

스튜디오드래곤(253450)

감익 구간 종료, 본격적인 증익 구간 진입

3분기 실적은 낮아진 컨센서스에 부합. 영업이익 109억원(-49.2% YoY)
4분기부터 본격적인 증익 구간 진입. 분기 영업이익 올해 110억원 → 내년 200억원
콘텐츠 주도권 확보, 목표 PER 41배까지 적극적인 매수 구간

Facts : 예상된 감익, 영업이익 109억원(-49.2% YoY)

3분기 매출액은 1,312억원(+6.0% YoY), 영업이익은 109억원(-49.2% YoY)으로 낮아진 컨센서스에 부합했다. 영업이익 감소는 ‘아스달연대기’의 낮은 수익성과 ‘호텔델루나’의 판매매출 인식 지연에 기인한 것으로 이미 예견되어 있었다. 편성 매출은 편성단가 상승과 비캡티브 편성 증가로 다시 한번 사상 최대치를 돌파했지만 판매매출은 넷플릭스를 제외한 기타 지역별 판매가 예상보다 저조해 동기대비 소폭 감소했다. 참고로 넷플릭스 오리지널 매출은 판매매출로 분류되었다.

Pros & cons : 지상파에서도 인정받는 콘텐츠

이번 실적을 통해 콘텐츠 경쟁력이 다시 한번 입증됐다. 3분기 비캡티브의 편당 편성매출은 84억원으로 캡티브의 편당 편성매출인 82억원보다 높았다. 비캡티브 채널에서 동사 콘텐츠를 확보하기 위해 상당히 좋은 조건을 제시하고 있는 것으로 추정되는 이유다. 현재 김은숙 작가의 ‘더킹’을 포함한 3개 작품의 비캡티브 편성이 확정됐고 최대 6개 작품까지 증가할 여지가 있다. 이와 더불어 CJ ENM의 OTT TVING도 플랫폼 주도의 전략이 아닌 콘텐츠 중심의 전략을 채택하고 있어 스튜디오드래곤의 콘텐츠 주도권은 더욱 강력해질 것이다.

동사의 영업이익은 올해 4분기 110억원(vs. 4Q18 4억원)을 기록한 이후 내년에는 분기당 200억원 수준까지 증가하며 본격적인 증익 구간에 진입할 전망이다. 비캡티브와 OTT 오리지널 편성 증가로 매출액이 16.5% 증가하는 가운데 ‘아스달연대기’의 제작비 반영이 올해 4분기로 마무리되고 내년부터는 제작비 대비 가속 상각액 비율도 안정되기 때문이다.

추가로 북미향 리메이크 작품은 현재 스크립트 작성 단계에 있으며 내년 2~3월 파일럿 프로그램으로 채택 여부가 결정될 전망이다. 파일럿 방영 후 북미 시청자의 반응이 좋다면 정규 드라마로 편성될 수 있다. 2020년부터는 미국 현지 법인을 통한 드라마 공동 기획, 지분 투자 등이 단계적으로 진행될 예정이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 100,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,144
주가(11/7)	78,300
시가총액(십억원)	2,200
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	114,100/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,045
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.3/2.9
주요주주(%)	CJ ENM 외 5인 74.3

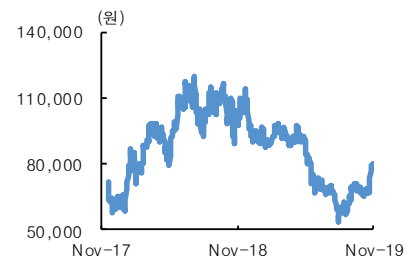
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	72.3	58.0	32.2
PBR(x)	6.5	5.0	4.3
ROE(%)	9.3	9.0	14.4
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	21.1	13.7	11.0
EPS(원)	1,278	1,350	2,428
BPS(원)	14,305	15,632	18,060

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.0	(13.8)	(19.7)
KOSDAQ 대비(%p)	12.8	(2.2)	(17.3)

주가추이



자료: FnGuide

오태완

taewan.oh@truefriend.com

Action : 투자의 시선은 2020년으로 이동, 적극적인 매수 구간

스튜디오드래곤에 대해 업종 내 top pick을 유지하고 목표주가를 95,000원에서 100,000원으로 상향한다. 기존 밸류에이션(2020F 목표 PER 41배)은 유지하지만 편당 편성매출 증가에 따른 순이익 증가를 반영했다.

특히 1) 4분기부터 본격적인 증익구간에 진입하는 점, 2) ‘아스달연대기’ 시즌 2는 20% 마진 달성이 가능한 점, 3) 글로벌 OTT 경쟁이 가격(P) 경쟁에서 해외 구독자(Q) 경쟁으로 확대되는 점, 4) 북미 진출(공동 제작), 제작사 인수, 한한령 완화 가능성 등을 고려시 ‘아스달연대기’ 방영전 PER 45~50배 수준에서 10% 이상 할인된 목표 PER 41배는 무리없이 달성 가능한 수준이다.

