



2020년 4월 9일 | Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

IPO도, 역사적 신고가에도 김은숙 작가가 있었다

악화된センチ멘털은 결국 '더 킹'이 해결해 줄 것

예상치 못한 대주주의 (과도한 할인율이 포함된) 블락딜로 인해 투자センチ멘털이 악화된 것은 사실이다. 다만, 1) 김은숙 작가의 작품이기에 '더 킹'은 이미 BEP 이상에서 시작하고 있는 것으로 추정되며, 2) 하반기 시진핑 방한 기대감을 감안하면 늦어도 3분기 전에는 주가가 빠르게 회복할 가능성이 높다. '도깨비'와 '미스터션샤인'이 모두 동사의 펀더멘털을 설명하는 핵심 작품이었던 만큼 이번에도 기대해보자.

1Q Preview: OPM 10.1%(+0.2%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,077억원/109억원 (YoY -4%/-2%)로 컨센서스(112억원)에 부합할 것이다. 지난 4분기에는 드라마의 화제성이 하락하면서 VOD/PPL 등의 매출 부진으로 적자 전환했지만, CPI가 다시 회복하면서 정상적인 이익 레벨을 기록할 것이다. 특이사항은 2018년작인 '백일의 낭군님'이 일본 지상파 NHK에 편성되었는데, 코로나19로 인해 일본 내 드라마 제작에 차질이 있는 것으로 추정된다. 당장의 이익 기여도는 높지 않으나, 흥행 시 향후 추가적인 구작 판매에 따른 잠재적 성장성이 기대된다.

블락딜 조건의 아쉬움

7일 대주주인 CJ ENM은 스튜디오드래곤의 지분 225만주(8%)를 9% 할인된 73,800원에 매각했다. 미래 성장 및 사업 경쟁력 강화를 위한 투자재원 확보 목적이었지만, 주주 입장에서는 상당히 아쉽다. 우선, CJ ENM이 LG헬로비전 매각으로 상당한 재원을 확보한 상황이다. 또한, 가격과 지분율을 보면 1) 넷플릭스에 약 5% 지분 매각 시에는 2018년 첫 조희 공시 이후 1년 3개월이나 걸렸지만, 금번에는 더 많은 8%의 지분을 단기간에 매각했다. 한 OTT에 종속되지 않게 하기 위해 5%만 팔았다는 당시의 설명이 다소 무색해진다. 2) 넷플릭스에는 직전 5영업일의 평균 가격에 매각했지만, 이번에는 9%나 할인하면서 넷플릭스보다 더 싸게 매각했다. 굳이 이 정도의 할인율이 아니어도 기관투자자들의 선호도가 높았을 거라 추측되기에 더더욱 아쉽다.

Update

BUY

| TP(12M): 98,000원 | CP(4월 8일): 74,900원

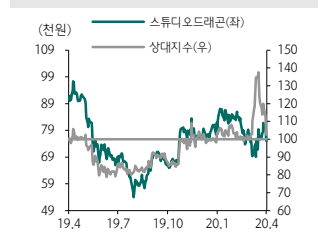
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	607.37
52주 최고/최저(원)	97,300/54,000
시가총액(십억원)	2,104.4
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	28,096.4
60일 평균 거래량(천주)	216.0
60일 평균 거래대금(십억원)	16.8
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.16
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	69.33
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) 12.8 (17.1)
상대	2.7 18.0 2.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	566.2	658.7
영업이익(십억원)	60.2	78.2
순이익(십억원)	50.6	64.7
EPS(원)	1,797	2,303
BPS(원)	17,009	19,274

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	379.6	468.7	533.1	615.6	668.4
영업이익	십억원	39.9	28.7	58.6	81.1	92.4
세전이익	십억원	45.6	33.1	63.4	86.8	99.3
순이익	십억원	35.8	26.4	48.8	66.9	76.4
EPS	원	1,278	941	1,737	2,380	2,721
증감률	%	21.7	(26.4)	84.6	37.0	14.3
PER	배	72.30	85.93	43.11	31.48	27.53
PBR	배	6.46	5.31	4.41	3.87	3.39
EV/EBITDA	배	21.14	14.89	15.00	14.88	14.67
ROE	%	9.31	6.37	10.78	13.10	13.13
BPS	원	14,305	15,242	16,979	19,359	22,080
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

