

2019. 10. 14

Company Update

최민하

Analyst
minha22.choi@samsung.com
02 2020 7798

곽호인

Research Associate
hoin.kwak@samsung.com
02 2020 7763

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	88,000원	(35.4%)
현재주가	65,000원	
시가총액	1.8조원	
Shares (float)	28,095,260주 (25.3%)	
52주 최저/최고	54,000원/114,100원	
60일-평균거래대금	63.2억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-7.4	-29.3	-34.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-7.8	-14.3	-26.4

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	88,000	83,000	6.0%
2019E EPS	1,249	1,103	13.2%
2020E EPS	2,210	1,813	21.9%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	20
Target price	89,800
Recommendation	4.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

체력 개선을 보여줄 2020년

- 글로벌 OTT 런칭, 국내 사업자간 활발한 제휴/합병, 지상파의 콘텐츠 대작 콘텐츠 투자 등 미디어 시장 환경 변화 속 양질의 콘텐츠에 대한 수요 가속화로 2020년 수혜 본격화
- OTT형 시즌제 오리지널 콘텐츠가 자리 잡으며 보다 안정적인 수익 창출이 가능해짐. 넷플릭스 외 글로벌 OTT형 제작 가능성도 열려 있고 지상파 역시 양질의 콘텐츠 수요 증가
- IP와 제작 역량에 기반해 관련 사업으로 영역 확장 중으로 2020년 외형과 수익성 개선의 해가 될 것. 목표주가 88,000원으로 상향

WHAT'S THE STORY

격동의 미디어 시장 변화, 수혜 전망: 미디어 시장을 둘러싼 국내외 영업환경이 빠르게 변하고 있다. 2020년 글로벌 OTT의 연이은 런칭이 예정돼 있고 국내 OTT도 경쟁력을 키우기 위해 사업자간 제휴와 합병이 활발히 전개되고 있다. 시청률 부진을 겪어 온 지상파 방송사도 편성 변화와 함께 SK텔레콤과 손잡고 만든 OTT 'Wavve' 출범 등으로 대작 콘텐츠에 대한 투자도 늘어날 여지가 커졌다. 이런 환경 변화 속에 국내 대표 콘텐츠 제작사인 스튜디오드래곤은 수혜를 누릴 전망이다.

OTT형 시즌제 오리지널콘텐츠 제작, 안정적 수익 창출 가능: 미디어 시장은 콘텐츠 중심으로 바뀐 지 오래다. 스튜디오드래곤은 제작 캐파가 충분해 오리지널 콘텐츠 제작 확대 등으로 2020년 전년대비 실적 개선이 예상된다. 금년 8월, 첫번째 넷플릭스 오리지널콘텐츠 '좋아하면 울리는'을 런칭했고 연말 혹은 내년초 '나홀로 그대'가 공개될 예정이다. 시즌제로 이어갈 가능성이 커, 보다 안정된 수익 구조를 가져가게 된다. 넷플릭스와 추가 오리지널 콘텐츠를 제작할 수 있고 국내 진출을 염두에 둔 글로벌 OTT의 로컬 콘텐츠 제작할 여지가 커 제작 편수와 제작 규모 확대, 마진 향상에 따른 이익 레벨업이 예상된다.

지상파 역시 양질의 대작 콘텐츠 수요 커지고 있어 협상력 높아질 것: 플랫폼 다각화 전략으로 지상파 편성도 배제하지 않고 있다. 금년 '봄밤', '의사요한' 등을 지상파에 공급했고 내년 상반기 방영 예정인 김은숙 작가의 차기작 '더킹: 영원한 군주'도 지상파 방영이 확정됐다. 고군분투하고 있는 지상파가 양질의 대작 콘텐츠 확보에 과거대비 보다 적극적으로 나서고 있어 제작 역량을 갖춘 스튜디오드래곤으로서는 협상력이 높아짐에 따라 성과 확대가 예상된다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	487	597	663
영업이익 (십억원)	40	45	71	86
순이익 (십억원)	36	35	62	75
EPS (adj) (원)	1,278	1,249	2,210	2,664
EPS (adj) growth (%)	21.7	(2.3)	77.0	20.6
EBITDA margin (%)	30.3	26.9	29.3	30.2
ROE (%)	9.3	8.4	13.3	14.0
P/E (adj) (배)	50.9	52.0	29.4	24.4
P/B (배)	4.5	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA (배)	14.5	12.4	9.1	7.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

