



스튜디오드래곤 (253450)

언뜻보면 어닝쇼크? 방영회차로 보면?

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(유지): 105,000원

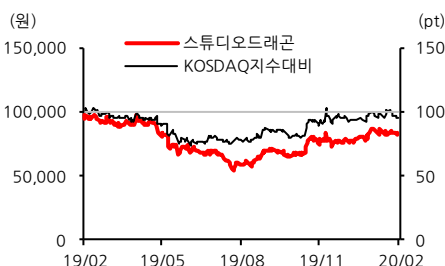
현재 주가(2/13)	86,000원
상승여력	▲ 22.1%
시가총액	24,163억원
발행주식수	28,096천주
52 주 최고가 / 최저가	98,300 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	136.38억원
외국인 지분율	7.7%
주주 구성	
CJ ENM (외 6 인)	69.3%
스튜디오드래곤우리스주 (외)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.1	14.4	47.0	-9.0
상대수익률(KOSDAQ)	-2.4	10.5	30.6	-1.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	380	469	584	655
영업이익	40	29	66	81
EBITDA	115	145	207	239
지배주주순이익	36	26	54	66
EPS	1,278	942	1,919	2,336
순차입금	-158	-79	-162	-291
PER	72.3	80.9	44.8	36.8
PBR	6.5	5.0	5.0	4.4
EV/EBITDA	21.1	14.2	10.9	8.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.3	6.4	11.8	12.7

주가 추이



첫 분기 매출 감소와 어닝쇼크를 기록했습니다. 경쟁력을 더욱 확실히 증명하는 방영회차별 지표와 우호적인 산업흐름에 주목해야 합니다.

첫 매출 감소, 정말 성장의 '차질 발생'일까?

동사는 IPO 이후 첫 매출 감소와 어닝쇼크(컨센서스 67억 원 vs. -41억 원)를 기록했다. '성장주'라는 타이틀에는 치명적이다. 회사측 원인으로서는 1) 저조한 시청률(평균 2.5%)에 따른 '타라인 성과 부진', 2) 일시적인 OCN 제작편수 감소에 따른 '차질 발생' 등 대부분 매출 부진으로 설명했지만, 방영회차 시각에서 접근한 매출지표는 다르다.

단순한 P(콘텐츠 단가)*Q(제작편수) 매출액 보다는 방영회차당 지표를 보는 것이 더욱 정확한데, 1) 타라인 부족이라고 하기엔 매출성과 [그림1]가 매우 고무적이기 때문이다. <알함브라 궁전의 추억>과 <남자친구>의 일부 회차가 반영된 4Q18보다도 훨씬 높았다. 해외 판권매출도 전년 대비 +28%나 늘었다. 2) 통상적으로 4분기에는 여러 공통 비용이슈가 있는데, 방영회차당 수반비용[그림2]도 전년 수준과 동일하다. 인력비와 판권비를 최대한 효율적으로 집행한 결과다.

방영회차당 적자를 초래한 주요 원인은 3) 제작비[그림3] 증가다. 텐트폴이 아닌 일반 드라마만 제작해 반영한 분기치고는 <아스달 연대기>가 있었던 3Q19, 상위 2개 텐트폴이 시작된 4Q18보다도 많이 지출했다. 크리에이터 몸값과 작품 퀄리티 향상을 위한 비용일 것이다.

비용 증가를 상쇄시킬 우호적인 업황 기대

결국, 되돌아보이지만, 비용 증가보다 더 큰 매출이 필요하다. 4Q19가 '차질 발생'이라고 표현될 만큼의 질이 낮은 매출이 아니라 필연적인 비용 증가를 커버해줄 수 있는 '제2의 넷플릭스', '시장 확대'가 시급하다는 뜻이다.

