

2019. 11. 8

# Company Update

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 3Q19 Review: 제대로 잘 가고 있다

- 3분기 영업이익 109억원으로 49% 감익. 전년동기 미스터 션사인 판매 기저 부담과 아스달연대기의 제한적 이익 기여로 예견된 수준. Non-captive항으로 채널 다각화도 활발
- 지상파, 넷플릭스 등 채널 다변화로 제작 편수 증대와 사업 영역 확장 본격화
- 20년 체력 개선을 보여줄 전망으로 목표주가를 9.4만원으로 상향

#### WHAT'S THE STORY

**3Q 실적- 낮아진 눈높이에 부합:** 3분기 매출액은 1,312억원(+6.0% YoY), 영업이익은 109억원(-49.2% YoY)으로 낮아진 시장 눈높이와 당사 기준 추정치에 부합. 영업이익 감익은 전년동기 '미스터 션사인' 해외 판권 판매에 따른 기저 부담과 분기 중 제작한 '아스달연대기'의 제한적인 이익 기여로 예견된 바 있음. 3분기에는 지상파, 넷플릭스 등 non-captive항 드라마가 3개에 달하는 등 드라마 유통 채널 다각화와 대작 편성 등이 활발하게 나타난.

**채널 다변화 가속화로 제작 편수 증대:** 금년 넷플릭스향 오리지널콘텐츠는 '좋아하면 울리는 시즌1', 지상파항은 '봄밤', '의사 요한'으로 non-captive항 드라마는 총 3편이었는데 20년에는 유통 채널 다변화가 더욱 가속화돼 제작 편수 증대 이끌 것. 현재 SBS '더킹: 영원의 군주'와 넷플릭스 '나홀로그대', '좋아하면 울리는 시즌2' 등 3편이 편성 확정됐으며 6편까지 늘어날 여지가 있음. 여타 글로벌 OTT와도 다양한 논의를 진행 중. 제작 편수와 제작 규모 확대, 마진 향상에 따른 이익 레벨업 기대.

**IP와 제작 역량을 활용해 영역 확장 본격화:** 20년에는 '지역적' 확장과 '사업 영역의 확장'이 뚜렷하게 나타날 것. 연말~내년 초 미국 법인 설립을 마무리하고 하반기에는 사업 본격화 예상. 드라마 '라이브'의 리메이크 관련 파일럿 방송 채택 여부는 내년 1분기 중에 결정될 것. IP의 활용도를 넓히는 관점에서 영화 제작으로도 사업 영역을 확장해 기존 사업과의 시너지 예상.

**전략대로 차근차근 진행 중:** 밸류에이션 시점을 20년으로 조정함에 따라 목표주가를 94,000원(20년 EV/EBITDA 15.8배 적용)으로 기존대비 7% 상향. 4분기에는 OCN '모두의 거짓말', tvN '사랑의 불시착' 등의 판권 매출이 반영될 예정. 20년에는 미국 법인 설립에 따른 사업 기회, 영화 제작 수익 인식 등 사업 영역 확대 기회 존재. 중국 관련 다양한 이야기가 나오고 있으나 현재까지 달라진 사실은 없음. 중국이 열릴 경우, 1) 그간 막혀있던 구작 판매 매출이 한번에 늘고, 2) 현재 준비중인 텐트폴 드라마의 해외 판권 매출 증대, 3) 넷플릭스 오리지널 콘텐츠의 중국 판권 매출 인식 등으로 이익 증가 규모는 상당할 것.

