



스튜디오드래곤 (253450)

성장잠재력이 가장 커지는 국면

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 85,000원

현재 주가(11/7)	78,300원
상승여력	▲ 8.6%
시가총액	21,999억원
발행주식수	28,095천주
52 주 최고가 / 최저가	114,100 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	69.5억원
외국인 지분율	2.9%
주주 구성	
CJ ENM (외 6인)	74.3%
스튜디오드래곤우리사주 (외)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.0	40.1	-13.8	-19.7
상대수익률(KOSDAQ)	12.8	22.1	-2.2	-17.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	287	380	490	573
영업이익	33	40	43	75
EBITDA	74	115	128	190
지배주주순이익	24	36	38	63
EPS	851	1,278	1,366	2,238
순차입금	-183	-158	-111	-188
PER	76.4	72.3	57.3	35.0
PBR	4.9	6.5	5.0	4.4
EV/EBITDA	22.1	21.1	16.3	10.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.5	9.3	9.1	13.3

주가 추이



중국, 제 2의 넷플릭스 없이 3개 분기 연속 100억 원 이익 체력을 증명했습니다. 이는 최하단에 불과, 플랫폼 확장 시 영업이익의 상단은 무한한 가능성을 제공할 전망입니다.

분기 사상 최대 매출, 안정적 이익 시현

동사의 3Q18 매출액은 1,312억, 영업이익 109억 원으로 기대치[표1]에 근접했다. 매출액은 비캡티브 제작, IP 대형화로 분기 사상 최대 실적을 기록한 반면, 영업이익은 <아스달 연대기>의 BEP, 3Q18 <미스터 션샤인>의 높은 부담스러운 기저효과로 전년 대비 -49% 감소했지만... (수익성 기준) 텐트폴 없이도 3개 분기 연속 100억 원 이익 체력을 증명했다는 점에서 매우 의미 있다. 경쟁력을 입증하는 지표는...

1) 3Q19 동사가 판매한 드라마는 148개[그림1]다. 그 중 구작이 126개, 신작이 22개에 불과하다. 구조적인 제작비 증가, 특히 2Q-3Q19에 걸쳐 <아스달 연대기>의 대규모 비용이 반영돼 실적 악화를 야기했지만, 실제로 100억 원 이상의 체력을 시현할 수 있었던 이유는 판매 IP가 계속해서 축적되고 있기 때문이다. 신작에 투입되는 제작비와 이미 비용처리가 끝난 구작에서 후행 매출이 지속되고 있기 때문에 믹스 개선에 따른 이익 레버리지와 규모의 경제가 되는 유일한 제작사다.

2) 동사는 계속해서 제작편수를 늘리고 있다. 캡티브뿐 아니라 글로벌 OTT 오리지널 물량을 이미 3편 확정(6개까지 확대 목표)해 올해 31편→내년 32~35편까지 증편이 가능하다. 그런데도 불구하고 드라마 회차당 창출하는 평균 매출액이 이상형[그림2] 중이다. 가장 큰 투자포인트인 '해외판권' 고성장과 매출비중 기여도가 높다. 즉, 이들이 만드는 드라마의 대부분이 질 높은 매출 성장을 이끌어내고 있다는 뜻이다.

무한한 가능성

지난 11/1 애플TV플러스가 런칭하면서 '제2의 넷플릭스' 기대감의 신호탄이 터졌다. 대기 중인 국내외 후발주자까지 고려하면 2020년은 플랫폼간의 경쟁이 가장 심화될 전망이다. 이미 심도 있게 오리지널, 공동제작, IP 리메이크에 대해 얘기가 진행 중인 곳도 다수일 정도다.

이는 판매채널 확대, 판권가격 상승으로 이어지기에 전반적인 콘텐츠 제작사들의 수혜, 그 중 보유 IP, 크리에이터, 제작캐파, 경쟁력이 가장 높은 1등 드라마 제작사의 레벨업이 기대된다.

