

2019. 8. 9

# Company Update

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 2Q19 Review: 제작 영향력은 견조

**최민하**

Analyst

minha22.choi@samsung.com

02 2020 7798

- 낮아진 눈높이에는 부합. 제작 편수 및 규모 확대에 성과 확대. 국내외 편성, 판매 매출 증대로 외형과 이익 성장 지속
- 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠, 지상파 드라마 제작 등으로 제작 경쟁력 강화 지속. 3분기 실적은 전년동기 미스터 션샤인의 높았던 이익 기여로 감익 예상
- 연말~내년 초 글로벌 OTT 추가 런칭에 따른 사업 기회 확대 기대감은 유효

#### WHAT'S THE STORY

**컨텐츠 부합:** 2분기 연결 매출액은 1,282억원(+72.6% YoY), 영업이익은 108억원(+47.3% YoY)으로 낮아진 시장 컨센서스에는 충분히 부합했다. 제작 경쟁력 강화가 지속되며 국내외 편성, 판매 매출 증대로 수익 호전이 이어졌다.

**제작 편수 및 규모 확대에 따른 실적 개선:** 편성 매출은 제작 편수와 규모 확대에 전년동기 대비 71% 늘고 판매 매출은 VOD 및 글로벌 OTT 판매 증가에 힘입어 국내 181억원(+46.5% YoY), 해외 매출 422억원(+ 156.3% YoY)으로 고성장세를 이어갔다. OCN 라인업 확대와 지상파 드라마도 제작하며 제작 편수가 늘었다.

**하반기 전망- 제작 경쟁력 확대 지속:** 3분기 현재 방영 중인 제작 작품들이 시청자에게 좋은 반응을 얻으며 확고한 제작 경쟁력과 영향력을 다시 한번 확인 시켜줬다. 아스달 연대기 방영 이후 제작 경쟁력, 수익성, 넷플릭스와의 향후 관계 등에 대한 각종 노이즈가 많았지만 기우였음이 확인됐다. non-갭티브 채널향 편성 매출 확대도 더해질 것이다. 3분기에 넷플릭스 오리지널 '좋아하면 울리는(8부)'이 스트리밍 될 예정이며 연말/내년초에 '나홀로 그대'가 런칭될 것이다. 넷플릭스와 추가로 오리지널 콘텐츠 작품 제작이 확정된 상황으로 넷플릭스와의 관계는 여전히 돈독하다. 현재 SBS에 방영 중인 '의사 요한'의 제작사는 자회사 KPJ로 1분기에 이어 지상파 드라마 판매가 이뤄졌다. 다만 3분기 실적은 전년동기 미스터 션샤인(18년 7/7~9/30 방영) 관련 이익 기여가 높았던 부담으로 감익이 예상된다.

**연말 내년초 글로벌 OTT 런칭, 시즌제 안착 기대감 유효:** 금년 하반기부터 글로벌 OTT의 런칭이 예정돼 있다. 아시아 시장에 대한 침투율을 높이고자 하는 OTT 업체들의 드라마 수요가 커질 전망으로 사업 확장 기회 가능성은 열려있다. 텐트폴 드라마 부진에 따른 우려는 주가에 이미 반영돼 있고, 하반기 오리지널 콘텐츠 시즌제 안착과 성과가 중요하다. 이익 추정치 하향을 반영해 목표주가를 83,000원으로 6% 낮춘다.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **83,000원** (40.9%)

현재주가 **58,900원**

시가총액	1.7조원
Shares (float)	28,051,490주 (25.2%)
52 주 최저/최고	54,000원/116,300원
60 일-평균거래대금	111.3억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-14.9	-36.0	-38.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-2.8	-20.4	-17.9

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	83,000	88,000	-5.7%
2019E EPS	1,103	1,555	-29.1%
2020E EPS	1,813	2,525	-28.2%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	21
Target price	99,857
Recommendation	4.0

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

#### 분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	128.2	72.6	14.7	18.7	6.3
영업이익	10.8	47.3	(2.2)	5.3	(0.1)
세전이익	11.8	7.7	(10.1)	(7.8)	(0.2)
순이익	7.3	(17.4)	(20.4)	(18.7)	(21.3)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.4				
세전이익	9.2				
순이익	5.7				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2018	2019E	2020E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	46.1	53.4	32.5
P/B	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	13.0	11.4	8.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	21.7	(13.7)	64.4
ROE (%)	9.3	7.4	11.1
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,278	1,103	1,813
BVPS	14,305	15,409	17,222
DPS	0	0	0

