

스튜디오드래곤 (253450)

Analyst 최재호
02) 709-2626 chlwogh2002@ds-sec.co.kr

범접할 수 없는 콘텐츠 공룡. 성장 모멘텀 차고 넘친다.

2019년 9월 9일

투자의견 BUY (유지)

목표주가 (유지) 94,000원
현재주가 (9월 6일) 63,900원
Upside 47.1%

KOSDAQ 631.2pt
시가총액(보통주) 1,794십억원
발행주식수 28,082천주
액면가 500원
자본금 14십억원
60일 평균거래량 120천주
60일 평균거래대금 7,880백만원
외국인 지분율 2.7%
52주 최고가 119,000원
52주 최저가 50,900원

주요 대주주
CJ ENM(외 4인) 74.4%
스튜디오드래곤우리카주(외 1인) 0.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.3	3.9
3M	-8.3	2.5
6M	-31.7	-16.3

주가차트



범접불가! 어벤져스 크리에이터 군단

- 넷플릭스, 디즈니 등 글로벌 OTT의 아시아시장 진출로 콘텐츠 춘추전국시대가 도래하고 있다. 이에 따라 콘텐츠는 양보다 질이 중요해지고 있으며, 우수한 크리에이터의 확보는 콘텐츠 제작사의 경쟁력 강화에 가장 중요한 핵심요소다. 우수한 인재를 얼마나 많이 확보하고 있는냐가 드라마 제작사의 벨류에이션이라고 볼 수 있다. 드라마 제작의 핵심적인 역량은 결국 '사람'인 셈이다. 동사는 문화창고(박지은 작가), 화앤담(김은숙 작가), KPJ(김영현, 박상연 작가), 지티스트(노희경 작가) 등 핵심 제작사 인수를 통해 유수의 인재들을 영입해 왔으며, 2Q19기준 183명의 국내 최고 크리에이터 군단을 확보하고 있다. 성공의 법칙을 아는 전문가들의 협업으로 동사의 콘텐츠 질은 지속적으로 상승할 것이며, 이는 꾸준한 실적 상승의 원동력으로 작용할 전망이다.

IP가 쌓일수록 성장할 수 밖에 없는 구조

- 드라마 콘텐츠 사업 특성상 장기적인 안정적 수익 확보를 위해서는 IP 판권 확보가 필수적이다. 2Q19 기준 전체 매출의 45.3%에 해당하는 편성 매출은 드라마가 반영되는 시점에 인식되는 일회성 수익에 불과하기 때문이다. IP를 직접 보유하고 있으면 편성 매출뿐만 아니라 국내외 판권을 모두 수익으로 인식한다. 동사의 핵심 전략 중 하나는 IP의 직접 보유다. 보유하고 있는 라이브러리는 2Q19 기준 총 136편에 달한다. 올해 드라마 제작 수는 31편으로 파악되며, 이는 '15년 15편 대비 2배 이상 증가한 수치다. 드라마 제작 편수 증가는 결국 매출액 증가로 이어진다. 결국 라이브러리가 쌓일수록 동사의 성장은 불가피하며, 구작IP는 기존 상각조차 끝난 상태로 추가적인 수익 창출을 통한 이익 성장은 극대화될 전망이다.

해외 정복 Process 가동 중

- 동사의 핵심 성장전략은 해외시장 진출 확대다. 기존 일본, 베트남, 태국 등 아시아 지역 중심의 유통 구조에서 현지 합작, 해외 리메이크 제작 등 현지화 전략을 구축 중이다. '보이스'는 태국에서 리메이크 준비 중이며, 미국에서는 '알함브라 궁전의 추억', '응답하라', '블랙' 등이 리메이크를 논의 중이다. 동사의 2Q19 기준 매출 비중은 해외 32.9%, 국내 67.1%로 국내 비중이 높으나, 현지/글로벌 사업자와의 공동 제작 및 해외 리메이크 제작 확대로 '21년까지 해외 매출비중을 50%까지 끌어올릴 예정이다. 향후 글로벌 M&A를 통한 현지 직접 제작까지 가능해질 경우 가파른 외형 성장과 함께 국내 1위 드라마 제작사 아닌 글로벌 기업으로 도약할 것으로 전망된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	507.1	600.5	657.2
영업이익	33.0	39.9	63.2	89.8	108.1
영업이익률(%)	11.5	10.5	12.5	14.9	16.4
세전이익	30.3	45.6	68.1	92.3	110.8
지배주주지분순이익	23.8	35.8	52.3	72.4	87.0
EPS(원)	851	1,278	1,863	2,583	3,101
증감률(%)	-	50.3	45.8	38.6	20.1
ROE(%)	9.5	9.3	12.2	14.8	15.3
PER (배)	76.4	72.3	34.3	24.7	20.6
PBR (배)	4.9	6.5	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA (배)	22.1	21.1	14.2	13.0	10.6

