

Company
Initiation

2019. 7. 1

스튜디오드래곤 (253450)

반드시 넘어야할 허들

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com
02 2020 7798

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	88,000원 (28.5%)
현재주가	68,500원
시가총액	1.9조원
Shares (float)	28,051,490주 (25.2%)
52 주 최저/최고	66,900원/119,800원
60 일-평균거래대금	134.5억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-7.2	-25.9	-40.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-7.1	-28.0	-30.5

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	20
Target price	107,800
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

- 캡티브 채널을 갖고 있어 안정적인 매출 유지 가능, 국내외 콘텐츠 수요 증가 수혜
- IP를 활용해 게임, 굿즈 등으로의 사업 확장해 중장기 매출 확대의 발판 마련
- 텐트폴 드라마의 부진 등으로 주가 약세, 하반기 OTT 오리지널 콘텐츠 성과가 중요할 것

WHAT'S THE STORY

국내 최대 드라마 제작사: 스튜디오드래곤에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 88,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EV/EBITDA에 15.8배를 적용해 산출했으며 이는 글로벌 콘텐츠 제작사/OTT 업체 평균 대비 20% 할인한 수준이다. 1) 캡티브 채널을 보유한 국내 최대 드라마 제작사로 안정적인 매출처가 있는 강점이 있다. 2) 국내뿐 아니라 글로벌 시장에서 콘텐츠 유통 플랫폼이 늘어나 콘텐츠에 대한 수요가 늘고 있다. 충분한 제작 캐파가 있어 늘어나는 수요를 흡수할 수 있다. 글로벌 OTT '디즈니+', '워너미디어 OTT', '애플TV+' 등이 금년 하반기 서비스 개시 예정으로 콘텐츠 수요는 더 늘어날 것이다. 3) 글로벌 시장 공략에 시동을 걸고 있다. 해외 판권 판매, 공동 제작 등으로 글로벌 시장 입지를 넓히고 있다. 4) 콘텐츠 IP를 기반으로 게임, 굿즈, 가상현실(VR), 애니메이션, 관광 등 수익모델 다각화를 꾀하고 있다.

뛰어 넘어야 할 허들: 17년 11월 상장 이후 콘텐츠 시장 확대 등에 따른 높은 외형 증가로 고공행진을 보였다. 현재 주가는 연이은 실적 하회, 텐트폴 드라마에 대한 예상보다 저조한 시장 반응 등으로 고점 대비 40% 가까이 하락했다. 금년 하반기 넷플릭스 오리지널 드라마 '좋아하면 울리는', '나 홀로 그대' 등이 공개될 예정으로 성과에 따라 투자 심리가 개선될 여지가 있다.

스튜디오드래곤은 중장기 성장성을 강화하기 위해 안정적인 시즌제 구축, 수익 모델 다각화 등 스펙트럼을 넓히기 위한 시도를 하고 있다. OCN 방영 장르물 '신의 퀴즈', '보이스', '구해줘' 등은 시즌제로 자리 매김했고, 기획부터 시즌제로 구상한 '아스달 연대기'가 tvN에서 방영을 시작했다. 콘텐츠의 수명을 늘리고 수익 모델을 확대하는 다양한 시도를 통해 중장기 수익의 규모를 키울 전망이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	504	591	665
영업이익 (십억원)	40	54	92	110
순이익 (십억원)	36	44	71	84
EPS (adj) (원)	1,278	1,555	2,525	3,008
EPS (adj) growth (%)	21.7	21.7	62.4	19.1
EBITDA margin (%)	30.3	27.6	32.1	33.1
ROE (%)	9.3	10.3	14.7	15.1
P/E (adj) (배)	53.6	44.0	27.1	22.8
P/B (배)	4.8	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA (배)	15.4	12.3	8.8	7.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

IP 활용 범위 확대: 콘텐츠 제작사로 IP(지적재산권)를 보유하고 있다. 과거엔 IP로 편성, VOD 매출 등 제작 콘텐츠에 따라오는 수익에 국한됐다면 IP를 다각도로 활용하려는 움직임이 국내에서도 가속화되고 있다. 게임, 굿즈, 애니메이션 등 IP를 다른 사업으로 넓혀 비즈니스 모델 확장으로 추가적인 수익 증가의 발판을 마련할 전망이다.

