

스튜디오드래곤(253450)

단기 모멘텀은 약하나 연간으로는 좋다

영업이익 -40억원(적자전환) 기록하며 컨센서스 크게 하회
K-콘텐츠의 세계화 기대 vs. 1분기에도 부진한 실적
단기 모멘텀은 약하나 연간으로는 좋다

Facts : 영업이익 -40억원(적자전환) 기록하며 컨센서스 크게 하회

4분기 매출액은 974억원(-4.2% YoY)으로 우리의 추정치(968억원)에 부합했으나, 영업이익은 -40억원(적자전환)을 기록하며 우리의 추정치(63억원)과 시장 컨센서스(67억원)을 크게 하회했다. 매출액의 감소는 편성 드라마 감소(4Q18 7.9편 → 4Q19 6.3편) 때문이다. 특히 4분기 유일한 대작 '사랑의 불시착'도 12월 중순에 편성되어 16회 중 6회분만 반영됐다. 더불어 드라마들의 시청률이 부진하며 마진율이 높은 국내 VOD와 PPL 매출도 타격을 입었다. 매출 감소에도 불구하고 무형자산 상각비는 지난 6개 분기의 무형자산을 인식하며 거의 줄어들지 않았다. 특히 제작비 500억원대의 대작 '아스달연대기'의 남은 무형자산을 이번 분기까지 모두 상각한 것으로 추정된다.

Pros & cons : K-콘텐츠의 세계화 기대 vs. 1분기에도 부진한 실적

이번 실적 발표에서는 한국 드라마의 세계화 기대감을 높였다. 현재 10개 이상 작품이 글로벌 프로젝트를 준비하고 있으며 '라이브', '기억' 등의 리메이크 작품 외에도 HBO Asia가 제안한 작품('Alone')의 대본 개발이 진행중이다. HBO와 tvN 공동 편성을 목표로 하고 있으며 성사된다면 HBO max에도 판매될 것으로 전망된다. 다만 올해 1분기까지는 실적에 대한 눈높이를 낮춰야 한다. 드라마 제작 편수가 7.2편으로 지난해 6.7편 대비 소폭 증가하나 신규 대작 편성이 없기 때문이다. (1Q19: '남자친구', '알함브라궁전' vs. 1Q20: '사랑의불시착')

Action : 단기 모멘텀은 약하나 연간으로는 좋다

스튜디오드래곤에 대해 매수 의견과 목표주가 100,000원(12MF PER 45배)을 유지한다. 올해 1분기까지 단기적인 실적모멘텀은 약하나 글로벌 OTT 경쟁에 따른 콘텐츠 제작사의 중장기 수혜 전망은 변하지 않았다. 2분기부터는 해외 프로젝트가 구체화되고 대작 '더킹'(SBS, 4월 편성)이 온기 반영되며 의미 있는 증익도 나타날 것이다. '기생충'의 글로벌 흥행과 함께 K-콘텐츠에 대한 세계인들의 관심이 높아진 올해는 한국 No.1 드라마 제작사인 동사에 관심을 가져야 한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/13)	2,233
주가(2/13)	86,000
시가총액(십억원)	2,416
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	98,300/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,509
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.3/7.7
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 69.3

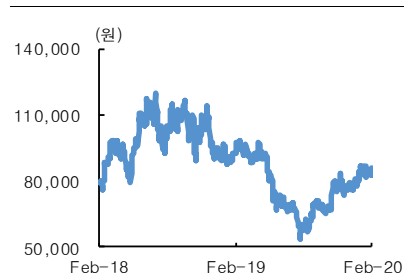
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	72.3	91.3	43.0
PBR(x)	6.5	5.6	5.0
ROE(%)	9.3	6.4	12.3
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	21.1	16.6	13.9
EPS(원)	1,278	942	2,002
BPS(원)	14,305	15,223	17,225

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.1)	47.0	(9.0)
KOSDAQ 대비(%p)	(2.4)	30.6	(1.9)

주가추이



자료: FnGuide

오태완

taewan.oh@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	(25.8)	(4.2)	102.7
영업이익	0.4	11.0	10.8	10.9	(4.0)	NM	NM	6.4
영업이익률(%)	0.4	9.8	8.4	8.3	(4.1)			6.2
세전이익	1.7	13.2	11.9	13.1	(5.2)	NM	NM	7.4
순이익	1.7	9.2	7.3	11.5	(1.6)	NM	NM	6.6