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

국내 드라마 시장의 최상위 포식자

- 스튜디오드래곤은 '16년 5월 CJ ENM의 드라마 사업본부가 물적분할되어 설립되었으며, 드라마 기획부터 제작/판매까지 종합적으로 이뤄지는 국내 최초의 드라마 스튜디오다. 국내에서 드라마 제작을 가장 많이 하는 굴지의 M/S 1위 업체다. 10년의 사업 노하우를 바탕으로 '18년 연간 26편의 드라마를 제작했으며, 올해는 31편이 제작 및 방영될 예정이다. 국내 타 드라마 제작사가 연평균 4편 가량 제작하는 점을 감안할 때 동사의 Capa는 가히 놀라운 수치다.
- 공중파에서 접근하기 어려운 다양한 소재로 국내 드라마 산업 트렌드를 선도하고 있으며, 역대급 텐트폴 작품들을 기획/제작하고 있다. tvN, OCN 등의 채널을 보유하고 있는 모회사 CJ ENM을 통해 안정적인 Captive 물량을 확보하고 있으며, 자체 IP확보를 통해 경쟁력을 확보하고 있다. 또한 지상파 및 JTBC 등 타 채널 드라마 편성(Non-captive)을 통해 제작 역량을 극대화하고 있다.

범접불가! 어벤져스 크리에이터 군단

- 넷플릭스, 디즈니 등 글로벌 OTT의 아시아시장 진출로 콘텐츠 춘추전국시대가 도래하고 있다. 이에 따라 콘텐츠는 양보다 질이 중요해지고 있으며, 우수한 크리에이터의 확보는 콘텐츠 제작사의 경쟁력 강화에 가장 중요한 핵심요소다. 콘텐츠 제작에 재능이 있는 우수한 인재를 얼마나 많이 확보하고 있느냐가 드라마 제작사의 벨류에이션이라고 볼 수 있다. 드라마 제작의 핵심적인 역량은 결국 '사람'인 셈이다. 동사는 문화창고(박지은 작가), 화앤담(김은숙 작가), KPJ(김영현, 박상연 작가), 지티스트(노희경 작가) 등 핵심 제작사 인수를 통해 유수의 인재들을 영입해 왔으며, 2Q19기준 183명의 국내 최고 크리에이터 군단을 확보하고 있다. 성공의 법칙을 아는 전문가들의 협업으로 동사의 콘텐츠 질은 지속적으로 상승할 것이며, 이는 꾸준한 실적 상승의 원동력으로 작용할 전망이다.

표1 스튜디오드래곤 주요 크리에이터 및 작품

구분	크리에이터	대표작
작가	김은숙	파리의 연인, 프라하의 연인, 연인, 온에어, 시크릿 가든, 신사의 품격, 상속자들, 태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
	박지은	칼잡이 오수정, 내조의 여왕, 역전의 여왕, 냉혈애 굴러온 당신, 별에서 온 그대, 프로듀사, 푸른 바다의 전설
	김영현	대장금, 서동요, 히트, 최강칠우, 선덕여왕, 로열 패밀리, 뿌리깊은 나무, 육룡이 나르샤, 아스달 연대기
	박상연	최강칠우, 선덕여왕, 로열 패밀리, 뿌리깊은 나무, 청담동 앨리스, 육룡이 나르샤, 아스달 연대기
	홍자매(홍정은, 홍미란)	쾌걸춘향, 환상의 커플, 쾌도 홍길동, 미남이시네요, 내 여자친구는 구미호, 최고의 사랑, 빅, 주군의 태양, 화유기
	노희경	굿바이 솔로, 기적, 그들이 사는 세상, 그 겨울 바람이 분다, 괜찮아 사랑이야, 디어 마이 프렌즈, 라이브
감독	김원석	대왕세종, 파트너, 신데렐라 언니, 성균관 스캔들, 몬스터, 미생, 시그널, 나의 아저씨, 아스달 연대기
	이응복	쾌걸춘향, 드림하이, 학교 2013, 비밀, 연애의 발견, 태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
	김철규	꽃보다 아름다워, 황진이, 대물, 파라다이스 목장, 우와한 녀, 응급남녀, 공항 가는 길, 마더
	이운정	커피프린스, 트리플, 골든 타임, 하트투하트, 치즈인더트랩, 모두의 거짓말
	김윤철	질투, 마지막 승부, 사랑을 그대 품안에, 내 이름은 김삼순, 품위있는 그녀