표 1. 2분기 실적 요약

(십억원)	2Q18	1Q19	2Q19	QoQ (%)	YoY (%)	삼성증권	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	74.3	111.8	128.2	14.7	72.6	108.0	18.7	120.7	6.3
영업이익	7.3	11.0	10.8	(2.2)	47.3	10.3	5.2	10.8	(0.1)
영업이익률 (%)	9.9	9.9	8.4	(1.5)	(1.4)	9.5	(1.1)	8.9	(0.5)
세전이익	11.0	13.2	11.9	(10.1)	7.6	12.9	(7.8)	11.9	(0.2)
지배주주순이익	8.9	9.2	7.3	(20.4)	(17.4)	9.0	(18.3)	10.4	(29.5)

자료: 스튜디오드래곤, Quantwise, 삼성증권 추정

표 2. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	128.9	117.3	379.6	486.2	556.1
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	56.0	62.0	178.1	220.2	251.2
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	61.3	44.5	162.1	222.3	259.2
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	11.6	10.7	39.4	43.6	45.7
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	16.2	15.1	55.6	61.7	95.7
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.2	5.9	15.7	18.7	20.3
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	11.9	9.3	39.9	43.0	75.5
영업외손익	(0.7)	0.1	(0.3)	(1.8)	0.2	3.7	0.6	1.3	2.1	1.1	1.1	1.1	5.7	5.4	7.0
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	10.4	45.7	48.6	82.5
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	8.1	6.4	35.8	31.0	50.9
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	12.5	12.9	14.6	12.7	17.2
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	9.3	7.9	10.5	8.8	13.6
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	6.3	5.5	9.4	6.4	9.1
(전년대비, %)															
매출액					6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	4.2	15.3	32.4	28.1	14.4
편성					54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	14.6	14.0	35.7	23.7	14.1
판매					(12.0)	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	(3.3)	17.8	44.9	37.2	16.6
기타					(43.4)	(1.9)	(8.3)	33.1	63.1	(14.1)	1.5	12.3	(9.8)	10.7	4.7
매출총이익					(18.6)	(12.8)	131.0	(12.9)	9.9	45.1	(34.8)	133.4	17.9	11.1	55.1
판관비					7.3	0.2	(16.6)	51.9	33.1	40.2	26.7	(3.0)	11.5	19.3	8.4
영업이익					(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(44.4)	2,007.5	21.0	7.8	75.4
영업외손익					(흑전)	3,948.9	(흑전)	(흑전)	1,160.7	(71.7)	99.4	(11.5)	(흑전)	(5.2)	28.6
세전이익					(18.2)	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	(40.8)	505.0	51.0	6.4	69.7
순이익					(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(53.5)	267.9	50.3	(13.4)	63.9
매출총이익률					(23.2)	(27.1)	44.7	(38.5)	(21.5)	(16.0)	(37.4)	102.5	(10.9)	(13.3)	35.6
영업이익률					(28.1)	(31.1)	102.3	(91.0)	(26.1)	(14.7)	(46.6)	1,728.2	(8.6)	(15.8)	53.3
순이익률					(44.6)	165.3	91.9	(38.3)	(16.3)	(52.2)	(55.3)	219.1	13.5	(32.4)	43.3

