



스튜디오드래곤 (253450)

상위 사업자로서의 역량 vs. 신규 시장 확대도 절실

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 85,000원

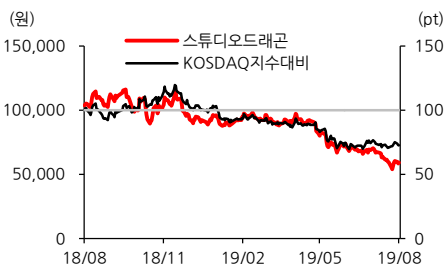
현재 주가(8/14)	59,100원
상승여력	▲ 43.8%
시가총액	16,578억원
발행주식수	28,051천주
52 주 최고가 / 최저가	116,300 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	108.87억원
외국인 지분율	2.8%
주주 구성	
CJ ENM (외 4인)	74.4%
스튜디오드래곤우리스주 (외)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.2	-26.3	-37.5	-43.0
상대수익률(KOSDAQ)	-1.9	-10.4	-18.0	-21.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	287	380	498	604
영업이익	33	40	48	74
EBITDA	74	115	148	195
지배주주순이익	24	36	41	62
EPS	851	1,278	1,466	2,195
순차입금	-183	-158	-178	-264
PER	76.4	72.3	40.3	26.9
PBR	4.9	6.5	3.7	3.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	10.0	7.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.5	9.3	9.7	13.0

주가 추이



2Q19는 흥행 부진 우려에도 기대치를 충족했습니다. 해외 판권 성장, 제작편수 증가, IP 레버리지, 크리에이터 양성 등 투자포인트를 여전히 증명했습니다. 남은 것은 가까운 미래에 있을 신규 시장 확대입니다.

투자포인트를 증명한 2Q19 실적

2Q19 매출액은 1,282억 원, 영업이익은 108억 원으로 기대치에 부합했다. 전년대비 각각 +73%, +47% 늘었다. 당초 일부 콘텐츠의 부진한 성과로 시장의 우려가 컸으나...

1) 해외 판권 매출이 여전히 높은 성장(전년대비 +156%)을 이어갔고, 2) 구작 IP를 활용한 레버리지 효과(2Q19 구작 122편, 신작 14편 판매)가 이뤄진데다, 3) 대규모 투자에도 불구하고, 방영매출+동시방영 조건 판매실적을 기반으로 BEP에 가깝게 제작해 프로세스를 효율적으로 관리했기 때문이다. 결과적으로 기존 투자 포인트가 유효하다는 점을 다시 한번 입증한 실적이었다.

상위 사업자로서의 제작 역량 내재화 중

2Q19는 드라마 슬롯 확대로 분기 국내 최대 편성매출을 기록했다. 향후에도 기존 캡티브이자 아직 편성 여력이 높은 OCN 채널과 비캡티브(지상파), 국내외 OTT에서 매년 6~7편 드라마 증편을 목표로 한다.

분명, 드라마 제작편수 확충, 다양한 콘텐츠 개발을 위해 양질의 크리에이터 확보와 제작사 M&A → 풍부한 자본을 바탕으로 IP를 직접 축적해 이익 레버리지 및 규모의 경제 실현이라는 선순환 구조를 가장 잘 구축한 사업자이다. 최근 2.0 전략의 일환으로 추진된 크리에이터 양성 역시 성과를 내고 있어 시장 내 지위는 더욱 공고해질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 85,000원 제시

연초대비 큰 주가 하락은 시장 정체 때문이라고 판단한다. 한중 콘텐츠 교류 재개의 문은 더욱 멀어진 데다, 제 2의 넷플릭스(규모 기준)가 아직 부재하기 때문이다. 2020년 디즈니플러스의 아시아 진출을 기대해 봐야겠다. 차별화된 경쟁력 및 성장성, 앞으로 보일 수익성 내재화를 고려해 매수의견을 유지하나, 지수 하락과 투자비 및 리스크비용을 보수적으로 반영해 실적을 하향했다. TP는 8.5만 원으로 하향 제시한다.

