스튜디오드래곤(253450)

매수(유지)

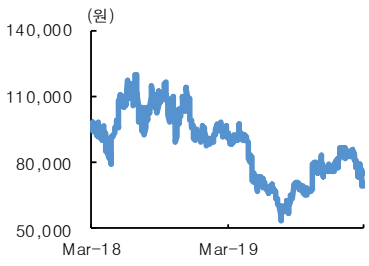
목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data	
KOSPI(3/17)	1,672
주가(3/17)	73,000
시가총액(십억원)	2,051
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	97,300/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,925
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.3/8.4
주요주주(%) CJ ENM 외 5 인	69.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.0)	5.3	(20.3)
KOSDAQ 대비(%p)	12.7	25.4	10.9

주가추이



자료: FnGuide

1Q20 Preview: 제한적인 코로나19 영향

1분기 영업이익 110억원(-0.0% YoY)으로 컨센서스 부합 전망

1분기 매출액은 1,095억원(-4.2% YoY), 영업이익은 110억원(-0.0% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 영업이익 추정치는 이전 추정치와 유사한 수준이다. 편성 드라마 편수가 7.2편으로 전년대비 0.5편 증가하지만 신규 대작 편성이 없어 매출이 소폭 감소한다. (1Q19 '남자친구', '알함브라궁전' vs 1Q20 '사랑의불시착') 하지만 코로나19에 따른 국내 VOD 수요 증가와 콘텐츠 수출 증가로 판매매출 비중(52.5%, YoY +2.3%p)이 높아지며 영업이익률(10.1%, YoY +0.2%p)은 소폭 개선될 전망이다.

코로나19 영향 2분기까지 제한적. 3분기엔 방송사 제작비 확인 필요

코로나19의 영향은 상반기까지 제한적일 전망이다. 편성 라인업이 이미 확정되었기 때문이다. 유일한 리스크는 제작팀 내 확진자 발생에 따른 촬영 중단이 방영 지연으로 이어지는 것이다. 하지만 국내 신규 확진자가 감소세에 접어들었고 진단도 6시간이면 가능하다는 점에서 크게 우려할 사항은 아니다. 3분기부터는 경기 둔화에 따른 기업의 광고비 축소가 방송사의 드라마 예산 축소로 이어지는 것을 반영하여 실적 추정치를 하향했다. 하지만 빠르게 증가하고 있는 글로벌 OTT(온라인 동영상 서비스)향 매출이 실적 하단을 지지해줄 것이다. OTT는 개인의 구독료를 기반으로 하기 때문에 경기 둔화 영향이 제한적이며 국내 콘텐츠를 작년보다 10~15% 높은 리쿱률(제작비 보존 비율)로 구매하고 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 100,000원 유지

매수 의견과 목표주가 100,000원(12MF PER 45배)을 유지한다. 1분기까지 단기적인 실적 모멘텀은 약하나 코로나19 영향이 제한적이라는 점이 부각될 것이다. 2분기에는 대작 '더킹'(SBS, 4/17 방영)이 온기로 반영되고 OTT향 콘텐츠 가격 상승 효과가 지속되며 가파른 증익이 나타날 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	287	33	24	1,053	178.5	74	61.7	22.1	4.9	9.5	0.0
2018A	380	40	36	1,278	21.4	115	72.3	21.1	6.5	9.3	0.0
2019F	469	29	26	942	(26.3)	139	77.5	14.0	4.8	6.4	0.0
2020F	515	60	54	1,931	105.0	168	37.8	11.6	4.3	11.9	0.0
2021F	563	79	70	2,481	28.5	186	29.4	10.4	3.7	13.5	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

오태완
taewan.oh@truefriend.com

오해리
haeri.oh@truefriend.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 1분기 실적 추정치는 유사하나, 하반기 실적 추정치 하향

(단위: 십억원, %, %p)

