

# 스튜디오드래곤 (253450)

아시아 드라마 산업을 선도하다.

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

## Buy (유지)

목표주가(하향): 120,000원

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 현재 주가(3/8)     | 92,200원           |
| 상승여력           | ▲ 30.2%           |
| 시가총액           | 25,863억원          |
| 발행주식수          | 28,051천주          |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 119,800 / 79,600원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 161.73억원          |
| 외국인 지분율        | 2.8%              |

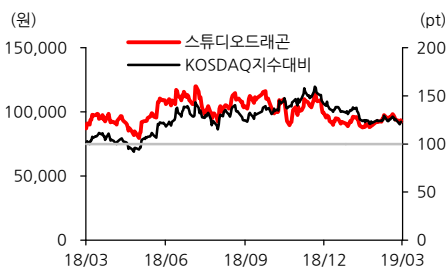
|             |       |
|-------------|-------|
| 주주 구성       |       |
| CJENM(외 5인) | 74.4% |

| 주가수익률         | 1개월  | 3개월   | 6개월   | 12개월 |
|---------------|------|-------|-------|------|
| 절대수익률         | 0.1  | -7.2  | -11.7 | 5.7  |
| 상대수익률(KOSDAQ) | -0.9 | -14.6 | -1.6  | 19.5 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2017 | 2018P | 2019E | 2020E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 287  | 380   | 470   | 616   |
| 영업이익      | 33   | 40    | 56    | 115   |
| EBITDA    | 74   | 115   | 150   | 226   |
| 지배주주순이익   | 24   | 36    | 47    | 92    |
| EPS       | 851  | 1,275 | 1,661 | 3,273 |
| 순차입금      | -182 | -199  | -195  | -248  |
| PER       | 76.4 | 72.3  | 55.5  | 28.2  |
| PBR       | 4.9  | 6.4   | 5.8   | 4.8   |
| EV/EBITDA | 22.1 | 19.7  | 16.0  | 10.3  |
| 배당수익률     | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| ROE       | 9.5  | 9.3   | 11.0  | 18.6  |

### 주가 추이



시장 변화 속 가장 적극적으로 움직이고 있는 1 위 사업자입니다. 올해를 기점으로 본격적인 콘텐츠 가치를 인정받게 될 것으로 전망해 한국을 벗어나 아시아 드라마 시장의 리더 사업자로 레벨업을 기대합니다.

### 2018년 신규 콘텐츠의 잔존가치는 제로

4Q18 영업이익은 4억 원으로 쇼크에 가까운 실적을 기록했다. 그 원인은 1) 무형자산의 가속상각(110억 원 추가 상각), 2) 연말 상여금 25억 원 등이 있다. 3) 텐트폴이 절반 정도(회차별로 인식)밖에 반영되지 않은 점도 아쉽지만, 4) 주요 투자포인트인 해외 부문의 작년 매출액은 1,102억 원으로 전년 대비 +64% 증가했다. 긍정적 포인트다.

기반영한 상각 이슈는 올해를 더욱 가볍게한다. 작년에 방영한 신규 콘텐츠의 잔존가치는 제로 수준일만큼 연간 총 제작비를 대부분 다 처리했기 때문이다. 작년 작품 중 올해 중국에 판매되거나, 다른 국가에 재수출, 재판매 될 시 추가 IP 매출액은 온전히 영업이익이 된다.

### 신규 전략과 방향성은 '탁월'

산업 내용에서 깊게 다뤄 본 스튜디오드래곤 2.0의 신규 전략과 방향성은 매우 '합리적'이고 '타당'하다고 평가한다. 제작 예산 증가를 극복하기 위해 텐트폴 시즌제, IP 확대, 공동제작 및 M&A 활성화 등을 오랜기간 이어 온 해외 case study 사례는 이 의견을 더욱 뒷받침한다.

2.0 전략을 대표하는 텐트폴 <아스달 연대기> 시즌제와 이로부터 파생되는 부가 수익, 글로벌(넷플릭스, 중국 플랫폼 등) 플랫폼과의 협력을 통해 향후 동사의 콘텐츠는 높은 가치를 인정받게 될 것이다. 그리고 앞으로는 선제적으로 글로벌 사업 무대를 위해 준비하고 투자한 사업자만이 시장 성장을 더 크게 누릴 수 있겠다.

