

스튜디오드래곤 (253450)

재미 없어서 부진했던 실적. 2Q에는 이민호/김수현이 있다

아쉽지만, 결국은 사야 되는 기업. 2Q부터 흥행 반등 기대

가장 중요한 작품이었던 '아스달연대기'의 아쉬움은 차치하고 고서라도 지상파 대비 흥행 부진이 상당히 길어지고 있다. 특히, 4분기 국내 유통 매출은 1Q18 이후 최저 수준이다. 1분기까지 다소 부진하나 2Q 이후 이민호/김수현/박보검/조승우 등 실패를 예상하기 어려운 배우들의 작품들이 줄줄이 대기하고 있으며, 하반기 넷플릭스 판매 계약 이후 첫 오리지널 작품인 '스위트홈'도 준비 중이다. 한한령 완화 기대감도 여전히 유효하기에 조정 시 비중확대를 추천한다.

4Q Review: OPM -4.1%(-4.5%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 974억원/-40억원(-4% YoY/적전)으로 컨센서스(64억원)를 하회했다. 텐트폴인 '사랑의 불시착'이 6회만 반영되었고 흥행 부진으로 인한 VOD/협찬 등의 판매 저조로 인한 매출 부진이 영업적자로 이어졌다.

'사랑의 불시착'이 '도깨비', '미스터 션샤인' 등 TVN의 역대급 작품들과 비교될 만큼 높은 흥행을 기록하고 있지만, 이를 제외하면 1분기 흥행 실적도 다소 아쉽다. 그러나, 3월 이후 라인업은 유승호(메모리스트, 3월), 유지태(화양연화, 4월), 이민호(더킹, SBS, 4~5월), 김수현(사이코지만 괜찮아, 6월), 박보검(청춘기록, 7월), 조승우(비밀의 숲2, 8월) 등으로 하반기로 갈수록 '흥행 드라마'를 만들어낼 수 있는 동사의 경쟁력이 부각될 것으로 예상된다.

4분기 실적 부진과 한한령 완화 기대감은 별개

드라마 제작 산업이 달라진 점은 넷플릭스의 존재다. 과거 제작사들은 방송사의 편성 제작비를 적게 받고 자기 자본 투자를 극대화한 후 중국향 판매를 도모해 이익을 냈지만, 넷플릭스의 적극적인 투자로 인해 넷플릭스에 선 판매되는 작품 대부분이 최소 BEP 이상의 구조에서 제작된다. 즉, 스튜디오드래곤 기준 넷플릭스 선 판매 작품(연간 약 8편)이 중국으로 판매될 수 있다고 가정할 때 한한령 완화 시 중국향 매출이 곧 영업이익이 될 것이다. 4분기 실적 부진과는 별개로 관련 기대감을 축소할 필요는 없다

Update

BUY

| TP(12M): 98,000원 | CP(2월 13일): 86,000원

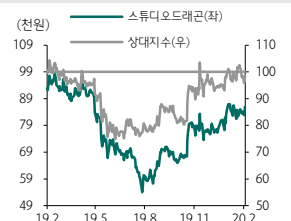
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	687.61
52주 최고/최저(원)	98,300/54,000
시가총액(십억원)	2,416.3
시가총액비중(%)	0.97
발행주식수(천주)	28,096.4
60일 평균 거래량(천주)	170.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	7.70
주요주주 지분율(%)	0.00
CJ ENM 외 5인	69.33
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.1) 47.0 (9.0)
상대	(2.4) 26.3 (2.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	476.4	579.5
영업이익(십억원)	39.6	67.9
순이익(십억원)	35.0	57.5
EPS(원)	1,243	2,039
BPS(원)	15,548	17,540

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	468.5	559.6	649.9
영업이익	십억원	33.0	39.9	28.6	61.5	82.6
세전이익	십억원	30.3	45.6	33.0	66.3	88.3
순이익	십억원	23.8	35.8	26.4	51.0	68.0
EPS	원	1,050	1,278	939	1,817	2,420
증감률	%	84.5	21.7	(26.5)	93.5	33.2
PER	배	61.90	72.30	86.12	47.33	35.54
PBR	배	4.95	6.46	5.32	5.05	4.42
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	26.42	22.60	19.55
ROE	%	9.45	9.31	6.36	11.26	13.26
BPS	원	13,141	14,305	15,221	17,038	19,458
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