IP와 제작 역량에 기반해 관련 사업으로 영역 확장: 스튜디오드래곤은 영화 제작사 ‘무비락’ 지분 20%를 인수했다. 최근 콘텐츠 산업 내 드라마, 영화의 경계가 벌어지고 있고 기존 드라마의 영화 제작이 활발해지고 있다. 9월 개봉한 ‘나쁜녀석들: 더 무비’는 스튜디오드래곤이 제작한 OCN 드라마 ‘나쁜녀석들’을 영화화한 작품이다. IP 활용도를 넓히고 사업 영역을 확대한다는 측면에서 긍정적이다.

2020년 수익성 향상, 이익 체력 강화: 콘텐츠 제작사에게 우호적인 영업환경이 조성되고 있는 점을 감안하면 협상력 우위 등으로 이익의 체력이 점진적으로 강해질 수 있다. OTT의 범람으로 콘텐츠 제작 규모 및 편수가 늘어나고 시즌제가 안착에 따른 마진 개선 등으로 수익 규모는 꾸준히 커질 수 있다. 대작 콘텐츠의 초기 흥행 부진과 상각비 이슈 등으로 금년 주가 변동이 심했는데 플랫폼 다변화에 따른 안정적인 이익 창출과 IP 활용 극대화 등으로 2020년에는 수익성 향상이 확실시된다. 밸류에이션 시점 이전으로 목표주가를 기존 83,000원에서 88,000원(12MF EV/EBITDA 15.8배 적용)으로 상향 조정한다.

표 1. 3분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	3Q18	2Q19	3Q19E	% QoQ	% YoY	컨센서스	차이
매출액	123.7	128.2	129.6	1.1	4.8	108.0	20.0
영업이익	21.5	10.8	10.9	1.3	(49.1)	10.3	6.5
영업이익률 (%)	17.4	8.4	8.4	0.0	(8.9)	9.5	(1.1)
세전이익	22.1	11.9	12.1	1.5	(45.4)	12.9	(6.4)
지배주주순이익	17.3	7.3	8.0	9.7	(53.6)	9.0	(10.4)

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 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	129.6	117.7	379.6	487.4	596.8
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	56.4	62.1	178.1	220.6	271.3
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	61.7	44.6	162.1	222.7	279.3
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	11.6	11.0	39.4	44.0	46.2
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.5	17.7	55.6	63.6	92.2
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.6	5.8	15.7	19.0	20.8
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	11.9	39.9	44.6	71.4
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	12.1	13.0	45.7	50.2	78.9
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	8.0	10.6	35.8	35.1	62.1
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	12.0	15.0	14.6	13.0	15.4
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.4	10.1	10.5	9.2	12.0
지배주주순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	6.2	9.0	9.4	7.2	10.4
(전년대비, %)															
매출액	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	4.8	15.7	32.4	28.4	22.4
편성	-	-	-	-	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	15.3	14.2	35.7	23.9	23.0
판매	-	-	-	-	(12.0)	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	(2.7)	18.0	44.9	37.4	25.4
기타	-	-	-	-	(43.4)	(1.9)	(8.3)	33.1	63.1	(14.1)	1.5	15.7	(9.8)	11.5	5.1
매출총이익	-	-	-	-	(18.6)	(12.8)	131.0	(12.9)	9.9	45.1	(37.4)	172.2	17.9	14.5	45.0
판관비	-	-	-	-	7.3	0.2	(16.6)	51.9	33.1	40.2	38.2	(4.7)	11.5	21.1	9.7
영업이익	-	-	-	-	(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(49.1)	2,603.3	21.0	11.9	59.9
세전이익					(18.2)	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	(45.4)	657.7	51.0	9.9	57.1
지배주주순이익					(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(53.6)	504.9	50.3	(1.9)	76.7
매출총이익률					(23.2)	(27.1)	44.7	(38.5)	(21.5)	(16.0)	(40.2)	135.2	(10.9)	(10.9)	18.4
영업이익률					(28.1)	(31.1)	102.3	(91.0)	(26.1)	(14.7)	(51.4)	2,235.9	(8.6)	(12.9)	30.6
지배주주순이익률					(44.6)	165.3	91.9	(38.3)	(16.3)	(52.2)	(55.7)	422.7	13.5	(23.6)	44.3