자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

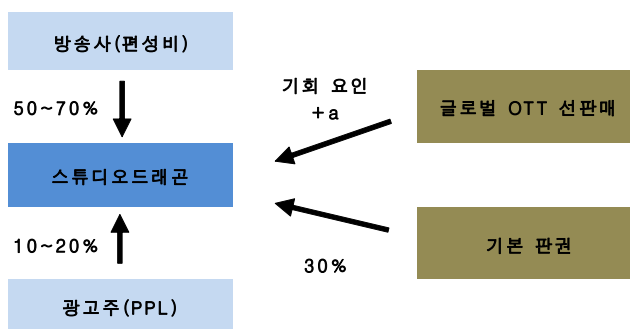
제작비에 대한 잘못된 오해와 진실

- 일반적으로 동사의 감가상각비는 방송사가 지불한 방영권료(제작비의 약 50~70% 수준)를 제외한 나머지 부분을 동사가 무형자산으로 인식 후 1.5년에 걸쳐 상각하는 구조다. 방영 초기 감가상각 부담이 있지만 시간이 흐를수록 수익성이 커지는 구조이며, 제작비가 큰 작품의 경우 대부분 무형자산에 상응하는 선판매로 수익을 확정시킨 후 제작한다.
- 결국 넷플릭스 등 대형 OTT에 선판매가 이뤄진 상태에서 제작을 진행하기 때문에 제작비의 증가는 동사의 실적 악화로 이어지지 않는다. 이미 아스달 연대기 시즌1은 BEP 수준을 달성한 것으로 파악되며, 가속상각은 미래의 비용을 선반영하므로 시즌2 이후 세트장 및 VFX비용 등 제작비 감소효과로 이익 레버리지가 극대화될 전망이다.

아스달 연대기 시즌1은 빙산의 일각일 뿐

- 스튜디오드래곤의 2Q19 연결영업실적은 매출액 1,282억원(+72.6% YoY), 영업이익 108억원(+47.3% YoY)으로 당사 추정치(매출액 1,230억원, 영업이익 129억원) 대비 매출은 부합, 영업이익은 소폭 하회했으나 견조한 실적을 기록했다. ‘아스달 연대기’ 시청률 부진이 실적에 미치는 영향이 크지 않다는 점을 증명하면서 시장 우려를 불식시켰으며, 드라마 방영 편수가 2Q18 8개에서 2Q19 11개로 전년동기대비 3편 더 많았다. 또한 넷플릭스향으로 ‘봄밤’, ‘어비스’ 등의 판매가 진행됐다. 2H19에는 텐트폴 작품이 2개 더 포진되어 있어 고무적인 성과를 가져올 것으로 전망된다.
- 홍자매 작가의 ‘호텔 델루나’(아이유/여진구 주연)는 방영 이후 지상파 포함 전체널에서 동시간대 1위를 차지했으며, 방영 예정인 박지은 작가의 ‘사랑의 불시착’(현빈/손예진 주연) 또한 시청률 점화에 불을 지필 것으로 예상된다. 이에 더해 ‘아스달 연대기’의 시즌제 방영으로 시즌2부터는 이익 레버리지가 발생할 예정으로 이익을 또한 개선될 것이며, IP로부터 이익 수취기간이 늘어나 꾸준한 수익 기여를 할 전망이다.

그림1 스튜디오드래곤 수익 구조



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림2 텐트폴 드라마 ‘호텔 델루나’



자료 : 언론자료, DS투자증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 '19년 드라마 라인업

