

2019년 11월 4일

스튜디오드래곤 (253450)

미국에 중국을 더하면?

미국에 더해 중국까지 열리면 시가총액은 3조원이 기본

핵심 텐트폴 시즌제 IP인 아스달연대기의 아쉬운 시청률로 주가가 상당히 부진했지만, 1) 넷플릭스 오리지널 확대 2) 미국 드라마 제작 참여, 그리고 3) 11월 디즈니+/애플TV 출시를 앞두고 타 OTT 수주 기대감까지 확대되고 있다. 글로벌 OTT 경쟁의 수혜가 기정사실화 되는 가운데 중국 센터먼트까지 개선했고 있다. 미국에 중국을 더한다면 목표 PER 40배 이상도 충분히 정당화할 가파른 실적 개선이 예상된다. 긍정적인 시나리오 하에서는 2021년 영업이익 1,500억원도 충분히 가능한 바 2020년 최선호주로 제시한다.

글로벌 콘텐츠 투자 경쟁 시작. 결국 승자는 제작사

11월 디즈니+와 애플TV가 출시되면서 글로벌 OTT 경쟁은 더욱 심화될 것이다. 같은 콘텐츠로 경쟁하는 음원은 중복 구독의 이유가 없지만, OTT는 차별화된 콘텐츠만 있다면 중복 구독을 통해 시장을 확대할 수 있기 때문에 상위 제작사 및 크리에이터들의 수혜가 두드러질 것이다. 이미 코드 커팅이 많이 진행된 북미보다는 남미/아시아태평양 지역의 성장 여력이 훨씬 높고, 1위 드라마 제작사인 스튜디오드래곤에 대한 낭보는 정해진 수순이다. 2020년에는 1) 넷플릭스향 오리지널 드라마 제작이 3편까지 확대될 것이고 2) 라이브의 미국판 제작 참여 및 추가 드라마 제작 논의로 시즌2 이후 상당한 모멘텀이 예상되며, 3) 넷플릭스 외 첫 타 OTT 수주도 예상된다.

중국에 열린다면 PER 40배 이상도 정당화할 실적 개선

중국향 판매가 막혔음에도 캡티브 성장과 넷플릭스의 등장으로 여전히 사상 최대 이익을 경신하고 있다. 만약 한한령까지 완화된다면 어떨까? 예측하기 불가능한 영역이지만, 과거 한국 아티스트들이 주연으로 출연했으나 판매되지 못한 구작들의 2020년 방영 가능성이 조심스럽게 다시 나타나고 있다. 텐센트비디오에서 시그널 리메이크도 방영되고 있다. 동시 방영이 확정되기 전까지 펀더멘털의 변화는 없겠지만, 관련 작품들의 방영은 분명한 시그널이 될 수 있다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 92,000원 | CP(11월1일): 79,500원

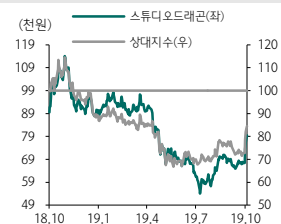
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	662.34
52주 최고/최저(원)	114,100/54,000
시가총액(십억원)	2,233.6
시가총액비중(%)	0.96
발행주식수(천주)	28,095.3
60일 평균 거래량(천주)	105.2
60일 평균 거래대금(십억원)	7.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.78
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	74.33
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.7 (13.4) (17.4)
상대	11.4 (1.3) (18.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	492.4	588.5
영업이익(십억원)	47.0	75.1
순이익(십억원)	38.6	62.0
EPS(원)	1,376	2,203
BPS(원)	15,661	17,865

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	521.5	643.2	689.6
영업이익	십억원	33.0	39.9	48.7	76.5	97.9
세전이익	십억원	30.3	45.6	54.4	83.6	106.4
순이익	십억원	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
EPS	원	1,050	1,278	1,379	2,292	2,916
증감율	%	84.5	21.7	7.9	66.2	27.2
PER	배	61.90	72.30	57.63	34.69	27.26
PBR	배	4.95	6.46	5.07	4.43	3.81
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	20.43	17.53	15.14
ROE	%	9.45	9.31	9.20	13.63	15.02
BPS	원	13,141	14,305	15,668	17,960	20,876
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

동시 방영 가능하다면 중국향 업사이드는 얼마일까?

동시 방영시 연 매출액 450억원 증가 2016년 상반기에 동시방영 조건으로 중국에 판매된 판권은 평균 제작비의 50~80% 수준이다. 여기에 더해, 중국향 판권이 필요 없는 넷플릭스향 판매까지 더한다면 드라마 제작사의 이익을 기하급수적으로 상승할 것이다. 우선, 넷플릭스향 판권을 감안해 보수적으로 접근하면 분기당 1편의 텐트폴 판매를 30~40%에 재개된다고 가정(회당 20억원 * 16부작 * 35% * 4편)하면 연간 매출액은 약 450억원이 증가한다. 여기에 넷플릭스 오리지널도 중국 판매가 가능하다면 합산 500억원 이상이 기여할 것이다.

