

**Company Update**

Analyst 박용희  
02) 6915-5651  
yhpkorea2005@ibks.com

**매수 (상향)**

목표주가	103,000원
현재가 (2/13)	86,000원

KOSDAQ (2/13)	687.61pt
시가총액	2,416십억원
발행주식수	28,096천주
액면가	500원
52주 최고가	98,300원
최저가	54,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	7.7%
배당수익률 (2019F)	0.0%
주주구성	
CJ ENM 외 5 인	69.33%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	26%	-2%
절대기준	-1%	47%	-9%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	중립	▲
목표주가	103,000	67,000	▲
EPS(19)	1,020	1,484	▼
EPS(20)	1,461	1,957	▼

스튜디오드래곤 주가추이

이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 스튜디오드래곤 (253450)

## K-콘텐츠의 한계 그리고 미래

### 4Q19 Review: 시장 컨센서스 하회

동사의 4Q19 연결기준 매출은 975억원(-4.1% YoY, -25.7% QoQ), 영업이익 -40억원(적전 YoY, 적전 QoQ)으로 발표했다. 이는 시장컨센서스대비 매출은 5.1% 하회, 영업이익은 어닝쇼크를 기록했다. 사랑의 불시착 정규 편성 지연으로 인해, 6회분만 반영되며 매출 차질로 일시적 부진을 보였다. 또한, 4분기 평균 시청률 2.5%로 협찬 등 기타 매출 부진으로 이익률도 저조했다. 하지만, 1분기 사랑의 불시착 등 주요 대작들의 매출화로 인해 동사는 재차 고성장세로 회귀할 전망이다.

사업부문별로 살펴보면, 1)편성 매출은 456억원(-15.2% YoY, -9.5% QoQ)으로 부진했다. 이유는 OCN등 관계사 편성 감소(-2편), 비관계사 라인업 부재 때문이다. 2)판매 매출은 428억원(+13.5% YoY, -28.7% QoQ)로 양호 했다. 국내 시장 영향력 하락에 따른 부진에도 불구하고, 해외 시장의 견조한 성장 지속 때문이다. 매출원가율은 97.7%까지 상승했는데, 이유는 고정비(제작편수 증가에 따른 무형자산상각비, 지급수수료) 증가와 편성 지연에 따른 매출 감소 때문이다. 이는 일시적 요인으로 크게 걱정할 필요는 없을 것이다. 결론적으로 동사는 제작편수를 지속 늘려가는 추세이기에 판매처 확보가 필요한데, 최근 넷플릭스 및 HBO 등 판매처 확대가 지속되기에 고정비 부담은 점진적으로 개선될 전망이다.

### K-콘텐츠의 한계. 그러나 미래는 여전히 스튜디오드래곤에 달려 있다

동사를 대체할 만한 국내 스튜디오가 없는 상황이다. 기생충의 사례처럼, K-콘텐츠에 우호적인 대내외 여건 속에 동사에 대한 관심은 지속될 전망이다. 다행히, 동사는 글로벌 공략을 가속화 하고 있다. 기존 넷플릭스와 협업뿐만 아니라, HBO, SKYDANCE등과의 협력도 기대된다. 이에 당사는 동사에 대한 투자 의견을 매수로 상향하고, 목표주가를 103,000원으로 상향 제시한다

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	576	692
영업이익	33	40	29	41	58
세전이익	30	46	39	52	69
지배주주순이익	24	36	29	41	54
EPS(원)	1,050	1,278	1,020	1,461	1,927
증가율(%)	84.5	21.7	-20.2	43.2	32.0
영업이익률(%)	11.5	10.5	6.2	7.1	8.4
순이익률(%)	8.4	9.5	6.2	7.1	7.8
ROE(%)	9.5	9.3	6.9	9.1	10.8
PER	61.9	72.3	79.3	58.9	44.6
PBR	4.9	6.5	5.3	5.1	4.6
EV/EBITDA	22.1	21.2	15.2	18.0	17.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 스튜디오드래곤, 분기별 실적 현황