[표9] 스튜디오드래곤 2Q19 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

VS		2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19 (a)	yy	q-q	2Q19E (컨센서스)(b)	2Q19 과리율 (a/b-1)
스튜디오드래곤	매출액	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	72.6%	14.7%	120.7	6.3%
	영업이익	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	47.3%	-2.2%	10.8	-0.1%
	margin %	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.4%	-1.4%p	-1.5%p	8.9%	-0.5%p

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[표10] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	97.4	195.5	286.8	379.6	497.9	603.8
growth %	6.0%	19.6%	59.7%	41.5%	40.0%	72.5%	-5.5%	100.7%	46.7%	32.4%	31.2%	21.3%
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	54.8	87.8	131.2	178.1	232.4	256.0
growth %	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	70.5%	-5.6%	60.1%	49.5%	35.7%	30.5%	10.2%
sales %	51.0%	45.8%	39.5%	53.5%	39.4%	45.3%	56.3%	44.9%	45.8%	46.9%	46.7%	42.4%
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	39.0	75.4	111.8	162.1	212.4	277.8
growth %	-12.0%	9.5%	172.0%	46.9%	75.1%	109.2%	-3.0%	93.4%	48.3%	44.9%	31.1%	30.8%
sales %	40.2%	38.8%	51.2%	37.1%	50.2%	47.1%	40.0%	38.6%	39.0%	42.7%	42.7%	46.0%
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	15.1	31.2	44.7	51.8	65.0	83.9
growth %	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	46.5%	-2.3%	106.2%	43.4%	16.0%	25.4%	29.1%
sales %	11.7%	16.6%	13.9%	12.7%	12.1%	14.1%	15.5%	15.9%	15.6%	13.7%	13.1%	13.9%
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	23.9	44.2	67.2	110.2	147.4	194.0
growth %	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	156.3%	-3.5%	85.3%	51.8%	64.1%	33.8%	31.6%
sales %	28.5%	22.2%	37.3%	24.4%	38.1%	32.9%	24.5%	22.6%	23.4%	29.0%	29.6%	32.1%
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	3.6	32.3	43.7	39.4	53.1	69.9
growth %	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	-14.1%	-25.0%	796.5%	35.3%	-9.8%	34.8%	31.6%
sales %	8.9%	15.4%	9.2%	9.4%	10.3%	7.6%	3.7%	16.5%	15.2%	10.4%	10.7%	11.6%
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	91.1	168.4	239.7	324.0	431.8	509.4
growth %	13.1%	27.6%	48.2%	47.8%	46.2%	77.2%	-3.9%	85.0%	42.3%	35.2%	33.3%	18.0%
margin %	82.9%	85.7%	79.9%	93.6%	86.6%	88.0%	93.5%	86.1%	83.6%	85.4%	86.7%	84.4%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	6.4	27.1	47.1	55.6	66.1	94.4
growth %	-18.6%	-12.8%	131.0%	-12.9%	9.9%	44.5%	-23.6%	325.7%	73.9%	17.9%	19.0%	42.7%
margin %	17.1%	14.3%	20.1%	6.4%	13.4%	12.0%	6.5%	13.9%	16.4%	14.6%	13.3%	15.6%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.7	3.8	5.9	14.1	15.7	18.2	20.8
growth %	7.8%	0.2%	-16.6%	51.9%	32.4%	43.2%	-9.5%	56.6%	138.2%	11.6%	15.8%	14.7%
margin %	3.8%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.7%	3.9%	3.0%	4.9%	4.1%	3.6%	3.5%
영업이익	10.6	7.3	21.5	0.4	11.0	10.6	2.6	21.2	33.1	39.9	48.0	73.5
growth %	-23.8%	-17.6%	218.5%	-87.3%	3.6%	45.1%	-37.8%	716.7%	56.1%	20.6%	20.3%	53.3%
margin %	13.3%	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.3%	2.7%	10.8%	11.5%	10.5%	9.6%	12.2%

