



2019년 5월 10일 | Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

6월 1일 본방사수만 남았다

아스달연대기는 보고 결정 하자

미스터션샤인 이후 메가 히트 부재, 4분기 실적 부진 등으로 주가가 5개월째 박스권을 형성하면서 주가는 다소 지루한 상황이다. 다만, 1분기 실적 기대감이 높지 않았음(당사 예상치는 15% 상회)에도 불구하고 2.5조원 내외의 시가총액을 지켜왔다는 것은 그만큼 최소 3년 이상 지속될 메가 IP인 아스달연대기에 대한 기대감이 높다는 반증이다. 흥행 실패에 대한 리스크도 그만큼 높지만, 흥행 시 발생할 1) 시즌2 이후의 레버리지, 2) OSMU 매출의 높은 기여, 3) 2020년 디즈니+의 아시아 진출 가시화라는 우호적인 영업환경을 감안하면 상승 잠재력이 훨씬 높다. 어려운 시장환경에서 주가의 조정은 있을 수 있겠으나 방영 1달을 앞두고 디레이팅 될 가능성은 높지 않아 현 주가에서는 조정 시 매수를 추천한다.

1Q Review: OPM 9.9%(~3.5%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,118억원(+40% YoY)/110억원(+3%)으로 컨센서스(120억원)를 소폭 하회했다. 알함브라 궁전의 추억, 로맨스는 별책부록 등 해외 판권의 고성장으로 매출은 컨센서스를 18%나 상회했다. 해외 판매 매출 비중은 2017년 23% → 2018년 29% → 1Q19 38%까지 가속화되고 있다. 2021년 해외 판매 매출 비중 목표는 50%다. 다만, 관련 영향으로 무형자산상각이 267억원(+115% YoY) 반영되면서 GPM은 13.4%(~3.7%)로 하락했다.

장르물과 시즌제 확대는 긍정적인 방향

2분기에는 <어비스>, <보이스3>, <아스달연대기>등이 방영되는데, 이들의 공통점은 장르물이다. 이 외에도 <구해줘2>가 OCN에서 방영되는데 시즌제만 총 3 작품이다. 2021년까지 해외 매출 비중 50%를 목표하고 있는데, 결국 해외 OTT 매출 비중이 핵심임을 감안하면 판매에 용이한 장르물이자 시즌제 IP 강화는 긍정적인 방향이다. 최근 OCN 작품들의 해외 판매나 영화 제작(나쁜 녀석들, 손 The Guest 등)으로 OSMU 매출이 강화되는 것도 주목할 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 136,000원 | CP(5월 9일): 89,300원

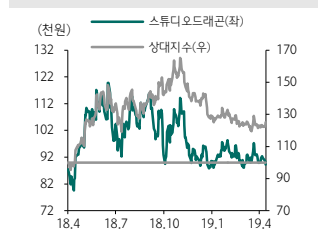
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	724.22
52주 최고/최저(원)	119,800/83,600
시가총액(십억원)	2,505.0
시가총액비중(%)	1.01
발행주식수(천주)	28,051.5
60일 평균 거래량(천주)	145.1
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.25
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.35
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.4) (11.1) 6.8
상대	2.0 (15.6) 25.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	476.5	570.2
영업이익(십억원)	68.3	102.5
순이익(십억원)	55.8	82.3
EPS(원)	2,028	2,964
BPS(원)	16,327	19,127

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	500.6	596.9	640.3
영업이익	십억원	33.0	39.9	59.3	102.4	120.6
세전이익	십억원	30.3	45.6	66.5	111.1	130.9
순이익	십억원	23.8	35.8	49.7	85.5	100.8
EPS	원	1,050	1,278	1,770	3,048	3,594
증감률	%	84.5	21.7	38.5	72.2	17.9
PER	배	61.90	72.30	50.45	29.29	24.85
PBR	배	4.95	6.46	5.56	4.67	3.93
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	20.84	15.92	14.27
ROE	%	9.45	9.31	11.65	17.32	17.18
BPS	원	13,141	14,305	16,075	19,124	22,718
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