### 투자의견 BUY 유지

밸류에이션 조정이 아닌 실적 변경으로 목표주가는 12만 원으로 하향한다. 최대한 보수적인 가정을 반영하기 위해 1) 2019년 실적에는 중국을 온전히 제외시켰고, 2) 무형자산 상각에 대한 이슈가 불거짐에 따라 총 제작비의 90% 이상을 당해년도 원가에서 처리하는 것으로 추정했다. 투자의견은 Buy를 유지한다.

[표8] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| VS       | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액      | 75.3  | 62.1  | 77.5  | 71.9  | 79.9   | 74.3   | 123.7  | 101.7  | 286.8  | 379.6 | 469.6 | 616.0  |
| growth % |       |       |       |       | 6.0%   | 19.6%  | 59.7%  | 41.5%  | 46.7%  | 32.4% | 23.7% | 31.2%  |
| 편성       | 26.3  | 24.1  | 41.8  | 39.0  | 40.7   | 34.1   | 48.9   | 54.4   | 131.2  | 178.1 | 203.6 | 242.1  |
| growth % |       |       |       |       | 54.5%  | 41.1%  | 17.1%  | 39.5%  | 49.5%  | 35.7% | 14.4% | 18.9%  |
| sales %  | 35.0% | 38.9% | 53.9% | 54.2% | 51.0%  | 45.8%  | 39.5%  | 53.5%  | 45.8%  | 46.9% | 43.4% | 39.3%  |
| 판매       | 36.5  | 26.3  | 23.3  | 25.7  | 32.1   | 28.8   | 63.4   | 37.8   | 111.8  | 162.1 | 216.3 | 312.1  |
| growth % |       |       |       |       | -12.0% | 9.5%   | 172.0% | 46.9%  | 48.3%  | 44.9% | 33.5% | 44.3%  |
| sales %  | 48.4% | 42.4% | 30.1% | 35.8% | 40.2%  | 38.8%  | 51.2%  | 37.1%  | 39.0%  | 42.7% | 46.1% | 50.7%  |
| 국내       | 13.9  | 10.2  | 10.2  | 10.4  | 9.4    | 12.3   | 17.2   | 13.0   | 44.7   | 51.8  | 62.9  | 78.3   |
| growth % |       |       |       |       | -32.6% | 21.0%  | 68.2%  | 24.9%  | 43.4%  | 16.0% | 21.3% | 24.4%  |
| sales %  | 18.4% | 16.4% | 13.2% | 14.4% | 11.7%  | 16.6%  | 13.9%  | 12.7%  | 15.6%  | 13.7% | 13.4% | 12.7%  |
| 해외       | 22.6  | 16.1  | 13.1  | 15.4  | 22.7   | 16.5   | 46.2   | 24.8   | 67.2   | 110.2 | 153.4 | 233.8  |
| growth % |       |       |       |       | 0.6%   | 2.2%   | 253.1% | 61.7%  | 51.8%  | 64.1% | 39.2% | 52.4%  |
| sales %  | 30.0% | 26.0% | 16.9% | 21.4% | 28.5%  | 22.2%  | 37.3%  | 24.4%  | 23.4%  | 29.0% | 32.7% | 38.0%  |
| 기타       | 12.5  | 11.6  | 12.4  | 7.2   | 7.1    | 11.4   | 11.4   | 9.5    | 43.7   | 39.4  | 49.7  | 61.8   |
| growth % |       |       |       |       | -43.4% | -1.9%  | -8.3%  | 33.1%  | 35.3%  | -9.8% | 26.0% | 24.4%  |
| sales %  | 16.6% | 18.7% | 16.0% | 10.0% | 8.9%   | 15.4%  | 9.2%   | 9.4%   | 15.2%  | 10.4% | 10.6% | 10.0%  |
| 매출원가     | 58.6  | 49.9  | 66.8  | 64.4  | 66.2   | 63.7   | 98.9   | 95.2   | 239.7  | 324.0 | 393.5 | 476.8  |
| growth % |       |       |       |       | 13.1%  | 27.6%  | 48.2%  | 47.8%  | 42.3%  | 35.2% | 21.4% | 21.2%  |
| margin % | 77.8% | 80.4% | 86.1% | 89.6% | 82.9%  | 85.7%  | 79.9%  | 93.6%  | 83.6%  | 85.4% | 83.8% | 77.4%  |
| 매출총이익    | 16.8  | 12.2  | 10.7  | 7.4   | 13.6   | 10.6   | 24.8   | 6.5    | 47.1   | 55.6  | 76.1  | 139.2  |
| growth % |       |       |       |       | -18.6% | -12.8% | 131.0% | -12.9% | 73.9%  | 17.9% | 36.9% | 83.0%  |
| margin % | 22.2% | 19.6% | 13.9% | 10.4% | 17.1%  | 14.3%  | 20.1%  | 6.4%   | 16.4%  | 14.6% | 16.2% | 22.6%  |
| 판관비      | 2.8   | 3.3   | 4.0   | 4.0   | 3.0    | 3.3    | 3.3    | 6.0    | 14.1   | 15.7  | 20.2  | 24.0   |
| growth % |       |       |       |       | 7.8%   | 0.2%   | -16.6% | 51.9%  | 138.2% | 11.6% | 28.8% | 18.7%  |
| margin % | 3.7%  | 5.3%  | 5.2%  | 5.5%  | 3.8%   | 4.4%   | 2.7%   | 5.9%   | 4.9%   | 4.1%  | 4.3%  | 3.9%   |
| 영업이익     | 14.0  | 8.9   | 6.7   | 3.5   | 10.6   | 7.3    | 21.5   | 0.4    | 33.1   | 39.9  | 55.9  | 115.2  |
| growth % |       |       |       |       | -23.8% | -17.6% | 218.5% | -87.3% | 56.1%  | 20.6% | 40.1% | 106.2% |
| margin % | 18.5% | 14.3% | 8.7%  | 4.8%  | 13.3%  | 9.9%   | 17.4%  | 0.4%   | 11.5%  | 10.5% | 11.9% | 18.7%  |

