

스튜디오드래곤 (253450)

조금만 기다리면 됩니다

홍행과 실적의 불일치가 해소되기까지 얼마 안 남았다

최근 주가가 부진한 것은 흥행 성적과 실적의 불일치 때문이다. 과거와 달리 텐트폴 작품들이 대부분 선판매되면서 안정적인 성과를 내고 있는데, 이로 인해 올해 예상 실적의 변동이 거의 없었기 때문이다. 이를 해결하기 위해서는 논 캡티브 제작 증가나 해외 판매 증가라는 변화가 글로벌에서 나타나야 하는데, 1) <호텔 델루나> 등 글로벌 IP 개발 확대 및 2) 에이스토리 발 중국 모멘텀이 가시화되고 있다. 중국은 외교 변수이나, 미국은 흥행 변수이기에 제작만 발표되더라도 상당한 주가 상승 트리거가 될 수 있다. 최근 한국 드라마들의 엄청난 글로벌 성과를 감안하면 얼마 남지 않았다.

3Q Preview: OPM 8.6%(+0.3%p YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,077억원(-18% YoY)/92억원(-15%)로 컨센서스(115억원)를 하회할 것이다. 기대작들이었던 <사이코지만 괜찮아>, <비밀의 숲2>, <청춘기록> 등이 모두 상당한 흥행 성적을 기록한 것은 매우 긍정적이다. 다만, 전년 3분기에는 <봄 밤>, <의사 요한>, 넷플릭스 오리지널 <좋아하면 울리는> 등 논 캡티브 작품들이 많았지만, 이와 비교하면 약 2편 정도 감소했고, <더 킹>과 같이 회당 20억원 이상의 텐트폴 작품이 부재한 영향도 있었다.

4분기 예상 영업이익도 130억원(흑전)으로 하향하는데, 제작 편수가 전년 대비 1편 감소할 것이기 때문이다.

한국 드라마의 높은 성과가 결실로 나타날 것

아시아에서 높은 인기로 Flixpatrol에서 최고 순위 기준 글로벌 6위를 기록한 <더 킹>, <사이코지만 괜찮아>에 이어 최근 <청춘기록>이 글로벌 4위를 기록했다. 넷플릭스는 독점 드라마의 흥행이 곧 구독자 수 성장으로 이어지는 만큼 이러한 성과는 추후 단가 인상 등의 결실로 나타날 전망이다.

또한, 미국에서도 한국 드라마에 대한 수요가 롱테일의 관점에서 높게 나타나고 있다. 영어권인 영국을 제외하면 가장 큰 비중인 10%를 차지해 향후 <호텔 델루나>외에도 글로벌 IP를 확대할 가능성이 높다.

기업분석(Report)

BUY

TP(12M): 110,000원 | CP(10월12일): 84,900원

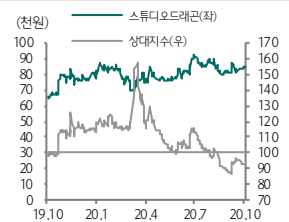
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	873.50
52주 최고/최저(원)	92,500/65,000
시가총액(십억원)	2,388.0
시가총액비중(%)	0.70
발행주식수(천주)	28,127.0
60일 평균 거래량(천주)	244,680.8
60일 평균 거래대금(십억원)	20.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.26
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	61.32

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	549.7	613.7
영업이익(십억원)	54.2	70.2
순이익(십억원)	43.7	57.8
EPS(원)	1,544	2,021
BPS(원)	16,758	18,725

Stock Price



Financial Data

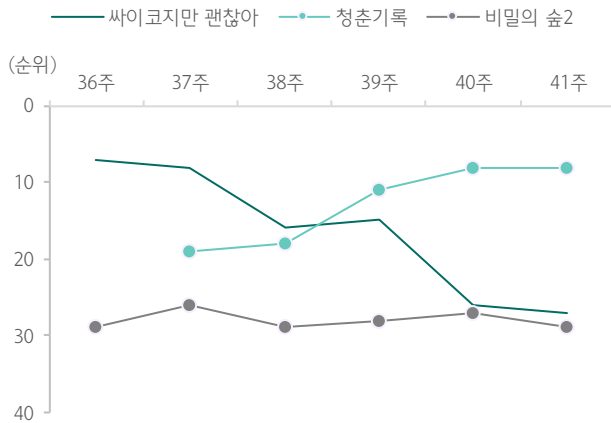
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	379.6	468.7	523.7	612.5	694.5
영업이익	십억원	39.9	28.7	50.8	65.0	83.0
세전이익	십억원	45.6	33.1	55.6	70.7	89.9
순이익	십억원	35.8	26.4	42.8	54.4	69.2
EPS	원	1,278	941	1,523	1,936	2,461
증감율	%	21.71	(26.37)	61.85	27.12	27.12
PER	배	72.30	85.97	55.81	43.90	34.54
PBR	배	6.46	5.31	5.08	4.55	4.02
EV/EBITDA	배	21.14	14.89	18.49	20.16	18.95
ROE	%	9.31	6.37	9.52	10.93	12.36
BPS	원	14,305	15,242	16,747	18,683	21,144
DPS	원	0	0	0	0	0