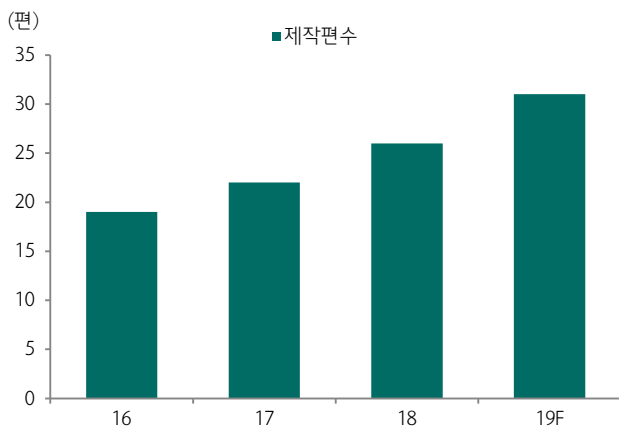
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 - 2020년 오리지널 제작 3편 가정

(단위: 억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,868	3,795	5,006	5,969	799	743	1,237	1,017	1,118	1,282	1,207	1,399
편성	1,312	1,781	2,359	3,025	407	341	489	544	441	632	530	757
판매	1,119	1,621	2,203	2,456	321	288	634	378	562	547	565	530
기타	437	394	444	489	71	114	114	95	115	104	112	112
오리지널			144	576					0	0	0	144
매출총이익	472	556	783	1,240	136	106	248	65	150	149	159	325
GPM	16%	15%	16%	21%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	13%	23%
영업이익	330	399	593	1,024	107	73	215	4	110	108	119	256
OPM	11%	11%	12%	17%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	10%	18%
순이익	238	358	497	855	79	89	172	17	92	102	99	204

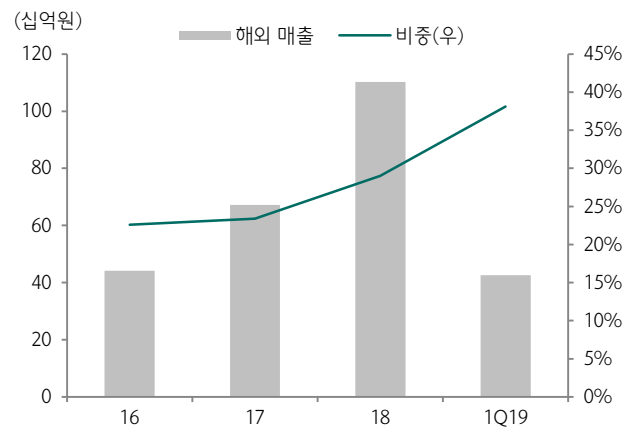
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 제작편수 추이 및 전망 - 2019년 31편(글로벌 4편)



