

# 스튜디오드래곤 (253450)

영업이익의 하단과 상단이 가장 넓은 제작사



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

## Buy (유지)

목표주가(유지): 85,000원

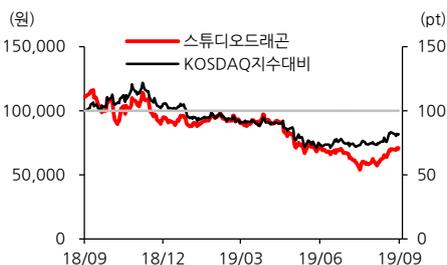
현재 주가(9/23)	69,900원
상승여력	▲ 21.6%
시가총액	19,639억원
발행주식수	28,095천주
52 주 최고가 / 최저가	116,300 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	72.19억원
외국인 지분율	2.4%
주주 구성	
CJENM (외 6인)	74.3%
스튜디오드래곤우리스주	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.3	-1.7	-22.9	-36.9
상대수익률(KOSDAQ)	10.4	9.1	-9.6	-14.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	287	380	498	604
영업이익	33	40	48	73
EBITDA	74	115	132	195
지배주주순이익	24	36	41	61
EPS	851	1,278	1,474	2,190
순차입금	-183	-158	-107	-192
PER	76.4	72.3	47.4	31.9
PBR	4.9	6.5	4.4	3.9
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.1	9.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.5	9.3	9.8	13.0

### 주가 추이



IP, 규모의 경제, 수직계열화, 수익내재화로 이익 상단이 가장 큼니다.

### 규모의 경제 확실, 제작경쟁력 우위

동사는 추가적인 시장 확대 없이도 1) IP 라이브러리 축적에 따른 레버리지, 2) 제작편수 증편(캡티브 증편+비캡티브 확대+오리지널)으로 분기 영업이익 100억 원 이상의 지속가능성을 증명한 유일한 제작사다.

특히 <아스달 연대기> 비용 반영에도 2Q19 호실적 발표는 신작에 투입되는 비용과 이미 비용처리가 끝난 구작품으로부터 지속적인 후행매출이 발생함에 따라 이익 레버리지의 믹스 효과를 원활히 집행한 결과였다. 규모의 경제 효과를 숫자로 증명하고 있는 셈이다. 1H18 vs. 1H19 비교해보면 동일하게 수익성 측면에서 텐트폴 작품이 없었고, 올해가 오히려 무형자산 감가상각 비용이 보수적으로 처리되고 있는데도 이익 체력이 높아졌다는 점에서 유의미(p. 31)하다. 3Q19에도 특별한 비용 이슈가 없다면 세 자리 영업이익은 크게 문제될 것이 없다.

또한 3) 제작편수가 늘어나고 있는데도 불구하고, 작품당 평균 판매매출이 우상향(p. 32)하고 있다는 점, 4) OPEN 신인 크리에이터 발굴 시스템 및 제작사 인수를 통해 수익내재화, 수직계열화 하는 경영전략(p. 33)은 이미 독보적인 경쟁력 입지를 더욱 굳힐 전망이다.

### 현재는 영업이익의 하단, 상단은 무한한 가능성

기존 플레이어들과의 협업만으로도 창출하고 있는 현재 영업이익은 하단에 불과하다. 가장 절실한 것은 '추가 시장 확대'인데, 최근 들어 글로벌 신규 OTT 플레이어들의 유입(p. 24-29)이 더욱 선명해지고 있다. 상세 전략, 아시아 특정 콘텐츠를 언급할 정도로 그들간의 경쟁심화, 활발한 아시아 진입은 전반적인 콘텐츠 제작사들의 수혜, 그 중에서도 제작경쟁력과 IP를 보유한 동사가 가장 크게 향유할 것으로 판단한다.

1) IP+제작편수 증편을 통한 규모의 경제 효과가 더욱 강력해지는 가운데, 2) 꺾이지 않은 모멘텀인 중국 콘텐츠 개방 시, 영업이익은 현재 대비 적어도 1.5배(중국 내 외자 플랫폼 운영 불가, IP 하나 당 지불하는 구매력이 넷플릭스와 동일), 3) 신규 OTT와의 협업 및 계약 발표는 또다른 성장 여력, 영업이익의 무한한 가능성을 제공할 전망이다.