다행히 올해는 1) Q: 비캡티브 채널+넷플릭스 오리지널 편성 증가, 부가수익, 판권매출을 극대화시킬 수 있는 텐트폴 3개 확정, 2) P: 글로벌 플랫폼의 한국 상륙+플랫폼간 경쟁심화에 따른 콘텐츠 판권 상승, 3) C: 2019년 <아스달 연대기> 비용 선집행에 따른 부담 완화 등 우호적인 산업환경이 갖춰져 있다. 콘텐츠 업종과 스튜디오드래곤에 대한 기존 투자여건을 유지한다. 다음주에 글로벌 산업 동향 업데이트로 돌아오도록 하겠다.

[표1] 스튜디오드래곤 4Q19 Review

(단위: 십억 원, %, %p)

기업명		4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P (a)	4Q19E (컨센서스) (b)	비교 (a/b-1)*100
스튜디오드래곤	매출액	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	104.4	-6.7%
	growth %	41.5%	40.0%	72.5%	6.0%	-4.3%	2.7%	
	영업이익	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.1	6.7	적전
	growth %	-87.3%	3.6%	47.3%	-49.1%	적전	1,425.5%	
	margin %	0.4%	9.9%	8.4%	8.3%	-4.2%	6.4%	-10.5%

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

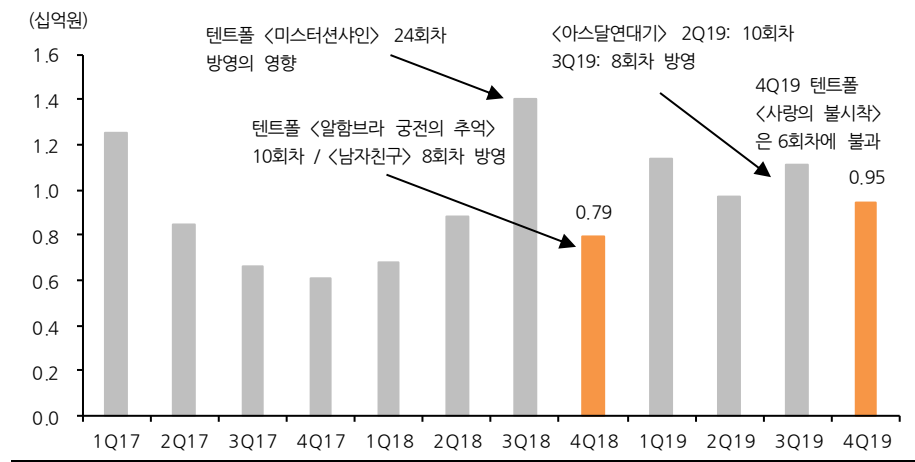
[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