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산   | 2016 | 2017  | 2018P | 2019E | 2020E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 154  | 287   | 380   | 470   | 616   |
| 매출총이익     | 22   | 47    | 56    | 76    | 139   |
| 영업이익      | 17   | 33    | 40    | 56    | 115   |
| EBITDA    | 39   | 74    | 115   | 150   | 226   |
| 순이자수익     | -1   | -1    | 4     | 6     | 7     |
| 외화관련손익    | 0    | -1    | 2     | 0     | 0     |
| 지분법손익     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익  | 10   | 30    | 46    | 62    | 121   |
| 당기순이익     | 8    | 24    | 36    | 47    | 92    |
| 지배주주순이익   | 8    | 24    | 36    | 47    | 92    |
| 증가율(%)    |      |       |       |       |       |
| 매출액       | n/a  | 85.7  | 32.4  | 23.7  | 31.2  |
| 영업이익      | n/a  | 98.3  | 20.7  | 39.5  | 106.8 |
| EBITDA    | n/a  | 91.4  | 55.1  | 29.9  | 50.9  |
| 순이익률      | n/a  | 192.9 | 49.9  | 30.3  | 97.0  |
| 이익률(%)    |      |       |       |       |       |
| 매출총이익률    | 14.0 | 16.4  | 14.6  | 16.2  | 22.6  |
| 영업이익률     | 10.8 | 11.5  | 10.5  | 11.8  | 18.6  |
| EBITDA 마진 | 25.1 | 25.9  | 30.4  | 31.9  | 36.7  |
| 세전이익률     | 6.8  | 10.6  | 12.0  | 13.1  | 19.7  |
| 순이익률      | 5.3  | 8.3   | 9.4   | 9.9   | 14.9  |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E | 2020E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | -12  | -7   | 16    | 139   | 197   |
| 당기순이익          | 10   | 30   | 36    | 47    | 92    |
| 자산상각비          | 22   | 41   | 75    | 94    | 111   |
| 운전자본증감         | -46  | -73  | -94   | -2    | -6    |
| 매출채권감소(증가)     | -27  | -14  | -15   | -8    | -20   |
| 재고자산감소(증가)     | 0    | -2   | 0     | 0     | -1    |
| 매입채무증가(감소)     | 11   | 9    | 5     | 6     | 13    |
| 투자현금흐름         | -70  | -141 | 2     | -148  | -149  |
| 유형자산처분(취득)     | -1   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)    | 0    | 0    | 0     | -140  | -140  |
| 투자자산 감소(증가)    | 0    | -140 | 1     | -6    | -6    |
| 재무현금흐름         | 93   | 188  | -10   | 0     | 0     |
| 차입금증가          | 27   | -18  | -10   | 0     | 0     |
| 자본증가           | 56   | 208  | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 총현금흐름          | 35   | 76   | 119   | 141   | 203   |
| (-) 운전자본증가(감소) | -6   | 24   | -17   | 2     | 6     |
| (-) 설비투자       | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| (+) 자산매각       | 0    | 0    | 0     | -140  | -140  |
| Free Cash Flow | 41   | 52   | 136   | -2    | 56    |
| (-) 기타투자       | 121  | 49   | 109   | 3     | 3     |
| 잉여현금           | -80  | 2    | 26    | -4    | 54    |
| NOPLAT         | 13   | 26   | 31    | 42    | 87    |
| (+) Dep        | 22   | 41   | 75    | 94    | 111   |
| (-) 운전자본투자     | -6   | 24   | -17   | 2     | 6     |
| (-) Capex      | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| OpFCF          | 40   | 43   | 123   | 134   | 191   |