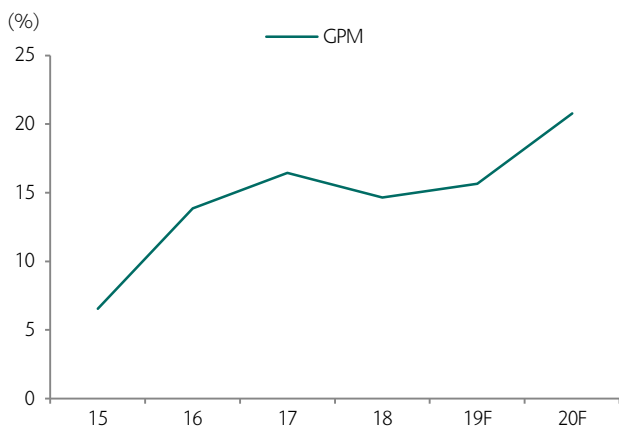
자료: 하나금융투자

그림 2. 해외 판매 매출 비중 - 21년까지 50% 목표



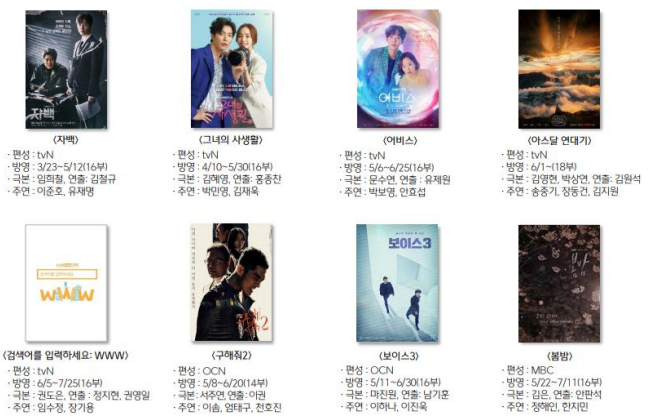
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. GPM 추이 - 2015년 7% → 2020년 21%



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 2분기 주요 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 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	
19.12	아스달 연대기	상고시대 가상국		송중기, 장동건, 김지원		김영현, 박상연	tvN	용비어천가 시리즈(시퀀)
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 5. 역대 김영현, 박상연 작가 사극 드라마



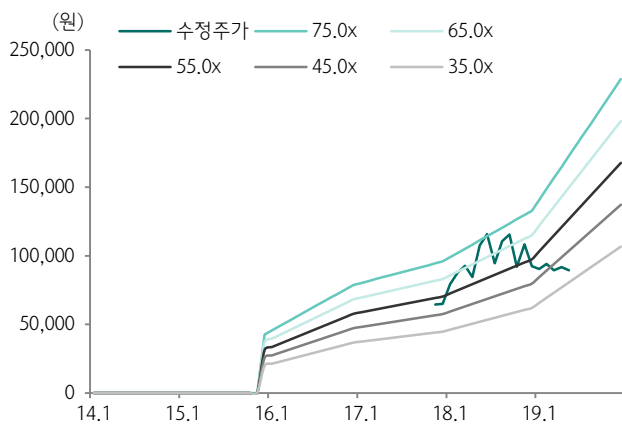
자료: 구글, 하나금융투자

그림 6. IP사업 다각화 - 스튜디오드래곤 2.0



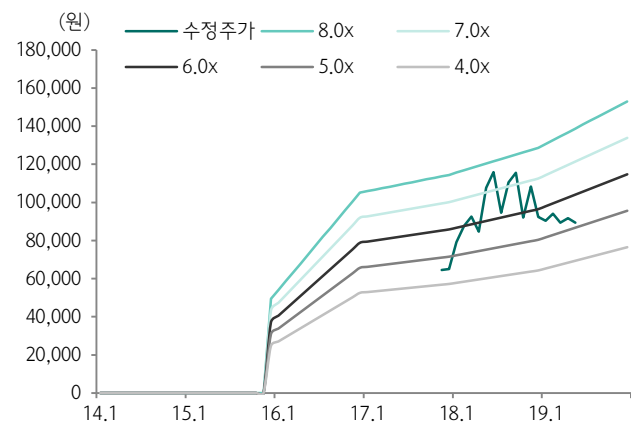
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 8. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