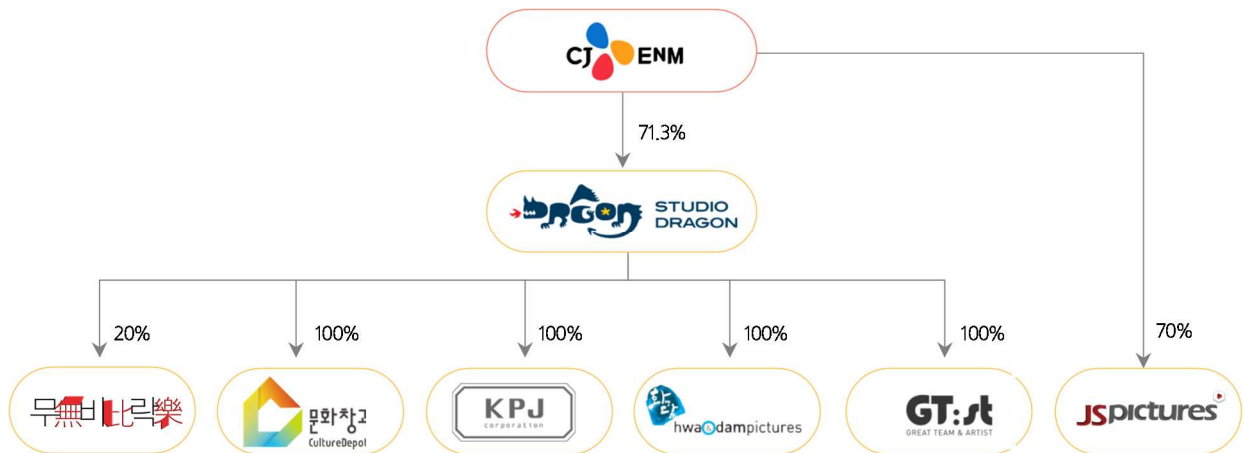
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