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익
자료: 한국투자증권

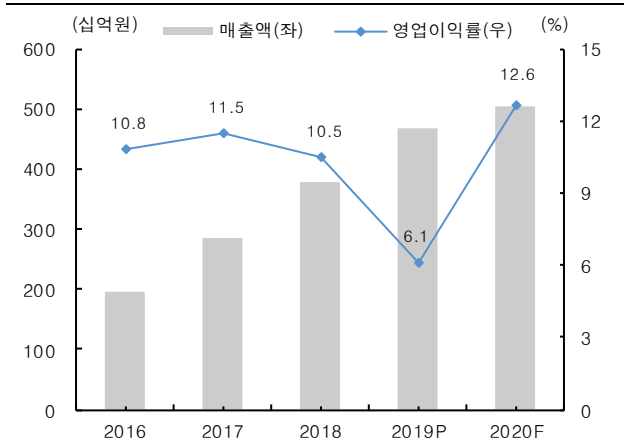
〈표 2〉 실적 추이 및 전망: 2020년 실적은 3분기까지 계단식 성장

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	108.6	121.5	128.7	146.8	379.6	468.7	505.6	574.5
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	43.0	54.0	53.3	57.8	178.1	208.7	208.1	219.0
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	42.3	34.5	49.8	52.9	168.6	194.3	179.5	189.0
Non-Captive	0.2	3.7	10.5	0.0	0.7	19.5	3.5	4.9	9.5	14.4	28.6	30.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	56.6	56.7	63.6	78.7	162.1	219.3	255.6	311.7
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	13.3	15.1	14.9	15.0	51.8	58.8	58.4	64.6
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	43.3	41.6	48.7	63.7	110.2	160.4	197.2	247.1
기타(PPL, OST)	11.5	9.8	10.4	8.9	9.0	10.8	11.7	10.4	39.4	40.6	42.0	43.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.0	22.8	25.0	23.4	55.6	47.9	87.3	114.1
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.3	17.4	19.7	15.4	39.9	28.7	63.7	89.8
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.1	19.6	21.8	17.7	45.7	33.1	71.2	100.2
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	9.6	15.5	17.2	14.0	35.8	26.4	56.3	78.1
(%)												
매출총이익률	13.4	12.0	11.7	2.2	14.7	18.8	19.4	16.0	14.6	10.2	17.3	19.9
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	10.4	14.3	15.3	10.5	10.5	6.1	12.6	15.6
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	8.8	12.7	13.4	9.5	9.4	5.6	11.1	13.6
(% YoY)												
매출액	40.0	72.6	6.0	(4.2)	(2.9)	(5.3)	(1.9)	50.7	32.4	23.5	7.9	13.6
영업이익	3.5	47.3	(49.2)	적전	2.2	61.1	80.8	흑전	21.0	(28.1)	122.1	40.9
지배주주순이익	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	4.0	110.8	49.6	흑전	50.3	(26.3)	112.9	38.9

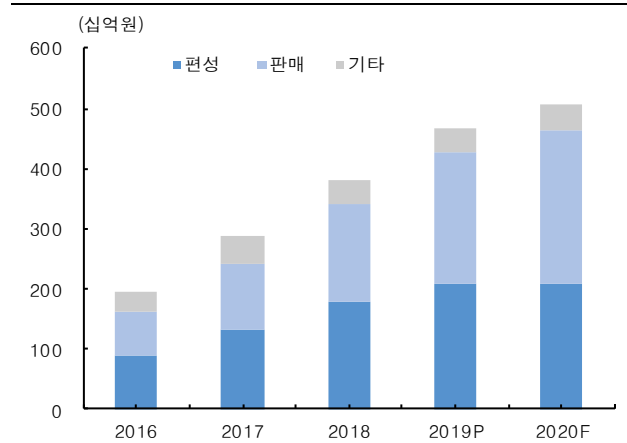
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 1] 2020년부터 수익성 개선 나타날 것



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 실적 성장의 Key는 판매 매출



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 2020년 성장의 키워드는 ‘글로벌’



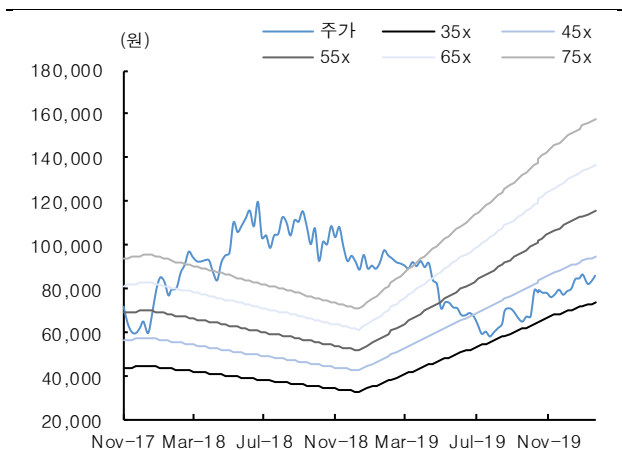
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 3> 목표주가 도출

구분	내용	설명
12MF 지배주주순이익(십억원)	59.9	
목표 PER(배)	45.0	historical PER(아스달연대기 part 2 종료)
적정 시가총액(십억원)	2,456	
주식수(천주)	28,000	
적정주가(원)	100,000	
현재주가(원)	86,000	2월 13일 종가 기준
상승여력(%)	16	

