

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

글로벌 체급을 다지는 중

Company Comment | 2019. 4. 29

1분기 흥행 대작 부재하나, 동사 드라마 전반의 품질 향상이 드라마 광고단가 및 해외판매로 증명되고 있음. 시즌제 론칭으로 인한 단기 마진 부담은, 글로벌 OTT 확장기 중장기적 수혜로 돌아올 것. 산업 내 Top-Pick 유지

제작 체력은 지속 강화 중

1분기에는 대작보다 저비용의 고마진 작품(로맨스)이 주로 편성됨. 편성매출 주요 재원이 광고인 만큼, 방송광고 비수기인 1분기는 마진을 고려한 편성이 진행되는 것으로 추정. 이에 1분기 흥행 대작 부재하며 주가도 미미한 상황이나, 동사 캡티브 채널(tvN)의 드라마 광고단가 상승 추이에 주목해볼 만. 동사 드라마 제작 체력 향상이 캡티브 채널 경쟁력 강화로 선순환되고 있음에 대한 방증일 것

뿐만 아니라 동사 드라마 제작 체력의 상승은, 순조로운 판매 매출로 연결되고 있음: 1) '어비스(5월)' 등의 넷플릭스 글로벌 판매, 2) 한류 영향권 시장에 대한 순조로운 방영권 판매(홍콩 필마트에서 '진심이 닿다' 등 수출)

시즌제는 긴 호흡으로 바라보아야 한다

'아스달 연대기'의 경우 동사 기존 예상 시점 대비 늦은 6월 방영 예정. 올해 영업이익에는 기여하지 못할 것으로 보이나, 단기적인 실적 기여도보다는 '시즌제 텐트폴'의 포문을 연다는 점에 주목해야 함

넷플릭스 뿐 아니라 Hulu(디즈니 지분 67%)까지 아시아 시장에 적극적으로 확장할 가능성이 높은 상황에서, OTT 플랫폼 특성(구독 기반 매출)을 온전히 활용할 수 있는 '시즌제 텐트폴'의 제작은 글로벌 경쟁력을 갖추기 위해서는 선택이 아닌 필수. 시즌제 특유의 마진 확장 효과도 기대해볼 만

무난한 1분기 실적 기대

동사 연결기준 1분기 매출액 999억원(+25.1%y-y), 영업이익 122억원(+14.1%y-y) 예상. 글로벌 동시방영 드라마 중 '로맨스는 별책부록' 관련 선상각 비율 추정치 조정하며 기존 추정 대비 9억원 하향 조정

Buy (유지)

목표주가 135,000원 (유지)

현재가 (19/04/26) 89,900원

업종	엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	2,179.31 / 741.00
시가총액(보통주)	2,521.8십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/07/12)	119,800원
최저가('18/05/08)	79,600원
평균거래대금(60일)	14.4십억원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	3.5%

주요주주
씨제이이엔엠 외 3인 74.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-0.8	-3.1	5.4
상대수익률 (%p)	-4.7	-13.3	25.1

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	379.6	504.2	584.4	678.4
증감률	32.4	32.8	15.9	16.1
영업이익	39.9	75.8	102.8	165.9
증감률	20.9	90.0	35.6	61.4
영업이익률	10.5	15.0	17.6	24.5
(지배지분)순이익	35.8	63.6	84.7	133.9
EPS	1,278	2,267	3,018	4,774
증감률	21.7	77.4	33.1	58.2
PER	72.3	39.6	29.8	18.8
PBR	6.5	5.4	4.6	3.7
EV/EBITDA	21.2	13.2	11.9	7.6
ROE	9.3	14.7	16.7	21.7
부채비율	27.7	24.9	22.0	18.6
순차입금	-155.5	-170.1	-248.5	-394.1

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정
02)768-7535, hzl.lee@nhq.com