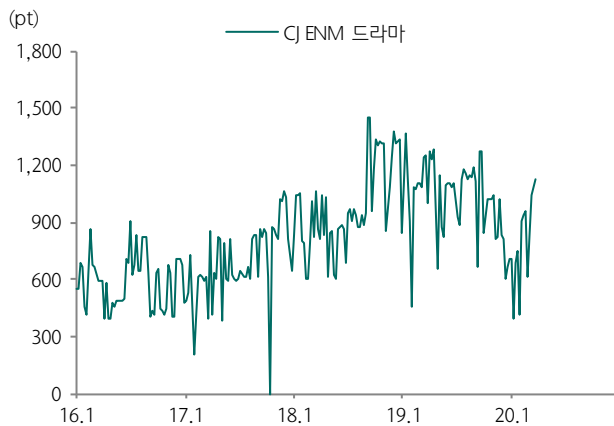
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	469	533	616	668	112	128	131	97	108	142	141	142
편성	209	260	314	341	44	58	61	46	51	63	70	76
판매	219	229	256	280	56	60	60	43	47	66	60	56
기타	41	44	46	48	12	10	10	9	10	12	11	11
매출총이익	48	80	105	119	15	15	15	2	15	22	18	24
GPM	10%	15%	17%	18%	13%	12%	12%	2%	14%	16%	13%	17%
영업이익	29	59	81	92	11	11	11	(4)	11	18	13	17
OPM	6%	11%	13%	14%	10%	8%	8%	-4%	10%	12%	9%	12%
순이익	26	49	67	76	9	7	12	(2)	9	15	11	13

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 드라마 상위 50위 CPI 지수(~20년 3월 4주차)



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. 5월 일본 NHK 종합TV에 편성된 백일의 낭군님



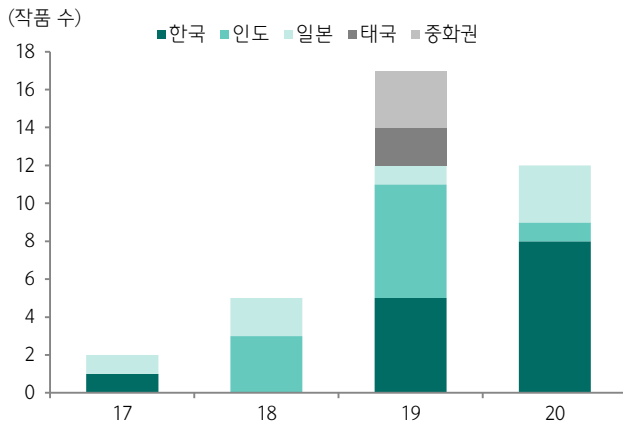
자료: 언론, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	12(축소)
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
		4Q	루카	김래원, 이다희	12
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	약의 꽃	박민영, 김재욱	16
		3Q	구미호연	이동욱, 조보아	16
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16
		3Q	사이코지만 괜찮아	김수현	16
		3Q	비밀의 숲2	조승우, 배두나	16
OCN	토일	4Q	스타트업	남주혁, 수지	16
		1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16
		2Q	루갈	최진혁, 박성웅	16
		3Q	트레인	윤시윤, 경수진	12
기타	KBS주말	3Q	그들이 있었다	고수, 안소희	12
		3Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16
		2Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12
	Netflix	3Q	좋아하면 울리는 2	김소현, 송강	8
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

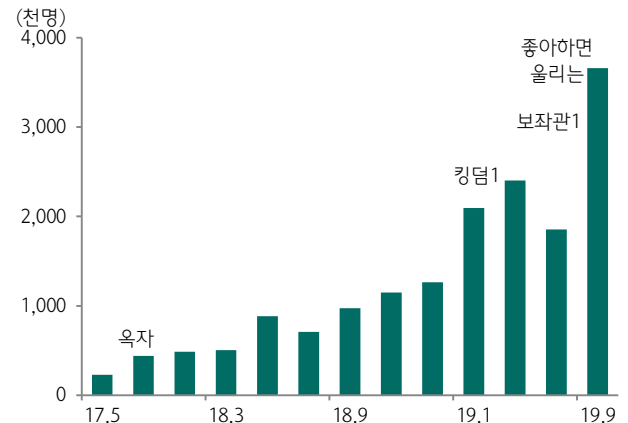
그림 3. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자

주: 20년은 현재 제작인 확정된 작품만 기록, 시즌 연장 혹은 신규 제작이 20년에 결정되지 않은 경우 기록되지 않음.

