

스튜디오드래곤 (253450)

텐트폴 시즌제 드라마의 가능성을 앞두고 있다

중국 + 시즌제 드라마의 성과를 기대

스튜디오드래곤의 수많은 장점에도 불구하고 콘텐츠 흥행 지속성이 3개월 수준인 드라마 특성상 기업가치는 텐트폴 드라마인 '미스터선샤인'과 '알함브라 궁전의 추억'의 흥행 여부에 따라 움직일 수 밖에 없다. 그렇기에 첫 시즌의 흥행을 통한 시즌제 드라마의 가능성은 단기적인 콘텐츠 흥행 여부를 넘어 2020년 혹은 그 이상을 바라볼 수 있는 매우 중요한 이벤트이다. 더불어 2019년에는 중국 공동제작 및 넷플릭스형 제작(좋아하면 울리는 등)이 본격적으로 시작된다. 예상보다 부진한 4분기 실적에 대한 우려가 어느 정도 반영된 만큼 다시 매수를 고민해야 할 타이밍으로 판단한다.

4Q Preview: OPM 8.4%(+3.6%p YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,043억원(+45% YoY)/88억원(+153%)로 컨센서스(149억원)를 하회할 것이다. 주요 텐트폴 작품 '알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'가 4Q18부터 2개 분기에 걸쳐 매출에 반영된다. 영업이익 단에서는 1)한국 드라마의 중국 동시방영 가능성을 높게 보지 않아 중국향 판권 매출을 보수적으로 추정했으며 2) 독점적 해외 판권 판매에 따른 무형자산상각액을 반영했다.

시즌제 드라마를 앞두고 있다

'아스달 연대기'(연론예상 2분기 방영)의 시즌제가 가시화되고 있다. 아스달 연대기의 세트장과 VFX에 각각 150억원(이상), 84억원을 투자했는데, VFX가 평균적으로 제작비의 20%임을 가정시 총제작비는 420억원 이상이 될 것으로 예상된다. 따라서 아스달연대기가 의미있는 첫번째 시즌제 드라마가 될 것으로 기대한다. 시즌1은 해외의 사례와 마찬가지로 수익이 나기 어렵겠지만, 시즌 2~3까지 이어진다면 1) 세트장+VFX 재사용에 따른 투자비 급감, 2) 전작 다시보기에 따른 VOD/광고매출 증가, 3) IP를 활용한 다양한 OSMU 사업(MD, 게임 제작 등)을 통해 계단식 이익 성장을 기대할 수 있을 것이다. 가상의 나라 '아스달'을 기반으로 하고 있어 '미스터선샤인' 대비 해외 판매에 용이할 뿐만 아니라 다양한 인물 등장에 따른 촘촘한 인간관계도와 스토리의 확장성 등을 고려시 흥행을 담보할 최적의 IP로 전망된다.

Update

BUY

| TP(12M): 145,000원 | CP(1월 24일): 88,400원

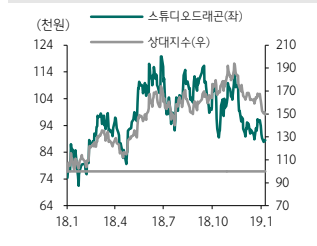
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	704.41
52주 최고/최저(원)	119,800/71,400
시가총액(십억원)	2,479.8
시가총액비중(%)	1.04
발행주식수(천주)	28,051.5
60일 평균 거래량(천주)	177.1
60일 평균 거래대금(십억원)	17.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.12
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.35
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.6) (12.5) 1.6
상대	(11.1) (5.4) 29.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	383.2	513.1
영업이익(십억원)	55.0	95.6
순이익(십억원)	46.0	77.1
EPS(원)	1,645	2,749
BPS(원)	14,740	17,431

