

스튜디오드래곤 (253450)

지금 사세요. 곧 엄청 재미있을 거니까

목표주가 하향하나 확신에 가까운 매수 구간으로 판단

4분기 실적 부진으로 2020년 EPS를 7% 하향하면서 목표주가도 136,000원(-7%)으로 하향한다. 다만, 콘텐츠 산업 투자에 있어 단기 저점은 가장 재미있기 직전이다. 50부작 사극을 매번 흥행시켜온 작가들의 첫 번째 텐트폴 시즌제 드라마인 '아스달 연대기'는 흥행 여부에 따라 2~3년 이상 지속 가능한 팬덤을 만들어낼 가능성이 있고, 스튜디오드래곤 및 한국을 대표하는 IP가 될 것이다. 글로벌 투자자로부터 추가적인 시즌제 제작 유치도 가능해진다는 의미이다. 여기에 더해 4월에는 'Disney +'의 런칭도 앞두고 있어 펀더멘털 및 시가상으로 지금이 단기 저점임을 확신하고 있다.

4Q Review: OPM 0.4%(-5.2%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,017억원(+42% YoY)/4억원(-87%)으로 컨센서스(118억원)를 하회했다. 중국 판매 지연 및 독점적 해외 판권 판매에 따른 무형자산상각액(미스터 션샤인 등 10개 드라마) 110억원, 인센티브 25억원 등이 반영된 영향이다. 예상보다 무형자산상각이 컸던 만큼 상반기 실적 가시성은 뚜렷하게 확보되었다고 볼 필요가 있다. 2019년 총 제작 편수는 31편(+5편, YoY)으로 넷플릭스와 중국 공동제작이 각각 2편씩 예정되어 있다.

아스달 연대기를 기대하는 이유

'아스달 연대기'가 2020년 시즌2까지 제작을 확정했다. 세트장과 VFX에만 각각 150억원(이상), 84억원을 투자했기에 회당 25억원 내외의 대작이 될 것이다. 시즌1의 수익성은 매우 낮을 수 있지만, 흥행을 가정한다면 콘텐츠가 대중성(혹은 시청률)에서 팬덤(마블 시리즈, 왕좌의 게임 등)으로 넘어가는 첫 번째 변곡점이 될 것이다. 특히, 성공을 기대하는 이유는 바로 김형연/박상연 작가이기 때문이다. 1) 이들의 전작들은 대장금/서동요/선덕여왕/뿌리깊은나무/육룡이 나르샤 등 사극이 주력으로 2) 최고 시청률 기준 17~56% 기록했으며 3) 뿌리깊은나무를 제외하면 모두 50부작 이상의 대작이었기에 시즌제의 역량을 충분히 증명했다.

Update

BUY

| TP(12M): 136,000원(하향) | CP(2월 14일): 94,600원

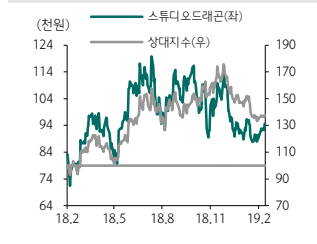
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	742.27
52주 최고/최저(원)	119,800/75,800
시가총액(십억원)	2,653.7
시가총액비중(%)	1.05
발행주식수(천주)	28,051.5
60일 평균 거래량(천주)	172.4
60일 평균 거래대금(십억원)	16.6
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.42
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.35
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.5) (8.8) 19.0
상대	(9.3) (6.4) 35.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	382.2	507.9
영업이익(십억원)	52.2	93.4
순이익(십억원)	44.1	75.2
EPS(원)	1,574	2,676
BPS(원)	14,666	17,314

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	154.4	286.8	379.6	487.0	596.7
영업이익	십억원	16.6	33.0	39.9	74.6	114.8
세전이익	십억원	10.5	30.3	45.6	80.9	122.4
순이익	십억원	8.1	23.8	35.8	61.5	93.0
EPS	원	569	1,050	1,278	2,191	3,315
증감률	%	N/A	84.5	21.7	71.4	51.3
PER	배	N/A	61.90	72.30	43.17	28.54
PBR	배	N/A	4.95	6.45	5.73	4.77
EV/EBITDA	배	N/A	22.08	22.31	20.97	16.59
ROE	%	5.98	9.45	9.30	14.21	18.24
BPS	원	6,176	13,141	14,328	16,520	19,835
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. 김영현, 박상연 작가의 드라마 과거 필모그래피 및 예정작

