

스튜디오드래곤(253450)

매수(분석재개) / TP: 95,000원

주가(9/17, 원)	69,300
시가총액(십억원)	1,947
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	116,300/54,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,592
유동주식비율(%)	25.3
외국인지분율(%)	2.6
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 74.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	287	33	24	1,053	178.5	74	61.7	22.1	4.9	9.5	0.0
2018A	380	40	36	1,278	21.4	115	72.3	21.1	6.5	9.3	0.0
2019F	496	47	37	1,317	3.0	149	52.6	12.3	4.4	8.8	0.0
2020F	615	77	65	2,313	75.7	182	30.0	10.0	3.9	13.8	0.0
2021F	681	86	72	2,566	10.9	212	27.0	8.5	3.4	13.4	0.0

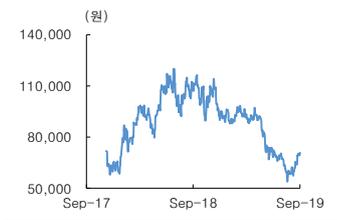
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

더 많이, 더 크게 만든다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.1	(24.3)	(35.8)
상대주가(%p)	10.2	(10.4)	(13.6)

주가추이



우리나라 No. 1 드라마 제작사: 스튜디오드래곤에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 95,000원(2020F PER 41배 적용)으로 분석을 재개한다. 목표 PER은 상장 이후 연간 선행 PER 평균을 20% 할인하여 산출했다. 동사는 우리나라 No. 1 드라마 제작사로 강력한 크리에이터 라인업을 확보하고 있으며 작가-연출-PD의 시스템화를 통해 드라마 제작 편수는 2019년 29편에서 2020년 35편까지 확대될 전망이다. 혁신적인 장르의 드라마를 선보이며 국내 드라마 산업을 선도하고 있으며 신인 작가 발굴 프로그램을 통한 이익의 내재화, OIMU(One IP Multi Use)를 통한 매출 확장도 진행되고 있다.

성장의 핵심은 해외매출: tvN, OCN 등 captive 편성 매출이 호조를 보이는 가운데 해외 판매 매출이 실적 성장을 견인할 전망이다. 글로벌 OTT의 국내 진출로 40% 이상의 작품이 동시방영, 방영권 판매 등의 방식으로 수출되고 있다. 동사는 자체적으로도 글로벌 유통 역량을 보유하고 있어 타사 대비 OTT와의 협상 우위를 점할 수 있다. 이와 더불어 올해 3분기부터 시작된 글로벌 OTT 오리지널 콘텐츠 제작으로 추가적인 매출원이 확보됐으며 향후 미국지사 설립을 통한 해외 진출도 기대 요인이다.

대작, 시리즈물 증가로 수익성 개선: 시청자의 눈 높이가 향상으로 대작(회당 제작비 10억원 이상) 수요가 증가하고 있다. 동사는 대작 제작 및 글로벌 유통 역량을 보유하고 있어 대작 드라마 당 20~60%의 제작마진이 기대된다. 구독 모델을 보유한 OTT의 시즌제 드라마 수요도 증가세다. 시즌제 드라마는 시즌 2부터 고정비 절감 효과가 발생하여 30% 이상의 제작마진을 확보할 수 있다. 또한 드라마 흥행시 IP를 영화, 게임, 굿즈 등으로 활용할 수 있어 추가 수익도 발생한다.

2020년 성장과 수익성 개선을 동시에: 2020년 매출액은 6,147억원(+24.0% YoY), 영업이익은 773억원(+65.9% YoY)으로 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 발생할 것이다. 3편의 글로벌 OTT 오리지널 콘텐츠 제작과 분기별로 40% 콘텐츠의 가속상각을 가정했다. 올해 3분기 영업이익은 작년 동기대비 40.5% 감소하겠지만 이는 대작 드라마(미스터선샤인 역기저효과) 편성 시기 차이에 기인한 것으로 연간 성장성과는 무관하다.