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	382.1	523.4	637.5
영업이익	십억원	16.6	33.0	48.2	87.9	127.3
세전이익	십억원	10.5	30.3	53.3	91.2	131.5
순이익	십억원	8.1	23.8	41.2	69.1	99.7
EPS	원	569	1,050	1,470	2,463	3,553
증감률	%	N/A	84.5	40.0	67.6	44.3
PER	배	N/A	61.90	62.87	35.89	24.88
PBR	배	N/A	4.95	6.36	5.21	4.30
EV/EBITDA	배	N/A	22.08	20.67	17.31	13.93
ROE	%	5.98	9.45	10.62	15.64	18.94
BPS	원	6,176	13,141	14,520	16,983	20,537
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

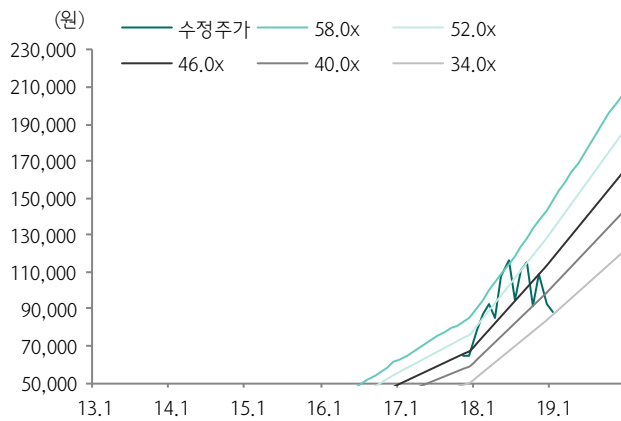
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 억원)

	17	18F	19F	20F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
매출액	2,868	3,821	5,234	6,375	753	620	775	720	799	743	1,237	1,043
편성	1,312	1,732	2,060	2,463	263	241	418	390	407	341	489	495
판매	1,119	1,667	2,153	2,494	365	263	233	258	321	288	634	424
기타	437	423	503	553	125	116	124	72	71	114	114	124
오리지널			518	864								
매출총이익	472	614	1,038	1,455	168	121	107	76	136	106	248	124
GPM	16%	16%	20%	23%	22%	19%	14%	11%	17%	14%	20%	12%
영업이익	330	482	879	1,273	139	89	67	35	107	73	215	88
OPM	11%	13%	17%	20%	18%	14%	9%	5%	13%	10%	17%	8%
순이익	238	412	691	997	133	28	57	20	79	89	172	71

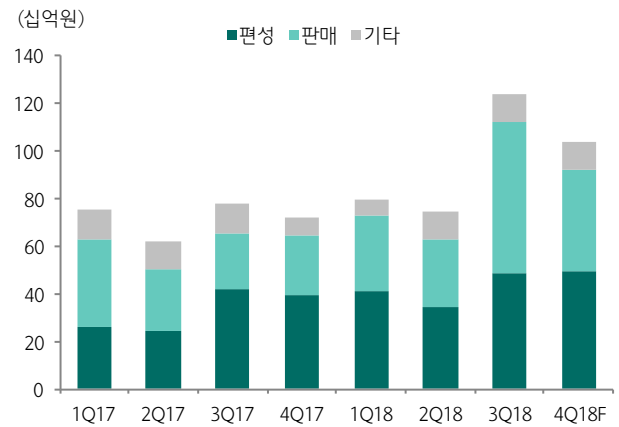
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드