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

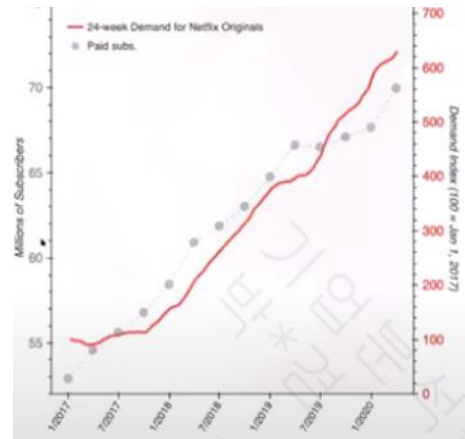
RA 박다겸
02-3771-7529
dageompark@hanafn.com

그림 1. 드래곤 주요작 넷플릭스 주간 글로벌 순위 추이



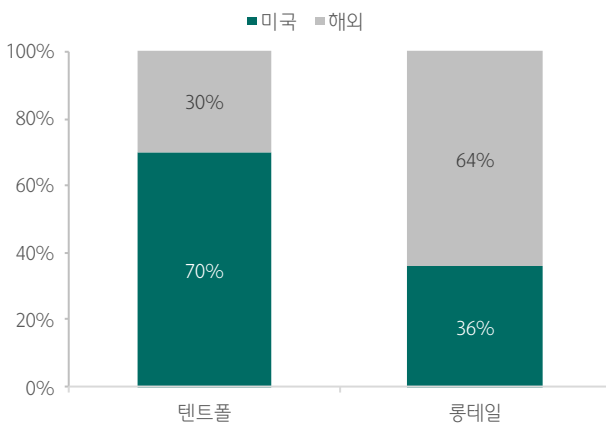
자료: fixpatrol, 하나금융투자

그림 2. 북미의 오리지널에 대한 수요와 구독자 수 추이



자료: Parrot, 하나금융투자

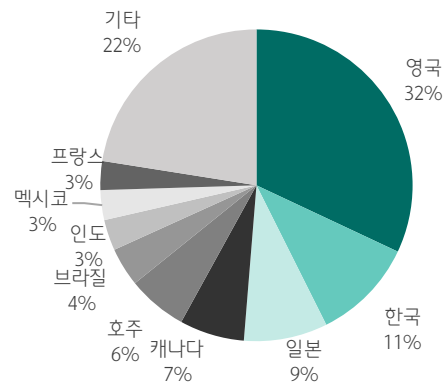
그림 3. 미국의 2019년 텐트폴/롱테일 작품의 지역 분포



자료: Parrot, 하나금융투자

주: 텐트폴은 수요의 80%를 차지하는 상위 20%의 (블록버스터)작품, 롱테일은 나머지

그림 4. 미국 내 해외 롱테일 콘텐츠에 대한 국가별 수요 비중



자료: Parrot, 하나금융투자

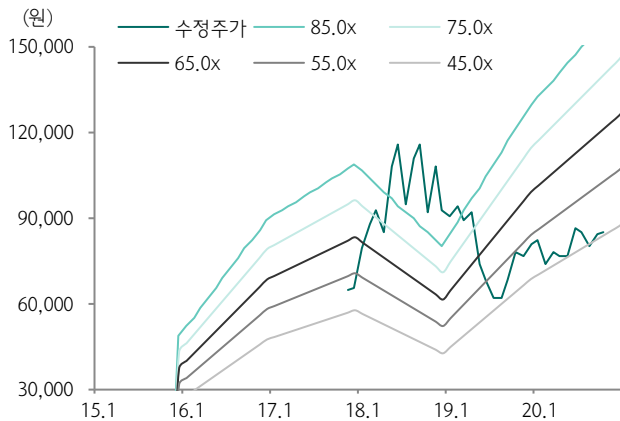
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	469	524	613	694	112	128	131	97	120	161	108	134
편성	209	189	244	263	44	58	61	46	45	65	40	38
판매	219	290	322	383	56	60	60	43	67	76	59	88
기타	41	46	47	49	12	10	10	9	8	20	8	9
매출총이익	48	72	89	110	15	15	15	2	17	22	14	19
GPM	10%	14%	14%	16%	13%	12%	12%	2%	14%	14%	13%	15%
영업이익	29	51	65	83	11	11	11	-4	12	17	9	13
OPM	6%	10%	11%	12%	10%	8%	8%	-4%	10%	10%	9%	10%
순이익	26	43	54	69	9	7	12	-2	9	13	10	11