#### 분기 실적

(십억원)	3Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	131.2	6.0	2.3	1.2	2.5
영업이익	10.9	(49.2)	1.2	(0.1)	(8.6)
세전이익	13.1	(40.6)	10.1	8.5	11.0
순이익	11.5	(33.5)	57.1	43.3	22.4
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.3				
세전이익	10.0				
순이익	8.8				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2018	2019E	2020E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	61.3	54.5	29.3
P/B	5.5	5.0	4.3
EV/EBITDA	17.8	15.2	10.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	21.7	12.5	86.1
ROE (%)	9.3	9.6	15.7
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,278	1,438	2,676
BVPS	14,305	15,720	18,395
DPS	0	0	0

#### 최민하

Analyst  
minha22.choi@samsung.com  
02 2020 7798

#### 곽호인

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

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	94,000원	(20.1%)
현재주가	78,300원	
시가총액	2.2조원	
Shares (float)	28,095,260주 (25.3%)	
52 주 최저/최고	54,000원/114,100원	
60 일-평균거래대금	69.6억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	19.0	-13.8	-19.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	12.0	-2.5	-17.7

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	94,000	88,000	6.8%
2019E EPS	1,438	1,249	15.1%
2020E EPS	2,676	2,210	21.1%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	21
Target price	90,048
Recommendation	4.0

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

표 1. 3분기 실적 요약

(십억원)	3Q18	2Q19	3Q19	QoQ (%)	YoY (%)	삼성증권	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	123.7	128.2	131.2	2.3	6.0	129.6	1.2	127.9	2.5
영업이익	21.5	10.8	10.9	1.2	(49.2)	10.9	(0.1)	11.9	(8.6)
영업이익률 (%)	17.4	8.4	8.3	(0.1)	(9.0)	8.4	(0.1)	9.3	(1.0)
세전이익	22.1	11.9	13.1	10.1	(40.6)	12.1	8.5	11.8	11.0
지배주주순이익	17.3	7.3	11.5	57.1	(33.5)	8.0	43.3	9.4	22.4

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권 추정

표 2. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	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	131.2	124.9	379.6	496.2	598.1
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	62.7	178.1	225.7	270.5
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	51.5	162.1	227.9	282.6
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	10.7	39.4	42.4	44.9
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	17.6	55.6	63.3	91.9
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	5.7	15.7	18.7	20.5
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	11.8	39.9	44.6	71.4
영업외손익	(0.7)	0.1	(0.3)	(1.8)	0.2	3.7	0.6	1.3	2.1	1.1	2.2	1.4	5.7	6.8	10.0
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	13.3	45.7	51.5	81.4
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	12.4	35.8	40.4	75.2
매출총이익률	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	14.1	14.6	12.8	15.4
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	9.5	10.5	9.0	11.9
지배주주순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	9.9	9.4	8.1	12.6
(전년대비, %)															
매출액	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	22.8	32.4	30.7	20.5
편성	-	-	-	-	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	15.3	35.7	26.8	19.8
판매	-	-	-	-	(12.0)	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	(5.4)	36.3	44.9	40.7	24.0
기타	-	-	-	-	(43.4)	(1.9)	(8.3)	33.1	63.1	(14.1)	(9.0)	12.4	(9.8)	7.6	5.9
매출총이익	-	-	-	-	(18.6)	(12.8)	131.0	(12.9)	9.9	45.1	(38.4)	171.2	17.9	13.9	45.2
판관비	-	-	-	-	7.3	0.2	(16.6)	51.9	33.1	40.2	31.0	(4.9)	11.5	19.5	9.6
영업이익	-	-	-	-	(23.7)	(17.6)	223.0	(87.3)	3.5	47.3	(49.2)	2,590.9	21.0	11.7	60.2
영업외손익	-	-	-	-	(흑전)	3,948.9	(흑전)	(흑전)	1,160.7	(71.7)	290.9	10.5	(흑전)	18.7	46.9
세전이익	-	-	-	-	(18.2)	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	(40.6)	670.6	51.0	12.6	58.1
지배주주순이익	-	-	-	-	(41.3)	217.4	206.3	(12.6)	17.2	(17.4)	(33.5)	607.8	50.3	12.8	86.0
매출총이익률	-	-	-	-	(5.2)	(5.3)	6.2	(4.0)	(3.7)	(2.3)	(8.4)	7.7	(1.8)	(1.9)	2.6
영업이익률	-	-	-	-	(5.2)	(4.5)	8.8	(4.4)	(3.5)	(1.4)	(9.0)	9.0	(1.0)	(1.5)	3.0
지배주주순이익률	-	-	-	-	(7.9)	7.5	6.7	(1.1)	(1.6)	(6.2)	(5.2)	8.2	1.1	(1.3)	4.4

