

스튜디오드래곤(253450)

3Q19 Preview: 일시적인 감익, 하지만 기대되는 2020년

영업이익 107억원(-50.4% YoY) 전망

3분기 매출액은 전년동기대비 9.2% 증가한 1,352억원으로 예상되나 영업이익은 50.4% 감소한 107억원으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 다만 3분기 감익은 2018년 3분기 넷플릭스에서 동시 방영된 '미스터션샤인' 실적 인식에 따른 높은 기저와 '아스달 연대기' 부진에 기인한다. 넷플릭스 동시 방영 작품은 해외 매출이 방영되는 분기에 일시 인식되는 반면, 올해 3분기 '호텔델루나'와 같이 방영권이 지역별로 판매되는 작품은 해외 매출이 방영 다음 분기부터 단계적으로 인식되기 때문이다. 또한 일반적인 대작의 제작마진이 20%를 상회하는 데 반해 '아스달연대기'의 마진은 손익분기점을 조금 상회하는 수준에 그쳤다.

4분기까지 부진 일단락, 2020년 수익성 개선 본격화될 것

2020년 매출액은 전년대비 15.4% 증가한 5,564억원, 영업이익은 75.8% 증가한 772억원을 전망한다. 2020년 드라마 제작 편수는 올해보다 3.4편 증가한 33.5편으로 외형 성장을 견인할 것이다. 캡티브 편성 수는 2019년과 유사하나 비캡티브와 OTT(온라인 동영상 서비스) 오리지널 편성 수가 증가하기 때문이다. 비용 부담도 완화되면서 영업이익률은 금년 9.1%에서 2020년 13.9%로 상승할 전망이다. 2019년 내내 수익성 하락 요인으로 작용한 '아스달연대기'의 제작비 반영이 올해 4분기로 마무리되고 내년부터는 제작비 대비 가속상각액 비율도 안정되며 수익성 개선이 나타날 것이다.

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 95,000원(2020F 목표 PER 41배)을 유지한다. 3분기 실적 우려는 이미 주가에 반영되었다. 4분기까지 실적 모멘텀은 약하나 지금은 2020년부터 시작될 본격적인 수익성 개선에 초점을 맞출 시점이다. 내년 상반기까지 4개의 신규 OTT가 출범할 예정이다. 북미지역 경쟁 심화에 기인한 글로벌 OTT의 아시아 시장 진출은 아시아 최고의 드라마 콘텐츠를 제작하는 동사에 수혜로 이어질 것이다.

매수(유지)

목표주가: 95,000원(유지)

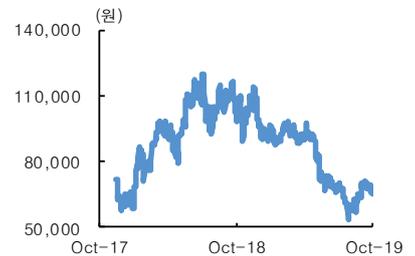
Stock Data

KOSPI(10/11)	2,045
주가(10/11)	65,000
시가총액(십억원)	1,826
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	114,100/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,411
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.3/2.7
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 74.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.4)	(29.3)	(34.1)
KOSDAQ 대비(%p)	(7.8)	(11.8)	(23.6)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	287	33	24	1,053	178.5	74	61.7	22.1	4.9	9.5	0.0
2018A	380	40	36	1,278	21.4	115	72.3	21.1	6.5	9.3	0.0
2019F	482	44	35	1,239	(3.0)	150	52.5	11.4	4.2	8.3	0.0
2020F	556	77	65	2,314	86.8	187	28.1	9.2	3.6	13.9	0.0
2021F	631	96	80	2,865	23.8	222	22.7	7.7	3.1	14.9	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

오태완

taewan.oh@truefriend.com

<표 1> 3Q19 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	123.7	128.2	135.2	5.4	9.2	129.6	4.3
영업이익	21.5	10.8	10.7	(1.2)	(50.4)	12.7	(16.1)
영업이익률	17.4	8.4	7.9	(0.5)	(9.5)	9.8	(1.9)
세전이익	22.1	11.9	11.3	(4.8)	(48.8)	12.3	(7.9)
지배주주순이익	17.3	7.3	8.8	20.4	(49.1)	10.0	(11.7)

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	135.2	106.9	286.8	379.6	482.2	556.4
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	55.0	45.9	131.2	178.1	203.1	225.1
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	54.4	47.5	45.9	105.5	168.6	191.7	194.3
Non-Captive	7.7	1.0	0.2	0.7	0.2	3.7	7.5	0.0	25.7	9.5	11.4	30.8
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	67.0	50.5	111.8	162.1	233.9	279.5
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	17.6	13.8	44.7	51.8	63.0	67.5
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	49.4	36.7	67.2	110.2	170.9	212.0
기타(PPL, OST)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	13.2	10.6	43.7	39.4	45.1	51.8
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.4	17.6	47.1	55.6	63.4	98.0
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.7	11.4	33.0	39.9	43.9	77.2
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	11.3	12.2	30.3	45.7	48.6	82.3
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	8.8	9.5	23.8	35.8	34.9	65.0
(%)												
매출총이익률	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.4	16.4	16.4	14.6	13.1	17.6
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	7.9	10.7	11.5	10.5	9.1	13.9
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	6.5	8.9	8.3	9.4	7.2	11.7
(% YoY)												
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	9.2	5.1	46.7	32.4	27.0	15.4
영업이익	(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(50.4)	2,496.6	55.6	21.0	10.0	75.8
지배주주순이익	(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(49.1)	444.1	83.8	50.3	(2.7)	86.4

