



2019년 5월 23일 | Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

주가 하락 코멘트

방영도 안 했는데 우려만 반영 중

아스달연대기의 제작비를 기존 예상보다 높게 반영해 19년/20년 EPS 추정치를 하향하면서 목표주가를 115,000원(-19%)으로 하향한다. 텐트폴임에도 불구하고 규모가 워낙 큰 데다 제작비가 당초 예상보다 커지면서 기대감 없이 우려만 반영되고 있다. 시즌1은 적자일 가능성이 높지만, 기업가치는 결국 콘텐츠 흥행 여부로 결정되기에 방영 전까지 너무 과도하게 우려할 필요는 없다. 흥행 시에는 2,3분기 이익 추정치 하향보다는 2020년의 기대감으로 넘어갈 것이다. 드라마 제작사의 가치를 시즌 1의 손익 구조로만 폄하할 필요는 없으며, 이미 우려가 상당 부분 반영된 주가로 판단한다.

제작비가 예상보다는 좀 더 많다

기존 제작비 추정치는 회당 25억원이었는데, 이보다는 많은 금액이 투입될 것으로 보여 제작비 추정치를 회당 30억원(총 540억원)으로 상향한다. 모회사 지원 규모는 아직 확정되지 않았지만, 컨퍼런스 콜을 통해 아스달연대기가 미스터션샤인 수준의 UAP로 선행 판매되었다고 언급한 점을 감안할 때 50% 수준은 아닌 것으로 추정된다.

왜 우려만 반영되고 있는가?

1년에 3~3.5편의 텐트폴 드라마를 제작하며, 심지어 아스달연대기는 3년짜리 IP이다. 그렇기 때문에 우려보다 기대가 선행되어야 마땅하나, 1) 미스터션샤인 대비 늦은 티저 방영시점, 2) 늦은 판권 확정, 그리고 3) 편성 방식(12부작 선방영)의 생소함 등으로 인해 훌륭한 작가/연출진/배우들이 있음에도 우려만 반영되고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 115,000원(하향) | CP(5월 22일): 74,300원

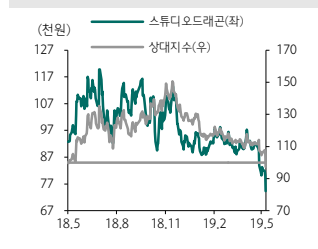
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	706.93
52주 최고/최저(원)	119,800/74,300
시가총액(십억원)	2,084.2
시가총액비중(%)	0.86
발행주식수(천주)	28,051.5
60일 평균 거래량(천주)	144.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.28
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.35
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(20.2) (29.7) (22.8)
상대	(14.0) (31.2) (4.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	485.7	580.2
영업이익(십억원)	60.3	92.0
순이익(십억원)	49.9	75.3
EPS(원)	1,817	2,723
BPS(원)	16,055	18,621

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	503.1	596.9	640.3
영업이익	십억원	33.0	39.9	57.8	95.4	115.6
세전이익	십억원	30.3	45.6	65.0	104.1	125.9
순이익	십억원	23.8	35.8	48.5	80.1	97.0
EPS	원	1,050	1,278	1,729	2,856	3,457
증감률	%	84.5	21.7	35.3	65.2	21.0
PER	배	61.90	72.30	42.96	26.01	21.50
PBR	배	4.95	6.46	4.63	3.93	3.32
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	17.19	13.54	11.77
ROE	%	9.45	9.31	11.40	16.36	16.76
BPS	원	13,141	14,305	16,035	18,891	22,348
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기균

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	80	십억원
주식 수	28,051	천주
EPS	2,856	원
목표 P/E	40	배
목표 주가	115,000	원
현재 주가	74,300	원
상승 여력	55	%

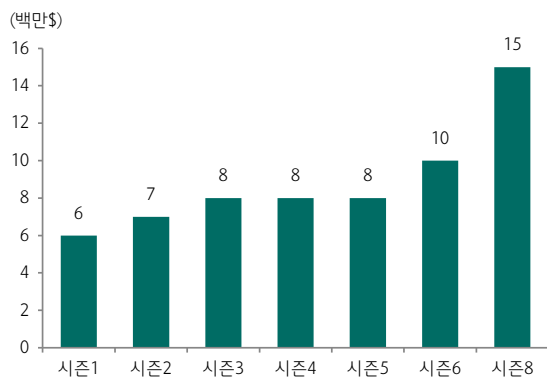
자료: 하나금융투자

표 2. 미스터션샤인과 아스달연대기 비교

	미스터션샤인	아스달연대기
방영일자	18년 7월	19년 6월
주연 배우	이병헌, 김태리	송중기, 장동건
첫 티저 공개	18년 2월	19년 5월
총 제작비	430+50억원	500~550억원
회당 제작비	18+2억원	30억원 추정
ENM 리쿠피금액	9억원(50%)	50% 이하
넷플릭스 판매	동시 방영	동시 방영
실적 영향	4분기 상각	미확정(10부작은 2Q, 8부작은 3Q)
예상 이익률	OPM 10% 내외	BEP 목표

