

2020년 5월 14일

스튜디오드래곤(253450)

고성장 방어주

실적 하향 조정이 없는 것만으로도 섹터 내 탑픽 자격

모이거나 놀아야 이익이 나는 섹터 내에서 실적이 하향 되지 않는 스튜디오드래곤에 대한 최선호주 의견을 유지한다. 상반기 견고한 실적에 더해 하반기 넷플릭스/중국 등의 편성/판매 확대 소식이 나타난다면 주가는 지루한 박스권을 뚫어낼 것이다. 한한령 완화로 중국 동시 방영이 가능하다면 영업이익은 500억원 이상 바로 증가할 수 있는 높은 성장 잠재력도 보유했다. 고성장이 가능한 방어주다.

높아진 실적 가시성과 낮아진 변동성

1분기 국내 판매 성장(+4%)이 제한적임에도 영업이익은 기대할 수 있는 상단인 116억원을 기록했다. 사랑의 불시착을 제외하면 흥행 갈증이 여전히 높은 상황에서도 1월부터 시작되는 넷플릭스형 리콥을 상향 계약이 시작되었기 때문이다. 또한, 넷플릭스 오리지널 판매로 인해 해외 판매도 24% 성장했다. 타 제작사 대비 흥행에 대한 변수가 낮아지고 있는 것이 상당히 아쉽지만, 반대로 리콥을 상향에 따른 실적 가시성은 더욱 높아지고 있다.

하반기 글로벌 편성/판매 확대가 가능할 것

정부는 시진핑 주석의 방한 시점을 여전히 연내로 소통하고 있다. 지드래곤/리사의 중국 광고 및 SM C&C의 프로그램 선 판매 등 한한령 완화에 대한 증거를 이미 많이 확인한 상황에서 기대감이 높아질 수 밖에 없다. 또한, 중국 드라마제작협회에서 회당 7억원 수준까지 제작비를 낮추자고 제안했다. 실제 현실화된다면 대작의 흥행이 곧 가입자 성장인 만큼 한국 텐트폴 드라마 판매에 대한 기대감도 점증할 것이다.

또한, 자국 냉 콘텐츠 제작이 현실화 되더라도 해외에서 다수가 모이는 촬영을 허가해줄 가능성은 상당히 제한적이다. 그렇기에 넷플릭스 뿐만 아니라 일본 역시 '백일의 낭군님'이 5월 NHK에서 방영되는 등 글로벌 제작 차질에 따른 한국 드라마의 편성/판매 확대 가능성이 상당히 높다고 판단한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 98,000원 | CP(5월13일): 77,200원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	691.53
52주 최고/최저(원)	87,000/54,000
시가총액(십억원)	2,169.0
시가총액비중(%)	0.85
발행주식수(천주)	28,096.4
60일 평균 거래량(천주)	349.6
60일 평균 거래대금(십억원)	27.1
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.17
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	61.31
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.3 2.7 (5.3)
상대	(11.8) (1.7) (2.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	546.0	628.9
영업이익(십억원)	58.1	74.4
순이익(십억원)	47.1	59.9
EPS(원)	1,677	2,132
BPS(원)	16,893	18,931

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	379.6	468.7	536.0	609.9	660.9
영업이익	십억원	39.9	28.7	58.5	77.8	87.7
세전이익	십억원	45.6	33.1	63.3	83.6	94.6
순이익	십억원	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
EPS	원	1,278	941	1,734	2,290	2,592
증감률	%	21.7	(26.4)	84.3	32.1	13.2
PER	배	72.30	85.93	44.52	33.71	29.78
PBR	배	6.46	5.31	4.55	4.01	3.53
EV/EBITDA	배	21.14	14.89	15.53	15.88	15.94
ROE	%	9.31	6.37	10.76	12.64	12.61
BPS	원	14,305	15,242	16,976	19,266	21,859
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다경

02-3771-7529

dayeompark@hanafn.com

2분기 더킹 판매로 견조한 실적 기대 집콕 수혜로 인한 VOD 판매 증가와 수익성 좋은 텐트폴 드라마 '더 킹:영원의 군주' 판매 영향으로 2분기도 영업이익 170억원(YoY +57%)으로 견조할 예정이다. 여기에 더해 하반기 세가지 기대감이 겹치며 주가가 빠르게 회복할 가능성이 높다.