방영시점	작품명	장르/특징	부수	출연진	시청률	작가	편성	비고
03.09	대장금	의녀 소재 사극	54	이영애, 지진희	55.5%	김영현	MBC	창사특집 첫 협업작 창사48주년 특집 용비어천가 시리즈 용비어천가 시리즈(프리퀄)
05.09	서동요	퓨전 사극	56	조현재, 이보영	21.4%	김영현	SBS	
07.03	히트	범죄 수사	20	고현정, 하정우	18.5%	김영현, 박상연	MBC	
09.05	선덕여왕	퓨전 사극	62(+1)	이요원, 고현정	43.6%	김영현, 박상연	MBC	
11.10	뿌리깊은 나무	범죄 사극	24	김명민, 장혁, 신세경	25.4%	김영현, 박상연	SBS	
15.10	옥룡이 나르샤	조선 건국	50	김명민, 유아인, 신세경	17.3%	김영현, 박상연	SBS	용비어천가 시리즈(시퀄)
19.12	아스달 연대기	상고시대 가상국		송중기, 장동건, 김지원		김영현, 박상연	tvN	
미정	샘이 깊은 물	계유정난				김영현, 박상연		

주: 방영시점은 YY.MM, 시청률은 최고시청률기준, 공란은 아직 공개되지 않은 정보이며 샘이 깊은 물은 옥룡이 나르샤 이후 인터뷰로 제작 의사 밝힌 적 있으나 아직 공개된 정보 없음
자료: 하나금융투자

그림 1. 역대 김영현, 박상연 작가 사극 드라마



자료: 구글, 하나금융투자

그림 2. 아스달 연대기 세트장 조감도 및 실물 사진



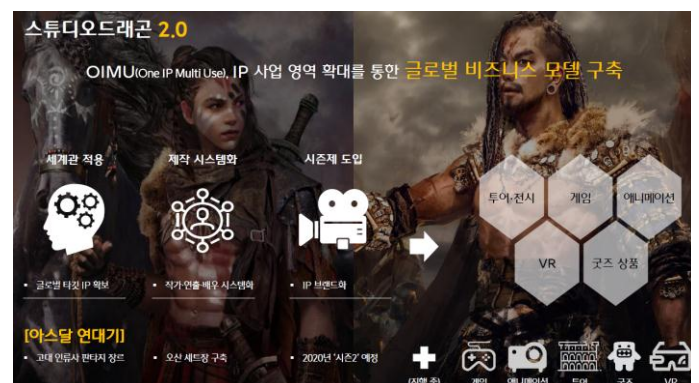
자료: 오산시 블로그, 하나금융투자

그림 3. 아스달 연대기 주요 배우 - 장동건, 송중기, 김지원



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 4. 스튜디오 드래곤의 IP사업 영역 확대 첫 시도 - 아스달 연대기



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

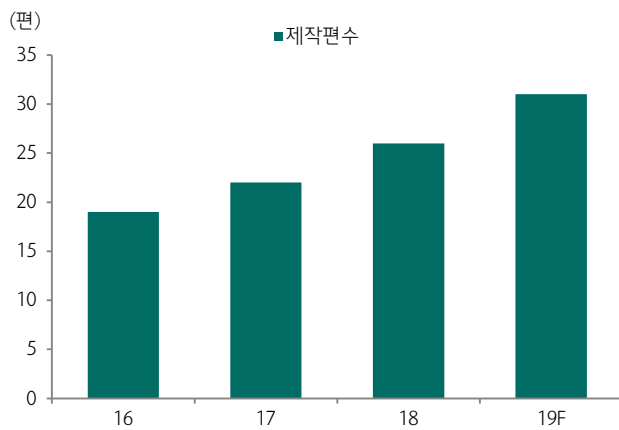
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 억원)

	17	18P	19F	20F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P
매출액	2,868	3,795	4,870	5,967	753	620	775	720	799	743	1,237	1,017
편성	1,312	1,781	2,139	2,283	263	241	418	390	407	341	489	544
판매	1,119	1,621	2,006	2,339	365	263	233	258	321	288	634	378
기타	437	394	437	481	125	116	124	72	71	114	114	95
오리지널			288	864								
매출총이익	472	556	927	1,356	168	121	107	76	136	106	248	65
GPM	16%	15%	19%	23%	22%	19%	14%	11%	17%	14%	20%	6%
영업이익	330	399	746	1,148	139	89	67	35	107	73	215	4
OPM	11%	11%	15%	19%	18%	14%	9%	5%	13%	10%	17%	0%
순이익	238	358	615	930	133	28	57	20	79	89	172	17