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

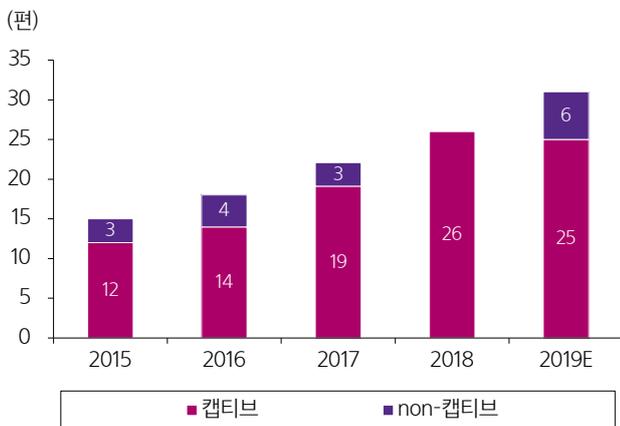
표 3. 2019년 드라마 라인업

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, 유인나	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~	16부	문수연	유제원	박보영	월화
	8-1		아스달 연대기 Part 1, 2	6.1~7.7	12부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	8-2		아스달 연대기 Part 3	9.7~9.22	6부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	9	tvN	검색어를 입력하세요 www	6.5~	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 전해진, 장기용, 이재욱	수목
	10		60일, 지정 생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 이준혁, 허준호, 강한나, 배종옥	월화
	11		호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	이지은, 여진구	토일
	12		악마가 너의 이름을 부를때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성용, 고아성	수목
	13		위대한 쇼	8.26~	16부	설준석	신용휘, 김정욱	송승헌, 이선빈	월화
	14		청일전자 미쓰리	9월		박정화	한동화	이혜리, 김상경, 이창엽	수목
	15		유령을 잡아라!	10.21~		소원, 이영주	신윤섭	문근영, 김선호	월화
	16		날 녹여주오	10.19~12.8	16부	백미경	신우철	지창욱, 원진아, 윤세아	토일
	17		싸이코패스 다이어리	11월		류용재	이종재	윤시윤, 정인선, 박성훈	수목
	18		사랑의 불시착	12월		박지은	이정호	현빈, 손예진, 서지혜	토일
	19	넷플릭스	좋아하면 울리는(시즌제)	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	
	20		나 홀로 그대	연말/20년		류용재	이상엽	윤현민, 고성희	
	21		빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈	조한선, 고준희, 송새벽	수목
	22		킬잇	3.23~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나, 노정의, 이재원, 정해균	토일
	23		보이스 시즌3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱, 권율, 손은서, 김우석	토일
	24		구해줘 2	5.8~6.27	14부	서주연	이권	엄태구, 천호진, 이숨, 김영민, 임하룡	수목
	25	OCN	미스터 기간제	7.17~9.15	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록, 이준영, 최유화, 권소현	수목
	26		Watcher	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일
	27		타인은 지옥이다	8.31~	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱, 이정은	토일
	28		달리는 조사관	9월	16부	백정철	김용수	이요원, 최귀화, 장현성	수목
	29		모두의 거짓말	10월		전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이유영, 윤종석	
	30	MBC	봄밤	5.22~7.11	32부*	김은숙	안판석	한지민, 정해인	수목
31	SBS	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원, 김영환	지성, 이세영, 이규형, 황희	금토	

참고: 봄밤(MBC 드라마)은 35분 1회 기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 드라마 제작편수



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 하반기 방영 예정인 넷플릭스 오리지널



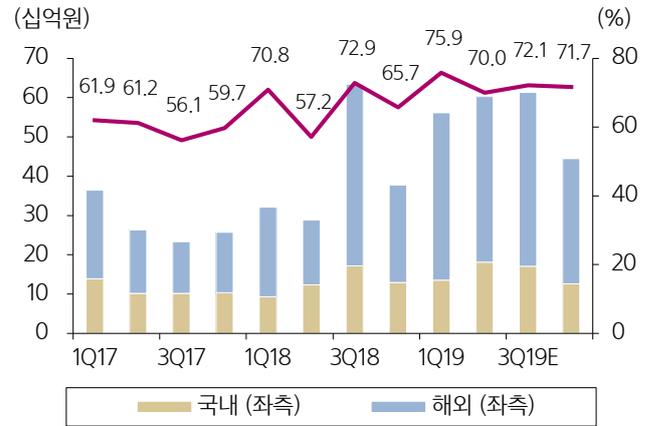
자료: 넷플릭스, 삼성증권

그림 3. 매출액과 영업이익률



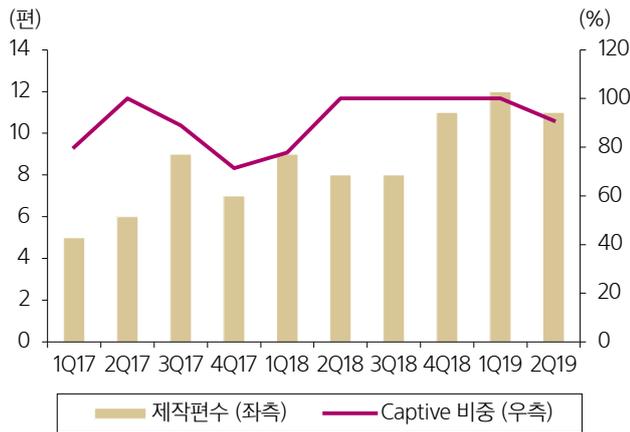
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 4. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

분기별 드라마 제작편수와 Captive 비중



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

드라마 라이브러리 판매편수



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 4. 이익 추정치 변경

(십억원)	2019E			2020E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	503.9	486.2	(3.5)	591.5	556.1	(6.0)
영업이익	54.2	43.0	(20.6)	91.9	75.5	(17.9)
영업이익률 (%)	10.8	8.8	(1.9)	15.5	13.6	(2.0)
세전이익	62.7	48.6	(22.5)	101.7	82.5	(18.9)
지배주주순이익	43.7	31.0	(29.0)	70.8	50.9	(28.2)