표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	469	536	610	661	112	128	131	97	120	132	140	144
편성	209	265	312	339	44	58	61	46	45	60	71	76
판매	219	228	252	274	56	60	60	43	67	60	58	43
기타	41	44	46	48	12	10	10	9	8	12	10	13
매출총이익	48	80	102	114	15	15	15	2	17	22	16	25
GPM	10%	15%	17%	17%	13%	12%	12%	2%	14%	17%	12%	17%
영업이익	29	58	78	88	11	11	11	(4)	12	17	11	19
OPM	6%	11%	13%	13%	10%	8%	8%	-4%	10%	13%	8%	13%
순이익	26	49	64	73	9	7	12	(2)	9	14	10	16

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	최고 시청률(%)
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16	5.5
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12	6.7
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	12(축소)	2.4
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16	
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16	
		4Q	루카	김래원, 이다희	12	
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16	3.3
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16	
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16	
		3Q	구미호전	이동욱, 조보아	16	
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16	6.5
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16	3.9
		3Q	사이코지만 괜찮아	김수현	16	
		3Q	비밀의숲2	조승우, 배두나	16	
		4Q	스타트업	남주혁, 수지	16	
OCN	토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16	4.4
		2Q	루갈	최진혁, 박성웅	16	1.9
		3Q	트레인	윤시윤, 경수진	12	
		3Q	그들이 있었다	고수, 안소희	12	
기타	KBS주말	1Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50	30.2
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16	11.6
	Netflix	1Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12	
		3Q	좋아하면 울리는 2	김소현, 송강	8	
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12	

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

하반기 3가지 모멘텀

- 1) 넷플릭스 오리지널 수주 가속화
- 2) 한한령 완화 기대감
- 3) 일본향 구작 판매

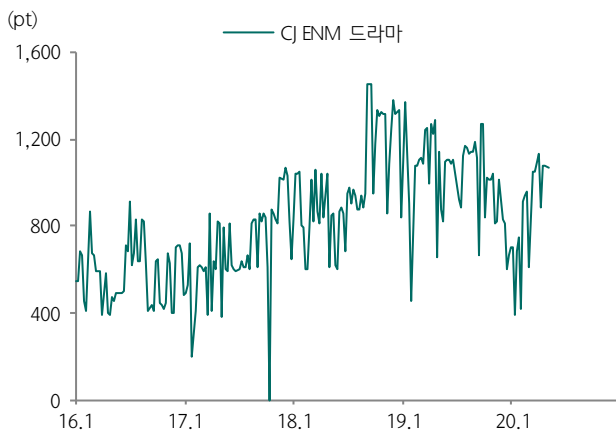
첫째로, 하반기부터 넷플릭스 오리지널 수주 가속화 가능성이 있다. 코로나19의 글로벌 확산으로 인해 세계 곳곳에서 드라마 제작 차질이 일어나고 있으며, 넷플릭스는 1Q20 실적 발표에서 한국과 아이슬란드를 제외한 대부분의 지역에서 정부 권고로 프로그램 제작을 중단 중이라고 밝혔다. 2분기까지는 신작 방영 일정에 영향이 거의 없을 예정이나, 코로나19 영향이 얼마나 장기화될 지 알 수 없는 상황에서 1)아시아의 가입자 폭증(QoQ +22%) 및 지역 내 높은 한국 드라마 선호도, 2) 코로나19 방역 역량, 3) 상대적으로 높은 제작비 경쟁력 등을 감안하면 개연성이 높다.

둘째로, 하반기 중 예상되는 시진핑 방한에 따른 한한령 완화 기대감이다. 넷플릭스라는 안정적인 콘텐츠 공급처를 확보한 상황에서 한한령 완화시 발생할 중국 판권 수익은 이익 기여가 매우 높을 예정이며, 무형자산이기에 가장 빠르게 실적으로 연결될 수 있다. 지난 16일 지드래곤의 중국 광고 재개에 소식에 스튜디오드래곤이 커버리지 내 가장 높은 주가 상승을 보인 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

마지막으로, 오는 17일부터 18년작 '백일의 낭군님'이 일본 지상파 NHK에 편성될 예정인데, 일본 내 코로나19 확산으로 제작 차질이 발생한 영향으로 보인다. 당장의 수익 기여는 크지 않을 것이나, 흥행 시 추가적인 판매에 따른 잠재적인 성장성이 기대된다.

결국, 2분기 호실적에 더해 하반기 1)넷플릭스 오리지널 수주, 2) 한한령 완화, 3) 일본향 구작 판매의 세가지 기대감이 겹쳐질 것이기에 현 주가(P/E는 20년 기준 45배, 21년 기준 34배) 수준에서는 상승 여력이 높다고 판단한다.