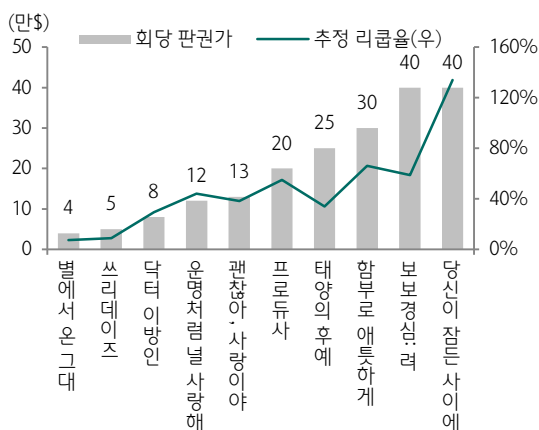
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	287	380	522	643	80	74	124	102	112	128	136	146
편성	131	178	239	340	41	34	49	54	44	58	70	67
판매	112	162	239	256	32	29	63	38	56	60	54	68
기타	44	39	43	48	7	11	11	10	12	10	11	11
오리지널	0	0	8	54	0	0	0	0	0	0	8	0
매출총이익	47	56	69	99	14	11	25	7	15	15	15	23
GPM	16%	15%	13%	15%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	11%	16%
영업이익	33	40	49	77	11	7	22	0	11	11	10	16
OPM	11%	11%	9%	12%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	11%
순이익	24	36	39	64	8	9	17	2	9	7	9	13

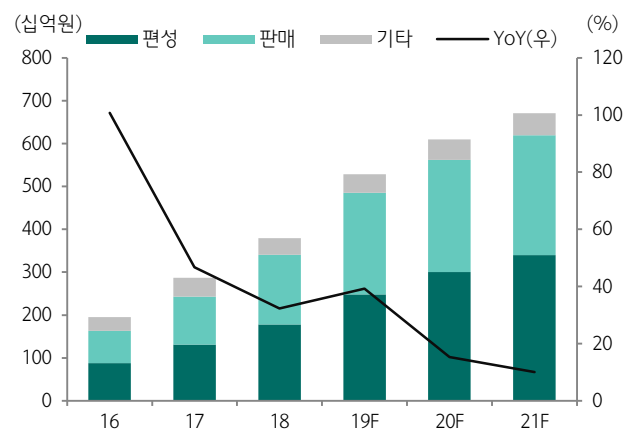
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 중국 판권 추이



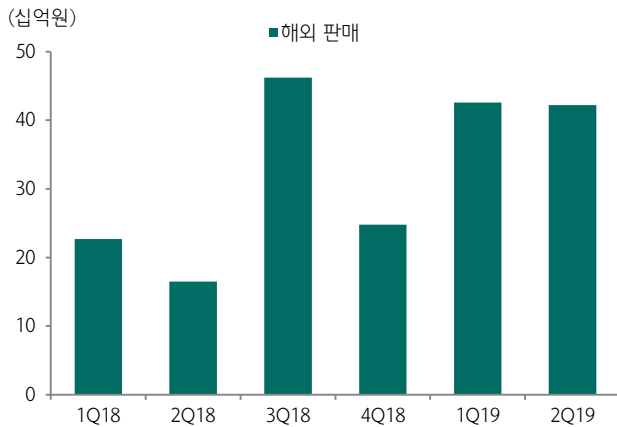
자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 2. 스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



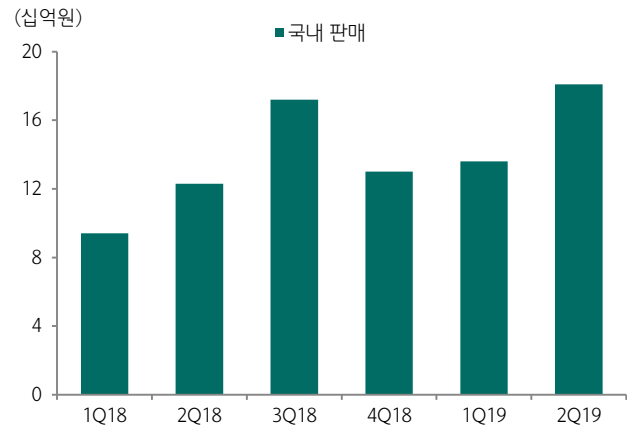
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 해외 콘텐츠 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 국내 콘텐츠 판매 추이



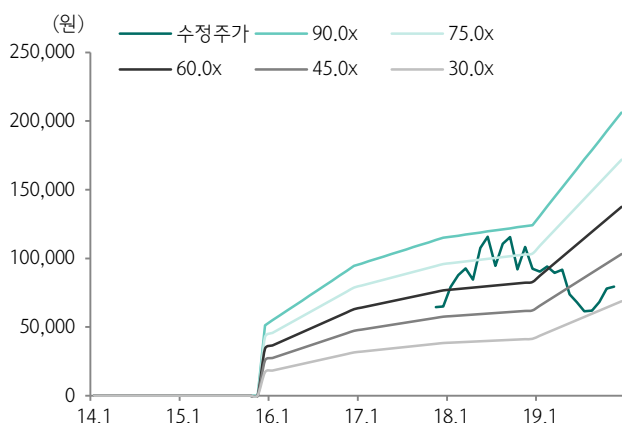
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 스튜디오드래곤 2.0 - 제작 역량 중심 성장 전략



