

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

여의주를 물 시간

2020년 무형자산 선상각으로 인한 역기지 소멸함과 동시에 해외 판매 매출 고성장 지속되며 이익 레버리지 높아질 것. 초유의 마진 및 제작비 기대되는 넷플릭스 오리지널 제작 가능성 높고, 추가적 대형 바이어 등장 가능성 가시화되는 만큼 성장 스토리 유효. 커버리지 Top-pick 유지

커버리지 Top-pick, 2020년 연간 추천 종목 제시

2020년 우호적 산업 환경의 가장 큰 수혜자가 될 것으로 보이는 가운데, 선상각으로 인한 마진 스퀴즈도 마무리 단계에 있어 이익 레버리지까지 기대해볼 수 있는 구간 진입. 3분기 저점으로부터 턴어라운드 기대. 투자 의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지하며 커버리지 내 Top-pick 관점 유지

상각비와 아스달 연대기, 미운 오리 새끼에서 백조로

상각비: 무형자산상각비 선상각으로 인한 역기지 효과 소멸되며 이익 레버리지 극대화 구간 진입. 연이은 글로벌 선판매로 무형자산 선상각 본격화된 이후 분기당 선상각비는 50억~ 100억원, 일반 상각비는 200억원대 수준 보이는데, 2020년 상각비 역시 유사한 수준 보일 것으로 추정되기 때문

아스달 연대기: 시즌1에서 세트장 관련 비용 대부분을 소화한 만큼, 시즌2의 회당 제작비는 시즌1의 65~ 70% 수준에 그칠 것. 다만 시즌2 매출 시즌1과 유사할 것으로 판단됨에 따라, 시즌2 ROI는 20% 중후반 달성 기대

2020년, 더욱 유의미할 넷플릭스 오리지널이 온다

동사의 첫 넷플릭스 오리지널 시즌제 '좋아하면 울리는'은 회당 제작비 10억원, MG(미니멈개런티)는 10% 초반에 그친 것으로 보임. 다만 동사 시즌제 레퍼런스 축적으로, 이후 계약 조건(제작 규모, MG) 개선 여지 높음

현재 인기 웹툰 원작의 넷플릭스 오리지널 제작 중인 것으로 보이는데, SF 장르 특성상 높은 제작비(20억원/회~) 투입될 것으로 보임. 제작규모 및 MG 양쪽의 확대가 예상되는 만큼, 동사 실적에 유의미하게 기여가 가능한 첫 오리지널 시리즈가 될 것으로 기대. 방영은 2020 하반기 이후로 추정

스튜디오드래곤 3분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E					4Q19F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	123.7	101.7	111.8	128.2	121.6	-1.8	-5.1	164.6	132.6	127.9
영업이익	21.5	0.4	11.0	10.7	10.4	-51.4	-2.8	23.4	13.9	11.9
영업이익률	17.4	0.4	9.9	8.4	8.6			14.2	14.1	9.3
세전이익	22.0	1.7	13.2	11.8	11.0	-50.0	-6.8	24.0	10.2	9.3
(지배)순이익	17.3	1.7	9.2	7.2	8.9	-48.6	23.6	18.7	11.6	9.4

주: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Report | 2019. 11. 6

Buy (유지)

목표주가 110,000원 (유지)

현재가 (19/11/05) 79,700원

업종	미디어
KOSPI / KOSDAQ	2,142.64 / 672.18
시가총액(보통주)	2,239.2십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/11/27)	114,100원
최저가('19/08/06)	54,000원
평균거래대금(60일)	6.9십억원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	2.8%
주요주주	
CJ ENM 외 5 인	74.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	43.1	-13.2	-23.1
상대수익률 (%)p	21.3	-1.6	-20.9