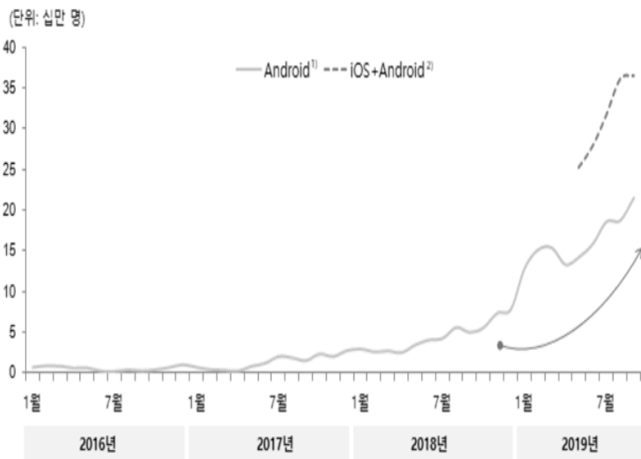
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2Q 더킹, 4Q 스위트홈 방영 가정

(단위: 십억원)

	18	19P	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	380	469	560	650	112	128	131	97	104	181	134	140
편성	178	209	288	347	44	58	61	46	51	101	61	74
판매	162	219	228	257	56	60	60	43	43	67	62	55
기타	39	41	43	46	12	10	10	9	10	12	11	11
매출총이익	56	48	83	106	15	15	15	2	10	27	20	26
GPM	15%	10%	15%	16%	13%	12%	12%	2%	10%	15%	15%	19%
영업이익	40	29	62	83	11	11	11	(4)	5	22	15	20
OPM	11%	6%	11%	13%	10%	8%	8%	-4%	5%	12%	11%	14%
순이익	36	26	51	68	9	7	12	(2)	5	18	12	15

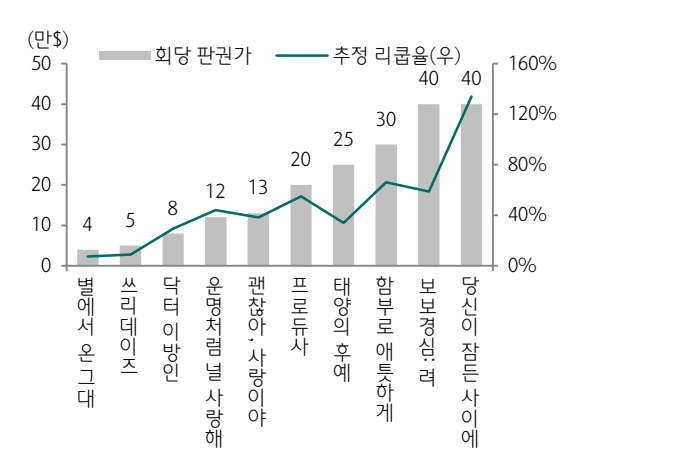
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 넷플릭스 국내 모바일 순이용자 추이