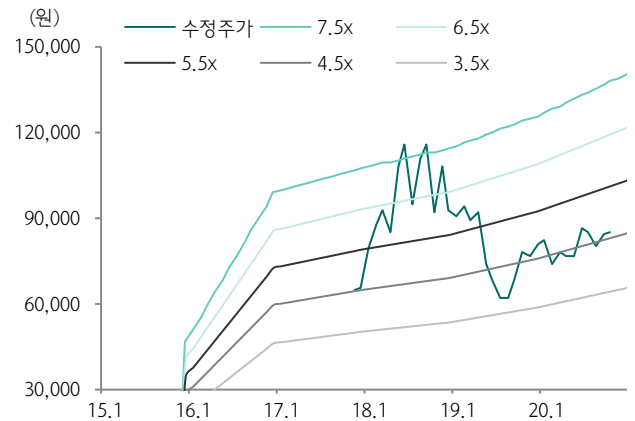
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 7. 평가 상승과 글로벌 플랫폼 내 성과



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 글로벌 OTT 플레이어 증가



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 9. 미국 드라마 제작 참여 및 공동제작 확대



자료: 언론, 하나금융투자

그림 10. 4분기 편성 예정 인기 웹툰IP 드라마 - '스위트홈', '여신강림'



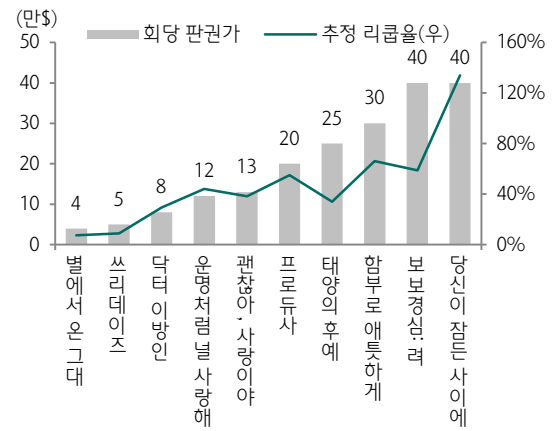
자료: 언론 종합, 하나금융투자

그림 11. 아이치이 동시 방영 - ‘편의점 셋별이’, ‘저녁같이 드실래요?’



자료: 언론, 하나금융투자

그림 12. 과거 중국형 드라마 판권 가격 추이



자료: 언론, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	블랙독	서연진, 라미란	16
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	12
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
		4Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16
		4Q	여신강림	차은우, 문가영	16
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16
3Q		사이코지만 괜찮아	김수현	16	
3Q		비밀의 숲2	조승우, 배두나	16	
4Q		스타트업	수지, 남주혁	16	
OCN		토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연
	2Q		루갈	최진혁, 박성웅	16
	3Q		트레인	윤시윤, 경수진	12
	3Q		미씽:그들이 있었다	고수, 안소희	12
	4Q		경이로운 소문	조병규, 김세정	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
4Q		스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	10	

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	523.7	612.5	694.5
매출원가	324.0	420.8	451.5	523.7	585.0
매출총이익	55.6	47.9	72.2	88.8	109.5
판매비	15.7	19.2	21.4	23.8	26.5
영업이익	39.9	28.7	50.8	65.0	83.0
금융손익	6.1	4.3	4.8	5.7	6.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	45.6	33.1	55.6	70.7	89.9
법인세	9.8	6.6	12.8	16.3	20.7
계속사업이익	35.8	26.4	42.8	54.4	69.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	42.8	54.4	69.2
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.8	26.4	42.8	54.4	69.2
지배주주지분포괄이익	34.7	25.7	42.8	54.4	69.2
NOPAT	31.3	22.9	39.1	50.0	63.9
EBITDA	115.2	145.5	117.6	103.2	104.9
성장성(%)					
매출액증가율	32.36	23.47	11.73	16.96	13.39
NOPAT증가율	20.38	(26.84)	70.74	27.88	27.80
EBITDA증가율	55.05	26.30	(19.18)	(12.24)	1.65
영업이익증가율	20.91	(28.07)	77.00	27.95	27.69
(지배주주)순이익증가율	50.42	(26.26)	62.12	27.10	27.21
EPS증가율	21.71	(26.37)	61.85	27.12	27.12
수익성(%)					
매출총이익률	14.65	10.22	13.79	14.50	15.77
EBITDA이익률	30.35	31.04	22.46	16.85	15.10
영업이익률	10.51	6.12	9.70	10.61	11.95
계속사업이익률	9.43	5.63	8.17	8.88	9.96

