84.0	85.6	90.1
Unlevered CFO	69.7	110.2	90.9	95.4	102.8
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	81.2	81.0	83.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.8	BUY	98,000		
19.9.10	BUY	92,000	-19.62%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-29.08%	-23.84%
19.6.24	BUY	100,000	-34.39%	-29.60%
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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 1월 8일

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 2020년 01월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 01월 08일 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.