[표1] 스튜디오드래곤 3Q19 Review

(단위: 십억 원, %, %p)

기업명		3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P (a)	3Q19E (한화) (b)	3Q19E (컨센서스)	비교 (a/b-1)*100
하나투어	매출액	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	124.2	127.9	5.6%
	growth %	59.7%	41.5%	40.0%	72.5%	6.0%	0.4%	3.4%	
	영업이익	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	11.4	11.9	-4.3%
	margin %	17.4%	0.4%	9.9%	8.4%	8.3%	9.2%	9.3%	-0.9%p

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

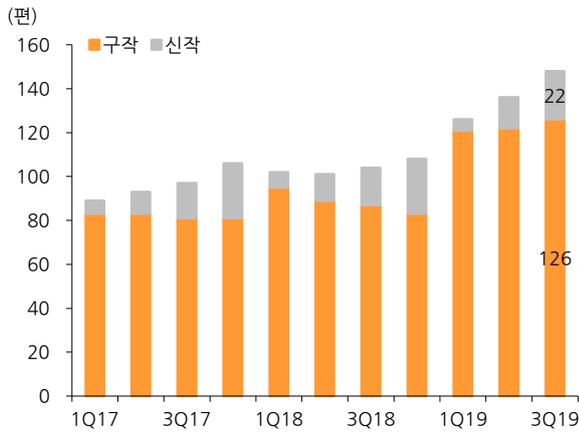
[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	195.5	286.8	379.6	490.3	573.0
growth %	6.0%	19.6%	59.7%	41.5%	40.0%	72.5%	6.0%	100.7%	46.7%	32.4%	29.2%	16.9%
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	87.8	131.2	178.1	218.6	231.1
growth %	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	70.5%	24.4%	60.1%	49.5%	35.7%	22.8%	5.7%
sales %	51.0%	45.8%	39.5%	53.5%	39.4%	45.3%	46.4%	44.9%	45.8%	46.9%	44.6%	40.3%
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	75.4	111.8	162.1	230.1	293.0
growth %	-12.0%	9.5%	172.0%	46.9%	75.1%	109.2%	-5.4%	93.4%	48.3%	44.9%	42.0%	27.3%
sales %	40.2%	38.8%	51.2%	37.1%	50.2%	47.1%	45.7%	38.6%	39.0%	42.7%	46.9%	51.1%
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	31.2	44.7	51.8	61.4	72.3
growth %	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	46.5%	-6.2%	106.2%	43.4%	16.0%	18.5%	17.7%
sales %	11.7%	16.6%	13.9%	12.7%	12.1%	14.1%	12.3%	15.9%	15.6%	13.7%	12.5%	12.6%
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	44.2	67.2	110.2	168.6	220.7
growth %	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	156.3%	-5.0%	85.3%	51.8%	64.1%	53.0%	30.9%
sales %	28.5%	22.2%	37.3%	24.4%	38.1%	32.9%	33.4%	22.6%	23.4%	29.0%	34.4%	38.5%
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	32.3	43.7	39.4	41.6	48.9
growth %	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	-14.1%	-9.0%	796.5%	35.3%	-9.8%	5.5%	17.7%
sales %	8.9%	15.4%	9.2%	9.4%	10.3%	7.6%	7.9%	16.5%	15.2%	10.4%	8.5%	8.5%
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	168.4	239.7	324.0	428.1	476.6
growth %	13.1%	27.6%	48.2%	47.8%	46.2%	77.2%	17.1%	85.0%	42.3%	35.2%	32.1%	11.3%
margin %	82.9%	85.7%	79.9%	93.6%	86.6%	88.0%	88.3%	86.1%	83.6%	85.4%	87.3%	83.2%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	27.1	47.1	55.6	62.1	96.4
growth %	-18.6%	-12.8%	131.0%	-12.9%	9.9%	44.5%	-38.4%	325.7%	73.9%	17.9%	11.8%	55.1%
margin %	17.1%	14.3%	20.1%	6.4%	13.4%	12.0%	11.7%	13.9%	16.4%	14.6%	12.7%	16.8%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	5.9	14.1	15.7	19.0	21.4
growth %	7.8%	0.2%	-16.6%	51.9%	32.4%	40.2%	31.0%	56.6%	138.2%	11.6%	21.4%	12.3%
margin %	3.8%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.6%	3.3%	3.0%	4.9%	4.1%	3.9%	3.7%
영업이익	10.6	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	21.2	33.1	39.9	43.1	75.0
growth %	-23.8%	-17.6%	218.5%	-87.3%	3.6%	47.3%	-49.2%	716.7%	56.1%	20.6%	8.1%	74.0%
margin %	13.3%	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.4%	8.3%	10.8%	11.5%	10.5%	8.8%	13.1%
순이익	7.8	8.9	17.2	1.7	9.2	7.3	11.6	13.0	23.8	35.8	38.1	62.9
growth %	-41.4%	219.5%	204.6%	-12.5%	17.4%	-18.0%	-32.8%	857.5%	83.8%	50.1%	6.5%	65.0%
margin %	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	5.7%	8.8%	6.6%	8.3%	9.4%	7.8%	11.0%