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	YoY	QoQ
매출	799	743	1,237	1,017	1,118	1,282	1,312	975	-4.1%	-25.7%
편성	407	341	489	543	441	581	609	456	-16.0%	-25.1%
관계사	330	331	487	538	439	544	504	456	-15.2%	-9.5%
비관계사	77	10	2	6	2	37	105	6	0.0%	-94.3%
판매	321	288	634	377	562	603	600	428	13.5%	-28.7%
국내	94	123	172	129	136	181	161	110	-14.7%	-31.7%
해외	227	165	462	248	426	422	439	317	27.8%	-27.8%
기타	71	114	114	95	115	98	104	91	-4.2%	-12.5%
매출원가	662	637	989	952	968	1,128	1,159	953	0.1%	-17.8%
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.6%	88.0%	88.3%	97.7%		
매출총이익	137	106	248	65	150	154	153	22	-66.2%	-85.6%
판관비	30	33	33	61	40	46	44	62	1.6%	40.9%
판관비율	3.8%	4.4%	2.7%	6.0%	3.6%	3.6%	3.4%	6.4%		
인건비	15	16	18	28	19	24	23	33		
유무형자산 상각	1	1	1	1	3	3	4	4		
지급수수료	5	5	5	7	9	8	8	11		
광고비	2	2	1			2		1		
기타	7	9	8	25	9	9	8	14		
영업이익	107	73	215	4	110	108	109	-40	적전	적전
OPM	13.4%	9.8%	17.4%	0.4%	9.8%	8.4%	8.3%	-4.1%		
영업외수익	2	37	6	12	22	11	22	-11		
세전이익	109	110	221	17	132	119	131	-51	적전	적전
법인세	30	21	48		40	46	16	-35		
순이익	79	89	173	17	92	73	115	-16	적전	적전

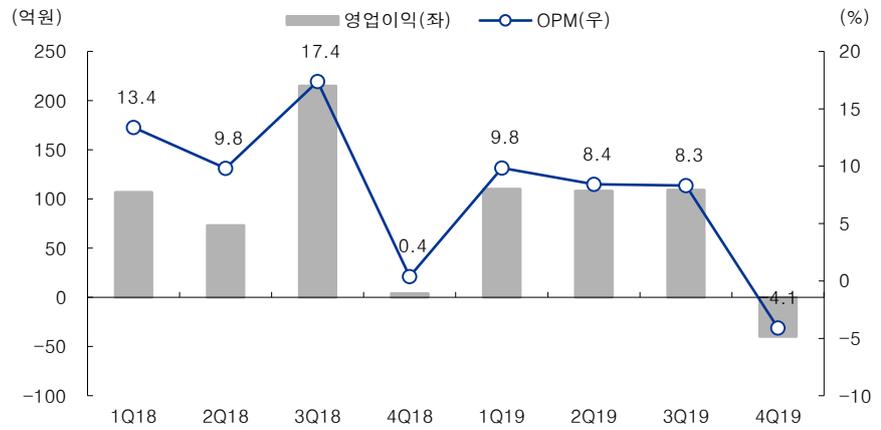
자료: IBK투자증권

표 2. 스튜디오드래곤, 실적 VS 시장컨센서스

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19 (A)	YoY	QoQ	컨센서스 (B)	Difference (A/B)
매출액	799	743	1,237	1,017	1,118	1,282	1,312	975	-4.1%	-25.7%	1,027	-5.1%
영업이익	107	73	215	4	110	108	109	-40	-1120.4%	-136.7%	64	적자
세전이익	109	110	221	17	132	119	131	-51	-400.0%	-138.9%		
순이익	79	89	173	17	92	73	115	-16	-194.1%	-113.9%		
OPM	13.4%	9.8%	17.4%	0.4%	9.8%	8.4%	8.3%	-4.1%				
세전이익	13.6%	14.8%	17.9%	1.7%	11.8%	9.3%	10.0%	-5.2%				
순이익률	9.9%	12.0%	14.0%	1.7%	8.2%	5.7%	8.8%	-1.6%				