표 3. 2019년 하반기 ~ 2020년 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	극본 (작가)	연출	주연	요일
2019	1	tvN	60일, 지정 생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 이준혁, 허준호	월화
	2		호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	이지은, 여진구	토일
	3		악마가 너의 이름을 부를때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성웅, 고아성	수목
	4		위대한 쇼	8.26~	16부	설준석	신용희, 김정욱	송승현, 이선빈	월화
	5		아스달 연대기 Part 3	9.7~9.22	6부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	6		청일전자 미쓰리	9.25~	16부	박정화	한동화	이혜리, 김상경, 이창엽	수목
	7		유령을 잡아라!	10.21~	16부	소원, 이영주	신윤섭	문근영, 김선	월화
	8		날 녹여주오	10.19~12.8	16부	백미경	신우철	지창욱, 원진아, 윤세아	토일
	9		싸이코패스 다이어리	11월	16부	류용재	이종재	윤시윤, 정인선, 박성훈	수목
	10		사랑의 불시착	12월		박지은	이정효	현빈, 손예진, 서지혜	토일
	11		스위트홈	12.20~		권미경	이응복	이진욱, 송강, 고민시	금
	12	넷플릭스	좋아하면 울리는(시즌제)	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	
	13		나 홀로 그대	연말/20년		류용재	이상엽	윤현민, 고성희	
	14	OCN	미스터 기간제	7.17~9.15	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록, 이준영	수목
	15		Watcher	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일
	16		타인은 지옥이다	8.31~	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱, 이정은	토일
	17		달리는 조사관	9.18~	16부	백정철	김용수	이요원, 최귀화, 장현성	수목
	18		모두의 거짓말	10.12~	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이유영, 윤종석	토일
	19	SBS	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원, 김영환	지성, 이세영, 이규형	금토
2020	1	tvN	블랙독	20년 1월	16부	박주연	황준혁	서현진, 라미란	월화
	2		반의 반	20년 3월	16부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	월화
	3		머니게임	연내		이영미	김상호	고수, 심은경	수목
	4		방법	연내		연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	
	5		라이브 2	연내			김상호		
	6		비밀의 숲 2	연내		이수연	박현석	조승우, 윤세아, 이준혁	
	7		시그널 2	연내		김은희		김혜수, 조진웅, 이제훈	
	8		영거	연내		정현정	이정효	이종석(미정)	
	9	OCN	루갈	연내		도현	강철우	박성웅, 최진혁	
	10		번외수사	연내		이유진	강효진	차태현(미정)	
	11		본대로 말하라	연내		고영재	이준형	장혁, 진서연	
	12	SBS	더 킹: 영원의 군주	연내	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	금토
	13	미정	골든아워	1H20		소현경, 윤리원			

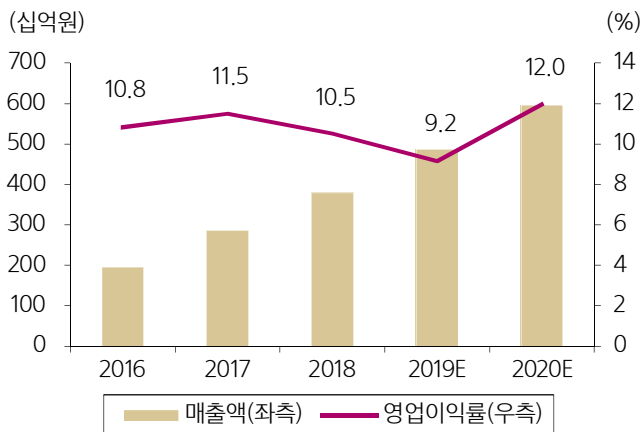
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 연간 매출액과 영업이익률



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠



자료: 넷플릭스, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	380	487	597	663
매출원가	240	324	424	505	554
매출총이익	47	56	64	92	109
(매출총이익률, %)	16.4	14.6	13.0	15.4	16.4
판매 및 일반관리비	14	16	19	21	23
영업이익	33	40	45	71	86
(영업이익률, %)	11.5	10.5	9.2	12.0	13.0
영업외손익	(3)	6	5	8	9
금융수익	1	7	11	12	13
금융비용	3	1	5	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전이익	30	46	50	79	95
법인세	6	10	15	17	20
(법인세율, %)	21.2	21.5	30.0	21.3	21.3
계속사업이익	24	36	35	62	75
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	24	36	35	62	75
(순이익률, %)	8.3	9.4	7.2	10.4	11.3
지배주주순이익	24	36	35	62	75
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	131	175	200
(EBITDA 이익률, %)	25.9	30.3	26.9	29.3	30.2
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664
수정 EPS (원)*	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(7)	(29)	123	165	188
당기순이익	24	36	35	62	75
현금유출입이없는 비용 및 수익	46	74	95	116	129
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	86	104	114
기타	5	(1)	8	12	15
영업활동 자산부채 변동	(73)	(139)	8	4	4
투자활동에서의 현금흐름	(141)	141	(124)	(133)	(144)
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(143)	139	(47)	(8)	(15)
기타	2	2	(77)	(125)	(129)
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	(0)	32	43
기초현금	12	51	153	153	185
기말현금	51	153	153	185	228
Gross cash flow	70	110	130	178	204
Free cash flow	(7)	(29)	123	165	188