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	380	486	556	616
매출원가	240	324	424	460	507
매출총이익	47	56	62	96	109
(매출총이익률, %)	16.4	14.6	12.7	17.2	17.6
판매 및 일반관리비	14	16	19	20	22
영업이익	33	40	43	75	87
(영업이익률, %)	11.5	10.5	8.8	13.6	14.1
영업외손익	(3)	6	5	7	8
금융수익	1	7	11	11	12
금융비용	3	1	5	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전이익	30	46	48	82	95
법인세	6	10	18	32	36
(법인세율, %)	21.2	21.5	36.1	38.3	38.3
계속사업이익	24	36	31	51	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	24	36	31	51	59
(순이익률, %)	8.3	9.4	6.4	9.1	9.5
지배주주순이익	24	36	31	51	59
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	128	173	197
(EBITDA 이익률, %)	25.9	30.3	26.3	31.2	31.9
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093
수정 EPS (원)*	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(7)	(29)	118	146	168
당기순이익	24	36	31	51	59
현금유출입이없는 비용 및 수익	46	74	96	125	142
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	85	98	110
기타	5	(1)	11	27	32
영업활동 자산부채 변동	(73)	(139)	8	2	4
투자활동에서의 현금흐름	(141)	141	(124)	(125)	(144)
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(143)	139	(47)	(4)	(14)
기타	2	2	(77)	(121)	(130)
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)	21	23
기초현금	12	51	153	147	168
기말현금	51	153	147	168	191
Gross cash flow	70	110	127	176	200
Free cash flow	(7)	(29)	118	146	168

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 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	309	352	401
현금 및 현금등가물	51	153	147	168	191
매출채권	55	69	72	92	97
재고자산	1	1	1	1	1
기타	182	25	88	91	112
비유동자산	170	265	264	292	317
투자자산	4	4	4	5	5
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	214	237	259
기타	37	62	45	50	52
자산총계	459	512	573	644	719
유동부채	91	108	138	158	175
매입채무	6	20	18	24	25
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	89	120	134	150
비유동부채	0	3	3	3	2
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	3	3	3	2
부채총계	91	111	141	161	177
지배주주지분	368	401	432	483	542
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	99	149	208
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	432	483	542
순부채	(183)	(153)	(194)	(218)	(256)

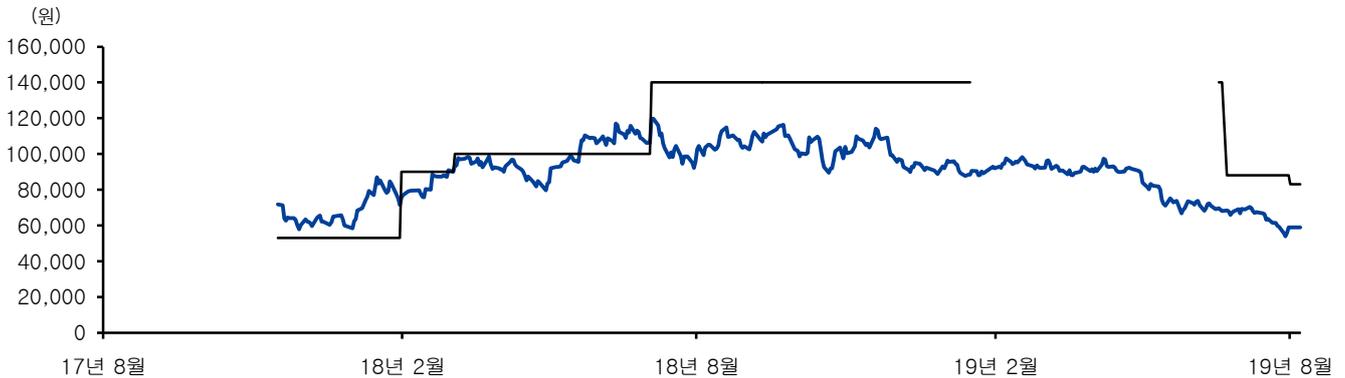
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	85.7	32.4	28.1	14.4	10.8
영업이익	98.3	21.0	7.8	75.4	14.9
순이익	192.9	50.3	(13.6)	64.4	15.4
수정 EPS**	84.5	21.7	(13.7)	64.4	15.4
주당지표					
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093
수정 EPS**	1,050	1,278	1,103	1,813	2,093
BPS	13,141	14,305	15,409	17,222	19,315
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	56.1	46.1	53.4	32.5	28.1
P/B***	4.5	4.1	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	19.8	13.0	11.4	8.3	7.1
비율					
ROE (%)	9.5	9.3	7.4	11.1	11.5
ROA (%)	6.8	7.4	5.7	8.4	8.6
ROIC (%)	15.6	15.0	14.0	19.1	20.1
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)	(44.8)	(45.1)	(47.2)
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	1,053.2	1,847.2	2,830.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12	2019/7/1	8/9
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000	88,000	83,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	(27.09)	(26.53)	
과리율 (최대or최소)	64.15	1.11	17.10	(14.43)	(20.00)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)