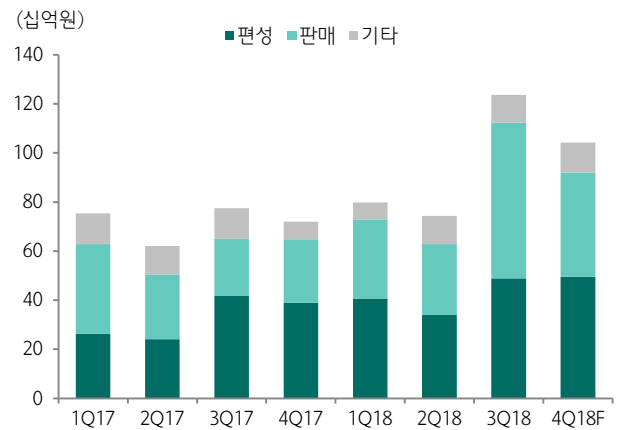
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 제작편수 추이 및 전망 - 2019년 31편(글로벌 4편)



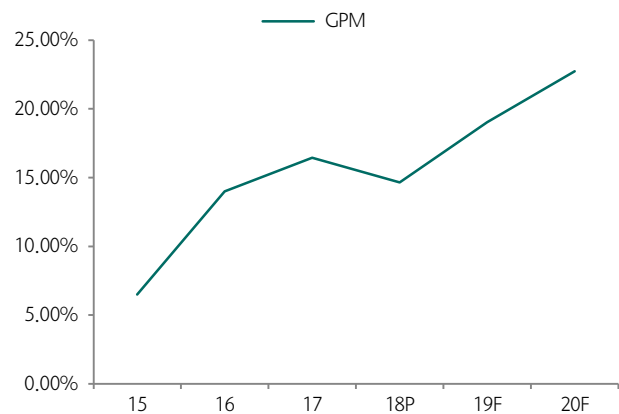
자료: 하나금융투자

그림 6. 부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. GPM 추이 - 2015년 6.5% → 2019년 19.1%



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 주요 1분기 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 3. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	93	십억원
주식 수	28,051	천주
EPS	3,315	원
목표 P/E	41	배
목표 주가	136,000	원
현재 주가	94,600	원
상승 여력	44	%

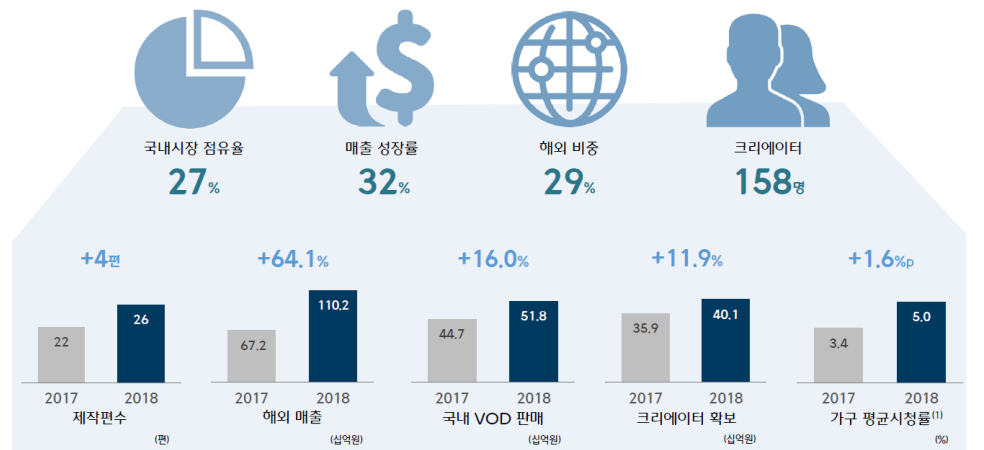
자료: 하나금융투자

그림 9. 2018년 스튜디오드래곤 하이라이트

2018년 투자 및 성과 요약

- 제작편수: +4편
- 크리에이터: 158명
- 국내시장 점유율: 27%
- 매출 성장률: 32%
(해외 매출: 64.1%)