편성슬롯	제목	방영 기간	연출	작가	출연 배우	제작사
tvN	왕이 된 남자	01.07~03.04	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	사이코메트리 그녀석	03.11~04.30	김병수	양진아	박진영, 신예은	SD, JS 픽처스
	월화 어비스	05.06~06.25	유제원	문수연	박보영, 안효섭	SD, 네오엔터테인먼트
	60 일, 지정생존자	07.01~08.20	유종선	김태희	지진희, 이준혁	SD, DKE&M
	위대한 쇼	08.26~10.15	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈	화이브라더스
	남자친구	11.28~19.01.24	박신우	유영아	송혜교, 박보검	SD, 본팩토리
	진심이 닿다	02.06~03.28	박준화	이명숙	유인나, 이동욱	SD, 글엔그림미디어
	그녀의 사생활	04.10~05.30	홍종찬	김혜영	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	검색어를 입력하세요 www	06.05~07.25	정지현, 권영일	권도은	임수정, 이다희	화앤답픽처스
	싸이코패스 다이어리	2H19	이종재	류용재	윤시윤, 정인선	SD, 키이스트
	악마가 너의 이름을 부를 때	07.31~	민진기	노혜영, 고내리	정경호, 이엘	SD, 더문씨엔엠
	알함브라 궁전의 추억	12.01~19.01.20	안길호	송재정	현빈, 박신혜	SD, 초록밤미디어
	로맨스는 별책부록	01.26~03.17	이정효	정현정	이나영, 이종석	SD, 메가몬스터, 콘텐츠지움
	자백	03.11~05.12	김철규	임희철	이준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	아스달 연대기	06.01~	김원석	김영현, 박상연	장동건, 송중기	KPJ
	호텔 델루나	07.13~09.01	오충환	홍정은, 홍미란	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	날 녹여주오	2H19	신우철	백미경	지창욱, 원진아	SD, 스토리피닉스
OCN	신의 퀴즈: 리부트	11.14~19.01.10	김종혁	강은선	류덕한, 윤주희	SD
	빙의	03.06~04.25	최도훈	박희강	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
	수목 구해줘 2	05.08~06.27	이권	서주연	엄채구, 천호진	SD, 히든시퀀스
	미스터 기간제	07.17~	성용일	장홍철	윤균상, 금새록	SD, JS 픽처스
	달리는 조사관	09.18~	김용수	백정철	이요원, 최귀화	SD, 데이드림엔터테인먼트
	프리스트	11.24~19.01.20	김종현	문만세	연우진, 정유미	SD
	트랩	02.09~03.03	박신우	남상욱	이서진, 성동일	SD, 필름몬스터
	킬잇	03.16~04.28	남성우, 안지숙	손현수, 최명진	장기용, 나나	SD, 크레이브웍스
	보이스 3	05.11~06.30	남기훈	마진원	이하나, 이진욱	SD, 키이스트
	왓쳐	07.06~08.25	안길호	한상운	한석규, 서강준	SD
기타	모두의 거짓말	2H19	이운정	전영신, 원유정	이민기, 이유영	SD
	좋아하면 울리는	08.22	이나정	천계영	김소현, 정가람	SD
	나홀로 그대	2H19	이상엽	류용재	윤현민, 고성희	SD, JS 픽처스
	Olive 은주의 방	11.06~01.22	장정도	박상문, 김현철	류혜영, 김재영	SD
	봄밤	05.22~07.11	안판석	김은	정해인, 한지민	SD, JS 픽처스
	의사요한	07.19~	조수원	김지운	지성, 이세영	KPJ

주 : SD-스튜디오드래곤

자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

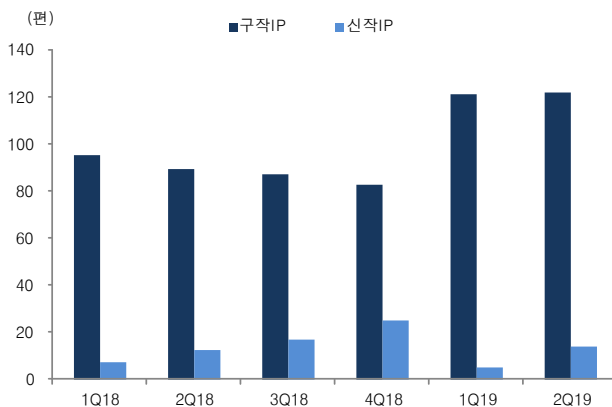
IP가 쌓일수록 성장할 수 밖에 없는 구조

- 드라마 콘텐츠 사업 특성상 장기적인 안정적 수익 확보를 위해서는 IP 판권 확보가 필수적이다. 2Q19 기준 전체 매출의 45.3%에 해당하는 편성 매출은 드라마가 반영되는 시점에 인식되는 일회성 수익에 불과하기 때문이다. IP를 직접 보유하고 있으면 편성 매출뿐만 아니라 국내외 판권을 모두 수익으로 인식한다. 동사의 핵심 전략 중 하나는 IP의 직접 보유이며 구작IP와 신작IP를 활용한 투트랙 전략이다. 보유하고 있는 라이브러리는 2Q19 기준 총 126 편이며, 이미 방송을 통해 검증된 우수한 IP를 확보하고 있기 때문에 구작IP의 판매가 수월하다. 올해 드라마 제작 수는 31 편으로 파악되며, 이는 '15년 15 편 대비 2 배 이상 증가한 수치다. 드라마 제작 편수 증가는 매출액 증가로 이어진다. 이처럼 라이브러리가 쌓일수록 성장은 불가피하며, 구작IP는 기존 상각조차 끝난 상태로 추가적인 수익 창출을 통한 이익 성장은 극대화될 전망이다.