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	379.6	481.7	565.1	665.1
증감률	32.4	26.9	17.3	17.7
영업이익	39.9	43.0	84.1	124.2
증감률	20.9	7.8	95.6	47.7
영업이익률	10.5	8.9	14.9	18.7
(지배)순이익	35.8	35.7	69.5	100.8
EPS	1,278	1,273	2,479	3,594
증감률	21.7	-0.4	94.7	45.0
PER	72.3	62.6	32.1	22.2
PBR	6.5	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	21.2	13.3	10.3	8.1
ROE	9.3	8.5	14.7	18.1
부채비율	27.7	26.8	24.1	21.1
순차입금	-155.5	-137.3	-220.8	-331.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. ‘아스달 연대기’, ‘좋아하면 울리는’ 등 시즌제 드라마를 넷플릭스와 협업. 2019년 상반기 기준 매출 구성은 편성 42.6%, 판매 48.5%, 기타 8.9%로 구성. 글로벌 사업자와의 레퍼런스가 풍부하고, 양질의 인재풀로 차별화됨. 이에 목표주가 110,000원, 투자의견 Buy, 커버리지 Top-pick 유지함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 넷플릭스 외 글로벌OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개 및 CJ ENM 보유 지분 매각을 통한 SI 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출 이탈
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연 및 CJ ENM 보유 지분의 FI로의 매각

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	PER		P/B		ROE	
	2019E	2020F	2019E	2020F	2019E	2020F
Netflix	74.7	46.7	18.0	12.9	23.2	27.3
Disney	23.3	23.8	1.9	1.9	13.7	10.9
CJ ENM	15.5	14.9	1.3	1.2	8.5	8.2
제이콘텐트리	20.2	15.9	1.5	1.4	7.6	8.9
에이스토리	26.3	17.5	2.2	1.9	12.9	11.8

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2017	2018	2019E	2020F	2021F
PER	61.9	72.3	62.6	32.1	22.2
PBR	4.9	6.5	5.1	4.4	3.7
PSR	5.1	6.8	4.6	4.0	3.4
ROE	9.5	9.3	8.5	14.7	18.1
ROIC	14.2	11.5	11.9	24.5	36.0

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	154	287	380
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17	33	40
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10.8	11.5	10.5
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10	30	46
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8	24	36
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8	24	36
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	39	74	115
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-1	0	0
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-13	-7	-29
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	569	1,050	1,278
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6,176	13,141	14,305
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16	-183	-156
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.0	9.5	9.3
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14.2	11.5
배당성장(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12.1	-49.6	-38.8

자료: 파라다이스 NH투자증권 리서치본부

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	380	482	565	665
영업이익	40	43	84	124
영업이익률	10.5	8.9	14.9	18.6
EBITDA	115	158	195	237
(지배지분)순이익	36	36	70	101
EPS	1,278	1,273	2,479	3,594
PER	72.3	62.6	32.1	22.2
PBR	6.5	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	21.2	13.3	10.3	8.1
ROE	9.3	8.5	14.7	18.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 분기 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19F	2017	2018	2019E	2020F
전체 작품수	4	6	6	7	6	6	6	8	7	8	8	7	22	25	30	34
국내방영	4	6	6	7	6	6	6	8	7	8	7	7	22	25	29	31
OTT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	3
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	121.6	120.1	286.8	379.6	481.7	565.1
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	48.1	51.8	131.2	178.1	202.1	209.9
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	62.7	56.2	111.8	162.1	235.4	299.4
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.7	12.1	43.7	39.4	44.2	55.8
%y-y(매출액)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.5	-1.8	18.1	46.7	32.4	26.9	17.3
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	106.8	104.3	239.7	324.0	420.8	460.1
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	60.0	48.8	64.5	63.8	61.1	149.7	185.6	238.2	278.1
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.6	13.1	23.3	25.9	26.7	32.5	28.1	27.7	41.0	74.9	115.0	110.9
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	9.1	17.2	27.9	9.3	21.3	15.8	14.9	15.5	49.0	63.5	67.5	71.1
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	14.8	15.8	47.1	55.6	60.9	105.0
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	12.2	13.1	16.4	14.6	12.6	18.6
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.7	10.4	10.8	33.1	39.8	43.0	84.1
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.6	9.0	11.5	10.5	8.9	14.9
%y-y(영업이익)	-	-	-	-	-23.7	-17.6	218.5	-88.9	3.5	46.5	-51.4	2,697	-	20.5	7.9	95.8
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	8.9	10.2	23.8	35.8	35.7	69.5
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	7.3	8.5	8.3	9.4	7.4	12.3