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	247.2	244.5	370.0	488.3	603.1
금융자산	159.5	116.4	226.8	320.8	413.2
현금성자산	153.0	59.8	165.5	251.7	337.0
매출채권	68.8	83.6	93.4	109.2	123.9
채고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.3	44.5	49.8	58.3	66.0
비유동자산	265.2	337.1	271.0	233.9	213.1
투자자산	3.7	13.4	14.1	15.3	16.4
금융자산	3.7	13.4	14.1	15.3	16.4
유형자산	1.0	1.2	0.5	0.2	0.1
무형자산	198.5	233.1	167.1	129.1	107.3
기타비유동자산	62.0	89.4	89.3	89.3	89.3
자산총계	512.4	581.6	640.9	722.2	816.2
유동부채	108.2	145.1	161.7	188.5	213.2
금융부채	0.0	2.0	2.2	2.6	3.0
매입채무	19.6	18.4	20.6	24.1	27.3
기타유동부채	88.6	124.7	138.9	161.8	182.9
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.3
금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.4
부채총계	111.1	153.3	169.9	196.7	221.4
지배주주지분	401.3	428.3	471.0	525.5	594.7
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
자본조정	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	67.6	93.5	136.3	190.8	260.0
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	471.0	525.5	594.7
순금융부채	(157.3)	(106.4)	(216.6)	(310.3)	(402.3)

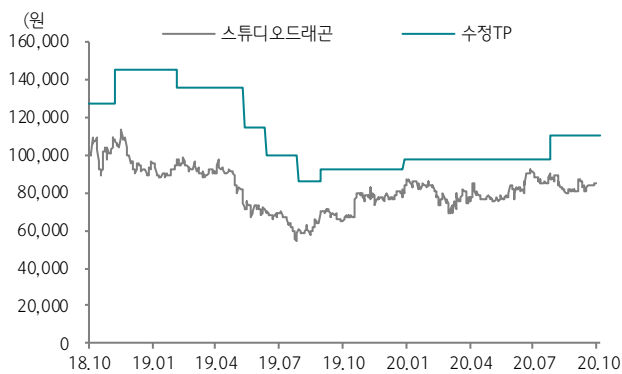
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,523	1,936	2,461
BPS	14,305	15,242	16,747	18,683	21,144
CFPS	4,280	5,346	4,230	3,659	3,679
EBITDAPS	4,108	5,185	4,184	3,670	3,731
SPS	13,539	16,698	18,631	21,776	24,691
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.30	85.97	55.81	43.90	34.54
PBR	6.46	5.31	5.08	4.55	4.02
PCR	21.59	15.13	20.09	23.23	23.10
EV/EBITDA	21.14	14.89	18.49	20.16	18.95
PSR	6.82	4.84	4.56	3.90	3.44
재무비율(%)					
ROE	9.31	6.37	9.52	10.93	12.36
ROA	7.37	4.83	7.00	7.99	9.00
ROIC	14.76	8.53	14.84	23.89	36.06
부채비율	27.68	35.80	36.07	37.43	37.24
순부채비율	(39.21)	(24.86)	(45.99)	(59.05)	(67.65)
이자보상배율(배)	342.96	58.13	61.84	76.76	94.76

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(29.1)	(12.2)	107.4	88.8	84.8
당기순이익	35.8	26.4	42.8	54.4	69.2
조정	7	10	6	3	1
감가상각비	75.3	116.8	66.8	38.2	21.9
외환거래손익	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(67.8)	(107.4)	(60.8)	(35.2)	(20.9)
영업활동 자산부채 변동	(139.4)	(142.9)	1.3	2.1	2.0
투자활동 현금흐름	140.6	(81.0)	(1.2)	(2.1)	1.0
투자자산감소(증가)	0.1	(9.7)	(0.7)	(1.2)	(1.1)
자본증가(감소)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	140.7	(70.8)	(0.5)	(0.9)	2.1
재무활동 현금흐름	(9.7)	(0.0)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
금융부채증가(감소)	(7.9)	7.8	0.2	0.4	0.3
자본증가(감소)	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.3)	(9.5)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	101.7	(93.2)	105.6	86.3	85.2
Unlevered CFO	120.0	150.0	118.9	102.9	103.5
Free Cash Flow	(29.3)	(12.8)	107.4	88.8	84.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.7	BUY	110,000		
20.1.8	BUY	98,000	-17.22%	-5.61%
19.9.10	BUY	92,000	-19.44%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-28.57%	-19.65%
19.6.24	BUY	100,000	-34.71%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.59%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-33.17%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.95%	-21.31%
18.11.18	담당자 변경			
18.4.5	BUY	127,000	-19.22%	-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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 12일

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 10월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 10월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.