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	154	287	380	498	604
매출총이익	22	47	56	66	94
영업이익	17	33	40	48	74
EBITDA	39	74	115	148	195
순이자손익	-1	-1	3	6	8
외화관련손익	0	-1	3	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	30	46	54	81
당기순이익	8	24	36	41	62
지배주주순이익	8	24	36	41	62
증가율(%)					
매출액	n/a	85.7	32.4	31.2	21.3
영업이익	n/a	98.3	21.0	20.2	53.3
EBITDA	n/a	91.4	55.1	28.7	31.4
순이익	n/a	192.9	50.3	14.8	49.7
이익률(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	14.6	13.3	15.6
영업이익률	10.8	11.5	10.5	9.6	12.2
EBITDA 이익률	25.1	25.9	30.3	29.8	32.2
세전이익률	6.8	10.6	12.0	10.9	13.5
순이익률	5.3	8.3	9.4	8.3	10.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-12	-7	-25	85	180
당기순이익	10	30	46	41	62
자산상각비	22	41	75	100	121
운전자본증감	-46	-73	-135	-53	-3
매출채권 감소(증가)	-27	-14	-27	-15	-14
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0
매입채무 증가(감소)	11	9	26	4	10
투자현금흐름	-70	-141	136	-130	-97
유형자산처분(취득)	-1	0	0	-1	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-60	-90
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	-67	-3
재무현금흐름	93	188	-10	0	0
차입금의 증가(감소)	27	-18	-10	0	0
자본의 증가(감소)	56	208	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	35	76	120	144	183
(-)운전자본증가(감소)	-6	23	-37	13	3
(-)설비투자	1	0	0	1	0
(+)자산매각	0	0	0	-60	-90
Free Cash Flow	41	53	157	71	90
(+)기타투자	121	191	32	42	3
잉여현금	-80	-138	125	28	86
NOPLAT	13	26	31	36	56
(+) Dep	22	41	75	100	121
(-)운전자본투자	-6	23	-37	13	3
(-)Capex	1	0	0	1	0
OpFCF	40	44	144	123	174

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	81	290	247	286	387
현금성자산	12	193	160	182	269
매출채권	39	55	69	81	95
재고자산	0	1	1	1	1
비유동자산	161	170	265	274	246
투자자산	35	41	66	85	89
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	199	187	156
자산총계	242	459	512	559	633
유동부채	84	91	108	113	125
매입채무	20	32	55	59	69
유동성이자부채	8	10	0	1	1
비유동부채	21	0	3	4	4
비유동이자부채	20	0	2	4	4
부채총계	106	91	111	117	129
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	68	109	170
자본조정	2	3	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	401	442	504

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	n/a	851	1,278	1,466	2,195
BPS	61,763	13,141	14,305	15,771	17,966
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	2,714	4,280	5,132	6,516
ROA(%)	#VALUE!	6.8	7.4	7.7	10.3
ROE(%)	#VALUE!	9.5	9.3	9.7	13.0
ROIC(%)	#VALUE!	15.4	14.6	14.3	22.1
Multiples(x, %)					
PER	n/a	76.4	72.3	40.3	26.9
PBR	0.0	4.9	6.5	3.7	3.3
PSR	n/a	6.4	6.8	3.3	2.7
PCR	n/a	23.9	21.6	11.5	9.1
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.1	10.0	7.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	77.8	24.7	27.7	26.4	25.6
Net debt/Equity	12.1	-49.5	-39.3	-40.2	-52.4
Net debt/EBITDA	42.6	-245.7	-136.8	-119.9	-135.6
유동비율	96.4	319.6	228.4	253.7	310.0
이자보상배율(배)	19.5	19.0	343.0	8.2	10.2
자산구조(%)					
투자자본	76.5	44.1	51.9	49.7	40.1
현금+투자자산	23.5	55.9	48.1	50.3	59.9
자본구조(%)					
차입금	17.1	2.7	0.5	1.1	0.9
자기자본	82.9	97.3	99.5	98.9	99.1