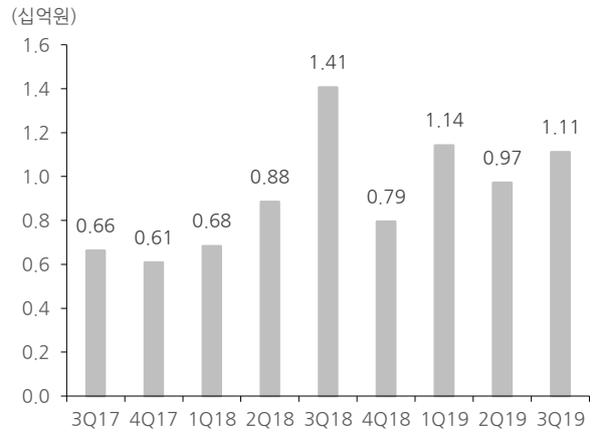
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림1] 스튜디오드래곤 구작/신작 라이브러리 판매 추이



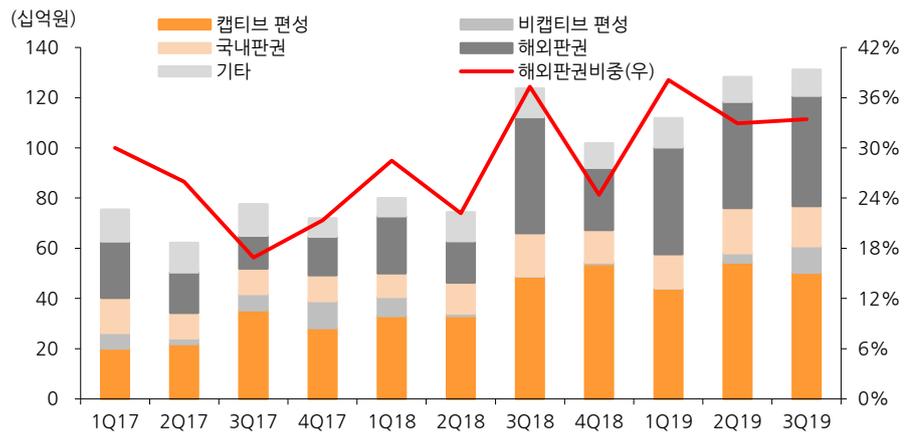
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림2] 드라마 회차당 평균 매출액



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림3] 스튜디오드래곤 사업부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림4] 스튜디오드래곤 경영전략: 성장 키워드 G.L.O.B.A.L

G L O B A L

- GROWTH**: 해외 매출 비중 50%
- LOCALIZATION**: 미국 등 공동기획, 제작
- ORIGINAL**: 오리지널 드라마
- BUILD**: 미국 법인 설립
- ACCELERATE**: 핵심역량 가속
- LONG-TAIL**: OTT 경쟁 심화, DIGITAL 영역 확대

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림5] 국내외 OTT 런칭 발표: 다수의 신규 진입 → 플랫폼간 경쟁심화 → 콘텐츠 제작사 수혜 기대



자료: 언론보도, 한화투자증권

[그림6] 향후 기대되는 텐트폴 라인업 <사랑의 불시착>



배우: 현빈, 손예진 / 연출: 이정호 <로맨스는 별책부록>, <라이프 온 마스>
 작가: 박지은 <푸른 바다의 전설>, <별에서 온 그대>, <프로듀사>
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[그림7] 향후 기대되는 텐트폴 라인업 <더 킹: 영원의 군주>



