스튜디오드래곤 (253450)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

독기 품은 용, 다시 날아오르자!

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 85,000 원
현재주가 60,100 원

캡티브, 지상파, 넷플릭스 오리지널 + α

작년까지 tvN/OCN 중심으로 대부분의 작품을 공급했던 동사는 올해부터 판이하게 달라진 고객군 확대의지를 보여주고 있다. 현재 시청률 1위를 기록 중인 SBS 의사요한을 공급했고, 그리고 내년 상반기 최대 화제작인 김은숙 작가의 신작도 SBS에 공급하기로 확정한 것이다. 아울러 8월 22일 공개된 좋아하면 울리는을 시작으로 넷플릭스 오리지널 제작사업도 개시했다. 내년에도 나홀로 그대를 포함 다수 작품이 예상된다. 탑라인 고성장 재점화를 위한 본격적인 기동이 시작된 것으로 판단한다.

실적 우려를 기우로 불식시킨 양호한 실적 시현

동사 2분기 실적은 매출액 1,282억원(YoY +72.5%), 영업이익 108억원(YoY +47.9%)으로 당사 전망치 OP 97억원을 10% 상회하며 최근 불거진 실적 우려를 불식시켰다. 매출은 해외 판매가 전년동기대비 156% 급증하며 라인업의 평균적인 국내시청률 부진을 메이크업하기에 충분했던 것으로 판단된다. 아울러 3분기는 호텔 델루나가 평균시청률 8%를 기록하며 흥행 중이고, 백미경 작가의 날 녹여주오, 박지은 작가의 사랑의 불시착 등 텐트폴 모멘텀은 경쟁사를 여전히 압도하고 있다는 판단이다.

하반기 미국법인 설립과 함께 메인스트림으로 간다!

현재 동사는 2~3편의 글로벌 합작 프로젝트를 구체적으로 진행 중인 것으로 알려지고 있다. 아울러 하반기 중으로 미국 현지법인 설립과 함께 동사 드라마의 미국 진출을 적극 모색할 것으로 예상된다. 중국, 넷플릭스만 볼 게 아니라 이제는 미국, 글로벌 합작 드라마, 넷플릭스와 OTT를 염두에 둘 시점이 왔다. 꽉 막혀 있던 것처럼 보여지던 탑라인 고성장이 다가오고 있다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 85,000원(유지)

연초 아스달연대기 첫시즌 BEP 우려가 제기된 이래 목표주가를 지속 하향해 왔던 보수적인 관점에서 이제는 적극적인 편입 관점으로 변경한다. 해외 프로젝트의 하반기 가시화로 성장포텐셜이 다시 높아지는 환경에서, 27배까지 떨어진 PER는 한류 드라마 일등주에게는 우호적인 환경임에 틀림 없다. 매수 추천을 권고한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		16,859 억원
발행주식수		28,051 천주
52 주 최고가/최저가		116,300 / 50,900
90 일 일평균거래대금		117.81 억원
외국인 지분율		2.7%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		15,896 원
KOSDAQ 대비	1 개월	0.2%
	6 개월	-18.5%
	12 개월	-24.7%
주주구성	CJ ENM 외 4 인	74.4%
	스튜디오드래곤우리사주	0.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	286.8	33.0	30.3	23.9	851	193.1	57.0	84.1	32.4	5.4	9.5
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,277	50.1	64.9	71.6	25.1	6.4	9.3
2019E	480.7	50.3	56.0	44.2	1,576	23.4	75.3	37.4	14.6	3.7	10.4
2020E	607.9	67.5	73.2	59.4	2,117	34.3	94.5	27.8	11.5	3.3	12.5
2021E	738.6	86.7	92.4	76.6	2,731	29.0	115.7	21.6	9.8	2.8	14.1