	2H20F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	**257.6**	**275.5**	**(17.9)**	**515.4**	**505.6**	**9.8**
편성	104.0	111.1	(7.1)	215.0	208.1	6.9
Captive	95.6	102.7	(7.1)	172.4	179.5	(7.1)
Non-cap	8.4	8.4	0.0	42.6	28.6	14.0
판매	133.9	142.3	(8.4)	259.4	255.6	3.8
국내	28.1	29.9	(1.8)	61.3	58.3	3.0
해외	105.8	112.4	(6.6)	198.1	197.3	0.8
기타(PPL, OST)	19.7	22.1	(2.4)	41.0	41.9	(0.9)
영업이익	**28.1**	**35.1**	**(7.0)**	**60.1**	**63.8**	**(3.7)**
영업이익률	10.9	12.7	(1.8)	11.7	12.6	(1.0)
순이익	**25.8**	**31.2**	**(5.4)**	**54.2**	**56.3**	**(2.1)**

주: 2분기 '더킹' 제작비 추정치 상향으로 연간 Non-cap 매출 증가. 하반기에는 경기 둔화에 따른 방송사의 드라마 예산 축소 반영
자료: 한국투자증권

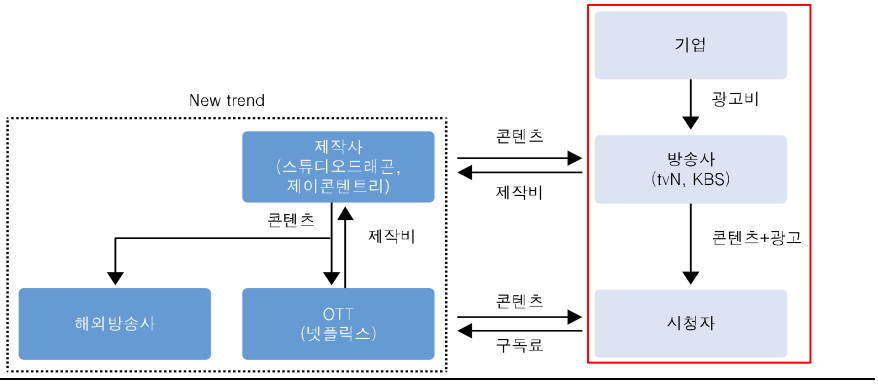
<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	109.5	148.2	123.1	134.6	379.6	468.7	515.4	563.0
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	43.0	68.0	50.6	53.4	178.1	208.7	215.0	219.0
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	42.3	34.5	47.1	48.5	168.6	194.3	172.4	189.0
Non-Capitve	0.2	3.7	10.5	0.0	0.7	33.5	3.5	4.9	9.5	14.4	42.6	30.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	57.5	68.0	62.4	71.5	162.1	219.3	259.4	300.2
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	14.2	19.0	14.2	13.9	51.8	58.8	61.3	64.6
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	43.3	49.0	48.2	57.7	110.2	160.4	198.1	235.6
기타(PPL, OST)	11.5	9.8	10.4	8.9	9.0	12.2	10.1	9.6	39.4	40.6	41.0	43.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	15.8	26.5	20.9	20.5	55.6	47.9	83.7	103.4
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.0	21.0	15.7	12.4	39.9	28.7	60.1	79.2
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	11.9	23.7	17.7	14.5	45.7	33.1	67.8	89.4
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	9.5	19.0	14.2	11.6	35.8	26.4	54.2	69.7
(%)												
매출총이익률	13.4	12.0	11.7	2.2	14.4	17.9	17.0	15.2	14.6	10.2	16.2	18.4
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	10.1	14.2	12.7	9.2	10.5	6.1	11.7	14.1
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	8.7	12.8	11.5	8.6	9.4	5.6	10.5	12.4
(% YoY)												
매출액	40.0	72.6	6.0	(4.2)	(2.1)	15.6	(6.2)	38.1	32.4	23.5	10.0	9.2
영업이익	3.5	47.3	(49.2)	적전	(0.0)	94.9	43.7	흑전	21.0	(28.1)	109.5	31.7
지배주주순이익	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	3.3	158.5	22.8	흑전	50.3	(26.3)	105.3	28.5