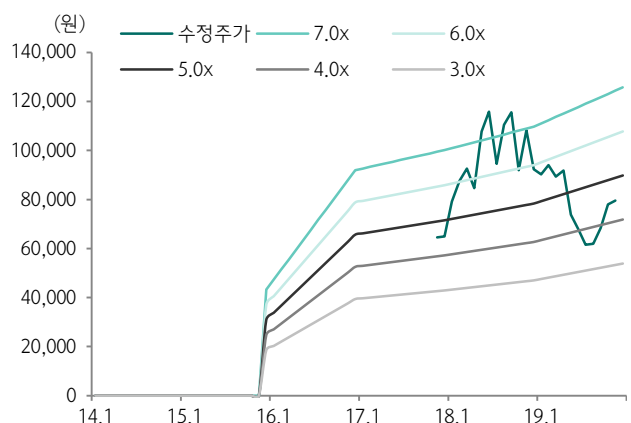
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 7. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	521.5	643.2	689.6
매출원가	239.7	324.0	452.7	543.9	566.2
매출총이익	47.1	55.6	68.8	99.3	123.4
판매비	14.2	15.7	20.1	22.8	25.6
영업이익	33.0	39.9	48.7	76.5	97.9
금융손익	(2.5)	6.1	5.9	7.1	8.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	54.4	83.6	106.4
법인세	6.4	9.8	15.7	19.2	24.5
계속사업이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	38.7	64.4	81.9
NOPAT	26.0	31.3	34.7	58.9	75.4
EBITDA	74.3	115.2	97.4	108.0	118.2
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	37.4	23.3	7.2
NOPAT증가율	101.6	20.4	10.9	69.7	28.0
EBITDA증가율	91.5	55.0	(15.5)	10.9	9.4
영업이익증가율	98.8	20.9	22.1	57.1	28.0
(지배주주)순이익증가율	193.8	50.4	8.1	66.4	27.2
EPS증가율	84.5	21.7	7.9	66.2	27.2
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	13.2	15.4	17.9
EBITDA이익률	25.9	30.3	18.7	16.8	17.1
영업이익률	11.5	10.5	9.3	11.9	14.2
계속사업이익률	8.3	9.4	7.4	10.0	11.9

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	371.4	498.5	612.7
금융자산	192.6	155.5	245.5	343.1	446.1
현금성자산	51.3	153.0	242.1	339.0	441.6
매출채권 등	54.9	68.8	94.5	116.5	124.9
재고자산	1.3	0.6	0.8	1.0	1.1
기타유동자산	41.0	22.3	30.6	37.9	40.6
비유동자산	169.6	265.2	217.3	186.9	166.9
투자자산	3.8	3.7	4.6	5.6	6.0
금융자산	3.8	3.3	4.6	5.6	6.0
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	588.7	685.4	779.6
유동부채	90.7	108.2	145.6	177.7	189.9
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	82.3	101.5	108.8
기타유동부채	46.4	48.3	63.3	76.2	81.1
비유동부채	0.3	2.9	3.2	3.4	3.5
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.1	1.3	1.4
부채총계	91.0	111.1	148.8	181.0	193.4
지배주주지분	368.4	401.3	440.0	504.4	586.2
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	106.4	170.7	252.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	440.0	504.4	586.2
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(243.3)	(341.0)	(444.0)

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,379	2,292	2,916
BPS	13,141	14,305	15,668	17,960	20,876
CFPS	3,068	3,930	3,530	3,888	4,231
EBITDAPS	3,271	4,108	3,471	3,846	4,210
SPS	12,628	13,539	18,584	22,904	24,558
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	61.9	72.3	57.6	34.7	27.3
PBR	4.9	6.5	5.1	4.4	3.8
PCFR	21.2	23.5	22.5	20.4	18.8
EV/EBITDA	22.1	21.2	20.4	17.5	15.1
PSR	5.1	6.8	4.3	3.5	3.2
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	9.2	13.6	15.0
ROA	6.8	7.4	7.0	10.1	11.2
ROIC	15.3	14.6	15.9	33.6	51.0
부채비율	24.7	27.7	33.8	35.9	33.0
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(55.3)	(67.6)	(75.7)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,192.5	1,872.9	2,395.9

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	86.8	92.9	95.5
당기순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
조정	41.9	74.5	44.7	25.6	12.5
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)	(4.0)	(5.9)	(7.9)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	3.4	2.9	1.1
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.3	4.1	7.2
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.8)	(1.1)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.1	5.2	7.6
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	89.0	96.9	102.7
Unlevered CFO	69.7	110.2	99.1	109.2	118.8
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	86.8	92.9	95.5