선제적 투자 집중과 차별화 강화, 독보적 사업 성과 창출



주: 가구 평균시청률은 온주의 방 제외

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 10. 2019년 스튜디오드래곤 글로벌 라인업



주: 넷플릭스에는 오리지널 제작 공급/중국인 포맷수출/공동제작/수익공유 등 다양한 형태로 공급 예정

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표

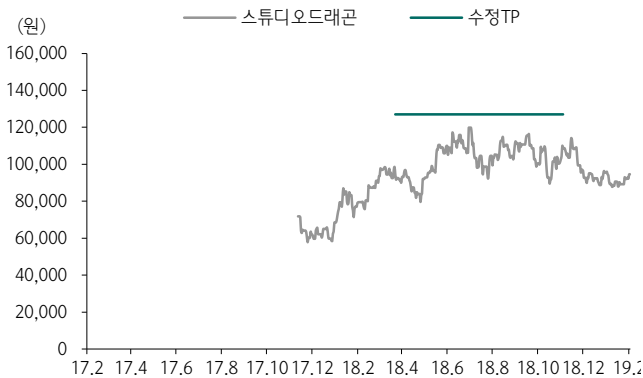
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	154.4	286.8	379.6	487.0	596.7
매출원가	132.8	239.7	324.0	394.4	461.0
매출중이익	21.6	47.1	55.6	92.6	135.7
판매비	5.0	14.2	15.7	18.1	20.8
영업이익	16.6	33.0	39.9	74.6	114.8
금융손익	(1.1)	(2.5)	6.1	6.3	7.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.0)	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0
세전이익	10.5	30.3	45.6	80.9	122.4
법인세	2.4	6.4	9.8	19.4	29.4
계속사업이익	8.1	23.8	35.8	61.5	93.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	23.8	35.8	61.5	93.0
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.1	23.8	35.8	61.5	93.0
지배주주지분포괄이익	8.3	23.8	35.8	61.5	93.0
NOPAT	12.9	26.0	31.3	56.7	87.2
EBITDA	38.8	74.3	108.4	113.8	137.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	85.8	32.4	28.3	22.5
NOPAT증가율	N/A	101.6	20.4	81.2	53.8
EBITDA증가율	N/A	91.5	45.9	5.0	20.7
영업이익증가율	N/A	98.8	20.9	87.0	53.9
(지배주주)순이익증가율	N/A	193.8	50.4	71.8	51.2
EPS증가율	N/A	84.5	21.7	71.4	51.3
수익성(%)					
매출중이익률	14.0	16.4	14.6	19.0	22.7
EBITDA이익률	25.1	25.9	28.6	23.4	23.0
영업이익률	10.8	11.5	10.5	15.3	19.2
계속사업이익률	5.2	8.3	9.4	12.6	15.6
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	569	1,050	1,278	2,191	3,315
BPS	6,176	13,141	14,328	16,520	19,835
CFPS	2,468	3,068	3,964	4,123	4,931
EBITDAPS	2,713	3,271	3,866	4,057	4,893
SPS	10,795	12,628	13,539	17,363	21,270
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	61.9	72.3	43.2	28.5
PBR	N/A	4.9	6.4	5.7	4.8
PCFR	N/A	21.2	23.3	22.9	19.2
EV/EBITDA	N/A	22.1	22.3	21.0	16.6
PSR	N/A	5.1	6.8	5.4	4.4
재무비율(%)					
ROE	6.0	9.5	9.3	14.2	18.2
ROA	3.4	6.8	7.6	11.6	14.8
ROIC	8.3	15.3	15.2	26.8	46.8
부채비율	77.8	24.7	20.9	22.9	23.1
순부채비율	12.1	(49.4)	(43.2)	(57.8)	(67.7)
이자보상배율(배)	19.5	19.0	510.8	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	81.4	289.8	271.4	393.1	529.9
금융자산	11.6	192.2	173.8	267.8	376.4
현금성자산	11.5	51.3	32.9	87.1	155.0
매출채권 등	39.4	55.4	55.4	71.1	87.0
재고자산	0.0	1.3	1.3	1.7	2.0
기타유동자산	30.4	40.9	40.9	52.5	64.5
비유동자산	160.6	169.6	214.5	176.3	154.9
투자자산	2.3	3.8	3.8	4.9	6.0
금융자산	2.3	3.8	3.8	4.9	6.0
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	56.9
자산총계	242.0	459.5	485.9	569.4	684.9
유동부채	84.5	90.7	83.7	105.6	128.0
금융부채	8.1	10.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	20.5	34.0	34.0	43.6	53.4
기타유동부채	55.9	46.7	49.7	62.0	74.6
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	106.0	128.5
지배주주지분	136.1	368.4	401.9	463.4	556.4
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	67.9	129.3	222.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	401.9	463.4	556.4
순금융부채	16.4	(182.2)	(173.8)	(267.8)	(376.4)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(12.4)	(7.2)	(11.3)	90.6	103.2
당기순이익	8.1	23.8	35.8	61.5	93.0
조정	25.6	41.9	66.8	34.7	15.9
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)	(1.1)	(4.5)	(6.6)
영업활동 자산부채 변동	(46.1)	(72.9)	(113.9)	(5.6)	(5.7)
투자활동 현금흐름	(69.5)	(141.0)	3.1	(36.5)	(35.3)
투자자산감소(증가)	(2.3)	(1.5)	0.0	(1.1)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(66.1)	(139.5)	3.3	(35.4)	(34.2)
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	(18.4)	54.1	68.0
Unlevered CFO	35.3	69.7	111.2	115.7	138.3
Free Cash Flow	(13.5)	(7.3)	(11.6)	90.6	103.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.15	BUY	136,000		
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	BUY	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	93.8%	5.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 02월 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 2019년 02월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 02월 15일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.