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회식, 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	315	382	454
현금 및 현금등가물	51	153	153	185	228
매출채권	55	69	73	99	104
재고자산	1	1	1	1	1
기타	182	25	88	97	120
비유동자산	170	265	262	289	310
투자자산	4	4	4	5	6
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	212	234	251
기타	37	62	45	50	52
자산총계	459	512	577	671	763
유동부채	91	108	138	170	188
매입채무	6	20	18	26	27
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	89	120	143	161
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	173	190
지배주주지분	368	401	436	498	573
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	103	165	240
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	436	498	573
순부채	(183)	(153)	(199)	(239)	(297)

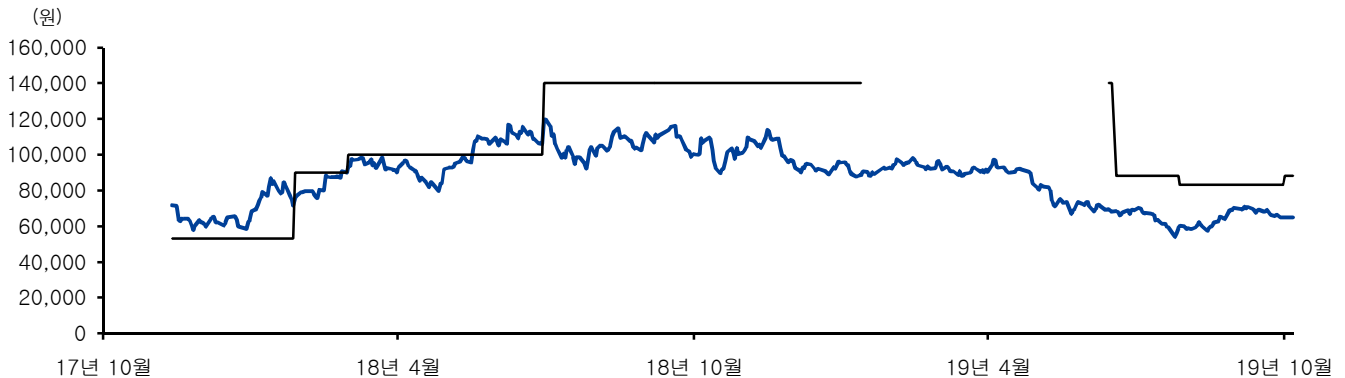
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	85.7	32.4	28.4	22.4	11.0
영업이익	98.3	21.0	11.9	59.9	20.5
순이익	192.9	50.3	(2.2)	77.1	20.6
수정 EPS**	84.5	21.7	(2.3)	77.0	20.6
주당지표					
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664
수정 EPS**	1,050	1,278	1,249	2,210	2,664
BPS	13,141	14,305	15,531	17,741	20,405
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	61.9	50.9	52.0	29.4	24.4
P/B***	4.9	4.5	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	22.1	14.5	12.4	9.1	7.6
비율					
ROE (%)	9.5	9.3	8.4	13.3	14.0
ROA (%)	6.8	7.4	6.4	9.9	10.4
ROIC (%)	15.6	15.0	15.7	23.4	26.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	(49.5)	(38.2)	(45.7)	(47.9)	(51.8)
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	1,092.6	1,747.3	2,807.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 11일 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 리치센터가 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 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12	2019/7/1	8/9	10/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000	88,000	83,000	88,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	(27.09)	(26.53)	(21.77)	
과리율 (최대/최소)	64.15	1.11	17.10	(14.43)	(20.00)	(14.46)	

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)