

Company Brief

2020-01-06

스튜디오드래곤(253450)

분기 실적보다는 연간 실적으로 접근해야

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	103,000 원(상향)
증가(2020/01/03)	80,000 원
상승여력	28.8 %

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,810만주
시가총액	2,248 십억원
외국인지분율	7.6%
52주 주가	54,000~98,300원
60일평균거래량	161,353주
60일평균거래대금	12.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	20.3	17.8	-9.9
상대수익률	-5.2	12.6	21.3	-10.7



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	380	488	603	708
영업이익(십억원)	40	41	79	113
순이익(십억원)	36	36	60	85
EPS(원)	1,278	1,281	2,119	3,009
BPS(원)	14,305	15,524	17,603	20,572
PER(배)	72.3	62.4	37.8	26.6
PBR(배)	6.5	5.2	4.5	3.9
ROE(%)	9.3	8.6	12.8	15.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	21.1	10.5	8.0	7.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

4Q19 Preview: 매출액 +14.4% YoY, 영업이익 +1794% YoY 예상

스튜디오드래곤의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,164 억원(+14.4% YoY), 84 억원(+1794% YoY)이다. 4 분기에 방영된 주요 드라마는 '날 녹여주오', '사이코패스 다이어리' 등으로 시청률이 전반적으로 부진했고 대작인 '사랑의 불시착'은 12월부터 방영을 시작하여 4 분기에는 6 회분만 매출에 반영될 예정이다. '사랑의 불시착'은 넷플릭스에 동시 방영 서비스 형태로 판매되어 판매 수익 기여가 클 것으로 예상하나, 판매 수익 또한 4 분기보다는 1Q20 에 인식분이 높아 4 분기 영업이익은 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다.

넷플릭스라는 든든한 우군 확보

스튜디오드래곤은 넷플릭스에 지분 4.99%를 매각하면서 넷플릭스에 3 년간 최소 21 편 이상의 오리지널 콘텐츠를 공급하기로 사업 계약을 체결했다. 이에 따라 2020년에는 넷플릭스에 연간 6 편의 작품을 선판매할 예정이며, 오리지널 작품은 2020 년에만 3 편이 방영될 것이다. 2019 년 라인업수는 전년 대비 4 편 증가한 30 편이었으며, 2020 년 예상 제작편수도 4 편 증가한 34 편인데 이미 넷플릭스 오리지널 작품만 2 편 증가하기 때문에 지상파 등 외부 채널 편성이 추가될 경우 1~2 편의 제작이 추가될 수 있다. 라인업 수 증가에 따라 매출액은 동반 성장할 수 밖에 없는 구조이며, 넷플릭스의 오리지널 작품은 제작비를 상회하는 마진을 확정해주는 구조이기 때문에 2020년에는 수익성 개선 또한 수반될 것이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 103,000 원으로 상향 조정

스튜디오드래곤은 제작비의 30% 수준을 무형자산으로 인식하여 1.5년 동안 상각하기 때문에 무형자산상각비 부담이 크고 분기별 영업이익 변동성이 크다. 이에 따라 EV/EBITDA를 활용한 방식으로 목표주가를 재산정했다. 2020년 예상 EBITDA 1,747 억원에 Target EV/EBITDA 16.2 배를 적용하여 산출했다. Target EV/EBITDA 는 오리지널 콘텐츠 제작을 위해 대규모 투자를 진행하고 있는 넷플릭스를 제외한 디즈니 등의 글로벌 OTT 사업자의 평균 EV/EBITDA 를 적용했다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스에 판매하는 작품 수가 증가할수록 무형자산 가속 상각 빈도가 증가할 수 있어 분기별 실적보다는 연간 실적 접근할 필요가 있다.