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



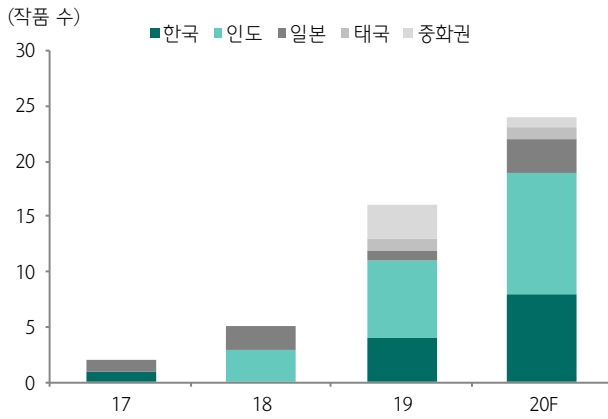
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. 5월 일본 NHK 종합TV에 편성된 백일의 낭군님



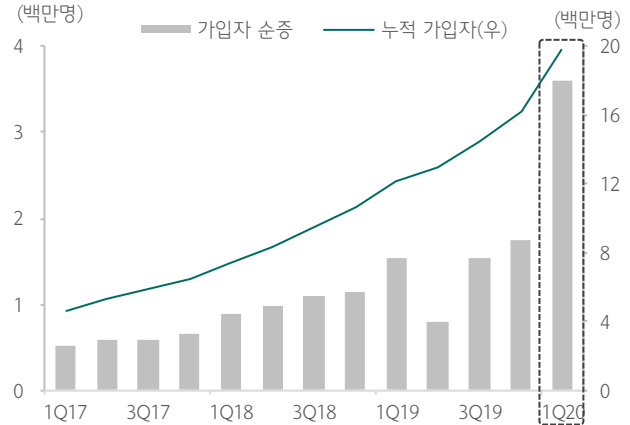
자료: 언론, 하나금융투자

그림 3. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 종합, 하나금융투자

그림 4. 넷플릭스 아시아태평양 가입자 수 추이



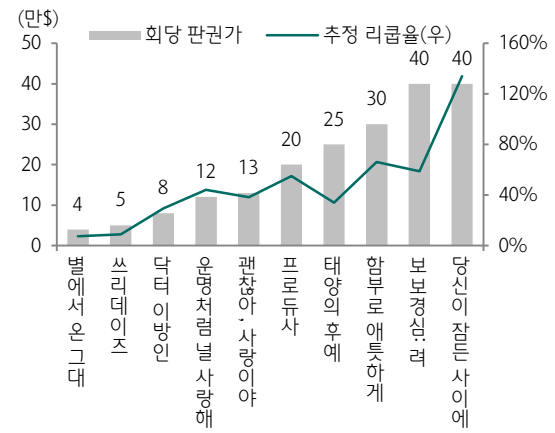
자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 5. 미국 드라마 제작 참여 및 넷플릭스 오리지널 확대