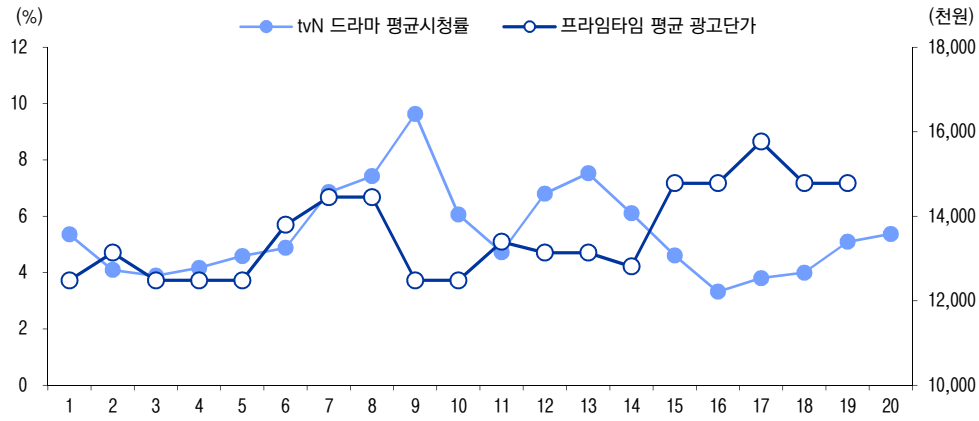
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

캡티브 중심에서 지상파, 넷플릭스 오리지널로 빠르게 공급처 다변화

동사는 올해 들어 고성장 재점화의 일환으로 무작정 중국을 기다리기보다는 현실적인 대응책을 실천 중인 것으로 보인다. 양질의 라인업을 지상파로 판매하고, 8월부터는 넷플릭스 오리지널의 제작/방영이 개시된 것이다. 7월 SBS 의사요한, 내년 상반기 SBS 더 킹: 영원의 군주를 판매했고 좋아하면 울리는을 비롯한 다수 넷플릭스 오리지널을 제작/방영하고 있다.

채널 시청률은 올해 1월 7.5%를 고점으로 YTD로 하락세를 지속하다가 4월 3.3%를 저점으로 꾸준히 반등세를 이어오고 있다. 캡티브향 공급 라인업도 6월 아스달 연대기, 7월 호텔 델루나로 개선세가 뚜렷하다. 평균 광고단가는 6월에 전월비 소폭 조정후 플랫을 유지 중이다.

그림56 스튜디오드래곤 드라마 월별 시청률 & 프라임타임 평균 광고단가 추이



자료: 닐슨코리아, 스튜디오드래곤, CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 SBS 의사요한, SBS 더 킹: 영원의 군주

자료: 스튜디오드래곤, SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 넷플릭스 오리지널: 좋아하면 울리는 & 나홀로 그대

자료: 스튜디오드래곤, 넷플릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 시청률에 의존하지 않아도 해외 판매 탄탄대로 입증

금번 실적의 주안점은 전년동기대비 156% 급증한 해외 판매에 있다. 아스달연대기를 제외하고도 40% 가량 전년동기대비 해외판매가 증가한 것으로 파악된다. 동기간 라인업 평균시청률은 1%p 급감하며 3%대에 머물렀던 점을 감안시 고무적인 결과다. 이제는 국내 시청률에만 의존하지 않고도 독자적인 해외 판매경로가 다변화되었음을 방증하는 것이다.

3분기 라인업이 상반기와 뚜렷하게 차이나는 점은 비계열 비중의 확대에 있다. 계열향은 호텔 델루나, 아스달연대기 파트3이 남았고, 비계열향으로 SBS 의사요한, NFLX 좋아하면 울리는 등 시장 기대작이 포진하고 있다. 아울러 해외 합작 프로젝트도 하반기 중 가시화 가능성이 상존하고 있어, 동사의 tvN/OCN향 의존도는 상당히 빠른 속도로 감소가 예상된다.