글로벌 시장에서의 기회: 글로벌 OTT 플랫폼이 많아지면서 한국 콘텐츠에 대한 접근성과 인지도가 높아져 자연스럽게 수요 증가로 이어지고 있다. 넷플릭스 등 OTT 플랫폼향 매출은 단기 수익을 높이며 제작비 회수율을 높이는 한편 해외 시장에 대한 콘텐츠 노출도를 높여 글로벌 시장에서의 입지를 넓히며 사업 확장 기회를 노리고 있다. 금년 드라마 제작편수는 전년 대비 5편 늘어난 31편으로 예상되는데 이 중 5편은 해외 OTT를 포함한 non-캡티브 라인업이다. 금년 해외 매출은 편수와 판매 단가 개선 등으로 전년 대비 54.3% 커질 것이다.

19년 영업이익 36% 증가: 2019년 영업이익은 542억원으로 전년 대비 35.9% 늘어날 전망이다. 제작 편수와 글로벌향 드라마 제작, 판권 매출 증가 등으로 매출 증가율은 32.7%로 예상된다. 시즌제로 기획된 대작 드라마는 시즌이 거듭되면 공통비 감소로 이익 기여도가 높아질 여지가 있다. 2016년 하반기 불거진 한한령 이후 중국향 매출은 큰 타격을 입었다. 중국 동시 방영이 가능해지면 추가적인 이익이 생길 수 있다.

리스크: 콘텐츠 제작 사업을 영위하고 있어 제작 콘텐츠의 흥행 여부가 실적 및 주가의 변수로 작용한다. 콘텐츠 전반에 걸쳐 흥행 확률을 높여 한 콘텐츠에 대한 의존도를 낮추고 IP 활용 범위를 넓혀 수익의 안정성을 높이는 것이 중요하다.

스튜디오드래곤: 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	108.0	141.6	142.3	379.6	503.9	591.5
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	44.6	59.9	74.8	178.1	223.3	259.9
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	51.2	69.5	56.0	162.1	232.9	281.5
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	12.3	12.3	11.5	39.4	47.6	50.1
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	14.6	18.6	24.4	55.6	72.6	111.8
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.4	4.3	5.8	15.7	18.4	19.9
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.3	14.3	18.6	39.9	54.2	91.9
영업외손익	(0.7)	0.1	(0.3)	(1.8)	0.2	3.7	0.6	1.3	2.1	2.6	1.7	2.0	5.7	8.4	9.8
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	12.9	16.0	20.6	45.7	62.7	101.7
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	9.0	11.2	14.3	35.8	43.7	70.8
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	13.5	13.1	17.1	14.6	14.4	18.9
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	9.5	10.1	13.1	10.5	10.8	15.5
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	8.3	7.9	10.1	9.4	8.7	12.0
(% YoY)															
매출액					6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	45.4	14.5	39.9	32.4	32.7	17.4
편성					54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	30.9	22.4	37.5	35.7	25.4	16.4
판매					(12.0)	9.5	172.0	46.9	75.1	77.6	9.7	48.3	44.9	43.7	20.9
기타					(43.4)	(1.9)	(8.3)	33.1	63.1	7.7	7.5	20.7	(9.8)	20.8	5.2
매출총이익					(18.6)	(12.8)	131.0	(12.9)	9.9	37.5	(24.9)	275.9	17.9	30.7	54.0
판관비					7.3	0.2	(16.6)	51.9	33.1	31.7	29.3	(4.8)	11.5	17.4	8.2
영업이익					(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	40.1	(33.4)	4,132.6	21.0	35.9	69.5
영업외손익					(흑전)	3,948.9	(흑전)	(흑전)	1,160.7	(29.1)	202.0	52.4	(흑전)	46.9	16.2
세전이익					(18.2)	23.0	247.7	1.9	22.2	16.7	(27.4)	1,096.1	51.0	37.3	62.1
순이익					(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	1.1	(35.6)	721.0	50.3	21.9	62.1
매출총이익률					(23.2)	(27.1)	44.7	(38.5)	(21.5)	(5.5)	(34.4)	168.6	(10.9)	(1.5)	31.2
영업이익률					(28.1)	(31.1)	102.3	(91.0)	(26.1)	(3.7)	(41.8)	2,924.7	(8.6)	2.4	44.4
순이익률					(44.6)	165.3	91.9	(38.3)	(16.3)	(30.5)	(43.8)	486.7	13.5	(8.2)	38.1