오태완

taewan.oh@truefriend.com

〈표 15〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	139.4	116.3	286.8	379.6	495.7	614.7
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	56.1	46.9	131.2	178.1	205.2	242.5
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	54.4	51.9	45.0	105.5	168.6	195.2	202.5
Non-Captive	7.7	1.0	0.2	0.7	0.2	3.7	4.2	1.9	25.7	9.5	9.9	40.0
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	68.7	58.6	111.8	162.1	243.8	316.5
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	18.5	14.1	44.7	51.8	64.2	75.2
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	50.2	44.5	67.2	110.2	179.6	241.3
기타(PPL, OST)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	14.6	10.8	43.7	39.4	46.7	55.8
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	17.6	18.4	47.1	55.6	66.5	100.1
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	12.8	12.0	33.0	39.9	46.6	77.3
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.5	12.8	30.3	45.7	51.4	83.3
순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	10.5	10.0	23.8	35.8	37.0	65.0
(%)												
매출총이익률	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	12.6	15.9	16.4	14.6	13.4	16.3
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	9.2	10.3	11.5	10.5	9.4	12.6
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	7.5	8.6	8.3	9.4	7.5	10.6
(% YoY)												
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	12.7	14.3	46.7	32.4	30.6	24.0
영업이익	(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(40.5)	2,627.4	55.6	21.0	16.8	65.9
당기순이익	(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(39.4)	472.8	83.8	50.3	3.4	75.4

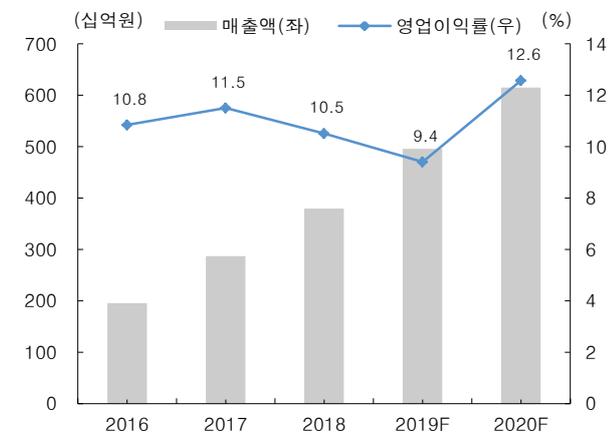
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 16〉 목표주가 도출

구분	내용	설명
2020F 지배주주순이익(십억원)	65.0	
목표 PER(배)	41.0	historical PER, 20% 할인
적정 시가총액(십억원)	2,665	
주식수(천주)	28,082	
적정주가(원)	95,000	
현재주가(원)	69,300	9월 17일 종가 기준
상승여력(%)	37	

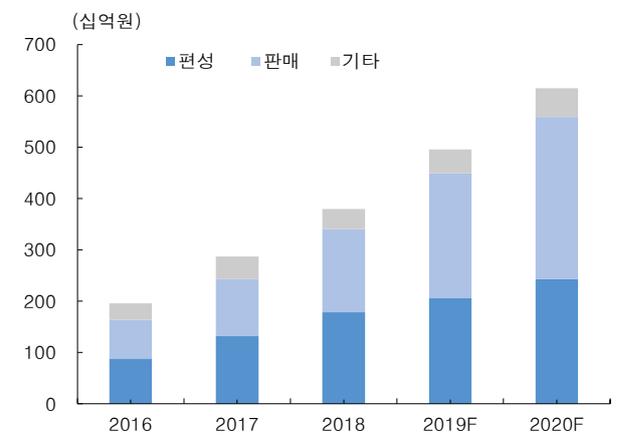
자료: 한국투자증권

[그림 70] 가파른 외형성장, 내년 수익성 개선 전망



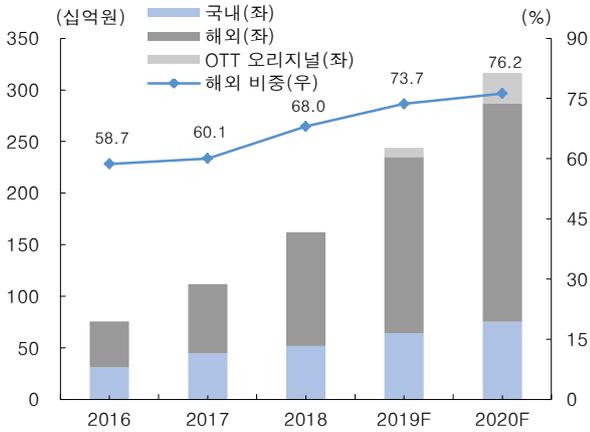
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 71] 판매매출 증가세 이어질 것



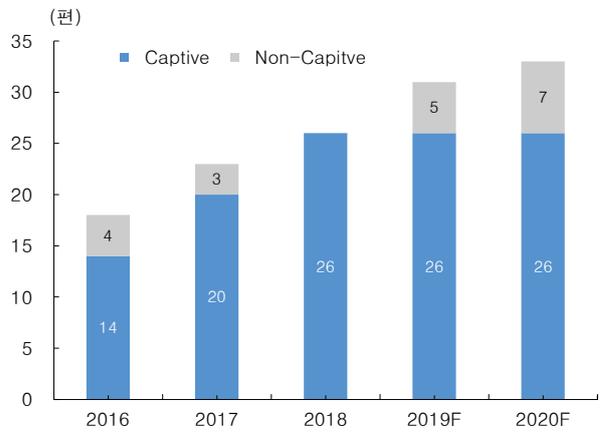
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 72] 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 73] 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