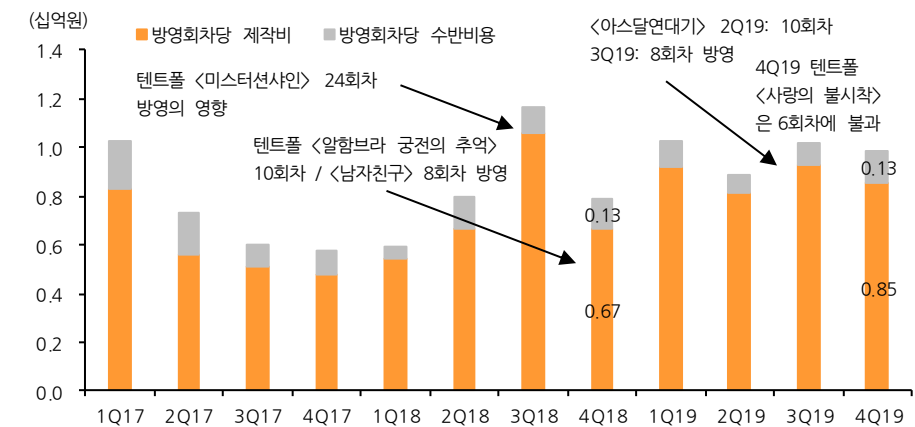
VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	286.8	379.6	468.5	583.6	655.0
growth %	6.0%	19.6%	59.7%	41.5%	40.0%	72.5%	6.0%	-4.3%	46.7%	32.4%	23.4%	24.6%	12.2%
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	131.2	178.1	208.7	247.7	261.1
growth %	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	70.5%	24.4%	-16.1%	49.5%	35.7%	17.2%	18.7%	5.4%
sales %	51.0%	45.8%	39.5%	53.5%	39.4%	45.3%	46.4%	46.9%	45.8%	46.9%	44.5%	42.4%	39.9%
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	111.8	162.1	219.2	286.9	338.9
growth %	-12.0%	9.5%	172.0%	46.9%	75.1%	109.2%	-5.4%	13.3%	48.3%	44.9%	35.3%	30.9%	18.1%
sales %	40.2%	38.8%	51.2%	37.1%	50.2%	47.1%	45.7%	43.9%	39.0%	42.7%	46.8%	49.2%	51.7%
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	11.1	44.7	51.8	58.8	71.0	79.7
growth %	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	46.5%	-6.2%	-14.4%	43.4%	16.0%	13.5%	20.6%	12.4%
sales %	11.7%	16.6%	13.9%	12.7%	12.1%	14.1%	12.3%	11.4%	15.6%	13.7%	12.6%	12.2%	12.2%
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	31.7	67.2	110.2	160.4	216.0	259.1
growth %	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	156.3%	-5.0%	27.7%	51.8%	64.1%	45.5%	34.6%	20.0%
sales %	28.5%	22.2%	37.3%	24.4%	38.1%	32.9%	33.4%	32.6%	23.4%	29.0%	34.2%	37.0%	39.6%
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	43.7	39.4	40.6	49.0	55.0
growth %	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	-14.1%	-9.0%	-6.7%	35.3%	-9.8%	3.0%	20.6%	12.4%
sales %	8.9%	15.4%	9.2%	9.4%	10.3%	7.6%	7.9%	9.1%	15.2%	10.4%	8.7%	8.4%	8.4%
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	95.2	239.7	324.0	420.8	495.8	550.0
growth %	13.1%	27.6%	48.2%	47.8%	46.2%	77.2%	17.1%	0.0%	42.3%	35.2%	29.9%	17.8%	10.9%
margin %	82.9%	85.7%	79.9%	93.6%	86.6%	88.0%	88.3%	97.8%	83.6%	85.4%	89.8%	85.0%	84.0%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	2.1	47.1	55.6	47.7	87.8	105.0
growth %	-18.6%	-12.8%	131.0%	-12.9%	9.9%	44.5%	-38.4%	-67.5%	73.9%	17.9%	-14.1%	83.9%	19.5%
margin %	17.1%	14.3%	20.1%	6.4%	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	16.4%	14.6%	10.2%	15.0%	16.0%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.2	14.1	15.7	19.1	21.3	23.5
growth %	7.8%	0.2%	-16.6%	51.9%	32.4%	40.2%	31.0%	2.7%	138.2%	11.6%	21.8%	11.6%	10.1%
margin %	3.8%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.6%	3.3%	6.4%	4.9%	4.1%	4.1%	3.7%	3.6%
영업이익	10.6	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.1	33.1	39.9	28.6	66.5	81.5
growth %	-23.8%	-17.6%	218.5%	-87.3%	3.6%	47.3%	-49.1%	적전	56.1%	20.6%	-28.2%	132.1%	22.6%
margin %	13.3%	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.4%	8.3%	-4.2%	11.5%	10.5%	6.1%	11.4%	12.4%
순이익	7.8	8.9	17.2	1.7	9.2	7.3	11.6	-1.7	23.8	35.8	26.4	53.9	65.6
growth %	-41.4%	219.5%	204.6%	-12.5%	17.4%	-18.0%	-32.8%	적전	83.8%	50.1%	-26.3%	104.5%	21.7%
margin %	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	8.3%	9.4%	5.6%	9.2%	10.0%