스튜디오드래곤 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E					2Q19F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	99.9	25.1	-1.8	100.8	94.3	111.9
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	12.2	14.1	2,659.3	13.3	12.3	13.4
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	12.2			13.2	13.0	11.9
세전이익	10.8	11.0	22.0	1.7	12.3	13.8	616.6	13.4	14.6	17.1
(지배)순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.6	22.3	450.7	10.5	11.3	13.3

주: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018	2019E	2020F	2021F
매출액	- 수정 후	379.6	504.2	584.4	678.4
	- 수정 전		504.9	583.0	649.2
	- 변동률		-0.1	0.2	4.5
영업이익	- 수정 후	39.9	75.8	102.8	165.9
	- 수정 전		76.3	107.0	160.3
	- 변동률		-0.7	-3.9	3.5
영업이익률(수정 후)		10.5	15.0	17.6	24.5
EBITDA		115.2	178.5	191.5	279
(지배지분)순이익		35.8	63.6	84.7	133.9
EPS	- 수정 후	1,278	2,267	3,018	4,774
	- 수정 전		2,280	3,136	4,582
	- 변동률		-0.6	-3.8	4.2
PER		72.3	39.6	29.8	18.8
PBR		6.5	5.4	4.6	3.7
EV/EBITDA		21.2	13.2	11.9	7.6
ROE		9.3	14.7	16.7	21.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019E
전체 작품수	4	6	6	7	6	6	6	8	7	7	8	8	22	25	30
국내방영	4	6	6	7	6	6	6	8	7	7	7	7	22	25	28
OTT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	2
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	99.9	111.9	151.3	141.1	286.8	379.5	504.2
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	42.1	52.3	54.2	48.0	131.2	178.1	196.5
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	48.3	46.3	83.6	80.4	111.8	162.1	258.5
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	9.5	13.3	13.6	12.8	43.7	39.4	49.2
%y-y(매출액)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	25.1	50.6	22.3	38.7	46.7	32.3	32.8
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	95.2	84.3	95.3	119.9	113.0	239.7	324.0	412.5
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	60.0	48.9	60.6	75.1	75.3	149.7	185.6	259.9
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.7	13.1	23.3	25.8	23.9	23.4	30.1	25.1	41.0	74.9	102.5
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	8.9	17.2	27.9	9.4	11.6	11.2	14.7	12.6	49.0	63.5	50.1
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.6	16.6	31.4	28.1	47.1	55.5	91.8
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	15.6	14.9	20.8	19.9	16.4	14.6	18.2
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	12.2	13.4	27.8	22.5	33.1	39.8	75.8
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	12.2	11.9	18.3	16.0	11.5	10.5	15.0
%y-y(영업이익)	-	-	-	-	-23.7	-17.6	218.5	-87.3	14.1	82.4	29.3	5,010	-	20.4	90.3
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.6	13.3	22.1	18.6	23.8	35.8	63.6
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	9.6	11.9	14.6	13.2	8.3	9.4	12.6

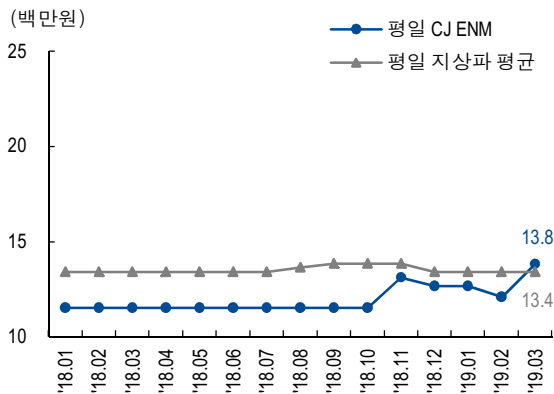
주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 2019년 드라마 라인업