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

스튜디오드래곤: 2019년 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	극본 (작가)	연출	주연	요일
2019	1		왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영, 김상경, 권해효	월화
	2		로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영, 김태우, 김유미	토일
	3		진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유이나	수목
	4		사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	월화
	5		자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	토일
	6		그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱, 안보현, 박진주, 정제원	수목
	7		어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영	월화
	8	tVN	아스달 연대기	6.1~7.7	18부	김형현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	9		검색어를 입력하세요 www	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 전혜진, 장기용, 이재욱	수목
	10		60일, 지정 생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 이준혁, 허준호, 강하나, 배종옥	월화
	11		악마가 너의 이름을 부를때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성웅, 고아성	토일
	12		호텔 델루나	8.3~9.22	16부	홍정은, 홍미란	오충환	이지은, 여진구	수목
	13		식빵 굽는 남자	하반기		주화미	이종재	박은빈, 서지훈	
	14		소원을 말해봐	2019년		백미경	김상호		월화
	15		하늘에서 떨어진 풀	2019년			김상호	윤현민, 안우연	
16	넷플릭스	좋아하면 울리는(시즌제)	하반기	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강		
17		나 홀로 그대	하반기		류용재	이상엽	윤현민, 고성희		
18		빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈	조한선, 고준희, 송새벽	수목	
19		킬잇	3.23~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나, 노정의, 이재원, 정해균	토일	
20		보이스 시즌3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱, 권울, 손은서, 김우석	토일	
21	OCN	구해줘 2	5.8~6.27	14부	서주연	이권	엄태구, 천호진, 이솜, 김영민, 임하룡	수목	
22		미스터 기간제	7.17~9.15	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록, 이준영, 최유화, 권소현	수목	
23		Watcher	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일	
24		타인은 지옥이다	2019년	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱, 이정은		

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

스튜디오드래곤: 드라마 제작편수



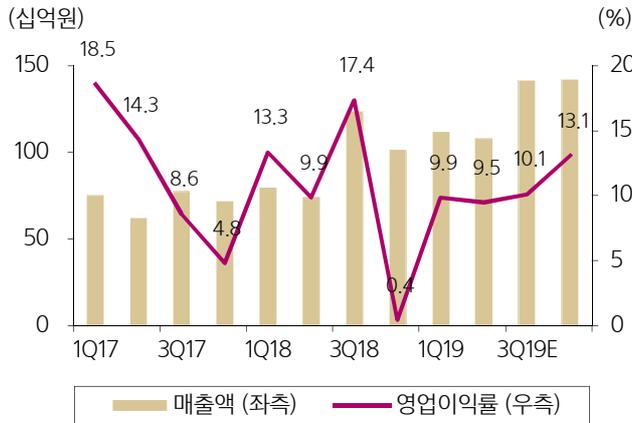
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