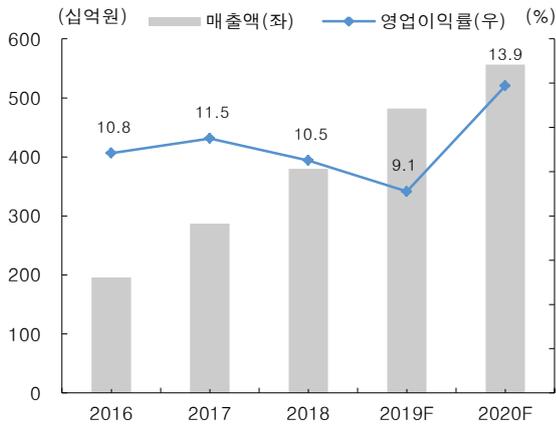
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 3> 3Q19 ~ 4Q19 드라마 라인업

반영 분기	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	주연	비고
2~3Q	11	tvN	아스달 연대기 1	9.7~9.22	18	김영현, 박상연	송중기, 장동건, 김지원	넷플릭스 동시방영
2~3Q	12	그 외	봄밤(MBC)	5.22~7.11	16	김은	정해인, 한지민	넷플릭스 동시방영
2~3Q	13	tvN	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16	권도은	임수정, 장기용	
3Q	14	OCN	미스터 기간제	7.17~9.05	16	장홍철	윤균상, 금세록	
3Q	15	tvN	호텔델루나	7.13~9.01	16	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	텐트폴
3Q	16	tvN	60 일, 지정생존자	7.1~8.20	16	김태희	지진희, 허준호, 김규리	넷플릭스 동시방영
3Q	17	OCN	왓쳐	7.6~8.25	16	한상운	한석규, 김현주, 서강준	
3Q	18	넷플릭스	좋아하면 울리는	8.22	8	이아연, 서보라	김소현, 정가람, 송강	넷플릭스 오리지널
3Q	19	그 외	의사요한(SBS)	7.19~9.7	16	김지운	지성, 이세영	
3~4Q	20	tvN	위대한 쇼	8.26~10.15	16	설준석	송승헌, 이선빈	
3~4Q	21	OCN	달리는 조사관	9.18~11.07	16	백정철	이요원, 최귀화	
3~4Q	22	tvN	청일전자 미쓰리	9.25~11.14	16	박정화	이해리, 김상경	
3~4Q	23	tvN	날 녹여주오	9.28~11.17	16	백미경	지창욱, 원진아	
4Q	24	OCN	모두의 거짓말	10.12~12.01	16	전영신, 원유정	이민기, 이유영	
4Q	25	tvN	유령을 잡아라	10.21~12.10	16	소원, 이영주	문근영	
4Q	26	tvN	사랑의 불시착	11.23~20.01.12	16	박지은	현빈, 손예진	텐트폴
4Q	27	tvN	싸이코패스 다이어리	11.20~20.01.09	16	이종재	윤시윤, 정인선	
4Q	28	tvN	블랙독	미정(12.16~)	16	박주연	서현진, 라미란	

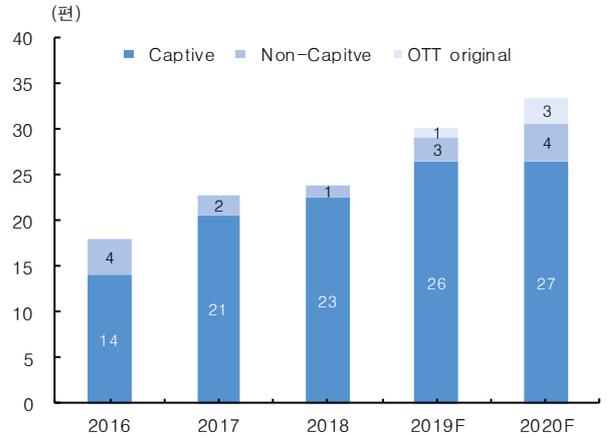
자료: 언론 자료, 한국투자증권

[그림 1] 2020년 수익성 개선 전망



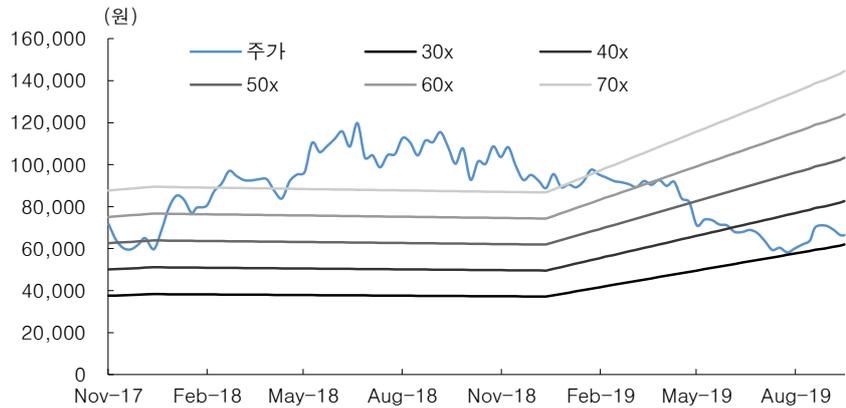
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 2020년 33.5편 드라마 제작 전망



