

# 스튜디오드래곤

# BUY(유지)

253450 기업분석 | 미디어

목표주가(하향)	100,000원	현재주가(02/13)	86,000원	Up/Downside	+16.3%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 14

## 탑라인의 불시착

### 4Q19 Review

**어닝쇼크:** 4Q19 실적은 매출액 974억원(-4.2%yoy, -25.7%qoq), 영업이익 -40억원(적자전환)으로 컨센서스(매출액 1,027억원, 영업이익 64억원)를 대폭 하회하는 실적을 시현했다.

### Comment

**예상보다 더 부진했던 탑라인:** 부진한 실적의 원인은 매출 성장(-4.2%yoy)이 매출 원가 상승(+0.1%yoy)을 상쇄하지 못함에 있었다. 매출 역성장은 1)OCN 드라마 슬랏 부재로 라인업 수 자체가 적었고, 2)사랑의 불시착 지연 등의 영향으로 4분기에 인식되는 편수가 6편으로 연초 예상보다 적었기 때문으로 분석된다. 또한 3)유령을 잡아라, 날 녹여주오 등 일반 드라마들도 평균 2% 시청률을 기록하며 VoD, PPL 등의 추가적인 수익 실현을 하지 못했다. 금번 실적을 통해 확인한 점은 연간 라인업이 30편에 육박하는 드래곤의 특성상 이연돼 넘어오는 고정 상각비를 상쇄하기 위해서 일정한 매출 성장이 필수라는 점이다. 1Q20는 사랑의 불시착의 흥행(최고 시청률 17.7%), 넷플릭스 오리지널인 나 홀로 그대 등 해외 판매 정상화가 기대되고, 방방, 머니게임 등 라인업 수 자체도 회복세다. 매출액은 1,286억원(+15.0%yoy), 영업이익 123억원(+11.4%yoy)이 전망된다.

### Action

**추가 모멘텀 구체화 시 접근:** 라인업이 증가할수록 대작의 선판매 외에도 일반드라마의 흥행에 따른 실적 불확실성을 반영해 20년 영업이익 추정치를 기존 대비 4.6% 하향 조정했다. 이에 따라 목표주가를 10만원으로 제시하는데, Target EV/EBITDA도 기존 24배에서 21배로 하향해 반영했다. 미국 법인 및 HBO와의 공동 제작, 글로벌 OTT 경쟁에 따른 제작사 수혜는 당연하지만, 수익화에는 시간이 걸릴 것으로 보인다. 중국 등 추가적인 수익 다변화가 구체화될 때까지는 조정 시 접근을 권고한다.

#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
FYE Dec	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	287	380	469	565	663
(증가율)	85.7	32.4	23.4	20.5	17.4
영업이익	33	40	29	50	63
(증가율)	98.3	21.0	-28.3	73.8	27.3
순이익	24	36	27	34	47
EPS	1,050	1,278	949	1,208	1,688
PER (H/L)	77.4/52.7	96.6/45.4	85.3	71.2	50.9
PBR (H/L)	6.2/4.2	8.6/4.1	5.3	5.2	4.7
EV/EBITDA (H/L)	24.6/19.4	27.8/12.8	20.0	17.1	14.2
영업이익률	11.5	10.5	6.1	8.8	9.5
ROE	9.5	9.3	6.4	7.6	9.8

#### Stock Data

52주 최저/최고	54,000/98,300원
KOSDAQ /KOSPI	688/2,233pt
시가총액	24,163억원
60일-평균거래량	170,497
외국인지분율	7.7%
60일-외국인지분율변동추이	+4.7%p
주요주주	CJ ENM 외 5 인 69.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.1	14.4	-9.0
상대기준	-2.4	10.1	-2.1

도표 1. 스튜디오드래곤 4Q19 Review

(단위: 십억원%)

	4Q19P	4Q18	YoY	3Q19	QoQ	컨센서스	차이
매출액	97.4	101.7	-4.2	131.2	-25.7	102.7	-5.1
영업이익	-4.0	0.4	적전	10.9	적전	6.4	적전
당기순이익	-1.6	1.7	적전	11.5	적전	6.6	적전