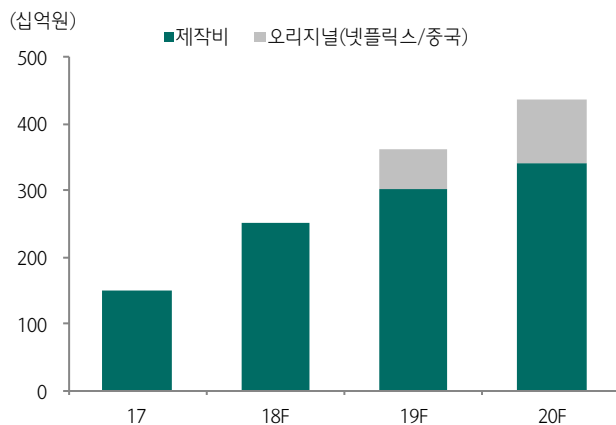
자료: 하나금융투자

그림 2. 부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 제작비 및 오리지널 제작 가정



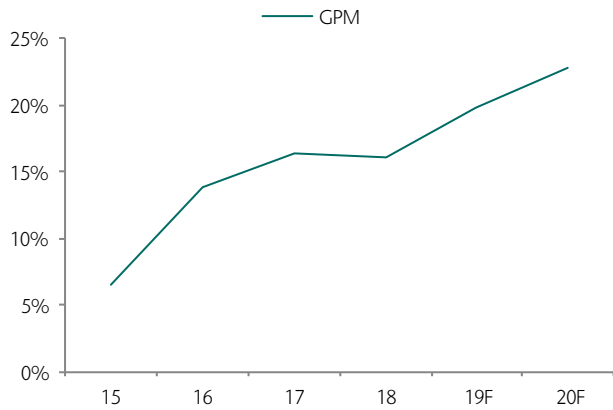
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 분기별 판매 비중 추이 - 3Q18누적 31%



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. GPM 추이 - 2015년 6.5% → 2019년 19.8%



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 2019년 1분기 tvN 주요 작품 라인업



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 7. 아스달 연대기 (오산)오픈세트 상량식 - 3.2만㎡ 규모



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 8. 아스달 연대기 주요 배우 - 장동건, 송중기, 김지원