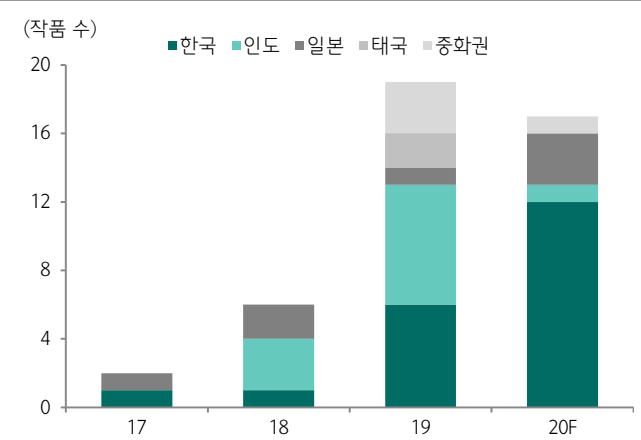
자료: 닐슨코리아클릭, 하나금융투자

그림 2. 중국형 드라마 판매 판권 추이



자료: 언론, 하나금융투자

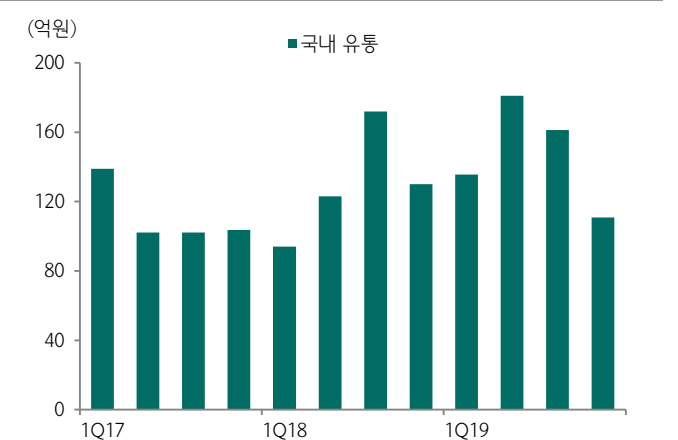
그림 3. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자

주: 20년은 현재 제작 확정된 작품만 기록

그림 4. 국내 유통 판매 추이 - 화제성이 부진하다



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 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 션샤인	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

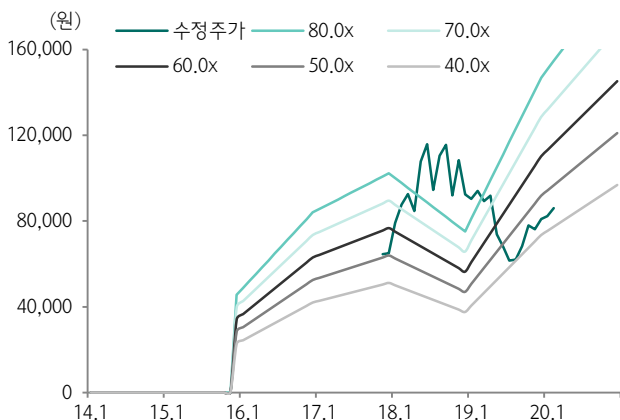
자료: 닐슨코리아, 하나금융투자
 주: 종방일 기준으로 연도 분할, * 표시는 전년도 시작

표 3. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	16
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16
		3Q	사이코지만 괜찮아	김수현	16
		3Q	비밀의 숲2	조승우, 배두나	16
OCN	월화	1Q	루갈	최진혁, 박성웅	16
	토일	1Q	분대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16
기타	KBS주말	1Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16
	Netflix	1Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12
		3Q	좋아하면 울리는 2	김소현, 송강	8
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12

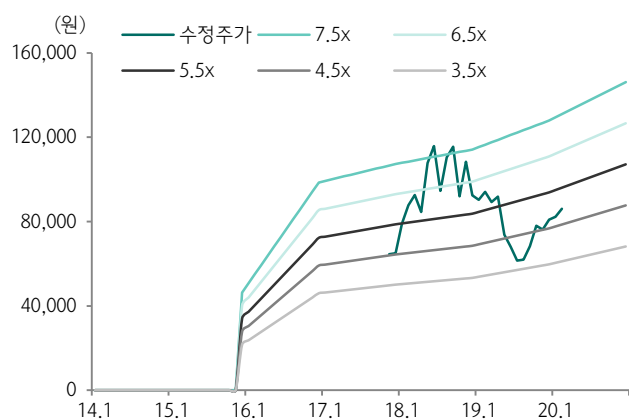
자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