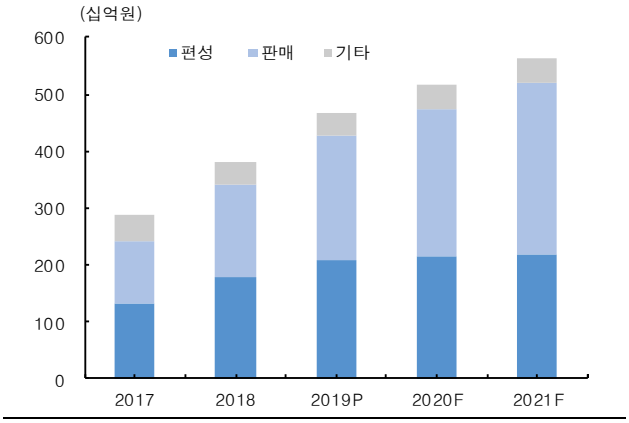
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 1] 기업 광고비를 원천으로 하는 방송사의 드라마 공급망 타격 가능성 반영



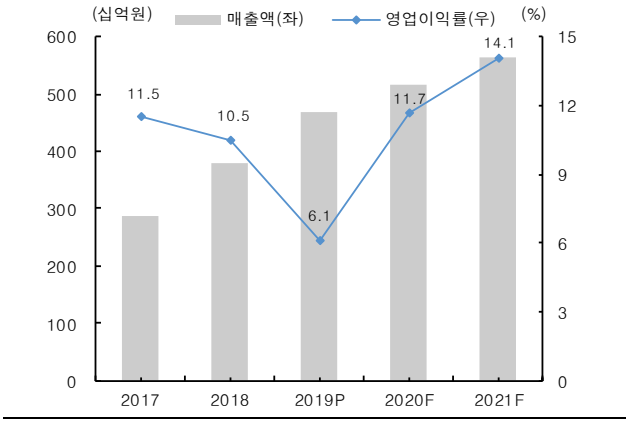
자료: 한국투자증권

[그림 2] 온라인 위주인 판매 매출 증가에 힘입어...



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 전년도 부진에서 벗어날 수 있음



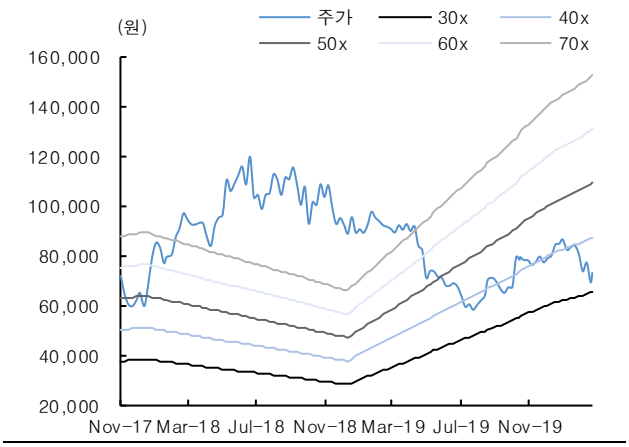
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 3〉 목표주가 도출

구분	내용	설명
12MF 지배주주순이익(십억원)	57.8	
목표 PER(배)	45.0	historical PER(아스달연대기 part 2 종료) 기준
적정 시가총액(십억원)	2,602	
주식수(천주)	28,082	
적정주가(원)	92,645	
목표주가(원)	100,000	
현재주가(원)	73,000	3월 17일 종가 기준
상승여력(%)	37	