자료: 언론보도, 하나금융투자

추정 재무제표

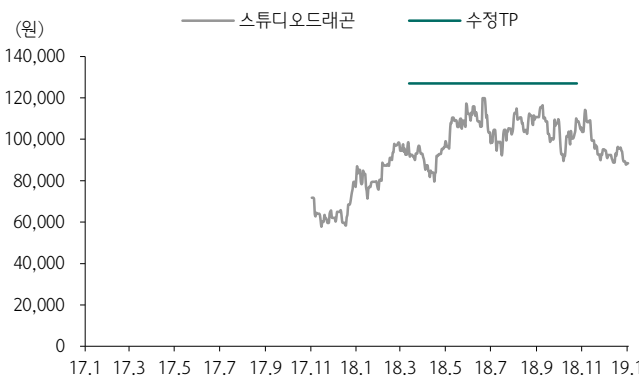
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	154.4	286.8	382.1	523.4	637.5
매출원가	132.8	239.7	320.7	419.6	491.9
매출총이익	21.6	47.1	61.4	103.8	145.6
판매비	5.0	14.2	13.2	15.8	18.2
영업이익	16.6	33.0	48.2	87.9	127.3
금융손익	(1.1)	(2.5)	5.5	3.2	4.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(0.2)	(0.4)	0.0	0.0
세전이익	10.5	30.3	53.3	91.2	131.5
법인세	2.4	6.4	12.1	22.1	31.8
계속사업이익	8.1	23.8	41.2	69.1	99.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	23.8	41.2	69.1	99.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.1	23.8	41.2	69.1	99.7
지배주주지분포괄이익	8.3	23.8	41.1	69.1	99.7
NOPAT	12.9	26.0	37.3	66.7	96.5
EBITDA	38.8	74.3	116.7	127.2	149.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	85.8	33.2	37.0	21.8
NOPAT증가율	N/A	101.6	43.5	78.8	44.7
EBITDA증가율	N/A	91.5	57.1	9.0	17.8
영업이익증가율	N/A	98.8	46.1	82.4	44.8
(지배주주)순이익증가율	N/A	193.8	73.1	67.7	44.3
EPS증가율	N/A	84.5	40.0	67.6	44.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	16.1	19.8	22.8
EBITDA이익률	25.1	25.9	30.5	24.3	23.5
영업이익률	10.8	11.5	12.6	16.8	20.0
계속사업이익률	5.2	8.3	10.8	13.2	15.6
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	569	1,050	1,470	2,463	3,553
BPS	6,176	13,141	14,520	16,983	20,537
CFPS	2,468	3,068	4,237	4,485	5,250
EBITDAPS	2,713	3,271	4,164	4,533	5,340
SPS	10,795	12,628	13,629	18,657	22,725
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	61.9	62.9	35.9	24.9
PBR	N/A	4.9	6.4	5.2	4.3
PCFR	N/A	21.2	21.8	19.7	16.8
EV/EBITDA	N/A	22.1	20.7	17.3	13.9
PSR	N/A	5.1	6.8	4.7	3.9
재무비율(%)					
ROE	6.0	9.5	10.6	15.6	18.9
ROA	3.4	6.8	8.7	12.8	15.3
ROIC	8.3	15.3	18.1	31.4	51.3
부채비율	77.8	24.7	20.6	23.7	23.6
순부채비율	12.1	(49.4)	(44.0)	(58.5)	(68.4)
이자보상배율(배)	19.5	19.0	617.7	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	81.4	289.8	276.8	412.5	556.8
금융자산	11.6	192.2	179.1	278.7	393.8
현금성자산	11.5	51.3	38.3	85.8	158.9
매출채권 등	39.4	55.4	55.4	75.8	92.4
재고자산	0.0	1.3	1.3	1.8	2.2
기타유동자산	30.4	40.9	41.0	56.2	68.4
비유동자산	160.6	169.6	214.5	176.6	155.3
투자자산	2.3	3.8	3.8	5.2	6.3
금융자산	2.3	3.8	3.8	5.2	6.3
유형자산	1.2	1.1	1.0	0.8	0.6
무형자산	123.9	127.5	152.6	113.6	91.4
기타비유동자산	33.2	37.2	57.1	57.0	57.0
자산총계	242.0	459.5	491.3	589.1	712.1
유동부채	84.5	90.7	83.7	112.3	135.5
금융부채	8.1	10.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	20.5	34.0	34.0	46.5	56.7
기타유동부채	55.9	46.7	49.7	65.8	78.8
비유동부채	21.4	0.3	0.3	0.4	0.5
금융부채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.5	0.3	0.3	0.4	0.5
부채총계	105.9	91.0	84.0	112.7	136.0
지배주주지분	136.1	368.4	407.3	476.4	576.1
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
자본조정	2.0	2.7	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.1	73.2	142.3	242.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	407.3	476.4	576.1
순금융부채	16.4	(182.2)	(179.1)	(278.7)	(393.8)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(12.4)	(7.2)	(6.0)	96.4	109.5
당기순이익	8.1	23.8	41.2	69.1	99.7
조정	25.6	41.9	66.7	34.6	15.7
감가상각비	22.2	41.3	68.5	39.2	22.5
외환거래손익	0.3	0.8	(0.6)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(0.2)	(1.2)	(4.6)	(6.8)
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	(72.9)	(113.9)	(7.3)	(5.9)
투자활동 현금흐름	(69.5)	(141.0)	3.1	(48.9)	(36.5)
투자자산감소(증가)	(2.3)	(1.5)	0.0	(1.4)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(66.1)	(139.5)	3.3	(47.5)	(35.4)
재무활동 현금흐름	93.5	188.1	(10.1)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	28.1	(18.1)	(10.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	125.8	207.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.4)	(1.6)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	11.5	39.8	(13.0)	47.6	73.0
Unlevered CFO	35.3	69.7	118.8	125.8	147.3
Free Cash Flow	(13.5)	(7.3)	(6.2)	96.4	109.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.19	BUY	145,000		
18.11.19	BUY	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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 24일

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 01월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 01월 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.