표1. 스튜디오드래곤 실적 추이

(단위: 십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	379.6	487.5	603.0	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	116.4
드라마편성	178.1	217.9	247.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	54.9
드라마판매	162.1	226.2	301.6	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	49.7
기타	39.5	43.5	54.4	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	11.8
매출총이익	55.5	58.5	98.9	13.7	10.6	24.8	6.5	15.0	15.3	15.3	12.9
영업이익	39.9	41.1	78.7	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	8.4
세전이익	45.7	48.7	80.7	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	10.5
당기순이익	35.8	36.0	59.5	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	7.9
성장률 (YoY %)											
매출액	32.3	28.4	23.7	6.1	19.6	59.6	41.5	40.0	72.5	6.1	14.4
드라마편성	35.7	22.3	13.4	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	0.8
드라마판매	44.8	39.6	33.3	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.0	109.2	-5.4	31.6
기타	-9.7	10.3	25.0	-43.2	-1.9	-8.3	33.1	62.6	-14.1	-9.0	23.8
매출총이익	17.8	5.4	69.0	-18.4	-12.8	130.4	-12.9	9.7	44.3	-38.2	98.7
영업이익	20.8	2.9	91.5	-23.5	-17.6	218.6	-87.3	3.2	47.2	-49.2	1,794.1
세전이익	51.0	6.7	65.5	-18.2	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	-40.8	511.9
당기순이익	50.1	0.5	65.5	-41.3	217.4	205.6	-12.6	17.2	-17.4	-33.4	352.1
이익률 (%)											
매출총이익률	14.6	12.0	16.4	17.1	14.3	20.0	6.4	13.4	12.0	11.7	11.1
영업이익률	10.5	8.4	13.0	13.4	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	7.2
당기순이익률	9.4	7.4	9.9	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	6.8

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표2. 스튜디오드래곤의 2019년 드라마 라인업

편성	타이틀	방송일	부수	극본	연출	주연
tvN	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영
	로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정효	이종석, 이나영
	진심이 달다	2.6~3.28	16부	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	이준호, 유재명
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍중찬	박민영, 김재욱
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유재원	박보영, 안효섭
	아스달 연대기	6.1~7.7 / 9.7~9.22	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용
	60일, 지정생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 허준호, 김규리
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	이지은, 여진구
	위대한 쇼	8.26~10.15	16부	설준석	신용휘	송승헌, 이선빈
	쌈니다 천리마마트	9.20~12.6	12부	김솔지	백승룡	김병철, 이동휘
	청일전자 미쓰리	9.25~11.14	16부	박정화	한동화	혜리, 김상경
	날 녹여주오	9.28~11.7	16부	백미경	신우철	지창욱, 원진아, 윤세아
	유령을 잡아라	10.21~12.10	16부	소원, 이영주	신윤섭	문근영, 김성호
	싸이코패스 다이어리	11.20~방영중	16부	류용재, 김환채	이종재	윤시윤, 정인선
	사랑의 불시착	12.14~방영중	-	박지은	이정효	현빈, 손예진, 서지혜
	블랙독	12.16~방영중	-	박주연	황준혁	서현진, 라미란, 하준
	OCN	빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈
킬잇		3.23~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나
구해줘 2		5.8~6.27	16부	서주연	이권	이승, 엄태구, 천호진
보이스 3		5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱
왓쳐		7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 김현주, 서강준
미스터 기간제		7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록
달리는 조사관		9.18~10.31	14부	백정철, 이혜인	김용수	이요원, 최귀화
모두의 거짓말		10.12~12.01	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이유영, 온주완
그 외	봄밤	5.22~7.11	16부	김은	안판석	정해인, 한지민
	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원	지성, 이세영
	좋아하면 울리는	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치

표3. 스튜디오드래곤의 목표주가 산정

구분	비고
2020 예상 EBITDA (십억원)	174.7
Target EV/EBITDA (배)	16.2
순차입금 (십억원)	-53.3
예상 시가총액 (십억원)	2,883
주식수 (천주)	28,095
주당 평가가격 (원)	103,000
현재주가 (1월 3일 기준)	80,000
상승여력 (%)	28.8