이제 투자의 시선은 한국 드라마 산업의 3번째 사이클이 시작되는 2020년으로 옮겨질 것이다. 사이클 초입 구간에서 1등주 전략이 유효하고 적극적인 매수 구간으로 판단한다.

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	2.3	6.0	127.9
영업이익	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	0.9	(49.2)	11.9
영업이익률(%)	17.4	0.4	9.8	8.4	8.3			9.3
세전이익	22.0	1.7	13.2	11.9	13.1	10.1	(40.5)	11.8
순이익	17.3	1.7	9.2	7.3	11.6	58.9	(32.9)	9.4

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	109.2	286.8	379.6	480.5	559.6
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.9	131.2	178.1	208.9	229.4
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	54.4	50.4	45.9	105.5	168.6	194.5	197.4
Non-Captive	7.7	1.0	0.2	0.7	0.2	3.7	10.5	0.0	25.7	9.5	14.4	32.0
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	53.2	111.8	162.1	229.7	282.0
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	13.8	44.7	51.8	61.5	64.2
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	39.5	67.2	110.2	168.2	217.8
기타(PPL, OST)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	10.1	43.7	39.4	41.8	48.2
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	17.3	47.1	55.6	63.0	102.2
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	11.0	33.0	39.9	43.7	81.2
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	12.7	30.3	45.7	50.9	86.4
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	9.9	23.8	35.8	38.0	68.2
(%)												
매출총이익률	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	15.9	16.4	14.6	13.1	18.3
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	10.1	11.5	10.5	9.1	14.5
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	9.1	8.3	9.4	7.9	12.2
(% YoY)												
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	7.4	46.7	32.4	26.6	16.5
영업이익	(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(49.2)	2,405.9	55.6	21.0	9.7	85.6
지배주주순이익	(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(33.5)	466.7	83.8	50.3	5.9	79.7

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 1] 2020년 성장의 키워드는 ‘글로벌’



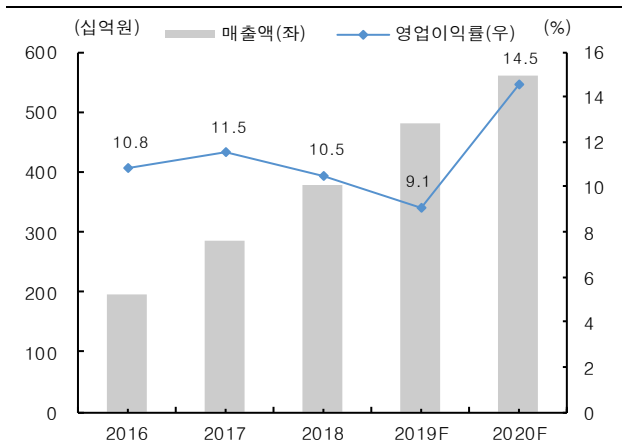
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈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, 금새록	
3Q	15	tvN	호텔델루나	7.13~9.01	16	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	텐트폴, 넷플릭스 판매
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 1	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	넷플릭스 동시방영
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	넷플릭스 동시방영
4Q	27	tvN	싸이코패스 다이어리	11.20~20.01.09	16	이종재	윤시윤, 정인선	
4Q	28	tvN	블랙독	12.19~20.02.12	16	박주연	서현진, 라미란	