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	구분	최고시청률	비고
신의 퀴즈 리부트	18.11.14~19.01.10	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.7%	전작 모두 넷플릭스에 공급
프리스트	18.11.24~19.01.20	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.5%	
은주의 방	18.11.06~19.01.22	4Q, 1Q	Olive	12 부작	0.6%	시즌2 가능성
남자친구	18.11.24~18.01.17	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.3%	전세계 100 개국 수출
알함브라 궁전의 추억	18.12.01~18.01.20	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.0%	[텐트폴] 넷플릭스, 중국 수출
왕이 된 남자	19.01.07~19.02.26	1Q	tvN	16 부작	10.9%	
진심이 닿다	19.01.23~19.03.14	1Q	tvN	16 부작	3.7%	
로맨스는 별책부록	19.01.26~19.03.17	1Q	tvN	16 부작	6.7%	넷플릭스 글로벌 수출
트랩	19.02.09~19.03.02	1Q	OCN	7 부작	4.0%	
빙의	19.03.06~19.04.25	1Q, 2Q	OCN	16 부작	2.6%	
킬잇	19.03.23~19.04.28	1Q, 2Q	OCN	12 부작	2.8%	
사이코메트리 그녀석	19.03.11~19.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작	2.8%	
자백	19.03.23~19.05.12	1Q, 2Q	tvN	16 부작	5.6%	
그녀의 사생활	19.04.10~19.05.30	2Q	tvN	16 부작	2.7%	
어비스	19.05.06~	2Q, 3Q	tvN	16 부작		넷플릭스 글로벌 수출
구해줘 시즌 2	19.05.08~	2Q	OCN	16 부작		
보이스 시즌 3	19.05.11~	2Q	OCN	16 부작		
봄밤	19.05.22~	2Q, 3Q	MBC	16 부작		넷플릭스 글로벌 수출, JS 픽처스
아스달 연대기	19.06(예정)	2Q	tvN	16 부작		[텐트폴] 시즌제 확정
식빵 굽는 남자		3Q	tvN	16 부작		
모두의 프라이버시		3Q	tvN	16 부작		
닥터룸		3Q	SBS	16 부작		
약마가 너의 이름을 부를 때		3Q	tvN	16 부작		
호텔 델루나		3Q	tvN	16 부작		[텐트폴]
좋아하면 울리는 S1		3Q	Netflix	8 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제
나홀로 근대 S1		4Q	Netflix	12~ 15 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제

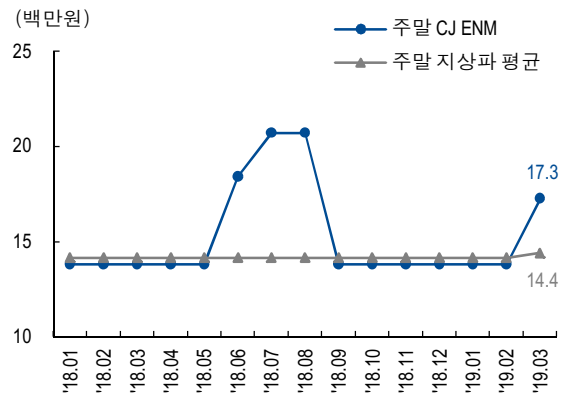
자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 평일 광고비 추이: 캡티브 채널의 지속 상승 추세



주: 15초 기준 최고 광고단가
 자료: CJ ENM, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주말 광고비 추이: 자백의 경우 지상파 대비 20% 높음



주: 15초 기준 최고 광고단가
 자료: CJ ENM, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	379.6	504.2	584.4	678.4
증감률 (%)	32.4	32.8	15.9	16.1
매출원가	324.0	412.5	458.4	482.0
매출총이익	55.6	91.8	126.0	196.5
Gross 마진 (%)	14.6	18.2	21.6	29.0
판매비와 일반관리비	15.7	16.0	23.2	30.5
영업이익	39.9	75.8	102.8	165.9
증감률 (%)	20.9	90.0	35.6	61.4
OP 마진 (%)	10.5	15.0	17.6	24.5
EBITDA	115.2	178.5	191.5	279.0
영업외손익	5.8	5.8	5.8	5.8
금융수익(비용)	6.1	6.1	6.1	6.1
기타영업외손익	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	81.5	108.5	171.7
법인세비용	9.8	17.9	23.9	37.8
계속사업이익	35.8	63.6	84.7	133.9
당기순이익	35.8	63.6	84.7	133.9
증감률 (%)	50.4	77.7	33.2	58.1
Net 마진 (%)	9.4	12.6	14.5	19.7
지배주주지분 순이익	35.8	63.6	84.7	133.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	63.6	84.7	133.9