표8 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**128.2**	**122.3**	**118.4**	**286.8**	**379.6**	**480.7**	**607.9**
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	61.2	65.0	131.2	178.1	228.4	269.1
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	48.6	42.9	111.9	162.1	208.0	270.6
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	12.5	10.5	43.7	39.4	44.3	68.2
YoY	*6.1*	*19.8*	*59.6*	*41.3*	*39.9*	*72.5*	*-1.1*	*16.4*	*46.7*	*32.4*	*26.6*	*26.5*
편성매출	*54.8*	*41.5*	*17.0*	*39.5*	*8.4*	*70.4*	*25.2*	*19.5*	*49.4*	*35.7*	*28.2*	*17.8*
판매매출	*-12.1*	*9.5*	*172.1*	*46.5*	*75.1*	*109.4*	*-23.3*	*13.5*	*48.4*	*44.9*	*28.3*	*30.1*
기타매출	*-43.2*	*-1.7*	*-8.1*	*31.9*	*62.0*	*-14.0*	*10.0*	*10.0*	*35.3*	*-9.8*	*12.4*	*54.0*
해외 판매	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	54.7	32.3	67.2	110.2	171.8	237.3
YoY	*0.4*	*2.5*	*252.7*	*61.0*	*87.7*	*155.8*	*18.4*	*30.2*	*58.5*	*64.0*	*55.9*	*38.1*
매출 비중	28.4	22.2	37.3	24.4	38.1	32.9	44.7	27.3	23.4	29.0	35.7	39.0
편성시간	100	98	100	120	109	123	120	130	302	418	482	530
시간당 편성매출	4.1	3.5	4.9	4.5	4.0	4.7	5.1	5.0	4.3	4.3	4.7	5.1
라인업 평균시청률	3.9	4.2	7.3	4.6	4.2	3.6	-	-	3.7	5.0	n/a	n/a
넷플릭스 동시방영	1	1	1	1	1	2	1	2	2	4	6	6
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.5**	**0.4**	**11.0**	**10.8**	**21.1**	**7.4**	**33.0**	**39.9**	**50.3**	**67.5**
YoY	*-23.6*	*-18.0*	*220.9*	*-89.9*	*2.8*	*47.9*	*-1.9*	*n/a*	*55.7*	*20.8*	*26.2*	*34.1*
영업이익률(%)	13.4%	9.8%	17.4%	0.3%	9.8%	8.4%	17.2%	6.3%	11.5%	10.5%	10.5%	11.1%

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 2019~2020 년 tvN / OCN 드라마 라인업 (Non-Captive 공급 포함)