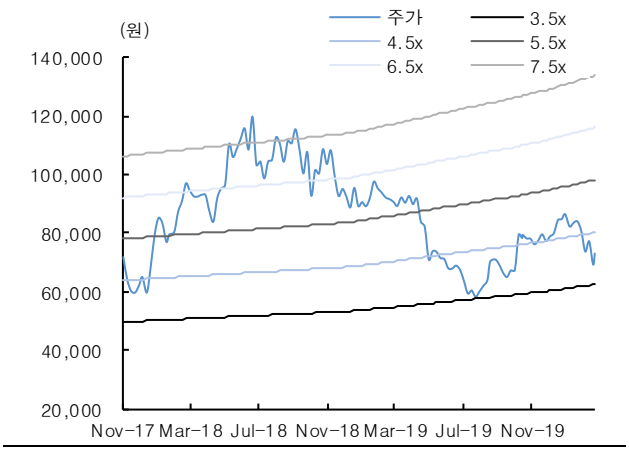
자료: 한국투자증권

[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 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(tvN, OCN, Mnet 등)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	229	251	277
현금성자산	51	153	104	97	113
매출채권및기타채권	55	69	93	103	109
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	325	355	400
투자자산	4	4	5	5	6
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	245	270	310
자산총계	459	512	554	606	677
유동부채	91	108	123	121	123
매입채무및기타채무	34	60	59	68	78
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	125	126
지배주주지분	368	401	428	482	552
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	94	148	218
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	482	552

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	515	563
매출원가	240	324	421	432	460
매출총이익	47	56	48	84	103
판매관리비	14	16	19	24	24
영업이익	33	40	29	60	79
금융수익	1	7	11	11	14
이자수익	1	4	8	8	11
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	68	89
법인세비용	6	10	7	14	20
연결당기순이익	24	36	26	54	70
지배주주지분순이익	24	36	26	54	70
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	26	54	70
지배주주지분포괄이익	24	35	26	54	70
EBITDA	74	115	139	168	186

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	117	130	166
당기순이익	24	36	26	54	70
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	110	108	107
자산부채변동	(73)	(139)	(20)	(32)	(12)
기타	1	(1)	1	0	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(166)	(137)	(150)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(0)	(156)	(132)	(147)
기타	0	3	(9)	(5)	(3)
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)	(7)	15

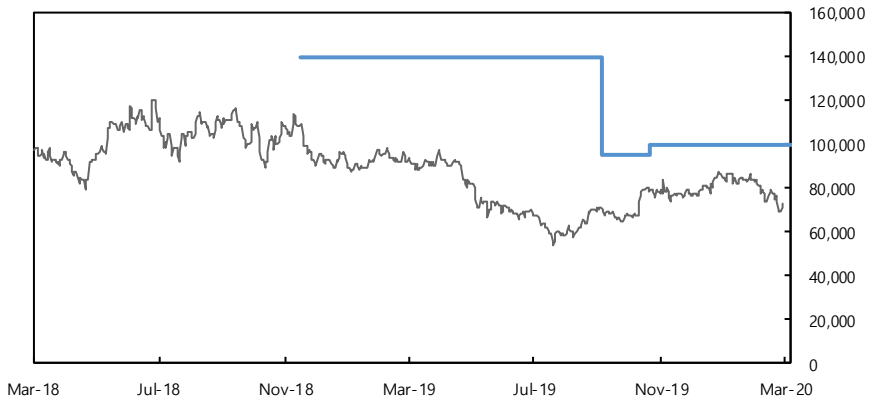
주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	942	1,931	2,481
BPS	13,141	14,305	15,223	17,154	19,635
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	23.5	10.0	9.2
영업이익증가율	98.3	21.0	(28.1)	109.5	31.7
순이익증가율	192.9	50.3	(26.2)	105.2	28.5
EPS증가율	178.5	21.4	(26.3)	105.0	28.5
EBITDA증가율	91.4	55.1	20.4	21.1	11.0
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	6.1	11.7	14.1
순이익률	8.3	9.4	5.6	10.5	12.4
EBITDA Margin	25.9	30.3	29.6	32.6	33.1
ROA	6.8	7.4	5.0	9.4	10.9
ROE	9.5	9.3	6.4	11.9	13.5
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)	(110)	(104)	(120)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	77.5	37.8	29.4
PBR	4.9	6.5	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.0	11.6	10.4

주: K-IFRS (연결) 기준

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 3월 18일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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.