주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	379.6	481.7	565.1	665.1
증감률 (%)	32.4	26.9	17.3	17.7
매출원가	324.0	420.8	460.1	514.4
매출총이익	55.6	60.9	105.0	150.7
Gross 마진 (%)	14.6	12.6	18.6	22.7
판매비와 일반관리비	15.7	17.9	20.9	26.5
영업이익	39.9	43.0	84.1	124.2
증감률 (%)	20.9	7.8	95.6	47.7
OP 마진 (%)	10.5	8.9	14.9	18.7
EBITDA	115.2	158.3	195.2	236.9
영업외손익	5.8	5.1	5.1	5.1
금융수익(비용)	6.1	5.2	5.2	5.2
기타영업외손익	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	48.2	89.2	129.3
법인세비용	9.8	12.5	19.6	28.4
계속사업이익	35.8	35.7	69.5	100.8
당기순이익	35.8	35.7	69.5	100.8
증감률 (%)	50.4	-0.3	94.7	45.0
Net 마진 (%)	9.4	7.4	12.3	15.2
지배주주지분 순이익	35.8	35.7	69.5	100.8
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	35.7	69.5	100.8

Valuation / Profitability / Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(X)	72.3	62.6	32.1	22.2
PBR(X)	6.5	5.1	4.4	3.7
PCR(X)	23.5	13.9	11.4	9.5
PSR(X)	6.8	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA(X)	21.2	13.3	10.3	8.1
EV/EBIT(X)	61.1	48.9	24.0	15.4
EPS(W)	1,278	1,273	2,479	3,594
BPS(W)	14,305	15,578	18,058	21,652
SPS(W)	13,539	17,170	20,145	23,709
자기자본이익률(ROE, %)	9.3	8.5	14.7	18.1
총자산이익률(ROA, %)	7.4	6.7	11.8	14.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.5	11.9	24.5	36.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-38.8	-31.4	-43.6	-54.5
총부채/ 자기자본(%)	27.7	26.8	24.1	21.1
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	228.4	216.1	281.3	360.4
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,400	79,700	79,700	79,700
시가총액(십억원)	2,592	2,239	2,239	2,239

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	153.0	134.7	218.1	328.3
매출채권	68.8	82.5	85.8	88.4
유동자산	247.2	243.4	331.0	444.6
유형자산	1.0	0.7	0.5	0.4
투자자산	3.7	30.5	5.7	5.9
비유동자산	265.2	310.6	297.8	290.9
자산총계	512.4	554.0	628.8	735.5
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	19.6	20.0	20.8
유동부채	108.2	112.6	117.7	123.4
장기성부채	2.1	3.5	3.5	3.5
장기충당부채	0.7	0.9	1.1	1.3
비유동부채	2.9	4.4	4.6	4.8
부채총계	111.1	117.1	122.3	128.2
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	67.6	103.4	172.9	273.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	437.0	506.5	607.4

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	-29.1	138.2	178.2	210.5
당기순이익	35.8	35.7	69.5	100.8
+ 유/무형자산상각비	75.3	115.3	111.0	112.6
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	110.2	160.5	196.6	236.3
- 운전자본의증가(감소)	-139.4	-9.8	1.2	2.6
투자활동 현금흐름	140.6	-157.9	-94.8	-100.3
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.2	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.1	-26.8	24.8	-0.2
Free Cash Flow	-29.3	138.2	178.2	210.5
Net Cash Flow	111.5	-19.7	83.4	110.2
재무활동현금흐름	-9.7	1.4	0.0	0.0
자기자본 증가	0.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	-10.2	1.4	0.0	0.0
현금의증가	101.7	-18.3	83.4	110.2
기말현금 및 현금성자산	153.0	134.7	218.1	328.3
기말 순부채(순현금)	-155.5	-137.3	-220.8	-331.2