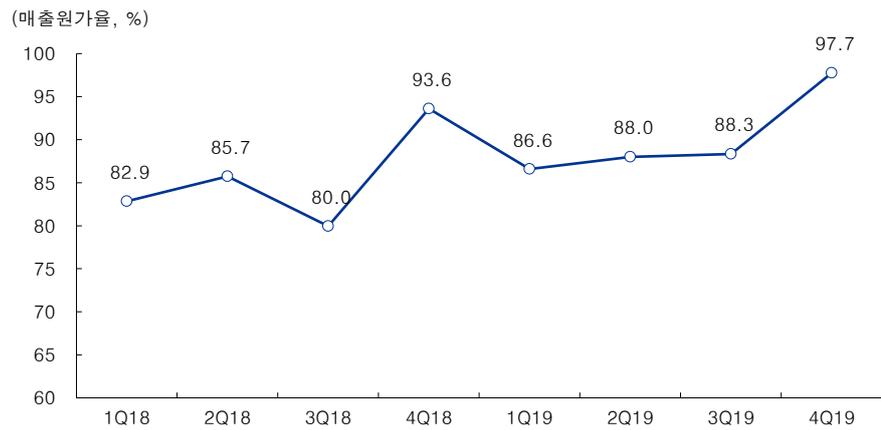
자료: IBK투자증권

그림 1. 분기별 영업이익 현황



자료: IBK투자증권

그림 2. 분기별 매출원가율 현황



자료: IBK투자증권

스튜디오드래곤 (253450)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	576	692
증가율(%)	86.4	32.4	23.4	22.8	20.1
매출원가	240	324	421	513	609
매출총이익	47	56	48	63	83
매출총이익률 (%)	16.4	14.7	10.2	10.9	12.0
판매비	14	16	19	22	25
판매비율(%)	4.9	4.2	4.1	3.8	3.6
영업이익	33	40	29	41	58
증가율(%)	94.1	21.2	-27.5	41.4	41.5
영업이익률(%)	11.5	10.5	6.2	7.1	8.4
순금융손익	-3	6	6	3	3
이자손익	-1	3	3	3	3
기타	-2	3	3	0	0
기타영업외손익	0	0	4	8	8
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	46	39	52	69
법인세	6	10	10	11	15
법인세율	20.0	21.7	25.6	21.2	21.7
계속사업이익	24	36	29	41	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	29	41	54
증가율(%)	200.0	50.0	-19.4	41.4	31.7
당기순이익률 (%)	8.4	9.5	6.2	7.1	7.8
지배주주당기순이익	24	36	29	41	54
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	24	35	29	41	54
EBITDA	74	115	143	130	135
증가율(%)	89.7	55.4	24.3	-9.1	3.8
EBITDA마진율(%)	25.8	30.3	30.5	22.6	19.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,020	1,461	1,927
BPS	13,141	14,305	15,344	16,805	18,732
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	61.9	72.3	79.3	58.9	44.6
PBR	4.9	6.5	5.3	5.1	4.6
EV/EBITDA	22.1	21.2	15.2	18.0	17.3
성장성지표(%)					
매출증가율	85.7	32.4	23.6	22.8	20.1
EPS증가율	84.5	21.7	-20.2	43.2	32.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.5	9.3	6.9	9.1	10.8
ROA	6.8	7.4	5.4	6.8	7.6
ROIC	18.1	22.1	13.3	15.4	17.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	24.7	27.7	26.8	39.1	45.4
순차입금 비율(%)	-49.5	-38.7	-23.0	-17.2	-14.3
이자보상배율(배)	19.0	343.0	94.6	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.2	6.1	6.8	6.7	6.1
재고자산회전율	0.0	405.4	934.0	1,093.9	1,003.3
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	219	265	311
현금및현금성자산	51	153	51	25	25
유가증권	140	2	48	70	85
매출채권	55	69	70	103	124
재고자산	1	1	0	1	1
비유동자산	170	265	328	392	455
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	255	287	330
투자자산	4	4	8	11	12
자산총계	459	512	547	657	765
유동부채	91	108	109	175	228
매입채무및기타채무	6	20	13	19	23
단기차입금	0	0	0	14	35
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	0	3	6	9	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	91	111	116	184	239
지배주주지분	368	401	431	472	526
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	322	322
자본조정등	3	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	32	68	96	137	191
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	431	472	526
비이자부채	81	111	116	170	204
총차입금	10	0	0	14	35
순차입금	-182	-155	-99	-81	-75

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	30	103	115
당기순이익	24	36	29	41	54
비현금성 비용 및 수익	46	74	123	86	74
유형자산감가상각비	0	0	1	1	0
무형자산상각비	41	75	113	88	77
운전자본변동	-73	-139	-104	-26	-17
매출채권등의 감소	-15	-28	-10	-33	-21
재고자산의 감소	-2	0	0	0	0
매입채무등의 증가	-3	14	-6	6	4
기타 영업현금흐름	-4	0	-18	2	4
투자활동 현금흐름	-141	141	-99	-191	-165
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-50	-120	-120
투자자산의 감소(증가)	-141	138	1	-2	-1
기타	0	3	-49	-69	-44
재무활동 현금흐름	188	-10	-34	62	50
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	208	0	1	0	0
기타	-20	-10	-35	62	50
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	40	102	-102	-26	0
기초현금	12	51	153	51	25
기말현금	51	153	51	25	25

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

**투자의견 안내 (투자기간 12개월)**

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