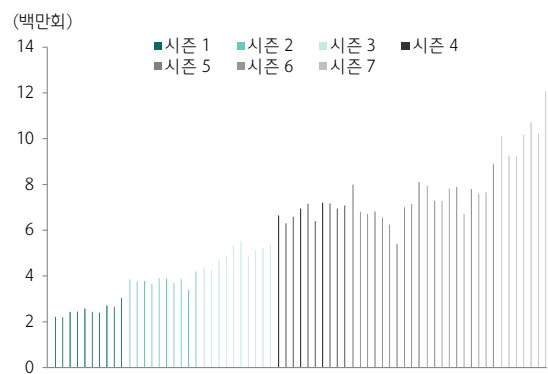
자료: 하나금융투자

그림 1. 왕좌의 게임 시즌별 에피소드당 제작비



자료: 언론 보도 집계, 하나금융투자

그림 2. 왕좌의 게임은 시즌이 갈수록 모객력 증대



주: HBO 케이블 내 최초 방영시 에피소드당 조횟수
자료: Cable Ratings, 하나금융투자

표 3. 중국 드라마 회당 판권 가격 상승 추이

(단위: 백만 원)

타이틀	연도	회당 가격
Empresses in the Palace	12	0.3
Longmen Express	13	0.8~0.9
The Empress of China	14	1.0
The Journey of Flower	15	1.3
Ice Fanatsy	16	4.0
Fighter of the Destiny	17	7.5
Ruyi's Royal Love in the Palace	18	9.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

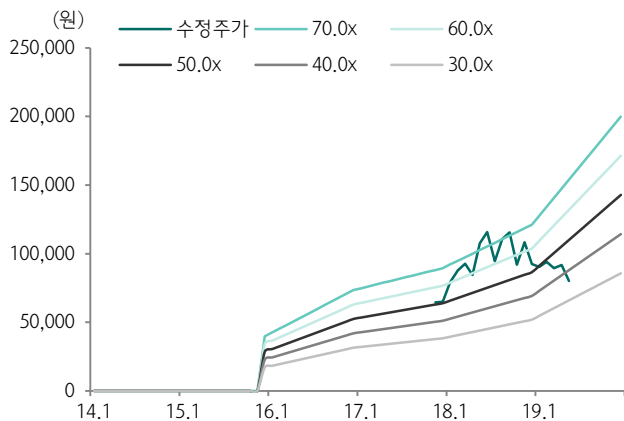
표 4. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	287	380	503	597	80	74	124	102	112	131	121	140
편성	131	178	238	302	41	34	49	54	44	66	53	76
판매	112	162	220	246	32	29	63	38	56	55	56	53
기타	44	39	44	49	7	11	11	10	12	10	11	11
오리지널			14	58								14
매출총이익	47	56	77	117	14	11	25	7	15	13	16	33
GPM	16%	15%	15%	20%	17%	14%	20%	6%	13%	10%	13%	23%
영업이익	33	40	58	95	11	7	22	0	11	9	12	26
OPM	11%	11%	11%	16%	13%	10%	17%	0%	10%	7%	10%	18%
순이익	24	36	49	80	8	9	17	2	9	9	10	20