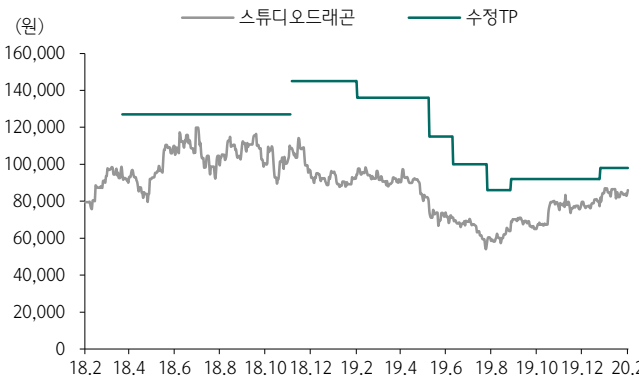
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	468.5	559.6	649.9
매출원가	239.7	324.0	420.7	476.7	543.6
매출총이익	47.1	55.6	47.8	82.9	106.3
판매비	14.2	15.7	19.2	21.4	23.8
영업이익	33.0	39.9	28.6	61.5	82.6
금융손익	(2.5)	6.1	4.4	4.8	5.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	33.0	66.3	88.3
법인세	6.4	9.8	6.7	15.2	20.3
계속사업이익	23.8	35.8	26.4	51.0	68.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	26.4	51.0	68.0
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	26.4	51.0	68.0
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	26.4	51.0	68.0
NOPAT	26.0	31.3	22.9	47.4	63.6
EBITDA	74.3	115.2	77.3	93.0	102.9
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	23.4	19.4	16.1
NOPAT증가율	101.6	20.4	(26.8)	107.0	34.2
EBITDA증가율	91.5	55.0	(32.9)	20.3	10.6
영업이익증가율	98.8	20.9	(28.3)	115.0	34.3
(지배주주)순이익증가율	193.8	50.4	(26.3)	93.2	33.3
EPS증가율	84.5	21.7	(26.5)	93.5	33.2
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	10.2	14.8	16.4
EBITDA이익률	25.9	30.3	16.5	16.6	15.8
영업이익률	11.5	10.5	6.1	11.0	12.7
계속사업이익률	8.3	9.4	5.6	9.1	10.5
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	939	1,817	2,420
BPS	13,141	14,305	15,221	17,038	19,458
CFPS	3,068	3,930	2,774	3,285	3,611
EBITDAPS	3,271	4,108	2,755	3,310	3,664
SPS	12,628	13,539	16,693	19,916	23,132
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	61.9	72.3	86.1	47.3	35.5
PBR	4.9	6.5	5.3	5.0	4.4
PCFR	21.2	23.5	29.2	26.2	23.8
EV/EBITDA	22.1	21.2	26.4	22.6	19.5
PSR	5.1	6.8	4.8	4.3	3.7
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	6.4	11.3	13.3
ROA	6.8	7.4	4.9	8.5	9.9
ROIC	15.3	14.6	10.4	26.8	42.6
부채비율	24.7	27.7	31.5	33.2	33.4
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(53.8)	(65.6)	(73.9)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	701.3	1,506.2	2,021.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	345.5	451.4	562.9
금융자산	192.6	155.5	232.3	316.2	406.0
현금성자산	51.3	153.0	229.3	312.6	401.7
매출채권 등	54.9	68.8	84.9	101.4	117.7
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.9	1.0
기타유동자산	41.0	22.3	27.6	32.9	38.2
비유동자산	169.6	265.2	216.9	186.2	166.6
투자자산	3.8	3.7	4.1	4.9	5.7
금융자산	3.8	3.3	4.1	4.9	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	61.9	61.9
자산총계	459.5	512.4	562.3	637.6	729.5
유동부채	90.7	108.2	131.6	155.6	179.4
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	73.9	88.3	102.6
기타유동부채	46.4	48.3	57.7	67.3	76.8
비유동부채	0.3	2.9	3.1	3.2	3.4
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.0	1.1	1.3
부채총계	91.0	111.1	134.7	158.9	182.8
지배주주지분	368.4	401.3	427.7	478.7	546.7
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	94.0	145.1	213.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	427.7	478.7	546.7
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(230.2)	(314.1)	(403.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	73.3	79.2	83.3
당기순이익	23.8	35.8	26.4	51.0	68.0
조정	41.9	74.5	44.8	26.0	13.1
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)	(5.5)	(7.3)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	2.1	2.2	2.2
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	3.0	4.1	5.9
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.4)	(0.8)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.4	4.9	6.7
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	76.2	83.3	89.1
Unlevered CFO	69.7	110.2	77.9	92.3	101.4
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	73.3	79.2	83.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	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 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 14일

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 02월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 02월 14일 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.