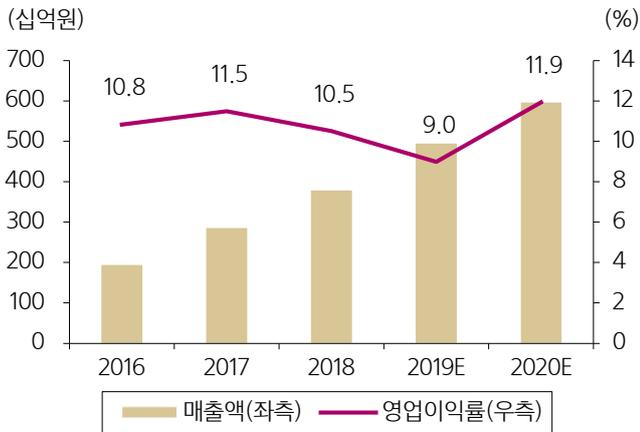
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

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	신용휘, 김정욱	송승헌, 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	넷플릭스	좋아하면 울리는(시즌1)	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	
	12	OCN	미스터 기간제	7.17~9.15	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록, 이준영	수목
	13		Watcher	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일
	14		타인은 지옥이다	8.31~	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱, 이정은	토일
	15		달리는 조사관	9.18~	16부	백정철	김용수	이요원, 최귀화, 장형성	수목
	16		모두의 거짓말	10.12~	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이유영, 윤종석	토일
	17	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		시그널2	연내		김은희		김혜수, 조진웅, 이제훈	
	8		영거	연내		정현정	이정효	이종석(미정)	
	9	OCN	루갈	1H20		도현	강철우	박성웅, 최진혁	
	10		번외수사	1H20		이유진	강효진	차태현, 이선빈	
	11		다크홀	연내		정이도			
	12		본대로 말하라	연내		고영재	이준형, 김홍선	장혁, 최수영, 진서연	
	13		써치	연내					
	14		소유	연내					
	15		미씽	연내					
	16		트레인	연내					
	17		제5열	연내					
	18		걸캅스	연내					
	19		아일랜드	연내					
	20	넷플릭스	좋아하면 울리는 (시즌2)	연내		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	
21		나 홀로 그대	연내		류용재	이상엽	윤현민, 고성희		
22	SBS	더 킹: 영원의 군주	연내	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	금토	
23	미정	골든아워	1H20		소현경, 윤리원				
24		여신강림	연내						

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 연간 매출액과 영업이익률



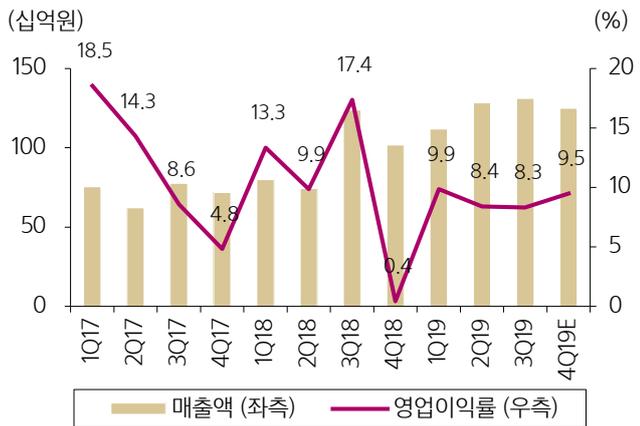
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠



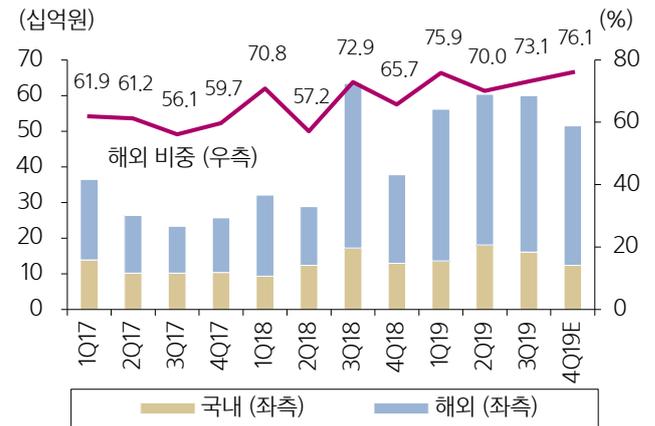
자료: 넷플릭스, 삼성증권

그림 3. 분기 매출액과 영업이익률



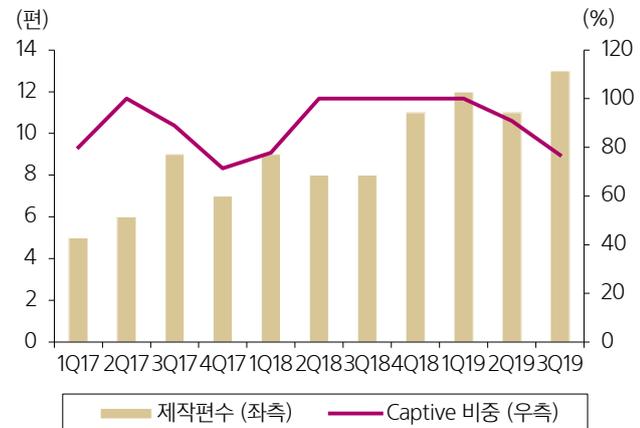
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 4. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



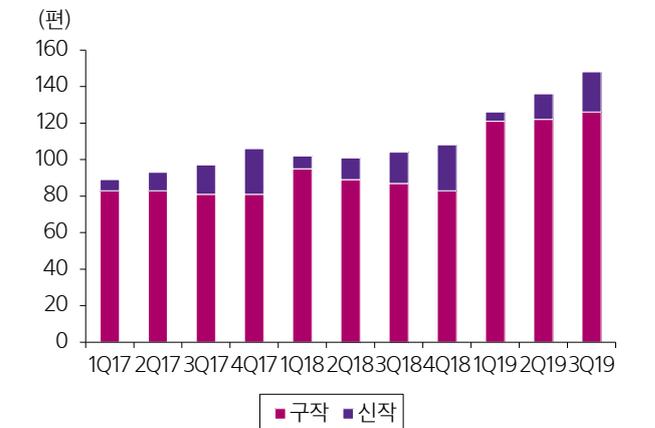
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

그림 5. 분기별 드라마 제작편수와 Captive 비중



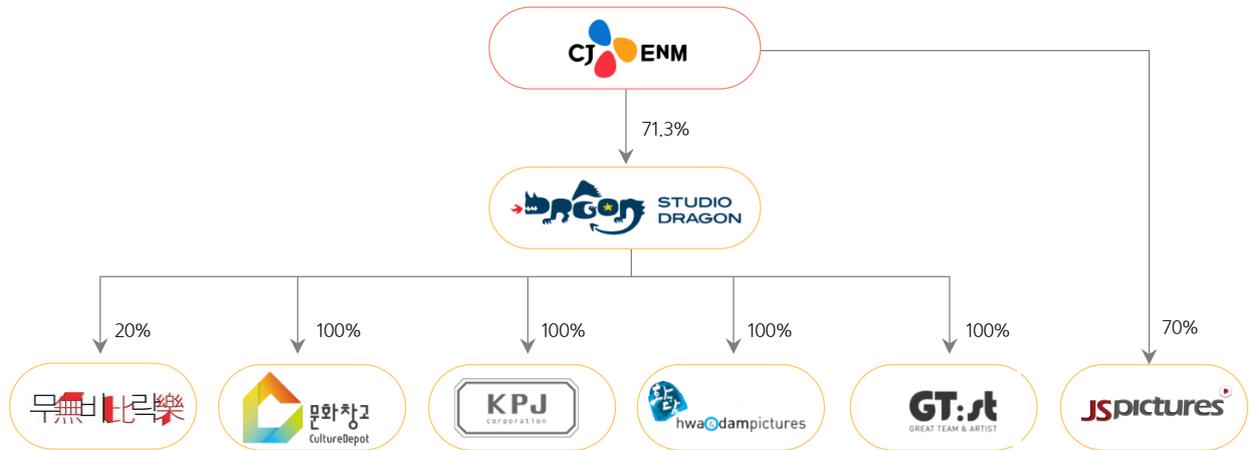
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 드라마 라이브러리 판매편수