자료: 스튜디오드래곤, Fnguide, DB 금융투자

도표 2. 스튜디오드래곤 상세 실적 추정 내역

(단위: 십억원%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
<b>매출</b>	<b>111.8</b>	<b>128.2</b>	<b>131.2</b>	<b>97.4</b>	<b>128.6</b>	<b>143.1</b>	<b>152.0</b>	<b>140.8</b>	<b>379.6</b>	<b>468.6</b>	<b>564.6</b>
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	52.5	69.4	73.1	65.0	178.1	208.7	260.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	64.5	62.0	66.1	62.9	162.1	219.3	255.4
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	11.6	11.7	12.8	13.0	39.4	40.6	49.2
<b>매출원가</b>	<b>96.8</b>	<b>112.8</b>	<b>115.9</b>	<b>95.2</b>	<b>111.6</b>	<b>124.2</b>	<b>132.4</b>	<b>124.9</b>	<b>324.0</b>	<b>420.7</b>	<b>493.0</b>
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	17.1	18.9	19.7	16.0	55.6	47.9	71.6
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	4.8	5.5	5.3	6.3	15.6	19.2	21.9
<b>영업이익</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>12.3</b>	<b>13.4</b>	<b>14.4</b>	<b>9.7</b>	<b>40.0</b>	<b>28.7</b>	<b>49.7</b>
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	11.2	12.3	13.3	8.6	45.9	33.1	45.5
<b>당기순이익</b>	<b>9.2</b>	<b>7.3</b>	<b>11.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>8.3</b>	<b>9.0</b>	<b>9.6</b>	<b>6.1</b>	<b>35.9</b>	<b>26.4</b>	<b>33.0</b>
YoY											
매출	40.0	72.5	6.1	-4.2	15.0	11.6	15.9	44.5	32.4	23.4	20.5
영업이익	3.2	47.9	-49.3	적전	11.4	23.7	32.0	흑전	21.3	-28.3	73.3
당기순이익	17.0	-18.0	-33.5	적전	-10.0	23.0	-16.6	흑전	50.5	-26.3	24.8

자료: 스튜디오드래곤, DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	290	247	266	316	421
현금및현금성자산	51	153	193	234	315
매출채권및기타채권	55	69	47	56	84
재고자산	1	1	1	2	1
비유동자산	170	265	270	282	268
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	204	216	201
투자자산	4	4	4	4	4
자산총계	459	512	554	617	707
유동부채	91	108	123	152	195
매입채무및기타채무	34	60	75	104	147
단기차입금및단기차	0	0	0	0	0
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	0	3	3	3	3
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	91	111	126	155	198
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	94	128	176
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	462	509

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	-7	-29	135	137	151
당기순이익	24	36	27	34	47
현금유출이없는비용및수익	46	74	78	96	103
유형및무형자산상각비	41	75	75	78	85
영업관련자산부채변동	-73	-139	38	19	19
매출채권및기타채권의감소	-14	-27	22	-10	-28
재고자산의감소	-2	0	0	-1	0
매입채무및기타채무의증가	9	26	15	29	43
투자활동현금흐름	-141	141	-67	-95	-70
CAPEX	0	0	0	0	0
투자자산의순증	-2	0	0	0	0
재무활동현금흐름	188	-10	-6	0	0
사채및차입금의 증가	-18	-8	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	208	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-22	0	0
현금의증가	40	102	40	41	81
기초현금	12	51	153	193	234
기말현금	51	153	193	234	315

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	287	380	469	565	663
매출원가	240	324	421	493	575
매출총이익	47	56	48	72	88
판매비	14	16	19	22	25
영업이익	33	40	29	50	63
EBITDA	74	115	104	128	148
영업외손익	-3	6	4	-3	2
금융손익	-3	6	4	-5	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	2	2
세전이익	30	46	33	47	65
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	27	34	47
지배주주지분순이익	24	36	27	34	47
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	35	27	34	47
총감률(%YoY)					
매출액	85.7	32.4	23.4	20.5	17.4
영업이익	98.3	21.0	-28.3	73.8	27.3
EPS	84.5	21.7	-25.8	27.3	39.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산실역원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	1,050	1,278	949	1,208	1,688
BPS	13,141	14,305	15,231	16,438	18,127
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	61.9	72.3	85.3	71.2	50.9
P/B	4.9	6.5	5.3	5.2	4.7
EV/EBITDA	22.1	21.1	20.0	17.1	14.2
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	6.1	8.8	9.5
EBITDA마진	25.9	30.3	22.2	22.6	22.3
순이익률	8.3	9.4	5.7	6.0	7.2
ROE	9.5	9.3	6.4	7.6	9.8
ROA	6.8	7.4	5.0	5.8	7.2
ROIC	15.6	15.0	10.4	18.1	25.6
안정성및기타					
부채비율(%)	24.7	27.7	29.5	33.5	38.8
이자보상배율(배)	19.0	343.0	4.6	142.8	1,549.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

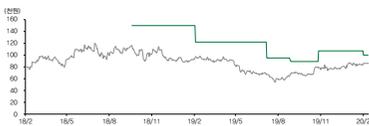
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

스튜디오드래곤 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/10/01	Buy	150,000	-34.5	-23.9					
19/02/15	Buy	122,000	-32.0	-19.4					
19/07/19	Buy	95,000	-35.8	-29.5					
19/09/09	Buy	89,000	-21.2	-10.0					
19/11/08	Buy	107,000	-25.0	-18.7					
20/02/14	Buy	100,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경