2019년: 하반기 방영 예정인 넷플릭스 오리지널



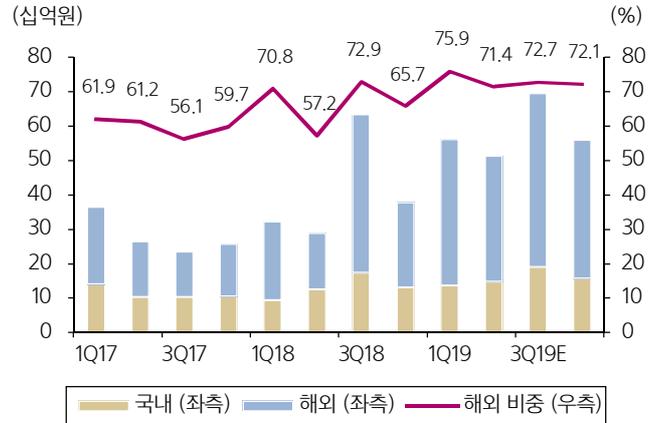
자료: 넷플릭스, 삼성증권

스튜디오드래곤: 매출액과 영업이익률



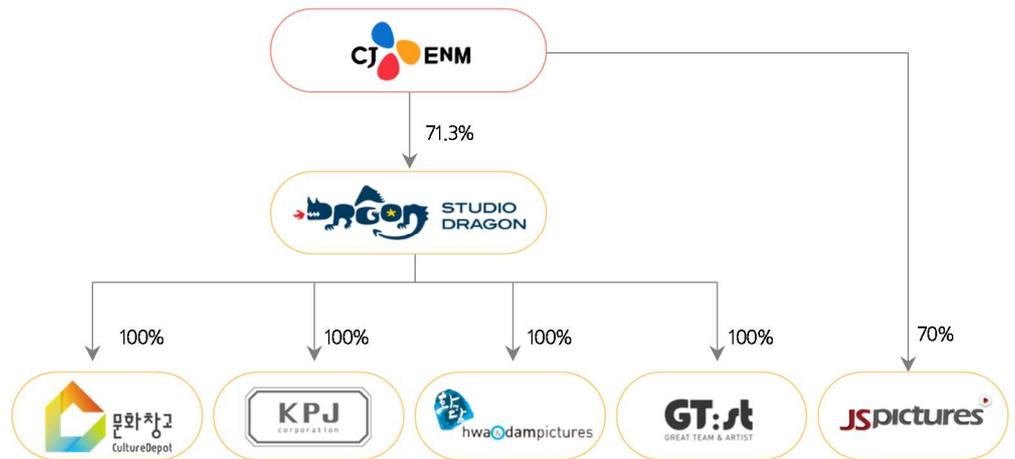
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

스튜디오드래곤: 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

스튜디오드래곤: 지배구조



참고: 19년 3월 말 기준
 자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	380	504	591	665
매출원가	240	324	431	480	533
매출총이익	47	56	73	112	132
(매출총이익률, %)	16.4	14.6	14.4	18.9	19.8
판매 및 일반관리비	14	16	18	20	21
영업이익	33	40	54	92	110
(영업이익률, %)	11.5	10.5	10.8	15.5	16.6
영업외손익	(3)	6	8	10	11
금융수익	1	7	11	11	12
금융비용	3	1	2	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	0	0	0
세전이익	30	46	63	102	121
법인세	6	10	19	31	37
(법인세율, %)	21.2	21.5	30.4	30.4	30.4
계속사업이익	24	36	44	71	84
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	24	36	44	71	84
(순이익률, %)	8.3	9.4	8.7	12.0	12.7
지배주주순이익	24	36	44	71	84
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	139	190	220
(EBITDA 이익률, %)	25.9	30.3	27.6	32.1	33.1
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008
수정 EPS (원)*	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(7)	(29)	131	167	193
당기순이익	24	36	44	71	84
현금유출입이없는 비용 및 수익	46	74	97	124	141
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	85	98	110
기타	5	(1)	12	26	31
영업활동 자산부채 변동	(73)	(139)	9	3	5
투자활동에서의 현금흐름	(141)	141	(126)	(126)	(145)
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(143)	139	(49)	(5)	(16)
기타	2	2	(77)	(121)	(129)
재무활동에서의 현금흐름	188	(10)	(0)	(0)	(1)
차입금의 증가(감소)	(18)	(8)	0	0	(1)
자본금의 증가(감소)	208	1	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(2)	(2)	(0)	(0)	(0)
현금증감	40	102	6	40	47
기초현금	12	51	153	159	199
기말현금	51	153	159	199	246
Gross cash flow	70	110	141	195	226
Free cash flow	(7)	(29)	131	167	193

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	290	247	326	394	473
현금 및 현금등가물	51	153	159	199	247
매출채권	55	69	75	98	104
재고자산	1	1	1	1	1
기타	182	25	91	96	121
비유동자산	170	265	264	293	318
투자자산	4	4	4	5	6
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	214	237	259
기타	37	62	45	50	52
자산총계	459	512	590	687	791
유동부채	91	108	143	168	188
매입채무	6	20	18	26	27
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	89	124	142	162
비유동부채	0	3	3	3	2
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	3	3	3	2
부채총계	91	111	146	171	191
지배주주지분	368	401	445	516	600
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	111	182	266
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	445	516	600
순부채	(183)	(153)	(207)	(252)	(316)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	85.7	32.4	32.7	17.4	12.4
영업이익	98.3	21.0	35.9	69.5	19.7
순이익	192.9	50.3	21.7	62.4	19.1
수정 EPS**	84.5	21.7	21.7	62.4	19.1
주당지표					
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008
수정 EPS**	1,050	1,278	1,555	2,525	3,008
BPS	13,141	14,305	15,861	18,385	21,394
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	65.2	53.6	44.0	27.1	22.8
P/B***	5.2	4.8	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	23.4	15.4	12.3	8.8	7.3
비율					
ROE (%)	9.5	9.3	10.3	14.7	15.1
ROA (%)	6.8	7.4	7.9	11.1	11.4
ROIC (%)	15.6	15.0	18.4	26.3	29.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(49.5)	(38.2)	(46.5)	(48.9)	(52.7)
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	1,327.2	2,250.1	3,592.0