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

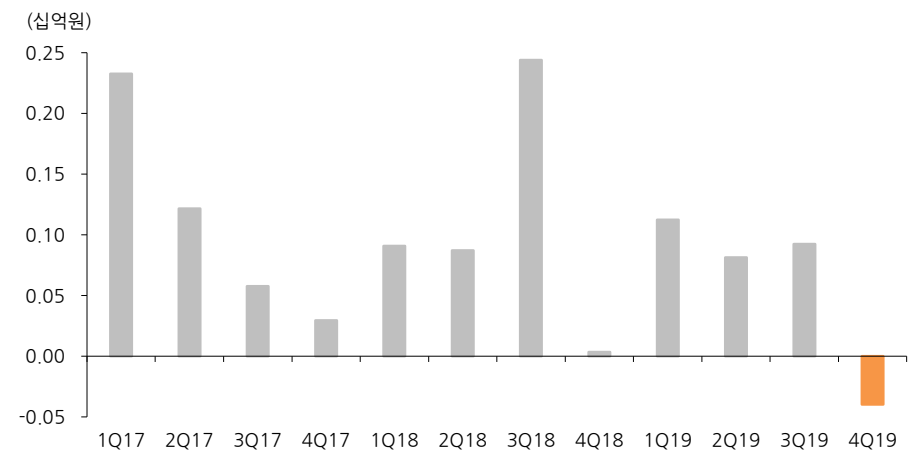
[그림1] 방영회차당 편성+판권 매출액



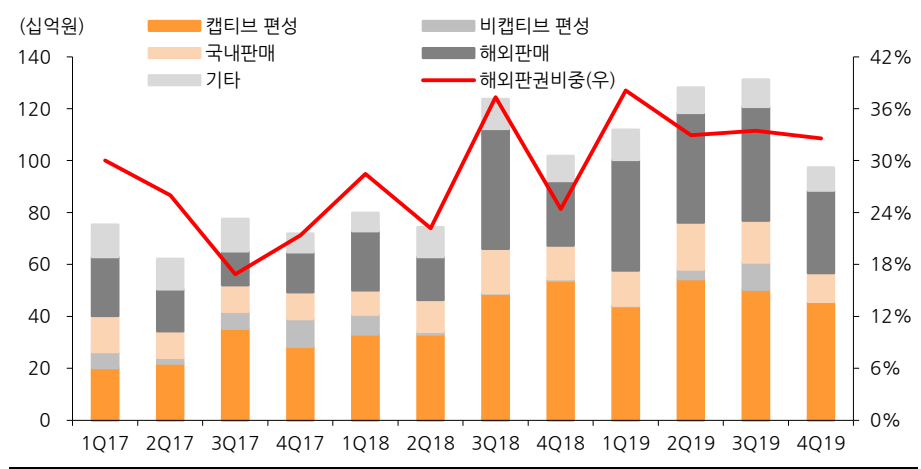
[그림2] 방영회차당 제작비+공동 수반비용



[그림3] 방영회차당 손익



[그림4] 스튜디오드래곤 사업부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 1Q20 흥행 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 리서치센터

[그림6] 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 리서치센터

[그림7] 향후 기대되는 텐트폴 라인업 <HERE(가제)>



배우: 이병헌, 한지민, 신민아, 남주혁
 작가: 노희경 <라이프>, <괜찮아, 사랑이야>, <그 겨울, 바람이 분다>
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 향후 기대되는 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>



배우: 송강, 이진욱, 이시영 / 연출: 이응복 <태양의 후예>, <도깨비>, <미스터 션샤인>
 작가: 홍소리, 김형민, 박소정
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국내외 OTT 런칭 발표: 다수의 신규 진입 → 플랫폼간 경쟁심화 → 콘텐츠 제작사 수혜 기대