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 12개월 forward PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 4> 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	3Q19F			4Q19F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	139.4	135.2	(3.0)	116.3	106.9	(8.0)
영업이익	12.8	10.7	(16.8)	12.0	11.4	(4.8)
지배주주순이익	10.5	8.8	(15.9)	10.0	9.5	(5.0)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내외 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사됐으며 2017년 11월 코스닥에 상장함.

- OIMU(One IP Multi Use): 하나의 IP(지적재산권)을 리메이크, 게임, 영화, 굿즈 등에 다양히 활용하는 것
- Captive 채널: 자체적으로 보유하고 있는 채널이나 계열사가 보유하고 있는 채널. 스튜디오드래곤은 CJ ENM이 보유한 tvN, OCN, Mnet, 제이콘텐트리는 JTBC가 대표적인 captive 채널임

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	236	255	285
현금성자산	51	153	107	105	119
매출채권및기타채권	55	69	96	111	122
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	334	383	432
투자자산	4	4	5	5	6
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	252	291	330
자산총계	459	512	570	638	716
부채총계	91	108	130	134	132
유동부채	91	108	130	134	132
매입채무및기타채무	34	60	61	74	88
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	0	3	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	2	2	2	2
부채총계	91	111	134	137	135
지배주주지분	368	401	436	501	582
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	102	167	248
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	436	501	582

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	124	155	184
당기순이익	24	36	35	65	80
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	105	109	125
자산부채변동	(73)	(139)	(16)	(20)	(22)
기타	1	(1)	0	1	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(170)	(157)	(170)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(159)	(148)	(164)
기타	0	3	(10)	(8)	(5)
재무활동현금흐름	188	(10)	0	0	0
자본의증가	208	0	0	0	0
차입금의순증	(18)	(10)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	40	102	(46)	(2)	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

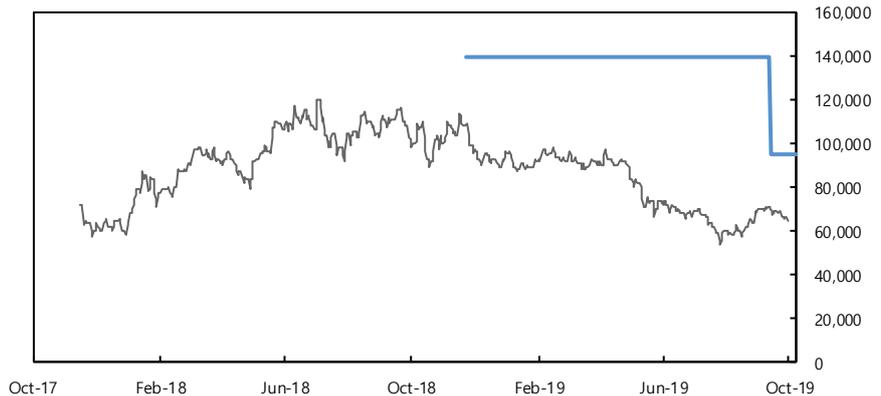
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	482	556	631
매출원가	240	324	419	458	510
매출총이익	47	56	63	98	121
판매관리비	14	16	19	21	25
영업이익	33	40	44	77	96
금융수익	1	7	10	11	13
이자수익	1	4	8	9	10
금융비용	3	1	6	6	7
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	48	82	102
법인세비용	6	10	14	17	21
연결당기순이익	24	36	35	65	80
지배주주지분순이익	24	36	35	65	80
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	35	65	80
지배주주지분포괄이익	24	35	35	65	80
EBITDA	74	115	150	187	222

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	1,239	2,314	2,865
BPS	13,141	14,305	15,521	17,835	20,700
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	27.0	15.4	13.4
영업이익증가율	98.3	21.0	10.0	75.8	24.5
순이익증가율	192.9	50.3	(2.9)	86.9	23.8
EPS증가율	178.5	21.4	(3.0)	86.8	23.8
EBITDA증가율	91.4	55.1	29.9	25.0	18.5
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	9.1	13.9	15.2
순이익률	8.3	9.4	7.2	11.7	12.8
EBITDA Margin	25.9	30.3	31.0	33.6	35.1
ROA	6.8	7.4	6.4	10.8	11.9
ROE	9.5	9.3	8.3	13.9	14.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(183)	(158)	(113)	(113)	(128)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	52.5	28.1	22.7
PBR	4.9	6.5	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	22.1	21.1	11.4	9.2	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 10월 14일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2019. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81%	19%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.