해외 정복 Process 가동 중

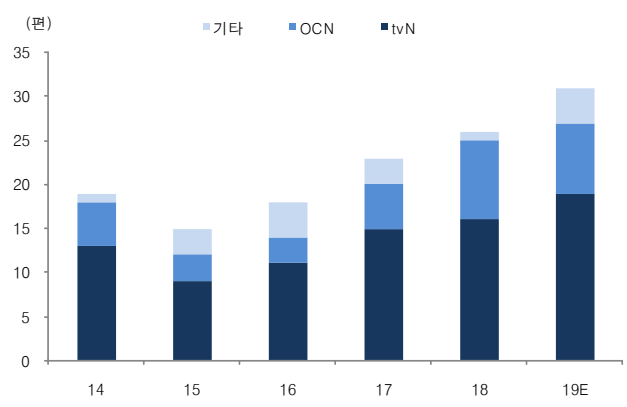
- 동사의 핵심 성장전략은 해외시장 진출 확대다. 이미 높은 제작비의 텐트폴 작품을 넷플릭스에 판매하면서 성공 레퍼런스를 확보하고 있다. '18년 제작비 430억원 규모의 '미스터 션샤인' 판매를 시작으로 최근 텐트폴 작품 '아스달 연대기'를 넷플릭스에 공급했다. 이와 더불어 2H19에는 2편의 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠('좋아하면 울리는', '나 홀로 그대') 편성이 예정되어 있다. 동사의 첫 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠로 양질의 콘텐츠 퀄리티를 인정 받았다고 볼 수 있는 사례다.
- 이처럼 아시아 시장에 지속적으로 진출하고 있는 글로벌 OTT기업의 수혜를 받기 위해 동사는 텐트폴 작품 제작 등 과감한 투자로 콘텐츠 퀄리티 향상에 집중하고 있다. 이는 경쟁 심화에 대응하기 위한 선제적인 투자 전략이다. 글로벌 OTT기업들은 우수한 작품을 확보하기 위해 경쟁을 하고, 이는 작품 판매 단가 상승으로 이어진다. 레퍼런스를 꾸준히 쌓은 동사가 수혜를 받을 수 밖에 없다. 우수하고 방대한 라이브러리를 보유하고 있는 동사는 글로벌 OTT기업 아시아 시장 진출의 최대 수혜를 받을 전망이다.
- 이 외에도 기존 일본, 베트남, 태국 등 아시아 지역 중심의 유통 구조에서 현지 합작, 해외 리메이크 제작 등 현지화 전략을 구축 중이다. '보이스'는 태국에서 리메이크를 준비 중이며, 미국에서는 '알함브라 궁전의 추억', '응급남녀', '블랙' 등이 리메이크를 논의 중이다. 동사의 2Q19 기준 매출 비중은 해외 32.9%, 국내 67.1%로 국내 비중이 높으나, 현지/글로벌 사업자와의 공동 제작 및 해외 리메이크 제작 확대로 '21년까지 해외 매출비중을 50%까지 끌어올릴 예정이다. 향후 글로벌 M&A를 통한 현지 직접 제작까지 가능해질 경우 가파른 외형 성장과 함께 국내 1위 드라마 제작사 아닌 글로벌 기업으로 도약할 것으로 전망된다.

그림3 드라마 라이브러리 판매 추이



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림4 연도별 드라마 제작 현황



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

투자 의견 Buy, 목표주가 94,000원 유지

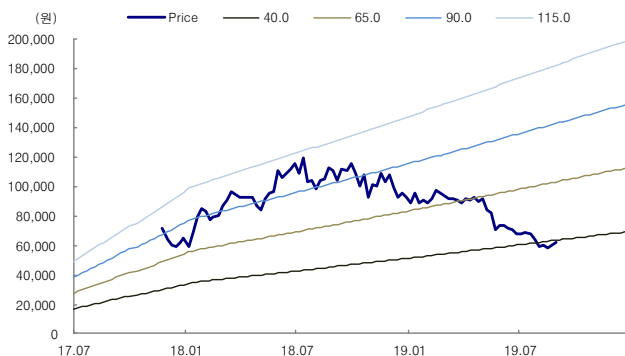
- 동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 94,000원을 유지한다. '19년 매출액은 5,071억원(+33.6% YoY), 영업이익은 632억원(+58.5% YoY)으로 전망하며 목표주가는 '19년 예상 EPS에 타겟 PER 50.4배를 적용하여 산출했다. 동사는 1) 핵심 드라마 제작사 인수를 통해 국내 최고의 크리에이터 군단을 확보하고 있으며, 이를 바탕으로 올해 31편의 드라마 제작 및 방영이 예정되어 있는 국내 드라마 제작 1위 업체다. 2) '아스달 연대기' 시청률 부진이 실적에 미치는 영향이 크지 않다는 점을 증명하면서 시장 우려를 불식시켰으며, 시즌 2 이후 제작비 감소효과로 이익 레버리지가 극대화될 전망이다. 3) 2H19에도 텐트폴 작품이 2개나 더 포진되어 있어 고무적인 성과를 가져올 것으로 전망되며, 4) 넷플릭스형 성공 레퍼런스 확보를 바탕으로 글로벌 OTT기업 아시아시장 진출에 최대 수혜를 받을 것으로 전망된다. 이익 잠재력 및 성장성이 다분한 제작사인 만큼 높은 밸류에이션 적용은 정당하며, '17~'18년 최저 PER 평균값 50.4배 적용은 무리가 없다고 판단한다. '19년 예상 실적 PER 34.3배까지 하락한 최근 주가 하락은 과도하다고 판단해 적극 매수를 권고한다.