[표9] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	124.2	195.5	286.8	379.6	497.9	603.8
growth %	6.0%	19.6%	59.7%	41.5%	40.0%	72.5%	0.4%	100.7%	46.7%	32.4%	31.2%	21.3%
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	57.3	87.8	131.2	178.1	232.4	256.0
growth %	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	70.5%	17.1%	60.1%	49.5%	35.7%	30.5%	10.2%
sales %	51.0%	45.8%	39.5%	53.5%	39.4%	45.3%	46.1%	44.9%	45.8%	46.9%	46.7%	42.4%
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	55.0	75.4	111.8	162.1	212.4	277.8
growth %	-12.0%	9.5%	172.0%	46.9%	75.1%	109.2%	-13.1%	93.4%	48.3%	44.9%	31.1%	30.8%
sales %	40.2%	38.8%	51.2%	37.1%	50.2%	47.1%	44.3%	38.6%	39.0%	42.7%	42.7%	46.0%
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	18.1	31.2	44.7	51.8	65.0	83.9
growth %	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	46.5%	5.3%	106.2%	43.4%	16.0%	25.4%	29.1%
sales %	11.7%	16.6%	13.9%	12.7%	12.1%	14.1%	14.6%	15.9%	15.6%	13.7%	13.1%	13.9%
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	37.0	44.2	67.2	110.2	147.4	194.0
growth %	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	156.3%	-20.0%	85.3%	51.8%	64.1%	33.8%	31.6%
sales %	28.5%	22.2%	37.3%	24.4%	38.1%	32.9%	29.8%	22.6%	23.4%	29.0%	29.6%	32.1%
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	11.9	32.3	43.7	39.4	53.1	69.9
growth %	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	-14.1%	4.2%	796.5%	35.3%	-9.8%	34.8%	31.6%
sales %	8.9%	15.4%	9.2%	9.4%	10.3%	7.6%	9.6%	16.5%	15.2%	10.4%	10.7%	11.6%
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	108.2	168.4	239.7	324.0	431.8	509.4
growth %	13.1%	27.6%	48.2%	47.8%	46.2%	77.2%	9.4%	85.0%	42.3%	35.2%	33.3%	18.0%
margin %	82.9%	85.7%	79.9%	93.6%	86.6%	88.0%	87.1%	86.1%	83.6%	85.4%	86.7%	84.4%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	16.0	27.1	47.1	55.6	66.1	94.4
growth %	-18.6%	-12.8%	131.0%	-12.9%	9.9%	44.5%	-35.3%	325.7%	73.9%	17.9%	19.0%	42.7%
margin %	17.1%	14.3%	20.1%	6.4%	13.4%	12.0%	12.9%	13.9%	16.4%	14.6%	13.3%	15.6%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.7	4.8	5.9	14.1	15.7	18.2	20.8
growth %	7.8%	0.2%	-16.6%	51.9%	32.4%	43.2%	42.6%	56.6%	138.2%	11.6%	15.8%	14.7%
margin %	3.8%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.7%	3.8%	3.0%	4.9%	4.1%	3.6%	3.5%
영업이익	10.6	7.3	21.5	0.4	11.0	10.6	11.3	21.2	33.1	39.9	48.0	73.5
growth %	-23.8%	-17.6%	218.5%	-87.3%	3.6%	45.1%	-47.4%	716.7%	56.1%	20.6%	20.3%	53.3%
margin %	13.3%	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.3%	9.1%	10.8%	11.5%	10.5%	9.6%	12.2%

주: 드랩액은 파라다이스 워커히+제주+부산+인천 합산

자료: 파라다이스, 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	73
EBITDA	39	74	115	132	195
순이자손익	-1	-1	3	5	8
외화관련손익	0	-1	3	3	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	30	46	54	81
당기순이익	8	24	36	41	61
지배주주순이익	8	24	36	41	61
<b>증가율(%)</b>					
매출액		85.7	32.4	31.2	21.2
영업이익		98.3	21.0	20.6	52.5
EBITDA		91.4	55.1	14.3	47.8
순이익		192.9	50.3	15.4	48.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	14.0	16.4	14.6	13.3	15.6
영업이익률	10.8	11.5	10.5	9.7	12.2
EBITDA 이익률	25.1	25.9	30.3	26.4	32.2
세전이익률	6.8	10.6	12.0	10.9	13.4
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	-29	60	178
당기순이익	10	30	46	41	61
자산상각비	22	41	75	84	121
운전자본증감	-46	-73	-139	-61	-5
매출채권 감소(증가)	-25	-15	-28	-22	-11
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	-3	14	16	5
투자현금흐름	-70	-141	141	-108	-96
유형자산처분(취득)	-1	0	0	-1	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-40	-90
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	-46	-2
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	133	183
(-)운전자본증감(감소)	-6	23	-37	19	5
(-)설비투자	1	0	0	1	0
(+)자산매각	0	0	0	-40	-90
Free Cash Flow	41	53	157	74	88
(-)기타투자	121	191	32	63	3
잉여현금	-80	-138	125	10	84
NOPLAT	13	26	31	37	56
(+) Dep	22	41	75	84	121
(-)운전자본투자	-6	23	-37	19	5
(-)Capex	1	0	0	1	0
OpFCF	40	44	144	101	172

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	81	290	247	270	367
현금성자산	12	193	160	158	242
매출채권	39	55	69	88	99
재고자산	0	1	1	1	1
비유동자산	161	170	265	339	311
투자자산	35	41	66	86	89
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	199	252	221
<b>자산총계</b>	<b>242</b>	<b>459</b>	<b>512</b>	<b>609</b>	<b>678</b>
유동부채	84	91	108	160	168
매입채무	20	32	55	36	40
유동성이자부채	8	10	0	46	46
비유동부채	21	0	3	6	6
비유동이자부채	20	0	2	5	5
<b>부채총계</b>	<b>106</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>166</b>	<b>174</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>136</b>	<b>368</b>	<b>401</b>	<b>443</b>	<b>504</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	n/a	851	1,278	1,474	2,190
BPS	61,763	13,141	14,305	15,779	17,969
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	2,714	4,280	4,739	6,513
ROA(%)		6.8	7.4	7.4	9.6
ROE(%)		9.5	9.3	9.8	13.0
ROIC(%)		15.4	14.6	12.6	17.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	76.4	72.3	47.4	31.9
PBR	0.0	4.9	6.5	4.4	3.9
PSR	n/a	6.4	6.8	3.9	3.2
PCR	n/a	23.9	21.6	14.8	10.7
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.1	14.1	9.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	77.8	24.7	27.7	37.5	34.5
Net debt/Equity	12.1	-49.5	-39.3	-24.2	-38.0
Net debt/EBITDA	42.6	-245.7	-136.8	-81.5	-98.4
유동비율	96.4	319.6	228.4	169.0	218.8
이자보상배율(배)	19.5	19.0	343.0	13.3	10.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	76.5	44.1	51.9	57.9	48.5
현금+투자자산	23.5	55.9	48.1	42.1	51.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	17.1	2.7	0.5	10.3	9.2
자기자본	82.9	97.3	99.5	89.7	90.8