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E | 2020E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 81   | 290  | 271   | 276   | 350   |
| 현금성자산   | 12   | 192  | 199   | 195   | 248   |
| 매출채권    | 39   | 55   | 55    | 63    | 83    |
| 재고자산    | 0    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| 비유동자산   | 161  | 170  | 209   | 257   | 289   |
| 투자자산    | 35   | 41   | 62    | 64    | 67    |
| 유형자산    | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 무형자산    | 124  | 128  | 146   | 192   | 221   |
| 자산총계    | 242  | 459  | 479   | 533   | 639   |
| 유동부채    | 84   | 91   | 71    | 78    | 93    |
| 매입채무    | 20   | 32   | 36    | 42    | 55    |
| 유동성이자부채 | 8    | 10   | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채   | 21   | 0    | 6     | 6     | 6     |
| 비유동이자부채 | 20   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계    | 106  | 91   | 77    | 84    | 99    |
| 자본금     | 11   | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 자본잉여금   | 115  | 320  | 320   | 320   | 320   |
| 이익잉여금   | 8    | 32   | 68    | 114   | 206   |
| 자본조정    | 2    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 자기주식    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계    | 136  | 368  | 402   | 448   | 540   |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2016   | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표            |        |        |        |        |        |
| EPS             | n/a    | 851    | 1,275  | 1,661  | 3,273  |
| BPS             | 61,763 | 13,141 | 14,333 | 15,994 | 19,267 |
| DPS             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| CFPS            | n/a    | 2,714  | 4,242  | 5,022  | 7,239  |
| ROA(%)          |        | 6.8    | 7.6    | 9.2    | 15.7   |
| ROE(%)          |        | 9.5    | 9.3    | 11.0   | 18.6   |
| ROIC(%)         |        | 15.4   | 16.2   | 18.5   | 32.1   |
| Multiples(x, %) |        |        |        |        |        |
| PER             | n/a    | 76.4   | 72.3   | 55.5   | 28.2   |
| PBR             | n/a    | 4.9    | 6.4    | 5.8    | 4.8    |
| PSR             | n/a    | 6.4    | 6.8    | 5.5    | 4.2    |
| PCR             | n/a    | 23.9   | 21.7   | 18.4   | 12.7   |
| EV/ EBITDA      | 0.4    | 22.1   | 20.7   | 16.0   | 10.3   |
| 배당수익률           | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 77.8   | 24.7   | 19.3   | 18.8   | 18.3   |
| Net debt/Equity | 12.1   | -49.3  | -49.5  | -43.4  | -46.0  |
| Net debt/EBITDA | 42.6   | -244.5 | -172.6 | -130.0 | -109.9 |
| 유동비율            | 96.4   | 319.6  | 380.3  | 352.7  | 377.8  |
| 이자보상배율          | 19.5   | 19.0   | 232.6  | 99.4   | 186.8  |
| 자산구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 투하자본            | 76.5   | 44.3   | 43.6   | 49.3   | 47.9   |
| 현금+투자자산         | 23.5   | 55.7   | 56.4   | 50.7   | 52.1   |
| 자본구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 차입금             | 17.1   | 2.6    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본금             | 82.9   | 97.4   | 100.0  | 100.0  | 100.0  |