제목	채널	요일	시청률	시작일	제작사	연출	작가	배우
왕이 된 남자	tvN	월화	8.42%	1/07	스튜디오드래곤	김희원	김선덕	여진구, 이세영
로맨스는 별책부록	tvN	토일	5.15%	1/26	글앤그림미디어	이정효	정현정	이종석, 이나영
진심이 닿다	tvN	수목	3.96%	2/06	메가몬스터/콘텐츠지음	박준화	이명숙	유인나, 이동욱
막돼먹은 영애씨 17	tvN	금	2.65%	2/08	CJ ENM	한상재	한설희	김현숙, 이승준
트랩	OCN	토일	3.30%	2/09	필름몬스터	박신우	남상욱	이서진, 성동일
빙의	OCN	수목	1.88%	3/06	w/ 데이드림엔터	최도훈	박희강	송새벽, 고준희
사이코메트리 그녀석	tvN	월화	2.39%	3/11	JS픽쳐스	김병수	양진아	진영, 신예은
킬잇	OCN	토일	1.73%	3/23	w/ 크레이브웍스	남성우	손현수	장기용, 나나
자백	tvN	토일	4.79%	3/23	w/ 에이스팩토리	김철규	임희철	준호, 유재명
그녀의 사생활	tvN	수목	2.66%	4/10	w/ 본팩토리	홍종찬	김성연	박민영
어비스	tvN	월화	2.66%	5/06	네오엔터	유제원	문수연	박보영
구해줘 2	OCN	수목	2.13%	5/08	히든시퀀스	이권	서주연	엄태구, 천호진
보이스 3	OCN	토일	4.27%	5/11	w/ 콘텐츠케이	남기훈	마진원	이하나, 이진욱
아스달 연대기	tvN	토일	6.59%	6/01	스튜디오드래곤	김원석	김영현	송중기, 장동건
검색어를 입력하세요 WWW	tvN	수목	3.48%	6/05	화앤담픽쳐스	정지현	권도은	임수정, 장기용
60일, 지정생존자	tvN	월화	4.09%	7/01	w/ DK E&M	유종선	김태희	지진희, 배종옥
WATCHER	OCN	토일	4.19%	7/06	스튜디오드래곤	안길호	한상운	한석규, 서강준
호텔 델루나	tvN	토일	7.98%	7/13	w/ 지티스트	오충환	홍자매	아이유, 여진구
미스터 기간제	OCN	수목	2.58%	7/17	JS픽쳐스	성용일	장홍철	윤균상, 금새록
의사 요한	SBS	금토	10.10%	7/19	KPJ	조수원	김지운	지성, 이세영
악마가 너의 이름을 부를 때	tvN	수목	2.85%	7/31	더문씨앤엠	민진기	노혜영	정경호, 이설
좋아하면 울리는	NFLX	-	-	8/22	스튜디오드래곤	이나정	이아연	김소현, 정가람
위대한 쇼	tvN	월화	-	8/26	w/ 화이코리아	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈
타인은 지옥이다	OCN	토일	-	8/31	영화사우상, 스튜디오N	이창희	정이도	임시완, 이동욱
달리는 조사관	OCN	수목	-	9/18	w/ 데이드림엔터	김용수	백정철	이요원, 최귀화
쌉니다 천리마 마트	tvN	금	-	9/20	-	백승룡	김솔지	이동휘, 김병철
청일전자 미쓰리	tvN	수목	-	9월	스튜디오드래곤	한동화	박정화	이혜리, 김상경
날 녹여주오	tvN	토일	-	10월	w/ 스토리피닉스	신우철	백미경	지창욱, 원진아
모두의 거짓말	OCN	수목	-	10월	스튜디오드래곤	이윤정	전영신	이민기, 이유영
유령을 잡아라	tvN	월화	-	10/21	로고스필름	신윤섭	소원	문근영, 김선호
사랑의 불시착	tvN	토일	-	11월	문화창고	이정효	박지은	현빈, 손예진
싸이코패스 다이어리	tvN	수목	-	11월	w/ 키이스트	이종재	류용재	윤시윤, 정인선
식빵 굽는 남자	tvN	-	-	4분기	-	이종재	주화미	육성재, 박은빈
스위트홈	tvN	-	-	4분기	-	이응복	-	박규영, 송강
하늘에서 떨어진 풀	tvN	-	-	4분기	JS픽쳐스	김상호	남지은	윤현민, 안우연
블랙독	tvN	-	-	1월	-	황준혁	박주연	서현진, 라미란
슬기로운 의사생활	tvN	-	-	1월	CJ ENM	신원호	이우정	전미도
더 킹: 영원의 군주	SBS	-	-	상반기	화앤담픽쳐스	백상훈	김은숙	이민호, 김고은
머니 게임	tvN	-	-	상반기	-	김상호	이영미	고수, 심은경
방법	tvN	-	-	상반기	-	김용완	연상호	-
골든아워	tvN	-	-	상반기	스튜디오드래곤	-	소현경	-
노희경 차기작	tvN	-	-	상반기	지티스트	-	노희경	-
시그널 2	tvN	-	-	상반기	에이스토리	-	김은희	-
본대로 말하라	OCN	-	-	상반기	-	이준형	고영재	장혁, 진서연