배우: 이민호, 김고은 / 연출: 백상훈 <태양의 후예>, <후아유 - 학교 2015>
 작가: 김은숙 <도깨비>, <태양의 후예>, <상속자들>, <신사의 품격>, <시크릿 가든>
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	154	287	380	490	573
매출총이익	22	47	56	62	96
영업이익	17	33	40	43	75
EBITDA	39	74	115	128	190
순이자손익	-1	-1	3	6	8
외화관련손익	0	-1	3	3	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	30	46	50	83
당기순이익	8	24	36	38	63
지배주주순이익	8	24	36	38	63
증가율(%)					
매출액		85.7	32.4	29.2	16.9
영업이익		98.3	21.0	8.2	73.5
EBITDA		91.4	55.1	11.2	48.3
순이익		192.9	50.3	7.0	63.8
이익률(%)					
매출총이익률	14.0	16.4	14.6	12.7	16.8
영업이익률	10.8	11.5	10.5	8.8	13.1
EBITDA 이익률	25.1	25.9	30.3	26.1	33.1
세전이익률	6.8	10.6	12.0	10.3	14.5
순이익률	5.3	8.3	9.4	7.8	11.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-12	-7	-29	64	171
당기순이익	10	30	46	38	63
자산상각비	22	41	75	85	115
운전자본증감	-46	-73	-139	-55	-7
매출채권 감소(증가)	-25	-15	-28	-13	-16
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	-3	14	12	6
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	131	178
(-)운전자본증감(감소)	-6	23	-37	13	7
(-)설비투자	1	0	0	1	0
(+)자산매각	0	0	0	-40	-90
Free Cash Flow	41	53	157	78	80
(-)기타투자	121	191	32	63	3
잉여현금	-80	-138	125	14	77
NOPLAT	13	26	31	33	57
(+) Dep	22	41	75	85	115
(-)운전자본투자	-6	23	-37	13	7
(-)Capex	1	0	0	1	0
OpFCF	40	44	144	104	164

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	81	290	247	264	358
현금성자산	12	193	160	162	239
매출채권	39	55	69	78	94
재고자산	0	1	1	1	1
비유동자산	161	170	265	337	316
투자자산	35	41	66	86	89
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	199	250	226
자산총계	242	459	512	602	674
유동부채	84	91	108	156	166
매입채무	20	32	55	32	38
유동성이자부채	8	10	0	46	46
비유동부채	21	0	3	6	6
비유동이자부채	20	0	2	5	5
부채총계	106	91	111	162	172
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	68	106	169
자본조정	2	3	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	401	440	502

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS		851	1,278	1,366	2,238
BPS	61,763	13,141	14,305	15,672	17,909
DPS	0	0	0	0	0
CFPS		2,714	4,280	4,679	6,340
ROA(%)		6.8	7.4	6.9	9.8
ROE(%)		9.5	9.3	9.1	13.3
ROIC(%)		15.4	14.6	11.5	17.7
Multiples(x, %)					
PER	n/a	76.4	72.3	57.3	35.0
PBR	0.0	4.9	6.5	5.0	4.4
PSR	n/a	6.4	6.8	4.5	3.8
PCR	n/a	23.9	21.6	16.7	12.3
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.1	16.3	10.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	77.8	24.7	27.7	36.9	34.2
Net debt/Equity	12.1	-49.5	-39.3	-25.3	-37.4
Net debt/EBITDA	42.6	-245.7	-136.8	-86.9	-99.0
유동비율	96.4	319.6	228.4	169.6	216.4
이자보상배율(배)	19.5	19.0	343.0	9.1	8.8
자산구조(%)					
투하자본	76.5	44.1	51.9	57.0	48.9
현금+투자자산	23.5	55.9	48.1	43.0	51.1
자본구조(%)					
차입금	17.1	2.7	0.5	10.4	9.2
자기자본	82.9	97.3	99.5	89.6	90.8

[Compliance Notice]

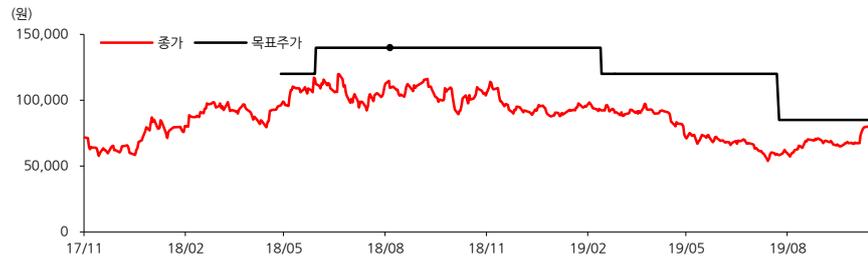
(공표일: 2019년 11월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.05.18	2018.05.19	2018.06.18	2018.06.22	2018.07.04	2018.08.06
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2018.08.09	2018.10.04	2018.11.08	2018.11.30	2019.02.01	2019.03.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	120,000
일 시	2019.05.03	2019.05.10	2019.05.17	2019.08.16	2019.09.20	2019.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.11.08					
투자의견	Buy					
목표가격	85,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.19	Buy	120,000	-11.67	-2.42
2018.06.22	Buy	140,000	-27.54	-14.43
2019.03.08	Buy	120,000	-35.10	-18.92
2019.08.16	Buy	85,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.6%	11.4%	0.0%	100.0%