디즈니, 바이두, 텐센트, 알리바바의 평균 EV/EBITDA
3Q19 기준

자료: 하이투자증권 리서치

표4. Global Peer Valuation

	스튜디오드래곤	넷플릭스	디즈니	알리바바	바이두	텐센트	Alibaba Pictures
현재주가 (USD)	68.7	325.9	146.5	217.0	133.8	49.2	0.2
시가총액 (백만달러)	1,929.0	142,826.1	264,051.3	582,150.9	46,361.5	470,348.7	4,827.8
절대수익률 (%)							
1M	3.2	7.6	-0.6	8.5	14.6	16.1	3.7
3M	20.3	19.5	12.5	27.4	28.1	18.6	11.9
6M	17.8	-14.4	2.8	25.2	15.1	6.4	-15.6
1Y	-9.9	9.5	33.7	55.3	-16.9	23.3	11.9
YTD	-1.1	0.7	1.3	2.3	5.9	2.0	2.9
초과수익률 (%p)							
1M	0.4	4.8	-3.5	5.7	11.8	13.2	0.8
3M	10.7	9.9	2.9	17.8	18.5	9.1	2.3
6M	9.6	-22.5	-5.3	17.0	6.9	-1.7	-23.7
1Y	-37.7	-18.2	5.9	27.5	-44.6	-4.5	-15.9
YTD	-1.2	0.6	1.2	2.2	5.7	1.8	2.8
PER (X)							
2018	72.3	99.9	16.6	45.1	20.3	33.1	n/a
2019E	58.0	80.9	26.8	29.6	23.9	34.6	210.5
2020E	36.2	53.0	24.4	24.3	19.2	28.8	36.1
2021E	29.0	35.1	21.9	19.2	14.7	23.9	26.9
PBR (X)							
2018	6.5	22.3	3.6	8.1	2.3	8.1	1.5
2019E	5.1	20.6	2.7	5.9	2.1	7.8	2.3
2020E	4.5	15.2	2.5	4.9	1.9	6.2	2.1
2021E	3.9	11.0	2.4	3.9	1.7	5.0	2.0
PSR (X)							
2018	6.8	7.4	2.9	11.8	3.7	8.3	n/a
2019E	4.6	7.1	3.3	7.8	3.0	8.7	9.5
2020E	3.8	5.8	3.1	6.0	2.7	7.0	7.7
2021E	3.2	4.9	2.9	4.9	2.4	5.8	6.5
EV/EBITDA							
2018	21.1	73.1	11.1	32.0	10.1	21.1	n/a
2019E	14.2	48.4	17.4	23.5	18.8	24.9	n/a
2020E	11.9	34.8	15.2	18.3	11.4	20.0	n/a
2021E	10.3	25.5	13.9	13.7	8.9	16.4	19.9
ROE (%)							
2018	9.3	27.5	28.0	19.7	19.8	27.2	n/a
2019E	9.1	23.4	10.4	22.2	3.9	25.0	1.2
2020E	13.2	27.4	11.1	18.3	8.8	23.8	6.1
2021E	14.3	31.0	12.1	19.1	10.2	23.1	7.4
매출액성장률 (%)							
2018	32.4	35.1	7.8	58.1	20.6	31.5	49.4
2019E	28.9	27.5	36.6	107.4	4.0	20.3	0.0
2020E	21.8	21.5	6.3	29.3	10.6	23.9	24.1
2021E	17.1	18.9	6.6	23.6	12.5	21.0	18.6
영업이익성장률 (%)							
2018	19.7	91.4	6.9	44.2	-1.0	9.1	n/a
2019E	6.1	64.1	0.3	40.9	-66.7	28.2	n/a
2020E	65.7	49.9	11.5	33.2	114.3	16.7	283.1
2021E	26.2	39.2	7.7	29.0	53.5	20.5	19.3
순이익성장률 (%)							
2018	50.3	116.7	40.3	46.7	50.7	10.1	n/a
2019E	6.5	57.0	-26.8	103.1	-51.0	20.4	n/a
2020E	60.2	47.1	17.9	20.9	25.9	22.2	474.4
2021E	23.8	51.8	12.9	25.6	29.8	21.5	29.4
영업이익률							
2018	10.6	10.2	25.0	27.7	15.2	29.5	n/a
2019E	8.7	13.1	18.3	18.8	4.9	31.5	8.9
2020E	11.9	16.1	19.2	19.4	9.4	29.6	27.5
2021E	12.8	18.9	19.4	20.2	12.9	29.5	27.6
순이익률							
2018	9.4	7.7	21.2	25.6	27.0	25.2	n/a
2019E	7.8	9.4	11.4	25.1	12.7	25.2	4.6
2020E	10.3	11.4	12.6	23.5	14.5	24.9	21.2
2021E	10.9	14.6	13.3	23.8	16.7	25.0	23.1