표3 목표주가 산출

구분	금액	비고
현재 주가(원)	63,900	'19.09.06 기준
EPS(원)	1,863	'19년 추정 EPS
Target PER(배)	50.4	'17~'18년 최저 PER 평균
산출주가	93,895	
1년 목표주가(원)	94,000	

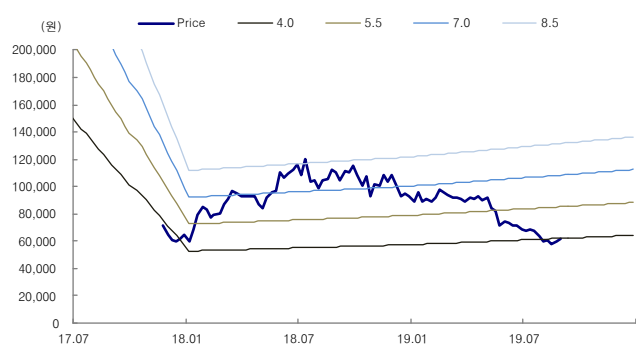
자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 PER 밴드 차트



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림6 스튜디오드래곤 PBR 밴드 차트



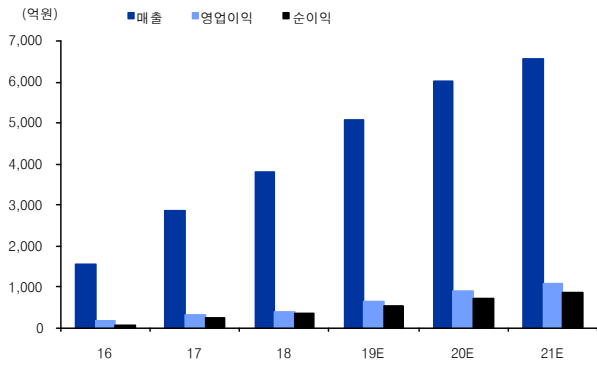
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

표4 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	123.0	128.0	144.3	379.6	507.1	600.5	657.2
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	55.7	53.1	69.6	178.1	222.5	263.8	297.5
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	55.2	52.3	67.4	168.6	218.8	255.6	287.0
Non-captive	7.7	1.0	0.2	0.6	0.2	0.5	0.8	2.2	9.4	3.7	8.2	10.5
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	56.7	63.1	62.7	162.1	238.7	288.5	309.0
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	11.5	12.8	14.1	51.8	52.0	53.1	54.2
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	45.2	50.3	48.6	110.2	186.7	235.4	254.8
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	10.6	11.8	11.9	39.4	45.8	48.2	50.7
매출 성장률(% YoY)	6.0	19.6	59.6	41.5	40.0	65.6	3.5	41.8	32.4	33.6	18.4	9.4
판매 내 해외(%)	70.8	57.2	72.9	65.7	75.9	79.7	79.7	77.5	68.0	78.2	81.6	82.5
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	12.9	18.5	20.9	39.9	63.2	89.8	108.1
YoY growth(%)	-23.7	-17.8	223.0	-87.3	2.8	76.7	-14.0	5125.0	21.0	58.5	42.0	20.4
OPM(%)	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	10.5	14.5	14.5	10.5	12.5	14.9	16.4
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	10.9	15.2	17.0	35.8	52.3	72.4	87.0

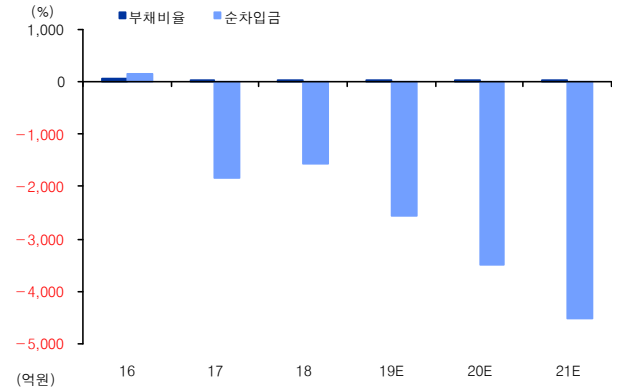
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림7 스튜디오드래곤 실적 추이