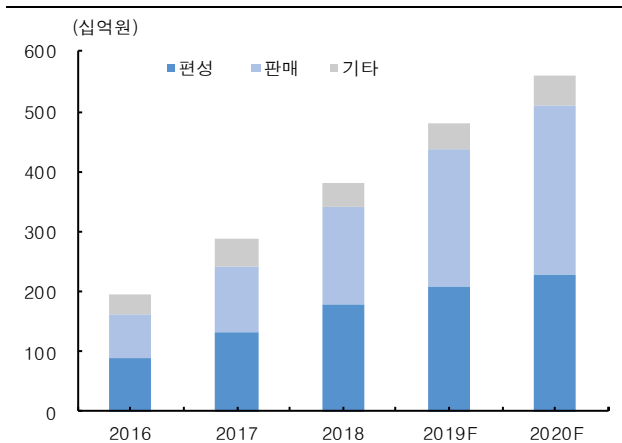
자료: 언론사 종합, 한국투자증권

[그림 2] 2020년 수익성 개선 전망



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 매출액: 판매매출 비중 확대



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

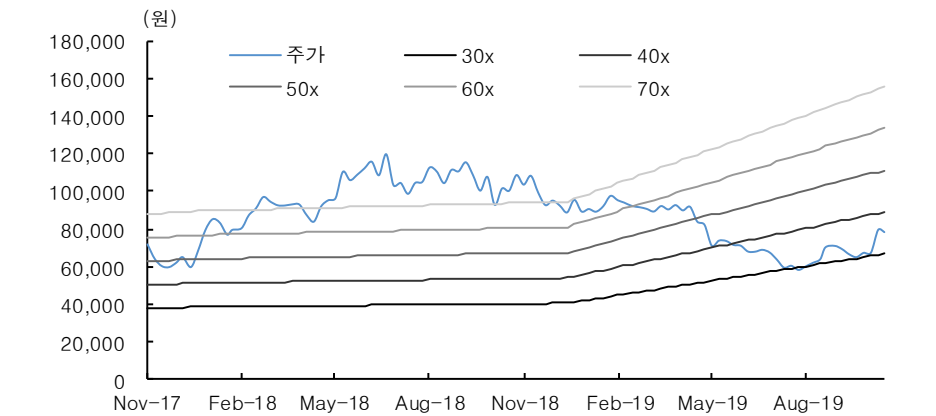
〈표 4〉 수익추정 변경

(단위: 십억원)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	482.2	480.5	(0.4)	556.4	559.6	0.6
영업이익	43.9	43.7	(0.4)	77.2	81.2	5.2
순이익	34.9	38.0	8.8	65	68.2	4.9

자료: 한국투자증권

[그림 4] 12개월 forward PER band



자료: Quantiwise, 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.

- 편성매출: 드라마를 방송사 채널에 편성하면서 발생하는 매출
- 판매매출: 드라마를 국내외 방송사, IPTV, OTT 등에 유통하며 발생하는 매출
- Captive 채널: 자체적으로 보유하고 있는 채널이나 계열사가 보유하고 있는 채널. 동사의 captive 채널은 CJ ENM이 보유한 tvN, OCN, Mnet 등
- OIMU(One IP Multi Use): 하나의 IP(지적재산권)을 리메이크, 게임, 영화, 굿즈 등에 다양히 활용하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	235	256	293
현금성자산	51	153	107	105	122
매출채권및기타채권	55	69	96	112	125
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	333	386	444
투자자산	4	4	5	5	6
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	251	293	340
자산총계	459	512	568	642	737
부채총계	91	108	125	131	141
유동부채	91	108	125	131	141
매입채무및기타채무	34	60	61	74	90
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
자본총계	368	401	439	507	593
지배주주지분	368	401	439	507	593
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	106	174	259
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	439	507	593

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	125	158	198
당기순이익	24	36	38	68	85
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	108	108	126
자산부채변동	(73)	(139)	(21)	(19)	(14)
기타	1	(1)	0	1	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(172)	(159)	(181)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(161)	(150)	(173)
기타	0	3	(10)	(8)	(7)
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	(47)	(1)	17

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

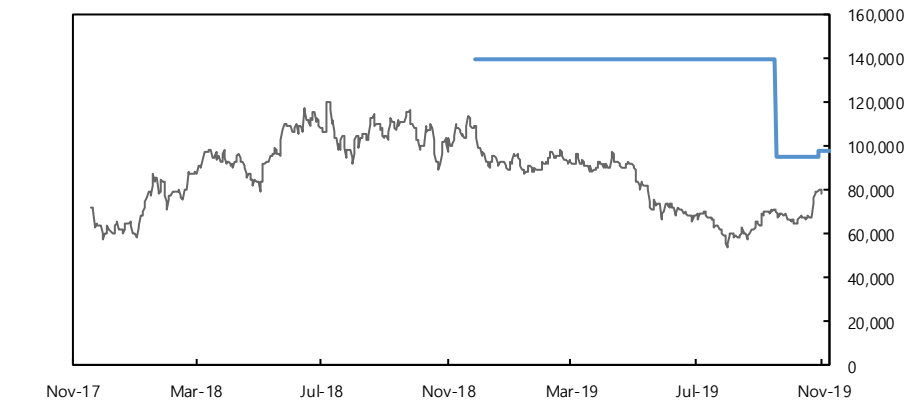
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	480	560	649
매출원가	240	324	417	457	519
매출총이익	47	56	63	102	130
판매관리비	14	16	19	21	25
영업이익	33	40	44	81	104
금융수익	1	7	15	15	16
이자수익	1	4	13	12	14
금융비용	3	1	8	9	11
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	51	86	110
법인세비용	6	10	13	18	24
연결당기순이익	24	36	38	68	85
지배주주지분순이익	24	36	38	68	85
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	38	68	85
지배주주지분포괄이익	24	35	38	68	85
EBITDA	74	115	152	190	231

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	1,350	2,428	3,041
BPS	13,141	14,305	15,632	18,060	21,101
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	26.6	16.5	16.0
영업이익증가율	98.3	21.0	9.7	85.6	28.6
순이익증가율	192.9	50.3	5.8	80.0	25.2
EPS증가율	178.5	21.4	5.7	79.8	25.2
EBITDA증가율	91.4	55.1	31.9	24.9	21.6
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	9.1	14.5	16.1
순이익률	8.3	9.4	7.9	12.2	13.2
EBITDA Margin	25.9	30.3	31.6	33.9	35.5
ROA	6.8	7.4	7.0	11.3	12.4
ROE	9.5	9.3	9.0	14.4	15.5
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)	(114)	(131)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	58.0	32.2	25.7
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	22.1	21.1	13.7	11.0	9.0

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	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	-26.4	-15.7
	2019.11.07	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 11월 8일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.