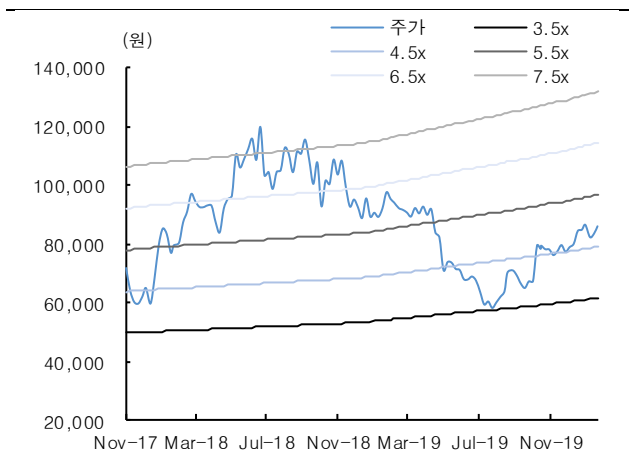
자료: 한국투자증권

[그림 4] 12개월 forward PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 12개월 forward PBR band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내의 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사했으며 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(tvN, OCN, Mnet 등)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	229	246	283
현금성자산	51	153	104	95	115
매출채권및기타채권	55	69	93	101	111
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	325	349	409
투자자산	4	4	5	5	6
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	245	264	316
자산총계	459	512	554	595	691
유동부채	91	108	123	108	126
매입채무및기타채무	34	60	59	67	80
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
부채총계	91	111	126	111	129
지배주주지분	368	401	428	484	562
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	94	150	228
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	484	562

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	117	117	183
당기순이익	24	36	26	56	78
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	110	102	106
자산부채변동	(73)	(139)	(20)	(42)	(2)
기타	1	(1)	1	1	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(166)	(125)	(163)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(156)	(122)	(157)
기타	0	3	(9)	(3)	(5)
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	(49)	(9)	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

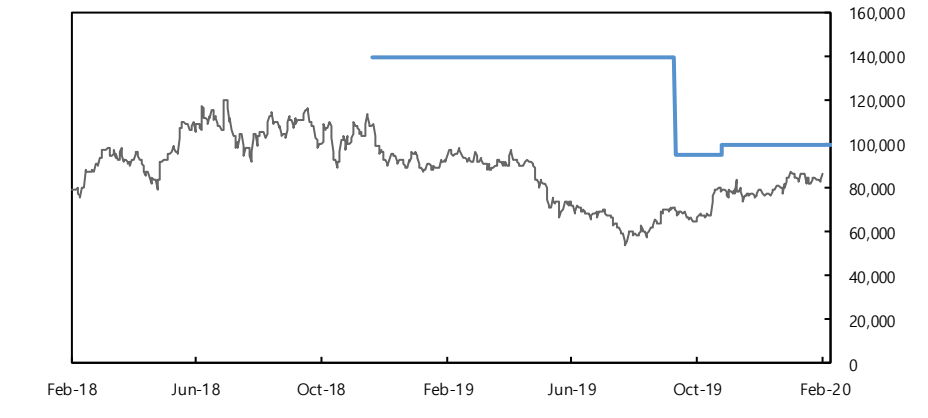
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	506	574
매출원가	240	324	421	418	460
매출총이익	47	56	48	87	114
판매관리비	14	16	19	24	24
영업이익	33	40	29	64	90
금융수익	1	7	11	11	14
이자수익	1	4	8	8	12
금융비용	3	1	6	3	4
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	33	71	100
법인세비용	6	10	7	15	22
연결당기순이익	24	36	26	56	78
지배주주지분순이익	24	36	26	56	78
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	26	56	78
지배주주지분포괄이익	24	35	26	56	78
EBITDA	74	115	139	166	196

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	942	2,002	2,781
BPS	13,141	14,305	15,223	17,225	20,006
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	23.5	7.9	13.6
영업이익증가율	98.3	21.0	(28.1)	122.0	40.9
순이익증가율	192.9	50.3	(26.2)	112.8	38.9
EPS증가율	178.5	21.4	(26.3)	112.6	38.9
EBITDA증가율	91.4	55.1	20.4	19.9	17.9
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	6.1	12.6	15.6
순이익률	8.3	9.4	5.6	11.1	13.6
EBITDA Margin	25.9	30.3	29.6	32.9	34.1
ROA	6.8	7.4	5.0	9.8	12.1
ROE	9.5	9.3	6.4	12.3	14.9
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)	(110)	(102)	(123)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	91.3	43.0	30.9
PBR	4.9	6.5	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	16.6	13.9	11.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-26.1	-15.7
	2019.11.08	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2020년 2월 14일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.6%	19.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 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
- 중 립 : 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.