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	287	380	469	584	655
매출총이익	47	56	48	88	105
영업이익	33	40	29	66	81
EBITDA	74	115	145	207	239
순이자손익	-1	3	1	5	5
외화관련손익	-1	3	7	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	33	71	87
당기순이익	24	36	26	54	66
지배주주순이익	24	36	26	54	66
증가율(%)					
매출액	85.7	32.4	23.4	24.5	12.2
영업이익	98.3	21.0	-28.3	132.3	22.6
EBITDA	91.4	55.1	25.9	42.7	15.5
순이익	192.9	50.3	-26.3	104.0	21.7
이익률(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	10.2	15.0	16.0
영업이익률	11.5	10.5	6.1	11.4	12.4
EBITDA 이익률	25.9	30.3	31.0	35.5	36.5
세전이익률	10.6	12.0	7.1	12.2	13.2
순이익률	8.3	9.4	5.6	9.2	10.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업현금흐름	-7	-29	31	167	214
당기순이익	30	46	26	54	66
자산상각비	41	75	116	140	158
운전자본증감	-73	-139	-103	-27	-9
매출채권 감소(증가)	-15	-28	-11	-35	-13
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-3	14	-5	7	3
투자현금흐름	-141	141	-120	-88	-88
유형자산처분(취득)	0	0	-1	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	-20	-80	-80
투자자산 감소(증가)	0	-4	-75	-3	-3
재무현금흐름	188	-10	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-18	-10	-1	0	0
자본의 증가(감소)	208	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	76	120	152	194	223
(-)운전자본증가(감소)	23	-37	53	27	9
(-)설비투자	0	0	1	0	0
(+)자산매각	0	0	-20	-80	-80
Free Cash Flow	53	157	79	87	134
(-)기타투자	191	32	74	4	4
잉여현금	-138	125	4	83	129
NOPLAT	26	31	23	50	62
(+) Dep	41	75	116	140	158
(-)운전자본투자	23	-37	53	27	9
(-)Capex	0	0	1	0	0
OpFCF	44	144	86	163	210

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	290	247	262	382	527
현금성자산	193	160	144	227	357
매출채권	55	69	71	106	119
재고자산	1	1	0	1	1
비유동자산	170	265	320	263	190
투자자산	41	66	96	100	104
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	222	162	85
자산총계	459	512	581	645	717
유동부채	91	108	144	154	160
매입채무	32	55	14	22	24
유동성이자부채	10	0	58	58	58
비유동부채	0	3	9	9	9
비유동이자부채	0	2	7	7	7
부채총계	91	111	152	163	168
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	322	322
이익잉여금	32	68	94	148	214
자본조정	3	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	429	483	548

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당지표					
EPS	851	1,278	942	1,919	2,336
BPS	13,141	14,305	15,266	17,185	19,520
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,714	4,280	5,424	6,921	7,948
ROA(%)	6.8	7.4	4.8	8.8	9.6
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	11.8	12.7
ROIC(%)	15.4	14.6	7.8	15.2	21.6
Multiples(x, %)					
PER	76.4	72.3	80.9	44.8	36.8
PBR	4.9	6.5	5.0	5.0	4.4
PSR	6.4	6.8	4.6	4.1	3.7
PCR	23.9	21.6	14.0	12.4	10.8
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.2	10.9	8.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	24.7	27.7	35.5	33.7	30.7
Net debt/Equity	-49.5	-39.3	-18.4	-33.5	-53.1
Net debt/EBITDA	-245.7	-136.8	-54.4	-78.2	-121.8
유동비율	319.6	228.4	181.9	248.0	329.7
이자보상배율(배)	19.0	343.0	73.3	10.4	12.2
자산구조(%)					
투하자본	44.1	51.9	59.1	49.3	35.5
현금+투자자산	55.9	48.1	40.9	50.7	64.5
자본구조(%)					
차입금	2.7	0.5	13.2	11.9	10.6
자기자본	97.3	99.5	86.8	88.1	89.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 2월 14일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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	2019.11.18	2020.01.31	2020.02.14		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	85,000	105,000	105,000	105,000		

[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	-19.31	-5.76
2019.11.18	Buy	105,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%