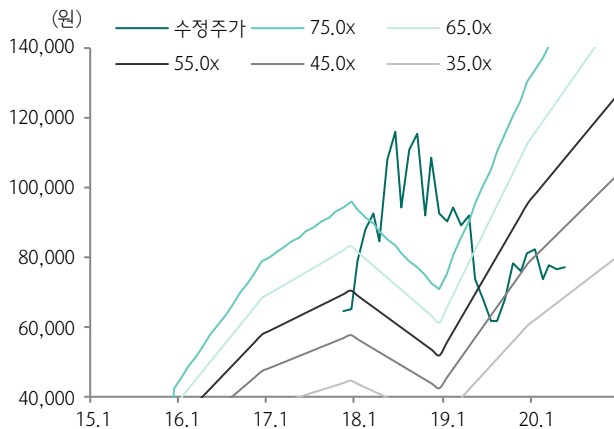
자료: 언론, 하나금융투자

그림 6. 중국형 드라마 판매 판권 추이



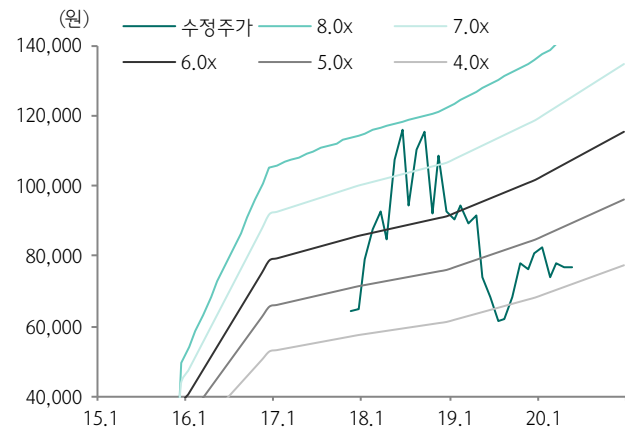
자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/B 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	536.0	609.9	660.9
매출원가	324.0	420.8	456.1	508.3	546.7
매출총이익	55.6	47.9	79.9	101.6	114.2
판매비	15.7	19.2	21.4	23.8	26.5
영업이익	39.9	28.7	58.5	77.8	87.7
금융손익	6.1	4.3	4.8	5.7	6.9
종속/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	63.3	83.6	94.6
법인세	9.8	6.6	14.6	19.2	21.8
계속사업이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
지배주주지분포괄이익	34.7	25.7	48.7	64.3	72.8
NOPAT	31.3	22.9	45.0	59.9	67.5
EBITDA	115.2	145.5	125.3	116.1	109.6
성장성(%)					
매출액증가율	32.4	23.5	14.4	13.8	8.4
NOPAT증가율	20.4	(26.8)	96.5	33.1	12.7
EBITDA증가율	55.0	26.3	(13.9)	(7.3)	(5.6)
영업이익증가율	20.9	(28.1)	103.8	33.0	12.7
(지배주주)순이익증가율	50.4	(26.3)	84.5	32.0	13.2
EPS증가율	21.7	(26.4)	84.3	32.1	13.2
수익성(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	14.9	16.7	17.3
EBITDA이익률	30.3	31.0	23.4	19.0	16.6
영업이익률	10.5	6.1	10.9	12.8	13.3
계속사업이익률	9.4	5.6	9.1	10.5	11.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	247.2	244.5	379.4	503.4	612.8
금융자산	159.5	116.4	232.9	336.6	432.2
현금성자산	153.0	59.8	170.5	267.7	358.8
매출채권 등	69.0	83.8	95.8	109.0	118.1
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.1	44.3	50.7	57.8	62.5
비유동자산	265.2	337.1	271.2	233.9	212.6
투자자산	3.7	13.4	14.3	15.3	15.9
금융자산	3.3	6.2	7.0	8.0	8.7
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	89.3	89.3	89.3
자산총계	512.4	581.6	650.6	737.2	825.5
유동부채	108.2	145.1	165.4	187.7	203.1
금융부채	0.0	2.0	2.3	2.6	2.8
매입채무 등	59.9	66.2	75.7	86.2	93.4
기타유동부채	48.3	76.9	87.4	98.9	106.9
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2
금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	111.1	153.3	173.6	195.9	211.3
지배주주지분	401.3	428.3	477.0	541.3	614.1
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	142.3	206.6	279.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	477.0	541.3	614.1
순금융부채	(157.3)	(106.4)	(222.7)	(326.1)	(421.4)

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,734	2,290	2,592
BPS	14,305	15,242	16,976	19,266	21,859
CFPS	4,280	5,346	4,503	4,111	3,835
EBITDAPS	4,108	5,185	4,459	4,131	3,902
SPS	13,539	16,698	19,077	21,708	23,522
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.3	85.9	44.5	33.7	29.8
PBR	6.5	5.3	4.5	4.0	3.5
PCFR	21.6	15.1	17.1	18.8	20.1
EV/EBITDA	21.1	14.9	15.5	15.9	15.9
PSR	6.8	4.8	4.0	3.6	3.3
재무비율(%)					
ROE	9.3	6.4	10.8	12.6	12.6
ROA	7.4	4.8	7.9	9.3	9.3
ROIC	14.8	8.5	17.1	28.6	38.0
부채비율	27.7	35.8	36.4	36.2	34.4
순부채비율	(39.2)	(24.9)	(46.7)	(60.2)	(68.6)
이자보상배율(배)	343.0	58.1	71.0	91.8	100.8

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(29.1)	(12.2)	113.6	98.1	87.2
당기순이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
조정	74.5	104.3	63.3	32.0	13.2
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)	(3.5)	(6.2)	(8.7)
영업활동 자산부채 변동	(139.4)	(142.9)	1.6	1.8	1.2
투자활동 현금흐름	140.6	(81.0)	(2.4)	(0.3)	4.5
투자자산감소(증가)	0.1	(9.7)	(0.9)	(1.0)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	140.7	(70.8)	(1.5)	0.7	5.2
재무활동 현금흐름	(9.7)	(0.0)	(0.5)	(0.5)	(0.7)
금융부채증가(감소)	(7.9)	7.8	0.3	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.3)	(9.5)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	101.7	(93.2)	110.7	97.3	91.1
Unlevered CFO	120.0	150.0	126.5	115.5	107.7
Free Cash Flow	(29.3)	(12.8)	113.6	98.1	87.2