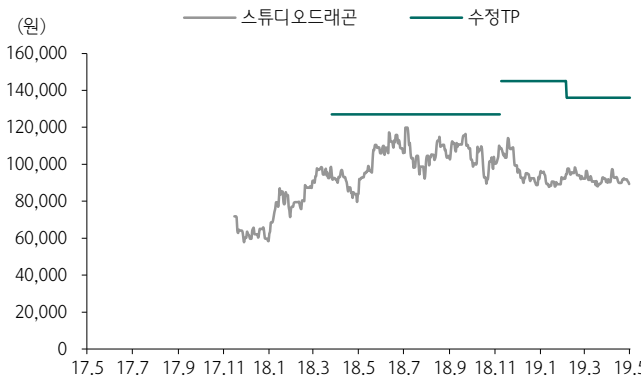
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	500.6	596.9	640.3
매출원가	239.7	324.0	422.3	472.9	495.5
매출총이익	47.1	55.6	78.3	124.0	144.8
판매비	14.2	15.7	19.0	21.6	24.2
영업이익	33.0	39.9	59.3	102.4	120.6
금융손익	(2.5)	6.1	7.2	8.6	10.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	66.5	111.1	130.9
법인세	6.4	9.8	16.8	25.5	30.1
계속사업이익	23.8	35.8	49.7	85.5	100.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	49.7	85.5	100.8
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	49.7	85.5	100.8
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	49.7	85.5	100.8
NOPAT	26.0	31.3	44.3	78.9	92.8
EBITDA	74.3	115.2	108.0	133.9	140.9
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	31.9	19.2	7.3
NOPAT증가율	101.6	20.4	41.5	78.1	17.6
EBITDA증가율	91.5	55.0	(6.3)	24.0	5.2
영업이익증가율	98.8	20.9	48.6	72.7	17.8
(영업이익)순이익증가율	193.8	50.4	38.8	72.0	17.9
EPS증가율	84.5	21.7	38.5	72.2	17.9
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	15.6	20.8	22.6
EBITDA이익률	25.9	30.3	21.6	22.4	22.0
영업이익률	11.5	10.5	11.8	17.2	18.8
계속사업이익률	8.3	9.4	9.9	14.3	15.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,770	3,048	3,594
BPS	13,141	14,305	16,075	19,124	22,718
CFPS	3,068	3,930	3,959	4,857	5,082
EBITDAPS	3,271	4,108	3,850	4,774	5,025
SPS	12,628	13,539	17,847	21,278	22,826
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	61.9	72.3	50.4	29.3	24.8
PBR	4.9	6.5	5.6	4.7	3.9
PCR	21.2	23.5	22.6	18.4	17.6
EV/EBITDA	22.1	21.2	20.8	15.9	14.3
PSR	5.1	6.8	5.0	4.2	3.9
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	11.7	17.3	17.2
ROA	6.8	7.4	9.0	13.2	13.2
ROIC	15.3	14.6	20.3	44.7	62.4
부채비율	24.7	27.7	31.8	31.5	28.3
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(56.3)	(69.4)	(77.6)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,452.4	2,507.8	2,951.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	377.0	518.7	651.0
금융자산	192.6	155.5	256.1	374.5	496.4
현금성자산	51.3	153.0	252.8	370.7	492.2
매출채권 등	54.9	68.8	90.7	108.1	116.0
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.0
기타유동자산	41.0	22.3	29.4	35.2	37.6
비유동자산	169.6	265.2	217.1	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	61.9	61.9	61.9
자산총계	459.5	512.4	594.1	705.2	817.5
유동부채	90.7	108.2	140.1	165.5	176.9
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	79.0	94.2	101.0
기타유동부채	46.4	48.3	61.1	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	143.2	168.8	180.3
지배주주지분	368.4	401.3	450.9	536.5	637.3
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	117.3	202.8	303.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	450.9	536.5	637.3
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(253.9)	(372.4)	(494.2)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	97.1	113.0	113.5
당기순이익	23.8	35.8	49.7	85.5	100.8
조정	41.9	74.5	44.5	25.2	11.7
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)	(4.2)	(6.3)	(8.7)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	2.9	2.3	1.0
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.7	4.9	8.1
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.6)	(0.8)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.3	5.7	8.5
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	99.8	117.8	121.6
Unlevered CFO	69.7	110.2	111.0	136.2	142.6
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	97.1	113.0	113.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.15	BUY	136,000	-	-
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 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 05월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 05월 10일 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.