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	302.9	277.5	297.7	378.1
현금 및 현금성자산	191.6	131.6	71.6	61.6	51.6
매출채권 및 기타채권	54.9	72.7	92.1	116.4	141.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	41.9	68.6	83.8	89.7	155.0
비유동자산	169.6	178.5	243.8	283.1	283.1
관계기업투자등	0.0	60.0	120.0	145.0	145.0
유형자산	1.1	2.5	3.0	4.0	4.0
무형자산	127.5	116.0	120.8	134.1	134.1
자산총계	**459.5**	**481.5**	**521.3**	**580.8**	**661.2**
유동부채	90.7	78.0	73.6	73.7	77.5
매입채무 및 기타재무	8.2	10.9	13.8	17.4	21.2
단기금융부채	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
기타유동부채	72.5	61.0	55.0	51.5	51.5
비유동부채	0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	72.2	2.0	2.0	2.0	2.0
부채총계	**91.0**	**80.0**	**75.6**	**75.7**	**79.5**
지배주주지분	368.5	401.5	445.7	505.1	581.7
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	32.1	67.9	112.1	171.5	248.1
비지배주주지분(연결)					
자본총계	**368.5**	**401.5**	**445.7**	**505.1**	**581.7**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**286.8**	**379.6**	**480.7**	**607.9**	**738.6**
매출원가	239.7	324.0	403.3	501.5	601.2
매출총이익	**47.1**	**55.6**	**77.4**	**106.4**	**137.4**
판매비 및 관리비	14.2	15.7	27.1	38.9	50.7
영업이익	**33.0**	**39.9**	**50.3**	**67.5**	**86.7**
(EBITDA)	57.0	64.9	75.3	94.5	115.7
금융손익	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.0	-5.0	-5.0	15.0	15.0
세전계속사업이익	**30.3**	**45.6**	**56.0**	**73.2**	**92.4**
계속사업법인세비용	6.4	9.8	11.8	13.8	15.8
계속사업이익	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**23.9**	**35.8**	**44.2**	**59.4**	**76.6**
지배주주	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
총포괄이익	**23.9**	**35.8**	**44.2**	**59.4**	**76.6**
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	16.1	17.5	18.6
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.5	11.1	11.7
EBITDA 마진률 (%)	19.9	17.1	15.7	15.5	15.7
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	9.2	9.8	10.4
ROA (%)	6.8	7.6	8.8	10.8	12.3
ROE (%)	9.5	9.3	10.4	12.5	14.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-7.2**	**139.1**	**11.6**	**19.3**	**5.0**
당기순이익(손실)	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
비현금수익비용가감	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	24.0	25.0	25.0	27.0	29.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-60.2	73.1	-62.7	-72.2	-102.7
매출채권 감소(증가)	-17.9	-17.8	-19.4	-24.4	-25.0
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	2.4	2.7	2.9	3.6	3.7
기타자산, 부채변동	-44.7	88.2	-46.3	-51.5	-81.4
투자활동 현금	**-141.0**	**-50.0**	**-65.3**	**-24.3**	**-10.0**
유형자산처분(취득)	-0.1	-1.4	-0.5	-1.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	11.5	-4.8	-13.3	0.0
투자자산 감소(증가)	-140.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.0	-60.0	-60.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금	**188.1**	**-8.9**	**-6.3**	**-5.0**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	-18.1	-3.9	-1.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	207.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	**39.9**	**80.2**	**-60.0**	**-10.0**	**-10.0**
기초현금	11.5	51.4	131.6	71.6	61.6
기말현금	51.4	131.6	71.6	61.6	51.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	84.1	71.6	37.4	27.8	21.6
P/B	5.4	6.4	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	32.4	25.1	14.6	11.5	9.8
P/CF	-	-	-	-	
배당수익률 (%)	-	-	-	-	
성장성 (%)					
매출액	85.8	32.4	26.6	26.5	21.5
영업이익	98.7	21.0	26.0	34.1	28.5
세전이익	188.2	50.8	22.7	30.7	26.3
당기순이익	193.2	50.2	23.4	34.3	29.0
EPS	193.1	50.1	23.4	34.3	29.0
안정성 (%)					
부채비율	24.7	19.9	17.0	15.0	13.7
유동비율	319.6	388.4	377.1	403.7	487.9
순차입금/자기자본(x)	-49.3	-31.3	-15.0	-11.2	-8.0
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
순차입금 (십억원)	-181.6	-125.5	-66.8	-56.8	-46.8
주당지표(원)					
EPS	851	1,277	1,576	2,117	2,731
BPS	13,142	14,320	15,896	18,014	20,746
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료:스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터