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 7. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	380	496	598	663
매출원가	240	324	433	506	554
매출총이익	47	56	63	92	109
(매출총이익률, %)	16.4	14.6	12.8	15.4	16.4
판매 및 일반관리비	14	16	19	21	22
영업이익	33	40	45	71	86
(영업이익률, %)	11.5	10.5	9.0	11.9	13.0
영업외손익	(3)	6	7	10	12
금융수익	1	7	14	17	18
금융비용	3	1	7	6	5
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전이익	30	46	51	81	99
법인세	6	10	11	6	8
(법인세율, %)	21.2	21.5	21.5	7.6	7.6
계속사업이익	24	36	40	75	91
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	24	36	40	75	91
(순이익률, %)	8.3	9.4	8.1	12.6	13.8
지배주주순이익	24	36	40	75	91
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	132	179	204
(EBITDA 이익률, %)	25.9	30.3	26.5	30.0	30.7
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
수정 EPS (원)*	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(7)	(29)	129	182	207
당기순이익	24	36	40	75	91
현금유출입이없는 비용 및 수익	46	74	91	110	119
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	87	108	117
기타	5	(1)	4	2	2
영업활동 자산부채 변동	(73)	(139)	9	3	4
투자활동에서의 현금흐름	(141)	141	(126)	(137)	(144)
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(143)	139	(48)	(7)	(15)
기타	2	2	(78)	(130)	(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	4	45	62
기초현금	12	51	153	157	202
기말현금	51	153	157	202	264
Gross cash flow	70	110	132	185	210
Free cash flow	(7)	(29)	129	182	207

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 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	322	400	490
현금 및 현금등가물	51	153	157	202	264
매출채권	55	69	74	99	104
재고자산	1	1	1	1	1
기타	182	25	90	97	120
비유동자산	170	265	263	290	308
투자자산	4	4	4	5	6
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	213	235	250
기타	37	62	45	50	52
자산총계	459	512	585	690	798
유동부채	91	108	140	170	188
매입채무	6	20	18	26	27
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	89	122	144	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	143	173	190
지배주주지분	368	401	442	517	608
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	108	183	274
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	442	517	608
순부채	(183)	(153)	(205)	(256)	(334)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	85.7	32.4	30.7	20.5	10.9
영업이익	98.3	21.0	11.7	60.2	21.0
순이익	192.9	50.3	12.6	86.3	21.3
수정 EPS**	84.5	21.7	12.5	86.1	21.3
주당지표					
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
수정 EPS**	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
BPS	13,141	14,305	15,720	18,395	21,642
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	74.6	61.3	54.5	29.3	24.1
P/B***	6.0	5.5	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA	27.2	17.8	15.2	10.8	9.2
비율					
ROE (%)	9.5	9.3	9.6	15.7	16.2
ROA (%)	6.8	7.4	7.4	11.8	12.3
ROIC (%)	15.6	15.0	17.3	27.3	30.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(49.5)	(38.2)	(46.3)	(49.5)	(54.9)
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	1,090.9	1,747.1	2,818.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 7일 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 리서치센터가 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 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12	2019/7/1	8/9	10/14	11/8
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000	88,000	83,000	88,000	94,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	(27.09)	(26.53)	(21.77)	(17.92)	
과리율 (최대or최소)	64.15	1.11	17.10	(14.43)	(20.00)	(14.46)	(8.98)	

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

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