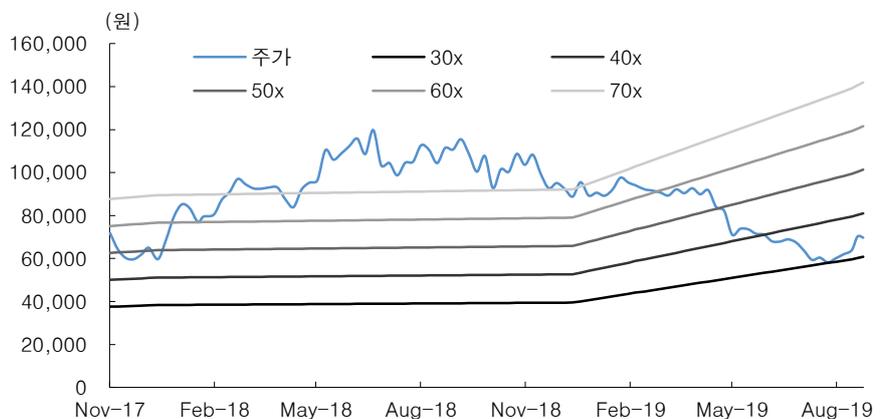
주: Captive는 tvN, OCN 등 CJ ENM 계열의 채널
 자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 74] 프로세스 총괄 및 IP 소유로 국내 최초 스튜디오 모델 완성



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 75] 12개월 forward PER band: 여전히 밴드 하단에 위치



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내외 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사됐으며 2017년 11월 코스닥에 상장함.

- OIMU(One IP Multi Use): 하나의 IP(지적재산권)을 리메이크, 게임, 영화, 굿즈 등에 다양히 활용하는 것
- Captive 채널: 자체적으로 보유하고 있는 채널이나 계열사가 보유하고 있는 채널. 스튜디오드래곤은 CJ ENM이 보유한 tvN, OCN, Mnet, 제이콘텐트리는 JTBC가 대표적인 captive 채널임

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	242	282	307
현금성자산	51	153	110	116	128
매출채권및기타채권	55	69	99	123	132
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	369	456	501
투자자산	4	4	5	6	7
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	285	354	392
자산총계	459	512	612	737	808
유동부채	91	108	170	231	230
매입채무및기타채무	34	60	94	140	147
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	0	3	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	2	2	2	2
부채총계	91	111	173	234	233
지배주주지분	368	401	438	503	575
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	105	170	242
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	438	503	575

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	159	192	181
당기순이익	24	36	37	65	72
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	102	104	125
자산부채변동	(73)	(139)	19	23	(17)
기타	1	(1)	1	0	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(202)	(186)	(168)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(189)	(172)	(163)
기타	0	3	(12)	(13)	(4)
재무활동현금흐름	188	(10)	0	0	0
자본의증가	208	0	0	0	0
차입금의순증	(18)	(10)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	40	102	(43)	6	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	496	615	681
매출원가	240	324	429	515	569
매출총이익	47	56	66	100	112
판매관리비	14	16	20	23	26
영업이익	33	40	47	77	86
금융수익	1	7	11	13	14
이자수익	1	4	8	10	12
금융비용	3	1	6	7	7
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	51	83	92
법인세비용	6	10	14	18	20
연결당기순이익	24	36	37	65	72
지배주주지분순이익	24	36	37	65	72
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	37	65	72
지배주주지분포괄이익	24	35	37	65	72
EBITDA	74	115	149	182	212

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	1,317	2,313	2,566
BPS	13,141	14,305	15,598	17,912	20,478
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	30.6	24.0	10.7
영업이익증가율	98.3	21.0	16.8	65.9	11.0
순이익증가율	192.9	50.3	3.1	75.9	10.9
EPS증가율	178.5	21.4	3.0	75.7	10.9
EBITDA증가율	91.4	55.1	29.3	22.0	16.5
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	9.4	12.6	12.6
순이익률	8.3	9.4	7.5	10.6	10.6
EBITDA Margin	25.9	30.3	30.0	29.6	31.1
ROA	6.8	7.4	6.6	9.6	9.3
ROE	9.5	9.3	8.8	13.8	13.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(183)	(158)	(117)	(125)	(138)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	52.6	30.0	27.0
PBR	4.9	6.5	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	22.1	21.1	12.3	10.0	8.5