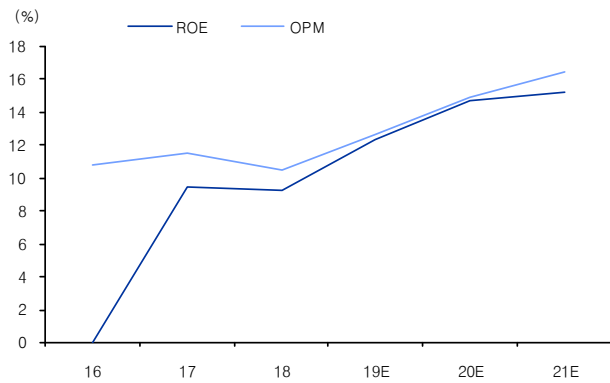
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림8 부채비율, 순차입금 추이



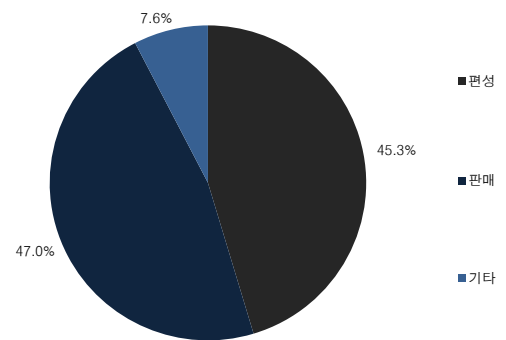
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림9 ROE 및 OPM 추이



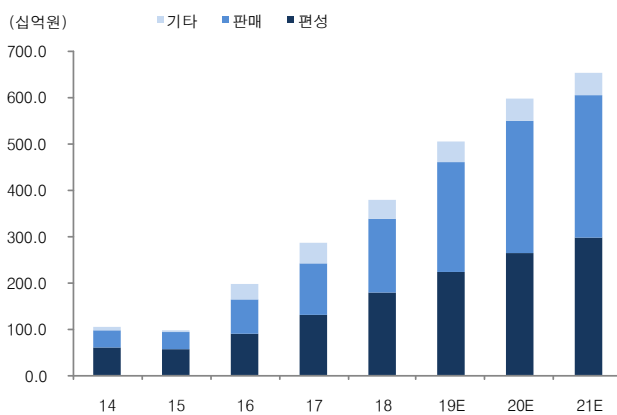
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림10 스튜디오드래곤 부문별 매출 비중(2Q19)



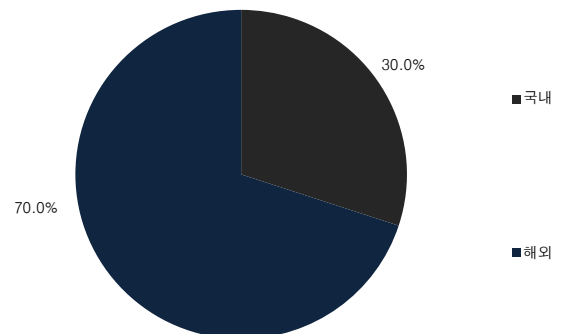
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림11 스튜디오드래곤 부문별 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림12 판매부문 국내, 해외 매출 비중(2Q19)



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	363.7	471.4	586.5
현금및현금성자산	51.3	153.0	183.9	270.8	371.0
매출채권 및 기타채권	54.9	68.8	92.0	109.2	120.4
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.8	0.9
기타유동자산	182.3	24.8	87.0	90.6	94.2
비유동자산	169.6	265.2	218.8	199.0	181.8
관계기업투자등	1.5	0.4	0.4	0.4	0.5
유형자산	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5
무형자산	127.5	198.5	182.7	161.7	143.2
자산총계	459.5	512.4	582.5	670.4	768.2
유동부채	90.7	108.2	126.1	142.5	153.8
매입채무 및 기타채무	31.7	55.3	73.9	88.2	97.3
단기금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	48.9	52.9	52.1	54.3	56.5
비유동부채	0.3	2.9	2.9	1.9	1.4
장기금융부채	0.0	2.1	2.0	1.0	0.5
기타비유동부채	0.3	0.7	0.9	0.9	0.9
부채총계	91.0	111.1	128.9	144.4	155.3
지배주주지분	368.4	401.3	453.5	526.0	613.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	32.1	67.6	119.9	192.4	279.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	453.5	526.0	613.0