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

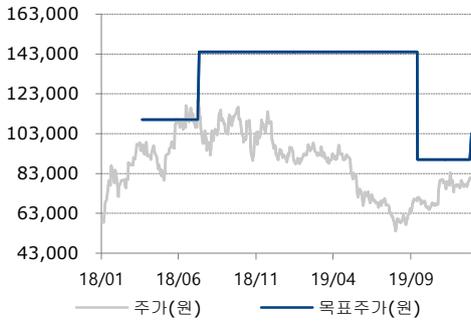
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	247	258	342	439	매출액	380	488	603	708
현금 및 현금성자산	153	157	224	303	증가율(%)	32.4	28.4	23.7	17.5
단기금융자산	7	0	0	0	매출원가	324	429	504	573
매출채권	69	93	115	135	매출총이익	56	59	99	136
재고자산	1	1	1	1	판매비와관리비	16	17	20	23
비유동자산	265	304	299	310	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1	1	0	0	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	199	221	216	227	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	512	562	641	749	영업이익	40	41	79	113
유동부채	108	120	141	165	증가율(%)	21.0	3.0	91.5	43.1
매입채무	20	20	24	28	영업이익률(%)	10.5	8.4	13.0	15.9
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	4	3	5	7
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	3	6	6	6	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	2	-5	-7
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	46	49	81	115
부채총계	111	126	146	171	법인세비용	10	13	21	30
자배주주지분	401	436	495	578	세전계속이익률(%)	12.0	10.0	13.4	16.2
자본금	14	14	14	14	당기순이익	36	36	60	85
자본잉여금	320	320	320	320	순이익률(%)	9.4	7.4	9.9	11.9
이익잉여금	68	104	163	248	지배주주귀속 순이익	36	36	60	85
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	35	35	58	83
자본총계	401	436	495	578	지배주주귀속총포괄이익	34	35	58	83

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-29	234	279	287	주당지표(원)				
당기순이익	36	36	60	85	EPS	1,278	1,281	2,119	3,009
유형자산감가상각비	0	0	0	0	BPS	14,305	15,524	17,603	20,572
무형자산상각비	75	157	175	154	CFPS	3,963	6,902	8,369	8,497
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	141	-167	-163	-159	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	72.3	62.4	37.8	26.6
무형자산의 처분(취득)	0	-180	-170	-165	PBR	6.5	5.2	4.5	3.9
금융상품의 증감	135	6	0	0	PCR	23.3	11.6	9.6	9.4
재무활동 현금흐름	-10	0	0	0	EV/EBITDA	21.1	10.5	8.0	7.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	9.3	8.6	12.8	15.8
자본의증감	-	0	0	-	EBITDA 이익률	30.3	40.8	42.2	37.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	27.7	28.9	29.6	29.6
현금및현금성자산의증감	102	4	67	79	순부채비율	-39.8	-36.0	-45.3	-52.4
기초현금및현금성자산	51	153	157	224	매출채권회전율(x)	6.1	6.0	5.8	5.7
기말현금및현금성자산	153	157	224	303	재고자산회전율(x)	405.4	738.1	725.9	709.2

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치

스튜디오드래곤
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-01-15	NR				
2018-03-26	Buy	110,000	1년		8.9%
2018-07-16	Buy	144,000	1년	-35.2%	-19.2%
2019-09-18	Buy	90,000	1년	-17.7%	-7.3%
2020-01-06	Buy	103,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.5%	9.5%	-