그림 4. 한국 넷플릭스 순이용자 증가 추이



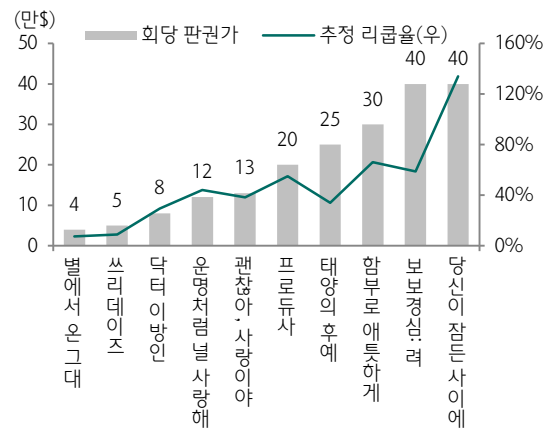
자료: Statista, 하나금융투자

그림 5. 미국 드라마 제작 참여 및 넷플릭스 오리지널 확대



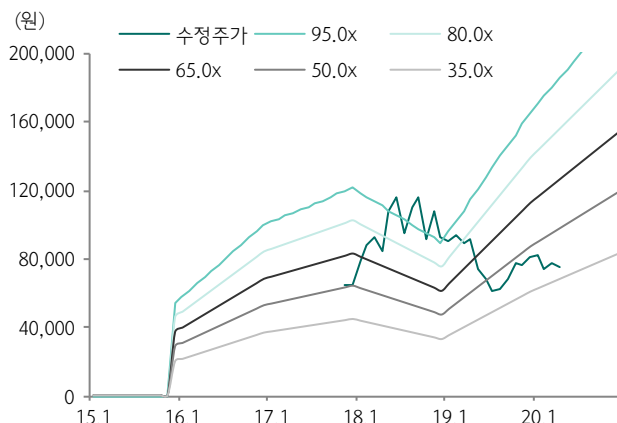
자료: 언론, 하나금융투자

그림 6. 중국향 드라마 판매 판권 추이



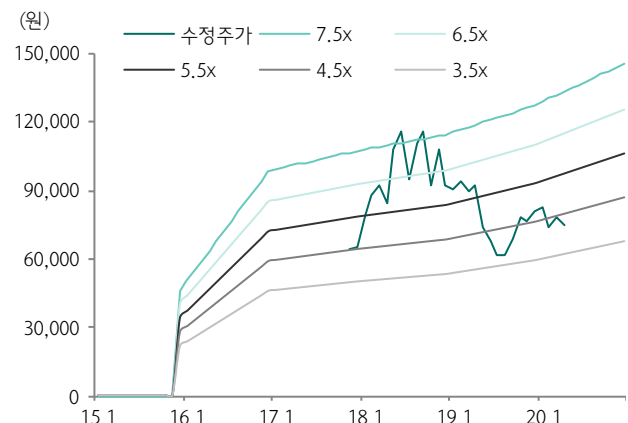
자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 8. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