Valuation / Profitability / Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(X)	72.3	39.6	29.8	18.8
PBR(X)	6.5	5.4	4.6	3.7
PCR(X)	23.5	13.9	13.1	9.1
PSR(X)	6.8	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA(X)	21.2	13.2	11.9	7.6
EV/EBIT(X)	61.1	31.0	22.1	12.8
EPS(W)	1,278	2,267	3,018	4,774
BPS(W)	14,305	16,573	19,591	24,365
SPS(W)	13,539	17,975	20,834	24,185
자기자본이익률(ROE, %)	9.3	14.7	16.7	21.7
총자산이익률(ROA, %)	7.4	11.6	13.5	18.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.5	23.9	29.2	45.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-38.8	-36.6	-45.2	-57.7
총부채/ 자기자본(%)	27.7	24.9	22.0	18.6
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	228.4	245.2	304.8	411.4
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,400	89,900	89,900	89,900
시가총액(십억원)	2,592	2,522	2,522	2,522

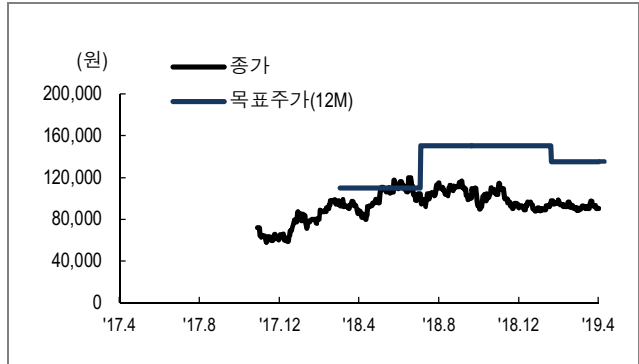
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	153.0	167.5	245.8	391.2
매출채권	68.8	82.5	85.8	88.4
유동자산	247.2	276.2	358.6	507.6
유형자산	1.0	0.7	0.5	0.4
투자자산	3.7	30.5	5.7	5.9
비유동자산	265.2	304.4	311.9	302.7
자산총계	512.4	580.7	670.6	810.3
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	19.6	20.0	20.8
유동부채	108.2	112.6	117.7	123.4
장기성부채	2.1	2.1	2.1	2.1
장기충당부채	0.7	1.0	1.1	1.3
비유동부채	2.9	3.1	3.3	3.5
부채총계	111.1	115.8	121.0	126.8
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	67.6	131.3	215.9	349.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	464.9	549.6	683.5

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	-29.1	153.3	170.3	243.1
당기순이익	35.8	63.6	84.7	133.9
+ 유/무형자산상각비	75.3	102.7	88.7	113.1
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	110.2	181.0	193.0	278.3
- 운전자본의증가(감소)	-139.4	-9.8	1.2	2.5
투자활동 현금흐름	140.6	-138.8	-92.1	-97.6
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.2	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.1	-26.8	24.8	-0.2
Free Cash Flow	-29.3	153.3	170.3	243.1
Net Cash Flow	111.5	14.4	78.2	145.5
재무활동 현금흐름	-9.7	0.0	0.0	0.0
자기자본 증가	0.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	-10.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가	101.7	14.4	78.2	145.5
기말현금 및 현금성자산	153.0	167.5	245.7	391.2
기말 순부채(순현금)	-155.5	-170.1	-248.5	-394.1

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저최고
2019.02.15	Buy	135,000원(12개월)	-	-
2018.07.30	Buy	150,000원(12개월)	-32.9%	-22.5%
2018.03.30	Buy	110,000원(12개월)	-8.5%	8.9%

스튜디오드래곤(253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. 2019년 4월 26일기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
78.9%	21.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.