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	507.1	600.5	657.2
매출원가	239.7	324.0	425.9	489.4	525.8
매출총이익	47.1	55.6	81.2	111.1	131.4
판매비 및 관리비	14.2	15.7	18.0	21.3	23.3
영업이익	33.0	39.9	63.2	89.8	108.1
(EBITDA)	74.3	115.2	108.0	111.0	126.9
금융손익	-2.5	6.0	5.3	3.0	3.1
이자비용	1.7	0.1	0.3	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
세전계속사업이익	30.3	45.6	68.1	92.3	110.8
계속사업법인세비용	6.4	9.8	15.8	19.8	23.8
계속사업이익	23.8	35.8	52.3	72.4	87.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	52.3	72.4	87.0
지배주주	23.8	35.8	52.3	72.4	87.0
총포괄이익	23.8	35.0	52.3	72.4	87.0
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	16.0	18.5	20.0
영업이익률 (%)	11.5	10.5	12.5	14.9	16.4
EBITDA 마진률 (%)	25.9	30.3	21.3	18.5	19.3
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	10.3	12.1	13.2
ROA (%)	6.8	7.4	9.5	11.6	12.1
ROE (%)	9.5	9.3	12.2	14.8	15.3
ROIC (%)	15.4	14.6	22.1	37.5	49.9

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

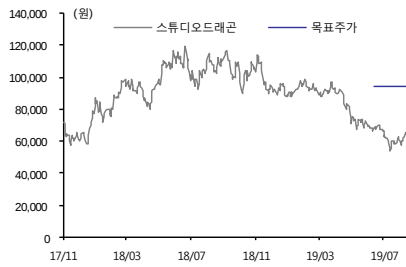
Cashflow Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7.2	-24.9	53.6	92.4	105.3
당기순이익(손실)	30.3	45.6	52.3	72.4	87.0
비현금수익비용가감	45.8	74.4	47.4	21.3	18.8
유형자산감가상각비	0.3	0.3	0.6	0.3	0.2
무형자산상각비	41.0	75.0	44.2	21.0	18.6
기타현금수익비용	0.8	-0.6	2.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-72.9	-135.2	-40.4	-1.4	-0.5
매출채권 감소(증가)	-13.7	-27.2	-26.3	-17.2	-11.2
재고자산 감소(증가)	-2.1	0.3	-0.2	-0.1	0.0
매입채무 증가(감소)	9.0	25.9	19.2	14.3	9.1
기타자산, 부채변동	-66.1	-134.3	-33.1	1.6	1.7
투자활동 현금	-141.0	136.4	-19.8	-4.4	-4.6
유형자산처분(취득)	0.0	-0.2	-0.4	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.0	-4.1	-67.2	-3.0	-3.2
기타투자활동	-140.8	140.9	47.8	-1.4	-1.5
재무활동 현금	188.1	-9.7	-3.0	-1.0	-0.5
차입금의 증가(감소)	-18.1	-10.0	-3.0	-1.0	-0.5
자본의 증가(감소)	207.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-1.6	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	39.8	101.7	30.9	86.9	100.2
기초현금	11.5	51.3	153.0	183.9	270.8
기말현금	51.3	153.0	183.9	270.8	371.0
NOPLAT	26.0	31.3	48.5	70.5	84.9
FCF	-137.9	121.2	39.5	87.9	100.7

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
투자지표 (x)					
P/E	76.4	72.3	34.3	24.7	20.6
P/B	4.9	6.5	4.0	3.4	2.9
P/S	6.4	6.8	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.2	13.0	10.6
P/CF	23.9	21.6	18.0	19.1	16.9
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	85.7	32.4	33.6	18.4	9.4
영업이익	98.3	21.0	58.5	42.0	20.4
세전이익	188.3	50.8	49.1	35.6	20.1
당기순이익	192.9	50.3	45.8	38.6	20.1
EPS		50.3	45.8	38.6	20.1
안정성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	28.4	27.5	25.3
유동비율	319.6	228.4	288.5	330.8	381.3
순차입금/자기자본(x)	-49.5	-39.3	-56.5	-66.0	-73.5
영업이익/금융비용(x)	1,899.0	34,296	22,021	68,953	166,170
총차입금 (십억원)	10.1	2.1	2.0	1.0	0.5
순차입금 (십억원)	-182.5	-157.6	-256.1	-347.0	-450.8
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	1,863	2,583	3,101
BPS	13,141	14,305	16,168	18,751	21,852
SPS	10,229	13,539	18,078	21,407	23,428
CFPS	2,714	4,280	3,553	3,341	3,771
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.05	Buy	94,000	1년	-31.5	-25.1
2019.08.12	Buy	94,000	1년	-35.2	-30.3
2019.09.09	Buy	94,000	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견 비율 (%)

기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	25.0
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	72.7
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.3
	SELL	-20% 미만의 추가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 07. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최재호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.