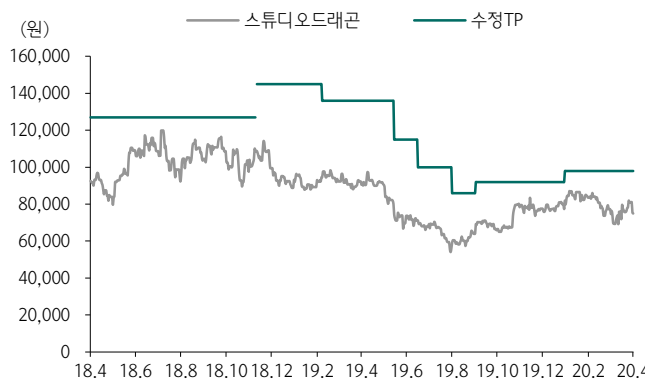
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	533.1	615.6	668.4
매출원가	324.0	420.8	453.1	510.7	549.5
매출총이익	55.6	47.9	80.0	104.9	118.9
판매비	15.7	19.2	21.4	23.8	26.5
영업이익	39.9	28.7	58.6	81.1	92.4
금융손익	6.1	4.3	4.8	5.7	6.9
총속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	45.6	33.1	63.4	86.8	99.3
법인세	9.8	6.6	14.6	20.0	22.8
계속사업이익	35.8	26.4	48.8	66.9	76.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	48.8	66.9	76.4
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.8	26.4	48.8	66.9	76.4
지배주주지분포괄이익	34.7	25.7	48.8	66.9	76.4
NOPAT	31.3	22.9	45.1	62.4	71.2
EBITDA	115.2	145.5	125.4	119.3	114.3
성장성(%)					
매출액증가율	32.4	23.5	13.7	15.5	8.6
NOPAT증가율	20.4	(26.8)	96.9	38.4	14.1
EBITDA증가율	55.0	26.3	(13.8)	(4.9)	(4.2)
영업이익증가율	20.9	(28.1)	104.2	38.4	13.9
(지배주주)순이익증가율	50.4	(26.3)	84.8	37.1	14.2
EPS증가율	21.7	(26.4)	84.6	37.0	14.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	15.0	17.0	17.8
EBITDA이익률	30.3	31.0	23.5	19.4	17.1
영업이익률	10.5	6.1	11.0	13.2	13.8
계속사업이익률	9.4	5.6	9.2	10.9	11.4
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,737	2,380	2,721
BPS	14,305	15,242	16,979	19,359	22,080
CFPS	4,280	5,346	4,507	4,226	3,997
EBITDAPS	4,108	5,185	4,464	4,247	4,069
SPS	13,539	16,698	18,973	21,909	23,790
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.3	85.9	43.1	31.5	27.5
PBR	6.5	5.3	4.4	3.9	3.4
PCFR	21.6	15.1	16.6	17.7	18.7
EV/EBITDA	21.1	14.9	15.0	14.9	14.7
PSR	6.8	4.8	3.9	3.4	3.1
재무비율(%)					
ROE	9.3	6.4	10.8	13.1	13.1
ROA	7.4	4.8	7.9	9.6	9.7
ROIC	14.8	8.5	17.1	29.8	40.1
부채비율	27.7	35.8	36.2	36.3	34.4
순부채비율	(39.2)	(24.9)	(46.7)	(60.4)	(68.9)
이자보상배율(배)	343.0	58.1	71.2	95.6	105.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	247.2	244.5	378.7	507.6	621.2
금융자산	159.5	116.4	233.0	339.3	438.5
현금성자산	153.0	59.8	170.8	270.0	364.5
매출채권 등	69.0	83.8	95.3	110.0	119.5
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.1	44.3	50.4	58.3	63.2
비유동자산	265.2	337.1	271.1	234.0	212.7
투자자산	3.7	13.4	14.3	15.3	16.0
금융자산	3.3	6.2	7.0	8.1	8.8
유형자산	1.0	1.2	0.5	0.2	0.1
무형자산	198.5	233.1	167.1	129.1	107.3
기타비유동자산	62.0	89.4	89.2	89.4	89.3
자산총계	512.4	581.6	649.8	741.6	833.9
유동부채	108.2	145.1	164.6	189.4	205.3
금융부채	0.0	2.0	2.3	2.6	2.8
매입채무 등	59.9	66.2	75.3	87.0	94.5
기타유동부채	48.3	76.9	87.0	99.8	108.0
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.3
금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.4
부채총계	111.1	153.3	172.7	197.6	213.6
지배주주지분	401.3	428.3	477.1	543.9	620.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
자본조정	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	67.6	93.5	142.4	209.2	285.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	477.1	543.9	620.4
순금융부채	(157.3)	(106.4)	(222.8)	(328.8)	(427.7)
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(29.1)	(12.2)	113.6	100.8	90.8
당기순이익	35.8	26.4	48.8	66.9	76.4
조정	74.5	104.3	63.2	31.9	13.1
감가상각비	75.3	116.8	66.8	38.2	21.9
외환거래손익	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	(13.1)	(3.6)	(6.3)	(8.8)
영업활동 자산부채 변동	(139.4)	(142.9)	1.6	2.0	1.3
투자활동 현금흐름	140.6	(81.0)	(2.1)	(1.1)	4.4
투자자산감소(증가)	0.1	(9.7)	(0.8)	(1.1)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	140.7	(70.8)	(1.3)	0.0	5.1
재무활동 현금흐름	(9.7)	(0.0)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
금융부채증가(감소)	(7.9)	7.8	0.3	0.4	0.2
자본증가(감소)	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.3)	(9.5)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	101.7	(93.2)	111.0	99.2	94.5
Unlevered CFO	120.0	150.0	126.6	118.7	112.3
Free Cash Flow	(29.3)	(12.8)	113.6	100.8	90.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.8	BUY	98,000		
19.9.10	BUY	92,000	-19.62%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-29.08%	-23.84%
19.6.24	BUY	100,000	-34.39%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.57%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자변경	145,000		
18.11.18	담당자변경			-
18.4.8	BUY	127,000	-19.17%	-5.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 04월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.