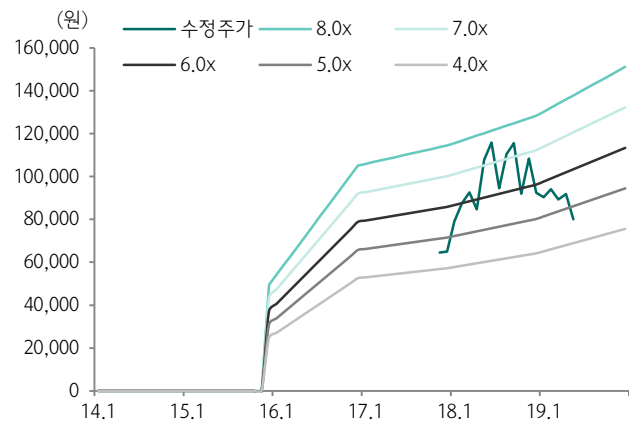
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 4. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	503.1	596.9	640.3
매출원가	239.7	324.0	426.3	479.9	500.5
매출총이익	47.1	55.6	76.8	117.0	139.8
판관비	14.2	15.7	19.0	21.6	24.2
영업이익	33.0	39.9	57.8	95.4	115.6
금융손익	(2.5)	6.1	7.2	8.6	10.3
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	65.0	104.1	125.9
법인세	6.4	9.8	16.5	23.9	29.0
계속사업이익	23.8	35.8	48.5	80.1	97.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	48.5	80.1	97.0
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	48.5	80.1	97.0
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	48.5	80.1	97.0
NOPAT	26.0	31.3	43.2	73.5	89.0
EBITDA	74.3	115.2	106.5	126.9	135.9
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	32.5	18.6	7.3
NOPAT증가율	101.6	20.4	38.0	70.1	21.1
EBITDA증가율	91.5	55.0	(7.6)	19.2	7.1
영업이익증가율	98.8	20.9	44.9	65.1	21.2
(영업이익)순이익증가율	193.8	50.4	35.5	65.2	21.1
EPS증가율	84.5	21.7	35.3	65.2	21.0
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	15.3	19.6	21.8
EBITDA이익률	25.9	30.3	21.2	21.3	21.2
영업이익률	11.5	10.5	11.5	16.0	18.1
계속사업이익률	8.3	9.4	9.6	13.4	15.1

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,729	2,856	3,457
BPS	13,141	14,305	16,035	18,891	22,348
CFPS	3,068	3,930	3,906	4,610	4,910
EBITDAPS	3,271	4,108	3,797	4,525	4,846
SPS	12,628	13,539	17,936	21,278	22,826
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	61.9	72.3	43.0	26.0	21.5
PBR	4.9	6.5	4.6	3.9	3.3
PCR	21.2	23.5	19.0	16.1	15.1
EV/EBITDA	22.1	21.2	17.2	13.5	11.8
PSR	5.1	6.8	4.1	3.5	3.3
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	11.4	16.4	16.8
ROA	6.8	7.4	8.8	12.4	12.9
ROIC	15.3	14.6	19.7	41.7	59.8
부채비율	24.7	27.7	32.0	31.8	28.8
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(56.2)	(69.0)	(77.2)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,415.6	2,336.4	2,829.5

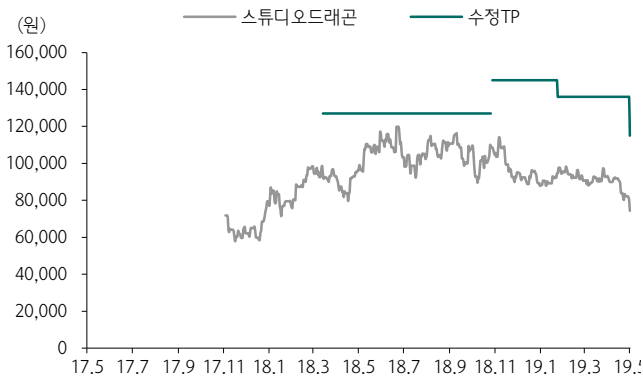
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	376.5	512.2	640.7
금융자산	192.6	155.5	255.0	368.0	486.0
현금성자산	51.3	153.0	251.7	364.1	481.8
매출채권 등	54.9	68.8	91.1	108.1	116.0
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.0
기타유동자산	41.0	22.3	29.6	35.2	37.7
비유동자산	169.6	265.2	217.2	186.5	166.5
투자자산	3.8	3.7	4.4	5.2	5.6
금융자산	3.8	3.3	4.4	5.2	5.6
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	593.7	698.7	807.2
유동부채	90.7	108.2	140.8	165.5	176.9
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	79.4	94.2	101.0
기타유동부채	46.4	48.3	61.4	71.3	75.9
비유동부채	0.3	2.9	3.1	3.3	3.4
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.0	1.2	1.3
부채총계	91.0	111.1	143.9	168.8	180.3
지배주주지분	368.4	401.3	449.8	529.9	626.9
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	116.2	196.3	293.2
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	449.8	529.9	626.9
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(252.8)	(365.9)	(483.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	96.1	107.6	109.8
당기순이익	23.8	35.8	48.5	80.1	97.0
조정	41.9	74.5	44.7	25.3	11.8
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)	(0.0)	(6.2)	(8.6)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	2.9	2.2	1.0
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.7	4.8	7.9
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.7)	(0.8)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.4	5.6	8.3
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	98.7	112.4	117.7
Unlevered CFO	69.7	110.2	109.6	129.3	137.7
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	96.1	107.6	109.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.23	BUY	115,000		
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자 변경	145,000		
18.11.18	담당자 변경			-
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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 23일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 05월 23일 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.